

Management IPO Russia insurance Corporate Classification
Impairment Advisory Myanmar ASEAN Safety Planning
Vietnam Tax IFRS
GLOBAL
China ASEAN
EMA Japan Revenue Recognition
Healthcare Advisory GLOBAL IT
Trustees' Review ASEAN IFRS Russia
UK IFRS UK Cyber Security China TAX
Japan Tax
GLOBAL
CSR BEPS GLOBAL
ENERGY Hong Kong IFRS Middle Market Management
Fairness Opinion
Bitcoin Global Sports Advisory ENERGY Thailand
CSR ENERGY Integrated Offer IFRS China Corporate Energy Trading
Insurance Russia IPO Integrated Reporting
Economic Vietnam IFRS Corporate Thailand M&A Risk Management
IT Tax Taiwan Global Japan EMA
Myanmar Taiwan Korea Malaysia IFRS accounting Korea EMA
Cyber Security Cyber Investor Relations CSR Singapore
ENERGY ASEAN insurance India China UK Turkey IFRS Malaysia
Corporate M&A
CEO Survey
HOSPITALITY Turkey India malaysia China Economic IFRS
Audit insurance Vietnam GLOBAL Japan Korea Integrated Reporting

Volume
15

株主との対話 ーコーポレートガバナンスとIR／SR活動の今後（前篇）

有限責任 あずさ監査法人 アドバイザリー本部

グローバル財務マネジメント

IR／SR アドバイザリー担当

シニアマネジャー 土屋 大輔

2015年6月より適用開始となったコーポレートガバナンス・コードにより、IR（Investor Relations）／SR（Shareholder Relations）活動に求められる役割が、これまでのIR／SR担当者から企業経営者のそれへと、劇的に変わろうとしています。以前から資本コストの低減を通じて企業価値を顕在化させ、適正株価を実現することがIR／SR活動の命題であったことはご案内のとおりです。そして機関投資家がコーポレートガバナンスに求めるのは「株主資本コストを上回るリターン」に他なりません。

今回導入されたコードでは、これらを敷衍（より詳しく解説）して、「株主との対話」の重要性を謳っており、IR／SR活動を通じていかに株主資本コストを引き下げるのか、いかにマーケットが求める期待（リターン）に応えていくのかが「株主との対話」における最重要課題となっております。

本稿では、2回にわたりコーポレートガバナンスにおける「株主との対話」について解説致します。第1回目の本稿では、「株主との対話」の核となるIR／SR活動の意義と長期投資家がコーポレートガバナンスにおいて求めるリターンと企業価値との関係について解説致します。

なお、本文中の意見に関する部分は筆者の私見であることを、あらかじめお断り致します。



つちや だいすけ
土屋 大輔

有限責任 あずさ監査法人
アドバイザリー本部
グローバル財務マネジメント
IR／SR アドバイザリー担当
シニアマネジャー

【ポイント】

- IR／SR活動の目的は、資本コストの低減を通じた企業価値の顕在化ならびに適正株価の実現に他ならない。
- 機関投資家がコーポレートガバナンスに期待するのは、「株主資本コストを上回るリターン」を創出するということである。
- 「株主との対話」は、経営陣が主体となって株主資本コストを上回るリターンの創出について株主から信任を得る取組みである。
- 長期投資家は、企業価値の絶対価値評価に重きを置く傾向があるが、発行企業は同様の方法で自社の企業価値を推定し、株主との対話に臨むべきである。

I

では、IR／SR活動の目的は何なのか。それは「資本コスト

株主資本コストの算出には様々な手法がありますが、CAPM (Capital Asset Pricing Model、資本資産価格モデル) を活用するケースが一般的です。

(注1) データは QUICK から取得。サンプルは金融機関を除く東証一部上場企業から構成されている。
IR 優良企業は 2012 年、13 年、14 年の IR 優良企業賞受賞企業 23 社(三井住友 FG、東京海上ホールディングスは除く)からなる。

