

IPO

デューデイリジェンス

証券会社主催のカンファレンス

自動販売機モデル：アマゾン

Empowerment

引き留め（リテンション）

IR(Investor relations)「投資家向け広報」：「株を買ってもらうこと」を日々の目標としており、究極の目的は資金調達。

当時の NEC の連結売上高の六分の一程にあたる売上高七〇

〇〇億円超、従業員二万四〇〇〇人の事業を会社分割することを二〇〇二年五月に意思決定しました。同年一月に NEC エレクトロニクス（現ルネサスエレクトロニクス）という名称で会社設立し、イラク戦争などによる二度の延期を経て二〇〇三年七月に東京証券取引所（東証）一部に上場（IPO）させたものです。戦争の他にも様々な困難があり、九カ月で実行できたのは奇跡的で、このプロジェクトに参画したことで私のキャリアは大きく転換します。

「二万四〇〇〇人中、エンジニアが四五〇〇人います」

「それがどう価値に結び付くんですか？」

IPO 時には株を買ってもらうために経営陣が機関投資家を手分けして回ります。そのために経営陣は、世界的に競争が激しい半導体業界を勝ち抜き、将来の利益成長を投資家に信じさせなければいけません。この会話は、そのような投資家回り（ロードショーと呼びます）の最初のミーティングで、競争力の源泉を聞かれた社長の回答とそれに対する投資家の再質問です。

IPO

Initial Public Offering の略で、新規株式公開や、新規株式上場を指す。企業にとっては、証券取引市場に株式を上場させることで、幅広い投資家に株式を購入してもらうことが可能となる。

デューデイリジェンス

一般的には、投資や M&A などの取引に際し、対象企業や不動産・金融商品などの資産価値の調査活動。本書では、証券会社が、企業の新規発行をいったんすべて引受け、投資家に販売するリスクリターンを適正に把握するための事前調査活動。

この間、私の役割のひとつが、株価下落へのお怒りから直接会社に意見する個人株主の電話に出ることでした。長い時には一人一時間程に及ぶお叱りのお電話。このような場合、法的に正しい教科書的な対応は、「株価は株式市場の取引の結果であるので上場企業としてはコメントできかねます」「足元の業績についてはインサイダー情報であるので、

次の決算発表までお待ちください」というものです。ところがそんな説明に納得する株主はほとんどいらっしゃいません。必要なことは申し添えつつも、ひたすら相手の話を聴く。時には会社と関係ない身の上話にもお付き合いする。この期間、私は多い時には一日七～八件の個人株主の電話対応を行っていました。

企業としては、中長期的な経営戦略に理解を示す安定的な大株主に保有してもらいたいものですが、大株主も、当然何かの理由で売ることがあります。そんな時にも次の大株主が生まれるように、常に一定の数の大手機関投資家に重点的な IR 活動をしています。そして大株主が売買する時に適正な価格で十分な流動性を与えられるよう、ヘッジファンドなどの短期投資家にも幅広いアプローチが必要です。

三木谷さんのやり方は、リスクを理解した上で、そのリスクを取る、あるいはリスクを最小化する方策を取る。どうしてもリスクを回避できない場合には止めることもある。それが起業家なのだと思うようになりました。

午前四時に出勤したカナダ人の同僚

日本の株式市場では、株価上昇時には、たいてい海外機関投資家の大きな買いがあります。

少数派の長期保有投資家の保有期間はというと、国内機関投資家ならせいぜい1年超、海外機関投資家でも一年から三年程度が平均です。

二〇〇七年三月。私は近々予定している、証券会社主催のカンファレンスの準備をしていました。証券会社が、自身の顧客である機関投資家と、顧客の投資先候補である上場企業を一堂に集めて効率的に IR を行う場を提供するものです。同様のカンファレンスで日本株全体が対象となるものは、五、六社の証券会社がそれぞれ時期を微妙にずらしながら年一回の頻度で行っています。

大規模なカンファレンスには、内外から機関投資家一〇〇〇人以上、上場企業は数百社が、都心のホテルに貸切られた数フロアに集結し、その様相は企業と投資家との巨大お見合いパーティのようです。そこで行われる IR は、企業トップが一〇〇人以上の投資家をホールに集めスピーチをする「ラージミーティング」と、企業一社に対し投資家一社が個別にホテルの部屋で会う「1 on 1 ミーティング」の二種類に大別されます。

楽天の創業以来の EC サービスである「楽天市場いちば」は、室町時代の自由取引市場であった「楽市楽座」と「楽天的」を掛けて名付けられたもので、その名のとおり「市場いちば」をイメージして作られたものです。

