

# 戦略的 I R

## —投資家と企業との対話事例—

2019年11月16日

一橋大学財務リーダーシップ・プログラム（HFLLP）C 第7セッション

## 市川 祐子

元楽天（株）IR部長

アライドアーキテクト（株）社外取締役

マーケットリバー（株）代表取締役

# 自己紹介

市川祐子（いちかわ ゆうこ）

マーケットリバー株式会社 代表取締役

- 93年 NEC入社。02年の半導体部門(旧NECエレクトロニクス) 分社と翌年の上場・IR等を担当
- 05年 楽天株式会社入社。ひとりIRからIRチーム立上げ及び財務企画に従事。16年 同社IR部長、17年6月退社
- 18年3月 アライドアーキテクト株式会社 社外取締役（現任）
- 約15年間にわたり2社でIR、資金調達（株3回、SB1回、CB1回）、一部上場準備（2回）を経験
- Institutional Investor誌において5年連続 Best IR Professionals Top 3ランクイン（セクター別）
- 経済産業省 企業報告ラボ企画委員  
持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会（伊藤レポート2.0）委員
- 慶応義塾大学工学部卒
- 著書『楽天IR戦記 「株を買ってもらえる会社」の作り方』

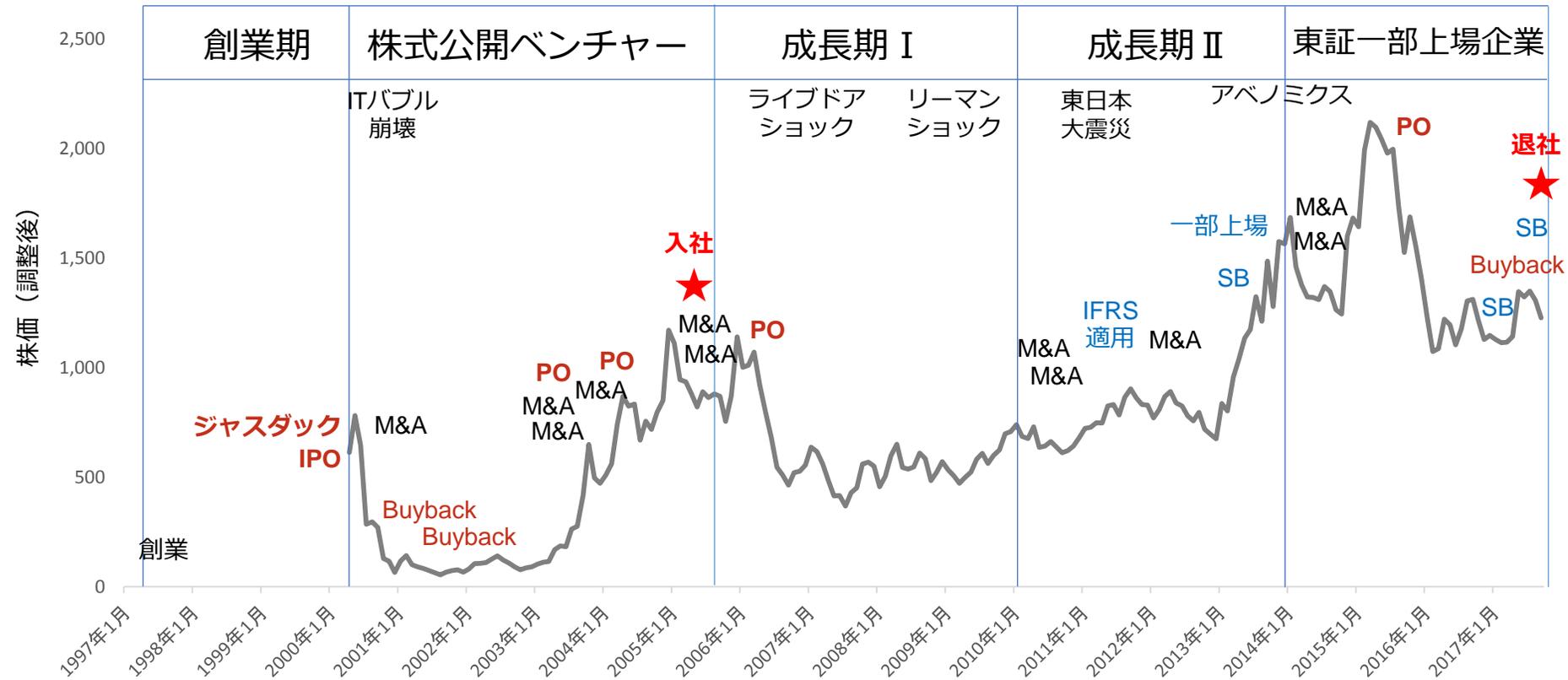
伊藤先生のおかげで日経の書評にも掲載されました！



# IRの目的

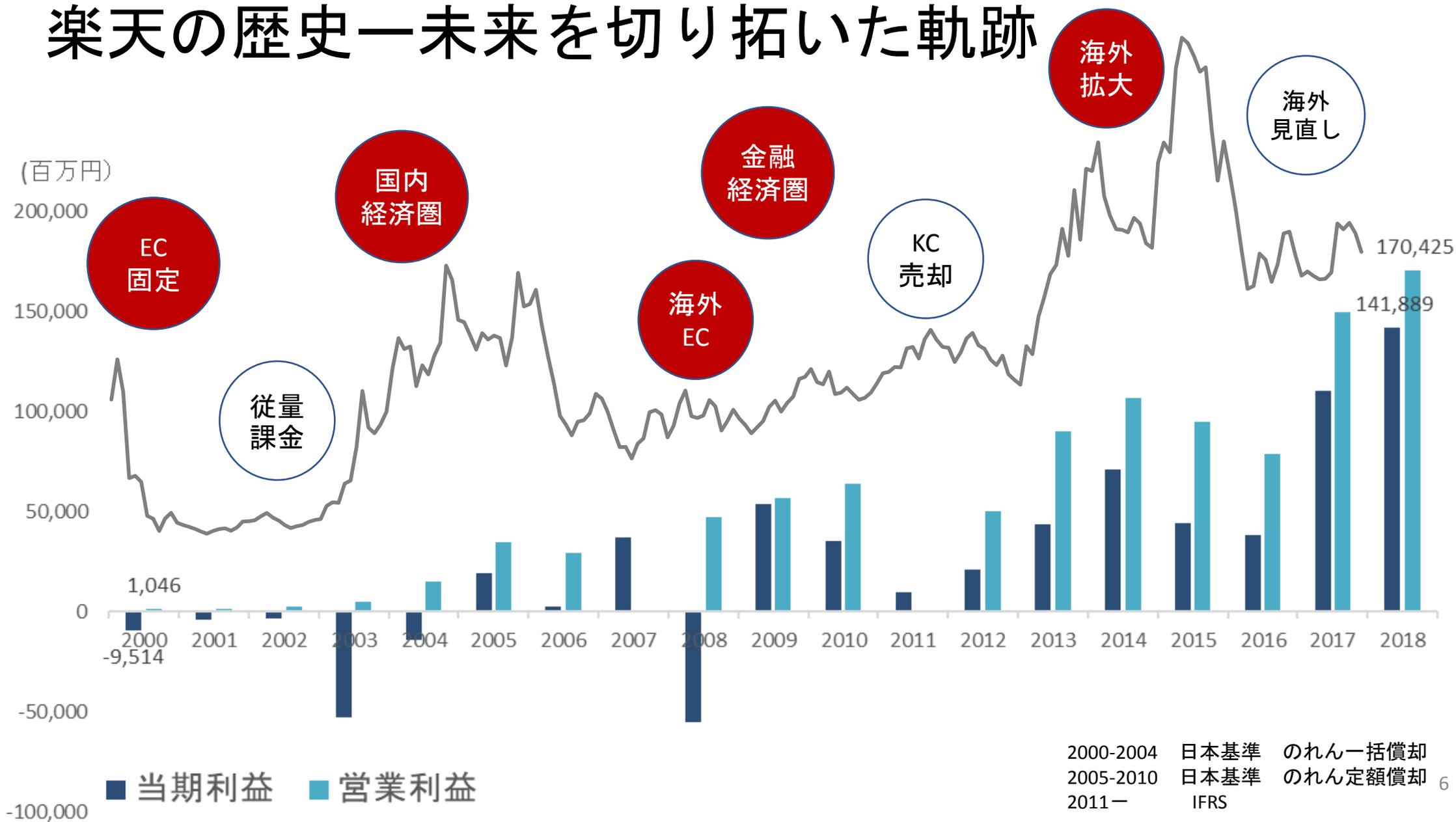
# この本で伝えたかったこと

- 楽天は資本市場を成長資金の提供元として活用



PO:公募増資、Buyback:自社株買い、SB:普通社債発行

# 楽天の歴史—未来を切り拓いた軌跡



# IRは何のために行うのか？

<p><b>IRの目的</b> <b>(楽天の場合)</b></p>	<p><b>将来の資金調達の準備</b> 過去の資金調達のフォローアップ 買収通貨（株式交換） 買収防衛</p>
<p>IRの目標</p>	<p>持続的かつ適切な株主価値の向上</p>
<p>IRの活動方針</p>	<p>資本市場との良好な関係構築 適時・適切かつ公平な情報開示</p>
<p>副次的な効果</p>	<p>経営品質の向上 信用力・ブランド力の向上 人材採用へのプラス効果</p>

投資家に何を伝えるか

# IR活動で必要な3つのコントロール

右脳的アプローチ



左脳的アプローチ



骨組み



# 妄想力＝見えない未来を信じる力

1997  
インター  
ネット  
通販

2004  
スポーツ

2005  
クレジット  
カードとEC

2008  
銀行と  
インター  
ネット

2003  
旅行

2005  
海外

2007  
通信

# 妄想の核：創業理念(エンパワメント)

1997年、「日本を元気にする」想いでマーケットプレイス型ECを創業

楽天市場：店舗(人)が主役の“バザール”