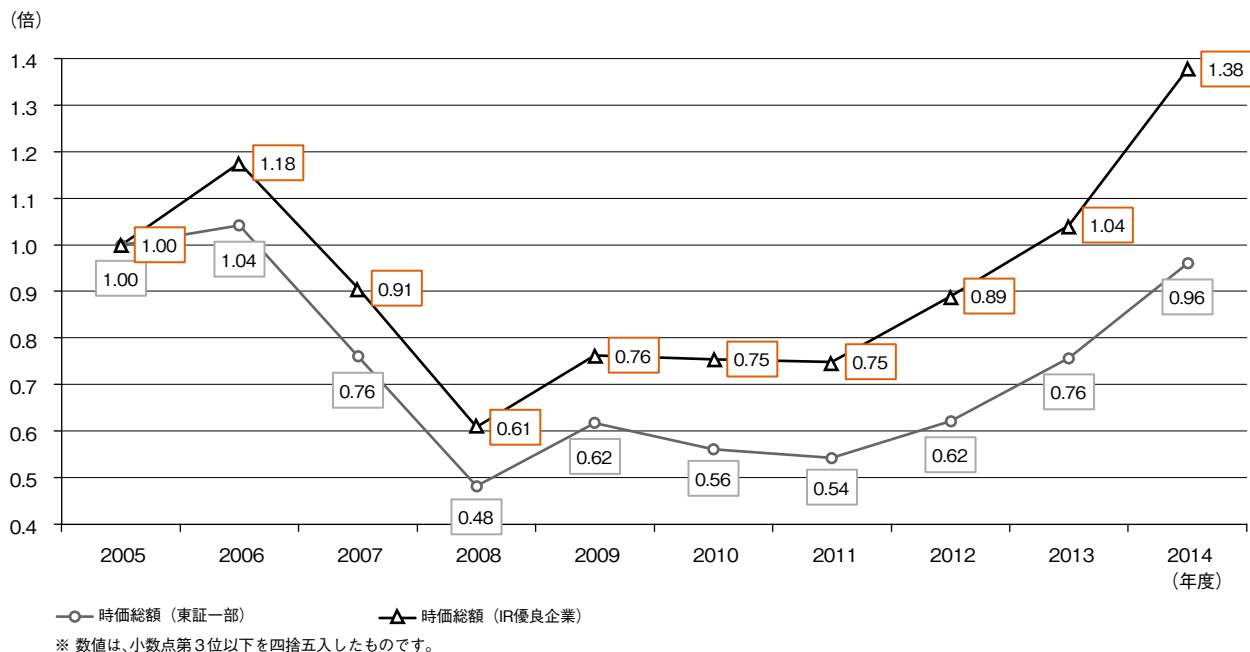
(注2) 株式リターンは標準偏差は決算月末から過去 60 ヶ月の月次リターン(標準偏差を除く)。標準偏差が低いほど株価変動リスクが小さいことを示している。

出典：日本IR協議会の許諾を得て「IRの基本と課題」より引用

図表3 業績感応度が高い

「IR 優良企業」と市場の評価 — 業績感応度が高い

IR 優良企業と東証上場企業を比べると…



(注1) データは QUICK から取得。サンプルは金融機関を除く東証一部上場企業から構成されている。
IR 優良企業は 2012 年、13 年、14 年の IR 優良企業賞受賞企業 23 社(三井住友 FG、東京海上ホールディングスは除く)からなる。

(注2) 株式時価総額は、2005 年度末の平均値を 1 とした場合の、各年度末の値の推移を表している

業績感応度は高く、回復速度も早い

出典：日本IR協議会の許諾を得て「IRの基本と課題」より引用

力・資本効率に関する目標の提示と、その実現のための経営資源の配分等に関する具体的な方策を説明すべきとしています(図表4参照)。

そもそも、機関投資家はコーポレートガバナンス、ひいては「株主との対話」に何を期待しているのでしょうか。

日本は欧米の主要な機関投資家より長年「コーポレートガバナンスが効いていない」と言われてきました。端的にこの言葉が意味するのは、「日本企業は株主資本コストを上回るリターンを上げていない」ということです。

日本におけるコーポレートガバナンスの議論は、社外取締役の選任を複数名求める機関投資家の議決権行使ガイドラインや、その影響を受ける取締役会の構成、会計不祥事等の防止を目的とした内部統制といった体制面にフォーカスが当たりがちです。

機関投資家は、これらコーポレートガバナンス体制を重視しているのは事実ですが、これはあくまでも「株主資本コストを上回るリターンを創出する」というコンテキストにおいて重視していると捉えるべきです。すなわち、「内部統制が整っていないければ持続的な成長の土台は損なわれてしまう」「社外取締役を増員し、外の眼を入れなければ株主資本コストを意識し

