

一橋大学財務リーダーシップ・プログラム  
HFLP Bコース 最終レポート

2020年6月6日

ソニー株式会社  
グローバル経理センター SOMC経理部  
二階堂 昌吾

# Agenda

1. 通常セッションにおける振り返り、学んだ点、気づき
2. ワークショップにおける分析・気づき
3. 自社に持ち帰りたい点

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
1	<b>問題意識・全体像</b> 伊藤邦雄（一橋大学） 加賀谷哲之（一橋大学）	伊藤レポート、伊藤レポート2.0で考察された日本企業の低いROE、持続的な低成長の背景理解。市場、投資家との企業価値協創に向けた取組み。資本コストを意識し、ESGに積極的に取組むことが、企業の持続的な価値創造の実現につながる。	「伊藤レポート」における持続的低収益性の問題提起、ESG、気候変動への企業としてのとるべき施策、SDGsへの取組み、投資家との価値協創についてを学んだ。企業で財務会計に携わる身でありながら、 <b>最近のガバナンス、ESGへの取組みの根本理解が足りていなかった</b> 点を痛切に感じた。
2/3	<b>ファンダメンタル分析 I ファンダメンタル分析 II</b> 伊藤邦雄（一橋大学） 加賀谷哲之（一橋大学）	同一業界のエクセレント・カンパニーの分析、そのうえで、業界アナリストの視点からコメントをお聴きすることで、業界特有の規制による超過利益や将来リスクを理解し、長期的な視点での事業戦略を読み解く。	財務指標について一定の知識はあったものの、同一業界の2社を時系列に比較分析することで、各社の特色と置かれている状況の違いを自らの分析体験として理解することができた。さらに業界アナリスト視点からの分析を聴くことで、 <b>業界特有の規制を理解したうえで、各社のとるべき経営戦略を洞察する手法</b> を知ることができた。
3	<b>証券市場をめぐる最新の潮流</b> 別所賢作（三菱UFJモルガン・スタンレー証券）	M&Aにおける日本企業の特徴や事例、MAの成否が企業価値に決定的な影響を与えることを学んだ。多角化企業と集中戦略をとる企業の相違は特に興味深い内容であった。	MAにおけるアドバイザーの重要性と、それ以上に <b>企業側がアドバイザーを活用する知見と経験を高める必要性</b> を強く感じた。 <b>多角化におけるポートフォリオの選択は、企業側ではなく投資家側が担うべきというセオリーについては引き続き解明していきたい</b> と感じた。ソニーにおいては企業買収の成功事例と多くの失敗事例があるが、それを <b>体系的に振り返って将来に活かすことが大事</b> と思う。

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
3	<b>アナリストによる企業評価</b> 松島憲之（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）	自動車産業を事例としてアナリストの分析手法、思考方法を学び、企業の評価がどのような視点で行われているかを学習。	日本企業には超長期的な視点での技術開発というところに優位性があったが、今後もある <b>一定程度を事業探索に振り向けることが必ず必要だと再認識</b> した。また業界の競争環境が大きく変わる時代背景においてはむしろ部品メーカーが支配的な地位に立つことが起こり得るということは、 <b>専門メーカーが抱える大きな事業リスクではないか</b> と感じた。
3	<b>企業価値創造におけるCFOの役割</b> 江間賢二（元HOYA）	HOYAのCFOとして会社の発展を牽引されてきた江間さんから経営者の自覚と志についてお聴きした。EVAを活用した事業ポートフォリオ管理や主要事業の撤退の経緯など、経営者でしか話ることができないセオリーと経営者の覚悟を知ることができた。	経営者と管理者の違いという視点は非常に分かりやすく、 <b>管理者ではあっても経営者の視点を常に想定して、日々の業務判断や行動に影響させたい</b> 。会社の持続的な成長を使命とする「コーポレート」と栄枯盛衰がある「事業」を分けて <b>ポートフォリオ経営を行う必要があるという命題を実践できるようにしていきたい</b> と考えた。
4	<b>国際金融・為替リスク管理</b> 小川英治（一橋大学）	為替相場のメカニズム、為替リスク管理の手法を学んだ。また、リーマンショック時の米ドル流動性危機において何が起きたのか、その後の世界的なマネタリーベースの増加に関する第一人者による解説	日本における量的緩和政策は続いており、コロナ下において更なる金融緩和が行われている。国債の買い入れと、ETFの買い支えにより、 <b>マーケットが本来のメカニズムを失うことがないのか</b> 、注視していく必要があると考える。

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
4	<b>M&amp;A I</b> 朱殷卿 (コアリューマネジメント) 藤森裕司 他 (JPモルガン)	事業買収における企業としての準備と社内でのルールの確立の重要性を学んだ。ウォークアウェー価格の設定がマストであること、買収時にシナジーを織り込んだのであれば買収後の成長をコミットし達成しなくてはならないことは特に重要。PMIについては、レポートライン、KPIの標準化、経営理念の共有ということが必須である。	MAは、企業の成長やポートフォリオマネジメントに欠かせない必須の手段である。企業のMAにかける労力は増大しているが、 <b>特にPMIの体制やMA後の事業評価という点で日本企業における改善余地が大きい</b> と考える。 武田・シャイアーのような巨大M&Aを成功させるためには、会社方針や戦略の優位性について <b>社員や株主、利害関係者が納得できるようなシナリオを説得力を持って説明することが特に重要</b> であると気づかされた。
5	<b>経営戦略論</b> 青島矢一 (一橋大学)	イノベーションとは何か、企業がそのリソースを使っていかにイノベーションを創出していくのかという戦略論について学習した。政策による一時的な利益の押し上げは長期的には有効ではなく、本質的な価値の創出を生み出すための活動について学んだ	ソニーのFelicaビジネスの事例に関しては、技術的な先進性や市場への浸透が必ずしも企業に大きな価値をもたらさないとの考察に接して、あらためて経営戦略の重要性を感じさせられた。新規事業の創出活動などは、必ずしも短期的なビジネスに結びつかない結果となるが、 <b>企業の余剰利益を事業探索に振り向ける重要性を再認識</b> した。

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
5	<b>マーケティング</b> 鷲田祐一（一橋大学）	イノベーションの9割近くは先進的なユーザーが自らのために行ったことと、必ずしも技術革新を必要としないという真実。情報伝播の分析を通じたイノベーションが社会に広がる仕組みを理解した。	将来予測をあり得ないと思えることも含めて <b>多様なシナリオを思考することは、企業の環境変化への対応力を格段に高める</b> ということを経験している。
5	<b>格付け評価</b> 三宅伊知朗・山本武成（S&Pレーティング・ジャパン）	主に負債による直接金融に影響を及ぼす格付け機関によりどのような評価が反映されて格付けが決定されているかを学習。日本の事業会社の格付けは、海外に比べてバリエーションが乏しく、中央値に多く分布している。	ベータに反映されるように <b>事業特性により安定性やボラティリティは大きく異なり、格付けにも反映される</b> ということ。その中で、事業の多角化や地域分散がリスクを低減させること。
6	<b>コーポレートファイナンス</b> 中野誠（一橋大学）	コーポレートファイナンス視点での日米欧企業の特徴の比較。株主資本コストと会社の収益力の関係の考察。MM理論に基づく最適資本構成の考え方と、企業が保有する現金がどう評価されるかを学習。	企業の資本調達とその投資戦略さらにペイアウトの考え方を、 <b>ファイナンス理論をベースに思考する鍛錬を積みたい</b> と思う。日本企業のローリターンに隠れたローリスクは企業行動に大きな影響を与えているが、 <b>適切なリスクをとってリターンを上げていくことが求められる</b> 。

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
6	<b>税務計画（国内）</b> 朝長英樹（朝長英樹税理士事務所）	組織再編成税制、連結納税制度の導入を手掛けた朝永先生による税務計画の重要性の説明。Yahoo事件、IBM事件での裁判における勝敗の決定的要因について。	組織再編および連結納税が導入される時期に税務を担当していたことから、これらの税制改革が単に税務効率のみではなく <b>日本企業のグループ企業再編を加速させ、経営の自由度を大きく向上させた</b> と実感している。経営者層が税務を理解し、 <b>制度の範疇で企業が税制の恩恵を最大限に受けるべき</b> という考え方を浸透させる必要があると感じた。
6	<b>税務計画（国際）</b> 角田伸広（EY税理士法人）	BEPS後の国際税務の潮流についての解説。売上高等に応じたデジタル課税の考え方とトランプ税制の影響。国際課税問題の複雑化に伴う企業の国際税務ガバナンス強化の必要性について。	<b>税コストの削減と税務リスクのバランスをとることが税の最適化につながる</b> ということ意識していきたい。 知的財産権の管理国について、日本企業は日本に偏重することが多いと考えるが、トランプ税制下では米国についても考慮して検討する必要性があるとのこと。

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
6	<p><b>CEO/CFO Lecture</b></p> <p>昆政彦（スリーエム・ジャパン）</p>	<p>CFOとして説明責任と執行責任（当事者意識を持って経営にあたる）ことが大事。</p> <p>5万件を超える製品群を20事業部、4つのビジネスグループで管理し、5年計画を毎年作成して方向性を示していく。事業部が見ているリスクを経理・財務に引っ張ってくるという作業。</p> <p>FP&amp;Aという職種がカギ。過去の数字は使わずに予算と予測を比較する経営。</p> <p>予算に対するコミットメントを事業部長が持つことの意義。エンジニアのモチベーション・インセンティブを上げる方策。</p>	<p>3Mという米国企業の経営手法を3Mジャパンの経営に落とし込んで実践されている。</p> <p><b>税務戦略は、キャッシュに直結することからトレジャリーが見るべき</b>という点は非常に合理的と感じた。</p>
7	<p><b>グループ討議</b></p> <p><b>（東京海上のグローバル戦略）</b></p> <p>伊藤邦雄（一橋大学）</p> <p>加賀谷哲之（一橋大学）</p> <p><b>M&amp;A II</b></p> <p>藤井邦彦（東京海上ホールディングス）</p>	<p>ケーススタディとして東京海上の持続的な価値創造についてグループ討議後に講義受講。</p> <p>戦略的M&amp;Aを通じ海外保険事業を拡大し事業ポートフォリオ経営とリスク分散を実現している。戦略は親会社、執行は子会社が行い、子会社マネジメントが海外経営会議に参画する。最初に3～500億円の買収から始め、その後1兆円規模に拡大。PMIにおいては、お互いに合意できるフレームワークを準備しており、買収会社の人事制度・報酬体系は基本的に残している。危機に瀕しても一歩先に向けて布石を打つ。未来に責任を持つという経営姿勢。</p>	<p>東京海上がリスク分散という会社の存在意義を見つめなおし、リスクが集中する国内マーケットを主体とすることから<b>グローバルでのリスク分散に大きく戦略転換したことの意思決定の重大さ</b>を理解できた。海外市場で成功するために<b>再保険市場での事業運営からノウハウを得て企業文化の相通じる買収先を選定するプロセスの進め方</b>に関しては、成功への周至な準備がいかに大事かを感じた。</p>



# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
7	CEO/CFO Lecture 内野州馬（三菱商事）	三菱商事の企業価値評価指標MCVAによる事業ポートフォリオマネジメント。非常に多岐にわたる事業リスクを実質リスク概念を用いてリスク管理。3期連続赤字の場合には不採算事業としてExitの判断。	世の中の隅々に広がる <b>事業部門の管理をコーポレートが行う際の独自指標の運用の有用性</b> を認識できた。会社の綱領と社会的責任達成に向けた <b>高い企業理念が結果として企業価値向上に結び付く</b> 好循環を生み出している事例だと感じた。
7	CEO/CFO Lecture 柳良平（エーザイ）	インサイダーとしてDCFで理論株価を算出し、自社株買い要否の指標とする。コミットメントではなくガイドライとして10年平均ROIをKPIとする。裁量的利益調整は長期的な企業価値を損なうとして中長期視点で経営。事業毎のインビジブル・バリューをIRで顕在化。ESGにCFOの直接的なインボルブメントが求められる。	プロフェッショナルとしてのCFOの言葉に強い衝撃を受けた。 最新のファイナンス・経済理論の深い理解と鍛錬があってこそCFOとしての技量が発揮できるということを講義から感じる事ができた。日々学習することの意味を知ると共に「 <b>ポケットに辞表を入れて企業価値を守る</b> 」という信念を常に思い出したい。直接講義を聴けたことをありがたいと思います。
8	交渉論 福森哲也（STIサポート）	日本企業流の交渉過程に対する問題提起。交渉チームと交渉そのものの継続可否を判断するチームを分ける有用性	均一性の高い日本人社会における <b>交渉ごとに対する適応力の低さが企業の競争力自体をも左右する</b> という側面を認識することができた。

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
8	<b>ESGインゲージメント</b> 松原稔（りそな銀行）	資本市場がESGに急速にコミットを強めている現状について。PRI責任投資原則と投資家のESG評価の拡充が企業活動にとっての新たなスタンダードだということを理解できた。ESGの様々な指標は企業側のFTSEに対して、投資家側はMSCIを重視するというミスマッチがある。	各国においてインデックスを主体とする <b>パッシブ投資の拡大の進展に特に問題意識</b> を感じた。機関投資家が議決権行使を通じてできることは限られるが、ESGに対する企業姿勢に対してガバナンスが働くことが期待される。企業活動と社会をより強固に結び付け、企業活動と持続可能性の追求のベクトルが一致する仕組みづくりが必要だと感じる。
8	<b>米国企業との経営統合プロセスからの学び</b> 堀哲朗（東京エレクトロン）	米アプライドマテリアルズとの経営統合の発表と真のグローバル企業への挑戦。認可が得られない結果として、経営統合の断念と統合議論が企業の成長に大きく寄与した実体験を学習。	<b>自社と競合他社の技術分野、市場シェアの分析によりM&amp;Aによる効果を正確に測ることの重要性。</b> アプリケーション、システム、装置産業など業界内での利益の偏在に対して企業が競争環境を変えべく取り組むことの必要性を認識した。
9	<b>リスク・マネジメント</b> 神林比洋雄（プロティビティ LLC）	あらゆるタイプのリスクにさらされる企業活動において、いかにリスク・マネジメントに向き合ってリスク監視とガバナンスを有効に機能させるかを学習。	日本的な経営ではリスクを回避する傾向は強いが、リスク・マネジメントの領域ではまだまだ発展途上であると感じた。今回のコロナを経験して、 <b>想定できないリスクに対しても企業が柔軟に対応していけるのか</b> 、日常における準備・訓練の重要性を改めて感じた。

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
9	<b>戦略的IR</b> 浜辺真紀子（ディップ）	<p>IR担当が投資家に対しては会社側に立ち、会社マネジメントに対しては投資家側に立つという対応が肝要。親子上場という特殊な環境においては、会社の経営判断は必ずしも株主利益を重視しないことがあり得ることから、IRファンクションが投資家と誠実に対峙することが非常に重要。</p>	<p>IR活動の巧拙は、単純に投資家に対するアピールや信頼を得るといことのみにとどまらず、<b>企業行動そのものに影響を与え、それが企業価値に反映される</b>という事例を認識できた。企業活動を正確に透明性をもって開示していく姿勢の重大さを理解できた。</p>
9	<b>デジタルトランスフォーメーション</b> 仲川幾夫（コニカミノルタ）	<p>コニカミノルタのグローバル組織の運営手法、事業のトランスフォーメーションの実態を学習した。環境対応をプロアクティブに行い、事業貢献に結びつける手法や、各国で買収したリソースを横串で活用し、開発成果を事業結果に結びつける先進の経営組織の取組み。</p>	<p>コニカミノルタはカメラという祖業から離れて大きく成長を実現しているが、その背景にある会社の理念や持続的成長に向けた着実な取り組みの全容を聴くことができた。<b>M&amp;Aを活用しつつ、ESGを企業活動にうまく取り入れて成長サイクルを実現</b>できることは、<b>日本的働き方にとらわれずに進化することが企業の成長につながることを実証</b>していると感じた。</p>