楽天は出店店舗に場を提供するのですが、他の EC サイトとは異なり、**出店店舗が自分でウェブページを編集できる権限があり**、つまり店舗が消費者と直接コミュニケーションできるツールを与えています。これにより商品の魅力や店舗の独自の取り組みを伝えることが可能で、ファッションや食品などの、ユニークな商材を EC で売ることが可能になっています。

これと対照的なのが、私たちが**自動販売機モデル**と呼んでいる、出店者は EC サイト運営者の陰に隠れ、消費者とコミュニケーションできない**アマゾンのようなモデル**です。自動販売機モデルが消費者の利便性を徹底的に重視する一方で、出店者は個性を出すことが

できず、差別化は困難となります。サイト運営者が同じ商品を直販で取り扱っている場合、出店者が不利になることもあります。それに比べると、楽天のバザール型のモデルは一見非効率ながら、消費者の買い物の楽しさを追求しつつ出店者と共存し持続的成長を志向しています。

「Empowerment（エンパワーメント）」は辞書では「権限や自由を付与する」と出てきます。創業以来三木谷さんが大事にしているコンセプトで、出店店舗にウェブ編集や消費者との直接コミュニケーションのツールを与えたことを直接的には指しますが、そこまでエラそうなつもりではなく「元気にする」あるいは「自立するのを助ける」というニュアンスで使っています。

企業価値を創造するプロセスの要素がすべて入っていました。

- WHY なぜ、この事業をはじめたのか、その理念
- WHAT どんなサービスで、どんな強みがあるのか
- HOW どう収益化し、どう参入障壁を築いているか
- HOW MUCH 経営指標・業績のトラックレコード
- GOVERNANCE 成長を支えるガバナンス

トラックレコード

過去の実績や履歴のことをいう（
ビジョンや中期目標だけでなく、
業績や KPI などでの過去実績を
用いて投資家を納得させる材料。

翌日、1 on 1 ミーティングがありました。ホテルの客室一室が上場企業一社に割り振られ、客室には大きな丸テーブルと椅子が七、八脚置いてあります。そこにあるはずのベッドはどこかへ片づけられ、小さな会議室のようになっています。五〇分のミーティングごとに異なる投資家が部屋にやってきて、休憩時間の一〇分間の間にホテル内で民族大移動を行い、次から次へと投資家と会う仕組みです。

ストックオプション

また欧米の制度下で発行されるストックオプションと比べ払込時に現金が必要となるため使い勝手が悪いとも指摘されていました。株価上昇のペースによりますが、前述の仮定のケースに当てはめれば、行使価格約八七〇万円分のストックオプションを付与したとすると、四年後に得られる報酬（利益）は二＝五万円になりますが、行使するためには現金八七〇万円を準備しなければなりません。楽天は海外での M&A が増加しており、被買収子会社の経営陣が優秀であるほどその引き留め（リテンション）が重要になっていました。

一元ストックオプション導入

国内機関投資家の反対理由が多かったのは、付与対象者に社外取締役や監査役が含まれるため、というものでした。社外取締役や監査役は中立的な立場で監督・監査すべきであるから、固定報酬であるべき、という理由でした。楽天の言い分は、社外取締役や監査役は、株主総会で株主に選任され、株主に代わって経営の監督や監査を行っているのに、株主価値に責任を負わないのはおかしいのではないか、というものでした。

SR

Shareholder Relations の略で、

株主向け活動を指す。IR が投資判断に資する情報を広く株式市場全般に対し発信することに対し、株主総会における議決権行使に関連する情報提供および株主との関係構築などの株主対応の活動をいう。企業により、IR 部門とは別に設置することもある。

上場審査においてもっとも重要なのは、内部管理体制が整備されていることを示すことです。私が楽天に転職した二〇〇五年当時の内部管理体制は非常にぜい弱でした。記憶では、内部監査を担当する人は一名、連結決算の作成と有価証券報告書を作る経理社員は三名程度、経理全体でも一〇名強、会社のルールである規程はスカスカ。「とんでもない会社」に転職してしまった……」と思ったものです。

そのぜい弱さは二〇〇六年から二〇〇七年にかけて発覚した決算短信や有価証券報告書の誤りとその訂正などに現れました。当時、急激な事業成長に加え、海外の M&A や特定子会社（SPC）を通じた株式投資など、難易度の高い案件が急増する会社の状況に人材採用も仕組みも追いついていませんでした。いずれも不正などを意図しない「ミス」ですが、内部コントロールの欠如でした。決算短信や適時開示の訂正を何回か出したことでジャスダック証券取引所に経緯書を提出したことも私の知る限り二回ありました。

「その指針はありますが、東証としては、投資家のために**業績予想の開示**は行っていただきたいのです」

「ここに来る前に弊社を担当する五、六人の投資家やアナリストにヒアリングしましたが、業績予想を出してはしいという人はいませんでした。理由として挙げられたのは、業績予想はアナリストの仕事と考えておられること、楽天の場合は業績予想がないコミュニケーションスタイルに慣れていて特段不自由がないこと、などでした。前年比の成長率などがコミュニケーションのベースになっていて、それを変えられるのは戸惑うという意見がありました」

