

株式会社 東京証券取引所
企業価値向上経営セミナー



ピジョンにおける エンゲージメントと企業価値向上



2017年1月23日

山下 茂

代表取締役社長



1. 企業概要・業績推移
2. ピジョンにおけるエンゲージメントの定義
3. ピジョンの考える企業価値と投資家との具体的な対話の方法

1. 企業概要・業績推移

社名	ピジョン株式会社
代表取締役会長	大越 昭夫
代表取締役社長	山下 茂
事業内容	育児・マタニティ・女性ケア・ホームヘルスケア・介護用品等の製造、販売および輸出入、ならびに保育事業
本社	東京都中央区日本橋久松町4番4号
設立	1957年(昭和32年)8月15日
東証1部指定替	1997年7月(証券コード:7956)
資本金	51億9,959万円
連結子会社	18社(国内7社海外11社)持分法適用関連会社 1社(海外)
従業員数	968名【グループ合計:3,458名】

連結売上高 922億円（2016年1月期）

国内ベビー・ママ事業



売上281億円
構成比28%

中国事業



売上317億円
構成比32%

子育て支援事業



売上68億円
構成比7%

ヘルスケア ・介護事業



売上65億円
構成比7%

海外事業



Vietnam

売上252億円
構成比25%

	2015年1月期		2016年1月期			
	実績	前期比	修正計画	実績	前期比	修正計画比
売上高	84,113	108.6%	95,500	92,209	109.6%	96.6%
営業利益	12,780	123.3%	15,000	14,521	113.6%	96.8%
経常利益	13,299	120.9%	15,100	15,080	113.4%	99.9%
当期純利益	8,451	121.0%	9,600	10,197	120.7%	106.2%
R O E	20.4%	—	—	21.3%	—	—
R O A	19.8%	—	—	20.6%	—	—