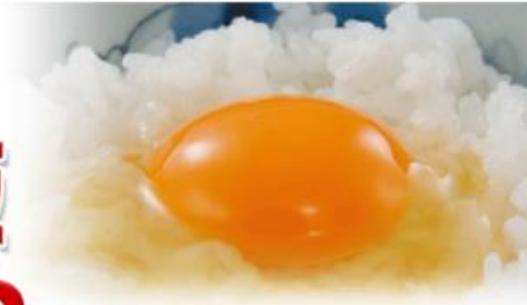
競合他社：商品(物)が主役の“自動販売機”



IRプレゼンテーションでは、イメージとキーワードで競合他社との差を表現

# 楽天のエンパワーメント事例：生卵

**きっかけは  
たまごの通販  
それどうよ!?** って感じてした



- 創業直後に楽天市場に出店した養鶏家。こだわりの餌や新鮮さでリピーター続出
- 出店者が消費者と直接コミュニケーション、全国にファンを開拓
- 三木谷さんの想像すら超える成功事例 IRでも紹介
- 海外投資家向けプレゼンでも大人気

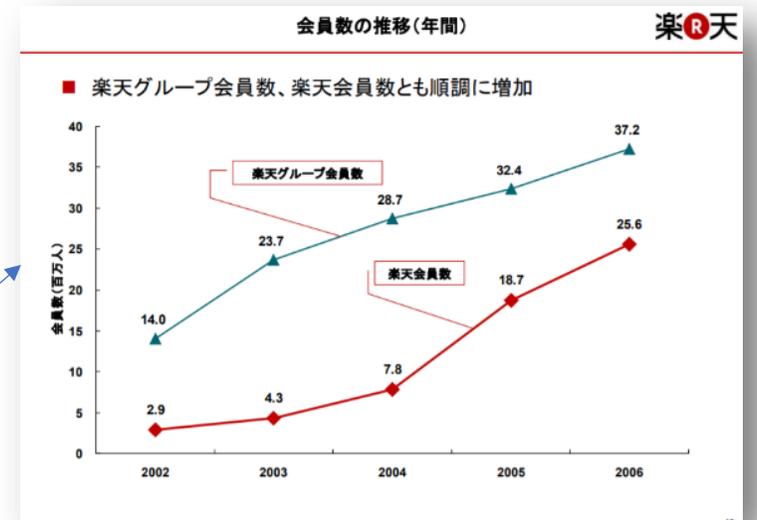
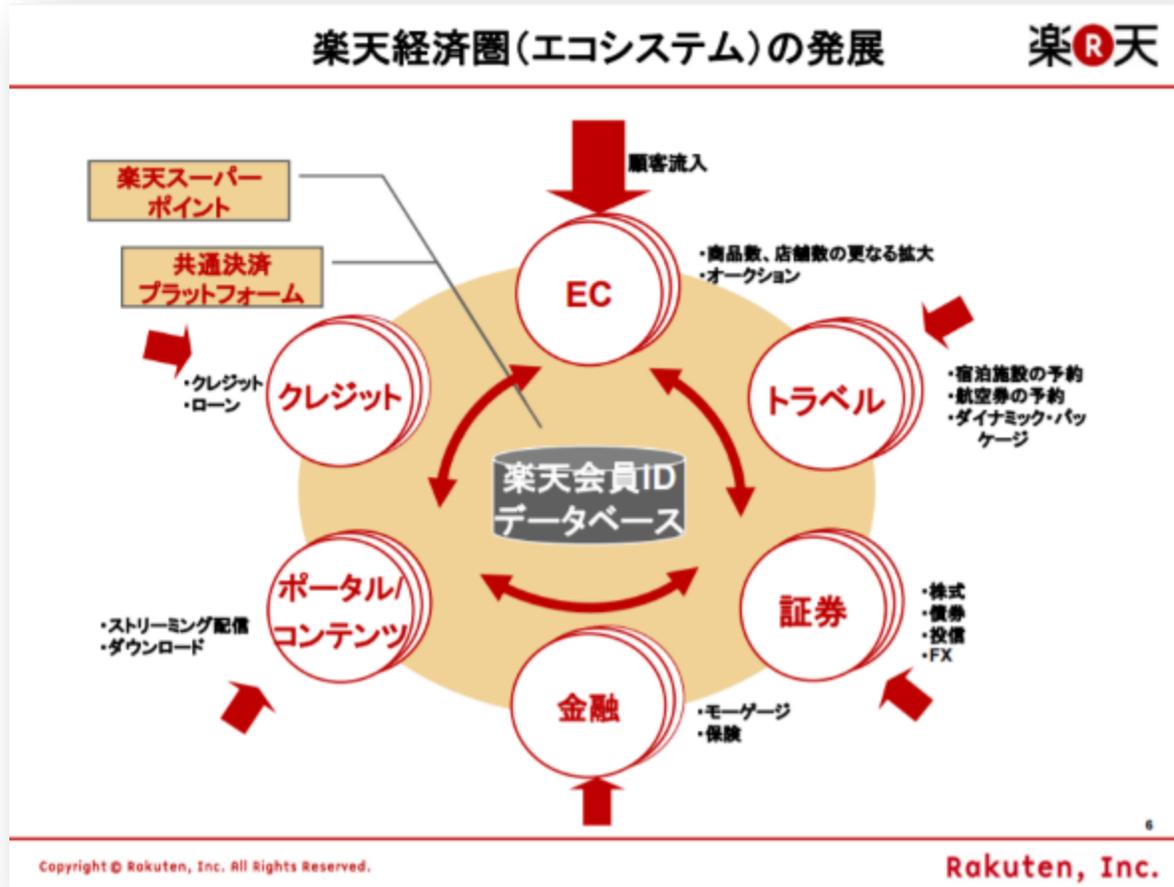
楽天市場出店21周年  
「信州伊那谷のたまごやさん」  
店長 大原さん