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
10	<b>受講者企業から学ぶ</b> 上林季之（村田製作所） 関崎陽子（丸井グループ） 村中秀樹（テルモ）	<p>村田製作所：勝ち馬に乗る。イノベーションと独自性、経営インフラを大切にする。スピード経営。新製品（3年以内）比率を40%以上にする目標。</p> <p>丸井グループ：小売り事業の業態転換（百貨店型からSC型へ）新たな体験価値の提供。カード事業への注力。リカーリング収益の増加によりLTV最大化。</p> <p>テルモ：医師が発起人であることによる企業のコアバリューの明確性。M&amp;Aの実績を積み上げて、買収時のノウハウを蓄積し活用範囲を拡大することでグローバル成長を実現。</p>	<p>村田製作所の<b>経営インフラ</b>に支えられた非常に洗練された持続的な成長モデルを学んだ。</p> <p>丸井は、オープンな社風により<b>従業員が自ら楽しみながら会社と社会のサステナビリティ向上に寄与</b>している。</p> <p>テルモのM&amp;A戦略は、時にうまくいかない事例もあるとのことであるが、<b>失敗からも研究しポートフォリオ・マネジメントに進化していく</b>ことが読み取れる内容であった。</p>
10	<b>CFO Lecture</b> 川上徹也（パナソニック）	<p>パナソニックのCFOとして、中村社長の経営理念以外のすべてを破壊する構造改革を支えた経験を拝聴した。心を鍛えるには苦難を重ねるしかない、心配こそ生きがいと心得るとい言葉。数字で見て弱気を助けるという姿勢、部下の良い点・長所を見つけてあげる、質問を通じて仕事の本質を理解してもらおうということを学ばせて頂いた。</p>	<p>壁にぶち当たった時に<b>スマートに身をかかわさない、真摯に向き合うという姿勢</b>を是非実践してみたいと感じた。会社は対話をする場所だという言葉は、コロナ環境下では本当に大切なことだと実感する。CFOという立場を超えて、企業人として見習いたいことを教えて頂きました。</p>

# 1. 通常セッションにおける振り返り ～何を学んだのか！気づき～

セッション	Agenda/講師	学習内容	気づき
10	<b>投資家との対話・エンゲージメント</b> 三瓶裕喜（フィデリティ投信）	伊藤レポート2.0（価値協創ガイダンス）に基づき、自社の価値創造プロセスについて、資料をまとめグループ討議を実施。その後、三瓶氏からのコメントを頂いた。 コロナの実態把握を例に、まず数値を元に自らの見通しを持ち、現象が違ってきたときに見直しができるというプロセス・手法の説明。 ビジネスモデルの開示が非常に大事。 複数のビジネスポートフォリオを持つことはビジネスモデルであるが、コングロマリットというのはビジネスモデルがないことを自ら認めることになる。	<b>自社の価値創造ストーリーを自ら理解し説明してみるということは、大変貴重な経験</b> となった。当たり前ですがまず自分が深く背景を理解する必要があり、それを聴く人に分かり易く伝えるということは本当に難しい。今回のグループワーク、プロセスを通じて、なにが伝わりにくいのか、どのようにストーリーを説明するべきなのか、会社の方針として何が求められるのか非常に考えさせられた。

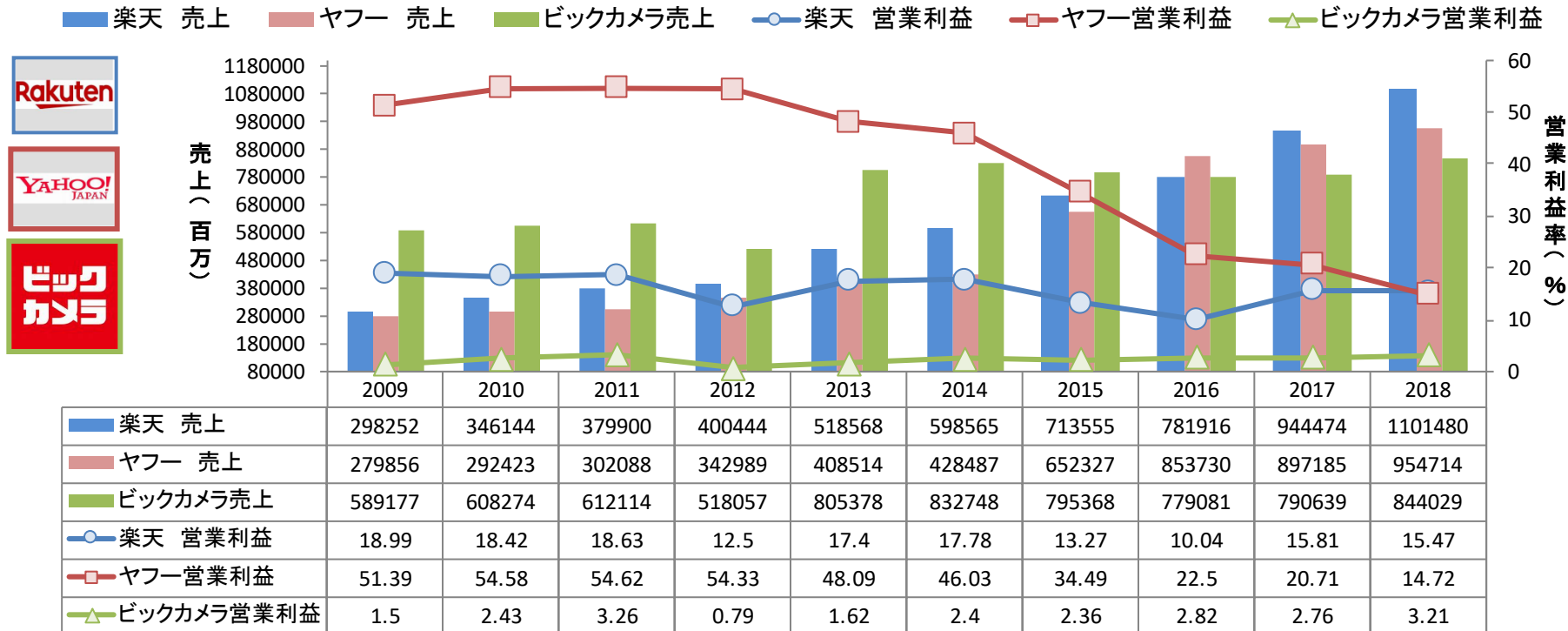
# 一橋大学財務リーダーシップ・プログラムB

## Workshop

### 楽天 企業価値評価

楽天：イトーヨーカ堂 天勝 啓介／ソニー 二階堂 昌吾  
日本電産：ヤマト運輸 正岡 克敏／日本電気 伊藤 慎介

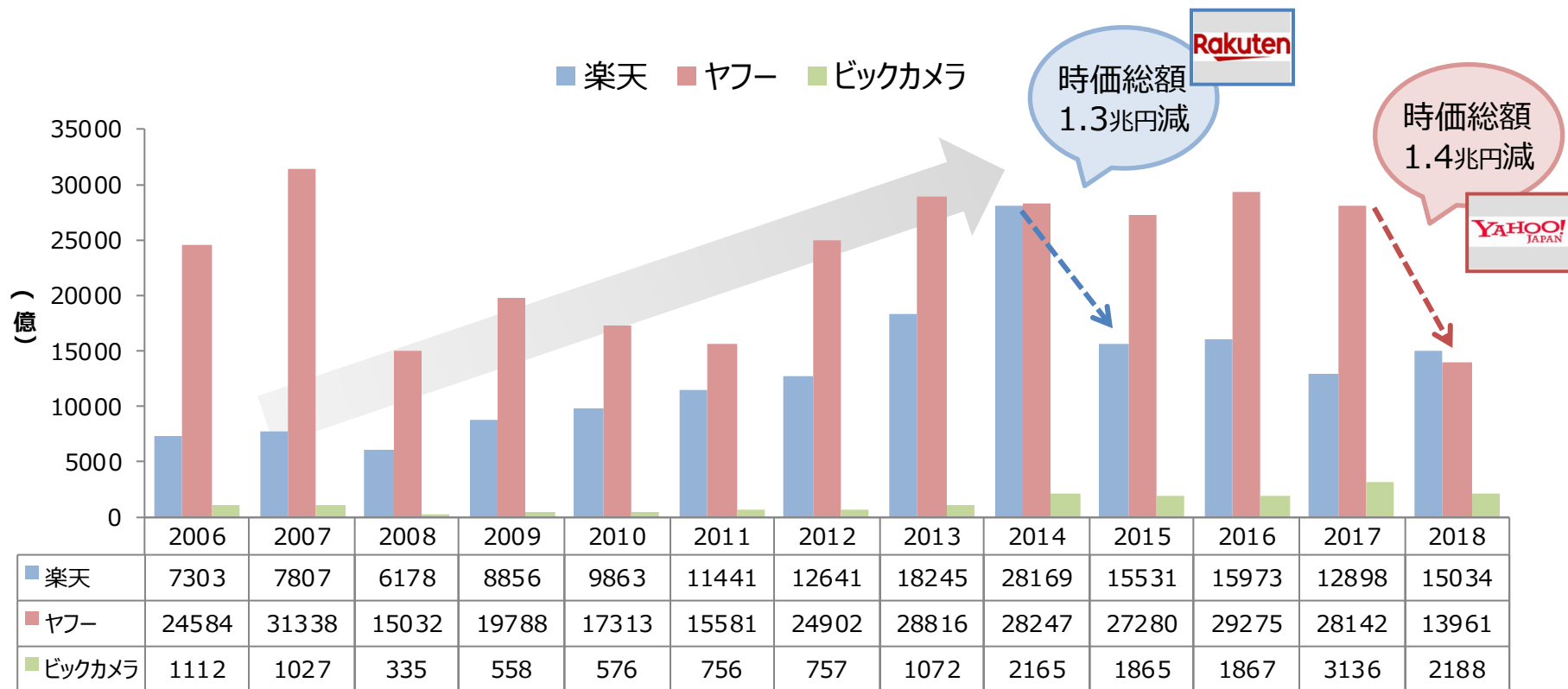
# 「売上」「営業利益率」比較：楽天・ヤフー・ビックカメラ



3社の売上8,500億～1.1兆円とほぼ同規模となる「ネット」(楽天・ヤフー)と「リアル」(ビックカメラ)のそれぞれの販売チャネルを強みとする企業比較を実施

営業利益はやはりネットを主軸とする企業が高いが、**近年はダウントレンド**。一方リアルを強みとするビックカメラは微増

# 時価総額トレンド



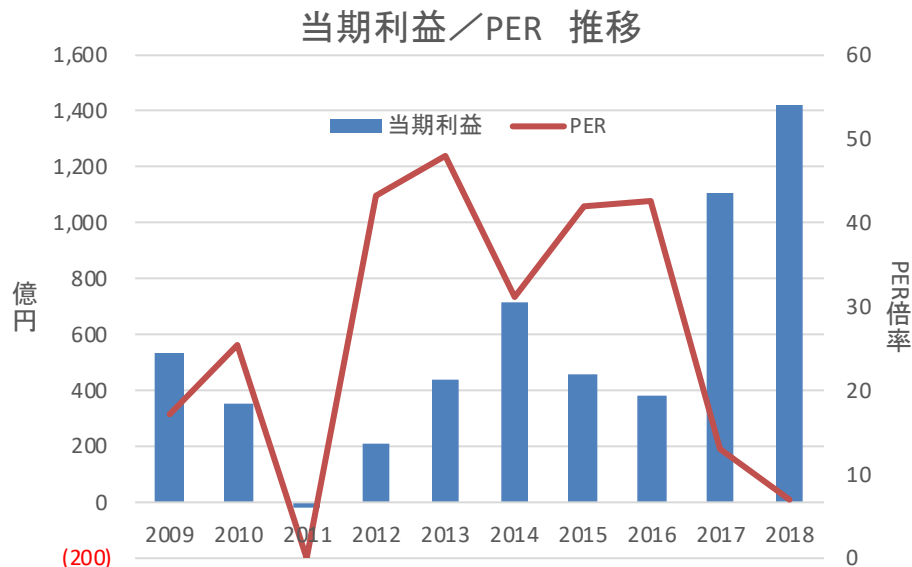
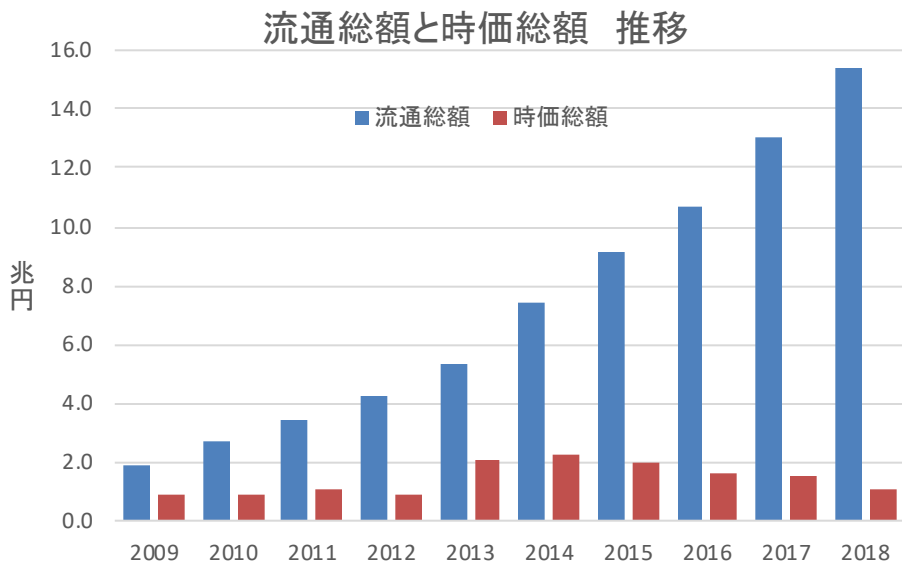
2014年までは順調に時価総額を伸ばし一時3兆円にまで達する勢いだったが、楽天は2014年度に時価総額**1.3兆円棄損**、ヤフーは2018年度に**約1.4兆円**も棄損し、厳しい状況に陥る



## ➤ 2009年12月を100とした場合の指数

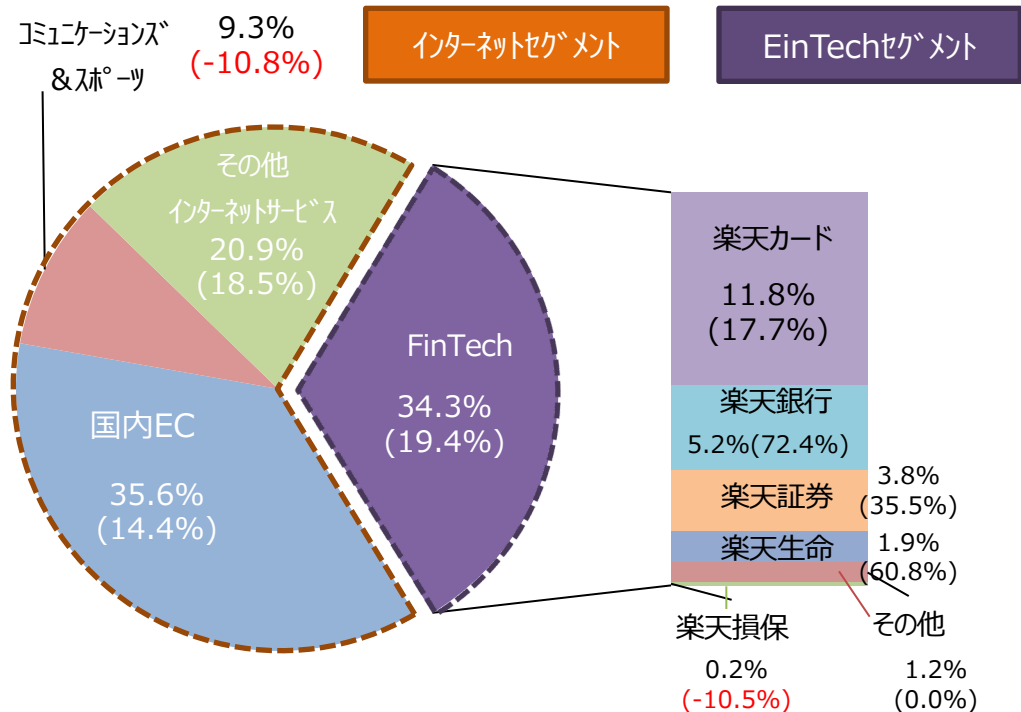


- 「楽天」「ヤフー」株価は2014年～2015年にかけての大きく低下し、2017年度以降「**日経平均**」を下回る
- 一方「ビックカメラ」は2017年～2018年にかけて、更に株価指数が上昇



