

研究ノート

IR（インベスター・リレーションズ）活動の体系化に関する考察

荒竹 義文

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 法人支援部 IR戦略課長
社会情報大学院大学 広報・情報研究科 3期生

要旨

近年IR活動の強化が上場企業に求められている。IR担当者は、社内他部署に協力を求めたり新任IR担当者を育成したりするためにIR活動を体系化して伝達する必要があるが、既存の体系化に対して不足を感じている様子である。そこで、IR活動の定義を基に「株式市場」「投資家」「企業」「コミュニケーション」を軸とし、「組織運営」を加えて改めて体系化を行なった。IR担当者への研修実施、インタビューにより同体系の有効性が確認された。さらにその有効性を高めるために、一般的なIR活動の変遷を加えた体系とし、IR担当者が将来のIR活動の方向性への示唆を得られるようにした。

IR活動を取巻く環境の変化は加速しており、IR担当者の省察的实践に資するようなIR活動の体系へのニーズは高まっている。新しい体系においても、IR担当者への研修実施やインタビューを通じてさらに洗練させることが求められる。

キーワード：IR（インベスター・リレーションズ）、ディスクロージャー、体系化、省察的实践、研修

1. はじめに

近年「IR（インベスター・リレーションズ）活動」に関する注目が高まっている。「株主至上主義」から「ステークホルダー主義」への移行に伴い、上場企業はIR活動においてコーポレートガバナンス（以下「CG」）やSDGs、気候変動対応や人的資本など開示しなければならない分野が拡大している。東証市場構造改革に際して、経過措置によりプライム市場に上場した企業が「上場維持基準への適合に向けた計画書」に経営方針としてIR活動の強化を記していることも多い。また2022年6月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」においては、「資産所得倍増プラン」の策定が打ち出されており、株式投資を開始する個人投資家がIR資料などを参考にすることも増えるであろう。IR活動は企業としても強化が必要な領域と言える。

IR活動を強化するには、IR担当者が社内の他部署や新任IR担当者に向けてIR活動を説明し、IRに関する実践的知識を伝達する必要がある。IR担当者は社内外と情報の

やり取りを行なう中で「社外から自社がどのように認識されているか」といった点を深く認識しているが、社内他部署はそうでないことも多い。認識が違うことで知識の伝達に支障をきたし、経営方針として定めたIR活動強化が困難となることもある。また、企業内の知識の伝達について中央教育審議会（2016）は、「個々の企業等の中に集積された暗黙知を形式知化して継承することや、さらには、これらを理論化・体系化して、生産性の向上へとつなげることの重要性が指摘されている」としている。さらに川山（2021）は「知識を他者が利用することを前提にしたとき、その知識は（中略）②有用性（どのように役立ち組織・社会に位置づけられるのか）を備えていることが重要だ」としている。IR担当者は、IR活動について有用性を備えつつ体系化し、認識の違いを越えて有効に伝達することが求められている。

筆者はIRコンサルタントとして、企業のIR担当者と日常的に対話を行なっている。他部署に向けたIR活動の説明や、新任IR担当者への研修を依頼されることも多い。既存の図書を紹介することもあるが、IR担当者がそれら

に対して不満とは言えないまでも、やや不足を感じているように思われる。実務に携わるIR担当者が満足するようなIR活動の体系化が進んでいない可能性がある。

本稿では、最初に既刊図書におけるIR活動の体系化について分析する。続いてIR活動の再体系化の試みの第一段階として、IR活動の定義を基とした体系化を行ない、企業のIR担当者に対して研修を行って有用性を確認する。さらに第二段階として、直近のIR活動を取巻く環境の変化を受けた体系化の拡張を試みる。

2. IR活動の定義を基とした体系化

2.1 IR活動の体系化の現況

日本においてIR活動が始まったのは1960年代であり、広報活動に比べれば歴史は浅い。さらに、国内外機関投資家や個人投資家、アナリストといった幅広い対象に向けてIR活動を行なう企業は、約3,800社（2022年時点）の上場企業に限定されており、上場・非上場と無関係に行なわれる広報活動に比べれば、実践の蓄積は少ない。

IR活動の体系化がなされているものとしては、IR活動に関する図書が挙げられる。国立情報学研究所の検索システム「CiNii」にて、大学図書館に収蔵されている図書約435万点のうち、「IR（またはインベスター・リレーションズ）」あるいは「広報」が表題に付されている図書数は表2-1のとおりである。圧倒的にIR活動に関する図書が少ない。体系化についても蓄積は少ないと考えられる。

表2-1 図書件数¹⁾

表題におけるキーワード	図書件数
IR（またはインベスター・リレーションズ）	61
広報	557

出典：筆者作成

既刊図書におけるIR活動の体系化の現況を表すものとして、代表的な基本書である佐藤（2015）、米山（2020）、高辻（2020）を取り上げる。佐藤（2015）、米山（2020）は新任IR担当者が手に取ることが多い。いずれも初版から改訂されており、長期にわたって読まれている書籍であることが分かる。高辻（2020）は企業のIR担当者、アナリスト双方の経験を元にしてIR活動を幅広く網羅している。各書における章の構成は表2-2の通りになる。

表2-2 IR活動の基本書における構成

内容	佐藤（2015）	米山（2020）	高辻（2020）
経営とIR、IRの概要	第1章 IRと企業価値 第2章 成長戦略を支える 第4章 経営トップを支えるIR組織	第1章 IRの始まりと仕事	第1章 IRとは
IRの実務	第6章 情報開示の留意点と課題	第3章 IR部門の仕事を知ろう (II) 第5章 プレゼンテーション	第2章 IRの主な業務 第3章 IRに必要な開示情報 第5章 制度開示を理解する 第6章 関連領域との繋がりを理解する 第7章 ケースで学ぶIRの主な流れ 第8章 固定ファン獲得のためのIRの取り組みとは
IRの組織運営	第3章 IRの実行と要点	第2章 IR部門の仕事を知ろう (I)	第1章 IRとは
IRの対象	第5章 株主・投資家と向き合う	第4章 IR情報を届ける相手を知ろう	第4章 投資家・アナリストの考え方を理解する

