

資本市場との対話の中核となる コーポレート・ストーリー

コンサルティング・ソリューション第一部
柏崎 雅代

コーポレート・ストーリーは資本市場と上場会社の「約束」

[要約]

- 上場企業は、自社が中長期的に目指す姿を資本市場に説明する務めがある。自社の目標とする投資リターンを明示し、それを達成するための戦略を、投資家が理解しやすいシナリオで示すものがコーポレート・ストーリーである。IRとは、自社の株式をなぜ買う（保有する）べきかについて投資家の観点から説明するマーケティング活動であり、コーポレート・ストーリーはIR活動の中核となるコンテンツである。
- 金融機関の政策保有（主に持ち合い）株式の売却を背景に、日本企業の株主構成は大きく変化した。上場企業にとっては、従来のような安定株主が減少しており、敵対株主リスクが高まっている。敵対株主リスクへの対応は、投資家（株主）の信任を高めることが第一であり、資本市場との関係の再構築が求められている。機関投資家のグローバルな投資先選定の中で、日本企業に対する評価は極めて厳しいのが現状である。
- 中期経営計画（中計）を公表している企業は多いが、資本市場が知りたい内容との間にずれが存在する。「コーポレート・ストーリー」として中計を見た場合、機関投資家が重視する要素であるROEの目標やキャッシュ・フローの配分に関する情報が圧倒的に不足している場合が多い。
- コーポレート・ストーリー策定の基本プロセスは、企業理念、ビジョン、中計、各事業戦略といった社内の様々な素材から、資本市場の観点で訴求ポイントを抽出し、投資家の視点で整理した上で、投資家にとってわかりやすいシンプルなロジックに変換・翻訳してストーリー化することである。策定されたコーポレート・ストーリーは、IR活動を通じて資本市場に発信され、フィードバックを受けることで継続的に修正・進化させていくべきものである。
- コーポレート・ストーリーを活用した資本市場との対話は、友好的な株主作りにつながるとともに、敵対株主の意見に対する経営者側の強力な論拠ともなり得る。資本市場の信任度を高め、適正な企業評価が形成されることで、いたずらに敵対株主の動向に左右されず、持続的な成長に向けた戦略の実行が可能となるのである。上場企業にとって、コーポレート・ストーリーを通じた資本市場との対話は、企業活動そのものと同等の重みをもつものである。

コーポレート・ストーリーとは何か

投資リターンのある
べき姿と達成戦略を
投資家視点で示す

上場企業は、自社に投資魅力があることを認識してもらうため、中長期的にどのような姿を目指しているのかを資本市場に説明する務めがある。投資家が上場企業に期待するのは投資リターンである。コーポレート・ストーリーとは、自社の目標とする投資リターンを明示し、それを達成するための戦略を、投資家が理解しやすいシナリオで示すものである。

I R活動の中核コン
テンツ

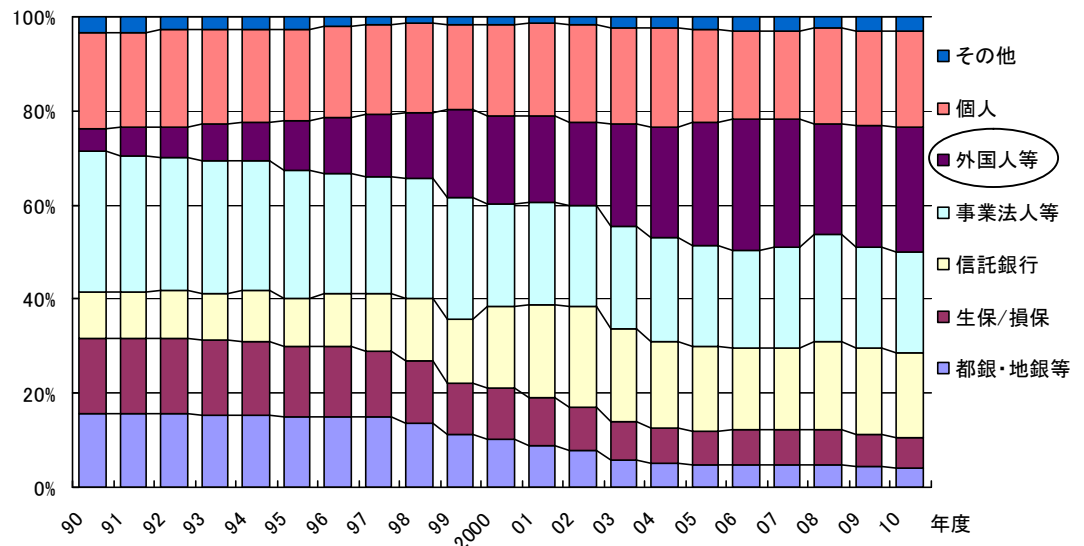
多くの投資家は、企業と中長期的な経営ビジョンについて対話を充実させたいとの意図をもっている。I Rとは、自社の株式をなぜ買う（保有する）べきかについて投資家の観点から説明するマーケティング活動であり、I R活動の中核となるコンテンツがコーポレート・ストーリーである。コーポレート・ストーリーとは、ステークホルダーとしての資本市場の期待に対する上場企業からのメッセージであり、「約束」とも言えるものである。