た経営が担保できない」といった思想が背景にあるのです。

機関投資家の最終目的は、受益者である顧客のリターンを最大化することにあります。それはすなわち投資先企業が期待するリターン以上の価値を創出しているか、と同義であるといえます。まさに資本効率を高める、「稼ぐ力」を取り戻す取組みこそが、機関投資家にとってのコーポレートガバナンスであるといえます。

換言すれば、「株主との対話」において、機関投資家が最も期待しているのは、投資先企業が株主資本コストを意識した経営を行っているか、株主資本コストを上回るリターンを創出する経営体制となっているか、といった点について経営陣と対話する、ということになります。この取組みがまさに経営陣に対する信頼を醸成し、結果的に株主資本コストを引き下げ、企業価値がより正確に株価に反映されることにつながります。「株主との対話」とは、まさにIR / SR活動そのものを指しているのです。

図表4 第5章 株主との対話

【基本原則 5】

上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場合以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。

経営陣幹部・取締役(社外取締役を含む)は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。

【原則 5-1. 株主との建設的な対話に関する方針】

上場会社は、株主からの対話(面談)の申込みに対しては、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである。取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである。

【原則 5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

出典：「コーポレートガバナンス・コード」より抜粋

Ⅲ 資本コストと企業価値評価の関係

1. 株主資本コストを意識する機関投資家＝長期投資家

機関投資家にとってのコーポレートガバナンスは「株主資本コストを上回るリターンを創出する」ことであると述べてきました。ここで問題になるのは「機関投資家」とは誰を念頭に置いているのか、また、「株主資本コストを上回るリターン」とは何を指しているのか、といった点です。

東京証券取引所が毎年6月に公表している「株式分布状況調査」によると、2015年3月末時点で機関投資家といわれる投資主体は、日本株を時価ベースで53.3%を保有しています(外国人31.7%、信託銀行18.0%、生命保険3.6%)。機関投資家といっても短期売買を繰り返す投資家もいれば比較的長期に保有する投資家もあり、その属性は実に様々です。

株式市場に上場している以上、発行企業はあらゆる投資家を念頭に入れる必要がありますが、コーポレートガバナンスを重視する投資家は、間違いなく「長期投資家」であると思われる。

ここでいう「長期投資家」は、長期に保有する投資家ではなく、「長期的観点から企業価値を評価する投資家」と定義する必要があります。長期に保有するだけであれば、投資それ自体のリターンよりも、たとえば取引の継続といった別のメリットを念頭に入れて保有する、一昔前の持ち合い株式も含まれ

てしまうため、注意が必要です。

機関投資家は、様々な観点から投資判断を行います。単純化すると長期投資家は、PERやPBRといった株価指標が示唆する相対価値よりも、当該企業が有する絶対価値に着目するケースが多いと考えられます。絶対価値は、主として将来キャッシュフローの割引現在価値を算出するDCF法、もしくは、それに類する自社の独自モデルを活用するケースが一般的です。

DCF法は、M&Aの現場等で一般的に活用されるバリュエーションモデルですが、将来キャッシュフローをいかに予測するかが企業価値評価におけるポイントです。将来キャッシュフローは、通常5年～10年先を予測します。まさに、企業の長期展望、業界環境等を詳細に分析する必要があります。そのうえで、将来キャッシュフローの現在価値の総和が足元の株価と比較して割高か割安かといった観点で投資判断を行います。

DCF法においてももうひとつの重要な要素が、期待収益率になります。将来キャッシュフローを現在価値に割り引くファクターが期待収益率ですが、これは発行企業からすれば投資家から要求されているコストであり、資本コストと同義です。

DCF法等といった絶対価値の評価軸よりも、相対価値を重視する投資家は、将来キャッシュフローの予測も割引率となる発行企業に対する期待収益率にも重きは置いていないと考えられます。つまり、投資先に対して中長期的に「株主資本コストを上回るリターン」を要求するのではなく、短期的な業績や株価の変化を重視しているのであり、コーポレートガバナンス