出典：佐藤（2015）、米山（2020）、高辻（2020）より筆者作成

各書とも概ね「経営とIR」「IRの概要」「IRの実務」「IRの組織運営」「IRの対象」といった5つの観点で体系化されている。簡潔かつ明確な構成であり、新任IR担当者がIR活動の全般を理解するには適している。基礎理論として十分な体系化と言えよう。ただし、IR活動の実務に既に携わっている担当者は、これらにやや不足を感じているように思われる。その理由としては三つ考えられる。第一に、体系化されている5つの観点が相互に排他的ではなく、また質が異なるものが並列しており、社内他部署や新任IR担当者に伝達することが容易でないためである。第二に、IR活動がそのように体系化される要因が不明であることである。第三に、IR担当者は既存の体系を厳密に適用してIR活動に関する問題解決をしているのではないということである。IR担当者は、変化する複雑な環境において、実践を進めながら状況や経験を振り返り、活動を適切に調整して洞察を深めるといった「省察的实践（Shōne (1983)）」を行っている。省察に資するものとしては、既存の体系に不足を感じているためと考えられる。

次節では、IR活動の再体系化の試みの第一段階として、IR活動の定義と性質を踏まえた体系化を行なう。

2.2 「IR」という言葉に含まれるIR活動の定義と性質

IR活動とは、「企業が資本市場に対し、投資判断に必要な企業情報を適時、公平、継続して説明し、対話する活動です。（中略）企業と投資家が建設的な関係を築くためのコミュニケーション活動です。（中略）企業にとっては経

営の一部であり、企業価値向上の拠点といえましょう。」と定義されている（佐藤, 2015）。このIR活動の定義から、図2-1に示す3つのインプリケーションが導き出される。第一に、IRとは企業と投資家とのコミュニケーションによって構築される「関係=リレーションズ」であって、「情報開示」や「投資家向けイベント」のみを指してはしないということである。コミュニケーションを通じて企業と投資家の関係を構築する活動は全てIR活動と言える（①）。第二に、企業と投資家との関係を「インベスター・リレーションズ」と表すということは、視座は企業側に置かれているということである。IR活動とは企業が主導権を持ち、主体的な選択のうえで行っている活動とみなされるということである（②）。第三に、IRが「関係=リレーションズ」という定義であり、それを決定づけるのは関係を結ぶ主体である企業や投資家、関係を取り巻く株式市場である。それらの性格が変化すれば、IR活動自体も当然に変化していくということである（③）。

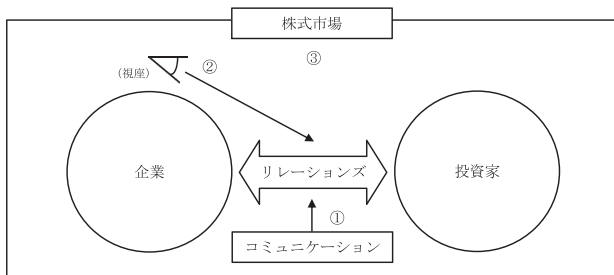


図2-1 「IR」という言葉に含まれるインプリケーション
出典：筆者作成

ここで、IR活動の再体系化として、図2-1に含まれる互いに排他的な要素である「企業」「投資家」「株式市場」を軸に置く。さらに企業と投資家の間で行われる「コミュニケーション」を加える。これらを「法・制度面」「経済面」「近年の傾向」について整理する。さらにIR活動を全般的に統括する「組織運営」に関する内容も加え、表2-3の通りに体系化する（以下「2020体系」）。

表2-3 IR活動の再体系化

1. 日本の株式市場について
(1) 株式の法的・経済的性質
(2) 株式市場参加者の特性、動向
(3) IRを取巻く法・制度（ハードロー）及びソフトロー
(4) 資本効率に関する動向
(5) ESG投資, SDGsに関する動向

2. 日本株の投資家について
(1) 資金動向
(2) 保有株式動向
(3) 投資スタイル
(4) 企業分析の手法
3. 自社の特性について
(1) 企業理念, Vision/Mission/Value, 社是等
(2) 中期（長期）経営計画
(3) 事業内容
(4) 財務状況
(5) 非財務への取り組み
(6) コーポレートストーリー
4. コミュニケーションについて
(1) IR活動のコミュニケーション手法
(2) DTPR (Desktop Presentation)
(3) プレゼンテーション, Q&A対応
5. IRの組織運営について
(1) IR活動の効果認識
(2) 組織評価, 人事評定, 人材育成
(3) IR活動の発展・強化について

出典：筆者作成

表2-1で示しているIR活動の基本書と比較して、カバーされている範囲が大きく変わってはいない。しかし「企業」「投資家」「株式市場」「コミュニケーション」を整理の軸としていること、「組織運営」を大項目としていること、「3 (6) コーポレートストーリー」「4 (2) DTPR」「5 (1) IR活動の効果認識」「5 (3) IR活動の発展・強化について」などを細かく触れていることが特色である。次節では、2020体系についてIR担当者に研修を行ない、有用性を確認している。