株主構成の変化と、日本企業に対する低評価

敵対株主リスクの高
まり

金融機関の政策保有（主に持合い）株式の売却を背景に、日本企業の株主構成は大きく変化した。80年代後半以降、機関投資家のウェイトが高まり、特に外国人等の存在感が大きくなっている（図表1）。上場企業にとっては、従来のような安定株主が減少しており、敵対株主リスク¹が高まっている。敵対株主リスクへの対応は、投資家（株主）の信任を高めることが第一であり、資本市場との関係の再構築が求められているといえよう。

図表1 主要投資部門別株式保有比率の推移



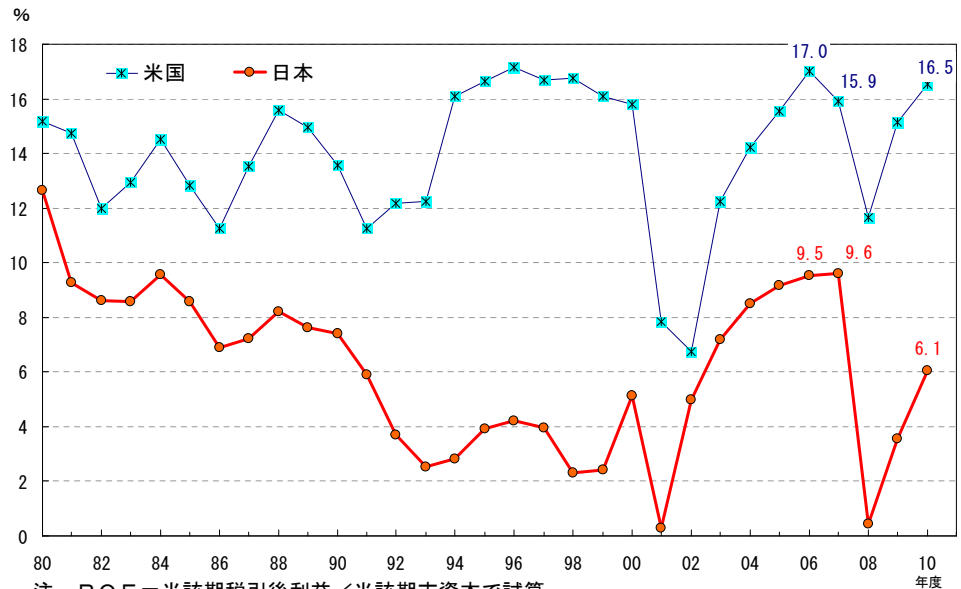
出所：東京証券取引所 株式分布状況調査より大和総研作成

¹ 敵対株主リスク：大和総研コンサルティングレポート『ポスト持合い時代への対応』（2012年3月16日）参照

日本企業に対する機関投資家の評価は厳しい

現状は、東証1部企業の約6割がPBR1倍割れに陥っており、日本企業に対する資本市場の評価は厳しい。これは、日本企業のROEの低さが背景である。日米企業のROEの推移をみると、日本企業は一貫して水準が低く、しかも米国企業との差が拡大傾向にある（図表2）。

