

2004年7月20日

2004年全米IR協会(NIRI)年次大会に関するレポート
(2004年6月6日 - 9日開催)

毎年、今年のIR活動の方向性を決めると言われている全米IR協会(NIRI)の年次IR大会は、アリゾナ州フェニックスで、6月6日より4日間開催された。今大会のテーマは、*Earning a Seat at the Table*「テーブルに席を確保せよ」である。ここで言うテーブルとは、経営陣や取締役が就いているテーブルを意味している。IR担当者が、企業経営に携わる経営首脳陣や、その経営陣を株主の立場から監督する取締役にとって、重要なパートナーになることを提唱しているのである。以下は、弊社マネージング・ディレクター高山与志子による当大会における主要な議論の紹介と、なぜそのような議論が選ばれたのかその背景 - 米国企業の実態、IR担当者の置かれている状況 - を踏まえながら、報告する。

試行錯誤の時期が続く

本大会でのあるスピーカーは、現在を「ポスト・スキャンダル」の時代であると述べていたが、それは現在の状況をよく言い表している。2001年以降発覚したさまざまな企業の不祥事に対応して、現在までの3年間の間に、サーベンス・オクスレー法が施行され、そのもとでSECのルールの改定やナスダックやニューヨーク証券取引所の上場規定の改定などが、次々と実施されていった。その中で、IRに関わる主要なプレーヤーである、企業、投資家、セルサイド・アナリスト、のすべてが大きな変化を余儀なくされた。しかもその変化は現在進行形であり、最終的にどのような形に落ち着くのか、2004年の現時点でもまだその結末は見えていない。昨年の大会では、セルサイド・アナリストによるカバレッジの減少やコーポレート・ガバナンスに対する一層の関心の高まりが主要な話題としてとりあげられていたが、この話題は引き続き今年の大会においても主要な論点となっていた。

このような問題に対して、決定的な対応策が確定されないまま、企業は依然として今後の方向性を模索し続けている状況にあると言えよう。情報開示のあり方についても、業績予測の出し方や修正の方法など、まだ試行錯誤の状況が続いている。以下、大会でどのような議論がされていたか紹介しよう。

セルサイド・アナリストの位置づけ

日本でも、セルサイド・アナリストの数の減少や各アナリストが担当する企業数の縮小が時折話題にのぼっているが、米国では、その動きが一層めだっている。それだけではなく、セルサイド・アナリストの現在のあり方存在自体に対する議論がまきおこっている。

本大会の構成は、特に関心が高い内容を選んで全員が参加する一般部門のセッションと、各自興味のある題目を選んで参加する分科会のセッションに分かれている。その一般部門の「ウォール・ストリートは発言する」(Wall Street Speaks Out)のセッションでは、機関投資家や大手証券会社のアナリストがパネリストとして参加したが、議論の多くがセルサイド・アナリストのあり方について費やされた。ちょうど大会の開催時期に発行されていた雑誌 Fortune にも、セルサイド・アナリストに関する特集記事が組まれており、現在の米国資本市場の大きな関心事となっていることがわかる(“Wall Street on the Run,” *Fortune*, June 14, 2004)。

現在、証券会社のアナリストが提供するリサーチ・レポートについては、それを受け取る機関投資家側はその対価を直接払っていない。株式売買手数料など他の業務サービスに関連して投資家が証券会社に対して支払うフィーの中から、レポートに対する支払が間接的にまかなわれるという形態がとられている。つまり、ハードマネーではなくてソフトマネーという形で、レポートへの対価が支払われているのである。しかし、実態は売買手数料の低下や、投資家側が特定の証券会社に取引を絞る傾向があることなどを背景に、大手証券会社では年間数百億円にもものぼるとい調査部の維持費を、投資家側から得る手数料だけではカバーすることができなくなってきた。その結果、アナリストが、投資銀行ビジネスを企業から獲得することに貢献することで、投資銀行部門のフィーを伸ばし、それによって調査部門を支えるという形式ができあがっていった。