<https://www.rakuten.co.jp/oohara/info.html>

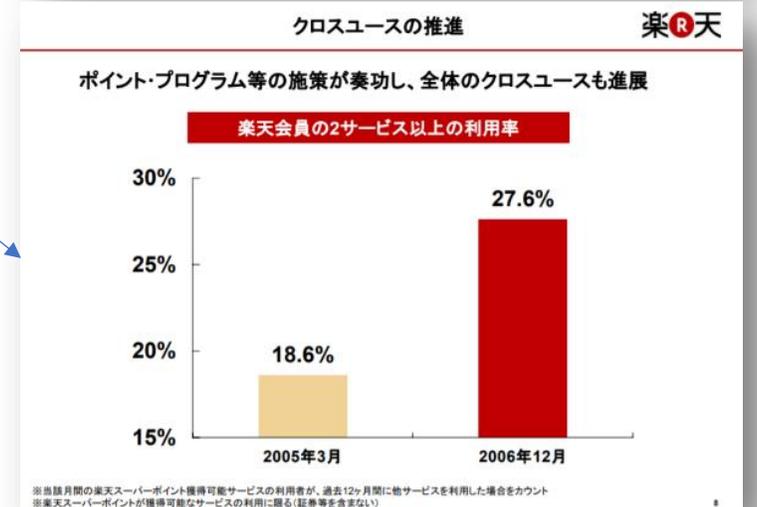


# 楽天経済圏：ビジネスモデルをネーミング

会員価値の最大化戦略を図とKPIで説明



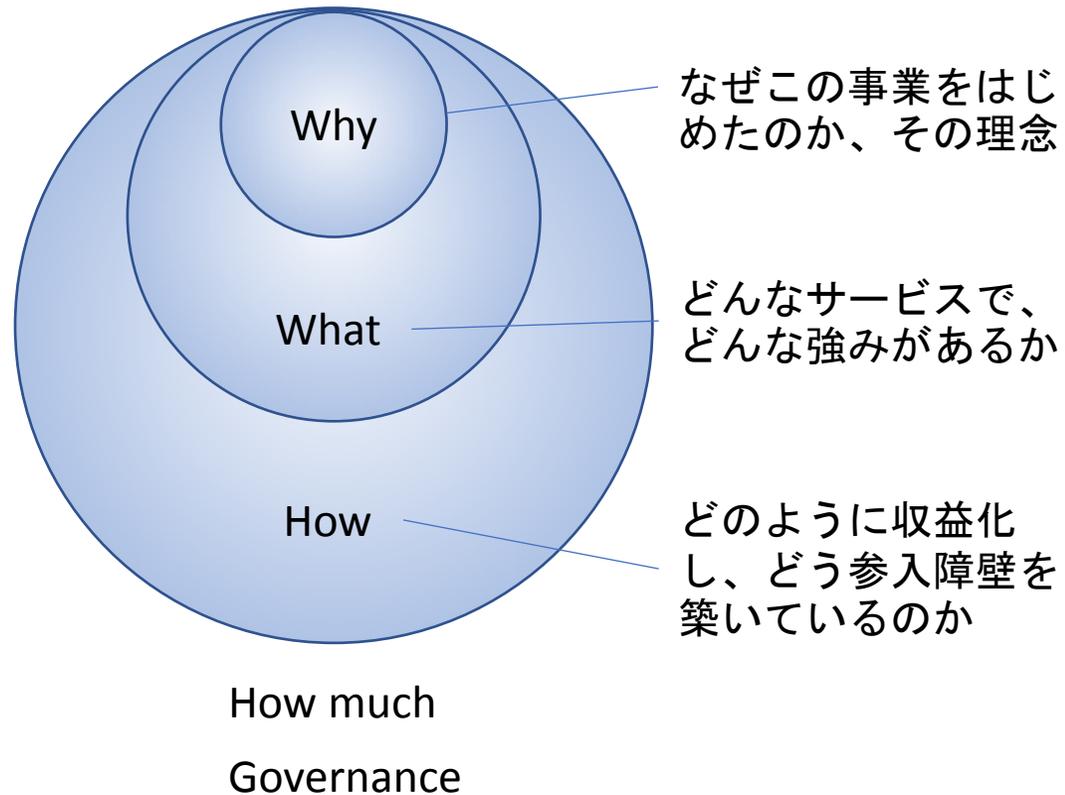
会員数増加



クロスセルによる単価向上

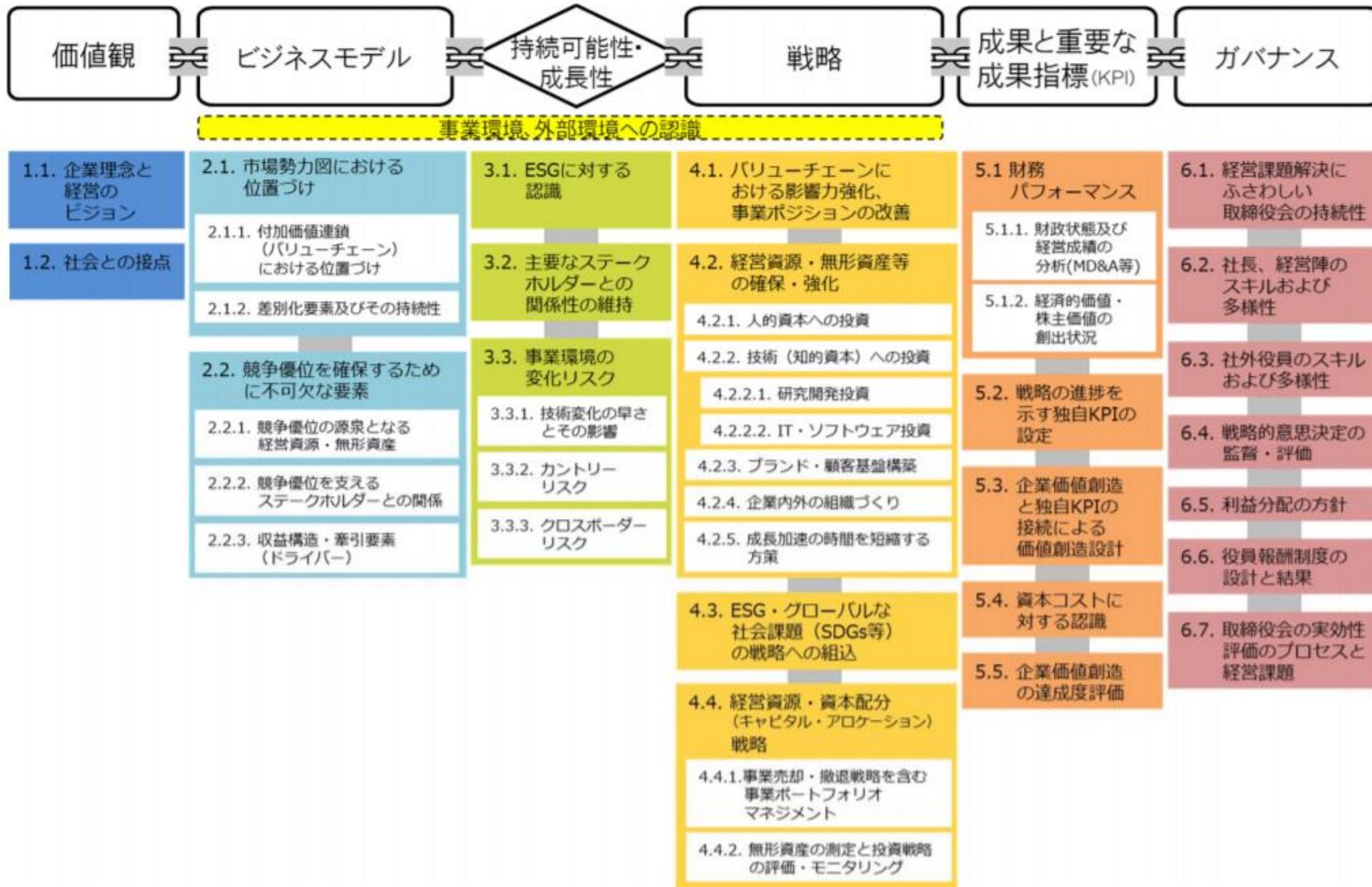
# 価値創造ストーリーの作り方

## 価値創造プロセス



**“Whyにしか投資しない”**  
—米ベンチャーキャピタリスト

# 価値協創ガイダンス（伊藤レポート2.0）



# 期待値コントロール＝投資家の頭の中の スプレッドシートを動かす



# 内部コントロール（広義の内部管理）

- 2007年：業容急拡大で管理に歪み、見込みと実績に大幅な乖離
- 2008年～：内部管理体制の強化プロジェクト (Project V)
  - すべての事業の収益・費用認識基準の見直し・統一
  - 財務会計と管理会計の一致
  - 結果①予実管理の精緻化
  - 結果②費用削減
- 2011年：IFRS導入、J-SOXの強化
- 2013年：東証一部への市場変更

**実感：内部コントロールあってこそその期待値コントロール**

## Work in pair (1)

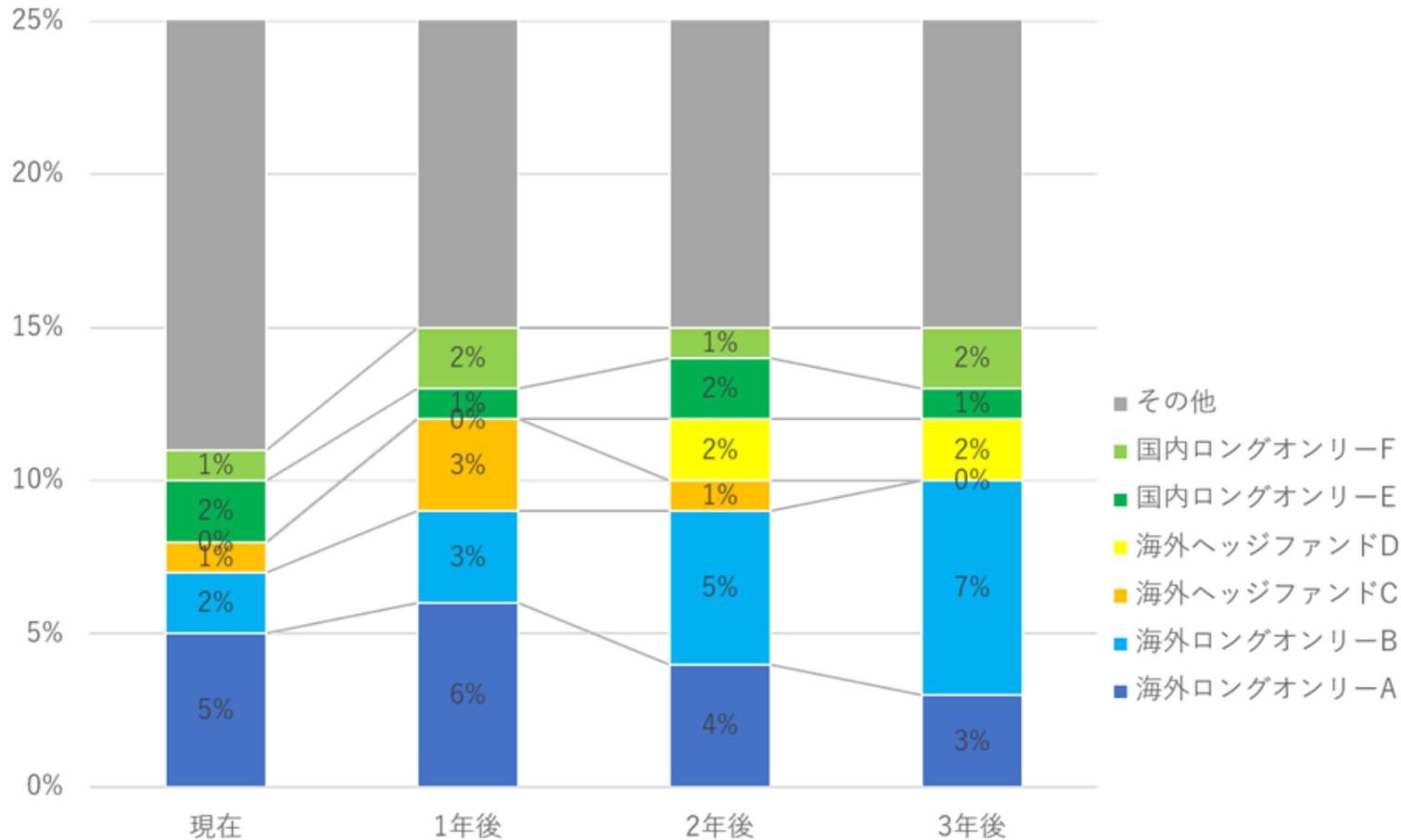
あなたの会社について；

- Whatからはじめる質問
  - どんな事業を行っていますか？（事業内容）
  - 利益を上げるにはどうすべきか教えてください。
- Whyからはじめる質問
  - なぜ、その事業を行っているのですか？（理念、社会課題）
  - 価値を上げるにはどうすべきか教えてください。