図表2 日米企業のROEの推移



注：ROE＝当該期税引後利益／当該期末資本で試算。

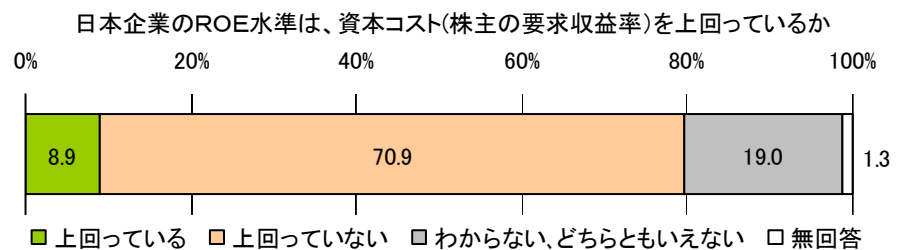
対象は、日本はTOPIX500、除く金融、除く卸売（リバランスあり）。

米国は、MSCI USA、除く Financials（現在の採用銘柄）

出所：QUICK、FactSet より大和証券作成

機関投資家、特に外国人投資家は、グローバルな資金運用によって投資リターンを追求しているため、資本市場の期待に応えられない企業を評価しない（図表3）。内需型企業であっても、投資対象としては、欧米、アジア、新興国企業との比較にさらされている。企業が、自社のROEの水準を分析し、将来どのような姿を目指すのかについて説得力のあるコーポレート・ストーリーを発信しなければ、機関投資家が関心を抱くことは難しく、敵対株主リスクの更なる増大を招きかねない。

図表3 日本企業のROE水準に対する機関投資家の評価



出所：平成23年度「株式価値向上に向けた取組みについて」（生命保険協会）より大和総研作成
<http://www.seiho.or.jp/info/news/2012/0316.html>（以下、同じ）

コーポレート・ストーリーに対する「誤解」

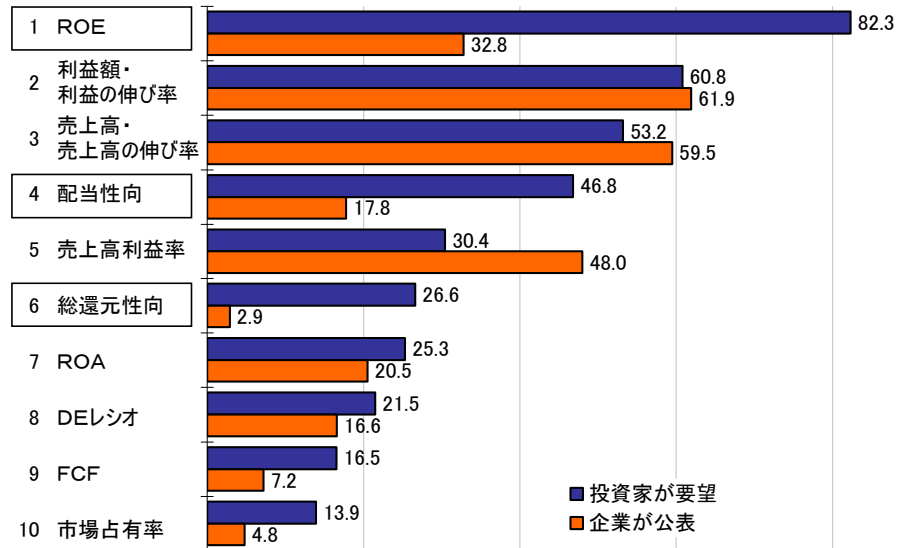
中計とコーポレート・ストーリーの違い

中期経営計画（中計）を策定し自社の目指すべき方向性として公表している企業は多い。しかし、中計がコーポレート・ストーリーに相当するという認識が企業側にあるとすれば、誤解だと言わざるを得ない。中計は往々にして予算の延長といった社内の経営管理的な視点が強いいため、投資家が知りたい内容との間にずれが生じがちである。

第1のずれ：ROEの目標

投資家が知りたい内容と中計との最も大きなずれは、ROEである。生命保険協会の調査によれば、機関投資家が中計で最も公表を望むのがROE（82.3%）であるのに対し、企業の公表状況は32.8%にとどまっている（図表4）。しかも過去10年の推移を見ると、経営目標としてROEを重視している企業の比率が徐々に下がっており、投資家の関心との乖離が拡大する傾向にある（図表5）。