には相対的に重きを置いていないということです。

2. 機関投資家にとって企業が重視することが望ましい指標はROEが圧倒的に多い

2014年8月に公表された「持続的成長への競争力とインセンティブ〜企業と投資家の望ましい関係構築〜プロジェクト（通称：伊藤レポート）」では、日本企業のROEが欧米の諸外国と比較しても低位であることが議論され、株主資本コストを上回るリターンを確保することの重要性が指摘されています。

平成26年度生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」によると、投資家が発行企業に対して「株式価値向上に向け企業が重視することが望ましい経営指標」としてROEが93%と最も高くなっています（図表5参照）。また、「（株主）資本コストに対するROE水準の見方」に関しては、僅か4.7%の投資家がROEは株主資本コストを上回っていると考えているのに対して、発行企業側は30.9%が株主資本コストを上回っていると回答しており、投資家と発行企業との間で認識の差が大きいことが示されています（図表6参照）。

株主資本に対していくらリターンを上げているのかを測る上で、ROEが最もわかり易い指標であることに議論の余地はないと思われます。特に日本企業は長きにわたり「稼ぐ力」が損なわれてきたのに対して、バランスシート上は現金を積み上げることににより、必要以上に株主資本の厚みが増している、と評されてきました。

ただし、上述のとおり、長期投資家は投資先企業の絶対価値の評価に重きを置いてバリュエーションを測っており、ROE

の高低だけを見て投資を行っている訳ではありません。要するに投資家にとって発行企業が資本コストを意識していることが重要であり、「株主との対話」に使用する指標はROAでもROICでも本質的には変わりません。

また、ビジネスサイクルのなかで、成長投資優先等で株主資本コストを上回るリターンを上げるのが難しい局面もあるかもしれません。その場合は株主還元策を通じて投資家にリターンを示すという方策も重要なので、発行企業が重視することが望ましい経営指標として配当性向がROEに次いで2番目となっています。

もう1つ念頭に入れないといけないのは、株主が享受するのはあくまでも「残余利益」であるということです。短期的に増配のメリットを享受して売り抜けるアクティビスト等は論外として、長期に発行企業が企業価値を創出していくためには、仕入先（原価）、従業員（販管費）、地域社会（税金）等との共生が不可欠です。長期投資家にとってのリターンとは、様々なステークホルダーとの共生のうえに生まれるリターンの残余を享受することを指しており、短期的にROEを高めることを絶対視しているわけではありません。

長期投資家を念頭に、中長期的に株主資本コストを上回るリターンを上げる方策を示すことが、まさに今回のコードでいう「攻めのガバナンス」の要諦であり、その方策の1つとして「株主との対話」が重要なのです。

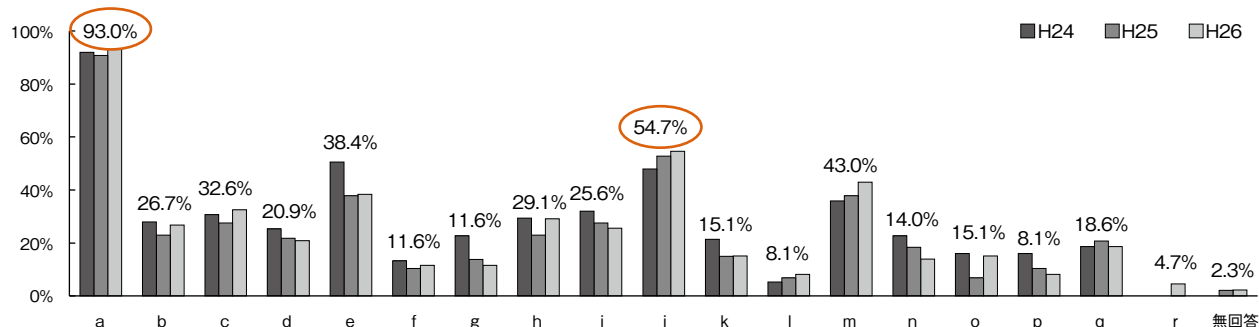
3. 企業価値と株価との乖離を把握する

「株主との対話」において、もう一点留意したいのは「自社

図表5 株式価値向上に向け企業が重視することが望ましい経営指標（投資家）

- | | | |
|-----------------|--------------------------------|----------------------------|
| a. ROE(株主資本利益率) | g. 経済付加価値(EVA®) | m. 総還元性向((配当+自己株式取得)/当期利益) |
| b. ROA(総資本利益率) | h. ROIC(投下資本利益率) | n. 配当利回り(1株あたり配当/株価) |
| c. 売上高利益率 | i. FCF(フリーキャッシュフロー) | o. 自己資本比率(自己資本/総資本) |
| d. 売上高・売上高の伸び率 | j. 配当性向(配当/当期利益) | p. DEレシオ(有利子負債/自己資本) |
| e. 利益額・利益の伸び率 | k. 株主資本配当率(DOE) (DOE=ROE×配当性向) | q. 資本コスト(WACC等) |
| f. 市場占有率(シェア) | l. 配当総額または1株当たりの配当額 | r. その他(具体的には) |