2014年前後をピークとして時価総額・PERが低下傾向 一方で、会社の利益、流通総額は成長を示している

インターネット通販事業の競争環境の厳しさを反映して市場から十分な評価を得られていない可能性

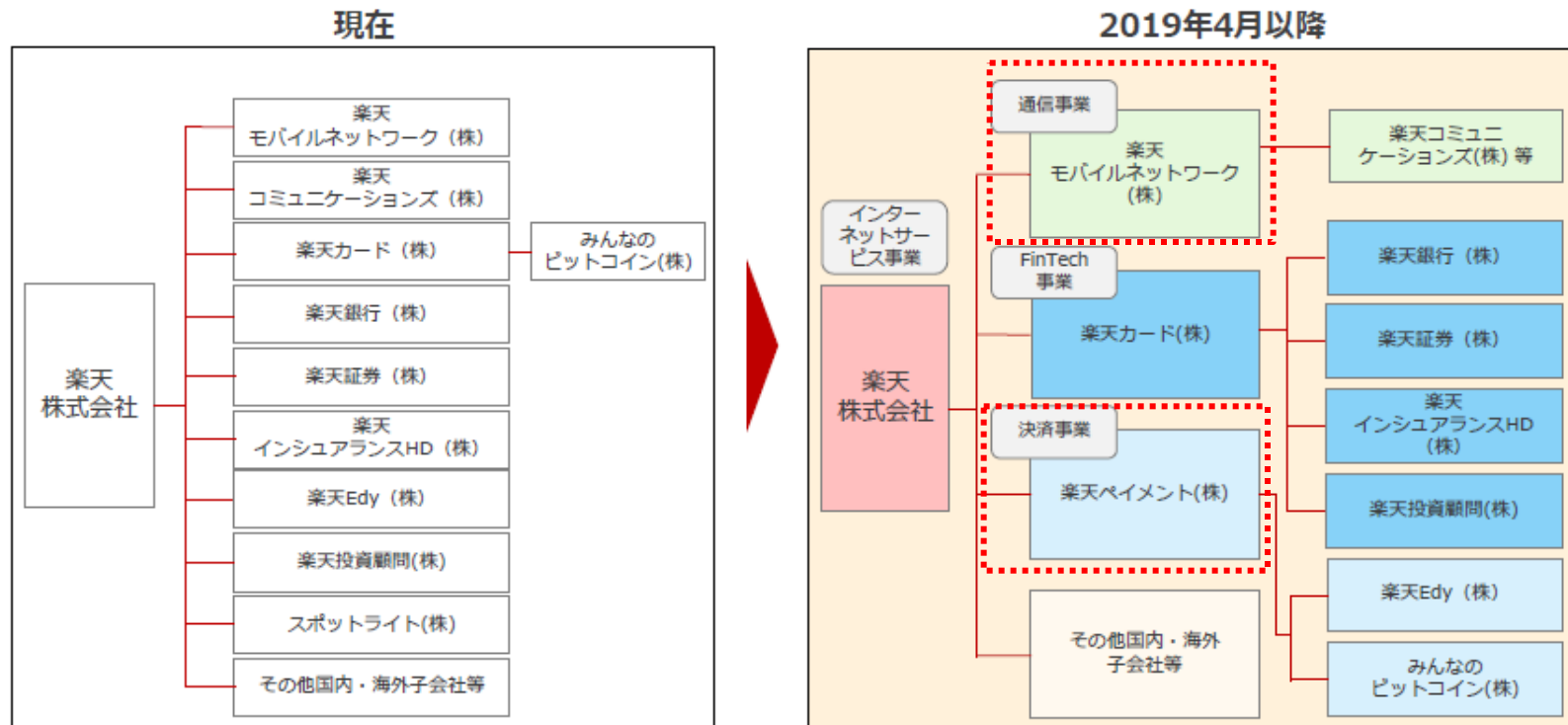


※上段：営業収益構成比  
( )内：セグメント別営業利益率

		2018年度			
		営業収益 億	前年比	営業利益 億	前年比
インターネットサービスセグメント	国内EC	4,268	+9.2%	613	▲17.7%
	通信サービス & スポーツ	1,110	+23.4%	▲120	▲59億
	その他インターネットサービス	2,506	+25.6%	464	+43.5%
<b>インターネットサービスセグメント 合計</b>		<b>7,884</b>	<b>+15.9%</b>	<b>957</b>	<b>▲5.0%</b>
FinTechセグメント	楽天カード	1,871	+16.4%	331	+6.5%
	楽天銀行	825	+9.5%	257	+17.9%
	楽天証券	597	+17.8%	212	+15.4%
	楽天生命	306	▲5.6%	33	+89.6%
	その他	186	+33.5%	0	+1.8億
	楽天損保	323	-	▲34	-
<b>FinTechセグメント 合計</b>		<b>4,108</b>	<b>+23.3%</b>	<b>799</b>	<b>+9.7%</b>
調整額		▲977	▲287億	▲144	▲79億
<b>連結</b>		<b>11,015</b>	<b>+16.6%</b>	<b>1,704</b>	<b>+14.1%</b>

- 各セグメントともに営業収益は伸ばすが、本業であるインターネットサービスの利益性の低下
- 一方、楽天カード・楽天銀行などのFinTech事業が大きな収益性とともに伸長 ～ 全体を押し上げる

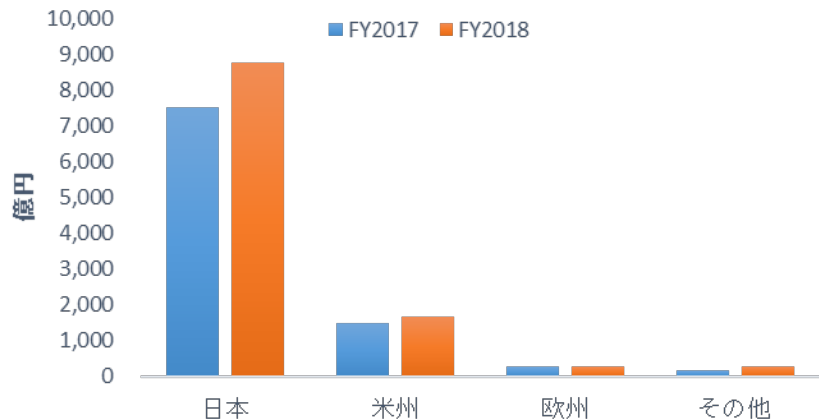
## ➤ セグメント構成



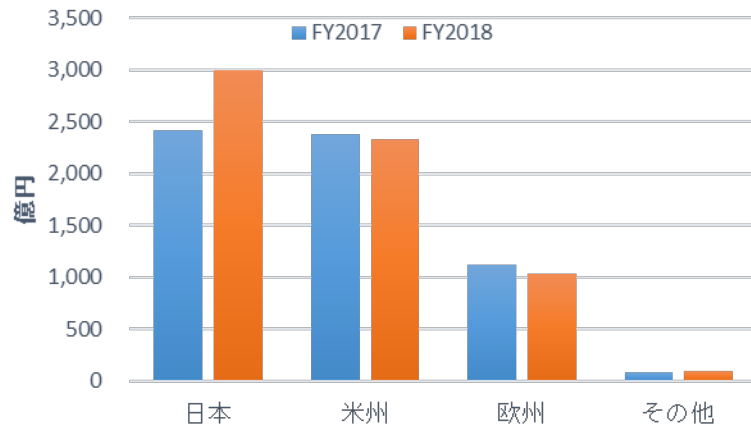
- 「モバイル」「コミュニケーションズ」事業の営業収益は継続増加も、先行投資やポイント費用の増大など**利益性低下傾向**
- 上記セグメントを統合し、**サービスの円滑連携**を進め、**決済事業の子会社立上げで成長分野の経営判断迅速化**を進める



### 地域別売上高



### 有形/無形固定資産残高

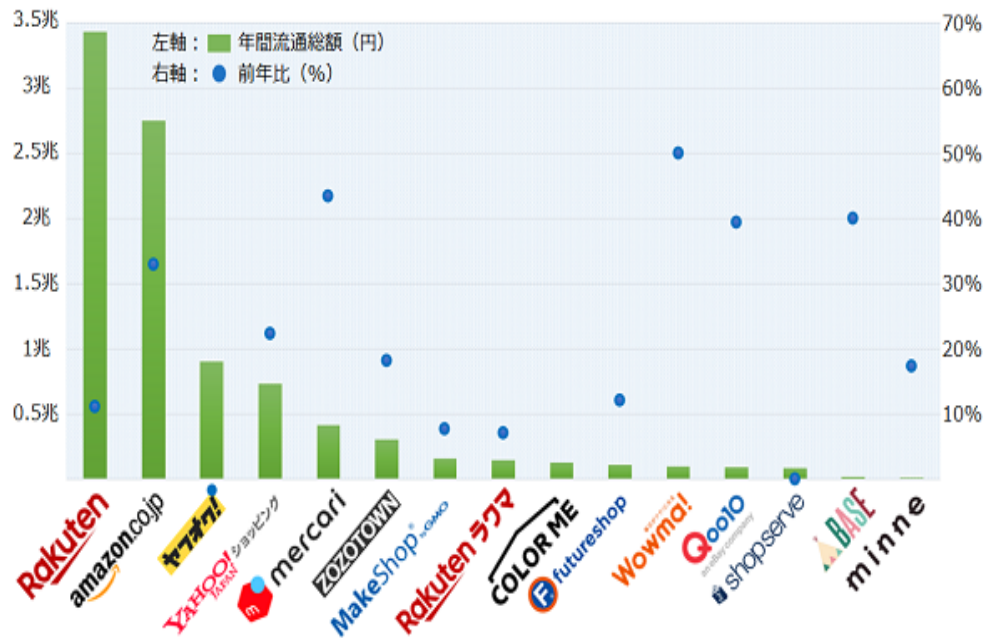
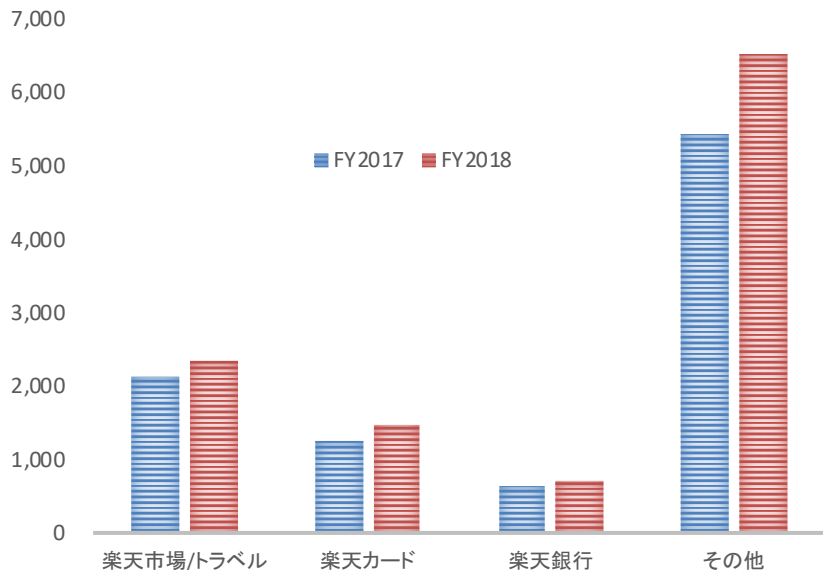


依然として日本市場への依存度が高く（約80%）、今後の市場成熟を想定すると日本市場が成熟した場合の収益源を獲得する必要がありそう

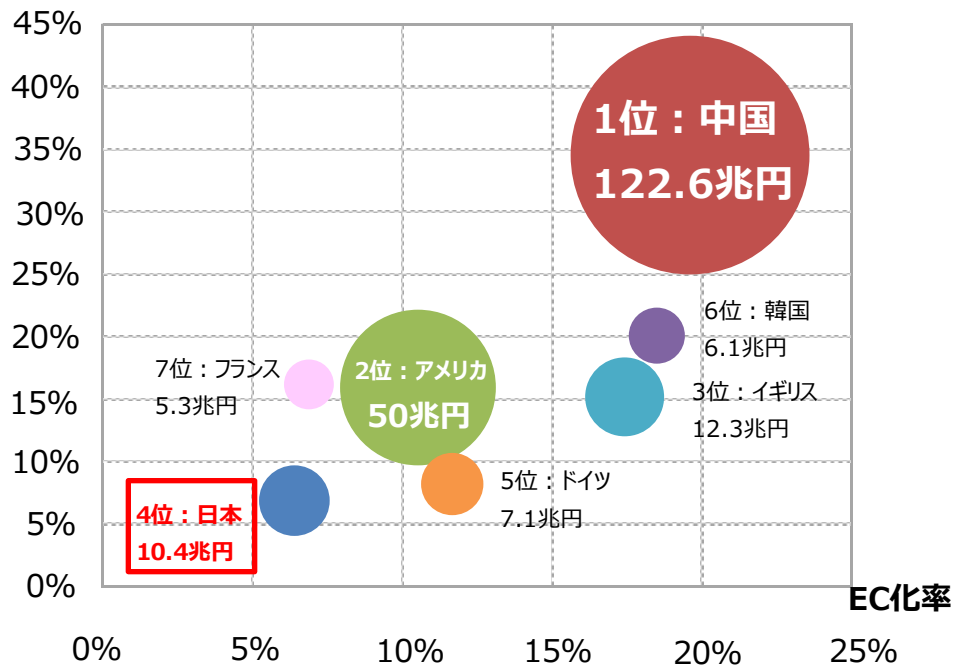
▶地域別売上高に比して、海外への投資額は積み上がってきており、今後の投資成果の刈り取りが課題？



## 製品サービス別売上高



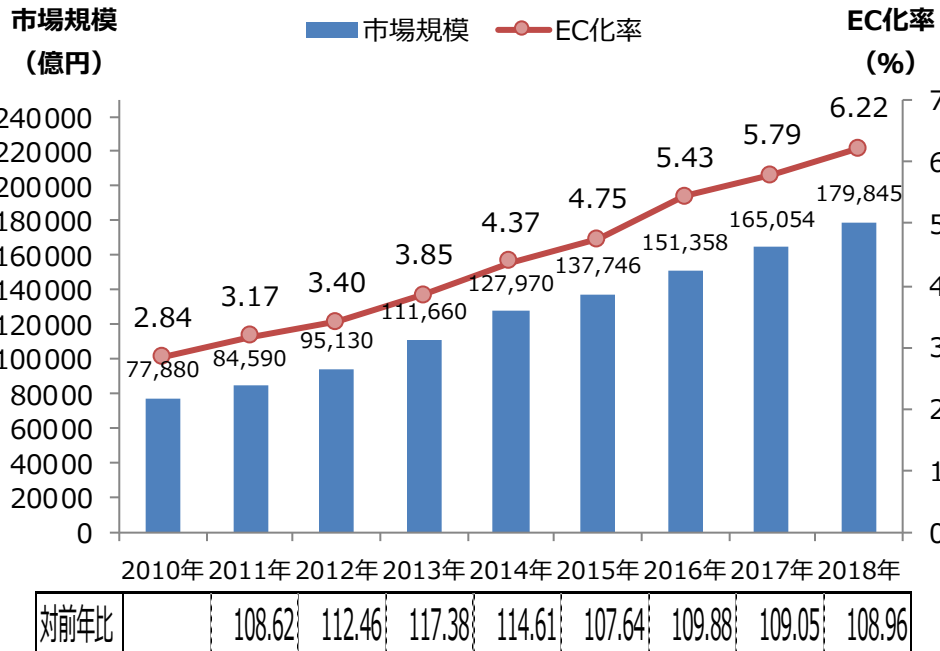
対前年比



ランキング	国名	市場規模 (億米ドル)	日本円換算 (110円で計算)	対前年比
1	中国	11,153	122,6兆円	35.1%
2	米国	4,549	50兆円	16.3%
3	英国	1,126	12,3兆円	17.1%
4	日本	953	10,4兆円	6.0%
5	ドイツ	651	7,1兆円	11.3%
6	韓国	563	6,1兆円	20.9%
7	フランス	488	5,3兆円	16.9%
8	カナダ	340	3,7兆円	29.9%
9	オーストラリア	215	2,3兆円	12.3%
10	インド	209	2,2兆円	42.1%

