

みさきニューズレター

みさきで『良い経営』を考える

Vol.2 2015 夏





山下茂（ピジョン株式会社 代表取締役社長）×中神康謙（みさき投資株式会社 代表取締役社長）

※本対談は 2015 年 5 月に行われたものです。

ファミリーカンパニーから、パブリックカンパニーへ

中神 私たちは、ピジョンさんとは松村さんに始まり、大越さん、山下さんと 3 代の社長に亘って大変懇意にさせていただいています。その期間を通じて、以前の少子化国家の低成長企業というイメージから、現在はグローバル成長企業へと見事な変身を遂げられたわけですが、これまでの経営の変化を振り返っていただけますか？

山下 私はピジョン 5 代目の社長です。2 代目の仲田までは創業家出身で、3 代目の松村からは創業家以外人間が就任しています。

自分が入社した時の入社式の様子を今でも覚えています。当時、取締役はほとんど創業家出身でした。そのため、「ノンファミリーの私は、一番偉くなっても部長までだ

な」と思いました。しかし、2 代目の仲田は「これまでのやり方ではピジョンは成長できない」と強く認識し、株式を公開してオープンな経営に変えることにしたのです。仲田は創業家出身の取締役にも徐々に退任してもらい、自らも比較的早く会長に退きました。そして後任に創業家ではない松村を選んだのです。

松村はバトンを引き継いでからも経営のあるべき姿を熱心に勉強していました。中神さんたちからもアドバイスをもらい、資本市場からピジョンはどう見えるか、今後のピジョンの経営はどうあるべきかを考えていました。次の 4 代目の大越のときに大きく海外事業が拡大し、今は海外売上が 50%を越えています。それは松村が海外に目を向けて種まきをしてきたからです。今のピジョンのグローバル企業としての基盤を作ったのは松村の時代です。

中神 ファミリーカンパニーから、パブリ

ックカンパニーに転じたわけですね。

私たちがピジョンに初めて投資したのは10年前ですが、当時社長だった松村さんにお会いしたとき「うちの資本コストはこれくらいだと思う」とさらりとおっしゃったのがとても印象的でした。今でこそ毎日のようにROEや資本コストという言葉を見ますが、当時資本コストを語れる経営者は珍しく、とても先進的だなと思ったことを覚えています。

その後、今ではPVA（Pigeon Value Added）のような経営指標を作って資本コストや資本生産性の考え方を実際に経営に根付かせていらっしゃいます。

これは株式公開にあたって銀行借入のコストに代わるものとして株式資本コストを意識するようになったということでしょうか。

山下 そうです。松村は自分でDCFや資本コストを勉強していて、よく「上場会社なのだから、株主から事業の元手を出してもらっているということを忘れてはならない」と言っていました。

銀行借入の際には、事業がどうなるか説明するというより、毎月決まった額をきちんとお返しすることが大切でした。しかし、上場すると株主の期待に応えなくてはなりません。株式には決まった利息はありませんが、株主の期待値として株主資本コストというものがあり、銀行から借りる金利よりも高いものだ。だから資本コストをハードルレートとして、それを超える収益を上げなければならないとよく言われました。そのために、効率的にキャッシュを稼ぎ、将来の絵を描くことに力を入れるようになりました。



転換期となった第3次中計

中神 松村さんとの対話でもう一つ鮮明に覚えているのが、あるとき、「うちは株主還元ではなく成長に舵を切るべきではないかと思う」とおっしゃったことです。

当時、ピジョンは時価総額300億円、海外売上は15%ほどで、国内では圧倒的なシェアですが、赤ちゃんの数は減り続けているため、低成長・成熟企業と見られていました。松村さんとのディスカッションも、それまでは資本政策や還元为重点を置いていたのですが、この一言をきっかけに改めて海外事業のポテンシャルを感じ、一緒に成長を考えるようになったのです。

社長が大越さんに代わり、海外事業に重点を置いた第3次中計を作るときには、我々のほうで独自に調査した海外市場や競合のデータを持って行って議論をさせていただきました。当時ピジョンは営業利益率6%くらいでしたが、海外競合は12%や15%が当たり前。BSやCCCについても分析し、10ヶ月くらいほぼ毎月この役員応接室に押しかけて（笑）、議論させていただきました。

