

地方債を巡る環境変化 ～ I R 活動の現状から～

第1部 I R とは何か

講師 株式会社 U F J 総合研究所 経営戦略本部

I R コンサルティング室長 石田 徹 氏

◆ 略 歴

1979年 大阪大学経済学部卒業、同年日興証券株式会社入社。株式会社日興リサーチセンターにて日本証券アナリスト協会検定会員として、企業・産業調査分析に携わる。さらに経営戦略・マーケティング戦略等企画立案実施も。法人資金運用調達業務等インベストメントバンカー。日本ファイナンシャルプランナーズ協会会員でもある。
2000年 株式会社三和総合研究所（現・株式会社 U F J 総合研究所）入所 現職。



第2部 地方自治体と I R 活動

講師 株式会社 U F J 総合研究所 経営戦略本部

I R コンサルティング室 チーフコンサルタント 天野 慎史 氏

◆ 略 歴

1984年 東北大学大学院理学研究科卒業、メーカー勤務を経て日興証券株式会社入社。引受審査部で未公開企業の公開審査、既公開企業のファイナンス引受審査等に従事。その後、株式会社日本格付研究所で企業・債券等の格付けの分析業務に携わる。
2000年 株式会社三和総合研究所（現・株式会社 U F J 総合研究所）入所 現職。



第3部 ミニ公募債と地方債共同発行

～住民・投資家への I R の観点から～

講師 株式会社 U F J 銀行公共法人部 調査役 伊藤 雅俊 氏

◆ 略 歴

平成3年3月 東京大学卒業
平成3年4月 株式会社三和銀行に入行。
平成10年4月 株式会社三和銀行麹町支店支店長代理
平成11年4月 業務推進部部長代理
平成12年8月 公共法人部調査役
平成14年1月 株式会社 U F J 銀行公共法人部調査役、現在に至る。



第1部 I R とは何か

I R とは何か

はじめに、ご出席の皆さんの挙手を願いつつ、皆さんの意識のレベルをまず確認させていただこうと思います。“I R”という言葉自体を知っていらっしゃる方は4分の1強ぐらいいら

っしゃるのですね。

私は、実は I R については5年ほど前まではまったく関心がありませんでした。そういう人間が、なぜ、ここでお話をしているかということですが、私はもともとリサーチアナリストという仕事を長くしておりました。企業の分析を

し、企業評価をすることにより、その企業の株式を買う買わないを判断するという仕事ですので、常にアナリストの目線で企業を長く見てまいりました。そこで、アナリストなどの投資家の目線というのは、とても大事だという話をこれからしたいと思っています。

今、ご確認させていただきましたように、4分の1の方はI Rについてはご存じですが、おそらくいろいろなレベルの差があるかと思います。

PR（パブリック・リレーションズ）と

I R（インベスター・リレーションズ）の違い

皆さんは、テレビ、雑誌等のメディアを通じてPRという言葉をつぶご存じだと思いますが、このPRとI Rというのはまったく違うものです。

PRの対象は不特定多数で、一方、I Rの対象は株主や投資家という特定の人々です。対象が不特定なのか、特定なのかという違いがあることが1点目です。

2点目の違いですが、PRは、自社商品やサービスの広報活動というもので、I Rは企業（発行体）の価値を適正に評価される活動です。地方債にとってのI R活動は何かというと、今は発行価格にほとんど差はないわけですが、将来的にわたって発行コストが上がる、あるいは流通コストが上がる。投資家にとっては利回りが高くなる。当然リスクの低いものに対してはリターンが低い、リスクの高いものはリターンが高いというのは原則です。ですから、ここでしっかりと自分たちの情報を発信し、投資家がリスクを認識してもらえれば、当然、発行体にとって非常に条件は良くなるということで

す。地方債のI Rというのは、投資家に発行体の価値を適正に評価されるための活動だということです。

実は、企業の世界でも、企業価値が適正に評価されていません。だから、我々I Rコンサルティングはこれを支援する仕事をしています。もっとわかりやすく言いますと、皆さんは、高額のものをお買いになるときにパッとお買いになることはないと思います。よく吟味されます。あるいは、車をお買いになるときも、特定の車種が決まった場合でも、どこで買えば安いのか、サービスはどこがいいのかを吟味されると思います。同じことなのです。何かを買おうとしたときに、それが自分にとって適正なのかどうか、よいのかどうかを判断するわけですが、そのときの材料、コンテンツ、内容、これが「適正に評価されるための活動」に含まれるのです。