- ・ 営業利益率 15.7%（前期15.2%）
- ・ 当期純利益率 11.1%（前期10.0%）

※ R O A : 総資産経常利益率、R O E : 自己資本当期純利益率、分母はいずれも期首・期末平均

哺乳器



75.8（1位）

マグマグ



73.6%（1位）

おしりナップ



30.1%（1位）

ベビースキンケア



36.2%（1位）

ベビーフード



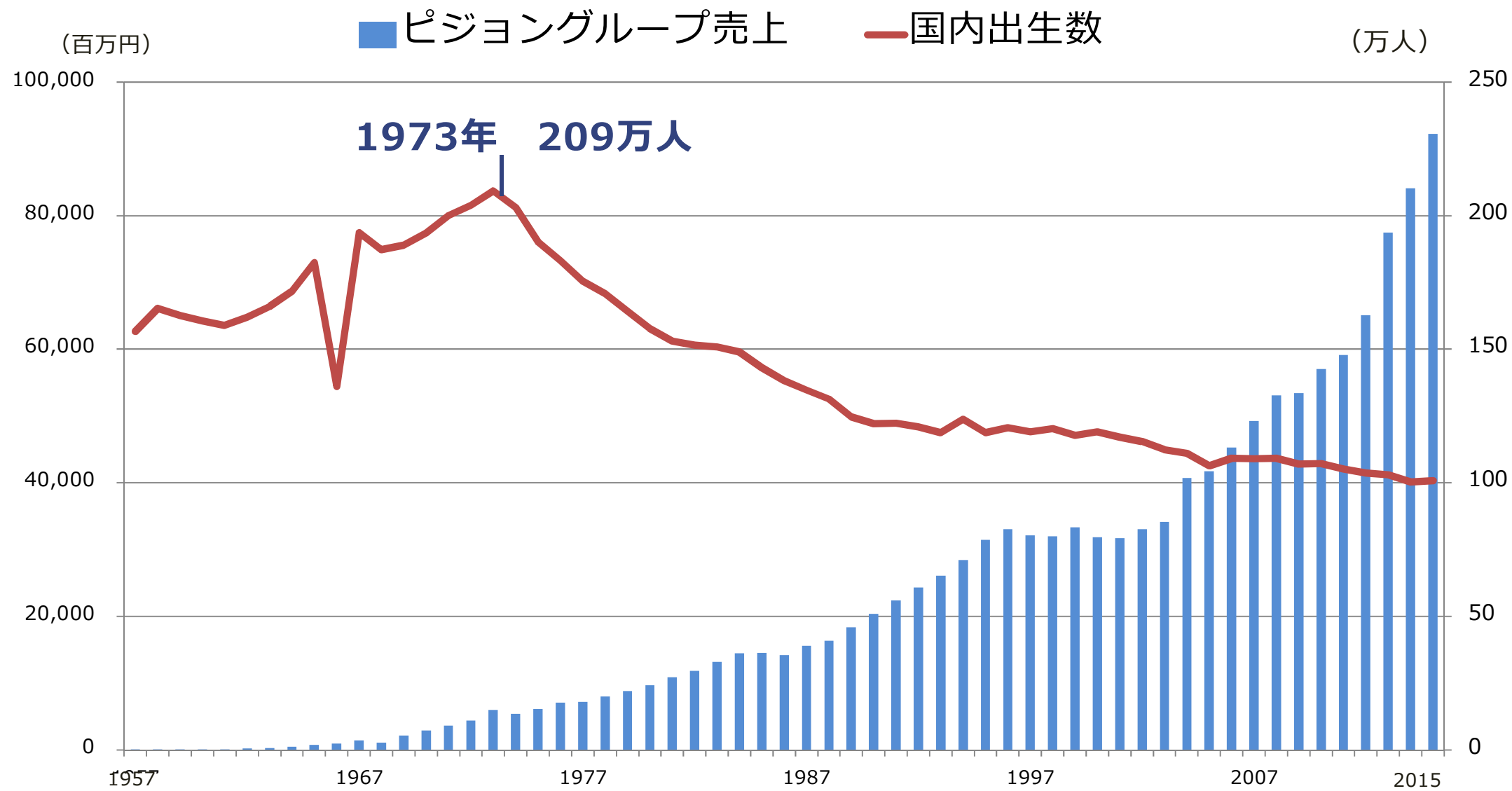
11.7%（2位）

ベビーカー



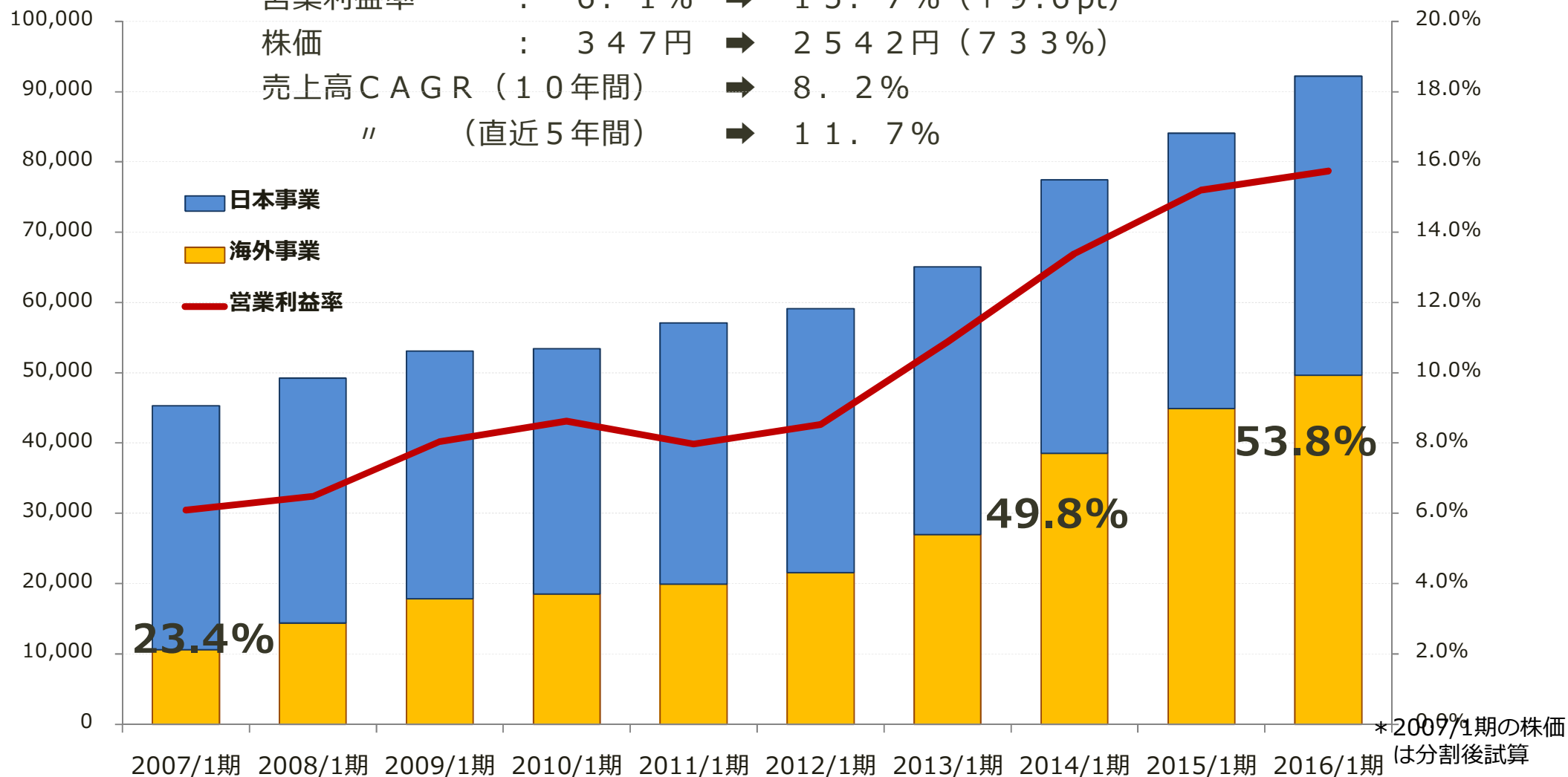
10.0%（3位）

企業概要：日本の出生数とピジョンの連結売上の推移

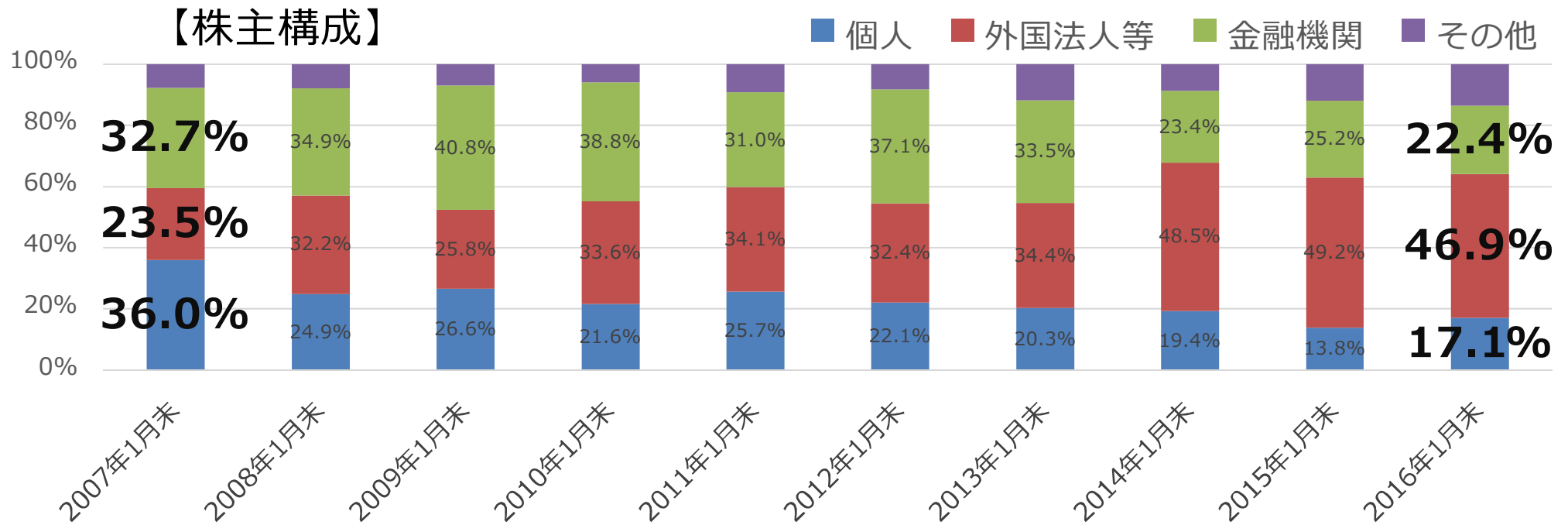
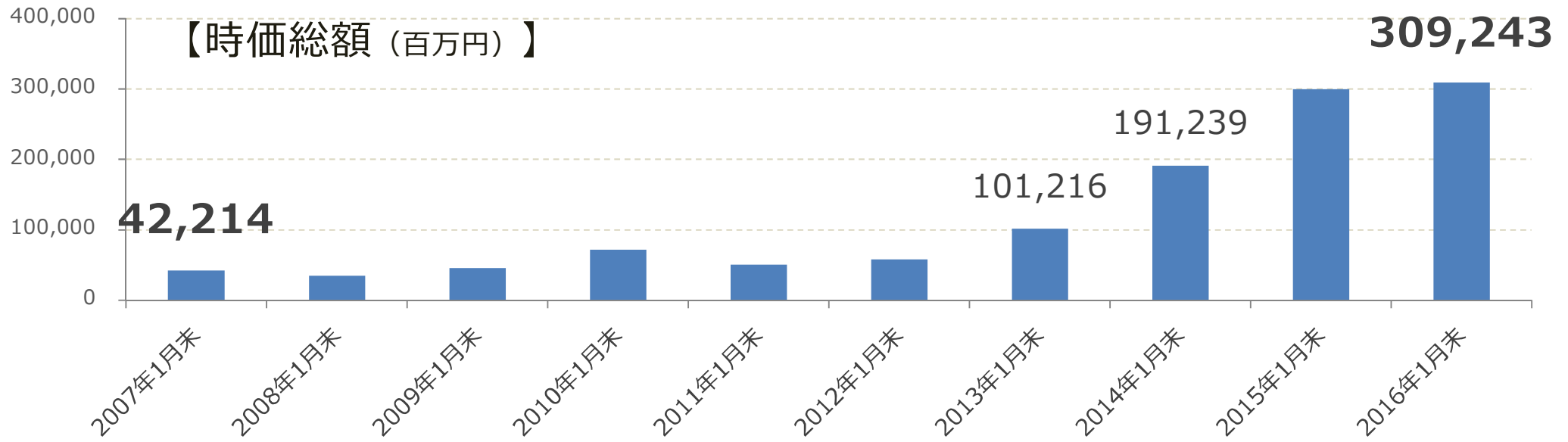


2007/1期 と 2016/1期の比較（10年間）

全社売上（連結）：453億円 ➡ 922億円（204%）
 日本事業の売上：347億円 ➡ 426億円（123%）
 海外事業の売上：106億円 ➡ 496億円（468%）
 営業利益率：6.1% ➡ 15.7%（+9.6pt）
 株価：347円 ➡ 2542円（733%）
 売上高CAGR（10年間） ➡ 8.2%
 "（直近5年間） ➡ 11.7%



企業概要：時価総額推移と株主構成





【大賞選定理由】

ピジョン株式会社は、資本コストを上回る企業価値の創造額を表す独自の経営指標である「PVA（Pigeon Value Added：みなし税引後営業利益－資本コスト）」等を重要指標に位置付けて、その向上に組織一丸となって取り組み実際に高い成果を実現するなど、「企業価値向上経営」を特に高いレベルで実践していることが評価された

1. 投資者視点を意識した高い経営目標を設定し公表している
2. 独自の経営指標を活用した経営管理の仕組みを構築している
3. 企業価値向上を目指す経営管理の仕組みが組織に深く浸透している
4. 投資者との建設的な対話の実現に向けて積極的な情報発信を行っている