2.3 IR活動に関する研修実施

2020年9月から10月に掛けて、2020体系について東証第一部（当時）に上場している3社のIR担当者に対して研修を行い、事後にインタビューを行なった。いずれも国内機関投資家向けを中心としてIR活動を行っており、複数のIR担当者がIR活動に関して省察的实践を積み重ねている企業である。研修・インタビュー実施日・実施企業概要は表2-4の通りである。

表2-4 研修・インタビュー実施日・実施企業概要

	A社	B社	C社
研修・インタビュー実施日	2020/9/11	2020/9/16	2020/10/26
IR活動状況			
国内機関投資家向け	年2回（中間決算，本決算）決算発表後1週間後をめぐりにアナリスト・機関投資家向けに決算説明会を開催。	年2回（第2四半期・期末時），アナリスト・機関投資家向けに決算説明会を開催。取締役社長をはじめとした経営陣により，決算内容および将来の事業展開について説明を行う。	毎年，第2四半期決算後，本決算発表後に，アナリスト・機関投資家向け説明会を開催している。
海外向け	—	—	—
個人向け	—	—	年1～2回，実施している。
Webページ情報			
開示資料	決算短信，プレスリリース，有価証券報告書，株主通信，株主総会関連資料，アニュアルレポート，決算説明資料	決算短信，プレスリリース，有価証券報告書，株主の皆様へ，株主総会関連資料，決算説明資料	決算短信，プレスリリース，有価証券報告書，株主通信，株主総会関連資料，統合報告書，FACT BOOK，決算説明資料
主なIRページコンテンツ	社長メッセージ，中期経営経画，事業等のリスク，業績ハイライト，安全性，投資指標，株式基本情報，格付け，社債情報，ESGへの取組み，コーポレートガバナンス，情報開示基本方針	社長メッセージ，中期経営経画，業績の推移コーポレートガバナンス，株主・投資家と対話に関する基本方針	トップインタビュー，中期経営計画，株式情報，事業内容，市場動向，コーポレートガバナンス，財務・業績

出典：各社Webページ，CG報告書より筆者作成

表2-5 2020体系に関するコメント

項目	A社	B社	C社
IR活動の体系的整理について	<ul style="list-style-type: none"> 体系的整理は聞く機会があまりない IR活動について体系的に整理されたものはないと思っている IR活動を整理して理解するのに有益な書籍を紹介してもらえないか 上場企業の中には「株式を上場している意義」を見失っている企業が多いと感じている。「上場している意義」をIR活動の整理に加えると良いのではないかと 	<ul style="list-style-type: none"> 系統だったIR活動の整理は今までなかった IRの基本書でコミュニケーションについて触れられているものもないと思っている。気づかされるものがあった 	<ul style="list-style-type: none"> IR・PRという分野は言語で表現しにくいと感じている IR活動について体系的な本などはないと感じている。IRとは「そもそも何なのか」といった問いには答えられていないと思われる IR担当者が記した実務書はあるが，自社で成功した内容を記しているだけで，「なぜ上手いかわからないのか」といったことは書いていない
研修に対する評価	<ul style="list-style-type: none"> 体系的に整理されていると感じた 1回1.5時間の研修ではなかなか理解しきれない 	<ul style="list-style-type: none"> 今まで自分が行ってきた活動の位置付けがよく理解できた IRに関するスキル・知識で必要なものが良く分かった 	<ul style="list-style-type: none"> 全体として大変分かりやすい IRの要素が一つ一つ押えられていると思う 満足度の高い研修であった 研修としてはボリュームが多い。時間を分けて実施してもらいたい
IR活動の範囲	<ul style="list-style-type: none"> カバー範囲が大変に広いことを理解した 	<ul style="list-style-type: none"> 「IR対象を理解する」といった観点で，機関投資家や個人投資家の分析手法，証券アナリストの知識やファイナンシャルプランニングの知識が必要であることが理解できた 	<ul style="list-style-type: none"> IRに関する分野は全体をキャッチアップするだけでも大変である
本研修の体系的整理の活用イメージ	<ul style="list-style-type: none"> IRに関する項目だけでも整理して聞けたことは良かった 新任者がIR活動の全体感を身に付けるためには，このように整理して理解することが重要だと思う 	<ul style="list-style-type: none"> IR対象に自社を理解してもらうにはどうすればよいか示唆をもらったように思う 株式市場から厳しい意見が出ていることは経営陣に伝えているが，伝わっていたかは疑問が残る。コミュニケーション論の観点から見直してみたい 	<ul style="list-style-type: none"> IRの新任者や新任役員に向けて使いたい IRに関する分野は動きが早いと感じている。この研修は目安になる

研修後のインタビューにおいて、2020体系に対する各社のコメントは表2-5の通りである。

本研修においては「株式市場」「投資家」「企業」「コミュニケーション」を軸とし、「組織運営」を絡めてIR活動を説明したが、概ね高い評価を受けている。各担当者はIR活動を体系的に理解できたと感じた一方で、カバー範囲の広さやボリュームを改めて認識している。「本研修の体系的整理の活用イメージ」としては、新任者や新任役員に向けての研修で使用したい、コミュニケーション論の観点から見直してみたい、とのコメントが出るなど、今後の各社のIR活動の強化・発展に向けて一つの材料を提供できたと思われる。

一方で、「活用イメージ」として、「示唆をもらった」「目安になる」といったコメントがある通り、IR活動の省察的实践に資するには、もう一步の踏み込みを期待されていると考えられる。2020体系は、図2-1の③で表されている「IRは環境に合わせて変化していく」という特性を表しきれていない。IR活動を取巻く環境は絶えず変化しており、IR活動自体も変化の途上にある。次章では、IR活動の再体系化の第二段階として、「変化するもの」としての拡張を試みる。