新中計を発表した2008年はリーマンショックの年でマーケットは4割くらい落ち込みましたが、ピジョンの株価はそんな年でも3月の中計発表後、2倍以上になりました。その後も海外展開と資本生産性改善に取り組んでこられて、今や時価総額は10倍くらいになっています。手前味噌ながら、ピジョンの変曲点の一つに関わることができたのかなと思っています。

山下 中神さんたちにいろいろとアドバイスをいただいて、投資家の目から見た課題は何で、ピジョンがどういう経営を目指すべきかを考えることができたのが良かったと思います。

第3次中計でもう一つ大きかったことは、総還元性向50%を打ち出すことができたことです。投資と還元には順番があると思うのですが、中神さんたちと議論し株主の視点で考えたからこそ、それを計画に落とし込むことができたと思います。

中神 大越さんがもう一つ力を入れたのが人材教育や人事制度についてでしたね。目標管理制度を導入したのも大越さんだったかと思います。

山下 それまでピジョンは大人しい社風で、どちらかというとおっとりした人が多かったのですが、大越はそれを変えたかった。従業員ひとりひとりに対し、「あなたのコアコンピタンスは何か？」と聞いて回り、個人個人が自己責任に基づく自立によって成果を上げることが求めたのです。

目標管理制度は導入してから10年以上経ちましたが、トップダウンの目標と現場をつなげる仕組みとして上手く機能していると思います。今年からは、日本で成功したモデルをベースに、海外の社員にも広げていきたいと思っています。

中神 大越さんがよく、「コミュニケーション・納得・信頼」と言っていたことを覚えています。人間は信頼して任せてもらおうと創意工夫をして、成果を出すものだ。

山下 大越語録は社内に沢山残っています。「コミュニケーション・納得・信頼」もその一つで、今はピジョンの基本となる価値観の中核に据えられています。

日本発の、World Class Business Excellence を目指して

中神 ではこれから山下さんが目指しているものを聞かせてください。

ピジョンは仲田さんがパブリックカンパニーに転換させ、松村さんが資本コストの考え方を根付かせて海外への布石を打った。そして大越さんがその路線を爆進しつつ、人を育て、今や時価総額4,000億円、営業利益率やROEもゆうに二桁を越える企業になりました。東証の「企業価値向上表彰」でもファイナリストに選出され、世間ではピカピカで順風満帆だと思われています。

しかし山下さんは色んなところで、ピジ

ョンにはまだまだ課題がたくさんあるとおっしゃっている。どういった問題意識をお持ちなのでしょう。

山下 おかげさまで確かに結果は良くなっており、中期目標の営業利益率15%は一年目で達成してしまいました。ROEも20%近くになりました。ただ、ピジョンにはまだまだやらなければならないことがたくさんあります。

私は、日本発で世界に通じる Business Excellence、高い経営品質を作りたいと思っています。経営品質を高めるための課題として12個設定しているのですが、特に私の直下で取り組んでいる大切なものが2つあります。

一つはグローバルで経営理念や価値観を共有することです。個人の価値観と会社の価値観がまったく同じになることはありませんが、重なっている部分が多い方が、仕事が「自分ごと」になりやすいですね。だから私が社長の間、世界中の社員に理念と価値観を伝えていきます。

二つ目はダイバーシティを高め、女性の活躍を推進することです。現在ピジョンには女性取締役がいないのですが、私たちのような事業内容で男性だけの価値観で判断するのは自分としても非常に気持ちが悪いです。しかし、女性の経営層を厚くすることは言うほど簡単ではありません。各種の制度を整えるのはもちろんのこと、女性自身が仕事が面白いと思え、より責任のある職責を担いたいと思えるような環境を作り、チャンスを与えることが大切です。