しかし、一連の企業スキャンダルとそのスキャンダルの渦中で果たしたアナリストの役割が問題視され出してから、アナリストの中立性が厳しく問われるようになり、もはやそのような図式は成り立たなくなっている。当セッションの出席者である大手投資顧問会社のファンドマネージャーは、今後はレポートそのものに対してその対価を支払うハードマネーに変化していきだろうが、現在のレポートの質と投資家サイドの予算額を考えると、すべてのレポートに対して対価は支払えないとする辛らつな意見を述べていた。その一方で、昨年の大会で話題にのぼった**独立系のリサーチ会社**については、それが主流となるとは思えないとの見方が示された。

また、中小型株を担当するファンドマネージャーからは、「1970年代からこの職についているが、今ほど小型株に対するアナリストのカバレッジが減っていることはない。」と現在の異常な状況が指摘された。本大会の分科会の中の一つに、「アナリストから全くカバーされていない企業はどうしたらよいか」(What to do when you have no coverage)と題したセッションが設けられ、時価総額が小さい等の理由で資本市場での知名度が低い企業が中心となって、対応策が議論されていたほどである。アナリストのカバレッジの低下は、程度の差こそあれ時価総額が大きい企業にとっても問題となっており、同じく分科会の「情報開示の傾向」(Disclosure Trends)のセッションでは、デル社のIR担当者が、現在セルサイドの間ではかなり統合が進んでおり人数が減少していること、そのため、デルとしては、バイサイドにもっと時間を費やすようIRの方向性を変えたことについて、言及していた。

いずれにしても、**アナリストに関する現在のビジネスモデル - 投資家がソフトダラーでアナリストからの情報を得るというモデル - は、今後存続できないだろう、その結果、アナリストの数は減少しアナリストからカバーされない企業が増えるだろう、という認識は、当大会で共有されていた。その結果、バイサイド**

への直接のコンタクトの重要性がますます高まると同時に、時価総額が小さな企業にとっては、今後の IR 活動に一層の困難が伴う状況が予想されている。

情報開示のあり方

上記の「情報開示の傾向」(Disclosure Trends)のセッションでは、現在情報開示で問題になっている点として、**業績ガイダンス(業績予想)の出し方**と、**沈黙機関における IR 活動**の2点があげられていた。2000年のレギュレーション・フェア・ディスクロージャー施行以来、特に業績予想の公平な開示の仕方に関心が集まっているが、4年たった現在でも、その開示方法は企業によって異なっているのが現状である。このような、業績ガイダンスに関わる問題については、この数年間この大会の内外で繰り返し議論されてきたが、NIRI としては、特定の模範解答を示すのではなく、むしろ、各企業が、それぞれが置かれた事情に応じて異なった対応をしている事実やその背景を示すことで、会員が自社にとって最適な状況を選択できるような情報提供を心がけている。

「情報開示の傾向」(Disclosure Trends)のセッションでは、デル社やシスコ社などの時価総額の大きな企業や、オークレー社のような小規模の企業が参加して、それぞれの開示の方法に関する議論がなされた。明解かつ単純なビジネスモデルを持つデルは、四半期の EPS については、セントの単位まで特定したピンポイントの数字で提供している。沈黙期間の時期は、数字が短期間で把握できるため、四半期末日から決算のプレスリリース・コンファレンスコールの日までの期間の3 - 5日間にすぎない。その期間は、外部との接触は IR 担当者に限っているが、短期間であるため特に大きな問題は生じていない。一方シスコは、四半期の EPS はレンジで示している。また、長期予想については、かつては年間の業績予測を出していたが現在は中止している。これについては、シスコ社の CEO であるジョン・チェンバーが、一般部門のセッション、「テーブルに席を確保せよ、投資コミュニティとの関係強化しながら」(Earning a Seat at the Table – Solidifying Your Relationship with the Investment Community)で、「テクノロジー業界全体がもっと安定したらまた年間の見通しが出せるかもしれないが、今はその時期ではない。」と述べている。また、シスコ社の沈黙機関は、7日間とデル社よりも長いものの比較的短い。デル社同様その期間は、経営陣の外部への接触は、コンファレンスへの参加も含めて見送っており、IR 担当者のみがメディアや投資家コミュニティと接触している。