2017年実績 eMarketerより作成(サービス系6兆円は含まない)

日本のEC市場規模は10.4兆円(サービス系含むと16.5兆円)  
 世界第4位であるが、**中国の10分の1 米国の5分の1**の規模



	2017年	2018年	伸び率
① 物販系分野	8兆6,008億円 (EC化率5.79%)	9兆2,992億円 (EC化率6.22%)	8.12%
② サービス系分野	5兆9,568億円	6兆6,471億円	11.59%
③ デジタル系分野	1兆9,478億円	2兆 382億円	4.64%
総計	16兆5,054億円	17兆9,845億円	8.96%

**リアルとECの垣根が無くなる**

例) ECで注文し、店舗受取など

物販、サービス、デジタル分野トータルで17.9兆円 前年比108.9%

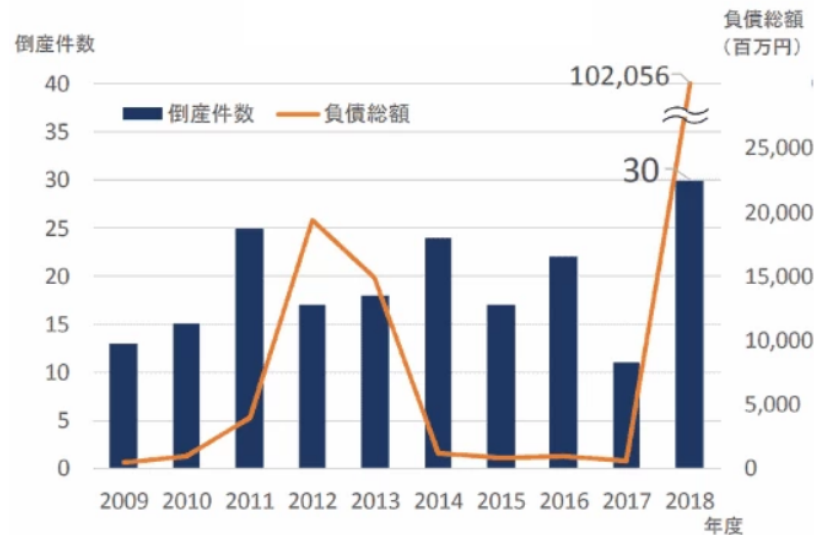
2014年までは2桁伸長を続けていたが、**15年以降ダウントレンドとなる (1桁伸長)**



## ① 物販系分野 内訳

	2016年		2017年		2018年		前年比 伸び率 (%)
	EC市場規模 (億円)	EC化率 (%)	EC市場規模 (億円)	EC化率 (%)	EC市場規模 (億円)	EC化率 (%)	
その他	2,572	0.75%	2,779	0.80%	3,038	0.85%	9.32%
食品、飲料、酒類	14,503	2.25%	15,579	2.41%	16,919	2.64%	8.60%
雑貨、家具、インテリア	13,500	18.66%	14,817	20.40%	16,083	22.51%	8.54%
書籍、映像・音楽ソフト	10,690	24.50%	11,136	26.35%	12,070	30.80%	8.39%
化粧品、医薬品	5,268	5.02%	5,670	5.27%	6,136	5.80%	8.22%
衣類、服装雑貨等	15,297	10.93%	16,454	11.54%	17,728	12.96%	7.74%
事務用品・文房具	1,894	33.61%	2,048	37.38%	2,203	40.79%	7.57%
生活家電、AV機器、 PC・周辺機器等	14,278	29.93%	15,332	30.18%	16,467	32.28%	7.40%
自動車、自動二輪車、 パーツ等	2,041	2.77%	2,192	3.02%	2,348	2.76%	7.12%
合計	80,043	5.43%	86,008	5.79%	92,992	6.22%	8.12%

## 通信販売業者 倒産件数



- 伸び率の高くマーケット規模の大きい「食品」「医薬品」などはEC化率が低い・・・安全性、信頼性
- 今後のEC業界は大手の寡占化が進み、規模の小さな業者は淘汰される

# ビックカメラ … リアルの動向

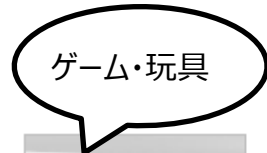
単位：百万円，%	2017年8月期		2018年8月期						
	金額	構成比	金額	内ビックカメラ		内コマ		構成比	前期比
				金額	前期比	金額	前期比		
<b>音響映像商品</b>	<b>126,904</b>	<b>16.1</b>	<b>138,601</b>	91,107	111.7	41,565	106.0	<b>16.4</b>	<b>109.2</b>
カメラ	37,926	4.8	40,979	32,544	108.7	7,405	105.2	4.9	108.0
テレビ	35,084	4.4	37,894	18,928	110.8	18,708	106.1	4.5	108.0
オーディオ	15,489	2.0	16,076	11,401	105.7	4,074	100.0	1.9	103.8
その他	18,779	2.4	23,883	17,888	132.1	5,072	116.9	2.8	127.2
<b>家庭電化商品</b>	<b>248,896</b>	<b>31.5</b>	<b>261,110</b>	140,764	106.7	117,518	103.7	<b>30.9</b>	<b>104.9</b>
冷蔵庫	37,284	4.7	38,735	17,941	103.8	20,666	104.2	4.6	103.9
洗濯機	32,244	4.1	35,021	16,699	110.5	18,283	107.4	4.1	108.6
調理家電	34,610	4.4	36,552	20,928	109.0	15,105	101.8	4.3	105.6
季節家電	51,490	6.5	55,668	23,820	108.4	31,647	107.9	6.6	108.1
理美容家電	43,841	5.5	45,523	32,808	106.6	11,886	101.1	5.4	103.8
<b>情報通信機器商品</b>	<b>245,246</b>	<b>31.0</b>	<b>263,817</b>	142,680	110.5	61,738	108.2	<b>31.3</b>	<b>107.6</b>
パソコン本体	58,879	7.5	63,769	43,761	112.8	16,216	99.9	7.6	108.3
パソコン周辺機器	23,174	2.9	25,315	14,342	111.9	6,916	110.9	3.0	109.2
携帯電話	108,457	13.7	117,330	48,868	111.2	23,510	119.1	13.9	108.2
<b>その他の商品</b>	<b>156,048</b>	<b>19.7</b>	<b>166,399</b>	112,971	112.9	23,530	111.1	<b>19.7</b>	<b>106.6</b>
ゲーム	27,352	3.5	32,630	22,200	124.0	6,196	127.9	3.9	119.3
時計	22,952	2.9	24,071	23,439	105.3	440	105.6	2.9	104.9
スポーツ用品	8,212	1.0	10,156	9,191	120.0	949	173.1	1.2	123.7
玩具	12,276	1.6	13,043	9,027	106.0	2,762	109.8	1.5	106.2
メガネ・コンタクト	5,660	0.7	6,302	6,204	110.7	-	-	0.7	111.4
酒類・飲食物	5,857	0.7	7,048	-	-	-	-	0.8	120.3
医薬品・日用雑貨	14,991	1.9	19,174	17,575	130.6	1,398	113.2	2.3	127.9
<b>物品販売事業</b>	<b>777,096</b>	<b>98.3</b>	<b>829,928</b>	487,523	110.1	244,352	106.0	<b>98.3</b>	<b>106.8</b>
<b>その他の事業</b>	<b>13,543</b>	<b>1.7</b>	<b>14,100</b>	-	-	2,038	97.8	<b>1.7</b>	<b>104.1</b>
<b>合計</b>	<b>790,639</b>	<b>100.0</b>	<b>844,029</b>	487,523	110.1	246,391	105.9	<b>100.0</b>	<b>106.8</b>

## 成長分野の積極的拡大～「その他」で2割の構成



2018年3月  
Re Collection  
(ソフマップ)

eスポーツ  
リユース&リサイクル



ゲーム・玩具



2017年11月  
ビクトイズ  
プライムツリー赤池店



2018年8月  
ビックカメラカー  
アクアシティお台場店

飲食・酒類  
医薬品

- 本体の「家電」「情報通信機器」「パソコン」などは好調に推移
- マーケットボリュームの大きい「食品・酒類」や「医薬品」などの拡大により、分母は小さいが2割増で推移



(億円)

買収年月	買収対象	買収額
2000年12月	Infoseek	90
2003年9月	旅の窓口	323
2003年11月	DLJディレクトSFG証券	約300
2004年5月	みんなの就職活動日記	
2004年9月	あおぞらカード	74
2005年6月	国内信販株式会社	120
2005年10月	LinkShare Corporation	464
2007年8月	フュージョン・コミュニケーションズ株式会社	6.73
2008年9月	結婚情報サービス「O-net」	
2009年2月	イーバンク銀行	200
2009年3月	有料動画配信サービス「ShowTime」	17
2010年1月	プライベート型電子マネー「Edy」	30 ?
2010年5月	リンクシェア・ジャパン	
2010年7月	米国「Buy.com」	275
	フランス「PriceMinister」	
2011年6月	ブラジル「Ikeda Internet Software」	
2011年7月	ドイツ「Tradoria」	

買収年月	買収対象	買収額
2012年1月	カナダの電子書籍「Kobo」	
2012年6月	スペイン「Wuaki.tv」	
	ケンコーコム	
2012年10月	アイリオ生命保険	
2012年11月	フランス物流事業者「Alpha Direct Services」	
2013年2月	アメリカのキュレーション型EC「The Grommet」	
2013年6月	米国物流会社「Webgistix」	
2013年9月	米国の動画配信サイト「Viki」	200
2014年3月	通話アプリ「Viber」	990
2014年9月	米国購買分析企業「Slice」	
2014年10月	北米「Ebates」	1060
2015年4月	電子図書館の米国「OverDrive」	500
2015年7月	バーチャル試着サービス「Fits.Me」	
2016年9月	フリマアプリ「FRIL」	
2016年10月	爽快ドラッグ	89
2016年11月	教育サービス「ReDucate」	



## 企業価値、収益性の分析

→**企業価値の伸び悩みは何を反映しているのか。**

- ・日本市場の相対的な地位、今後の市場の成長性が過小評価の要因？
- ・楽天の国内・海外事業規模比較
- ・国内EC企業が市場に評価されるようになるには。

→**一方で、積極的なM&Aを仕掛け続けている**

- ・どのようなサーチ、スクリーニングの手法
- ・現状事業とのシナジーの評価手法は
- ・買収決定にいたるプロセス
- ・買収後のPMI、マネジメント方法
- ・国内事業、海外事業で手法は異なるのか。
- ・企業価値を反映したマーケット評価をどのように意識されているか。

# アナリストによるモバイル事業の予想

- EBITDAは、2024年にプラス、単年度黒字の達成は2025年と想定
- 累積損失の解消は、2028-2029年を予想

図表 6：モバイル事業の予想

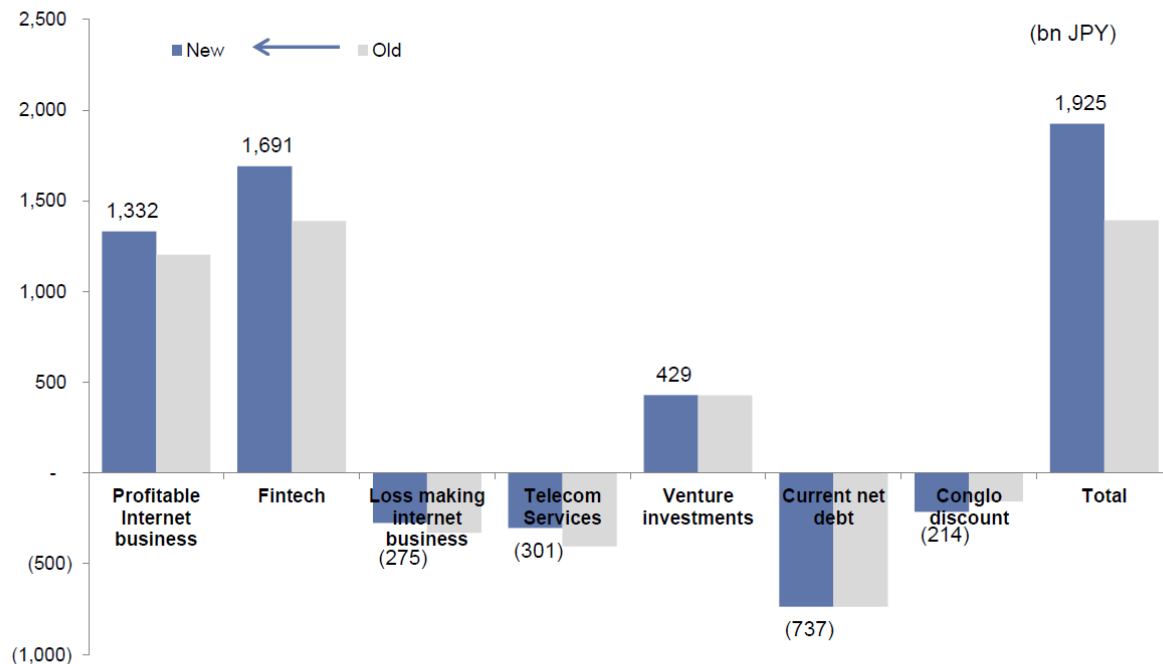
	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026	FY2027	FY2028	FY2029	FY2030
(¥bn)											
<b>Revenue</b>	<b>159.1</b>	<b>235.6</b>	<b>279.4</b>	<b>331.6</b>	<b>360.3</b>	<b>390.0</b>	<b>405.2</b>	<b>425.3</b>	<b>443.9</b>	<b>463.5</b>	<b>472.2</b>
<b>Communication Revenue</b>	<b>99.1</b>	<b>160.6</b>	<b>194.4</b>	<b>231.6</b>	<b>260.3</b>	<b>290.0</b>	<b>305.2</b>	<b>325.3</b>	<b>343.9</b>	<b>363.5</b>	<b>372.2</b>
ARPU	2500	3500	3400	3400	3300	3300	3200	3200	3200	3200	3100
# of Subs(mn)	3.30	4.34	5.19	6.17	6.98	7.66	8.23	8.71	9.20	9.73	10.29
gross ads	1.2	1.5	1.7	2	2	2	2	2	2	2	2
chum	0.4	0.5	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
monthly chum rate	1.00%	1.00%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.40%	1.30%	1.20%
<b>Handset Revenue</b>	<b>60</b>	<b>75</b>	<b>85</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
Handset Price	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000	50000
<b>Cost</b>	<b>220.9</b>	<b>302.2</b>	<b>349.7</b>	<b>413.9</b>	<b>403.3</b>	<b>382.7</b>	<b>340.8</b>	<b>319.0</b>	<b>299.2</b>	<b>313.9</b>	<b>329.9</b>
SAC	28.8	36.0	37.4	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
SAC (JPY/Subs)	24,000	24,000	22,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000
D&A	15.0	31.7	50.8	65.0	76.7	88.3	93.3	94.2	100.8	112.5	126.7
Roaming Fee	89.2	128.5	140.0	166.7	140.6	104.4	54.9	29.3	0.0	0.0	0.0
Network Fee etc	23.9	23.6	27.9	33.2	36.0	39.0	40.5	42.5	44.4	46.3	47.2
Personnel Cost	10	15	17	19	20	21	22	23	24	25	26
# of employee	1000	1500	1700	1900	2000	2100	2200	2300	2400	2500	2600
Handset Cost	54	68	77	90	90	90	90	90	90	90	90
<b>OP</b>	<b>(61.8)</b>	<b>(66.6)</b>	<b>(70.2)</b>	<b>(82.3)</b>	<b>(43.0)</b>	<b>7.2</b>	<b>64.4</b>	<b>106.3</b>	<b>144.7</b>	<b>149.6</b>	<b>142.3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(46.8)</b>	<b>(34.9)</b>	<b>(19.4)</b>	<b>(17.3)</b>	<b>33.7</b>	<b>95.6</b>	<b>157.8</b>	<b>200.5</b>	<b>245.5</b>	<b>262.1</b>	<b>269.0</b>
<b>CAPEX</b>	<b>(90.4)</b>	<b>(115.0)</b>	<b>(130.0)</b>	<b>(95.0)</b>	<b>(80.0)</b>	<b>(80.0)</b>	<b>(105.0)</b>	<b>(105.0)</b>	<b>(155.0)</b>	<b>(155.0)</b>	<b>(155.0)</b>
<b>CF</b>	<b>(137.2)</b>	<b>(149.9)</b>	<b>(149.4)</b>	<b>(112.3)</b>	<b>(46.3)</b>	<b>15.6</b>	<b>52.8</b>	<b>95.5</b>	<b>90.5</b>	<b>107.1</b>	<b>114.0</b>
<b>Accumulated Profit/Loss</b>	<b>(61.8)</b>	<b>(128.4)</b>	<b>(198.6)</b>	<b>(281.0)</b>	<b>(323.9)</b>	<b>(316.7)</b>	<b>(252.3)</b>	<b>(146.0)</b>	<b>(1.3)</b>	<b>148.3</b>	<b>290.6</b>
<b>Accumulated Cash out</b>	<b>(137.2)</b>	<b>(287.1)</b>	<b>(436.5)</b>	<b>(548.8)</b>	<b>(595.1)</b>	<b>(579.5)</b>	<b>(526.7)</b>	<b>(431.3)</b>	<b>(340.8)</b>	<b>(233.6)</b>	<b>(119.6)</b>

