

海外ロードショーにおける留意点

～機関投資家の声から

中島 良文
ニューヨーク支店長

nakajima-yoshi@irjapan.co.jp
1-646-495-5060

株式会社アイ・アール ジャパンは、2004 年にニューヨーク支店を開設し、海外機関投資家の生の声を日本企業の IR 活動に反映させるべく、情報収集を行っている。今回は、これまで行ってきた機関投資家への面談、インタビューを通じて寄せられた声の中から、彼らが日本企業の IR 活動に求めるもの、日本企業が海外ロードショーを行うにあたっての留意点を、“5W1H” (Why 目的, Who 誰が, What 何を, Where どこを, When (いつ), How 形式) の観点から考察してみた。

. Why : 目的の明確化

「自社の最重要顧客を優先させる証券会社のアレンジによる個別訪問は、必ずしも企業側にたった投資家選定ではないことを理解すべき」(英国・年金投資信託運用機関)

「日本企業は既存株主ばかり訪問せず、新規投資を呼び込むような IR 活動を」(米国・ヘッジファンド)

証券会社主導の海外機関投資家訪問には、投資家＝顧客の観点からアレンジが行われて企業側ニーズに基づく投資家選定とはならないケースも見られる。こうしたことを避けるためには、企業が訪問の目的(大株主対応、新規投資家開拓)を明確にし、どの

投資家と会うべきなのかについて主導的立場をもって取り組むべきであると考え。このためには、企業自身による投資家に関する事前情報収集が不可欠といえる。

「前回ミーティングでの懸念点・要望について全く言及しない企業も。また、市場・企業間の認識の違いをフィードバックしたにも関わらず、会社側での意識の変化が見られない」

(英国・保険会社系運用機関)

「個別訪問は、会社の明確な方針・戦略を議論できる環境や、また投資家の意見を直接経営陣にフィードバックできる体制を整えてから行うべき」(欧州・プライベートバンク系運用機関)

海外ロードショーに限ることではないが、投資家訪問の目的として忘れてはならないのが投資家からのフィードバックを収集することである。投資家は、経営陣であれ、IR 担当者であれ、会社に対する率直な意見を述べることが多い。こうしたフィードバツ

クを得れば得るほど、自社に対する投資家の認識を理解し、次回の IR 活動へ繋げていくことが可能となる。投資家の意見を真摯に受け止め（無論、反論すべきは反論し）経営に生かしていくことが、投資家の信頼を得る最も確実な方法である。

・ Who : 誰が訪問すべきか

- 「経営陣が自信をもって自社を語ることが大事」(欧州・投資信託運用機関)
- 「決算内容や数値は、投資家が自分なりに咀嚼する。個別訪問の際にはどのような人物が企業を運営しているのかを確認することが最も重要な点」(米国・年金基金)
- 「個別訪問の際に重要なのは、各経営陣がどのような考えを持つ方々なのかということを感じること」(米国・投資信託運用機関)
- 「各種バリュエーションよりもマネジメント自身が決定的な投資判断のポイント」(英国・年金投資信託運用機関)
- 「株主還元策と併せて、経営陣がどれだけ積極的に対話を図っているか、株主に対する考え方を明確に表明しているかも投資判断上、非常に重要」(英国・年金投資信託運用機関)
- 「個別訪問の際には、直接経営陣との対話を通して企業風土を理解することを重視」(英国・年金投資信託運用機関)

投資家の判断基準は何か。収益性、成長性、各種バリュエーションなどは当然である。しかしながら、あえてひとつだけポイントを選ぶとすれば、「経営陣」ということになる。投資家にとって企業の個別訪問は、定量的情報を収集するための機会ではない。自ら経営陣と対峙し、その人となり、考え方を肌で

感じ、信頼のおける会社であるかどうかを見極める場なのである。投資はパフォーマンス重視であり、株価パフォーマンスによる一時的な増減は仕方ないが、「コア銘柄」となりうるかどうかは、投資家の経営陣への信頼度にかかっているといても過言ではない。

- 「IR ミーティングの場は人事面接と同様、企業を代表して自分を売り込む場だということを考えるべき」(米国・ヘッジファンド)
- 「IR 活動、担当者の質の高さ自体が投資として魅力になりうる」(英国・年金運用機関)

常に全投資家に対して経営陣が定期的に訪問することは不可能であり、実際的には IR 担当者による対応の必要が出てくる。ここで肝に銘じておかなければならないのは、投資家は IR 担当者を会社の代表者として試しているという点である。IR 担当者は企業自身のセールスマンであり、担当者が会社全体を理解し