一方、時価総額が小さく、しかもより複雑なビジネス形態とするオークレー社では、四半期のガイダンスに加えて、年間のピンポイントの EPS と売上げの伸びに関するガイダンスを提供している。時価総額が小さいため、長期のガイダンスも出さないとアナリストのカバレッジの減少につながる事が、その理由として挙げられている。また、沈黙機関は、四半期前の2週間プラス、四半期終了後プレスリリースを発表するまでの3週間のあわせて5週間としている。このように、沈黙期間がかなり長期にわたるため、この間は IR 担当者のみならず企業の経営陣も、社外と一定のコンタクトをとっている。日本では、沈黙期間の長さや期間内の対応について、すべての企業に共通なルールがあると考える IR 担当者も多いが、このように各企業の置かれている状況によって、開示方法や沈黙期間が一律ではないのが米国の現状である。

ストック・オプションの費用の計上

情報開示の問題と関連して、今大会で特に話題にのぼっていたのは、ストック・オプションの費用計上の問題である。FASB(Financial Accounting Standards Board)は、オプションの費用計上を義務づける提案

を今年の3月に行っている。インテル社やIBM社など業績が好調でまたIR活動でも評価されている企業であっても、経営陣の意図に反して、費用計上に関する株主提案に過半数の賛成票が集まっている。分科会の中の、業界別ラウンドテーブル(Industry Roundtable)における Technology-Hardware のセッションでは、10数社のIR担当者が集まり、インフォーマルな雰囲気のもと、現在IR上の課題となっていることについて意見交換が行われた。そこでも、オプションの費用計上が大きな問題として挙げられていた。参加者の中で費用計上に関する株主提案を受けている企業があったが、参加者の企業全てがまだ実施しておらず、様子見というスタンスをとっている(米国では総会で過半数の票を得た株主提案であっても、経営陣は必ずしもそれを実行する義務はない)。しかし、その一方で投資家や当局はこの問題についてより厳しい見方をとっている。たとえば、本大会では、シスコ社のCEOであるジョン・チェンバーとSECの前委員長のアーサー・レビットが、それぞれのセッションで全く対照的な見解を述べている。

前述の「テーブルに席を確保せよ、投資コミュニティとの関係強化しながら」(Earning a Seat at the Table – Solidifying Your Relationship with the Investment Community)で、CEOのジョン・チェンバーは、「現在インドのエンジニアの給与そのほかの費用をあわせた会社側の負担は48,000ドルだが、米国では250,000ドルである。この差異を埋める手段として、ownership(ストック・オプション)がある(つまり、米国労働者に対して全額現金で払うかわりにオプションを提供する)。オプション費用の計上という会計上の変化は、それが予想する範囲を超えて米国に大きな影響を与えるだろう。米国労働者が職を失うことにつながるであろう。」と警告している。

しかし、その一方で、「アーサー・レビットとの会話 透明性を優先して」(A Conversation with Arthur Levitt: Making Transparency a Priority)のセッションでは、レギュレーション・フェア・ディスクロージャーの導入者として名高い、元SEC委員長のアーサー・レビットは、まず企業改革法について触れ、「企業改革法が企業に多くの負担を強いることになったと言われているが、投資家が蒙った数十億ドルの費用に比べれば僅かなものである。」と述べた後、オプションの費用計上については、「ジョン・チェンバー氏は先ほどオプション費用計上に反対するコメントを述べたが、彼が反対しても現在米国の潮流はそちらに向かっている。かつて、FASBが費用計上を義務化しようとしたときには、ハイテク企業が反対して実現しなかったが、今回はそうはいかないだろう。」と強く主張している。4月に投資家を対象に行われた調査でも、8割の投資家が費用計上に賛成しているという結果が出ている。投資家、当局、そして一般の人々の間で、企業の情報開示に対する見方が厳しくなっている状況が浮かびあがっている。

増大するIR担当者への期待

以上のように、企業に対する外部の目が一層厳しくなり、企業が負わなければならないリスクが一層高まってきた現状だが、このことは、IR担当者の役割に対する期待の増大へとつながっている。

企業を取り巻くリスクの増大とガバナンス

一般部門の「情報開示から透明性への移行 - グローバルな視点で」(Moving from Disclosure to Transparency: A Global View)のセッションでは、NIRIのCEOであるトンプソンの司会のもと、IR担当者や経営陣、取締役が置かれている法的リスクについて議論がなされた。このような法的なリスクと並んで、