I Rには大きく2通りあります。1つは、企業が発行するいわゆる株式（エクイティー）という部分のI Rです。債券（ボンド）です。もう1つの債権、いわゆる債権管理の債権があります。よくテレビで債券という言葉がテロップで流れたときに、あとで訂正（債権→債券）が出ます。ここで話するのは株式や債券です。

I Rのインベスターは投資家ですから、投資家向けのリレーション活動です。企業が株主や投資家に対し、投資判断に必要な情報を、適時、公平、継続して提供する活動全般ということです。実はこれは、企業でも、適時、公平、継続して必ずしもできていません。まだまだ不十分な点がたくさんあります。一方、これによって何がよくなるのか、何が悪くなるのか。企業はI R活動を通じて投資家等と意見交換することで、互いの理解を深め、信頼関係を構築します。

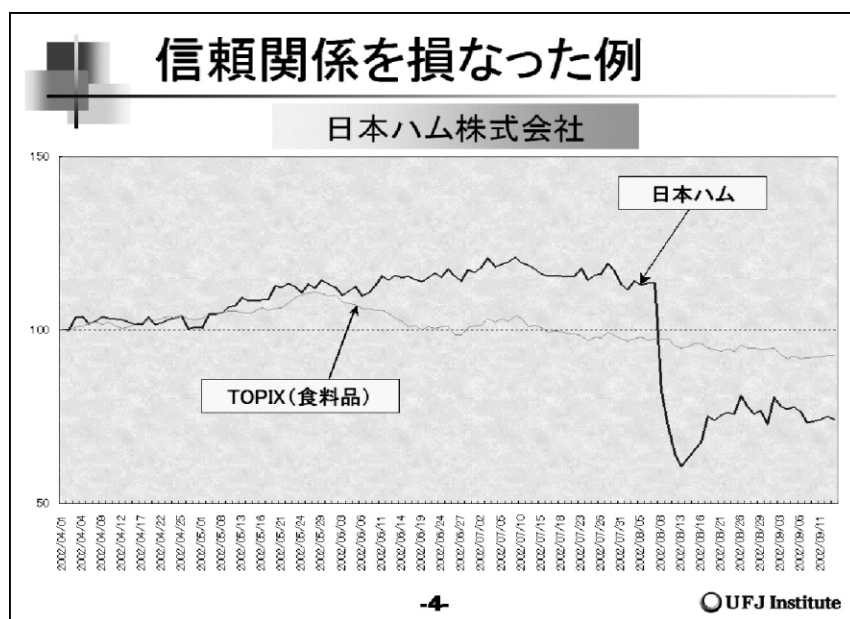
私はもともと企業を分析し、その会社に投資するかどうかということを長くやってきました。そのときに、企業に信頼をおけないというケースが結構ありました。そのときにはどうするかといいますと、最初からその企業を投資対象にしなかったということです。同じことが債券でも言えます。企業から発行される情報が非常に限られていたり、あるいは、自分の欲しいものが得られなかったらどうするかということなので、要は、買わないということです。ということで、I Rは信頼関係を構築し、いわゆる資本

市場というマーケットで評価を得ることなのです。評価はどういうことかということ、正しい評価を得られれば流通価格は当然上がり、債券の流通価格で95円なら96円になるかもしれないし、97円、98円になるかもしれない。これがI Rという活動です。もともとアメリカで行われてきた活動です。

信頼関係を損なった事例

株式をおやりになられた方はわかりやすいと思いますが、日本ハムのケースです（図表1）。表で細い線は、日ハム、雪印などの食品株式を

図表 1



全部ひとまとめにして、チャートに落としこんで、その流れをとったものです。2002年4月1日を100として、今はどうなっているかを見たものです。今は、平均的には80ぐらいです。一方、日本ハムは7月末時点まではその線よりも上回っています。これは高い評価を得ているという意味なのです。この辺で140になっています。株価は大変高い値段をつけています。ところが、偽装を認めたという事件がありまして、その時

