# ［研究ノート］ IR 活動による資本コストの低下と企業価値の向上[*]

砂川伸幸[**]/岡田紀子[***]

## 1. はじめに

IR (Investor Relations) は，企業と株主（投資家）とのコミュニケーションを通じた関係構築によって，企業価値の向上を目指す活動である。ファイナンスの先行研究が示しているように，情報の非対称性が企業に追加的なコストを課すことがある[1]。積極的な IR 活動によって，企業と投資家の間に存在する情報の非対称性が解消されると，そのコストが小さくなり，企業価値が向上する可能性がある。また，IR 活動を通じた外部投資家の意見を参考にすることで，経営が改善され企業価値の向上につながることもある[2]。

本稿では，普段からの IR 活動が企業の資本コストを低下させ，企業価値評価を高める可能性について議論する。とくに，株価指数と個別銘柄の回帰分析を通じてベータを算出し，資本コストを求めるケースを想定する。回帰分析による株式ベータの推定では，株価指数と個別銘柄の共分散が重要なファクターになる。普段から IR 活動に注力している企業の株式は，市場全体が下落した局面で投資家の買いが入りやすいという経験則がある。その結果，株価指数との共分散が小さくなり，ベータの推定値と資本コストが低くなる。以下では，日本企業の IR の動向について紹介した後，IR と資本コストの関係について議論する。

## 2. 日本企業の IR 活動の動向

日本企業の IR 活動が本格的に始まったのは，1990 年代からである。1993 年に日本 IR 協議会が設立され，1996 年には IR 優良企業賞の選考が始まった。この時期，バブル崩壊と株価の長期低迷を受けて，日本企業は証券アナリストを対象とした決算説明の開催や取材対応を始めた。日本における IR 黎明期といえよう。

IR が広く普及したのは，2000 年代である。この時期，IR 専門部署や IR サイトを設置する企業が増加し，経営者が説明会で経営計画や経営戦略について語る企業が増加した。敵対的買収や株主提案が増加した 2000 年代後半には，機関投資家や証券アナリストとの IR ミーティングの数の増加と質の向上が進んだ。個人投資家向けの IR も普及した。金融審議会

---

[*] 本稿に記載されている内容や意見は筆者らが所属する組織の公式見解を示すものではない。

[**] 京都京都大学経営管理大学院教授。isagawa.nobuyuki.3w@kyoto-u.a.cjp

[***] シスメックス株式会社コーポレートコミュニケーション本部長

[1] 例えば，資金調達を行う際の過小評価コストなどがある。砂川（2000）を参照。

[2] 佐藤・砂川（2011）などを参照。

や経済産業省による資本市場やコーポレートガバナンスを対象とした研究会が開催され報告書が出始めたのもこの時期である。

近年では，コーポレートガバナンス改革によって，企業と投資家の建設的な対話が推奨されるようになった。 2018 年 6 月には，金融庁が「投資家と企業の対話ガイドライン」を示すなど，企業と投資家の良好な関係を構築・維持することの重要性が再認識されている。

金融庁のガイドラインでは，企業と投資家を結ぶキーワードである資本コストが強調されている。例えば，1－2 項では「経営陣が自社の事業リスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で，持続的な成長と中期的な企業価値の向上に向けて，収益力・資本効率等に関する目標を設定し，資本コストを意識した経営が行われているか。また，こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンをあげているか」という記述がある。また，2－1 項は「保有する資源を有効活用し，中長期的に資本コストに見合うリターンをあげる観点から，持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が，戦略的・計画的に行われているか」とされている。

ガイドラインと同時期に改訂された日本版コーポレートガバナンス・コードにおいても，資本コストの重要性が明記されている。これからの日本企業は，投資家の期待リターンである資本コストを重視した経営を行うという意味で，新しいステージに入ったといえる[3]。

## 3．IR と資本コスト

優れた IR 活動は企業価値評価や資本コストに好ましい影響を与えるという実証研究が報告されている（音川・村宮（2006）など)。ここでは，とくに資本コストに焦点をあて，IR 活動によって資本コストが低下するメカニズムを提示する。

執筆者の一人は，黎明期から企業の IR 活動に取り組んできたという実務経験をもつ。実務経験によると，積極的かつ継続的な IR は，企業経営に対する投資家の信頼性を高めるといえる。学術的には，企業と投資家の情報の非対称性が小さくなるといってよい。経営に対する信頼性が高まると，全体相場が大きく下落した局面において，中長期保有を目的とした投資家の買いが入りやすく，株価の下落率が小さくなる傾向がある。同様のことは，複数の企業の IR 担当者からも聞いたことがある。