誰に株主になってもらうか

# 大株主の入れ替わりのイメージ

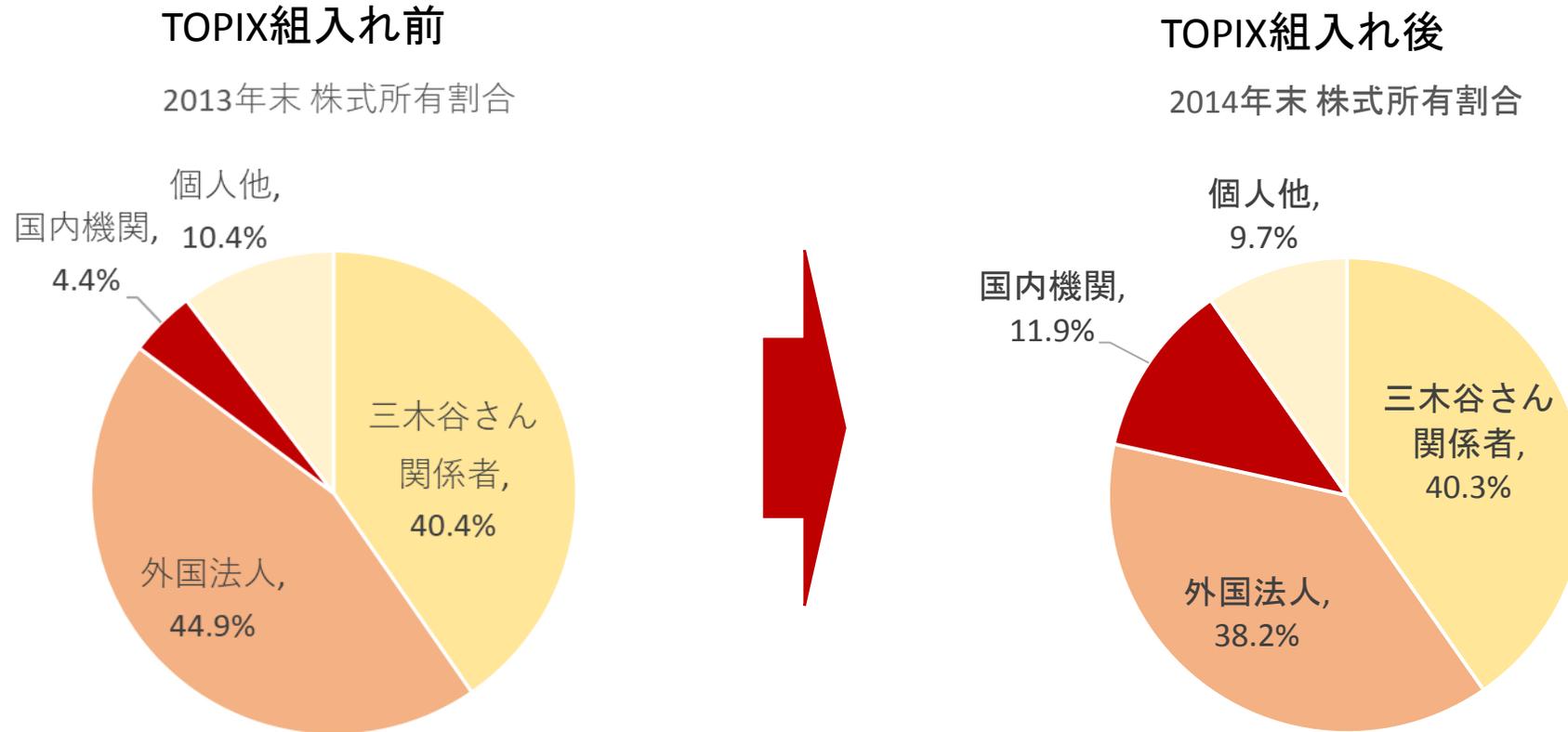
大株主の推移（イメージ）



- 長期視点で評価し長期保有する経営パートナーというべき大株主(Owner)を育成
- 長期視点で短期トレードするヘッジファンドにも保有および取引を促進

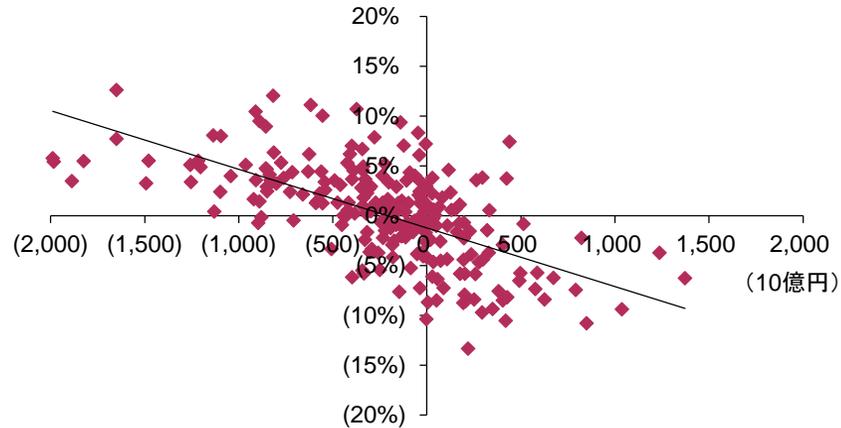
# 楽天：東証一部前後の株主構成変化

- TOPIX組入れ効果に加え、海外に偏っていたCEO・CFOによるIRを国内向けに定例化。結果、国内機関株主が増加

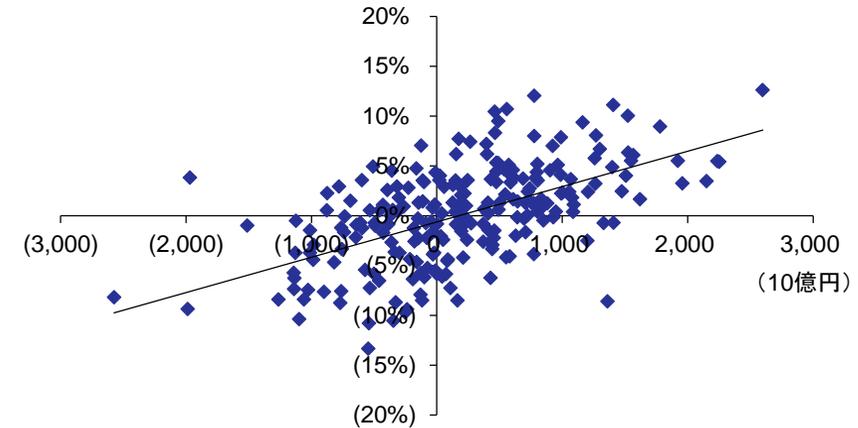


# 東証一部投資部門別売買金額/TOPIX騰落率

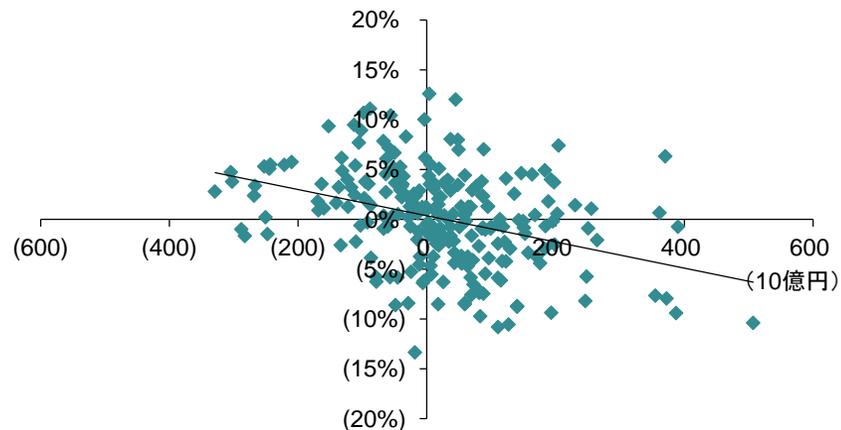
## 個人(逆張り)



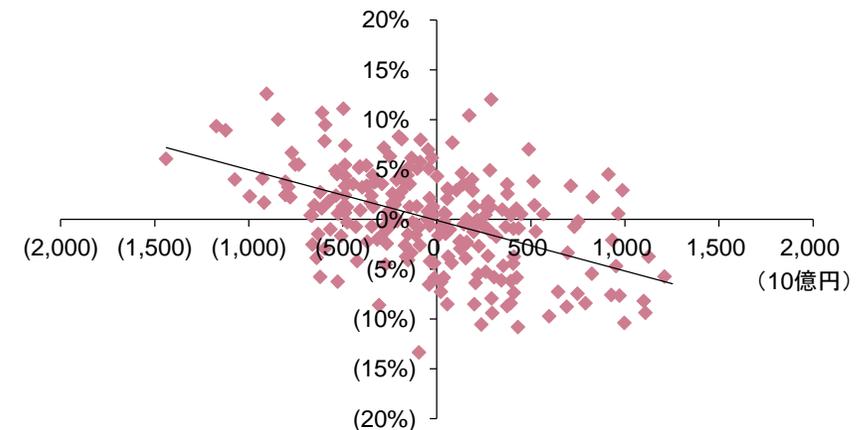
## 海外投資家(順張り)