点から急激に下がっています。なぜかといいますと、投資家の信頼を失ったのです。

投資家は信頼を失ったらどうするかというと、その株や債券を持ってられないのです。持っている責任が負えないからです。なぜかということ、投資家は、自分のお金を運用している人は、少しはいるのですが、実際問題として人からお金を預かって運用させていただいています。そうすると、お金を預かっている方を買った説明

をしなければいけないのです。なぜ、日本ハムを持っているのですかという話になるのですが、こういう事件が起こったために日本ハムは今後どうなるかわからないということになりました。結局、持っているわけにはいかないから売り投げていって、即ち株価は下がっていった、水準で言いますと100から40ぐらいに大きく下がりました。債券で言いますと、流通価格が下がるということです。91円、90円、87円まで下がりました。

日本ハムは一方で債券を発行していました。S B（ストレート・ボンド＝普通社債）といいます。これは地方債と同じです。日本ハムはこのときいくらになったかといいますと、流通しています国債の利回りに対してスプレッド（2つの証券の金利差）というのですが、2%乗せても買い手がつかなかったのです。この低金利の時代で2%乗せても売れない。どうなったかといいますと、5~6%でやっと値がついて売買されました。ということは、日本ハムの社債を買えば金利は5%以上になったのです。でも、日本ハムはどうなるかわからないというハイリスクがあります。ただ、日本ハムはこのあと値が戻っています。それは、投資家が会社はつぶれないと見たからなのです。なぜかという、我々消費者が直接買うというケースよりは業者向けが比較的多かったから影響が小さく、このような動きになったと思います。

このような事態が起こったときに、日本ハムは電子メールで、私のようなアナリストとか運用担当者（ファンドマネージャー）に、今回のこの事態についてはこのようになりましたということを送りました。ところが、それだけでは情報が不十分だったものですから、投資家から

問い合わせを逆にされることになりました。そこで、十分な回答を発信できなかったのです。投資家は十分な情報を得られなかったのでこのような動きになったわけです。

ずいぶん昔の話で、参天製薬で目薬に異物混入という事件があったのをご記憶はございませんか。あのとき、株は同じような動きになると思われたのですが、参天製薬がすごかったのは、ほとんど株価が下がるという動きはなく、事件前と同じように動きました。それは、すぐ会社側が動いて、自分たちの被った損失や情報をすべて開示していくことによって信頼関係を損ねることをしなかったからです。例えば、雪印の社長のケースで「私は寝ていないんだ」という話がありましたが、あのとき投資家は愕然としました。

もう1つ、三井物産の例を挙げています。同じように、例の事件で信頼を損なったケースです。

まさに情報をきちんと出せば、投資家は心配しないということなのです。要するに信頼関係、これが最も大事なことです。I Rというのは、投資家の間で常に情報のやりとりをして、自分たちのことを理解してもらうという活動をしつかりやりましょうということなのです。これをやるかやらないかで大きな差が出てきます。

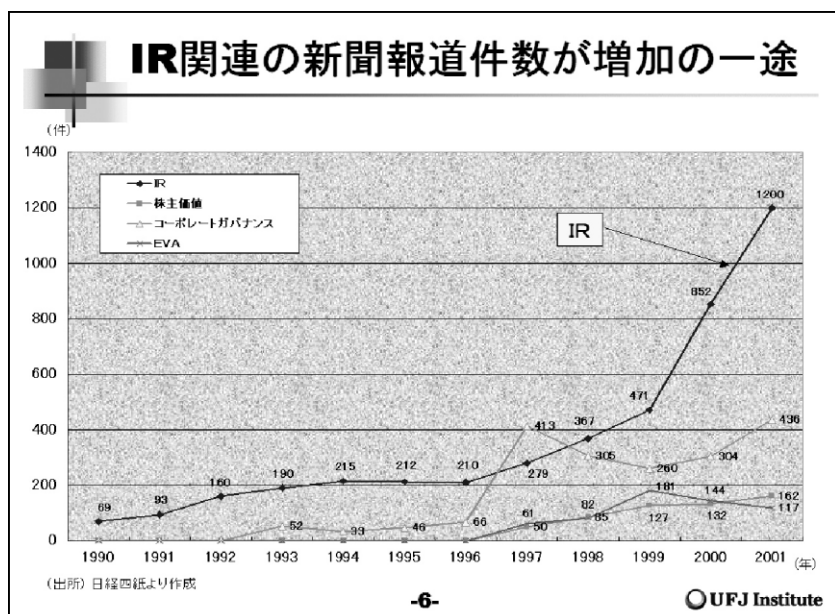
日本でI Rという言葉が出てきてから、まだ16~17年ぐらいしかたっていないのです。ここでご覧いただきたいのは、いわゆるI Rという言葉が、「日経流通」「日経新聞」「日経産業」「日経金融」という4紙の中で、96年まではそんなに数は増えていないのですが、97年から急に増えてきて、去年は1,200件です。ということは、1日4件ぐらいは必ず新聞に出ているとい