3. IR活動の体系化拡張の方向性について

3.1 IR活動の体系化に求められる思考法

IR活動の省察的实践においては、IR担当者は、「一般的なIR活動」「一般的な企業と自社との違い」を見定め、自社のIR活動における問題を解決することが求められる。一般的なIR活動における活動対象の重要度は、概ね表3-1のようになっている。

表3-1 IR活動対象の重要度

大株主、親会社	銀行、生損保	海外機関投資家	国内機関投資家	個人投資家	アナリスト
●	●	●	●	●	●

(注) ●の大きさは一般的な企業における各対象の重要度を表す
出典：筆者作成

法的には、株主は企業の最高意思決定機関である株主総会の議決権を保有している。大株主・親会社は経営の方向性を左右しうするため、IR活動の対象として重要度が高い。銀行・生損保の株式保有割合は低く、融資元としての重要度は高いがIR活動対象としての重要度は低い。その他の投資家の重要度に関して、IR協議会（2021）において、「経営トップ（会長、社長、CEOなど）自らが参加・関与」しているIR活動の割合と主な対象は表3-2の通りになる。

表3-2 経営トップ（会長、社長、CEOなど）自らが参加・関与しているIR活動と主な対象

	割合	主な対象			
		海外機関投資家	国内機関投資家	個人投資家	アナリスト
本決算ないし中間決算説明会（*）	89.6%		○		○
来社対応或いは訪問によるワンオンワンミーティング（*）	50.4%		○		○
報道機関の取材対応（*）	49.8%		○	○	○
スモール・グループ・ミーティング（*）	44.9%		○		○
海外でのカンファレンスや投資家訪問（*）	33.5%	○			
個人投資家向けのイベント（説明会など。リモート参加、ビデオメッセージを含む）	31.4%			○	
証券会社などが主催する機関投資家向け説明会・施設見学会（*）	28.6%		○		○
経営戦略・研究開発・ESGの説明会やIR-DAYなどの目的を絞った説明会（*）	22.7%		○		○
株主総会後の懇親会や説明会	21.5%			○	
四半期決算説明会（*）	20.4%		○		○

(*) 電話会議、リモート会議を含む
出典：IR協議会（2021）より筆者作成

経営トップ自らが参加するIR活動は、その対象の重要度が高いと企業が判断しているということである。参加割合の高い活動の大半が国内機関投資家・アナリストに向けられており、重要度が高いとされている。海外機関投資家向けのIR活動の参加割合は33.5%と高くないが、活動を実施している企業が54.7%（IR協議会（2021））であり、実施企業の6割超で経営トップが自ら参加していることとなる。国内機関投資家と同等かそれ以上の重要度がある。個人投資家向けのIR活動には経営トップの参加割合は低く、やや重要度が下がると判断されている。

一般的なIR活動における発信情報の重要度は、概ね表3-3のようになっている。

表3-3 IR活動における発信情報の重要度

財務	戦略、経営計画	企業価値、資本コスト	ガバナンス	企業の社会価値	気候変動、人的資本
●	●	●	●	●	●

(注) ●の大きさは一般的な企業における各発信情報の重要度を表す
出典：筆者作成

IR活動における発信情報は大きく「財務情報」「非財務情報」に二分される。株式価値に直接影響する財務情報の重要度は高い。非財務情報の中では、将来の財務状態の目安となる戦略、経営計画は注目される。さらに、SDGsの浸透、ESG投資の拡大等により「企業の社会的価値」の重要性が高まるのと並行して、企業が重視すべき項目として伊藤レポート（経済産業省、2014）では「企業価値」「資本コスト」、CGコード（東京証券取引所、2015）では「ガバナンス」、再改訂CGコード（東京証券取引所、2021）では「気候変動、人的資本」と次々と挙げられており、企業にとって重要な非財務情報が増えてきている。

IR担当者は一般的なIR活動の対象・発信情報の重要度を把握するとともに、「なぜこのような重要度になっているのか」を理解して自社のIR活動について検討していくことになる。IR活動の体系化は、このような重要度の理解に資するものでなければならない。体系化に関して三中（2009）は、『対象物を「ある時空平面で切り取られた「断面図」のパターン」として捉える「ヨコ思考」と、対象物を「変遷系譜に沿って互いに「つなぐ」ことによって全体を体系化する」と考える「タテ思考」が、ともに重要な車の両輪である』としている。IR活動は環境に合わせて変化していく企業行動であり、「タテ思考」を取り入れて体系化を拡張するのが望ましいと考える。次節からは、日本におけるIR活動の歴史的変遷を概観し、「タテ思考」を取り入れて現状の一般的なIR活動を説明する。

3.2 株式保有状況、株式売買状況の推移

株主の議決権保有比率が高まればIR活動の対象としての重要度も高まることとなる。日本の株式市場全体における主な投資部門の株式保有比率の推移は図3-1の通りである。

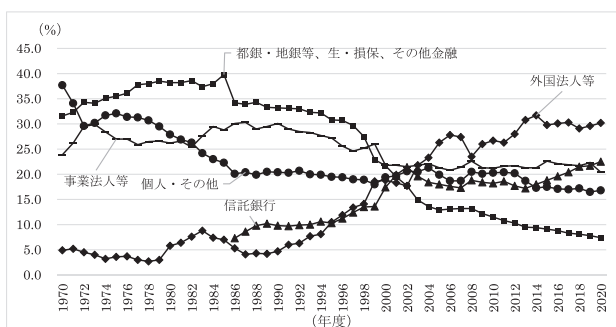


図3-1 主な投資部門の株式保有比率の推移

(注) 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる
出典：東京証券取引所（1970-2020）より筆者作成