「IR優良企業特別賞」、「ポーター賞」受賞

【IR優良企業特別賞：日本IR協議会より】



近年、IR活動への評価が高まっている。経営トップが自ら中長期的な成長戦略や課題、企業価値の創造プロセスをわかりやすく説明している。特に「PVA」という同社独自のEVA（経済付加価値）に加え、CCC（キャッシュコンバージョンサイクル）やROIC（投下資本利益率）を活用した具体的な戦略説明などに独自性がある。決算発表後の詳細なデータ開示のほか、中国など海外における現地情報の開示姿勢も良好で、投資家からの評価が高い。



【ポーター賞】

ポーター賞は、独自性のある優れた戦略を実践し、その結果として高い収益性を達成・維持している企業を表彰するもので、一橋大学大学院国際企業戦略研究科 ポーター賞運営委員会が運営しています。同賞は2001年に創設され、賞の名前は、競争戦略論の第一人者であり、長年にわたり日本企業に関心を寄せたハーバード大学のマイケル・E・ポーター教授に由来しています。

2. ピジョンにおけるエンゲージメントの定義

エンゲージメント≡目的のある対話

辞書の説明：when you become involved with someone or something in order to understand them

エンゲージメントの目的

最終目的：企業価値向上

3. ピジョンの考える企業価値とは

社会価値

社会や顧客にとって
なくてはならない存在

ソリューションと
新しい価値の提供

グローバルに共有化された理念

開発力とブランド力

社員一人ひとりの力

環境負荷の低減と事業以外の
部分での社会貢献

経済価値

将来フリーキャッシュフローの
現在価値の合計

フリーキャッシュフロー =
NOPAT + 減価償却費 - 投資
- 運転資本の増加額

$WTP^* - \text{Cost} = \text{Profit}$

真似されにくい
ビジネスモデル・競争優位

管理指標と改善アクション
(PVA, CCC, ROE, ROIC)

*WTP: willingness to pay
(消費者が納得して支払ってくれる価格)



$$\text{PVA} = \text{NOPAT} - \text{投下資本} \times \text{WACC}$$

本業の事業から生み出した
税引き後の利益額

株主と債権者が期待している
リターンの額

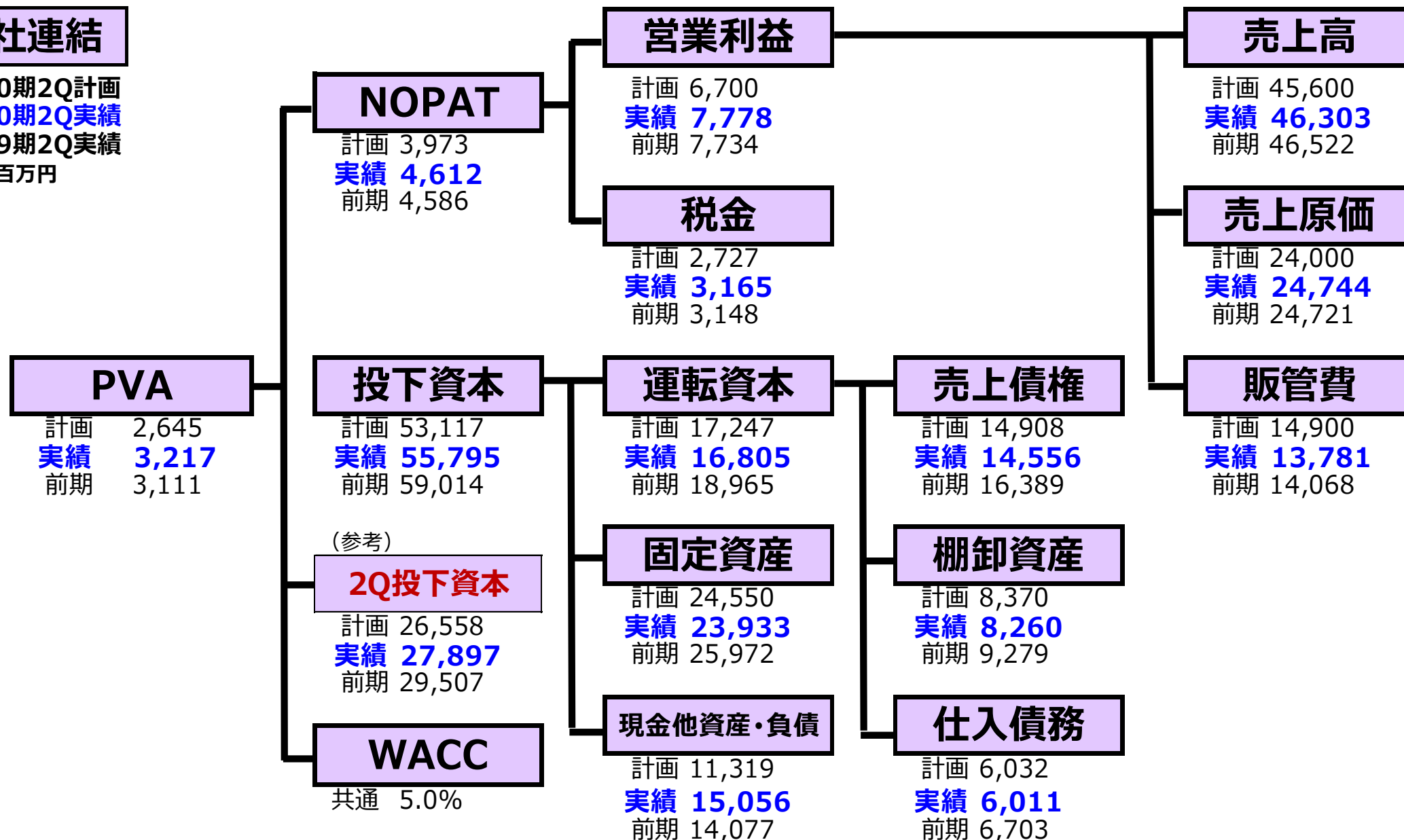
PVAが**プラス**なら、
ピジョンは株主と債権者の期待
(要求) する以上のリターンを
生み出しているということ