出所：クレディ・スイス予想

# ■ アナリストによるSOTP分析

- 主力のECビジネス1.3兆円と金融事業1.7兆円が企業価値を牽引
- 赤字事業、モバイル事業、コングロマリットディスカウントがマイナス価値

各事業の新旧企業価値 (25/12期ベース)



## 楽天 アナリストレポートから読み取れること

- 主力の楽天市場と金融事業は高く評価されており、お互いのシナジーも強い関係にある。
- 一方の赤字事業、モバイル事業が全体の価値を毀損する結果になっている。
- 事業ポートフォリオとしては、赤字事業を抱えることは市場のプレッシャーも強くなると想定されるが、長期的視点では新規事業分野への積極的な投資として評価されるべき。
- また赤字事業は、対処すべき課題が明確で人材育成の場としても重要。
- 今回投資の減損が発生したように、投資事業の評価額がPLに直接影響を与えるのは事業計画が立てにくいのではないかと懸念される。

## 業績と企業価値の相関について

Q： 短期的にはモバイル事業への先行投資やなどで減益となっている一方で、既存事業は順調に成長を遂げている状況かと存じます。この状況が株式市場、投資家からは現状では大きな評価をえられていない点について、ご理解をお話いただけますでしょうか。

A： 決算自体はそんなに悪くない、しかし株価980円はピークの半分程度。投資判断と評価は別物で3つのポイントがあると考えている

### ① ロジックで説明可能か。

SOTP、DCFに代表される価値評価手法での評価は企業側と投資家で異なる場合がある。例えばLyftへの投資はトータルでは利益を上げているが、投資家は短期的な損失を重視して評価できない場合がある。モバイル事業は免許もあって実態では価値はマイナスにはなりえなくても、投資家は評価しない場合がある。投資家側の方針だったり、リソースの問題もあり、多くのビジネス領域をカバーするだけの余裕がないという実態もある。それでもEコマースもしくは金融だけでも1兆円の評価ができるという人もいる。

### ② ストーリーを理解してもらえるか

ロジックで理解しても手が出せない投資家がいる。これは何故かという、やはり新規事業の領域の不確実性が高いという判断がある。不確実性が高くても投資する人もおり、夢やストーリーを理解する人もいればできない投資家もいる。例えば仮想化ネットワークの技術はCiscoなどからも高く評価されている。

### ③ タイミング

1・2をともに理解する投資家がいなかったとしても、次にタイミングとしてWhy nowという考えになる。例えばモバイルの料金プランは3月3日頃には発表される見込みであるが、それまでは買わなくても良いのではないかと

- ・ 携帯キャリアに参入するという発表前に1200円あった株価があれから2年半たっているが、まだ投資家が動けない状況。多くの場合は、**インフラが先あってサービスレイヤーというように上流から下流に参入するが、楽天の場合は逆にインフラに入っていき**ということにはなるが、**ストーリーとしてはきれいだと**考えている。
- ・ 個人向け金融はカード事業では圧倒的にNo. 1で安定。Eコマースも価値ある形でできており、アマゾンに比べて個客満足度も高い。しかし**モバイルを理由に買えないというのが今の現状**。



## 業績と企業価値の相関について②

Q：「メンバーシップバリュー」という指標を企業価値を測る指標として 取り入れられて順調に伸びていますが、一方で株式時価総額は数年来横ばいの状態が続いております。この相関関係についてどのようにご理解されていますでしょうか。

A：メンバーシップバリューは、一人当たり将来利益の割引現在価値で算出する。ただ、今赤字の事業であってもマイナスにはしていない。長期的には心配はしていない。

- 楽天の場合は、日本電産との比較であれば、**一つの事業を深堀する電算とは異なっていて、あさっての方向に進み違う事業領域にイノベーションがあるとの考え**でやっている。**新規事業の参入後にはどうしてもハレーションが起こる**。モバイルについては価値につながると考えている。
- 当初から、**マーケット評価との相関がすぐにあると期待したわけではない**。また事業の評価に社内での指標となるように方針として示している。メンバーシップバリューを上げるために会社の指針を示す形で活用している。マーケット部門とすり合わせをして、割引率を決めたりしている。LTVについては、**マーケティングコストの投下に際してどの事業に配分すべきかの指標として活用している**。
- 例えばEコマースのLTVは低い**が、逆に金融では高くなる一方で顧客獲得にお金がかかる**。したがって、**自社のEコマースユーザーから金融事業に誘導することが大事になるので、それぞれの事業が楽天経済圏の意義を考えて役割分担を果たしている**。初期はユーザーはEコマースのみであったが、ユーザーが周りにあって、そこを取り込んでいく必要がある。

(加賀谷先生) 計算の諸前提については、社内ではどのように設定しているのか？

- マーケット部門とすり合わせをして、割引率を決めたりしている。LTVについては、**マーケティングコストの投下に際してどの事業に配分すべきかの指標として活用している**。

## 海外展開について

Q： 海外事業に対しては、投下した資本に比してリターンはまだ今後に期待する状況です。海外事業からのリターンをどのように高めていくか、中期的な方針や施策についてご存じの点があればお聞かせいただけませんか。

- 将来的に、国内事業と海外事業の比率をどのようにしていくのか方針はございますか。また、海外事業について、今後、特に注力されていく地域はございますか。

A： 海外展開においてもEコマースから獲得して、広げていく戦略だった。しかし各国におけるEコマースの成熟度もしくはGiantが既にいるということがわかって、3、4年前にやり方を変えた。**まず会員IDのデータが欲しいので、通信サービスのViperの買収で1万人のIDデータを獲得した。**

- モバイル事業については、仮想化ネットワークはソフトウェアネイティブでインターネットと親和性が高い。**今度はモバイルのキャリア事業が顧客獲得のマシンになってくれると期待している。**シンガポールのキャリアに技術供与をする話も進んでいる。
- 海外売上高比率70%を目指すといっていた時期もあった。いまは**国を決めてある程度強い地域に限定する方針に転換**しており、米国と台湾でうまくいきつつあり、欧州でも可能性はある。
- 中国はバイドゥと提携していたがうまくいかなかった。これは物流のインフラが整っていなかったことが原因で、ある程度基盤が整っている国が良い。

## 食品事業への取組み、EC事業の強化策について

Q： 国内消費では食品の割合が大きいですが、リアル店舗をやることは考えていないか。

A： 食品はSEIYUと提携しているのがメイン。生鮮食品はオイシックスのようなサービスをやっていた。加工品、米、調味料というところは大きい市場であり、既存の楽天市場でも力を入れている。

**92%がいまだにオフラインであり、消費だけでなく決済などサービス等を拡げていき、すべてターゲット**にしている。

Q： 著書にも記述があったが、Yahooなどに比べて個客単価を高める取組みについて教えて頂きたい。

A： **ECコンサルタント、楽天大学というセミナー、経営コンサルという施策でコミュニティを形成している**。カリスマ店長が別の店の店長を教えに行くなど、他社にはない場の力があるのが強みである。

## M&A手法、子会社管理①

Q： 買収事業の運営方針についてお聞かせ頂けますでしょうか。会社の自律性をどの程度維持されるのでしょうか。また、楽天本体との融合を優先する場合もあるでしょうか。

A： MAのエクゼキューションやPMIは事業側の人間が主にやっており、コーポレートのシステムや人事がこれを支えている。独自の取り組みということは特にはないが、**楽天経済圏とのシナジーがあるかというのが買収の決め手**となる。

Q：（加賀谷先生）買収候補のリストを管理されているのでしょうか？

A： リストについては、事業部側もコーポレートもそれぞれが持っている。コーポレートがスクリーニングをするとう目線はあって、投資委員会で審議をしている。また、社外取締役の久寿良木さんからは多くのコメントをもらっている。

- **買った会社の評価も継続的にやっており、売却する事例も出てきている。**

Q： 2019年4月以降、セグメント構成、会社のグルーピングを明確にされた意図についてご教示いただけますでしょうか。子会社に意思決定権限の委譲を進められるのでしょうか。

A： **楽天モバイルについては、設備投資によりアセットがHeavyになっている。ガバナンスとしてB/S分析をしていく必要がある**と考えていた。そこで、分社化して、インターネットとも金融とも分離している。

- **マネジメント・アプローチとして経営資源の意思決定の単位をリスクとリターンも違う事業のB/Sを分けるということが可能になった**。10年前からやりたかったことで、真の事業管理ができる体制が整った。

## M&A手法、子会社管理②

Q： 日本企業の中では、大変積極的なM&Aによって、多くの成果をあげられております。これほど多くのM&A案件を遂行する上で、買収案件を担当する部署、PMIを担当する部署をどのように整備されていらっしゃるでしょうか。また、M&Aを遂行する上での御社独自の取り組みがございましたらご教示いただけますでしょうか。

A： **買ってほったらかしということは決してなく、経営陣を送り、買って吸収合併ということもある。買収に至るには文化も規律も統合する必要があり、毎週朝会を開催して、浸透させている。**

Q： M&Aにおいて、投資事業もしくは持分法適用法人とする場合と、子会社化する事業では既存事業とのシナジーなどを考慮して判断されるのでしょうか。株式保有比率や投資を決定する上での方針などございましたら教えて頂けますでしょうか。

A： **事業シナジーが目的であれば、100%を買うというのが昔からの姿勢**である。ただし、中にはグルナビなど持分法適用もあり、お互いに果実を得るという場合である。

## ガバナンス

Q： 三木谷社長の優れたリーダーシップによって今後も会社をけん引されていくことが期待されますが、社外取締役の方々の事業へのアドバイスやガバナンスがどのように機能しているのか、ご存じの範囲でお話をお聞かせいただけますでしょうか

A： **三木谷さんは自信は止めてくれる人が欲しい**のだと思う。早期から社外取締役に入ってもらっていて、CCCの会長など社外の方の意見、知見がすごく大事だと思っている。

- ・ 久夛良木さんからコメントがでるが、三木谷さんからリスクを伝えたくて、リスクをとってでもやるという説明をして納得してもらって実行するケースがある。
- ・ ガバナンスにおいては、2016年までは月の定例取締役会や臨時役会含めて年間20回（＋ランチ）という頻度で実施していた。カルパスから、多すぎるので重要な案件に絞るべきだとの意見が出た。これを受けて、**社内取締役を2名、社外主体にして、定例役会を3か月に1回、ただし1日にして午前中に審議を行い、午後は議論の場として活用**している。

# 楽天 インタビューを通して学んだこと

## 経営手法

- 楽天は、創業者である経営者が、強力なリーダーシップを発揮してスピードの速い経営を行っているが、「メンバーシップバリュー」という事業評価の指標を確立し、M&A後の企業文化の一体化などでも大きな成功を収めていることが分かった。
- 常に新しい事業領域にイノベーションを求めて参入することで成長を目指す経営姿勢は、従業員の起業家精神を養い、企業活力を維持する上で大変意義のある取り組みではないかと考えた。一つの事業領域を深掘りして他の追随を許さずに成長ストーリーを描く日本電産とは対極の手法であるが、どちらの企業もM&Aを企業の成長に最大限活かすことに成功している。ただし、市場の評価においては、モバイル事業参入リスクを消化できない楽天の評価は、大きく割り引かれている。
- M&Aやモバイル事業参入を通じた楽天経済圏/エコシステムの拡大という企業価値創造のストーリーを投資家や顧客がわかりやすい形で説明し続けることで、市場における評価もさらに高まっていくものと思える。

## ガバナンス

- 三木谷さんの強烈なリーダーシップによる経営手法が最大の長所であり、弱点でもあるため、更なる企業ガバナンスの強化を通じて企業価値向上を図ることが可能ではないかと考えた。