1970年前後には、「都銀・地銀等、生・損保、その他金融」「事業法人等」「個人・その他」が各3割程度を占めていたが、徐々にそれらは保有を減少させている。1990年代からは

「外国法人等」や「信託銀行」が比率を増加させている。IR活動の対象としての重要度も保有比率に即して前者は低下し、後者は上昇している。

投資家は株式の売買を行ない、企業は株価・出来高の変化を通じて資本コストや企業価値が変化することとなる。IR活動により投資家からの支持を得れば、資本コスト低減、資金調達の可能性増加や経営改善を通じて企業価値を向上させる可能性がある（荒竹、2015）。企業にとって、株式売買シェアが高い投資部門は株価・出来高への影響も大きく、IR活動の対象としての重要度も増すこととなる。主な投資部門の株式売買シェアの推移は図3-2の通りである。

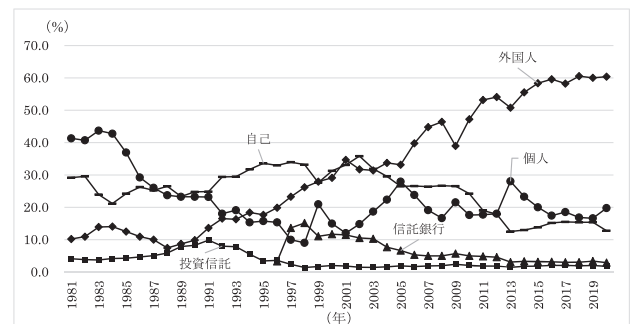


図3-2 主な投資部門の株式売買シェアの推移

(注) 1995年以前の信託銀行は都銀・地銀等に含まれており、本図では省略している

出典：東京証券取引所（1981-2020）より筆者作成

株式売買シェアとしては外国人が1990年代後半から一貫してシェアを伸ばしており、IR活動対象としての重要度が高まっていることがうかがえる。また個人のシェアは上下しつつも20%前後で推移しており、IR活動の対象として一定の考慮が必要であることが示される。

3.3 日本におけるIR活動の歴史的変遷

1960年代からはじまった日本企業のIR活動を、田中（2004）は以下のように「第1ステージ」「第2ステージ」と整理している。

第1ステージ—形からのIR

ソニーは、1961年に米国でADR（American Depositary Receipt、米国預託証券）を発行し、米国SEC（証券取引委員会）の規則に基づいた情報開示を行っている。（中略）ホンダは1962年にADRを発行し、1977年にNYSEに上場し、その年の9月にIR担当者がニューヨークに赴任し、IR活動を実行していった。（中略）イトーヨーカ堂は、（中略）1977年には米国において転換社債（CB）を発行していることもあって、SEC基準の情報公開を行ってきた。（中略）

このような先駆的企業のIRへの関心と、IRの実践はきわめて例外的であった。大多数の企業にとって1980年代までの企業財務は、メインバンク制の下、株式市場からの資金調達は限定的なものであったといえる。（田中，2004）

第2ステージ—IRの本格化

IRが企業財務を明確に意識した実践を伴うようになるのは、わが国においては1990年代半ば以降のことである。（中略）

外国人機関投資家のプレzensの増大は、わが国のIRおよびIRの実践に対してきわめて大きなインパクトをもたらした。外国人機関投資家は、①企業の業績および財務内容などのファンダメンタルズ重視の投資を行い、②特に米国機関投資家は、米国企業に対してとったコーポレート・ガバナンスの要求と同じ要求を日本企業に突きつけはじめたのである。（中略）

外国人機関投資家の日本企業への投資の増加は、企業経営者の株主を意識した経営への変質と、企業財務活動への本格的取組みを促進させてきた。（田中，2004）

田中（2004）の区分が、「株式市場」「投資家」「企業」の変化を受けたIR活動の変化を時系列的に把握していることが見て取れる。この区分を延長すると、IR活動の「第3ステージ」はアベノミクス以降の時期と言えよう。アベノミクスの「第一の矢」である金融政策によって株価が回復してエクイティファイナンスが再開したことに加え、2013年6月に策定された「日本再興戦略」においてCG改革が大きな柱として掲げられた。その方針に基づいて金融庁、経済産業省、東京証券取引所から日本版スチュワードシップ・コード（以下「SSコード」）、伊藤レポート、CGコード、価値協創ガイダンスなど株式市場参加者に様々な形で施策が提示された。いずれも企業と投資家の建設的対話を進めてガバナンスを強化し、企業価値を向上させることを目標としている。「コーポレートガバナンス改革元年」と呼ばれた2015年を挟んで、日本企業のIR活動に対する意識は変化し、投資家との建設的対話は深まりつつある。2017年以降には、SSコード、伊藤レポート、CGコードが順次改訂され、企業価値を向上させるような建設的対話がさらに求められている。政府の成長戦略に基づいて一貫したCG改革が長期に持続し、IR活動を変化させている。

第3ステージのIR活動は、ESG投資やSDGsへの意識が強まっていることも特色である。機関投資家や個人投資家の意識の高まりにより、社会貢献を行っていることをしっかりと情報発信することが企業に求められている。第2ステージまでは財務に関する情報発信が中心であったIR活

動だが、非財務に関する情報発信の比重が大きく高まったのが第3ステージと言えよう。さらに、2020年初頭から全世界にまん延した新型コロナウイルスは、対面でのコミュニケーションは一時ほぼ不可能となるなどIR活動においても大きな影響を与えている。図3-1に示されている通り、「株式市場」「投資家」「企業」に合わせて「コミュニケーション」がIR活動を規定する一つの要素であることが改めて確認された。