⇒ **付加価値**
(Value Added)

【社内での活用の視点】
『限られたリソース（資金・資源）を
どれだけ**効率的に活用**し、
どれだけ**リターンを最大化**できたか』
を表す指標

全社連結

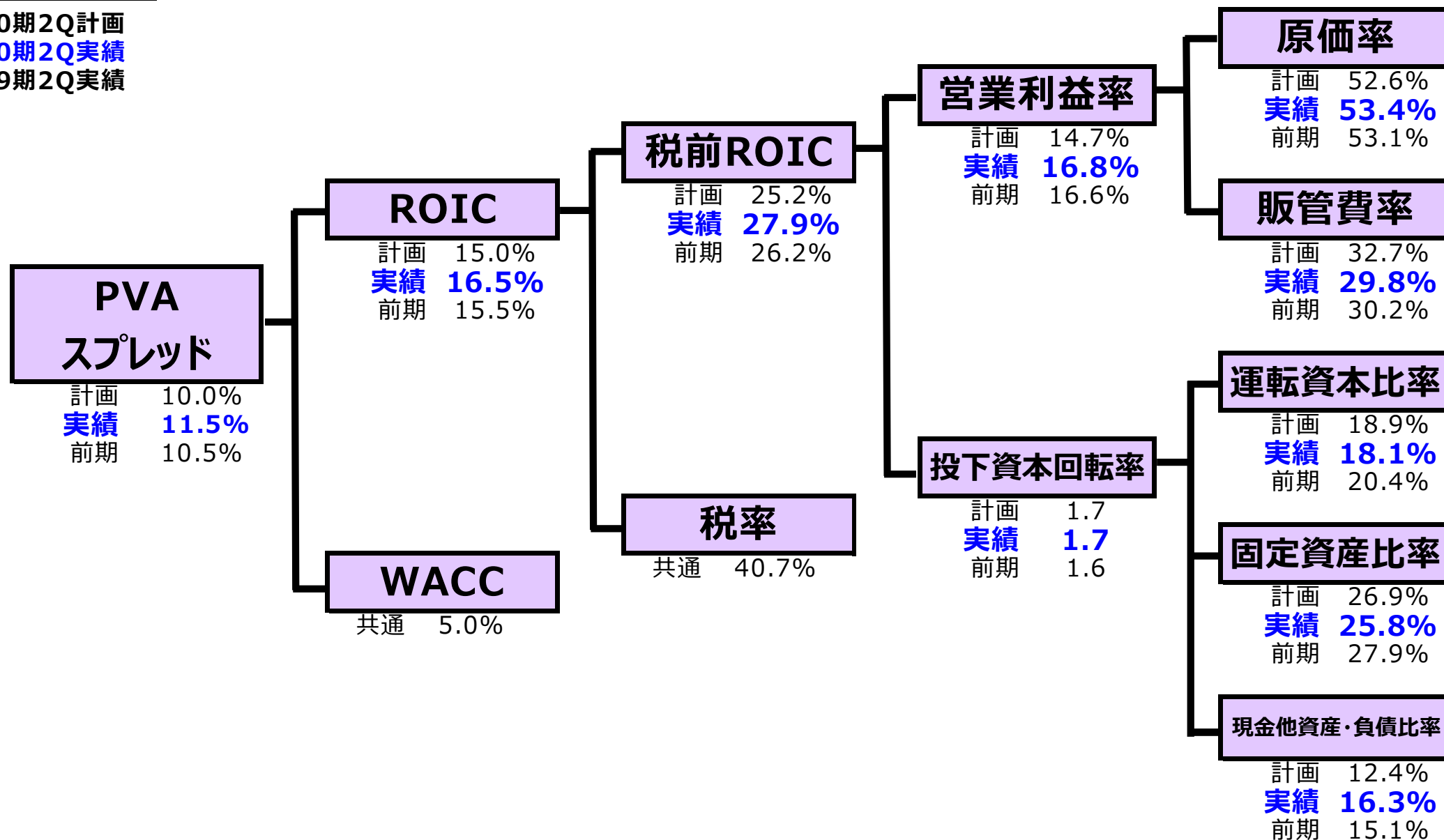
上：60期2Q計画
 中：60期2Q実績
 下：59期2Q実績
 単位：百万円



※PVA算出の際、B/S項目の各数値は期首・期末平均とし、値を1/2に調整して換算しています。

全社連結

上：60期2Q計画
 中：60期2Q実績
 下：59期2Q実績



全社連結

上：60期2Q計画
 中：60期2Q実績
 下：59期2Q実績
 単位：百万円

運転資本

計画 17,247
実績 16,805
 前期 18,965

売上債権

計画 14,908
実績 14,556
 前期 16,389

棚卸資産

計画 8,370
実績 8,260
 前期 9,279

仕入債務

計画 6,032
実績 6,011
 前期 6,703

CCC

計画 77.4
実績 74.0
 前期 83.3

売上債権回転日数

計画 59.7
実績 57.4
 前期 64.3

棚卸資産回転日数

計画 63.6
実績 60.9
 前期 68.5

仕入債務回転日数

計画 45.9
実績 44.3
 前期 49.5

※CCC算出の際、B/S項目の各数値は期首・期末平均とし、値を1/2に調整して換算しています。