図表4 機関投資家が中計で公表を望む経営指標と企業側の公表状況

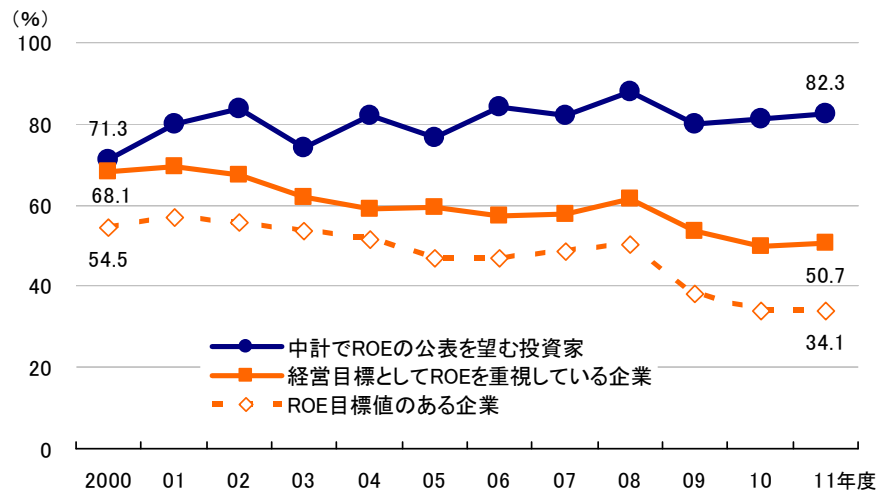


注：経営指標は、機関投資家が中計で公表を望む上位10項目（複数回答）

囲み枠の経営指標は、投資家の公表要望と企業側の公表状況とのギャップが大きい3指標

出所：平成23年度「株式価値向上に向けた取組みについて」（生命保険協会）より大和総研作成

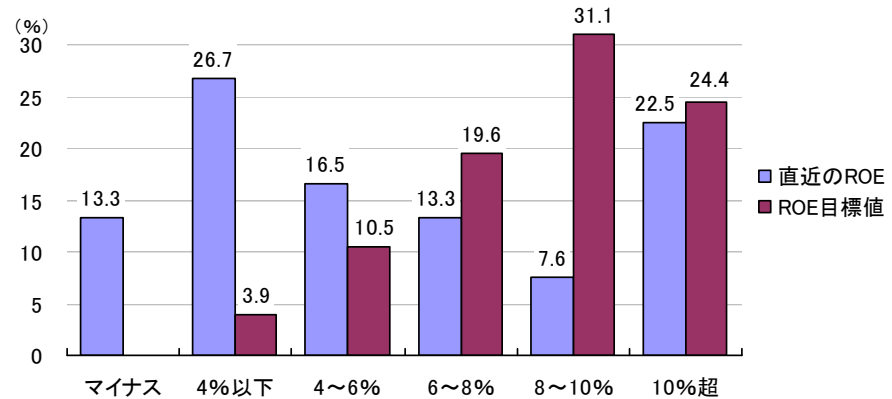
図表5 ROE目標に対する投資家と企業側とのギャップ



出所：平成12～23年度版「株式価値向上に向けた取組みについて」（生命保険協会）より大和総研作成

また、ROEの目標水準にも問題がある。中計は3年から5年といった一定期間の計画であるため、中計におけるROEの目標が資本市場の期待水準に達していない企業も少なくない（図表6）。このように中計の目標が資本市場の期待を下回る場合こそ、中計期間の先にある企業のビジョンに向かう戦略の方向性までを含めた内容を、コーポレート・ストーリーとして構築する必要があるだろう。

図表6 ROE実績と中計のROE目標との比較



注：直近のROEは、東証1部上場企業の直近実績値

ROE目標値は、ROEの目標値をもっている企業（回答企業の34.1%）の水準分布

出所：大和証券 株式スクリーニング、平成23年度「株式価値向上に向けた取組みについて」（生命保険協会）より大和総研作成

第2のずれ：キャッシュ・フローの配分

中計と投資家が知りたい内容との第2のずれは、配当性向、総還元性向である（前掲図表4）。46.8%の投資家が配当性向の公表を要望しているのに対して、企業の公表状況は17.8%、総還元性向は26.6%の投資家の要望に対して企業の公表状況は2.9%にとどまる。

企業は成長戦略のみに目を向けがちだが、投資家の究極の関心は投資リターンであり、株主還元を含む資本の効率的な運用への注目度も高い。企業の成長ステージに応じて、成長投資、M&A、株主還元のそれぞれにキャッシュ・フローをどう配分していくのかも投資家の重要な判断要素である。特に、成熟ステージにある企業にとって、キャッシュリッチの状態をいかに解消するかは大きなテーマの一つである。