株式市場は完全に効率的ではなく，ノイズ等によって一時的にファンダメンタル価値から乖離することがあるとしよう。ファンダメンタルを重視する中長期的な投資家にとって，株式市場全体（株価指数）が一時的に大きく下落し，個別銘柄の株価も連動して大幅に下がった局面は，良い投資機会になる。普段からの IR 活動によって，経営やファンダメンタル

[3] コーポレートファイナンスや企業価値評価において，資本コストは重要な概念であり，価値創造経営のキーファクターでもある。マッキンゼー・アンド・カンパニー（2016）を参照。

に対する投資家の信頼が厚い企業ほど，買いが入りやすい。その結果，株価指数の下落に対する個別株式の値下がりは限定的となり，共分散が小さくなる。

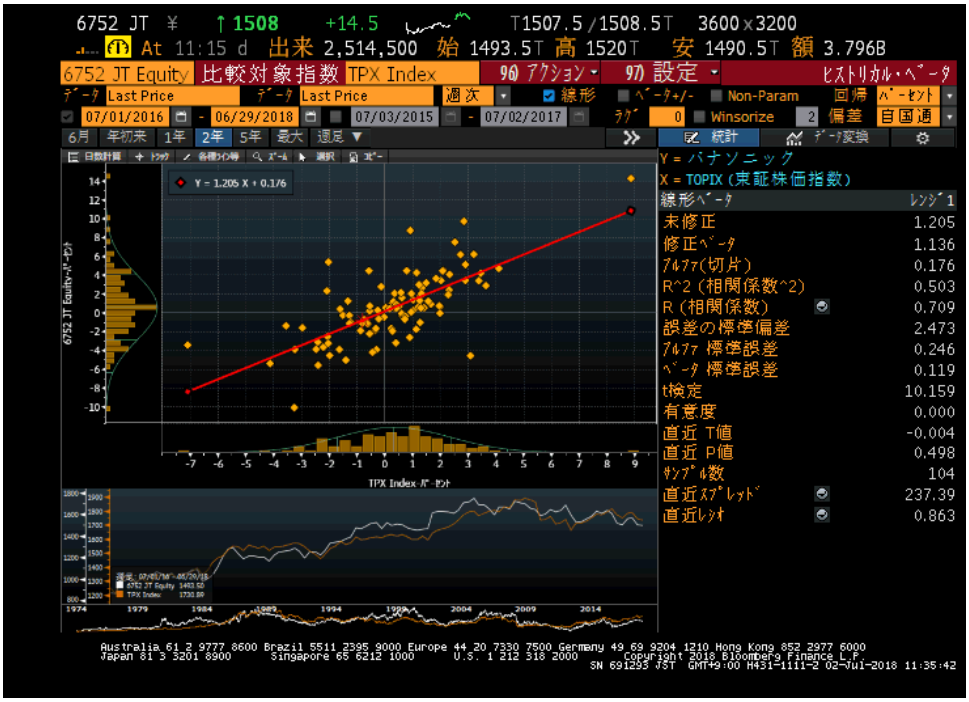
株価指数と個別株式の共分散は，ベータを算出する際のキーファクターである。リスク・リターン関係の理論モデルである CAPM によると，

資本コスト＝(リスクフリー・レート)＋(ベータ)×(マーケット・リスクプレミアム)

で与えられる。リスクフリー・レートとマーケット・リスクプレミアムは全ての企業に共通であるため，個別企業の資本コストを特徴づける指標はベータになる。ベータは，個別銘柄とマーケットの共分散をマーケットのリターンの分散で除した値である。

コーポレートファイナンスのテキストで紹介されているように，ベータは実際のデータを用いて算出するのが標準的な方法である。例えば，日本企業のベータは，ベンチマークである TOPIX（マーケットポートフォリオの代理）のリターンと個別銘柄のリターンを回帰分析した回帰係数をベースにして算出される[4]。周知のように，回帰係数は個別銘柄とマーケットの共分散をマーケットの分散で除した値であり，ベータの定義に合致する。

**（図表 1）Bloomberg 社のベータ：パナソニックのケース**




[4] Bloomberg やプルータス・コンサルティング社などの情報提供企業は，ヒストリカルデータを用いたベータを提供している。Barra 社のように，マーケットポートフォリオに複数のファクターを加えてベータを予測したデータを提供している業者もある。筆者の知る限り，日本の投資銀行やファイナンシャル・アドバイザーの多くが，これらの情報提供企業のデータを用いて資本コストを算出し，企業価値評価や株式価値評価を行っている。