マネイジメント（社会価値と経済価値の合体）

エンゲージメント（更に企業価値を高めるもの）

ガバナンス（中長期的に企業価値を高めるもの）

ご清聴ありがとうございました

企業価値向上経営セミナー
「投資家との対話のベストプラクティス」



みさき投資が考える「経営者と投資家の対話」

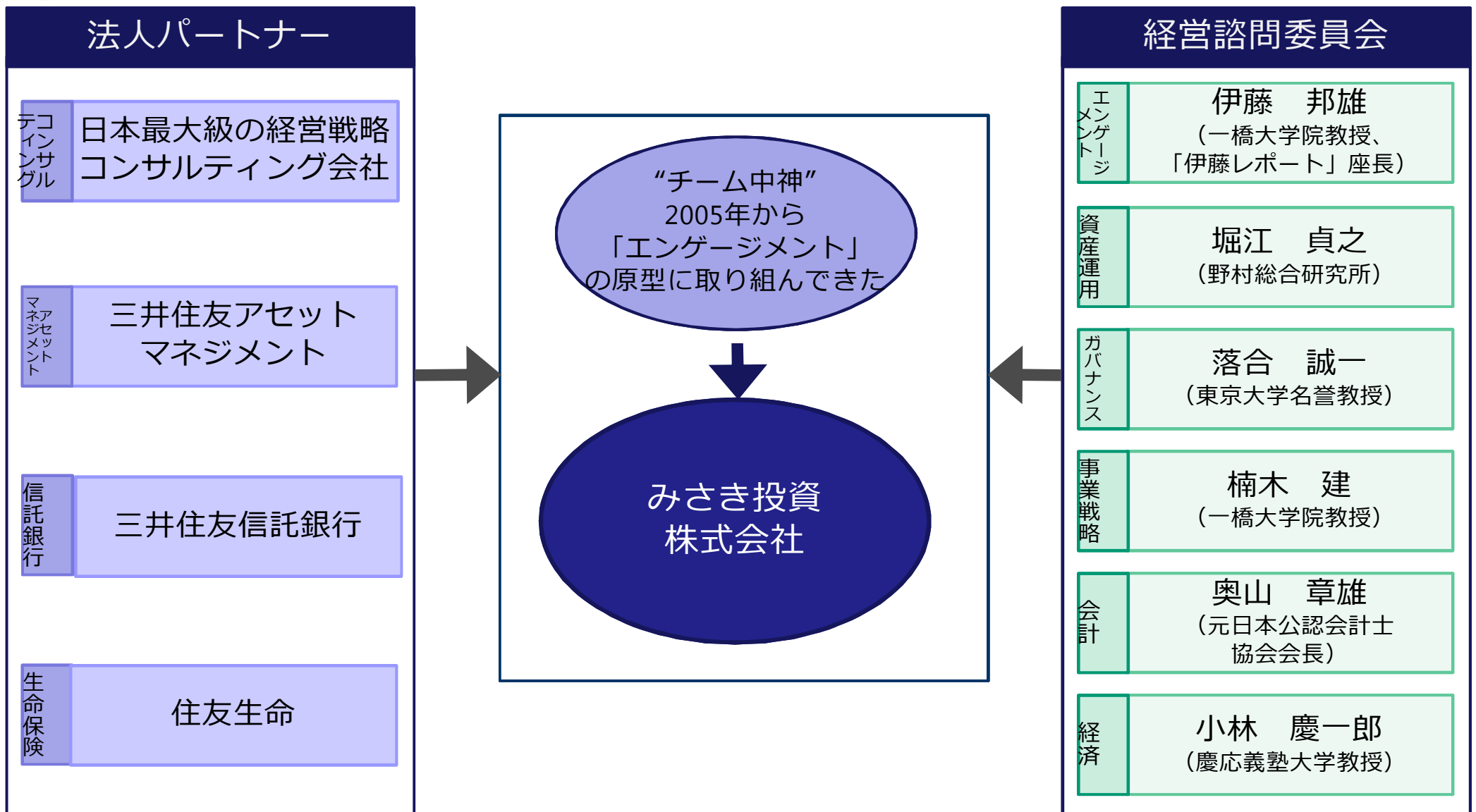
2017年1月23日

みさき投資株式会社 中神 康議



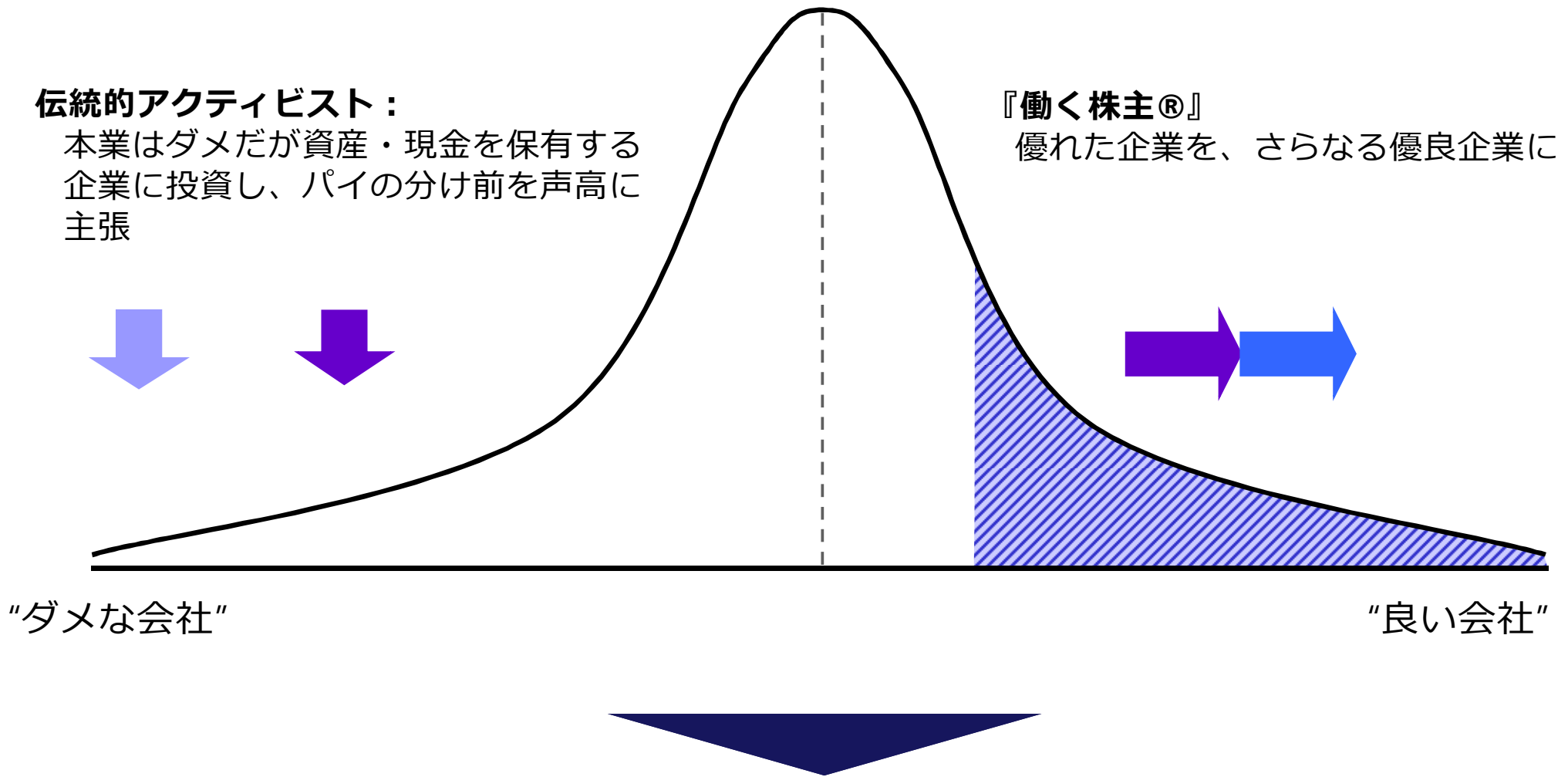
- 本資料は、中神の個人的な経験・体験に基づき作成されたものであり、記載されているコメント・見解等は、あくまでも中神個人のコメント・見解等となっております。中神が現在、または当時在籍していた会社やそのグループ会社のコメント・見解等を述べたものではございません。
- また、本資料の内容の全部あるいは一部を、作成者の許可なしに、他者に対して配布・開示することを禁止させていただきます。

みさき投資の成り立ち



■各界を代表する会社・人々とともに「日本発エンゲージメント投資」モデルを世に問う

みさき投資は『働く株主®』です



- 「モノ言う株主」とは正反対の投資対象・エンゲージメント手法



「長期投資家」とは「長期調査家」・・・「初期調査」内容

30年近くの
長期業績を見る

製品の特徴

技術的
背景

市場の
構造変化

流通上の
特徴

社史を
読み解く

拠点配置の
特徴

投資前の「初期調査」では
1社当たり100ページに及ぶ