ているのか、代表として会社を語ることができるのか、経営陣との密接なコミュニケーションが取れているのかを注視している。中には、信頼関係を築いた IR 担当者の異動、頻繁な IR 担当者の交替が投資リスクとなりうるとした投資家も存在する。

・How： 面談の形式

「個別訪問の際は質疑応答の部分を重視している。運用者の質問に対して、経営陣、IR 担当者がどのような反応をするかが投資判断の最も重要なポイントのひとつ」(米国・年金投資信託運用機関)

「大量の資料でプレゼンテーションをされる場合が多いが、投資家としては、会社の強み・重点分野に絞った形での説明と、聞きたいポイントについてのディスカッションが重要」(欧州・プライベートバンク系運用機関)

「プレゼンテーションに多くの時間を費やし、結果として個別訪問時の印象が残らないことも」(英国・年金投信運用機関)

ミーティングの形態としては、ボトムアップアプローチによる個別銘柄選択を行う投資家の場合、個別訪問が基本である(パッシブ運用、クオンツ運用、トップダウン重視の投資家においては、スモールもしくはラージミーティングを希望する場合も多い)。では、個別訪問の場においてどのような形式が望まれているのか。新規投資家開拓を目的とした場合、

会社についての理解を深めるプレゼンテーション形式も効果的である。ただし、多くの場合には、投資家は質疑応答部分での会社側の率直な反応、意見に、より重きを置いている。この観点からは、会社側で伝えたいポイントをまとめた簡潔なプレゼンテーションを行い、その後、十分な投資家との対話の場を提供することが非常に重要なポイントといえる。

・What： 何を伝えるのか

1) 経営方針

「四半期の細かい数値のアップデートは必要なし。1年に1度、長期展望を」(欧州・年金投信運用機関 2社)

「直近の数字に終始する説明は、短期の投資しか呼び込まない」(米国・ヘッジファンド)

「日本企業は、米国企業のように経営方針を積極的に語ることで長期投資家を納得させるべき」(米国・年金基金)

「個別訪問の意義は会社の全体的な方向性の指南」(米国・年金投資信託運用機関)

会計基準のグローバル化に伴い、企業が伝えるべき情報は増加する一方である。個別訪問という短い時間の中で何を伝えるべきなのか。それは、投資判断の一番のポイントとなる「経営陣」が語るべきもの、すなわち経営戦略である。四半期決算の導入により、投資家への情報提供、対話の機会が増加すること自体は歓迎すべきことであ

る。しかしながら、四半期情報はどこでも入手が可能であり、また定量情報については投資家が自分なりに分析することも多い。実際、投資家の声では、半期、もしくは年に1度の個別面談において経営戦略について議論する機会を望む声が圧倒的に多い。当然、企業が長期投資家を呼び込むためには、長期展望を投資家に納得させる必要がある。裏を返して

例えば、四半期の数字を強調する企業には、四半期の業績に基づく投資しか行われないうことである。

2) 投資を行うポイント

- 「投資をするポイントは何か、今後どの部分を注視してもらいたいのかが明確でない」
(英国・保険会社系運用機関、米国・ヘッジファンド)
- 「話が抽象的なことが多く、具体的なポイントが見えない場合も」(英国・年金運用機関)
- 「良い会社であると思っけていても、ポイントが整理されていないと投資意欲がそがれる」
(英国・年金基金)
- 「収益ドライバーの明確化が何よりも必要」(英国・年金投資信託運用機関)

IR 活動は企業自身による投資家へのセールス活動である。消費者向けの商品には必ず売り込みのポイントがあるように、IR 活動においても、自社のどの部分で投資を呼び込むのかをはっきりさせることが不可欠である。新商品の展開、コア事業の拡大、コスト削減、ビジネスポートフォリオの再構築による利益率改善など、ポイントとなるキーワードと収益

ドライバーを明確に打ち出す必要がある。既存の投資家は、当然企業への投資ポイントを自分なりに研究しており、企業側の意見とのすり合わせを行うであろう。また、潜在投資家は投資のポイントを企業が明確に語ることで、投資プロセスにおけるアイデアを得ることができる。

3) 業界におけるポジション、差別化戦略

- 「業界動向全体を踏まえ、自社のポジションを明確化した上で、個別の話をするべき」
(欧州・年金投資信託運用機関)
- 「市場でのポジショニングを踏まえた上での、他社との差別化戦略」(欧州・保険会社系運用機関)
- 「市場パーセプション(投資家が見る業界内でのポジション、評価ポイント、投資リスク)を把握した上で IR 活動をするべき」(英国・年金投資信託運用機関)
- 「競合他社内での差別化ができていないか否かは、企業を見る上で大変重要」
(米国・年金投資信託運用機関、欧州・プライベートバンク系運用機関、英国・保険会社系運用機関)

