

商社だからこそ重要なIR



加藤 友康 (かとう ともやす)

野村證券株式会社 金融研究所
アナリスト

認知度高まるIRの重要性

この数年、株式を公開している企業のIRの重要性に関する認知度が急速に高まってきており、IR活動を積極化する企業が増えている。その背景には株価の水準とその将来見通しの企業経営に与える影響が大きくなってきたことが挙げられる。

当たり前のことではあるが、株式市場での評価が高ければ、株式発行による資金調達を有利に進めることができる。さらに最近の規制緩和によって株式交換によるM&Aや持株会社制度が認められるなど、株式を使った経営戦略および財務戦略上の選択肢が増加した。経済環境や競争状況の変化が激しくなり、多くの事業を抱える総合商社にとっては事業ポートフォリオの再編をより迅速に行うことの必要性が高まっている。そのための財務戦略ツールである株式交換を行う場合にも株価が高いほど有利となる。

経営判断にスピードが要求される状況の中で、仮にIR活動の怠慢によって株価が適正な水準から異常に低く放置されることがあったとすれば、それが経営判断の選択肢を狭めてしまうことになる。さらに優秀な人材獲得手段としてストックオプション制度を導入する企業が増えているが、その際も株価を意識した経営が重要となる。

日本の株式市場における売買主体の中で、外国人を主とする機関投資家の比率が高まってきたことも企業のIR活動に対する取り組みに影響していると考えられる。機関投資家の

ファンドマネジャー1人が運用する資金量は個人投資家と比べて桁違いに大きい。その機関投資家に対して企業の分析や情報を提供する証券会社のセルサイド・アナリストや、機関投資家サイドの中でそうした役割を担うバイサイド・アナリストの市場コンセンサスの形成に対する影響度が高まっている。

株式の発行体である企業側にとって、対象先および対象数がある程度特定できる証券アナリストやファンドマネジャーのほうが、裾野の広い個人投資家層よりも直接コミュニケーションをとりやすい。事実、企業の経営トップがファンドマネジャーや証券アナリストとミーティングを行い、企業戦略を語ることが多くなっており、その内容によって株価が動くケースもある。つまりIR活動の効率性が高まったこと、そしてIR活動の反応が以前よりダイレクトに表れるようになってきたことが、IR活動を積極的に行うインセンティブにつながっていると考えられる。

総合商社にとってのIRとは

数ある産業の中でも商社、とりわけ規模が大きい総合商社はIR活動が特に重要な業種である。上述したように、事業ポートフォリオの再編などのために財務戦略の柔軟性を保つためには、株価が常に適正な評価を受けていることが必要である。特に事業部門を多く抱える総合商社にとってその重要性は高い。それに加えて総合商社は株式と有利子負債の両方において金融市場を通じた多額の資金調達を行っており、それだけ金融市場とのコミュニケーション活動の重要度は高い。それには株式市場におけるIRのみならず、有利子負債市場でのIR活動も含まれる。有利子負債市場でのIRとは社債などのクレジットリスクをとる投資家やそのリスクを格付けする格付け機関とのコミュニケーションを意味する。

大手総合商社となると1社当たり3兆円から

4兆円前後の有利子負債を使って事業を運営している。中堅総合商社でも数千億円規模の有利子負債がある。有利子負債の多くは金融機関からの融資であるが、そこでは金融市場を活用した金利スワップ取引が絡むことが増えている。近年は社債の発行など金融市場を直接活用した資金調達も増えている。総合商社のように株主資本に比べて有利子負債が多額に上る業態では、有利子負債に関する市場評価（信用格付け、社債の流通利回り）が株価に与える影響が大きくなる。利益の規模に比べて有利子負債が多額であると、格付けの変化などに伴う有利子負債利子率の変動が将来の利益予想に大きく影響することになる。利益見通しの変化は株価にも大きな影響を与えることになる。

近年、総合商社の信用格付けは下がる傾向が続いてきた。商社によっては有利子負債利子率の変動リスクがあまりにも大きいために、予想利益をもとにして株価を議論することの意味がほとんどなくなってしまっている。こうした場合には株式投資家に対するIR活動の前に、現状の信用格付けが適正であるかどうか、不適正と考えるのであれば何らかのコミュニケーションを格付け機関や債券投資家に対して積極的に行うべきであろう。現在は証券会社や機関投資家の多くが債券アナリストも置くようになっている。格付け機関の評価を絶対視する状況ではなくなってきており、格付け機関の格付けと異なる市場評価を受けるケースが表れてきている。

信用格付けの低下が実態を表したものであるなら、財務リストラを行うことなどによって、その状況を早期に改善することが必要である。財務レバレッジの大きい商社が株式投資家に対して行うIR活動が意味を持つには、まず信用リスクを安定させることが大前提となる。

求められるより詳細な情報開示

株式投資家に向けたIR活動では、会社の業績見通しなどの期待リターンに関する情報とリスクについての情報を的確に伝達し、会社の将来像に関してプラス面、マイナス面とも適正に理解されるように努めることが大切である。時々、IR活動が株価押し上げ策と考えられてしまっている場合がある。会社の将来像にとってプラス評価されると考えられる情報は積極的に開示する一方で、マイナス評価となるおそれのある材料が明らかに存在するにもかかわらず開示しないとすると、結局は株価の乱高下をもたらす。過去の株価変動における振れ幅の大きさは、企業評価の際には投資家がとるリスクとみなされ、企業価値を割り引く要因となってしまうのである。

特に総合商社に対する投資リスクとしては、資産内容の劣化に関する情報開示が未整備であることを指摘する投資家が多い。経済環境の変化するスピードが増す中で、多額の資産を持つことのリスクが高まっていることに対する懸念がその背景にはある。ただしこうした懸念が生じるにはもうひとつの側面があり、それは総合商社の事業分野が多岐にわたり、

収益を上げる構造も複雑であるために、事業内容の把握に大変な手間がかかり、そのリスクを分析・判断することが困難であるということである。

総合商社は事業や資産の実態をより深く理解してもらうために、もう一步踏み込んだ情報開示やその手法の開発を進める必要がある。例えば会計基準に則った商品別のセグメント情報を見ても、貸倒引当金繰入額や有価証券売却損益など、さまざまな変動の大きい一過性の項目が個別の開示がなく入り込んでおり、過去との比較がそれだけではできない状態にある。

こうした問題の解決のためには、より詳細な定量情報を開示することに加えて、会計基準にとられない別の利益指標やリスク指標を提示することなども有効である。例えば資産に関する情報開示では、金融機関に対して求められているように、投入資産の回収リスク度合ごとの資産額を定量的に開示することを検討すべきである。

商社業界の中での相対的な優劣を超えて、株式市場全体の中でもより深く適正な理解を投資家から得られるようなIR活動をめざしてもらいたい。

RE