報告書を作成

0 1 2 3 4 6 7 8 9 10 12 13 14 16 17 18 19 20 21 22 23 24 26 27 28 29 30 31 32 33 34 36 39 40 41 42 43 44 45 46 47

米国競合の
分析

米国競合の
収益性分析

財務データ
長期分析

経営者の
人物像理解

役員人事の
変遷

人事評価報酬制度



みさき投資の行動原理 (1)

『みさきの公理』®

$$V = \left(b \times p \right)^m$$

持続的企業価値
の増大

(business)
『事業』
は優れているか?

- 独特の強みに根ざした「障壁」を築いているか?
- 競争優位を確保しているか?
 - 供給面での競争優位
 - 需要面での競争優位
- “ストーリー”
 - 「賢者の盲点」や好循環

(people)
『ヒト』
に賭けられるか?

- 経営陣は『HOP』か?
 - Hungry
 - Open
 - Public
- 組織運営はスムーズか?
 - Management Depth
はあるか
- 企業文化は健全か?

(management)
『経営』
は変わるのか?

- 事業戦略・経営戦略
- 事業ポートフォリオ管理
- 高収益体へのこだわり
- 投資/撤退基準
- 戦略的プライシング
- CCC
- SCM、在庫管理
- 組織・責任管理体制
- 最適資本構成
- 最適現金比率
- ガバナンス態勢
- 経営者報酬
- . . .