うことです（図表2）。

では、皆さんと多少なりともかかわりのある
地方債のIRについてはどうなのかというと、

去年までは年間に2件、3件、0件というよう
なケースでした。ところが今年はもう30数件あ
ります。ということは、地方債とIRに関して

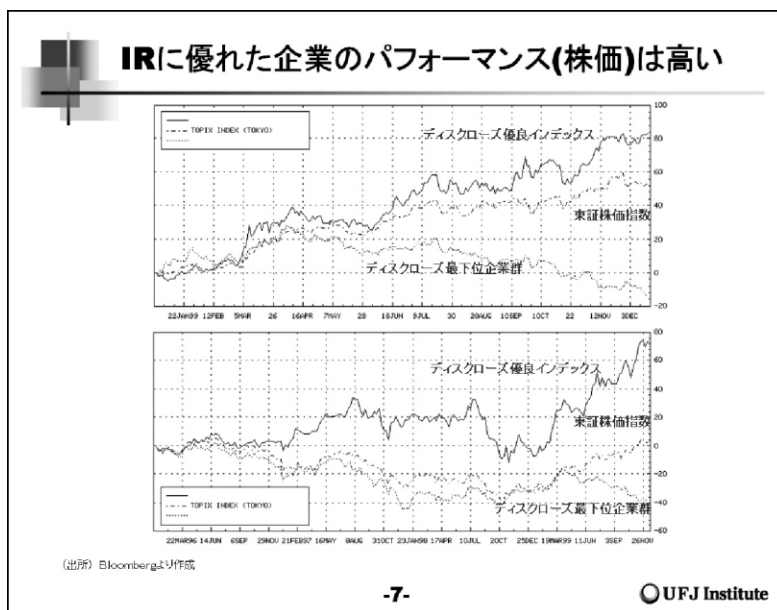
図表2



いいますと、今年は非常に報道件数が多いとい
うことです。今年件数が急激に膨らんでいると
いうことは、地方債IRの元年と言えるのです。
なぜ、こんなことをくどくど言うかといいます
と、IRをしっかりやるかやらないかによって、地方債の将来の発
行価格、流通の利回りに格差が出
てくるからです。

みたものです（図表3）。こんなに大きく差が
ついています。これは株価の例です。債券では
逆の動きになります。悪い企業は、債券でいう
と流通の価格が下がる、投資家にとっては利回

図表3



IRに優れた企業

東証株価指数は、よく新聞でも
報じられています。今日の日経平
均はいくら、トピックスはいくら
とかいいますが、これはディスク
ローズ（情報の開示）で信頼関係
を築いた会社とあまり築けなかつ
た会社を、99年を100として挙げて

りが高くなります。要は、I Rをやるかやらないかもそうですが、優れているか優れていないかで、こういう差が出るということなのです。これは現実に実証されています。これが実は大きな差です。

では、I Rを決めるものは何なのか、株価を決めるのは何かということです。ここで3つ挙げています。

1つめは、企業の場合もそうですが、ここずっと不祥事が続いています。日本ハムの場合は、会長、社長が解任されました。株価を決めるときには、トップそのものが方針を決めてしまうということがあるのです。ですから、地方債でいいますと、静岡県石川知事はトップ自ら出られてこの発信をされていらっしゃるわけです。2つめは、エクイティー、株の話です。会社のストーリー、即ちメッセージを投資家の人たちにしっかりと開示して伝達するという作業があります。3つめは、ブランド（企業）です。