ただ、ダイバーシティは女性の活躍だけに留まらず、本質的には組織の多様性を高めて会社の風通しを良くし、違う考え方を受け入れる土壌を作ることだと考えています。普通、人は新しい考え方に対してまず「できないよ」と言ってしまうものですが、多様な考えを受け入れる土壌があれば、「ちょっとやってみるか」となるはず。そうすれば世の中に新しい価値を提供できるような製品やサービスをもっと多く生み出すことができると思っています。経営にとって非常に大事なことだと思っています。

『みさきの企業価値公理』

山下 価値観の共有やダイバーシティは、ピジョンの企業価値を構成する大事な要素として位置付けているのですが、他の要素としては例えば「ブランド力」もあります。「ブランド」って人によって捉え方が違いますが、ピジョンでは言葉に色々な解釈があってはいけない、共通言語を大切にしようということで「ブランドとは何か」を定義しています。それは、「消費者とメーカーの心と心の結びつき」というものです。ピジョンという会社やピジョンの製品が世の中になくはないかどうか、お客さまから「ピジョンはここまで考えてくれているのか」と、ときには感動まで突き抜けるくらいの場面を作れるかどうか。そうした新しい製品やサービスを提供し続けるために、製品力と開発力に何よりも力を入れています。

中神 共通言語を定義するというのは山下さんらしいですね。では、企業価値として定量的に重視されていることはどのようなものでしょうか。

山下 企業価値とは一義的には株価・時価総額であり、そしてそれを決めるのは会社が生み出す将来キャッシュフローの現在価値ということになると思います。好き嫌いに関わらず、上場している以上そうならざるを得ない。

DCF で見た価値を高める上で大事なのは利益をどう効率よく大きくするかですが、ピジョンでは「効率よく」という言葉も定義しています。それは「少ないインプットでより大きなアウトプットを出すこと」というもので、大きな投資を行うならそれに見合うさらに大きなリターンを上げなければならない。社内では投資のハードルレートも決まっており、国内では5%、海外ではリスクプレミアムを乗せて10%としています。これを透明性と合理性をもって株主にも説明していくことが大切です。

中神 実は山下さんに見てもらいたい式があるんです。

私たちも、投資事業をずっと行ってきて持続的な企業価値増大とはどうやったら実現するんだらうかと、考えて続けてきたのですが、最近ある式を考案しました。

「 $V=(B \times P)^m$ 」という式で、これを『みさきの企業価値公理』として商標登録申請しています。

VはValueで企業価値ですが、BはBusinessです。良い製品、良いサービスを持ち、顧客から圧倒的な支持を受け、競争障壁を築き上げること。それが持続的な価値向上の第一の前提でしょう。しかし、どんなに良いビジネスを創ったとしても、それを回している人々(P=People)がある特定の資質を持っていなければ、企業価値は持続的には上がりません。特に経営者が重要な要素で、HungryでOpenでPublicなマインドを持った、HOPな人でなければ、企業価値は持続的に増大しないと感じています。



山下 面白いですね。新しいビジネスモデルを作るのは人間で、それを運営するのも人間です。ピジョンも行動原則の中で「強い個人によるグローバルコラボレーション」を掲げていますが、強い会社になるには個々人が強くなければなりません。

中神 しかしこれで終わりではないんです。『みさきの公理』式には指数としてmを置いています。これは経営(Management)のことです。ここでいう経営とは、たとえば事

業ポートフォリオの管理や、マーケティング戦略の洗練、ガバナンス体制の構築、サプライチェーンの管理、CCCのコントロール、タックスマネジメントなどありとあらゆる経営品質・経営手腕と呼ばれるもののことです。

この m が高いレベルに改善されれば、企業が持っているビジネス (B) や人 (P) の価値が指数関数的に高くなり、企業価値も指数関数的に高まります。しかしこの m が 1 だとリニアな企業価値の成長に収まってしまいますし、さらには m が 1 以下だと企業価値はむしろ急速に下がっていきってしまうと思います。

『みさきの公理』式は、企業価値を構成する要素として、改めて持続的な経営品質改善の重要性に光をあてたものなんです。

山下 面白いですね。確かに日本企業は、事業そのものはグローバル化していたとしても、経営品質の面では欧米のグローバルカンパニーとはまだまだ差があるなという気がします。