3.4 一般的なIR活動の変遷

IR活動のステージに沿って、IR活動の対象に関する重要度がどのように変化してきたかを示すと表3-5の通りとなる。

表3-5 IR活動対象の重要度の変化

対象	大株主、親会社	銀行、生損保	海外機関投資家	国内機関投資家	個人投資家	アナリスト
第1ステージ前	●	●			●	
第1ステージ	●	●	●	●	●	
第2ステージ	●	●	●	●	●	●
第3ステージ	●	●	●	●	●	●

（注）●の大きさは一般的な日本企業における各対象の重要度を表す
出典：筆者作成

大株主、親会社は株主総会における議決権を多く保有している。企業は深い関係を構築して支持を得ることが必要である。IRのステージに関わらず重要な対象ではあるが、特に第3ステージにおいては、大株主、親会社についてもCGの観点から政策保有株式の保有の意義を説明することが求められたり、上場子会社について売却あるいは100%子会社化の判断を求められたりしている。IR活動の対象としてしっかりとコミュニケーションが求められている。

銀行、生損保については株式保有を徐々に減らしている。高度経済成長期にはメインバンクおよび大株主として企業に影響力のあった銀行は、バブル経済崩壊による株価下落、経済成長鈍化、不良債権問題などにより保有株式の売却を進めており、IR活動対象としての重要性は低下している。企業年金受託やグループ保険契約締結との見合いの形で株式保有を行なった生損保も、株価変動のリスクを低減するために株式売却を進めている。アクティブ系株式投資についてはアセットマネジメント会社に委託する生損保も増えている。エンゲージメントの観点から株主総会で会社提案に反対票を投じる割合は高まっているが、IR活動における重要性は低下している。

機関投資家としては、大企業が海外（主に米国）の株式

市場から資金調達を行ない、海外機関投資家に対してIR活動を開始したのがIR活動の第1ステージの始まりとなった。やがて海外機関投資家が日本株市場での売買や保有を増やすことでプレゼンスが高まってきた。海外機関投資家に牽引される形で国内機関投資家やアナリストの層が徐々に拡大し、投資手法も洗練され、IR活動の対象としても重要度を増していった。

個人投資家は、第二次大戦後の財閥解体に伴って株式が放出されたことの受け皿となり、保有・売買とも高いシェアとなっていた。しかし個人投資家の売買は証券会社の営業施策に左右されており、積極的なIR活動の対象ではなかった。その後バブル経済とその崩壊を経てシェアを落としていった。個人投資家がIR対象として重要度を増すのは第2ステージである。終身雇用・年功序列制度によって守られていた雇用者所得は不安定さを増し、少子高齢化の進展によって社会保障財政は悪化した。家計のライフプランニングは行き詰まりを見せ、再び株式市場に個人投資家の資金が流入するようになって企業としてもコミュニケーションを取る必要が高まった。

表3-3では、IR活動の対象について、IR活動のステージの変遷と合わせて整理した。しかしこれはあくまで一般的な企業における整理である。個別企業にとってのIR活動の重要度はそれぞれに異なる。IRに関する戦略を立案するときには、自社の株主構成を分析し、さらに自社株式の株価・出来高などを観察して重要度を見定めることが求められている。

続いて、IR活動における発信情報の重要度の推移は、表3-6のようになる。

表3-6 IR活動における発信情報の重要度の変化

情報 ステージ	財務	戦略、 経営計画	企業価値、 資本コスト	ガバナンス	企業の 社会価値	気候変動、 人的資本
第1ステージ前	●					
第1ステージ	●	●				
第2ステージ	●	●		●	●	
第3ステージ	●	●	●	●	●	●

(注) ●の大きさは一般的な日本企業における各発信情報の重要度を表す
出典：筆者作成

発信情報の基本としては、IR活動のステージに関わらず財務となる。投資判断のベースとなる情報であるため、決算実績の振り返りや、次期業績予想の根拠などを明確に示すことが求められる。

第2ステージにおいて国内外機関投資家やアナリストのプレゼンスが高まるにつれ、企業の戦略や中期経営計画についての説明を求められるようになった。機関投資家やア

ナリストは、将来の利益やキャッシュフローの流列から現在の企業価値を計算し、目標株価の算定を行なって投資判断の一助としている。企業価値を計算するに際して、企業の戦略や中期経営計画の妥当性・実現性を判断するようになっている。そのような企業価値計算に伴う情報の提供がさらに求められるようになったきっかけは、伊藤レポート（経済産業省、2014）である。同レポートでは、「ROE8%」と上場企業がめざすべき資本効率を明示した他に、資本コストに対する意識を高めるように促している。

海外機関投資家は第2ステージにおいてプレゼンスを高め、日本企業に対しても高いレベルのガバナンスを要求し始めたため、発信情報としてガバナンスの重要度が高まっている。またガバナンスに対する考え方として、第3ステージではアベノミクスにおいて「攻めのガバナンス」が要請されている。企業価値、資本コストを情報発信し、投資家などと建設的対話を深めることが求められている。

企業の社会価値に関する情報発信の要請も第2ステージから強まっている。社会的な貢献については、1990年代から経団連が提唱している「1%クラブ」や「メセナ」などで各社が意識するようになり、2000年代に入ると「CSR」といった概念も導入されている。リーマンショックにより一時その意識は後退するも、2015年には国連においてSDGsが採択され、ESG投資の拡大と相まって企業の社会価値に関してコミュニケーションを行なう必要性が高まっている。

第3ステージにおいて重要性が高まっているのが気候変動、人的資本に関する情報発信である。2021年のCGコード改訂によってプライム上場企業に対して気候変動の影響に関して開示することが要請されている。さらに、企業価値に占める無形資産の割合が増加してきたことにつれ、人的資本に関する開示の要請も高まっている。