（図表 1）は，Bloomberg 社が提供しているベータの実例（パナソニック社のベータ）である。グラフには，パナソニックと TOPIX の 2 年間（2016 年 7 月－2018 年 6 月）の週次収益率がプロットされ，回帰直線が引かれている。ベータはグラフ右側にある未修正ベータ（1.205）と修正ベータ（1.136）として与えられる。未修正ベータは回帰係数，修正ベータは未修正ベータにベータの平均回帰傾向を調整したものである。このように，ベータの算出には実際の株式収益率が用いられる。

リスクフリー・レートを 1.0%，マーケット・リスクプレミアムを 5.0%とし，ベータに 1.2 を用いると，パナソニックの株式資本コストは 7.0%（＝1.0%＋1.2×5.0%）になる[5]。企業価値評価の実務では，ベータを算出する際に複数の類似上場企業のデータを参照することもあるが，いずれにせよ過去の収益率データを用いることになる。

資本コストの算出について，このようなプロセスを前提にしたとき，IR 活動がベータの低下を通じて資本コストを下げる可能性を示すことができる。以下では，数値例を用いた説明を行う。

（図表 2）は，TOPIX と個別企業 X 社の株式収益率の数値例である。パネル（A）はとくに IR を重視していない通常のケース，パネル（B）は普段から IR 活動を重視しているケースを想定している。両者の相違は，TOPIX が大きく下落した 3 つの時点の株式収益率に表れている。色付きで表示してある 3 時点（-30, -27, -21）である。先に述べたように，IR 活動を重視している企業の株式は，TOPIX が大幅に下落した局面で機関投資家等の買いが入りやすく，値下がり幅が抑えられるとしよう。（図表 2）の数値例では，TOPIX が 4.6%下落した時点（時点-30）における X 社株式の下落率は，通常のケースが 9.1%（パネル(A)）であるのに対し，IR 重視のケースが 6.1%（パネル(B)）になっている。他の 2 つの時点においても同様である。

ベータの分子は，TOPIX の収益率と個別株式の収益率の共分散である。IR 活動によって TOPIX が大きく下落する局面で株式収益率の下落が抑制されると，共分散が小さくなり，ベータが低くなる。（図表 2）の下部には，TOPIX の分散，TOPIX と X 社株式の共分散，TOPIX に対する X 社株式のベータ（$\beta$）の計算結果が示されている。TOPIX の分散は両ケースで等しい。一方，IR 効果を反映して，TOPIX と X 社株式の共分散はパネル（B）の方が小さくなっており，ベータも低くなっていることが分かる。

---

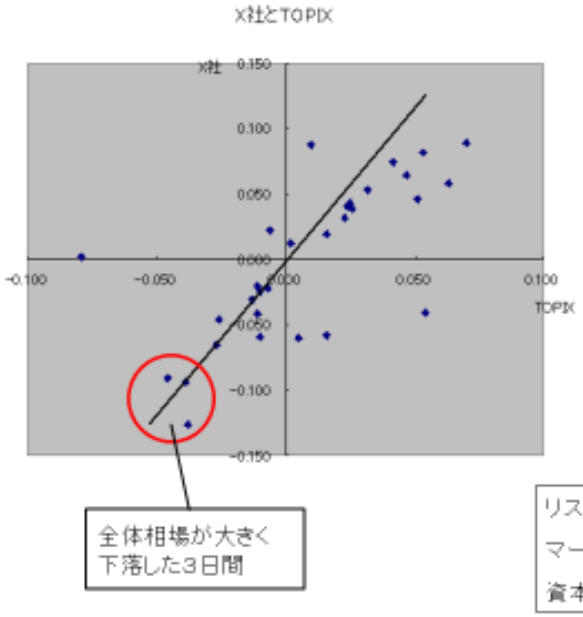
[5] リスクフリー・レートには長期国債の利回りを用いる。マーケット・リスクプレミアムには，過去に実現した株価指数の収益率と長期国債の収益率の差の平均値であるヒストリカル・リスクプレミアムを用いることが多い。また，現時点の株価指数と関連指標からリスクプレミアムを逆算するインプライド・リスクプレミアムを用いることもある。日本のヒストリカル・リスクプレミアムとインプライド・リスクプレミアムは，プルータス・コンサルティング社などが提供している。詳細については，プルータス・コンサルティング（2018）を参照。