ピジョン株式会社（以下、敬称略）、当時の概況

- 国内の育児用品事業では当時から圧倒的なニッチトップ。

- 哺乳瓶国内トップシェア

- 国内シェア（ドラッグストア）*

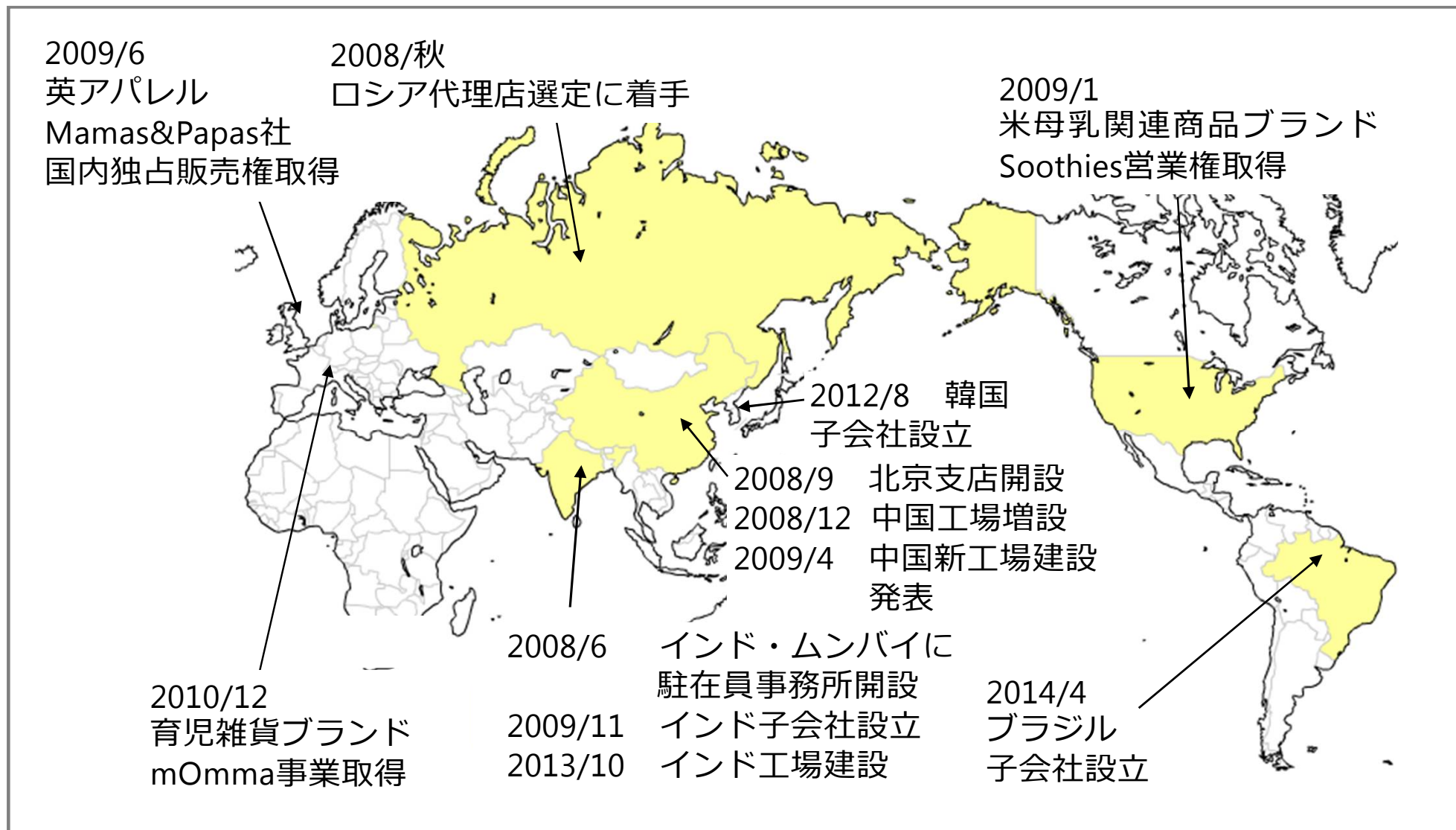
➤ 哺乳瓶	73%
➤ 乳首	66%
➤ ベビーカップ	55%
➤ おしりふき	33%

*エンゲージメント開始前
2005.1期

- だが少子化社会の中では典型的な低成長企業とされていた...
 - 時価総額は300億円前後
 - PBRは1.7倍
 - EV/EBITDA倍率は7.6倍
- 収益性もさほど高くない、株主への還元レベルも特筆されるものとは言えなかった
 - 営業利益率は6.6%
 - ROEは7.8%
 - 配当性向は22%

その後の事業展開

【海外展開の加速と積極投資】



出所：会社公表資料

【ポーター賞受賞（2016）】



【企業価値向上表彰大賞（2015）】



- 業績のみでなく、経営クオリティの面でも高く評価される企業へと進化

投資される経営と、売買される経営の分岐点

$$V = \left(b \times p \right)^m$$

- 『b』 や 『p』 は個別企業の固有性が高く、また、定数項になりがち
- 一方、『m』 は普遍性が高く、業種を超えて適応可能であり、そのインパクトも大きい
 - 『m』 が少しでも高まれば、指数関数的・持続的な価値増大につながる
- 持続的価値増大を狙うとすれば、業種横断的・国境横断的に経営クオリティを観ている投資家との「対話」が有効なのではないか？



「長期投資」とは、経営者と（ごく一部の）投資家の共同作業の賜物



長期投資家の考え方を理解する



- 「長期」とはどの程度の期間か？ 長期投資家は企業のどこを見ているのか？ ...
- 長期投資の対象になる企業と、短期売買されてしまう企業の違いとは？ ...
- 対話すべき項目とは？ 教えられない情報はどうしたらよいか？ ...
- 「ハーバードビジネスレビューが選ぶベスト経営書2016」にランクイン