これらの情報発信については、「IRの対象」とは異なり、企業によって要求される水準にあまり差がないということがある。CGコードでは適用される範囲が異なるなど差があるが、投資家などのステークホルダーの観点からは、特に企業によって差異を認めるわけではなく、いずれの企業も対応が必要となる。

このように、ステージの推移とともに現在のIR活動の成り立ちを説明することができる。今後もIRの要素である「企業」「投資家」「株式市場」「コミュニケーション」を取巻く環境変化の見極めが重要であることが示唆される。

4. IR活動の体系化の拡張案

4.1 IR活動の体系化の拡張

IR活動の変遷を2020体系に加味して拡張すると、表4-1の通りになる（以下「2022拡張体系」）。

表4-1 IR活動の体系化の拡張案

1. IRとは何か
(1) IR活動の定義と性質 (2) 日本におけるIR活動の歴史的変遷
2. 日本の株式市場について
(1) 株式の法的・経済的性質 (2) 株式市場参加者の特性、動向 (3) IRを取巻く法・制度（ハードロー）及びソフトロー (4) 資本効率に関する動向 (5) ESG投資、SDGsに関する動向 (6) 政策と株式市場について
3. 日本株の投資家について
(1) 資金動向 (2) 保有株式動向 (3) 投資スタイル (4) 企業分析の手法 (5) 今後の日本株投資家の動向
4. 自社の特性について
(1) 企業理念、Vision/Mission/Value、社是等 (2) 中期（長期）経営計画 (3) 事業内容 (4) 財務状況 (5) 非財務への取り組み (6) コーポレートストーリー (7) ステークホルダー主義の動向
5. コミュニケーションについて
(1) IR活動のコミュニケーション手法 (2) DTPR（Desktop Presentation） (3) プレゼンテーション、Q&A対応 (4) 非対面コミュニケーションによるIR活動
6. IRの組織運営について
(1) IR活動の効果認識 (2) 組織評価、人事評定、人材育成 (3) IR活動の発展・強化について

出典：筆者作成

注：下線は2020体系から付加した部分

2020体系と比較して、2022拡張体系では付加した点が二つある。第一には「1 (1) IR活動の定義と性質、(2) 日本におけるIR活動の歴史的変遷」といったように、IR活動の定義と性質、歴史的変遷を強調している点である。IR担当者は、一般的なIR活動の成り立ちを理解することができる。自社のIR活動がなぜそのような形となっているかについても理解を深めることができるだろう。第二に、「2 (6) 政策と株式市場について」「3 (5) 今後の日本株投資家の動向」「4 (7) ステークホルダー主義の動向」「5 (4) 非対面コミュニケーションによるIR活動」といった項目を付加している。一般的なIR活動がどのように変化していくかを整理している。

「2 (6) 政策と株式市場について」においては、近年の法・

制度の変遷を示している。終身雇用・年功序列制度の崩壊、社会保障財政の悪化により、家計の「自助」の必要性が高まった。一連のCG改革や、NISA、iDeCoの拡充、東証市場構造改革など、株式市場に対して各種の政策が推し進められている。社会の動向に合わせて、今後も各種の政策が打ち出され、株式市場およびIR活動の環境に影響を与えるものと思われる。

「3 (5) 今後の日本株投資家の動向」では、予想される日本株投資家の動向を示している。日本の家計は2022年3月末時点で1,088兆円の現金・預金を保有しており（日本銀行（2022））、その資金は個人投資家として、あるいは国内機関投資家を経由して徐々に株式市場に流入するであろう。海外機関投資家の日本株投資の動向は国内外の株価水準や為替水準によって大きく左右されるが、世界における日本経済のプレゼンスが低下すれば、資金は流出していくものと考えられる。いずれもIR活動に大きな影響を与えると考えられる。

「4 (7) ステークホルダー主義の動向」としては、株主至上主義に基づいて第二次世界大戦後の世界経済を牽引した米国が、2019年のビジネスラウンド・テーブルの声明に見られる通り、ステークホルダー主義に移行してきている。株主・投資家と他のステークホルダーとの間には利害が対立する場合もあり、ステークホルダーの一つでしかない株主・投資家との関係を企業がどのように構築するかは影響を受ける。

「5 (4) 非対面コミュニケーションによるIR活動」においては、コロナ禍により非対面コミュニケーションが急速に拡大したことでIR活動が変化し、かつ企業のIR活動の巧拙にも変化が出てきていることを示している。一方で対面コミュニケーションの復活の兆しもあり、企業が今後どのような手法でどのように情報を発信するかは各社で検討する必要がある。

2022拡張体系では、過去から現在あるいは現在から未来といった「タテ思考」を取り入れている。一般的なIR活動がどのようになるかを把握することで、自社のIR活動の省察的実践が推し進められると考える。

5. 結論と今後の課題

5.1 結論

IR活動は実践が主となる企業活動である。決算は四半期ごとにやってくる。機関投資家や個人投資家からの問い合わせは引きも切らない。CGやSDGsなど新たにカバーしなければならない分野も多い。社内他部署の協力を仰いだり、新任IR担当者を育成したりすることも急務である。実践に際して既存のIR活動の体系を参照することも多いだろうが、IR活動は実施する企業数が限られており、実践や体系化の蓄積は少ない。省察的実践に資するような体