では、地方債はどうかといいますと、3つめは格付けです。では、1、2は何かというと、この2つを併せ持ったクレジットストーリーをしっかりと作っておかなければいけないわけです。具体的に、財面の健全性です。それから地域の活性化の度合い、あるいは地域の独自性です。うちは他と違うという「一村一品運動」がよくありましたが、そういったものを打ち出していくことによって、将来、うちの地方自治体はこうなっていくという見通しを打ち出せるかどうかです。先程の企業で優良と非優良がありましたが、優良の会社はコンテンツがしっかりしています。この差が先程のような株価の差になってきます。

結論から言いますと、I R活動によって発行

体のブランドバリューを高める努力を怠ると、市場から見放されます。

外国人の株式所有が増える

株式を公開している企業は、今、日本に3700社あります。株式会社は日本に100万社あります。そのうち公開しているのは、わずか3700社です。その3700社が新聞の株式欄一面を埋め尽くしているわけですが、これらが全部投資対象になっているかという、実はなっていません。うちはI Rをやっていない、やらなくていい、お金をかけるのはもったいないとなると、見放されるということなのです。見放されると、ファイナンスもできないし、調達もできなくなります。どうなるかという、発行価格は当然上がります。これから数年先かわかりませんが、このような事態が十分想定されます。

日本には1,400兆円の金融資産があります。そのほとんどが銀行に眠っていて、株で運用する人はほとんどいないのですが、所有者別株式保有額は外国人がどんどん増やしてきているのです。2001年に初めて少し減りましたが、いつの間にか2割近くを外国人が持っているのです。

日本でI Rという言葉をよく聞くようになったのは5年前だという話をしました。その一番の引き金になったのが、実は外国人なのです。外国人が株式や債券を持つという場合、彼らがとる行動は日本人と違います。日本では馴れ合いとか持たれ合いがあったかもしれませんが、外国人はそうではないのです。今、新聞で報じられていますが、ものを言うようになってきたのです。「役員報酬は高いではないか」「配当をもっと上げろ」、そういうものを言う人たちがどんどん増えてきたのです。そういうものを言

う人たちに、自分たちのことをもっと理解してもらおうということで、日本でも I R という活動が 5 年ほど前から積極的に行われつつあります。日本では最も進んだ会社と言われているソニーでさえ、この段階ではまだそんなに積極的ではなかったのです。ですから、こういう人たちが出てきたがためにということです。

いずれ将来、地方債を外国人が積極的に買うということは十分ありえる話です。そうなってくると、では、ものを言う前に売ればいいではないか、持たなければいいではないかという話になるのです。ところが、これは難しい話で、いったん買うことになるとう簡単には手放さないのです。なぜかという、すでに、買ったという説明をしているのです。私はどこそこの発行体の地方債を買いました。買うにあたっては、県はこのような状況の中で財政はこうなっていて、将来このような明るい展望が見えています。経済が活性化していっています、というのが描けたとしましょう。そして、その金を預かっている人に説明して、納得して買ってもらっているわけです。それを反故にして、だめですということはなかなか言えないのです。買ってもらった人にきちんと説明していかなければいけないのです。

このようなものを言う人たちが出てきたという動きの中で、I R をやらざるを得なくなったというのが現実的な側面です。

I R 活動の内容

では、具体的に企業はどんなことをやっているのかということです。

1. 報告書の作成

2. アナリスト、いわゆる投資家への対応

「今、債務があるが今後どうなのか教えてくれ」という質問も投げかけてくるわけですが、それに対して回答します。

3. 説明会開催

この前も石川知事がやられたような説明会をします。投資家を集めて、自分の都道府県のことをアピールします。先程ご説明しましたクレジットストーリーを作り、語るという作業です。