（図表 2）TOPIXと個別銘柄の収益率データ（数値例）

| | (A) 通常のケース | | (B) IR重視のケース | |
|---|---|---|---|---|
| 時点 | TOPIX収益率 | X社株式収益率 | TOPIX収益率 | X社株式収益率 |
| -30 | -0.046 | -0.091 | -0.046 | -0.061 |
| -29 | -0.007 | -0.022 | -0.007 | -0.022 |
| -28 | -0.027 | -0.065 | -0.027 | -0.065 |
| -27 | -0.038 | -0.127 | -0.038 | -0.077 |
| -26 | 0.016 | 0.019 | 0.016 | 0.019 |
| -25 | 0.054 | -0.041 | 0.054 | -0.041 |
| -24 | -0.010 | -0.025 | -0.010 | -0.025 |
| -23 | 0.025 | 0.043 | 0.025 | 0.043 |
| -22 | 0.005 | -0.060 | 0.005 | -0.060 |
| -21 | -0.039 | -0.094 | -0.039 | -0.064 |
| -20 | 0.016 | -0.058 | 0.016 | -0.058 |
| -19 | 0.032 | 0.053 | 0.032 | 0.053 |
| -18 | 0.024 | 0.041 | 0.024 | 0.041 |
| -17 | 0.053 | 0.082 | 0.053 | 0.082 |
| -16 | 0.010 | 0.088 | 0.010 | 0.088 |
| -15 | 0.023 | 0.032 | 0.023 | 0.032 |
| -14 | 0.063 | 0.058 | 0.063 | 0.058 |
| -13 | 0.070 | 0.089 | 0.070 | 0.089 |
| -12 | 0.026 | 0.039 | 0.026 | 0.039 |
| -11 | -0.026 | -0.046 | -0.026 | -0.046 |
| -10 | 0.051 | 0.046 | 0.051 | 0.046 |
| -9 | -0.011 | -0.020 | -0.011 | -0.020 |
| -8 | -0.079 | 0.002 | -0.079 | 0.002 |
| -7 | -0.006 | 0.022 | -0.006 | 0.022 |
| -6 | -0.013 | -0.031 | -0.013 | -0.031 |
| -5 | 0.042 | 0.074 | 0.042 | 0.074 |
| -4 | -0.011 | -0.042 | -0.011 | -0.042 |
| -3 | 0.002 | 0.012 | 0.002 | 0.012 |
| -2 | -0.010 | -0.059 | -0.010 | -0.059 |
| -1 | 0.047 | 0.064 | 0.047 | 0.064 |
| Var (Rm) | 0.00123 | | 0.00123 | |
| Cov (Rx, Rm) | | 0.00145 | | 0.00127 |
| β=Cov/Var | | 1.18229 | | 1.03787 |

(注) 筆者が作成した数値例。Var (Rm) はTOPIX (マーケットポートフォリオ)の収益率の分散，Cov (Rx, Rm) はTOPIXと個別銘柄 (X社株式) の共分散，$\beta$ はTOPIXに対するX社株式のベータ。

## (図表3) 通常のケース：ベータ＝1.18




全体相場が大きく
下落した3日間

概要

| 回帰統計 | |
|---|---|
| 重相関 R | 0.705869 |
| 重決定 R2 | 0.49825 |
| 補正 R2 | 0.480331 |
| 標準誤差 | 0.043015 |
| 観測数 | 30 |

分散分析表

| | 自由度 | 変動 | 分散 |
|---|---|---|---|
| 回帰 | 1 | 0.051447 | 0.051447 |
| 残差 | 28 | 0.051808 | 0.00185 |
| 合計 | 29 | 0.103255 | |

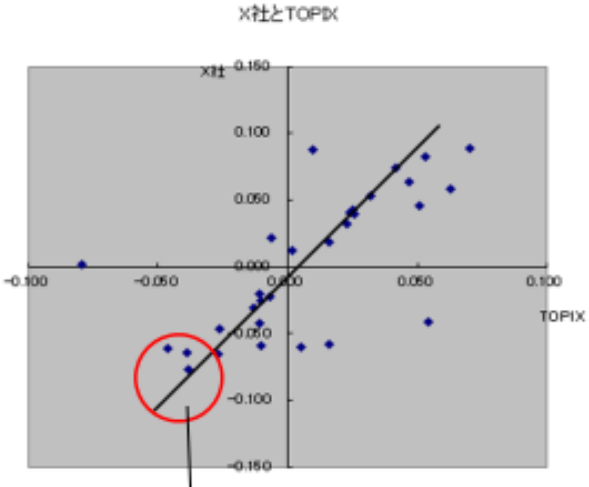
| | 係数 | 標準誤差 | t |
|---|---|---|---|
| 切片 | -0.00987 | 0.008049 | -1.2259 |
| X 値 1 | 1.18228 | 0.224215 | 5.273019 |