## 投資信託

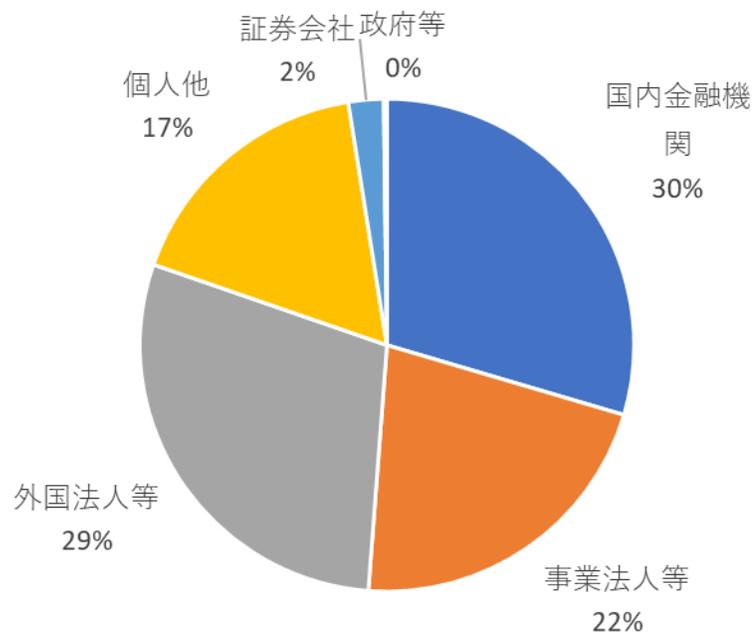


## 国内機関投資家(投資信託+金融機関)

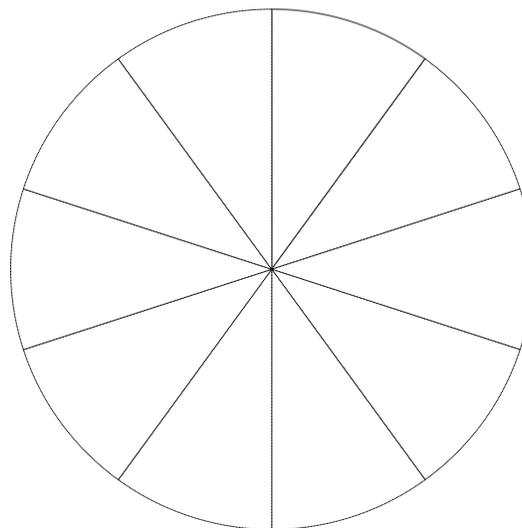


# Work in pair (2) 投資家主体別保有

国内4市場 保有

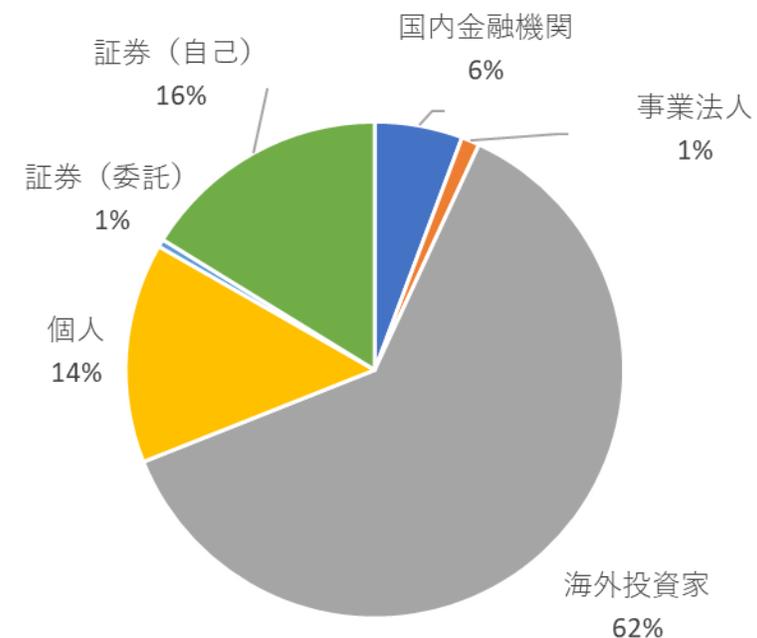


あなたの会社の株主構成



目盛 10%

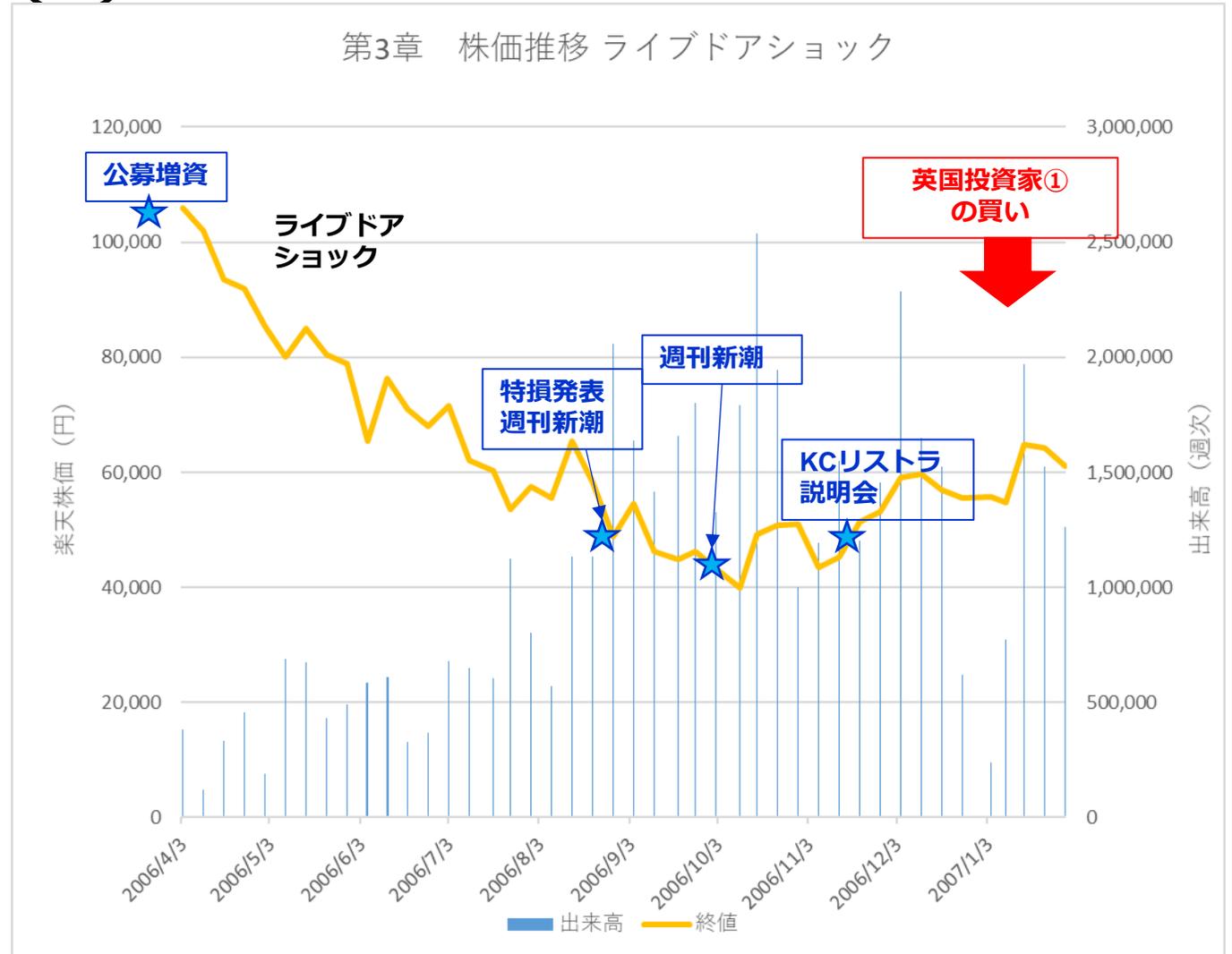
(参考) 売買【東証一部】



# 楽天での投資家との対話事例

# 英国機関投資家①の買い 第3章 暴落後、反転

- ライブドアショック、特損で暴落。公募増資直後の半値に
- リストラ等を経て、英国投資家が大株主に
  - トップの志
  - 人・仕組み
  - ビジネスモデル "Unique"



# 英国機関投資家①の継続保有

- 初回投資（2007年初）から継続保有し、株価は約4倍に
- チェアマンやアセットオーナーとも良好な関係を構築

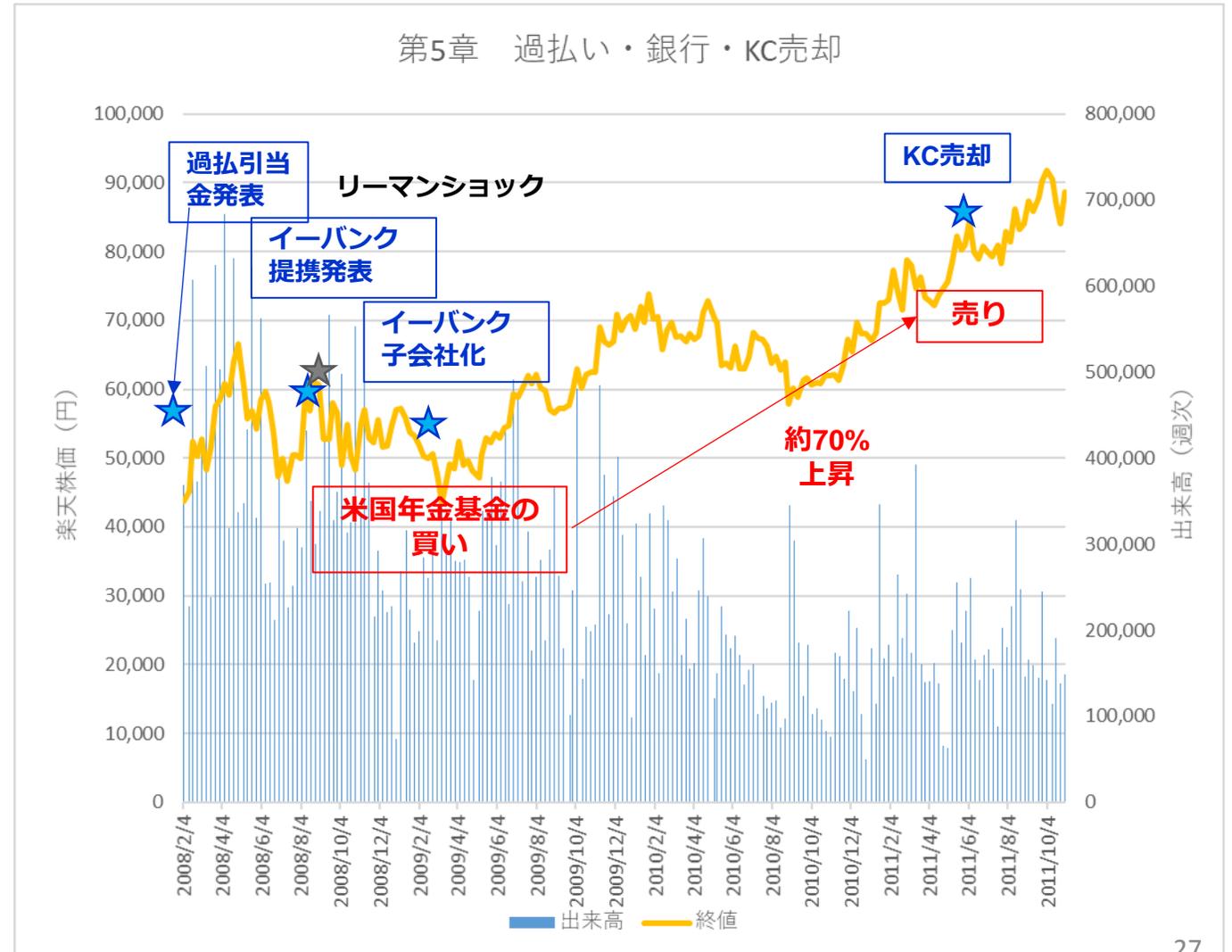
楽天株価(円)  
分割調整後



# 米国年金基金

(第5章 金融事業への毀誉褒貶)