IR 担当者にとって意識しなければならないリスクは、企業のガバナンスや総会に関わるリスクであろう。投資家からのメッセージを見過ごした結果、株主総会で経営陣の考えと反する株主提案がなされ、それに多くの賛成票が集まる、あるいは、Vote 'No' Campaign の対象となり、取締役の就任に関して多数の反対票が集まる、などの事態がおこり、その結果メディアからの注目を集め、資本市場のみならず企業全体のイメージも損なう、等の事態が現実米国企業の間で起こっている。現在 SEC が提案している株主による取締役指名に関するルールにおいて、ある取締役の選任について 35% 以上の反対票が集まった場合は、株主による取締役指名を認めるというトリガー条項が記載されている。そのルールが最終的に採択されることになれば、投資家の評価を事前に把握し、様々な IR 活動を通して反対票をできるだけ少なくするよう働きかけることが、非常に重要になってくるであろう。NIRI の大会開催の 2 週間後の 6 月 21 日付けのウォール・ストリート・ジャーナル誌では、コーポレート・ガバナンスに関する特集記事が組まれていたが、そこでは、「企業や取締役は、ガバナンスに関して厳しく詮索されるという状況に直面しており、多大な圧力のもとある。」と述べ、その実態について詳しく説明している。IR 担当者は、ガバナンス関連のリスクを始め社外に存在する様々なリスクを、経営の責任者である経営陣とガバナンスの責任者である取締役会に対して、正しくかつ迅速に伝えることが期待されるようになってきているのである。

実際に、前述の産業別ラウンドテーブル(industry roundtable)のユーティリティー・セクターのセッションでも、ガバナンスの話題が取り上げられ、IR 担当者がガバナンスに関してどの程度関与するのか情報交換が行われたが、かつては殆ど関わることはなかったが、企業改革法が施行されて以来状況が一変し、経営陣や取締役会と連絡をとり、ガバナンスについて議論することが増えたと述べる IR 担当者が多く見られた。

取締役会と IR 担当者

このような、ガバナンスに関する内外の関心の高まりと企業のリスクの増大が、Earning a Seat at the Table「テーブルに席を確保せよ」が今回のテーマとして選ばれた大きな理由であろう。NIRI は従来より、資本市場の評価を経営に反映させることができるよう、IR 担当者が経営陣との密接なコンタクトをとることを薦めてきたが、その際の対象は CEO や CFO を想定していた。しかし、今回の大会の議論では、それらの直接企業の経営に携わる経営陣に加えて、ガバナンスの責任者である取締役会の関わりにもかなりの重点が置かれるようになったのが、大きな変化と言えるであろう。(ここでいう取締役は、経営の執行と監督が一緒になっているほとんどの日本企業とは異なり、社外取締役が過半数を占め監督機能に特化している取締役会を指している。)

取締役会への情報提供やコミュニケーションについては、多くのセッションで言及されているが、特に 2 つのセッションで集中的に議論された。一つは、「取締役会の傾向」(Trends in the Corporate Board Room)もう一つは、「取締役会への報告書を解剖して」(Anatomy of Board Presentation)と題されたセッションである。前者のセッションでは、前述の SEC のルールで述べられている投資家と取締役会間のコミュニケーションについて、IR 担当者がどのような役割を果たすべきであるかについて、検討された。参加者は、ISS や企業の経営陣などであったが、投資家と取締役が直接コンタクトすることについては、外部に発信する情報の統一の観点から、全員否定的な見解をとっており、そのかわりに、IR 担当者が、フロントラインにたつて、資本市場と取締役会を結ぶべきである、としている。ただし、取締役会と IR 担当者間のコミュニケーションについては、CEO や CFO を通さず直接取締役と話すべきか、取締役との会話の

内容をどの程度 CEO に知らせるか、などのセンシティブな問題が存在する。CEO と取締役会は、企業の価値を最大化するという大きな目標を共有しているが、監督する側と監督される側では一種の緊張関係も存在し、CEO の指揮下にある IR 担当者は、その中で注意深く振舞う必要がある。取締役に必要な情報を常に伝える体制をとりながら、その一方で、コミュニケーションの内容を常に CEO にも伝えておくべきである、との意見が出されていた。