リスクフリーレート=1.0%

マーケット・リスクプレミアム＝5.0%

資本コスト＝1.0%＋1.18×5.0%＝6.9%

## (図表4) IR重視のケース：ベータ＝1.04




全体相場が大きく
下落した3日間
IR重視によって
株価下落が抑制

概要

| 回帰統計 | |
|---|---|
| 重相関 R | 0.689156 |
| 重決定 R2 | 0.474936 |
| 補正 R2 | 0.456184 |
| 標準誤差 | 0.039565 |
| 観測数 | 30 |

分散分析表

| | 自由度 | 変動 | 分散 |
|---|---|---|---|
| 回帰 | 1 | 0.039646 | 0.039646 |
| 残差 | 28 | 0.043831 | 0.001565 |
| 合計 | 29 | 0.083477 | |

| | 係数 | 標準誤差 | t |
|---|---|---|---|
| 切片 | -0.00506 | 0.007403 | -0.68409 |
| X 値 1 | 1.037873 | 0.206231 | 5.032581 |

リスクフリーレート=1.0%

マーケット・リスクプレミアム＝5.0%

資本コスト＝1.0%＋1.04×5.0%＝6.2%

（図表 3）と（図表 4）は（図表 2）のデータのプロットと回帰直線を図示したものである。グラフの左下にある枠内の点は，全体相場が大きく下落した 3 時点のデータを示している。（図表 3）と（図表 4）の相違は，これらの 3 点のみである。IR 効果によって個別銘柄の下落が抑制されると，回帰直線の傾きが緩やかになることがみてとれる。

グラフの右側の表は，エクセルの分析ツールで算出した回帰分析の結果である。最下段にある X 値 1 が回帰直線の傾きであるベータの推定値になる。（図表 3）では 1.182，（図表 4）では 1.038 となっており，（図表 2）で求めた値に一致している。

各図表の右下には，リスクフリー・レートを 1.0%，マーケット・リスクプレミアムを 5.0%とした場合の資本コストが示されている。（図表 3）の通常のケースにおける資本コストは 6.9%（＝1.0%＋1.18×5.0%），（図表 4）の IR 重視のケースにおける資本コストは 6.2%（＝1.0%＋1.04×5.0%）になる。

周知の通り，企業価値評価や株式価値評価は，フリー・キャッシュフローを資本コストで割引いて算出する。資本コストはフリー・キャッシュフローのシステマティックなリスクを調整するファクターである。他の条件が等しいとき，資本コストが低い企業の価値は高くなる。このように，IR 活動によって，全体相場が大きく下落する際に自社株式の下落を抑制することができれば，資本コストの推定値が低くなり，企業価値が高くなる可能性がある。

## 4. まとめ

本稿では，普段からの積極的な IR 活動によって株価の変動が小さくなり，資本コストの低下を通じて企業価値や株式価値が向上することを示した。ここでは，TOPIX と個別企業に焦点をあてたが，グローバル市場における日本企業という状況に拡張することも可能である。例えば，マーケットポートフォリオを MSCI ワールドとする。日本企業が投資家とのコミュニケーション能力を研ぎ澄まし，他国の企業より優れた IR 活動を行っているとしよう。このとき，本稿と同様の理由により，日本企業群のベータが小さくなり，資本コストの低下を通じて，企業価値評価が高まる可能性がある。

企業と投資家を結ぶ IR 活動や IR を含むコーポレートコミュニケーションの活動は，ファイナンス理論が扱ってきた資本コストや企業価値評価と密接に関連している。

## 引用文献

砂川伸幸（2000）『財務政策と企業価値』，有斐閣。

音川和久・村宮克彦（2006）「企業情報の開示と株主資本コストの関連性」，『会計』第 169 巻第 1 号，79-93 頁。

佐藤淑子・砂川伸幸（2011）「優れた IR 活動と継続的な評価：評価項目分析と住友商事の事例」,『国民経済雑誌』第 203 巻第 5 号，35－47 頁。

プルータス・コンサルティング（2018）『企業価値評価の実務 Q&A』，中央経済社。

マッキンゼー・アンド・カンパニー（2016）『企業価値評価（第 6 版)』，ダイヤモンド社。