「よくわかっているアナリストはそうかもしれませんが、幅広い投資家のために業績予想の開示を行っていただきたい。**開示しない理由をお聞かせください**」

私は提出済の文書に記載した理由を丁寧に説明することにしました。

「当社の属するインターネット**業界全体の動きが激しく、予想が難しい**です。環境の変化に素早く対応するには、既存事業だけでなく新規事業の開始や M&A などの施策を短い間で決断し実行することが多々あります。このような事業環境のもとでは、業績予想を開示することはかえって**投資家をミスリード**することになります。業績予想の達成にこだわり一年間の売上や利益を約束することになれば、自らを縛り、中期的な株主価値向上のための戦略的な事業機会を逸する恐れもあります」

東証の担当者は一応じっと聞いているようなので続けます。

「それに、大手証券会社のほとんどが**株式市況の不安定さを理由に業績予想を公表していません**。楽天には傘下に楽天証券があります。それも理由です」

ひととおり話し終えましたが、東証の担当者はそれでうんとは言いませんでした。

「予想の精度の問題なら、年間予想ではなく**四半期予想なら出せるのではない**でしょうか？」

「市場の関心が短期化するだけなので、それは避けたいと思います」

私は前職から続く長い IR の経験から、業績予想を出す必要性を感じなくなっていました。業績予想の精度が低く、投資家をミスリードする例は様々な業界で問題になっているようにも見えました。前職ではシリコンサイクルを読めずに下方修正を繰り返す経験をしました。

精度の問題以外でも、市場の短期的な視点を強めているのではないかという懸念が企業側にありました。インターネット業界の他社の IR 担当者からは、業績予想があることで、投資家の関心が短期の予想達成に集中し、せつかくの好決算の中身や成長戦略に焦点が当たらない悩みをよく聞いていました。一部のセルサイドアナリストからも、**業績予想があ**

ることで超短期売買のトリガーが増えるので、会社の予想はない方がいい、という声がありました。

・・・

オフィスに戻ってからいろいろ考えてみることにしました。何か出さないことには一部**上場が認められない気配**です。一般的な形である一年間の売上収益や利益で業績予想を出すことになる、予算とは別に、投資家をミスリードしないための数字を業績予想として作るようになるでしょう。私は前職で、米国の投資家から「業績予想とは市場とのコミットメントだから、社内のストレッチ予算を業績予想として出すべきでない」と厳しく言われたことがありました。

IPO と同時ならともかく、IPO から一二年以上が経過している今の楽天で、社外向けと社内向けの**ダブルスタンダード**を作ることは経営の在り方が変わってしまうように思われます。全事業部と経営陣で長い時間を掛けて合意に至った予算を楽天社内ではコミットメントとし、毎週の朝会ではその達成状況を追ってきました。それとは異なり数人で作成することになるであろう「読み」の精度が会社の業績予想として出すコミットメントの精度になるのでしょうか。予算達成のために日々努力している社員にも、誤ったメッセージを与えてしまうのではないか。

・・・

つまり、これま

でどおり高成長の継続が見込まれる分野と、積極的な先行投資を行う分野とを、分けて鋭明を行い、一時的な特殊要因があればそれを補足をする定性的な内容です。これであれば個人投資家にも機関投資家と同じようなメッセージを出すことが可能となります。東証からは、合理的な業績予想を数値で出しにくいことを理解され、**定性的な予想を記述すること**で **OK** をもらえました。

楽天は二〇一〇年に社内公用語の英語化を宣言し、二〇一二年七月には完全実施していました。英語化の最初のステップは **TOEIC 八〇〇点**の達成でしたが、次のステップの目標はスピーキング能力習得でした。**TOEIC 八〇〇点**をクリアしているがスピーキングテストの成績の良くない社員を会社の費用で英会話学校に送って特訓するという取り組みの一環でした。私は帰国子女でもなく海外留学経験ありませんが、海外投資家との対話の実践を通じて鍛えられ、**IR** の英会話なら九割以上の自信はあります。

ヤフー・ショッピングは、楽天市場と似たような、出店者を集めた **BtoBtoC** のマーケットプレイス型 **EC** サイトです。楽天市場と同様、出店者は、月額固定の出店料金に加え、売上に応じた**課金手数料**、**決済手数料**、**ポイント負担金**などを支払います。そのうち月額固定の出店料は楽天では最低で**月額一万九五〇〇円**、ヤフーでは**最低二万五〇〇〇円**でした。ヤフーがこの料金を無料化するという発表が、この日ヤフーの親会社であるソフトバンクの孫社長からなされたのでした。