- 金融に批判的だった市場
- 銀行買収後、戦略を理解した米国年金基金が買い
- 2年後、楽天KC売却。  
約70%株価上昇
- 米国年金基金が売却  
We won!  
「売られてうれしい」



# 国内機関投資家 株価の議論 (第2章ひとりIR)

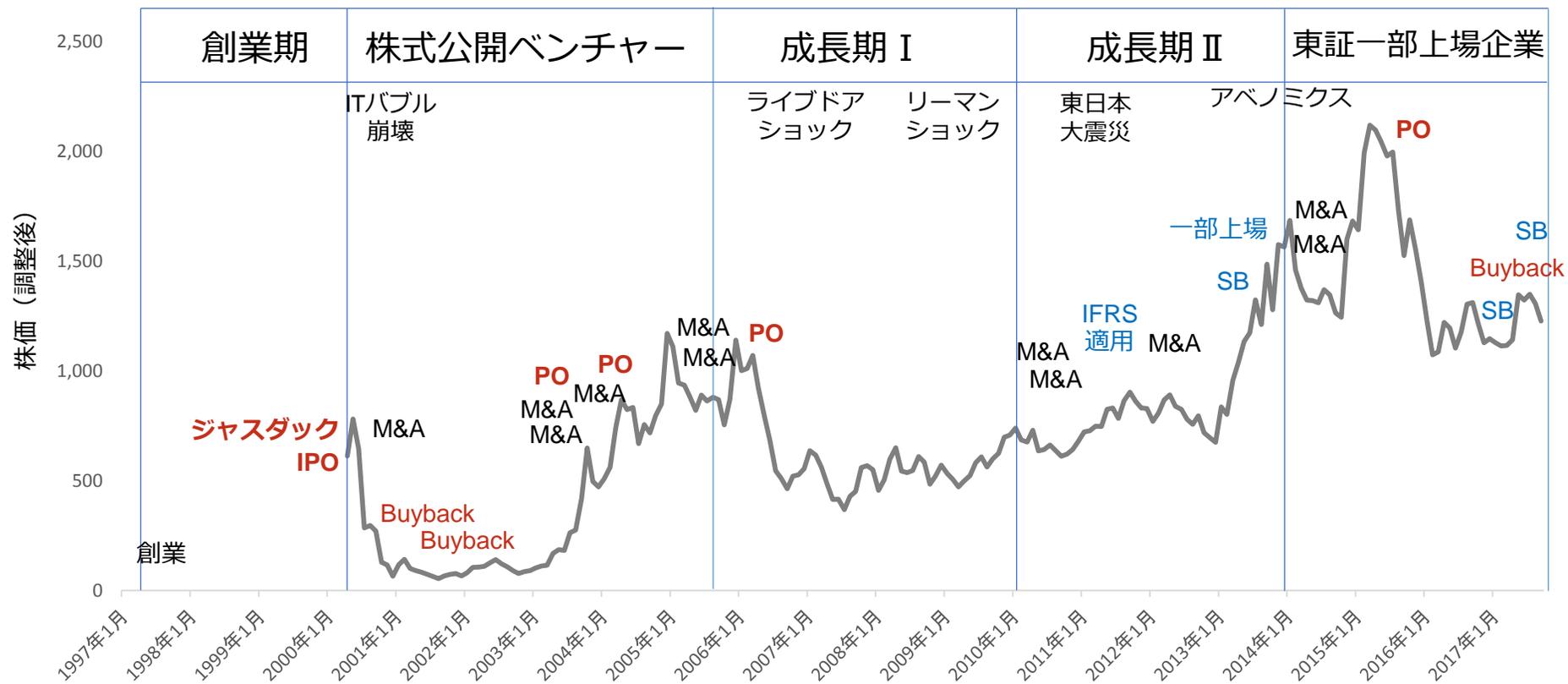
- 2006年頃の株価：約50,000円
  - 投資家の感じる課題：楽天市場(EC)事業の価値のみでほぼ説明できる
- Sum of the partsをその場で一緒に計算
  - ECに加えトラベル、証券、カード事業等の価値を評価
  - 約70,000円が適正株価と結論づける

→すべての投資家が望む議論ではないものの、  
満足度の高いミーティングに

# 資金調達と株主価値向上

# 楽天の公募増資の歴史 (グラフ再掲)

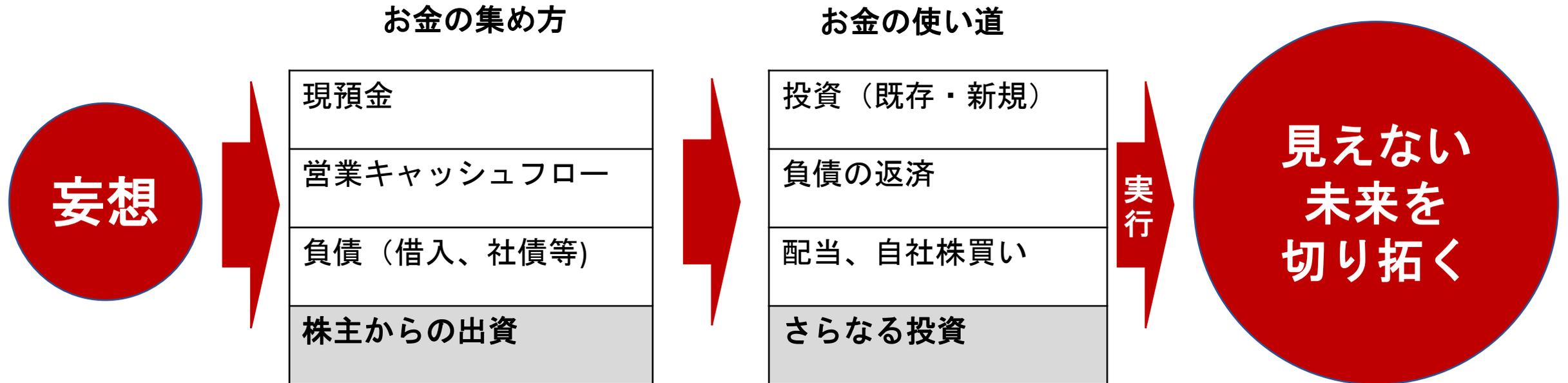
- 高い株価（資本コストが低い）時に公募増資（PO）を実施



PO:公募増資、Buyback:自社株買い、SB:普通社債発行

# 経営・財務・IRとのアライメント

- ・ 財務の延長線上でIRを意識し、次のビッグチャレンジへ備える
- ・ 楽天では「株を買ってもらえる」ことがIRの目的に



# 公募増資する選択／しない選択

- 公募増資した選択（2015年）

- 格付シングルAの維持（金融事業はMust）
- 銀行借入枠
- 資金ニーズ（過去のM&Aによる負債返済＋余力）
- 株式市場活況
- 好業績による株価上昇期

→資金繰り的には耐えられたが、格付と市況を考慮し、公募増資実行

- 公募増資しない選択（2013年）

- 銀行貸出態度良好
- 営業キャッシュフロー潤沢
- 資金ニーズ小（M&Aより既存事業）
- 株式市場上昇（アベノミクス）

→資金ニーズの質・小ささを考慮し、東証一部指定替えと同時の公募は見送り

# 前回価格を上回る公募価格

- 期待収益率 8%とした時の価格を上回る株価
- 「きれいな形のファイナンス」とのアナリストのことば
- 前出の英国投資家①は「Congratulation」と三木谷社長と握手



# 資本コストの議論と利用

- 全社の最適資本構成
  - 株式市場、社債市場、証券化市場、銀行貸出態度、格付機関意向をウォッチ、CFO・財務・IRで情報共有
  - ミッション：「最適資本構成を志向しつつ、持続的な株主価値を向上」
  - 結果としてのROE/ROA
- 新規M&Aの評価
  - DCFの割引率
- 既存事業への投資判断
  - マーケティング投資の判断基準であるLTV用の割引率
  - のれんの減損テストの割引率
  - （現在進行中）資産型事業を分社化、ROA/ROEの評価測定を可能に

\*LTV: Life Time Value 顧客生涯価値。顧客ひとり当たりから得られる当社サービスの利益を現在価値に割り引いたもの

# 「目的のある対話」 (スチュワードシップコード)

- 伊藤レポートのROE目標は議論の出発点
- 企業は質問に受け身で答えるまま投資家の短期志向を嘆くのではなく、企業側からも**建設的で双方向の議論**を行うべき