リスクに対する視点の説明も必要

更に、コーポレート・ストーリーで触れるべき要素として、リスクに対する視点の説明が挙げられる。投資家は、企業が目指す投資リターンに対して、どの程度リスクがあるかを測り投資判断を行う。リスクに対する説明を十分に行うことで、投資家が測るリスクを低下させることにつながる。

コーポレート・ストーリー策定の基本プロセス

訴求ポイントの抽出：外部環境の認識の提示が出发点

コーポレート・ストーリー策定の基本プロセスは、企業理念、ビジョン、中計、各事業戦略といった社内の様々な素材から、資本市場の観点で訴求ポイントを抽出することから始まる。その際に忘れてならないのは、外部環境の認識である。2000年以降、急速に日本企業の経営のグローバル化が進展している。自社が置かれた環境をどのように捉えているか、今後環境はどのように変化すると考えるの

かを提示してもらいたい。外部環境の認識は、企業の目指す方向性と戦略を投資家が評価する際の手がかりであり、資本市場との対話の重要な導入部分となる。

全体戦略により訴求 ポイントを整理

次に抽出した訴求ポイントを、投資家が理解しやすい切り口で整理する。成長性、収益性、安定性といった企業価値のロジック、および投資収益の視点が重要である。社内で練り上げたロジックを投資家にとってわかりやすいロジックに変換・翻訳する必要がある。特に、個別の事業セグメントの戦略よりも、全体戦略を重視した整理が重要である。投資家が抱くであろう疑問点を想定してあらかじめ説明するといった配慮も求められる。

訴求ポイントをシン プルなストーリーに 構成

続いて、整理された訴求ポイントをストーリー化していく。個々の訴求ポイントの因果関係の文脈を、外部環境の認識と自社の強みに関連付けて構成することで説得力が高まる。同時に、冗長、不足分を調整し、シンプルな論理展開のストーリーに構築するのである。ここに、投資リターンとして自社が目指すべき姿、それを達成するための戦略と時間軸とを、文脈に沿って説明するコーポレート・ストーリーがまとまる。

I R 活動への展開

コーポレート・ストーリーがまとまったところで、初めて会社説明会資料、アニュアルレポート等、各種 I R ツールへ展開する。コーポレート・ストーリーを I R 活動の中心におくことで、資本市場に対するメッセージが固まり、魅力的でぶれないコミュニケーションが行えるようになるのである。個々の具体的な I R 活動も効果的な展開が可能となる。

資本市場からのフィ ードバックで進化

なお、策定されたコーポレート・ストーリーは、I R 活動を通じて資本市場に発信され、フィードバックを受けることで修正・進化させていくべきものである。コーポレート・ストーリーを核に、絶えず資本市場との対話を継続することが不可欠である。

コーポレート・ストーリーを基にした能動的な対話の効果

友好的な株主の獲得

コーポレート・ストーリーを活用した能動的な資本市場との対話の効果として、まず第 1 に友好的な株主作りが挙げられる。コーポレート・ストーリーを核とした能動的な資本市場との対話の継続により、資本市場における自社の理解を深め、友好的な株主の投資を促すことができる。経営ビジョンに共感し、企業の戦略を支援しようとする友好的な株主の獲得につながるのである。

敵対株主対策として 有効

第 2 の効果は、敵対株主への対応である。コーポレート・ストーリーは、敵対株主の意見に対する経営者側の強力な論拠となり得る。コーポレート・ストーリーによる対話を継続することで、資本市場の信頼度を高め、適正な企業評価が形成される。これにより、いたずらに敵対株主の動向に左右されず、持続的な成長に向けた戦略の実行が可能となるのである。

資本市場における日々の評価は、コーポレート・ストーリーで示された約束への信頼度の表れである。投資家の投資スタイル・行動様式は様々だが、企業価値創造のプロセスを理解し、それを共有したいと考えている投資家は少なくない。上場企業の責務として、資本市場からの期待を常に意識し、資本市場の評価に真摯に向き合うことを求めたい。上場企業にとって、コーポレート・ストーリーを通じた資本市場との対話は、企業活動そのものと同等の重みをもつものである。