4. インターネットを利用した情報開示

以上は重複していますが、1 が 88.8%、2 が 84.5%、3 が 66.6%、4 が 55.4% と非常に高い率でされていて、ほとんどのところはこの 3 つは少なくともやっています。この場合の投資家というのは 2 通りあります。個人、皆さんもそうですし、プロや機関投資家もいます。それから、電子メールによる問い合わせにも対応する。また、工場・施設見学会の開催は、現場に接するという意味でものすごく理解が深まります。たぶん、今後、地方自治体がされるような活動でもほぼ同じような作業になろうかと思います。

企業という意味でいいますと、I R 活動はほとんどされています。先程言いましたように、I R 活動のレベルで言いますと、良い会社、悪い会社がありますが、実施していないというのはわずかしかなかった。



では、だれ向けにIR活動をするのでしょうか。個人投資家です。今、ミニ公募債をお買いになっているのは地元にお住みになっている方々です。それから、機関投資家、いわゆるプロです。例えば、簡保のお金を運用する事業団とかお金の運用者、年金基金といった方々です。それから、先程の外国人の方々です。アナリストというのは、分析して、投資をしたらいいのか、買った方がいいのか、買わない方がいいのかというのをジャッジする人たちです。ファンドマネージャーというのは、お金を預かって運用する人たちです。あとは証券会社、格付け機関です。

IR活動の内容とギャップの発生

先程90%の割合でIRをしているという話をしました。ところが、個人投資家の方々が、企業がやっているIRについて満足しているかどうかというアンケートを採ると、不満ということです。やっているのだけれど不満ということです。この差は何かというのは後ほど説明があると思います。

何が不満なのかというのは、1つめは、意欲がないということです。要は、自分から情報を取りにいかうという姿勢はあるのですが、今はどちらかというと投資家の人たちは受け身の状況です。待っていれば情報はどんどん入ってきます。インターネットを見ればほとんどあらゆる状況が手に入ってくる。ということですから、企業なり発行体側から積極的に情報提供するという姿勢を出していかなければ、意欲がないととられてしまいます。意欲がない企業は、あえて投資家である自分の方から能動的に動いていくということはありません。

2つめは、必要な情報が提供されていないというのがあります。あとにいくつかあります。

企業経営者は一生懸命自社の説明をしているが、受け手側はギャップを感じているというのは、私も何度も経験があります。このギャップを埋めるものは何かというと、クレジットストーリー、自分たちの事業のコンテンツをいかに投資家の方々に発信するかどうかで、これがポイントです。IRというのは今年ようやく本格的な動きになってきています。芽が出てきています。ですから、このギャップを埋める作業はたぶん来年以降になると思います。ただ、これはやっている中で実際にわかってくるわけです。なぜかということ、投資家は文句を言います。債券を買う人、地方債を買う人は文句をいろいろ言ってくるのです。難しい質問を投げてきます。投げてこられるとギャップが埋まっていくのですが、企業ではそのギャップが埋まらないケースがあります。理解できない、放ったらかしにしてしまう。そうすると、ギャップが埋まらないまま終わってしまう。それでどうなるかというと、市場から見放されてしまうのです。

分析をする人はアナリストで、運用する人はファンドマネージャーです。この人たちが求める情報は、地方債の場合でもまったく同じです。財務の健全性、地域の活性化の度合い、今後の将来展望、そういったものをいかにこの人たちに語れるかどうかです。あるいは、もう1つは、格付けのアナリストがこの中に入ってきます。情報が限られた中で勝手な格付けが行われています。本当は開示しなければいけない。しっかりと情報発信すれば、勝手に格付けされることはないのです。勝手に格付けされると、まちがった情報でまちがった判断をするということが

起こります。しっかりとした情報を発信すれば、まちがったジャッジをしないし、まちがった格付けは一切しないということになります。ですから、しっかりとしたコンテンツを発信してあげればまちがいが起こらないと思います。

I Rというのは実は目的ではありません。I Rは手段です。何のための手段なのか。たぶん、皆さんはキョトンとした部分があると思います。でも、数年たてば現実のものになると思います。大きく差が出てきます。一言で言いますと、地方債のI Rの対象はだれなのか、買ってくれる人はだれなのかという姿勢が最も大事です。その人たちが求めている情報をしっかりと発信してあげること。これが結論です。