(回答数：H26年度:86, H25年度:87, H24年度:75)
※複数回答可



出典：平成26年度生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」より抜粋

の企業価値を把握する」ということです。

IR / SR活動の目的は資本コストの低減を通じた企業価値の顕在化と述べましたが、これは適正株価を実現する取組みでもあります。株価を闇雲に上げることがIR / SR活動の目的ではありませんが、適正株価を実現するうえで株価を上げる(もしくは過熱感を冷ます)といった努力を行うことが「株主との対話」において必要となります。

自社の適正株価＝企業価値は、M&A等といったディールが発生しない限り算定することは一般的には少ないように思われます。また、その際の企業価値＝バリュエーションはM&Aといった特性上、高く売りたい(安く買いたい)といった経営者の意図が入るため、その時々々のゴーイングコンサーンの企業価値と乖離する可能性も否定できません。

一方、長期投資家は、その企業が存続することを前提にゴーイングコンサーンの企業価値を分析し、投資判断を行っています。自社の企業価値が投資家目線と比較して高いのか低いのかを知らずしてどのように株主と対話するのでしょうか。

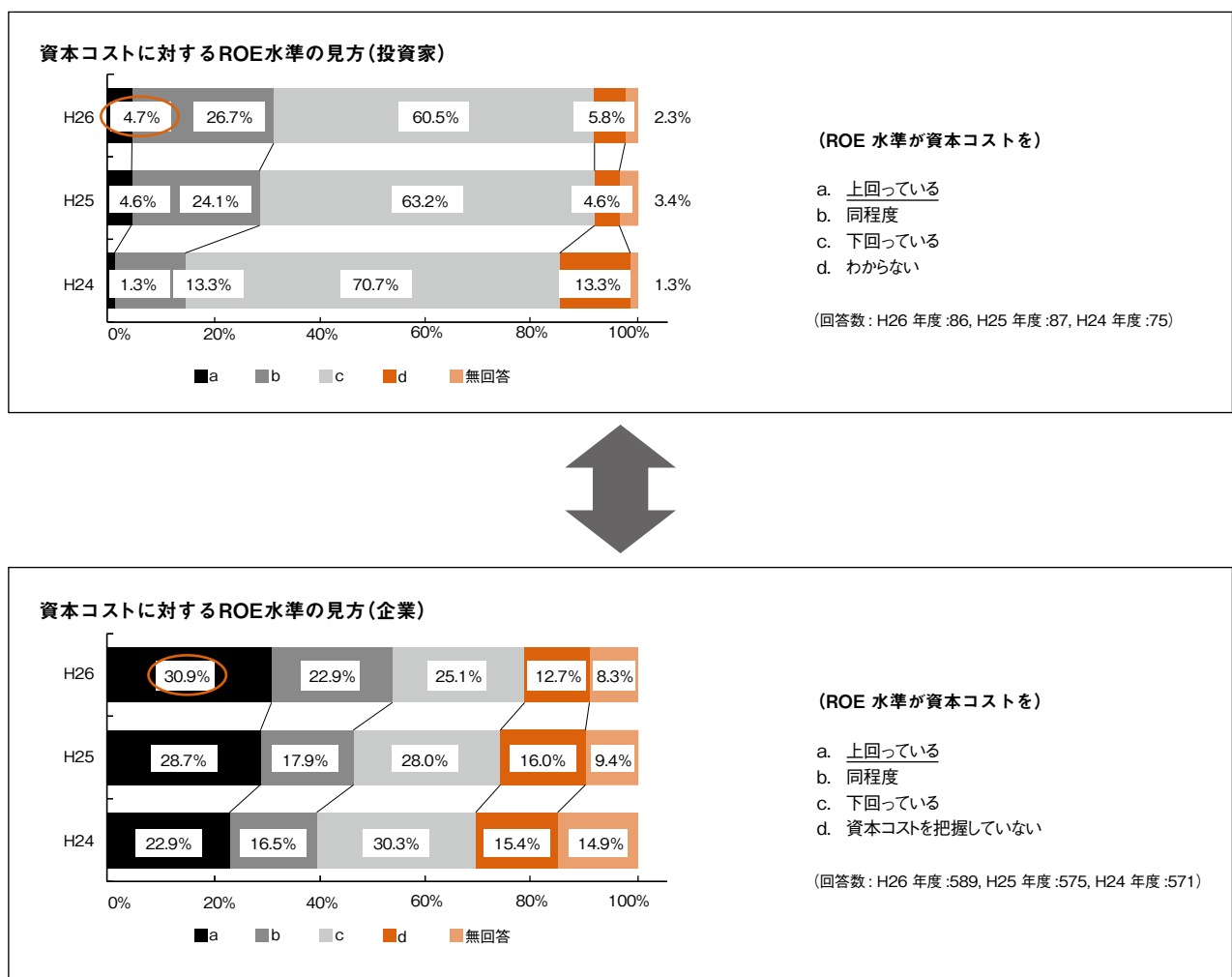
自社の企業価値は、まさに長期投資家と同じ手法で分析可

能です。つまり、DCF法を活用した絶対評価に重きを置きつつ、類似企業比較法といった相対バリュエーションを参考に活用します。事業が多岐に亘る場合にはサムオブザパーツ分析を行うのも良いでしょう。

発行企業は内部情報を有している分、より正確に将来のキャッシュフローを予測することが可能であり、投資家以上に正確に自社の企業価値を推定することが可能であるはずですが、そこには何かしら要因があるはずですが。株主との対話を通じてその要因を特定し、経営にフィードバックすることもIR / SR活動の命題です。そのフィードバックを受けて対策を練り、市場に向けて発信していくことが、まさに長期投資家が求める「攻めのガバナンス」であり、企業価値向上において不可欠な取組みです。

本稿(前篇)では、IR / SR活動の意義とコーポレートガバナンス・コードにおけるIR / SR活動の位置付け、機関投資家による企業価値の評価方法について考察しました。後編では、実際に日本企業に投資している機関投資家の売買状況や

図表6 投資家と発行企業とのROEの認識差



出典:平成26年度生命保険協会調査「株式価値向上に向けた取り組みについて」より抜粋

投資手法、コーポレートガバナンス報告書等で打ち出すべき事項等について考察します。

【バックナンバー】

コーポレートガバナンス・コードを読み解く