かつての銀行がそうであったように、日本は各セクター内に同業他社が多数存在し、また各社が横並びの戦略をとっているという認識を未だ抱いている投資家も多い。自社が業界内での現在及び将来的な位置づけを示し、その上で他社との差別化戦略を示すことは非常に重要である。差別化戦略のない企業は、

一時的な材料や業績に基づく利ざや稼ぎの短期取引が行われるか、市場から見放されることになる。一方、自己分析を行った上で独自の方向性を示す企業は投資家の信頼も厚く、長期的な視野からの投資を呼び込みやすい。

4) 投資リスク

- 「悪い数値は出したくないという印象を持つ会社は投資判断上疑問が残る」(米国・年金基金)
- 「成長性が鈍化しているときこそ、それに対応する戦略、競争力強化について言及すべき」
(米国・年金投資信託運用機関、欧州・年金投資信託運用機関)
- 「得意分野にのみ言及、低収益部門に言及しないまま放置している会社は、そのこと自体が投資リスク」
(欧州・年金投資信託運用機関、英国・年金基金)
- 「低採算部門の方向性は、コア事業の方向性と同じくらい重要」(英国・年金投資信託運用機関)

全てが完璧な企業は存在しない。投資家が分析を行う際には、投資の魅力に加え、投資リスクがあることを前提としている。この点で、投資リスクとなりうる部分に対する自己分析の開示は非常に重要な意味をもっている。良い面ばかりに目を向けている会

社は投資家の信頼を勝ち得ることはできない。不採算部門、成長性鈍化、業績悪化など、企業が直面している問題点を自発的に開示するとともに、それに対する対応策を明確にしておくことが必要である。

5) 数値目標と実現状況

- 「自社投資の際にポイントとなる数値の把握を」(米国・年金基金 2社)
- 「注力するビジネスにおけるターゲット、ゴールを設定し、実行状況をアップデートすべき」
(米国・年金投資信託運用機関)
- 「トップライン、ボトムラインに対する明確な予測値と、それを裏付ける中長期的な戦略」
(米国・年金運用機関)
- 「ROE、ROA などに対する明確な目標設定、それを実現するための具体的な施策、未達に終わった場合の自己分析が必要」(米国・年金投資信託運用機関)
- 「有言不実行であった場合の対応は非常に重要」(英国・年金投資信託運用機関 2社)
- 「経営計画発表後のフォローアップ、達成分、未達分についてのアップデート」(英国・年金投資信託運用機関)
- 「経営計画の達成度合い、進捗状況について話をする企業が少なく感じる。未達成であっても、外的・内的要因や理由をしっかりと自己分析している企業に投資家がクレームをつけることはない」(英国・年金投資信託運用機関)

経営方針が重要といえども、抽象的な議論を投資家は好まない。自社の経営戦略、投資のポイントに沿った形で明確な数値目標を設定し、これを投資家に明示する必要がある。そしてさらに重要なのは、そ

れらの数字のフォローアップを行っているか否かという点である。経営計画達成までのプロセス、進捗状況、未達であった場合の詳細な要因分析とその対応策については、開示が十分になされていないと感

じている投資家も多い。こうした自己分析は、企業も重視する点である。
が自社の状況を把握しているか否かを見る上で投資

6) ガバナンス

「投資判断上は、キャッシュの用途を明確にすべき」(英国・年金投資信託運用機関、米国・ヘッジファンド)

「取締役の独立性、役員報酬など、ガバナンス事項は保有してからのもの」

(英国・保険会社系運用機関英国・年金投資信託運用機関、米国・年金運用機関)

「経営陣自らが株主と意見交換をしていくこと自体がコーポレートガバナンス上も重要」

(英国・年金運用機関)

米国におけるサーベンスオクスレー法の成立、日本の商法改正など、コーポレートガバナンスを強化する動きは全世界的に加速しており、投資判断に当たって投資家が重視する傾向にある。ファンドマネージャー、アナリストが重視するコーポレートガバナンスとは何か。それは、株主還元策、つまりキャッシュの使い道である。ガバナンスの形態、役員報酬など他の事項は、それが非常に劣っている企業の場合