例えば、P&G のマーケティングはやっばり素晴らしい。特に行動観察では今でもパイオニアなので、私たちも必死に学んでいます。また、GE の経営も学ぶべきところが多いですね。手始めに株主とのコミュニケーションだけでも近づけたらなと思い、今年から GE を参考にしてアニュアルレポートは「山下からの手紙」というトップメッセージを語る内容にしたいと思っています。

ただ、全て海外企業のモノマネだけをしたグローバルカンパニーになっても意味がない。私は、海外企業の優れた点から学びつつ、ピジョンの中にある優れたものを洗練させて、日本企業なりの高い経営品質を目指したいと思っています。日本発の World Class Business Excellence というのはそういう意味なんです。

外部に任せず、社員が地べたを這いつくばる経験を

中神 この 10 年でピジョンの海外売上比

率は 15% から 50% 超に高まり、誰もがグローバル化を果たした代表的成功例と見ています。私たちの投資先にもグローバル化を志す会社は多いのですが、何かアドバイスやメッセージをいただけないでしょうか。

山下 海外展開は 1968 年頃から私たちも手探りでやってきて、沢山失敗してきました。ナイジェリアで不良債権を抱えたことや、中南米に現地法人を作ってもうまくいかなかったこともあります。

当時の海外進出では、資本規制があったり、経営資源が足りなかったりという理由で以前は現地企業との合弁がメインでしたが、振り返ってみれば全て完全子会社でやっておけばよかったなと思います。

人材がないという声をよく聞きますが、海外展開をするにせよ、何十カ所で同時に事業をするわけではありません。1カ所、2カ所と事業拠点を作っていくのだから、現地に送り込む人間も私たちの場合せいぜい 1 つの会社に最初は 2 人くらいです。そのくらいの人数であれば社内にはいないはずはない。中国をやった北澤、インドを立ち上げた川口も元は国内営業です。

海外に送る人間で大事なのは英語ができるかどうかよりも、日本国内の成功モデルを体得し、海外に展開する力があるかどうかです。英語は海外で半年ほど勉強やインターンをすれば東南アジアでは何とか通じるようになります。しかし、自社の持っている成功モデルを海外に展開できるのは、自社の人間以外にはいません。これを、人材がないからと外部の手を借りてしまうと、リスクが少なくて楽かもしれませんが、海外事業で得られるものが半分か、もっと少なくなってしまう。

中神 人材は必ず社内にいる。海外人材は育てていく、という強い考えですね。経営者の長期目線が問われます。

山下 そうです。英語ができないことを言い訳にははいけません。それよりも日本の中で勝てるモデルを作り込んでいるかどうかです。日本で勝てるモデルをすでに持

っているのであれば、海外で戦えばいい。しかし、日本ですら勝てないのに海外では勝つというのは難しいでしょう。

ピジョンもいま国内でヘルスケアや介護事業に力を入れています。これらは中国や韓国でも需要があるかもしれませんが、けれども、まだ日本で勝てる事業モデルを作り込めていない。だからまだ進出しません。完全に成功モデルを作り切れていない段階で海外展開するのは経営資源の無駄遣いだと思うからです。

「投資家の眼」を取り入れることが企業価値向上の近道

中神 最後にもさき投資に期待することを語ってもらえないでしょうか。

4月の株主総会で弊社パートナーの新田を、ピジョンの社外取締役として迎えていただきました。上場株式の投資ファンドから友好的に取締役が選任されるのは珍しいようですが、今回新田を選んでいただいた理由や、みさき投資に期待していることはどのようなものでしょうか。

山下 新田さんの選任は、我々の課題は何かということをよく考えたうえでお願いしました。株主視点からの監督がもちろんメインなのですが、資本生産性や資本市場のことについてもよくご存知だと思いますし、経営コンサルティング会社出身でもあるので収益力をどう高めていくかという点でもアドバイスいただけるとと思います。ピジョンの経営が弱いところについて知見を提供してもらうことで、更に企業価値を高めていけると思っています。

