

## (株式市場)：企業価値評価を高める「株主との対話」

コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コード、ESG経営・投資。いずれも持続的成長を可能とするための企業改革・市場改革の一環として推し進められている。世界的な低成長が避けられず、複雑さを増すばかりの経済情勢において、どのような意味を持つのか。「企業と株主の対話」のひとつであるIRを例に株式市場の評価との関係を探る。

「IRが悪いからだよ」。数年前、ある大手企業に関して「なぜ同社の株価は思うように上がらないのか経営陣が不満に思っているそうだと、筆者がある日本株ファンドマネージャーに話したところ、彼はこう言って一蹴した。

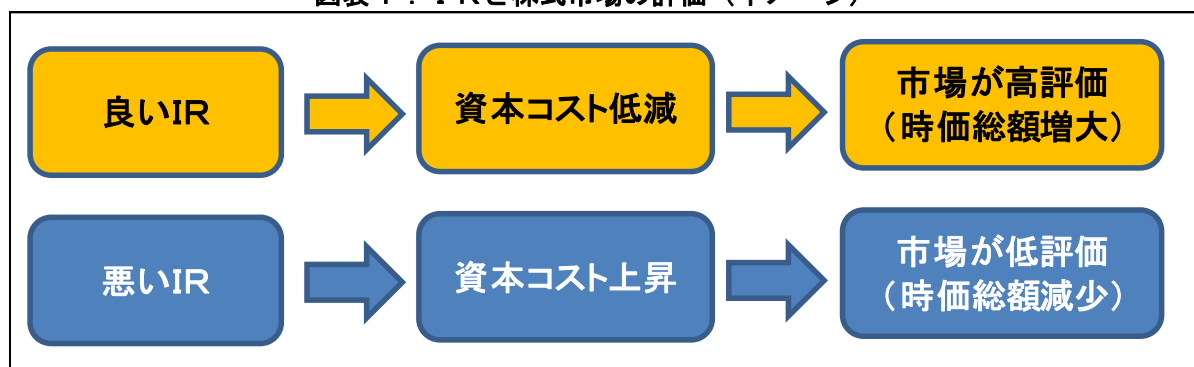
日本の上場企業の多くは投資家向け説明会を実施しているが、そこで経営者が語るのはい「明るい将来ビジョン」、「積極的な投資計画」、「増収増益見通し」、「健全な財務」など耳障りの良い内容がほとんどで、リスクに関する情報は少ない。これでは「IR（投資家との対話）」ではなく「PR（会社の宣伝）」だ。

投資家（特に、年金など中長期スタンスの投資家）は、企業の収益性や成長性だけでなく、リスク要因を精査したうえで投資可否を決める。この意味において企業のディスクロージャーやIRは極めて重要だ。

企業が公表しなければ、どのような潜在リスクがあり、そのリスクをどう管理しているのかを投資家が判断するのは難しい。「きちんとリスクを管理しているのだから公表する必要はない」では通らない。そのような企業に対して投資家はむしろ「公表できないようなリスクが隠れているのではないか」と懐疑的に考え、株式購入に慎重になる（安心して株を買えない）。

これは当該企業の資本コスト（割引率）が高いことと同義だ。たとえ収益力や成長期待が高くても、資本コストが高いほど企業価値評価（時価総額）を引き下げてしまう。逆にIRが優れた企業は投資家が安心して株式を買いやすい。つまりIRを重視した経営は資本コストの低減を通じて、高い時価総額をもたらすと考えられる。

図表1：IRと株式市場の評価（イメージ）



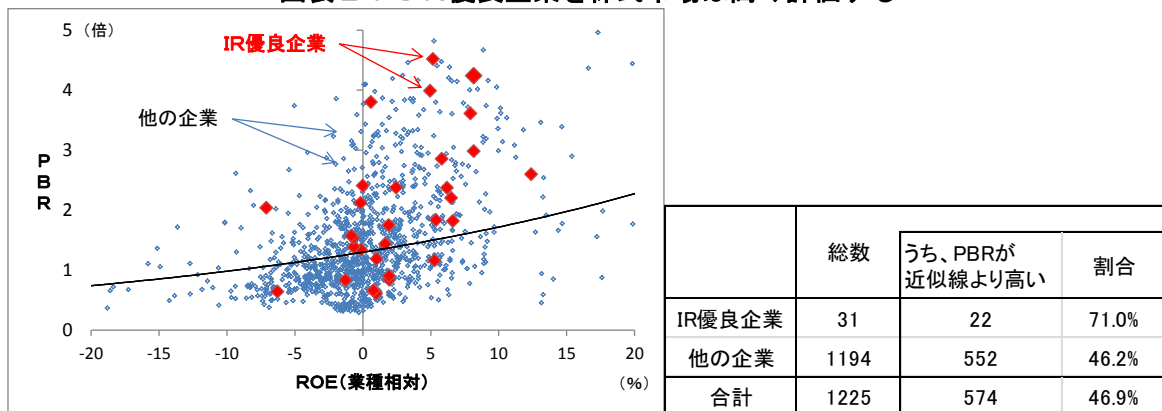
(資料) 筆者作成

実際、ROEとPBR（企業価値評価）の関係をプロットすると、日本IR協議会が選定した「IR優良企業」は全体平均（指数近似した傾向線）よりもPBRが高いケースが多い（図表2）。「IR優良企業」のうち近似線よりもPBRが高い企業の割合は71.0%だが、選定されなかった「他の企業」では46.2%と半数に満たない。

注目すべきは、図表2の横軸が業種相対ROE（業種内の中央値との差）ということだ。業種によってもROEの絶対水準は異なるが、ROEが同業他社と同程度でもIR優良企業の方がPBRが高い傾向があることを示唆している。

もちろんROEやIRだけでPBRが決まるわけではない。たとえば過剰な現金の保有など企業の財務構造もPBRに影響するが、「IR優良企業」はおしなべて自己資本簿価に対して時価総額が大きい。すなわち、IRが優れた企業を株式市場がポジティブに評価している（資本コストが相対的に低い）わけだ。

図表2：IR優良企業を株式市場は高く評価する



（注）TOPIX500のうち3月決算企業、IR優良企業は2016～2018年度の受賞企業、ROEは受賞前年度実績、PBRは同年5月末時点

（資料）日本IR協議会、QUICKより筆者作成

ここから言えることは、ディスクロージャーやIRに注力し始めた企業は企業価値評価（株価）が上昇しやすく、投資魅力度が高いということだ。そして、より多くの企業がIR重視の経営に取り組むことで日本の株式市場全体の時価評価が向上し、長期で株式を保有する投資家にメリットをもたらすことが期待される。

ESGについても同様のことが言える。たとえば環境対策が不十分であったり社会通念に反する可能性がある企業ほど、投資家は株式購入に慎重になる。ガバナンスが脆弱で、いつ不祥事が発覚するかわからない企業も同様だ。

グローバルな経済情勢の不透明感が強く、有望な（リスクに見合う採算が望める）投資案件が限られる中、収益性改善だけで企業価値を高めることは容易ではない。上場企業には非財務面への積極的な取り組みと情報開示が求められ、投資家はそれらを見極める眼力が一層重要となるだろう。

（井出 真吾）