**「いつ、どのような性質の資金をいくらで(コスト)、どの程度(金額)調達し、何にどう使って(アロケーション)利益を上げ、株主価値を高めるのか」**

- IRの役割は、投資家との対話により、株価が向上＝資本コストが低減し、見えない未来を切り拓く挑戦のための環境づくり

# Work in pair (3)

Question: 新入社員向けをイメージし、2分で説明できますか？

- **いつ**(マーケット環境)
- **どのような性質の資金を**(営業CF/借入/社債/株)、**いくらで**(コスト)
- **どの程度**(金額)調達し、
- **何にどう使って**(アロケーション) **利益を上げ、**
- **株主価値を高めるのか**

# Work (3) 回答例 (定性表現のみでOK)

(楽天 2018年通期)

- マイナス金利環境、株価低調な中
- 劣後債<sup>\*1</sup>により金融事業で必要な資本水準を維持しつつ、低コストで負債を調達
- 長期借入金を借換
- 投資は主に、10%超のリターン実績がある既存事業に配分
- 配当は前年と同額  
(社内に自社株より有望な投資先がある)
- 手元現金を増やし、2019年の携帯キャリア事業の設備投資に備える。同事業は2023年の黒字化を目指す

主な調達	営業CF(インターネット)	755億円	
	営業CF (金融)	623億円	
	劣後債 <sup>*1</sup>	1,620億円	2.35~3.00%
	長期借入金(1~25年)	2,910億円	0%~4.885%
	CP・短期借入金増減	300億円	0.003%~0.15%
主な使途	投資 (既存インターネット)	363億円	過去3年平均 ROE 13.8%
	投資 (既存金融)	385億円	
	買収/投資	20億円	ROI 74%
	長期借入金の返済	2,714億円	
	配当	61億円	
現金及び現金同等物の増加額		2,894億円	携帯事業へ

\* 1 : 劣後債 : 信用格付上50%資本組入可能なハイブリッド債。利率は発行時点の表面利率。楽天の株主資本コストは5~6%。

# 參考資料

# 楽天：1円ストックオプション導入の背景

- 株主価値成長のドライバー
- 業績向上のための強いインセンティブ効果
- 2年目以上の従業員に幅広く付与が可能
- 米インターネット企業とのエンジニア争奪戦のための報酬パッケージ

初年度（2012年）の株主総会での賛成率：68% （特別決議）

# 1円ストックオプションへの主な反対理由

## • 海外機関投資家

- バリューストック型にもかかわらず業績達成要件がないこと
- 付与から行使までの期間が2、3、4年後の段階行使であり（執行取締役、従業員向け）最短2年後は短すぎる



SR (Shareholder Relations)により部分的に賛成

## • 国内機関投資家

- 社外取締役および監査役が対象であること  
（アセットオーナーの基準）

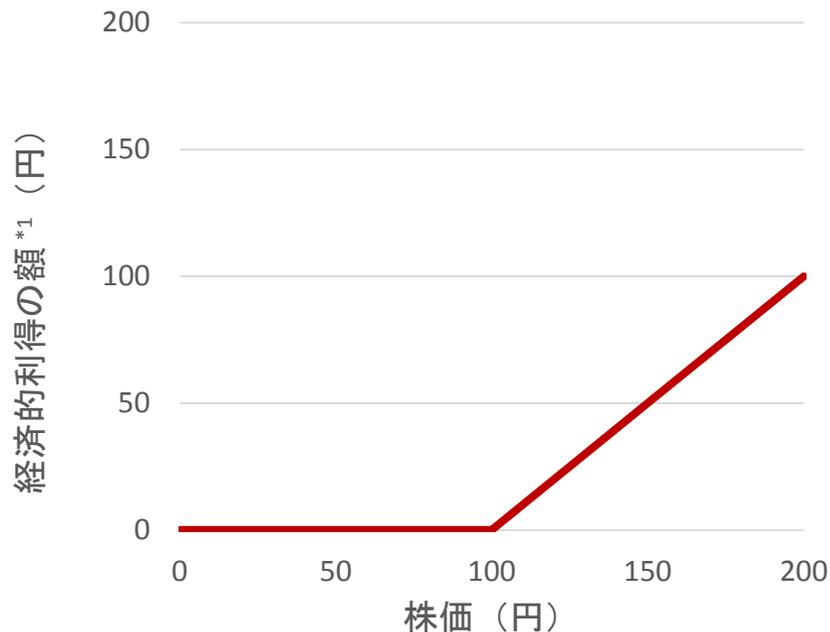


社外取締役・監査役向けのストックオプションとりやめ

# (参考) 長期インセンティブ報酬の2類型

## • オプション型

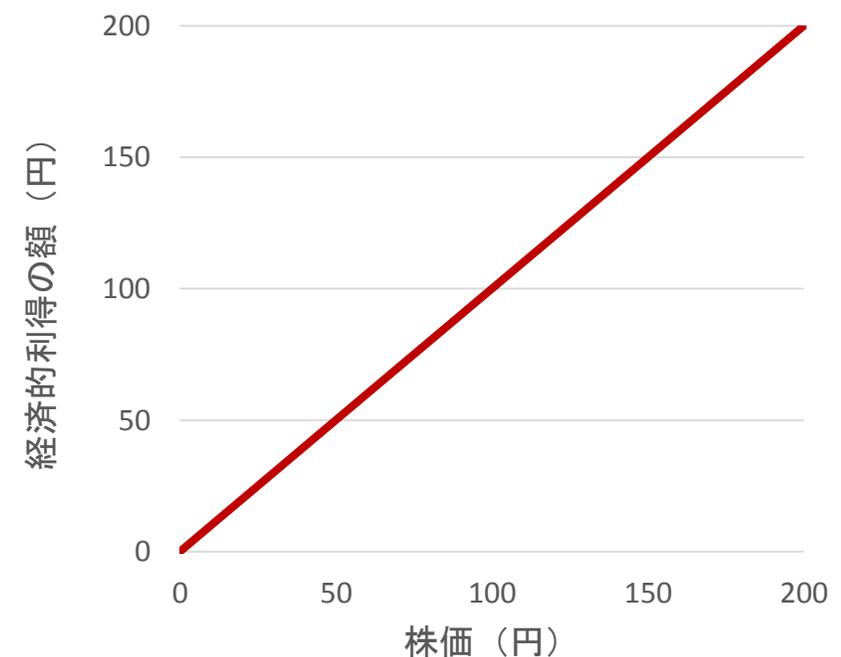
- (通常の) 適格ストックオプション
- 株価回復が困難な場合、インセンティブが失われる



\*1:行使価格100円の場合

## • フルバリュー型

- 1円ストックオプション、譲渡制限株式等
- 株価が低水準でもインセンティブ維持
- 業績達成要件付きが望ましい\*2



\*2:ISSは業績達成要件がなければ原則反対。但し行使条件として、付与から3年間未滿は行使が禁止されている場合、あるいは退職前の行使が禁止されている場合は、業績条件がなくとも例外的に反対を推奨しない

# IR活動の仕組み化

- 株主構成の変化とターゲティング
  - TOPIX後の株主構成
  - 会うべき投資家
- IRチームの育成
  - IRの基礎知識
  - 金融市場動向、経理、事業の知識
  - ロールプレイング
- IR活動の評価軸
  - KGI
  - KPI

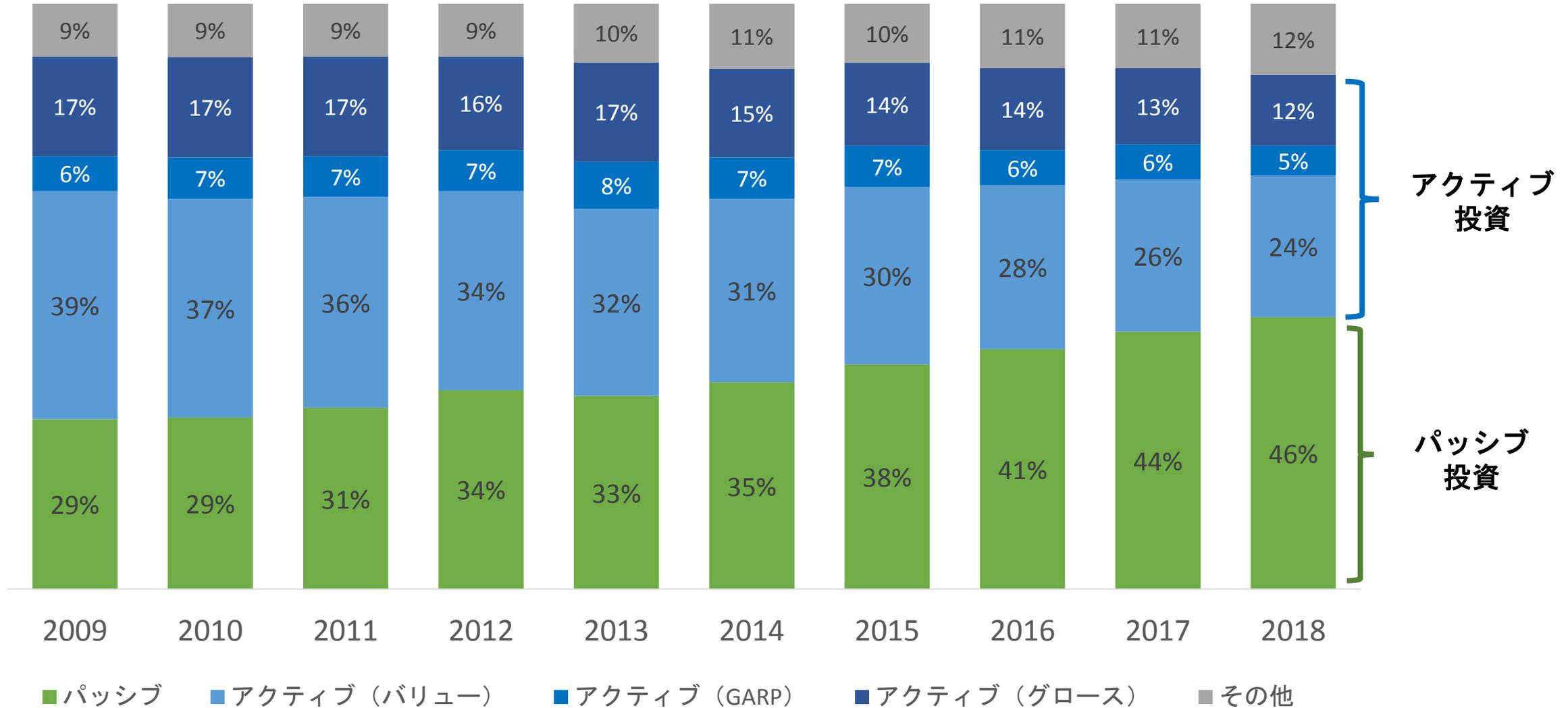
## IRの評価軸の候補

- 株価vs 理論株価
- 株価vs TOPIX
- 時価総額
- 流動性(売買高)
- 長期投資家保有
- ミーティング件数
- 株主数
- Institutional Investor誌の評価
- アナリストカバレッジ