他社の社外取締役候補は弁護士、会計士、学者、社長経験者ばかりですよ。なぜ投資家に目が向かないのか不思議です。

中神 取締役会の本来の役割は株主利益・投資家利益を代表すること、あるいはそれを前提により良い経営を議論することです。すからね。

金融庁も「攻めのガバナンス」と言ってい

るように、良い経営を応援するためのスキルや知見を持った人、そして株式市場の視点を持った人が取締役に増えればいいと思います。

山下 コーポレートガバナンスコードには「果敢な意思決定」という言葉がありますね。リスクを取ってアクセルを踏まない日本会社は変わらないと思います。そういう意味で、株主利益の代弁者という取締役会本来の目的を達成できるような社外取締役として新田さんをお願いしました。

みさき投資は「働く株主[®]」を理念としていて、短期的な利益を求める投資家とは真逆ですね。対話をすることで、会社が持っている本来の力を一緒に引き出そうとしてくれる珍しい存在だと思っています。そこが、元経営コンサルタントが中核になっているみさき投資が、他の投資家とは、一味もふた味も違うところではないでしょうか。

中神 私は大学を出て20年近く経営コンサルティングの現場にいたのですが、当時は株価やバランスシートのことはほとんどわかっていなかった(笑)。経営のことだけ、事業の競争力や経済性のことだけ考えてきたことが今、かえって資本市場で珍しい存在として見られているようです。

山下 ROEを上げていくことも、最も重要なのは本業の利益をどう高めるかですから、みさき投資の役割もますます重要になってくるのではないのでしょうか？企業が成長していくためには、中の視点だけではなく、外部の視点を取り入れることが重要で、ピジョンも、中神さんたちが与えてくれた影響はとても大きかったです。PVAも、中神さん達が提案してくれて、時間はかかりましたが形になりました。私たちの視点を変えてくれたことを大変感謝しています。

中神 過分なお言葉ありがとうございます。私たちもピジョンとお付き合いさせていただくことで、また一段と深く良い経営とは何か、を学ぶことができました。今後ともどうぞよろしく願いいたします。

編集後記

第1号では一橋大学・伊藤邦雄先生との対談記事をお送りしましたが、本誌の副題の通り『『良い経営』を考える』うえでは、やはり経営者の方にお話をお伺いしなくてはということで、今回お願いしたのがピジョンの山下社長でした。

ピジョンと弊社メンバーは10年来の付き合いですが、みさき投資になってから参加した私にとっては、初めて直接お話を伺う機会となりました。ピジョンといえば、市場からの評価も高く、昨年は東証の企業価値向上表彰でも優秀賞を受賞しましたが、日本発の“World Class Business Excellence”を目指す山下社長にはまだまだ取り組みたいことがあるとのことで、その『良い経営』へのこだわりには圧倒されてしまいました。

弊社では投資を検討するに当たって、企業の文化や歴史を理解するために社史を読み込むこともしばしばあるのですが、ピジョンの中にもファミリーカンパニーからパブリックカンパニーへ、そして広く株主の負託にこたえるためにグローバルな価値創造企業へと進化してきた歴史があり、それぞれの時代を担ってきた社長が経営のバトンに込めた思いを存分に語っていただきました。

資本コストや資本生産性の考え方を経営に根付かせてきたお話や、海外展開で苦労されたお話を聞くにつけても、ピジョンの企業価値経営は一朝一夕に生まれたものではなく、長い時間をかけて組織の中で育まれたものであることがよく分かります。

ピジョンには今年4月、弊社パートナーの新田を社外取締役として選任していただきました。転換期となった第3次中計やPVAの策定など、その歴史の一部で『働く株主®』としてお手伝いできたことを評価してくださったとのことです。昨年来ガバナンス改革、資本生産性改革が急ピッチで進み、大規模な株主還元が耳目を集めるところとなっておりますが、目先の利害に囚われず、誰よりも経営に寄り添う投資家・株主になることができればと思う次第です。

運用部 アソシエイト 槇野

発行 みさき投資株式会社

住所 〒107-0062 東京都港区南青山
5-11-1 櫻井ビル3階
TEL 03-6427-7431
E-mail info@misaki-capital.com
Web <http://www.misaki-capital.com/>