IR に必要なスキルの習得を促進し、多様な事業の知識を身に付けた一人前のスピーカーを早急に育成することが課題となっていました。はじめのころは、想定質問回答を渡し、数多くの **IR** ミーティングに同席させて「背中を見て覚えさせる」やり方でしたが、これでは時間がかかりすぎました。すでに中堅となった人に、新しく加わった人への指導をお願いすると、「教わったことがないのに教え方なんかわからない」と反発されてしまいました。私は、よくないプレイングマネージャーの典型例でした。このままではいけないという危機感のもと、チームで相談する機会を持ちました。

「まず、**IR** 担当になったらこれだけは身に付けてほしいことを決めない？」

そう私が切り出すと、中途採用のベテラン組がまず答えます。

「まず数字力だね」

「会計の基礎は当然として、若手は **EXCEL** をがらがん回すスキルをもっていてほし

い」

「文章力もいるよ」

「決算短信の文章がちゃんと書けないと。あとインサイダー取引についての知識は必須」
社内異動の人が続きます。

「それより、他の部から異動で来たら、IR の基本的な知識が全然わからなかった」

「そうだね。基本的な知識やスキルが網羅されている課題図書を集めて、読んでもらうようにしたらどうかな」

「日本 IR 協議会の基礎講座も良かったです」

「そう、それでは年に二回は開催しているから新任者は必ず受けてもらおう。逆に、中途で入ってきた人には楽天の事業内容をあらためて教える必要はある？」

「それは毎週の全社員向けの朝会で情報がたくさんあるし、IR 資料を作成する過程で各事業の人と話をしていれば、自然と身に付くのではないですかね」

これにはうなづく人も多くいました。朝会では三木谷さんが自らの経営の考えや世の中の動向について話すほか、各事業から業績進捗状況、新サービス、テクノロジーなどの情報が共有されます。

「とはいっても、金融事業やコンテンツ事業の複雑な収益構造はちゃんと理解した方がいいよね」

「確かに」

このとき、私は、自分自身で教えなければいけないような気がして、こう切り出しました。

「それなら、私が時間をとって教えた方がいいかな」

ところが、即、否定されました。

「いや、経験からいうと、教えてもらうより、教える側になることが一番自分の勉強になるので、市川さん以外の人が教える役になった方がいいです」

「なるほど」

日本では、引受証券会社が所属する日本証券業協会が、株主の保護のため、具体的な資金の使途およびその効果の審査を行うことを定め、その背景より**二期分の利益計画の範囲内での資金使途を求めています**。当初、証券会社側は協会に従い、「二事業年度以内の確定している資金使途」を要求してきました。

「二事業年度って、もう二〇一五年二月期の半分近くが過ぎているから、実質的にはこの先一年半の使途のみってことですか？ めちゃくちゃ短期じゃないですか？」

財務のメンバーが驚いて証券会社の人に聞き直しました。中長期の投資案件や、ましてや「See around the corner」のようなまだ見えていない将来の挑戦には使えないということです。

「どうしてですか？ 米国企業は使途を細かく限定しない一般事業目的というものを使っていますよね？」

プロジェクト事務局のひとりは、日本企業だけでなく米国企業の開示書類も数多く見ていました。しかし、証券会社の担当者は残念そうに答えました。

「日本は違うんですよ。協会の規則では、一般事業目的は非常に困難です」

・・・

次々とイノベーションが起こる業界で、近い将来であっても魅力的な案件を予想するのは不可能です。米国型の資金使途が許されれば、米ソーシャルメディア企業のように将来の一手に備えられますが、日本の規制に従えば、**確定した設備投資計画と負債の返済計画程度しか資金の使途に認められません**。交渉中の M&A が一件ありましたが、公募発表前までに合意に至らなければ使途に含められません。

ところがある日、自宅で仕事用の動画を見ている最中、突然胸が苦しくなり、頭痛が激しくなってきました。PC の電源を落とすと、体調が回復しました。次にビデオ会議をはじめると、また動悸や頭痛がします。手指から腕までちくちくするような違和感があります。そういえば、主治医である北里大学研究所病院の医師から、米国の事例では化学物質過敏症の患者の六割から七割が、電磁波過敏症を併発するということを聞いていました。

・・・

休職期間は社内規程で六カ月です。

六カ月後、有線インターネットで一時間ほどパソコンを使えるようになり、スマホでは機内モードを駆使してチャットができるようになりましたが、**復職は困難という医師の診断結果がおりました**。休職期間満了後に復職できないと退職、という社内規程です。

「エンゲージメント」（目的のある対話）

CAPM キャップエム

DCF

ESG

J-SOX

PBR

PER

ROA

ROE

ROIC

SR Shareholder relations 株主向け活動。