# 経営ステージとIRの変化

	創業期	株式公開 ベンチャー	成長期 I	成長期 II	東証一部 上場企業
従業員数 (人)	2~100	100~1,000	1,000~6,000	6,000~11,000	11,000~
セグメント数		1~4	4~7	9⇒3に集約	3⇒2
IR体制 (人)		兼任	1~4	4~6	6~8
ミーティング数 (Q)		~50	50~100	100~200	200~
オーナー保有比率		>50%	45%	40~45%	37~40%
海外株主比率		~15%	18%~25%	30%~45%	35%~40%
投資家対応		個人投資家			株主優待
		国内機関投資家			CFO国内IRの再開 CEO国内スモール アニュアルレポート
		海外機関投資家			
		英語HP Annual Report	CFO海外IRの定例化	公用語英語化	Investor Day

# 日本株の株主となっている機関投資家の投資スタイル（金額構成）



出典：『IRベーシックブック 2019-20年版』（佐藤淑子監修 一般社団法人日本IR協議会編、日経事業出版センター）より筆者作成

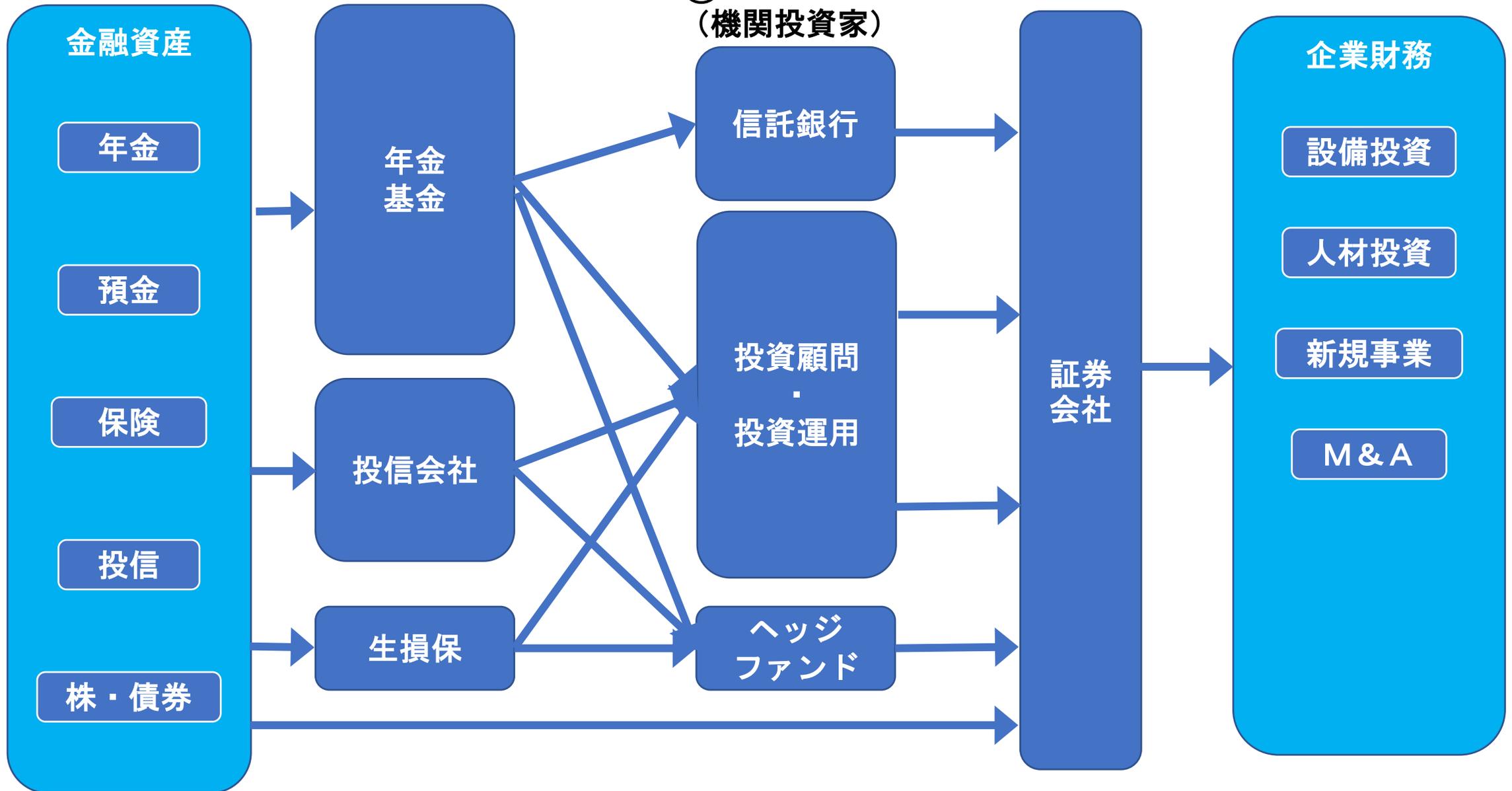
追加

①個人

②アセットオーナー\* ③アセットマネージャー ⑤セルサイド

⑥企業

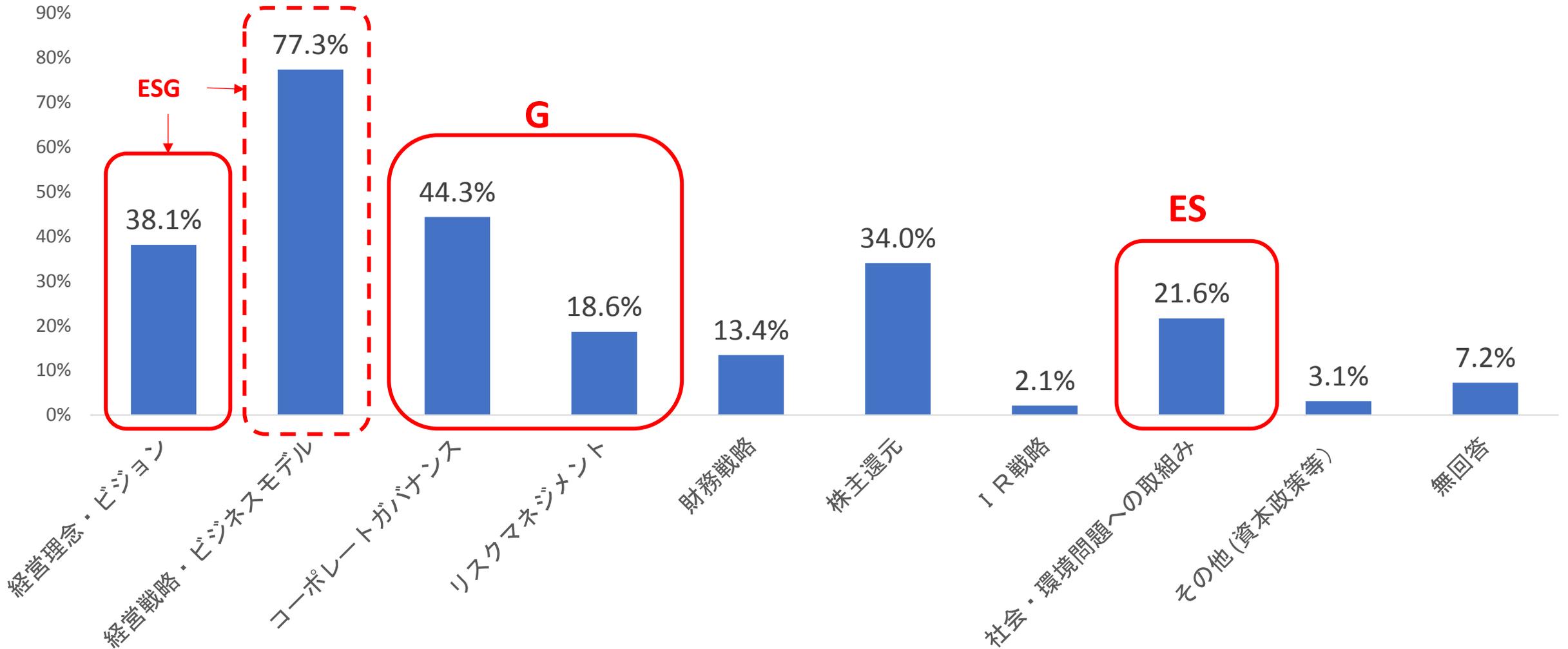
④バイサイド  
(機関投資家)



\*アセットオーナーがアセットマネージャーを兼ねることもある

# 投資家の考える対話（エンゲージメント）の重要テーマ

Q 企業との深度ある「建設的な対話」を行うため重要だと考えるテーマをお答えください。（3つまで選択可）



追加

# ESG要素のうち重視している項目（企業・投資家）

■ 企業 ■ 投資家