にのみ投資判断上ネガティブと判断される。一方、配当、自社株購入などの株主還元策は、投資判断上の積極的な評価を受けるものであり、その方針を明示する必要がある(キャッシュを成長のための投資へ投入する場合も含む)。また、経営陣へのアクセスが良いこと自体もコーポレートガバナンスの評価上、重要なポイントのひとつである。

. Where : どこを訪問するのか

前述のように、海外機関投資家訪問を行うに当たっては、企業が主体性をもって投資家訪問先を決定することが、限られた時間の中で効果を最大限発揮するために非常に重要である。ただ、どの投資家を訪

問すべきなのは、当然ながら各企業様々であり、一律の答えはない。ここでは、北米市場を例に、訪問先選定の際のポイントを述べる。

投資センターの大規模投資家 :

個別訪問先としてまず第一番にあがるのがニューヨーク、ボストン、サンフランシスコ、ロサンゼルスなどの投資センターである。これらの地域の大手投資家は、既存・潜在の両面から各社の大株主としてみる事ができる投資家であり、は

ずせない存在である。ただし、大手であるからという理由だけで訪問することは控えるべきで、他に自社に対して強い興味を抱いている投資家がいる場合は、そちらを優先させるべきであろう。

ブティック系投資家 :

ブティック系の投資家は、投資規模では大手投資家に及ばないものの、運用スタイルが明確で、こ

れと見込んだ銘柄に対しては大手投資家並みの投資をする。このブティック系の投資家をいかに

捕まえることができるかが、各社の投資家構成を強固にする上での明暗を左右するといえるのではないかと考える。こうした投資家は、上記の主要都市に加え、フロリダ、シカゴ、カンザスシテ

新興投資家など：

過去5年間をとってみても日本株へ投資を行う顔ぶれは大きく変わってきている。特に、ここ1～2年においては、金融不安の後退、景気回復見込みからアンダーバリュースされている日本市場へ投資を始める新興投資家が出てきており、投資家層は確実に広がっている。株主層の拡大を目的とする場合は特に、こうした新興投資家について

ヘッジファンド：

米国では伝統的投資家からヘッジファンドへ人材が流失し、J.P. Morgan Chaseのように伝統的運用機関自身もヘッジファンドを買収するなど、その存在が無視できないものになってきている。また、証券会社によるアレンジでは、ヘッジファンドが訪問リストに入るケースがほとんどである。実際、ヘッジファンドの中には、数ヶ月単位で頻繁にトレードを繰り返すものがある一方、数年単位での保有も行う長期投資のものも出てきている。また、ショートポジションについては、

イ、デンバー、シアトル、オハイオなど様々な地域に散らばっているため、事前の情報収集、分析を元に自社の重要投資家となりうる先の明確な選別が求められる。

のデータを常にアップデートしておく必要がある。また、新興投資家ではないが、カナダ・トロントの投資家のように、日本企業があまり訪問しない地域でありながら、大きな日本株投資を行っている投資家が存在する地域への個別訪問は大変歓迎される傾向がある。

インデックス指数などが中心で、個別銘柄ではロングポジションのみのヘッジファンドも多い。さらに、ヘッジファンドのアナリストは、投資の際に企業を徹底的に調べる傾向があり、優秀なアナリストによる的確な経営陣へのフィードバックが聞かれることも多々見受けられる。こうしたことを考えると、ヘッジファンドへは一律的な拒否反応ではなく、どのようなタイプのファンドであるのかを見極め、ケース・バイ・ケースの対応をすべきと考える。

どの投資家を訪問するのが決定した際に、もうひとつ重要となるのが、「誰」に会うかである。

投資家の投資判断例をあげると、

- 「アナリスト分析も重要視されるが、最終投資決定者は全米各地に存在する各ファンドマネージャー」(米国・年金運用機関)
- 「従来のニューヨークに加え、サンフランシスコにも日本・アジア株担当者を設置」(米国・年金基金)
- 「自社内で日本株分析をしているが、投資額の大きい一部のファンドは外部へ運用を委託」(米国・年金投資信託運用機関)
- 「日本株ファンドの運用は日本拠点が中心。ただし、米国拠点の独自判断で国際的なファンド組み入れの日本株を運用」(米国・年金投資信託運用機関)

など、各運用機関においてそれぞれの投資プロセスがあるのが実態である。かつ、担当者の移籍も運用の世界では頻繁に行われる。海外機関投資家訪問を行うに当たっては、各社における運用判断プロセス

を知り、訪問すべきが誰であるのか、どのようなファンドを運用し、どのような考え方をもちた人物なのかということも含めて事前に情報収集をしておくことは、成功のひとつの鍵といえる。