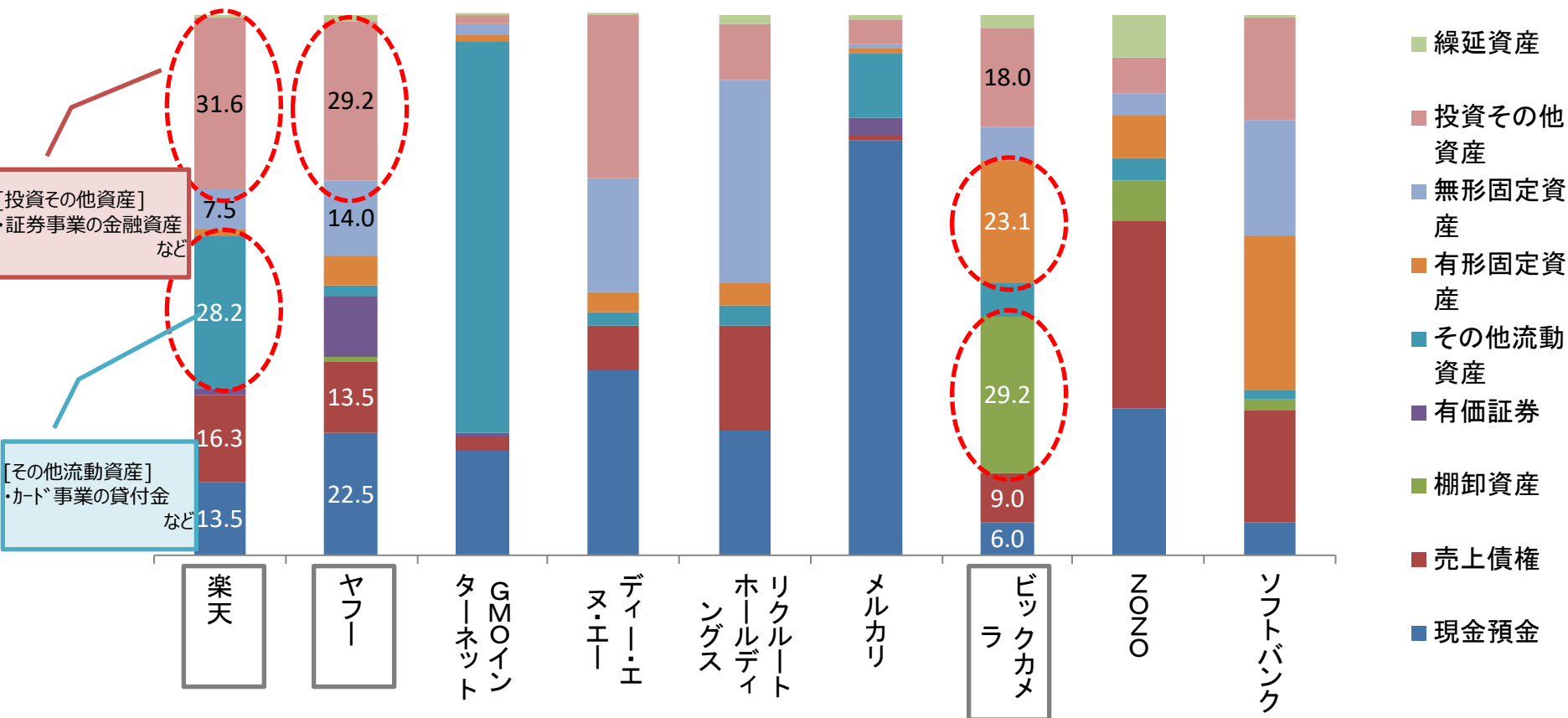
## 財務比率比較

	楽天	ヤフー	ビックカメラ
流動比率	83.08	220.31	117.03
自己資本比率	10.6	37.5	42.6
売上高営業利益率	15.47	14.72	3.21
売上高当期純利益率	12.92	8.24	2.03
ROA	1.93	3.20	5.39
ROE	19.52	8.59	13.58
総資産回転率	0.15	0.39	2.31
PER	8.35	19.45	11.37
PBR	1.68	1.99	1.51

## 企業価値評価

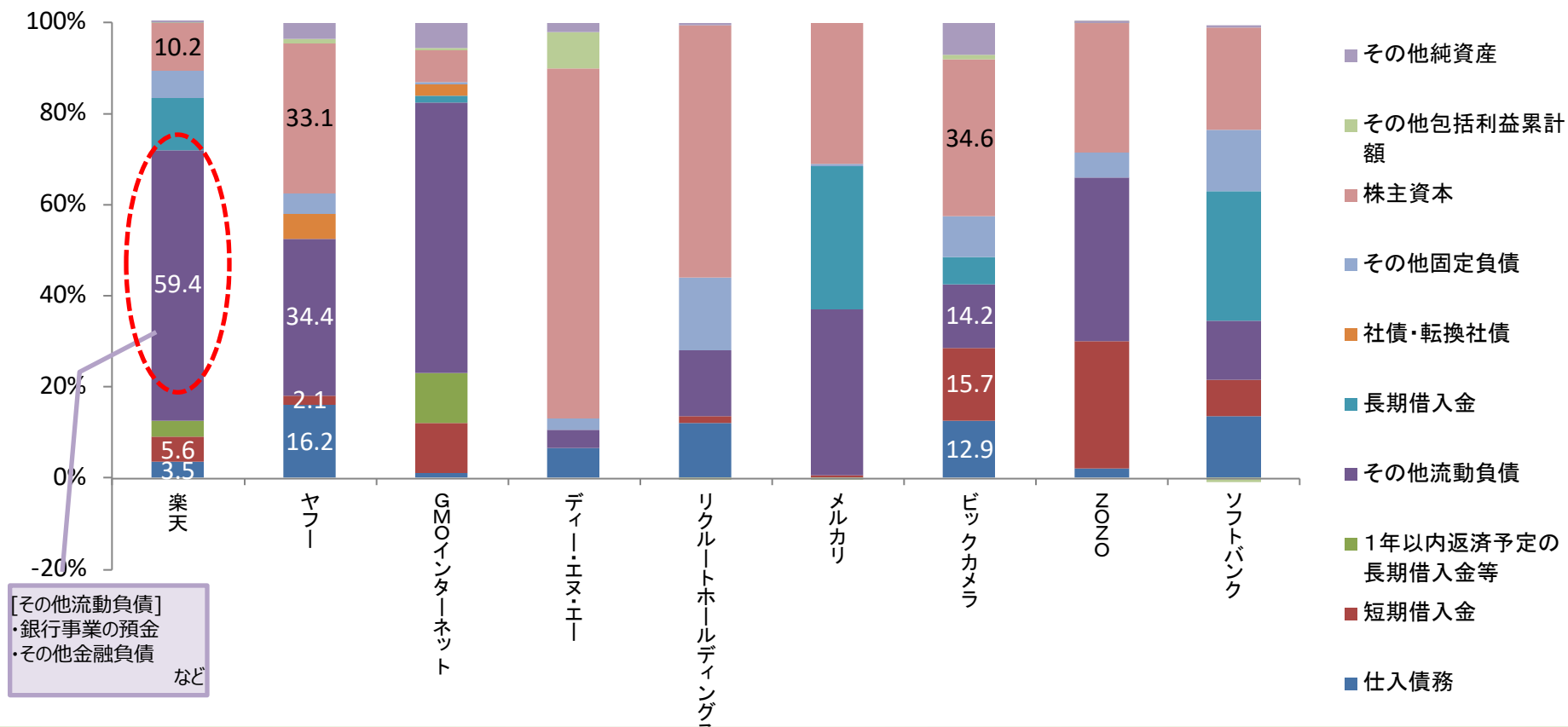
	①	②	③
短期安全性	ヤフー	ビックカメラ	楽天
長期安全性	ビックカメラ	ヤフー	楽天
収益性	楽天	ヤフー	ビックカメラ
効率性	ビックカメラ	ヤフー	楽天
成長性	ヤフー	ビックカメラ	楽天
EVA			
MVA			

# 「資産」クロスセクション分析

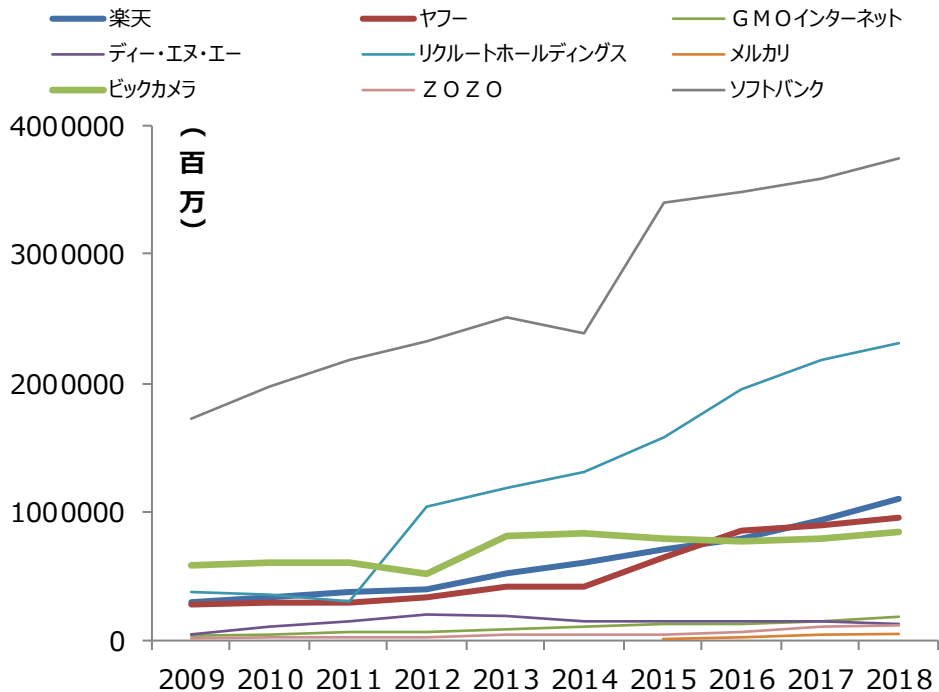




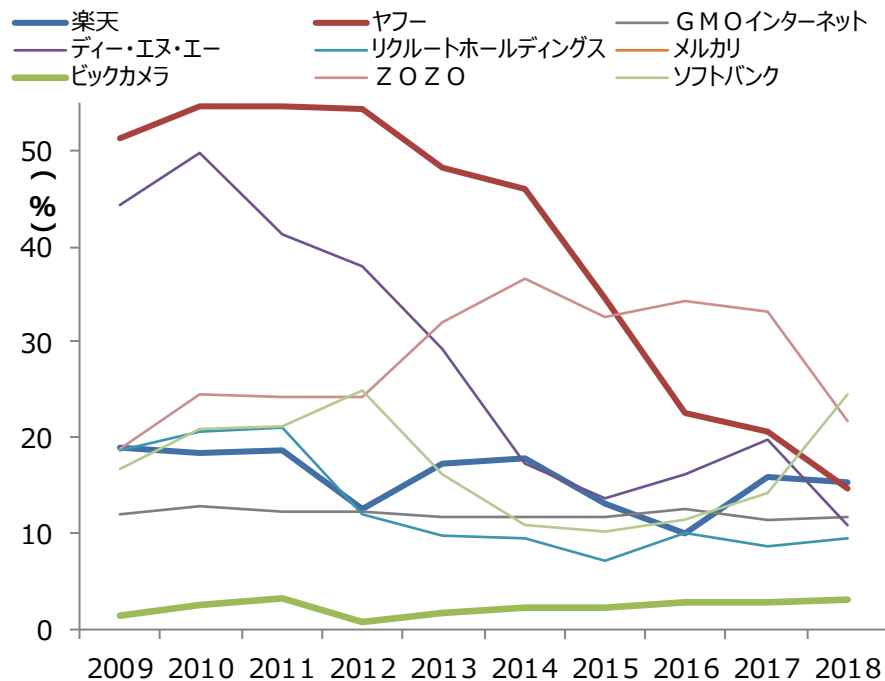
# 「負債・純資産」クロスセクション分析



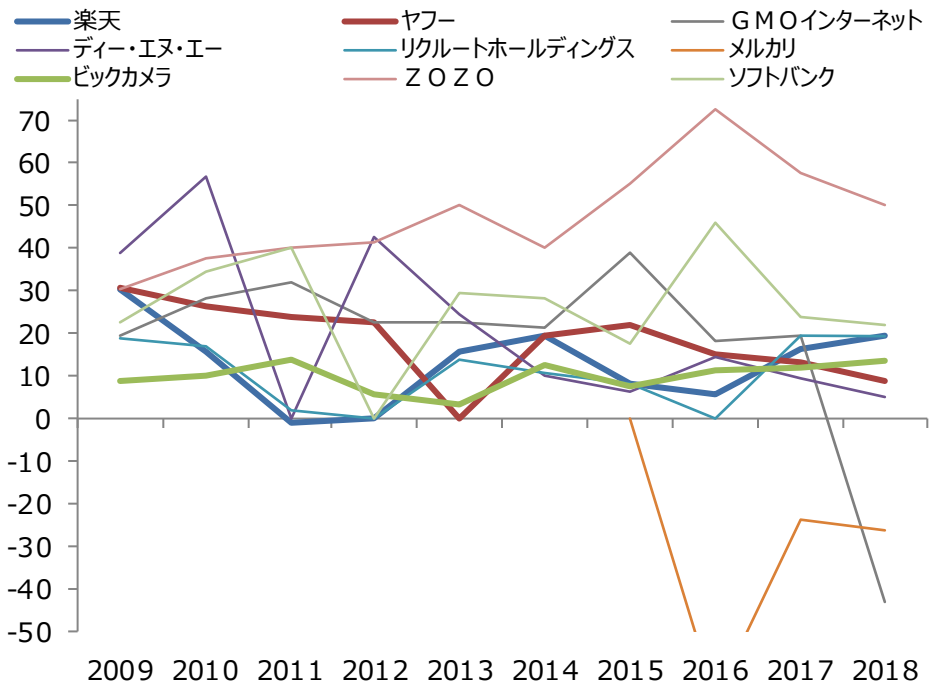
## 売上



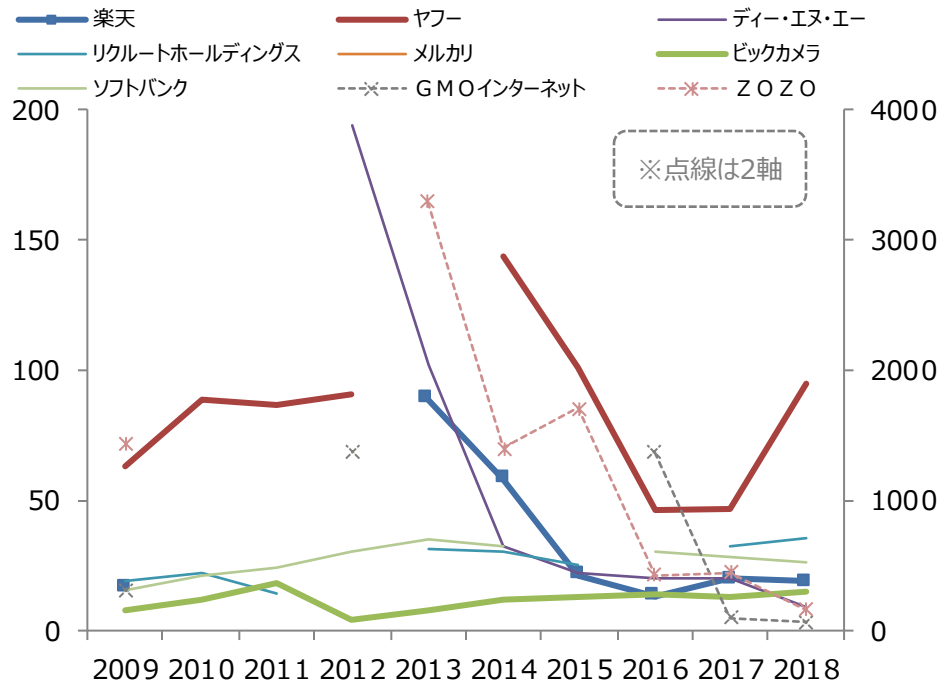
## 売上高営業利益率



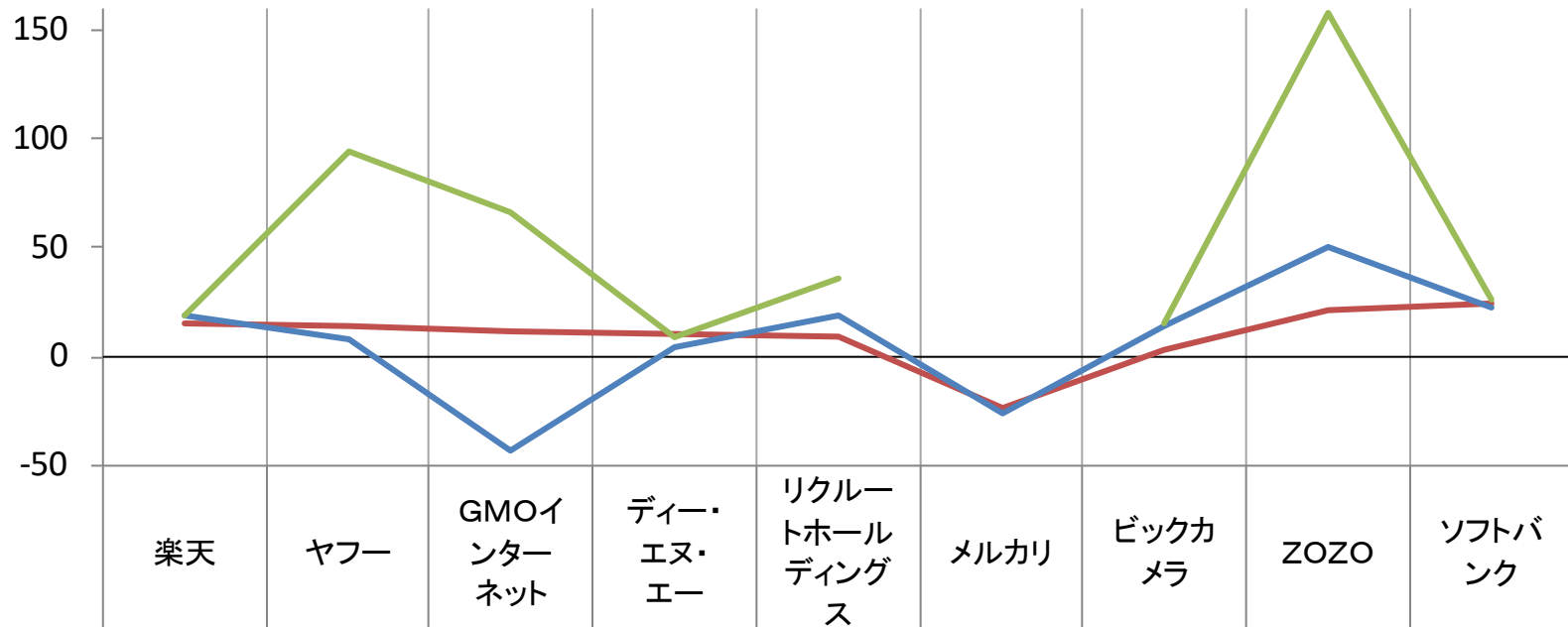
## ROE (自己資本利益率)