系化が十分に積み重ねられていない可能性がある。

IRを取巻く環境は、さらに加速して変化しているように思われる。例えば企業の環境に対する取組みについては、2000年代半ばから拡大したESG投資は、機関投資家のみならず個人投資家の株式の銘柄選択にさえ活用されるようになってきている。2020年前後からは環境オンブズマンなどが環境に関する事柄について株主提案を行ない、企業経営に直接の影響を与えるようになってきている。岸田内閣は2022年の骨太の方針において「資産所得倍増」を掲げており、NISA（少額投資非課税制度）やiDeCo（個人型確定拠出年金）の拡充が進むと考えられる。また「ウイズコロナ」への移行も進みつつあり、非対面コミュニケーションの経験が積み重なるとともに、対面コミュニケーションへの揺り戻しも起きつつある。IR担当者にとっては、環境の変化を踏まえたIR活動の実践がますます求められてきている。

本稿では、IR活動について有用性を備えつつ再体系化することを試みた。既存の体系化を「企業」「投資家」「株式市場」「コミュニケーション」の4つの軸および「(IR部門)組織運営」で2020体系として整理しなおし、IR担当者への研修・インタビューを行って有用性を確認した。さらに近年の人的資本や気候変動に関する情報の要請の高まりやコロナによるコミュニケーションの変化を受けて、「タテ思考」を取り入れて2022拡張体系を策定した。環境が激変しているIR活動の体系化として、省察的実践を行なうIR担当者に新たな指針を提示していると考えられる。

5.2 今後の課題

IR活動を再体系化した2020体系については、IR担当者への研修・インタビューを通じて有効性が認められた。さらにブラッシュアップを進めたい。2022拡張体系においては、部分的には研修に用いてはいるものの、2020体系にて行ったのと同様に、複数の企業に対してまとまった形で研修を実施し、インタビューを行なうといった検証は行っていない。企業に対しての提示・説明を繰り返し、IR担当者や経営陣の反応の事例を取り込むことで、より企業が効果認識を進められるように精度を高めることが今後の課題と考える。

IR活動に求められる領域は拡大している。しかし、日本IR協議会（2020）によれば、IR専任者の人数は減少している。IR活動の体系化により、他部署の協力を仰ぐことおよび生産性を向上することの必要性は高まっている。

2022拡張体系がその一助となることを望む。

謝辞

本研究に当たり、適切な助言を賜り、ご指導頂いた社会構想大学院大学コミュニケーションデザイン研究科の柴山慎一教授に深く感謝申し上げます。

注

- 1) 2020年3月4日調べ。「IR」の略語を使用する言葉として、「Institutional Research（大学機関調査研究）」「Integrated Report（統合報告書）」「Integrated Resort（統合型リゾート）」「Infrared（赤外線）」「イリジウム」「Immunoreactive（免疫活性）」などがある。「IR」の単語で図書を検索するとこれらの言葉もピックアップしてしまい、外形的に判断する方法がないため、個別に内容確認の上で判別している。また「広報」の単語で検索したときも、「〇〇（地域名）広報」といったタイトルの自治体広報誌などがピックアップされるため、こちらも個別に判別の上で除外している。

参考文献

- 荒竹義文（2015）「無形資産としてのIR活動効果に関する一考察」『インベスター・リレーションズ9』, pp. 27-44
- 中央教育審議会（2016）『個人の能力と可能性を開花させ、全員参加による課題解決社会を実現するための教育の多様化と質保証の在り方について（答申）』
- 川山竜二（2021）「実務家教員とは何か」, 実務家教員COEプロジェクト編『実務家教員の理論と実践』, 社会情報大学院大学出版部, pp. 10-22
- 経済産業省（2014）「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書（伊藤レポート）
- 三中信宏（2009）『分類思考の世界』, 講談社
- 日本IR協議会（2020）『IR活動の実態調査』
- 日本銀行（2022）『資金循環統計（2022年第1四半期）』
- 佐藤淑子（2015）『IRの成功戦略』, 日本経済新聞社
- Schön, D. A. (1983) *The reflective practitioner: How professionals think in action*. New York: Basic books. (= 2007, 柳沢昌一・三輪建二監訳『省察的実践とは何か—プロフェッショナルの行為と思考』, 鳳書房)
- 高辻成彦（2020）『IR戦略の実務』, 日本能率協会マネジメントセンター
- 田中襄一（2004）「IRの発祥と展開」, 遠藤彰郎・岡田依里・北川哲雄・田中襄一編著『企業価値向上のためのIR経営戦略』, 東洋経済新報社, pp. 2-19
- 東京証券取引所（1970-2020）「株式分布状況調査」
- 東京証券取引所（1981-2020）「投資部門別株式売買状況（金額ベース）」
- 東京証券取引所（2015）『コーポレートガバナンス・コード』
- 東京証券取引所（2021）『コーポレートガバナンス・コード（2021年6月版）』
- 米山徹幸（2020）『新版 イチから知る！ IR実務』, 日刊工業新聞社

A Study on Systematization of IR activities

Yoshifumi Aratake

Abstract

In recent years, listed companies have been required to strengthen their IR activities. IR officers need to systematize and communicate the IR activities to seek cooperation from other departments within the company and to train new IR officers, but they seem to feel that there are shortcomings in the existing systematization. Therefore, based on the definition of IR activities, I have re-systematized them around “stock market,” “investors,” “company,” and “communication,” and have added “organizational management.” The effectiveness of this systematization was confirmed through training and interviews to IR officers. To further enhance the effectiveness of the new system, I added the transition of general IR activities at each stage of IR to the system so that IR officers can obtain suggestions for the future direction of IR activities.

The environment surrounding IR activities is changing at an accelerating pace, and there is a growing need for a system of IR activities that is more conducive to reflective practice by IR officers. The new system should be further refined through training and interviews to IR officers.

Keywords: Investor Relations, Disclosure, Systematization, Reflective Practice, Training