「第1回 OECD原則からみる日本のコーポレートガバナンス・コード」

(KPMG Insight Vol.10/ Jan 2015)

「第2回 諸外国におけるコーポレートガバナンスに係る議論との比較からみる日本のコーポレートガバナンス・コード」

(KPMG Insight Vol.11/ Mar 2015)

「第3回 コーポレートガバナンス・コードへの対応に関する誤解と実施手順」

(KPMG Insight Vol.12/ May 2015)

経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」について（前編）

(KPMG Insight Vol.13/ July 2015)

経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会報告書」について（後編）

(KPMG Insight Vol.14/ Sep 2015)

コーポレートガバナンス・コードが求める「取締役会評価」とは

(KPMG Insight Vol.14/ Sep 2015)

本稿に関するご質問等は、以下の担当者までお願いいたします。

有限責任 あずさ監査法人

アドバイザー本部 グローバル財務マネジメント

IR / SR アドバイザー担当

シニアマネジャー 土屋 大輔

TEL: 03-3548-5125（代表番号）

daisuke.tsuchiya@jp.kpmg.com

KPMG ジャパン

marketing@jp.kpmg.com
www.kpmg.com/jp



本書の全部または一部の複写・複製・転記載および磁気また光記録媒体への入力等を禁じます。

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2015 KPMG AZSA LLC, a limited liability audit corporation incorporated under the Japanese Certified Public Accountants Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

© 2015 KPMG Tax Corporation, a tax corporation incorporated under the Japanese CPTA Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Japan.

The KPMG name, logo and "cutting through complexity" are registered trademarks or trademarks of KPMG International.