## ROIC (投下資本利益率)



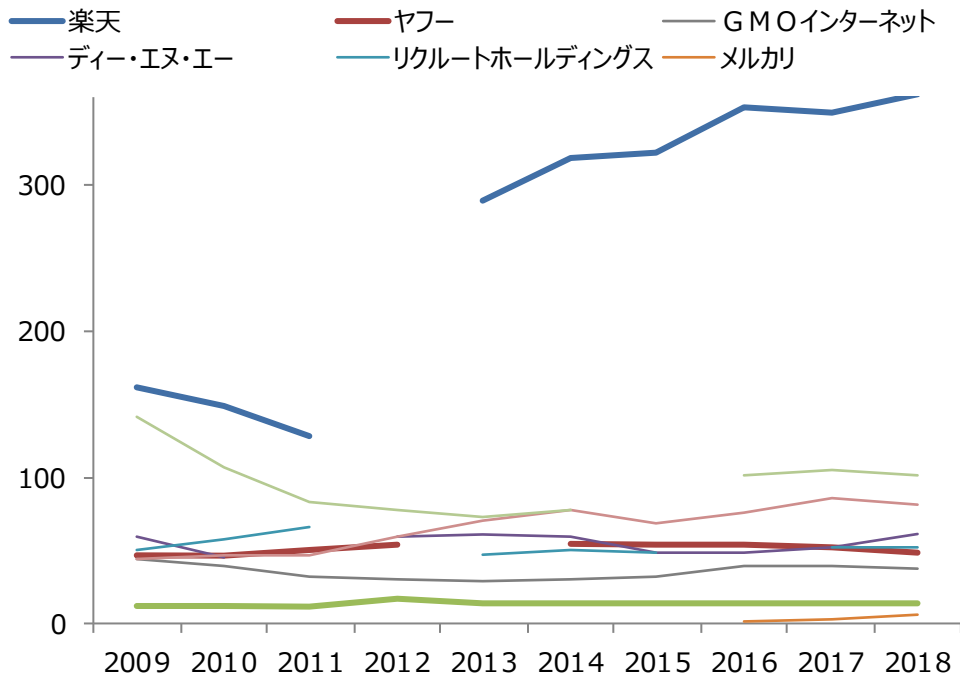
# 収益性クロスセクション分析



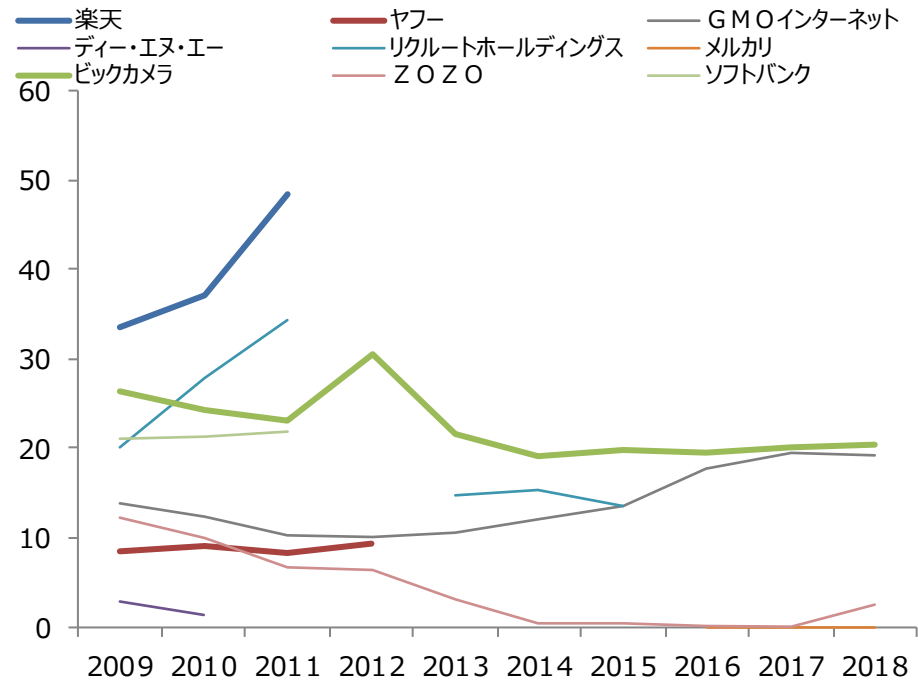
営業利益率 2018年	15.47	14.72	11.77	10.89	9.65	-23.51	3.21	21.67	24.51
ROE 2018年	19.52	8.59	-43.08	4.94	19.35	-26.13	13.58	50.46	22.04
ROIC 2018年	18.99	94.38	66.46	9.03	35.48		15.25	157.98	26.11

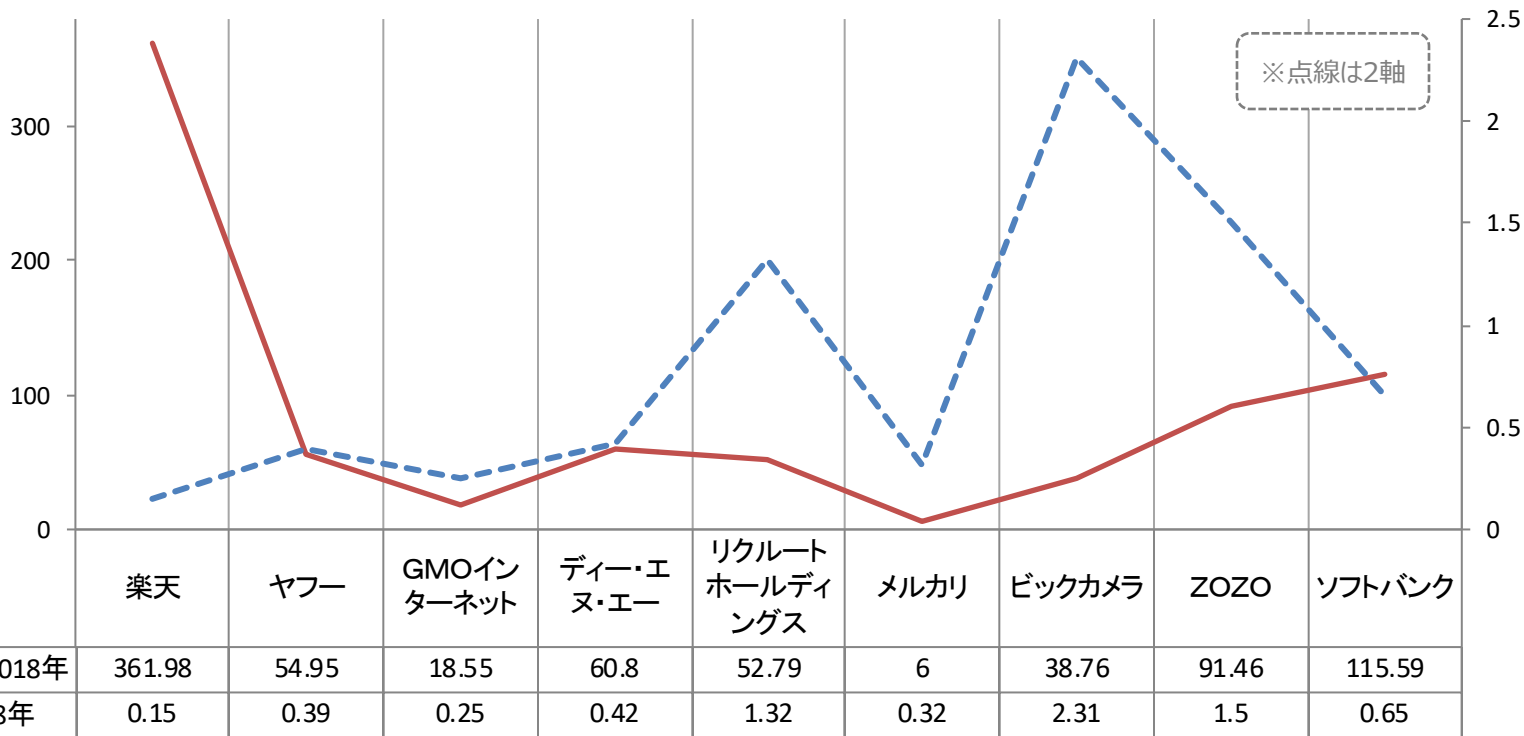


## 売上債権回転日数



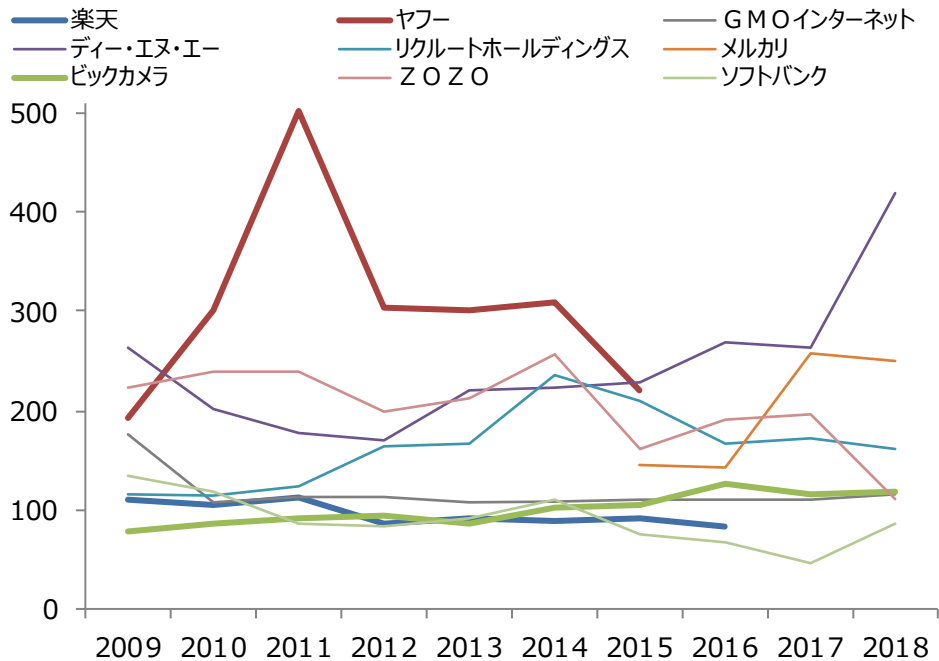
## 仕入債務回転日数



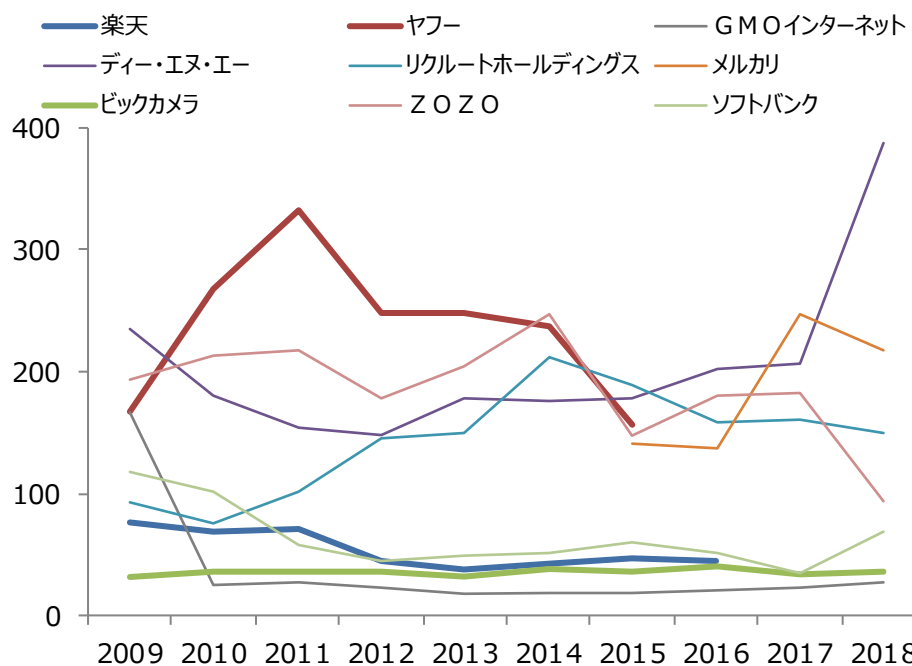




## 流動比率



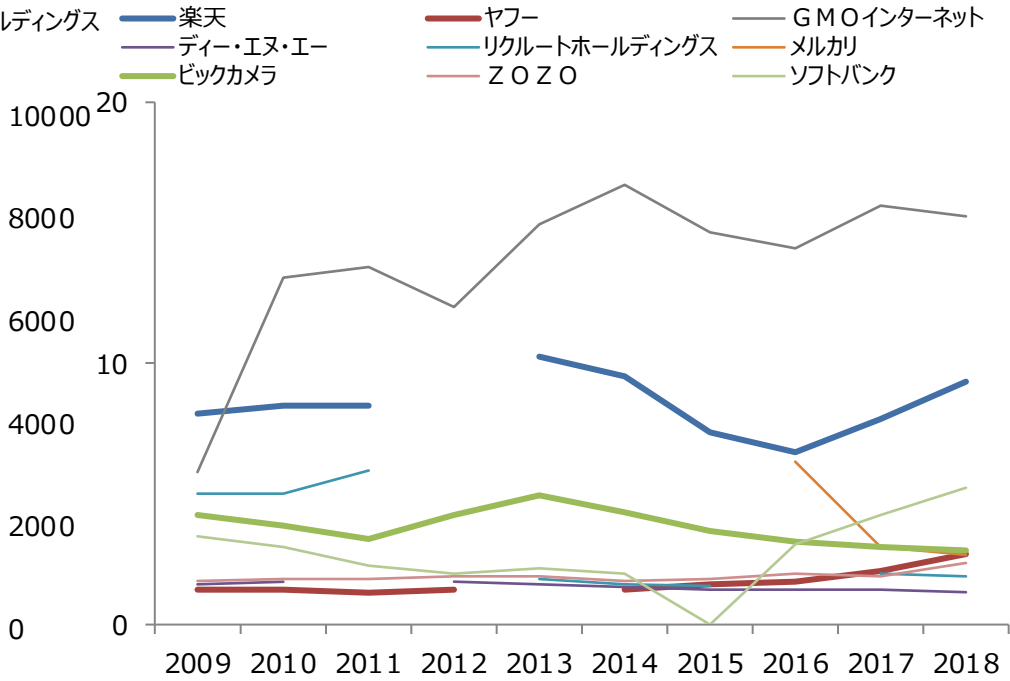
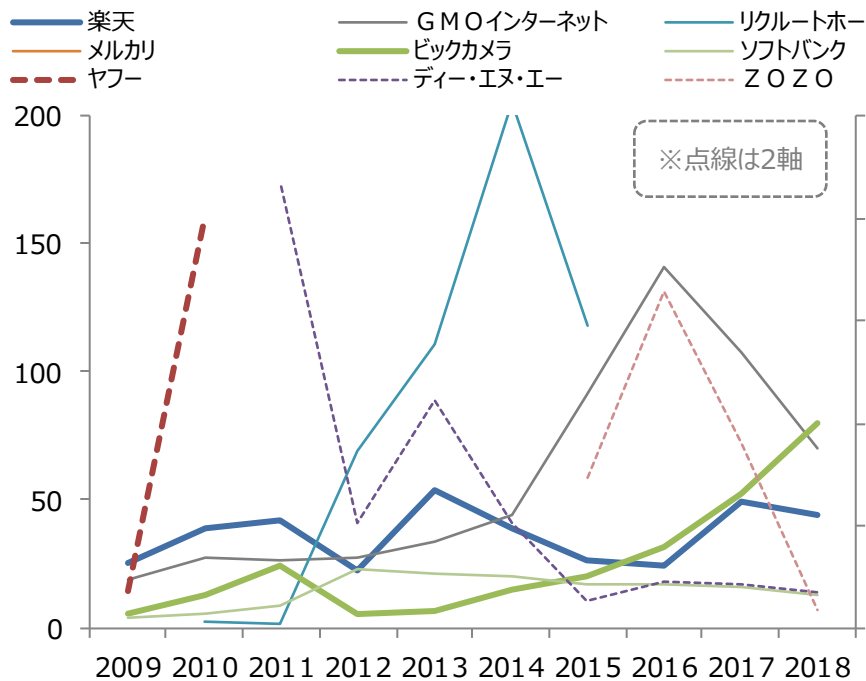
## 当座比率