後者の「取締役会への報告書を解剖して」(Anatomy of Board Presentation)では、取締役会に対する報告書の内容について、実際の IR 担当者が詳細かつ具体的に語った。市場のパフォーマンス(株式市場全体の動向、自社株価の推移、同業他社との比較)、IR 活動の内容(投資家やアナリストとのミーティングとその内容)、市場の自社へのパーセプション(アナリストの格付けの変化、カバレッジの増減、投資家やアナリストから寄せられた実際のコメント)、株式保有状況(主要な大株主の名前と保有株式数、株主の特徴)、アナリスト・レポート、などが、主な内容としてあげられていた。これらのレポートは 100 ページ近くに及ぶこともあり、取締役会の開催時に提出・説明する、あるいは、社外取締役を対象とした教育セッションのような場で説明するなどしている。取締役は、以前にもまして投資家から厳しい目で評価されるようになったのにも関わらず、必ずしも資本市場についてよく理解していない場合も多い。資本市場と取締役会とつながリエゾンとして、ガバナンス上も IR 担当者の重要性が高まっているのである。

プロフェッショナルとしての IR 担当者とそのキャリア

ところで、今回の大会でも前回同様、IR 担当者のスキル構築のセッションが数多く設けられている。大会の第一日目には、カリフォルニア大学による IRO 養成プログラム(修了者には大学より認定書が出される)のデモンストレーションが行われていた。ミシガン大学の同様なセッションのパンフレットも会場配布されていた。米国では、IR 担当者(しばしば IRO - IR Officer と呼ばれている)は、一つの専門的な職業として確立している。自分自身のスキルを向上させ社内でのさらなる昇進をめざすにせよ、社外の労働市場で高く評価され自分自身に高い価格がつく(より良い企業からより高いポジションをより高い給与でオファーされる)ことをめざすにせよ、IR 担当者としての自分自身の価値をいかに高めるかに多くのエネルギーを注いでいる。

ところで、JIRA(日本 IR 協議会)と NIRI(全米 IR 協会)という、それぞれの国の IR セクターを代表する協会は、その会員の構成において大きく異なっている。個人が会員となっている NIRI に比べて、JIRA では、会員の資格を与えられるのは個人ではなくて企業となっている。プロフェッショナルとしての個人の集合体である NIRI では、IR 担当者個人のスキルと社内・社外の地位をいかに向上させるかに、活動のかなりの力点がおかれている。NIRI の会費は、会社が支払うこともあるが、個人で払っている場合も多い。IT バブルがはじけ企業も個人も会費を払うのが難しい時期には、分割払いを提示するなど、会員個人に対して現実的なサポートを提供している。また、年次大会はネットワーキングの上でも重要な役割を果たしており、各 IR 担当者は、IR 上の情報を交換するだけでなく、将来の転職等も見込みながら人的ネットワークを構築しているのである。

日本の IR 担当者の間では個人のスキルアップを図るような動きはまだ始まったばかりであるが、今年の 8 月に、日本で初めて早稲田大学により IR 担当者養成講座が開講されることになった。日本でも確実に変化は起こりつつあるようである。

日本企業のIR担当者(IRO)へのアドバイス

米国における情報開示のあり方やセルサイド・アナリストの状況は、日米間の差異を考えると、そのまま日本にあてはめることは難しい。しかし、ガバナンスに関するIR担当者の関わり方は、日本企業のIR担当者にとっても注意すべき事項である。一部のガバナンス・ファンドの投資家を除いて、ガバナンスのあり方が、直接投資家の投資スタンスに影響するということはあまりない。しかし、株主に対する十分なリターンをあげていないことを理由に、特定ファンドからガバナンス上の不備を指摘され、総会に株主提案が提出されるなど、日本企業をとりまく環境は急速に変わっている。今年の総会シーズンには、そのような特定投資家からの圧力に直面した日本企業の中で、株主総会の対策として、機関投資家や、その機関投資家に資金を提供している年金基金、彼らの議決権行使に影響を与えるISSやIRRCに、経営陣自らが直接会って、自社の考え方を伝え理解を求めるところも出てきた。しかし、経営陣の大半は、このような状況に直面した時に、具体的にどのような施策をとったらよいのかわからず、困惑することが多いだろう。このような企業をとりまくリスクの増大は、言い換えれば、日常的に資本市場に接しているIR担当者が、企業のガバナンスや企業経営に大きな貢献をするチャンスとも言えるであろう。

以上