・ When : いつ訪問するのか

日本企業の海外訪問時期は、決算後なるべく近い時期（3月決算会社であれば5月～7月、もしくは11月～12月）が最も多いであろう。また、8月、12月など休暇時期を避けるとの声や、新規銘柄組み入れが多い年初とする声もある。

企業の訪問時期について、投資家から最も多く寄せられるのは、「いつでも良い」という意見である。これは、定期的な定量情報のアップデートではなく、

企業が投資家に伝えるべき戦略、方針、ビジネス環境の変化などがある時にこそ来て欲しいということの意味している。継続的なコミュニケーションの観点から、企業の成績表である決算情報を適切に伝えるための定期訪問も重要であるが、IR活動は企業による投資家へのセールス活動であり、訪問時期についても企業が伝えるべき最も重要な情報は何かを考慮した上で柔軟な対応が求められるといえる。

「プロキシファイト（委任状争奪戦）が日常化する欧米では、資本リスク分析（敵対的買収阻止、長期保有、流動性確保）が最も重要な経営情報であり、IR活動（ロードショー）はこの情報をベースにしたアクションプランである。ロードショーの訪問先選定をする上での情報収集、分析がIR担当者の最も重要な業務である」 Johnnie D. Johnson、元全米IR協会 会長

・ 参考 : 米国企業の実例

最後に、米国企業のIR活動の実例を挙げる。米国最大手企業では、IR担当部署の中に「マーケットアナリスト」と称して、市場、投資家情報を収集する担当者を設置しているケースがある。「マーケットア

ナリスト」は、投資家訪問の際に調査会社（IR支援会社）を利用し、様々な定量、定性情報を収集した上で投資家訪問を行っている。

【投資家選定】

投資家選定は、外部情報を活用し、企業自らがなうことが前提

株主判明調査による継続的な保有状況把握 保有株数、増減株数、過去の売買動向から見た重要既存株主及び重要地域の特定

同業他社保有状況の分析 自社セクター企業の保有状況分析から見た潜在投資家の特定

運用スタイル分析 重視するファクター、バリュエーション、特徴的な運用方法等から見た潜在投資家の特定

買い余力分析 各機関投資家の株式投資額及び自社の時価総額ウェイトから算出したオーバーウェイト、アンダーウェイト投資家の特定

各投資家による個別訪問希望調査、自社株への投資スタンス

～ の分析により、訪問先投資家リストを作成。その後、投資判断上最も影響力のある担当者を選定し、訪問地域を特定。

【パーセプション調査】

個別訪問の際のトピックス、自社事業分野において最も注目している点

自社株に対する投資のポイント、投資家が考える自社の強み

自社株に対する懸念材料

自社経営戦略に対する見解、コメント

自社株との比較対象企業

～ について機関投資家からの声を収集した上で、訪問の際の主要論点を整理するとともに、経営陣に機関投資家の見解をフィードバック。

こうした手法は、IR 活動で先進的と言われる欧米企業の間では一般的である。アイ・アール ジャパン ニューヨーク支店では、現在、調査能力を拡大し、下

記のような日本企業の投資家訪問の効果を最大限に発揮する上での情報提供を行なっている。

- ・ 株主判明調査の精度向上
 - 株式保有数に相違はないか
 - ファンドマネジャー、アナリストは異動、転出していないか
- ・ 機関投資家に対する個別ヒアリング調査
 - 実際に欧米現地の投資家が個別訪問を歓迎しているのか
- ・ 定量情報（同業他社保有状況、バリュエーション、買い余力分析）及び定性情報（パーセプション調査、投資判断重要拠点）に基づくターゲティング
 - 目的とする資本構成分析からして、誰を訪問するのが最適か
- ・ 個別訪問後のフォローアップ調査
 - 訪問は本当に有意義なミーティングであったと考えているのか。フラストレーションは残らなかったか
 - 次回訪問の課題は

日本企業の海外機関投資家訪問が一般化するにつれ、海外投資家からも企業訪問の「質」を重視する動きが出てきている。企業訪問の「質」を上げるための解決策は何か。上記の例に見られるように、それは投資家を知ることである。日本企業においても、各

投資家の特徴、投資決定プロセス、投資方針、自社への見解（注目ポイント、懸念）を企業自らが情報収集し理解した上で、主体性をもった投資家選定、各投資家のニーズに応じた個別対応を行っていく必要がある。

LEGAL INFORMATION

本レポートは信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当社は、本レポートに含まれる情報を利用したことにより生じた一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。本レポートに含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。