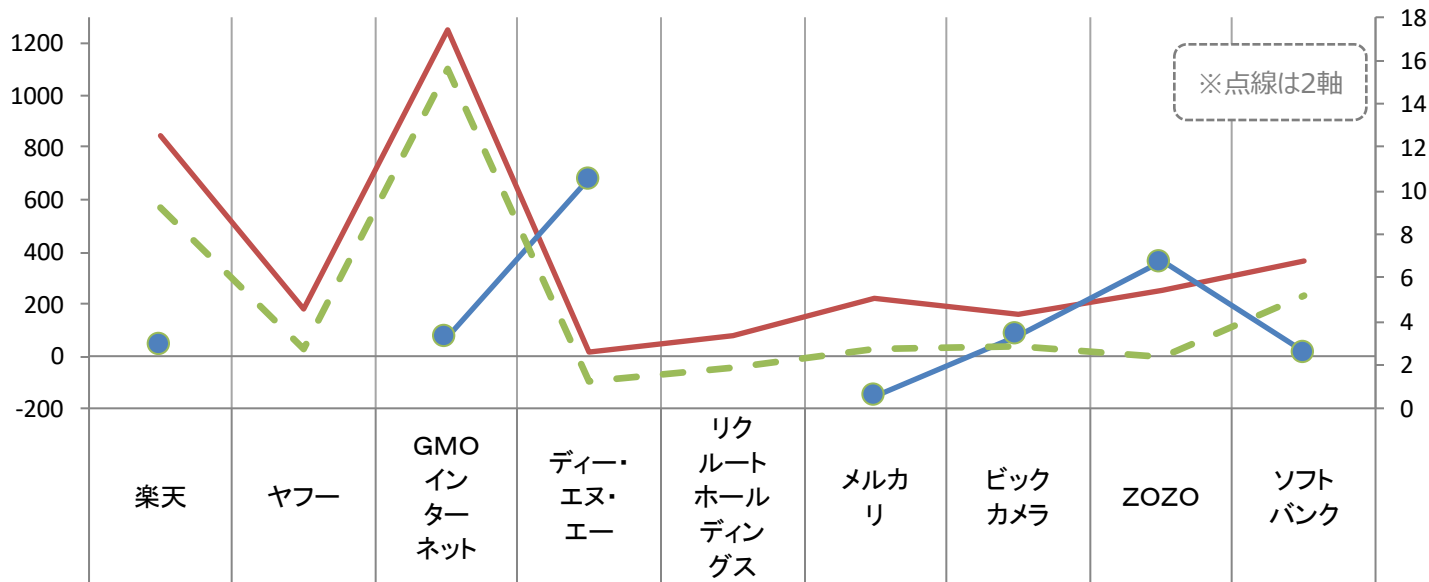


## インタレスト・カバレッジレシオ

## 財務レバレッジ



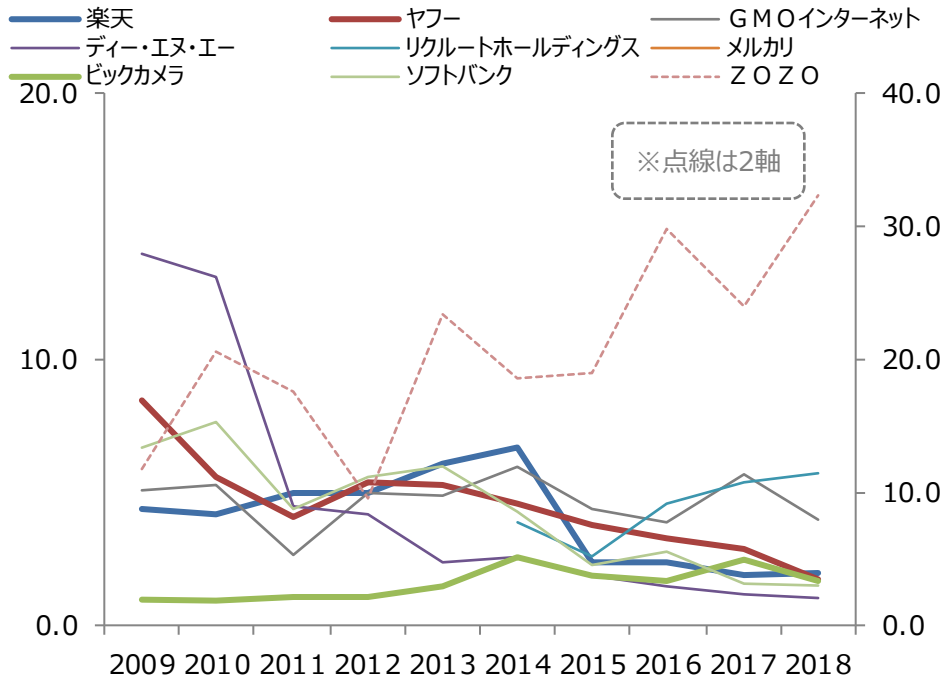




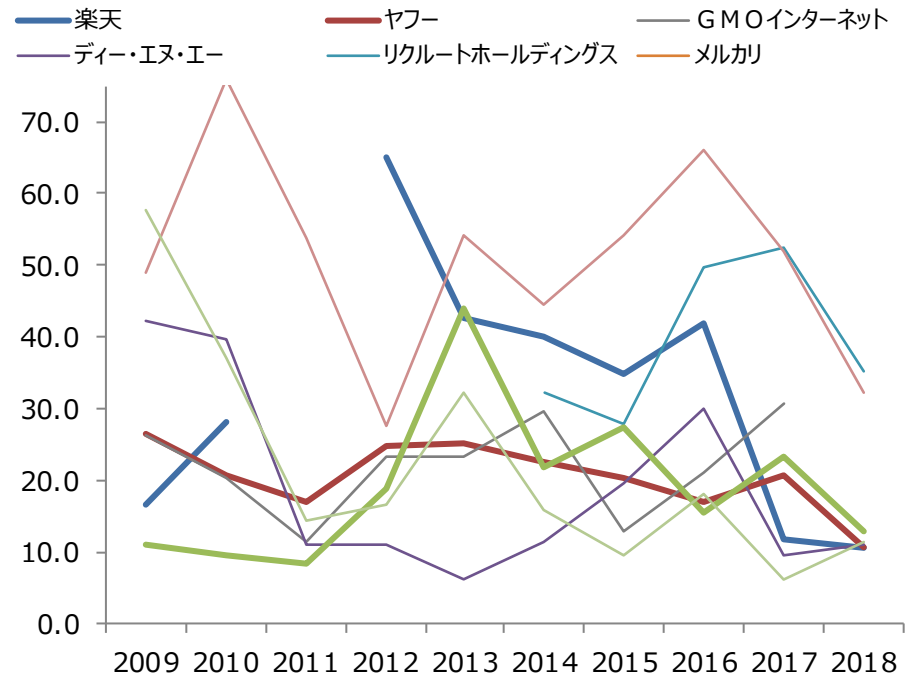
負債比率 2018年	848.16	185.64	1251.73	15.73	80.43	221.35	161.49	249.73	361.69
インタレスト・カバレッジレシオ 2018年	44.19		70.68	681.1		-154.91	80.07	361.32	12.96
財務レバレッジ 2018年	9.28	2.7	15.62	1.24	1.84	2.67	2.84	2.36	5.24

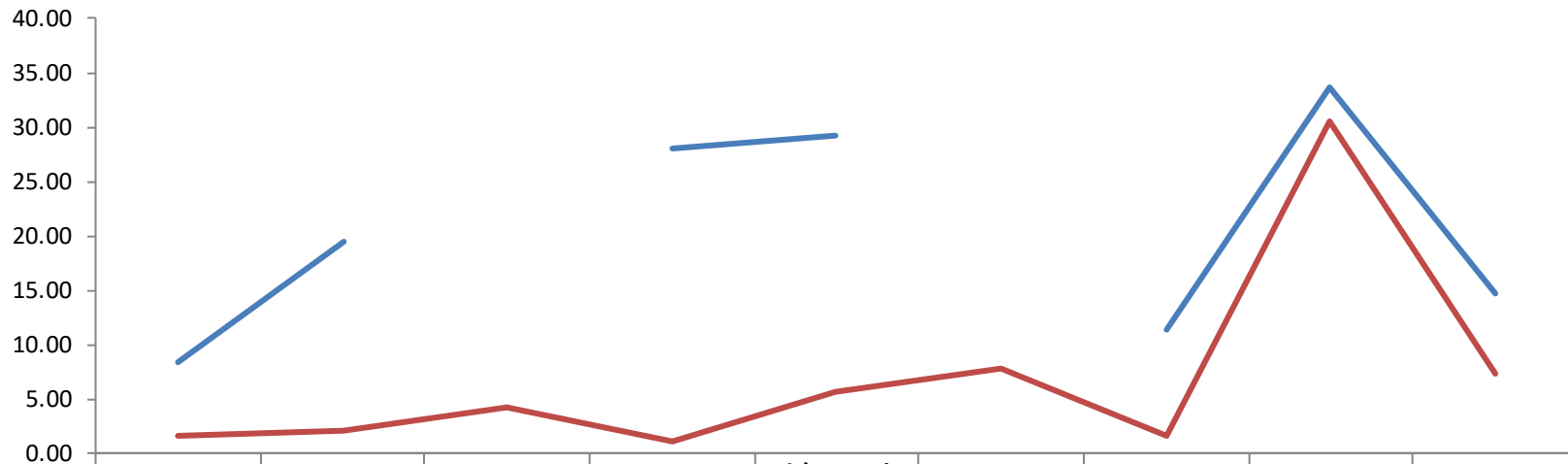


## PBR



## PER





	楽天	ヤフー	GMOインターネット	ディー・エヌ・エー	リクルートホールディングス	メルカリ	ビックカメラ	ZOZO	ソフトバンク
— PER 2018年	8.35	19.45		27.90	29.17		11.37	33.61	14.74
— PBR 2018年	1.68	1.99	4.23	1.07	5.53	7.87	1.51	30.49	7.33

### 3. 自社に持ち帰りたい点

1. ソニーグループの経営を支える“ファイナンス・リーダーシップ”人材としての心構え
2. 持続的な企業価値創造ストーリーの分かり易い説明への落とし込み
3. M&Aを通じた企業価値向上のための社内体制の整備
4. 研修を通じて得られた横の繋がり活用によるネットワーク価値向上

# “ファイナンス・リーダーシップ”人材としての心構え

持続的低収益から持続的成長に向けて、**経理実務（スーパー経理部長）**に留まらずに多様なステークス・ホルダーとの協創を志向する人材へ

- ・ ファイナンス理論の基礎、実践についてブラッシュ・アップを欠かさない
- ・ 結果である経理実績に対する深い理解を基礎に、将来を洞察する力を養う
- ・ 経営数値のみに偏らず、多様なステークス・ホルダーを対象としたIR/CSRに取り組む
- ・ 事業毎のインビジブル・バリューの顕在化に向けたIRの取組み（例:セグ別CF分析）

## 経営の女房役たるのCFO人材としての姿勢

- ・ 壁にぶつかった時にスマートに身をかわさない。真摯に向き合う
- ・ 管理者と経営者の違いを意識
- ・ ポケットに辞表を入れて企業価値を守るという気概



「人に近づく」経営方針を自らが理解し、分かり易く伝えられるようになる

- 事業ポートフォリオ戦略に関するビジネスモデルを経営方針に照らして理解し、社内外で伝えられるようになること
- 経営方針「人に近づく」と新たなキーワード「リモート」のソリューションを各事業のビジネスモデルにどのように繋いで価値創造ストーリーを説明ができるか

多様なビジネスを手掛ける意味・価値をビジネスモデルとして説明ができるか

- ソニーが取組むことによるビジネス間の相乗効果、付加価値を測ることができるか
- 本社のビジョンをビジネスグループといかに共有し、グループ力を強化できるか



## M&Aを活用した企業価値向上を効果的に機能させるための方策を実践

- 多くの事業部門でM&Aを行っており、特にコンテンツIPの強化は重要領域
- 成功したM&Aもあれば、多くの失敗事例も積み重ねている。その研究が必要
- ソニーエリクソンの100%子会社化においては、のれんの減損、多額のリストラ費用を計上し、株主資本を大きく棄損する結果に。
- 税務や会計的な断面でM&Aに携わることが多かったが、研修での学びをもとにソニースタイルの欠点を改善し、企業価値の向上に繋げていく必要があると考える。

### <改善ポイント>

- 事業部門によっては、PMIの体制が弱い。体制・知識の蓄積と実践が必要
- 買収後の子会社経営、IPR管理が各事業会社任せの場合がある
- 当初の想定と実績の比較を事後的に十分に検証できていない
- 成功事例のみならず、失敗した事例の研究から学ぶ必要



東京海上HD、楽天、日本電産、テルモ、コカ-Colaの事例スタディを活用して、企業価値創造ストーリーと融合した形でM&Aを有効活用できる体制を整備する

研修を受講した何よりの成果は、企業価値向上の施策についてメンバー間で情報共有できること

- 参加企業の方々の企業価値創造ストーリーを直接聞くことができたことは大変な財産となりました。ありがとうございました。
- AGC後藤さんには、弊社までご足労頂きありがとうございました。テーマは経理組織の集約に関する話でしたが、説明を通じて自分自身も大変勉強になりました。

会社や業界の壁を越えて、先進的な施策、成功・失敗？事例を共有

- 先進的な施策、成功／失敗事例を共有、マネすることで日本流の新たな価値創造プロセスを作っていきたい
- 本研修参加者間の情報交換や会社訪問は無料でできてしまう！講義を聴けるだけでなく、さらに情報が取り放題になるなんて、すっかり元がとれます。

⇒ 弊社のことについてご質問や興味、ちょっと会社が見たいなど、ご要望があれば  
[Shogo.Nikaido@sony.com](mailto:Shogo.Nikaido@sony.com) までお気軽にご連絡下さい。



**講師の皆様、事務局の皆様、そして同級生の皆様。  
約1年間にわたり、ありがとうございました。**