JPR
Independent Research & Advisory

経営戦略と株価のつながりを
コントロールしたい上場企業の経営者様向け

EVA®分析による時価総額の向上経営

~ターゲット時価総額の達成をロジカルに推進する方法~

2017年9月

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

超過利潤はEVA®と同様の概念、EVA®はスターンスチュワート社の登録商標

会社概要

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

事業内容	： EVA分析による経営コンサルティング
所在地	： 中央区日本橋茅場町1-6-16 K・K（茅場町駅前）ビル8F
設立	： 2003年5月
代表取締役	： 宮下 修
資本金	： 1,000万円

宮下 修 代表取締役 CFA

野村総合研究所入社(1989年）。大手企業向け財務アドバイザーリー業務に従事。スタンスチュワートにおいて日本人初のEVAコンサルタントとして、花王にEVA経営システムの導入に従事。その後、メリルリンチ証券等で投資銀行業務を経た後、2005年よりジェイ・フェニックス・リサーチ参画。株主価値の理論に基づく体系的なアドバイスで多数の上場企業（サンリオ、RIZAP、KITO、ADワークス、Mipox等）の時価総額の拡大に貢献。2009年より代表取締役。2013-2016年UTグループ上席執行役員兼務、中期経営計画の策定と実行を支援し株価を４倍に引き上げる

早稲田大学政治経済学部卒、シティーユニバーシティ（ロンドン）MBA
ドイツ・コンスタンツ大学経済統計学部修士

石井 弘之 ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞﾃﾞｨﾚｸﾀｰ

野村證券入社(1985年）、リテール営業、フランクフルト、ウィーン、金融法人資金運用部を経て、メリルリンチ証券、日本株式営業部長、IRコンサルティング部門責任者として黎明期からのIRアドバイス業務精通。2003年 ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（代表取締役）、2013年クレディ・スイス証券株式会社、コーポレートサービス部、上場企業のIRアドバイス＆サポート、2015年株式会社オプトベンチャーズ　取締役、2016年ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社に再び参画

横浜市立大学卒・国際関係・情勢研究専攻・ドイツ・マンハイム大学にて社費留学により経済学専攻

丸岡　照幸 ﾏﾈｰｼﾞﾝｸﾞﾃﾞｨﾚｸﾀｰ

野村證券入社（1987～88年）リテール営業後、メリルリンチ（1988～2009年）にて一貫して上場事業法人マーケットを担当。特に創業者が率いるオーナー系の上場企業を中心にリスクマネージメント等財務アドバイザリー業務に加え、企業オーナー・富裕層への資産運用アドバイスを提供。1997年からは事業法人部長、投資銀行部ディレクターとして主に株式・債券発行による資金調達やM&Aアドバイザリー等の投資銀行業務に従事。2009年UBS証券・UBS銀行、2012年ソシエテジェネラル信託銀行にてプライベートバンキング業務に従事。2017年 ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社に参画

神戸大学理学部卒業

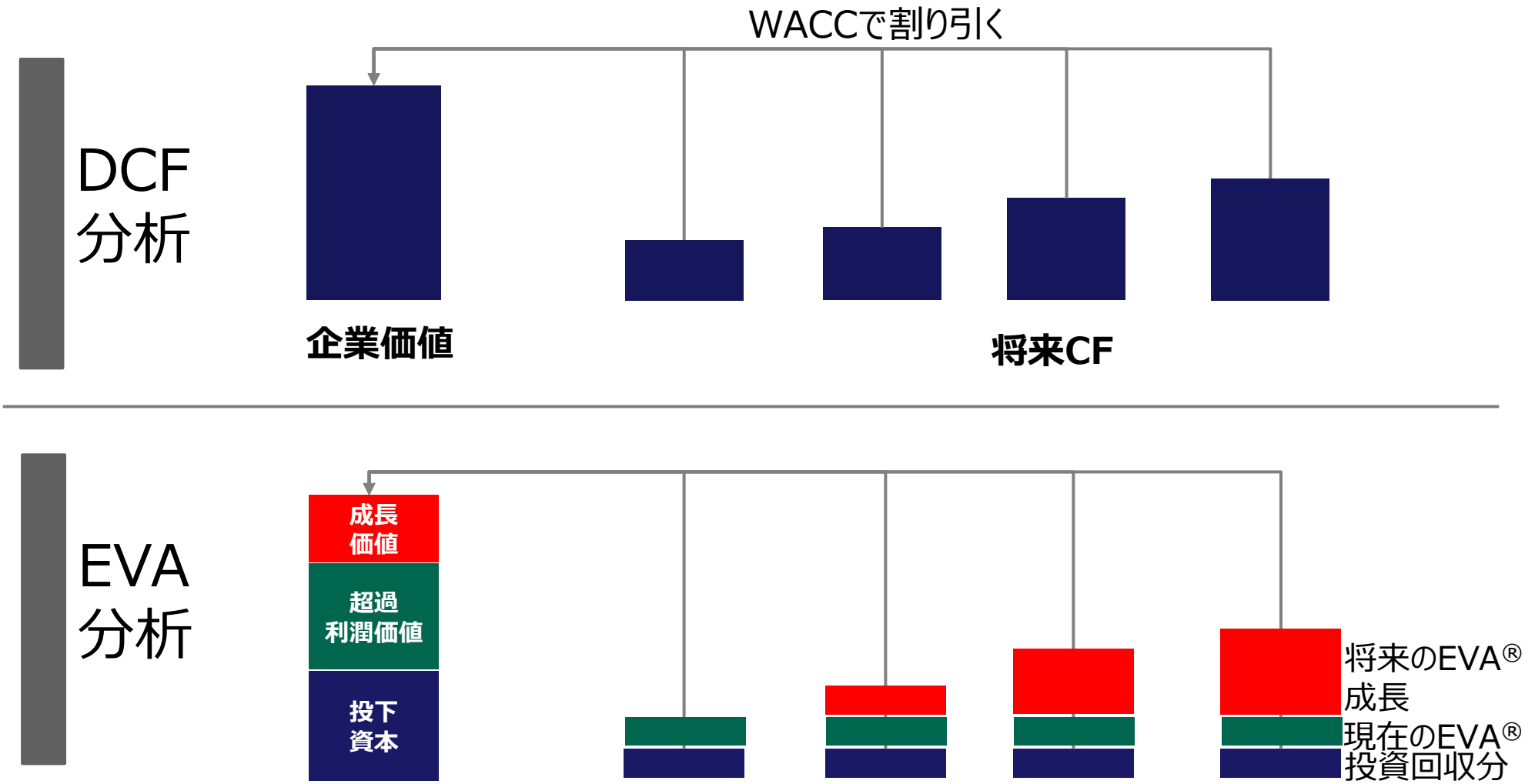
目次

１．EVA®分析による時価総額向上経営

２．時価総額向上の大賞受賞事例～ピジョン社からの示唆

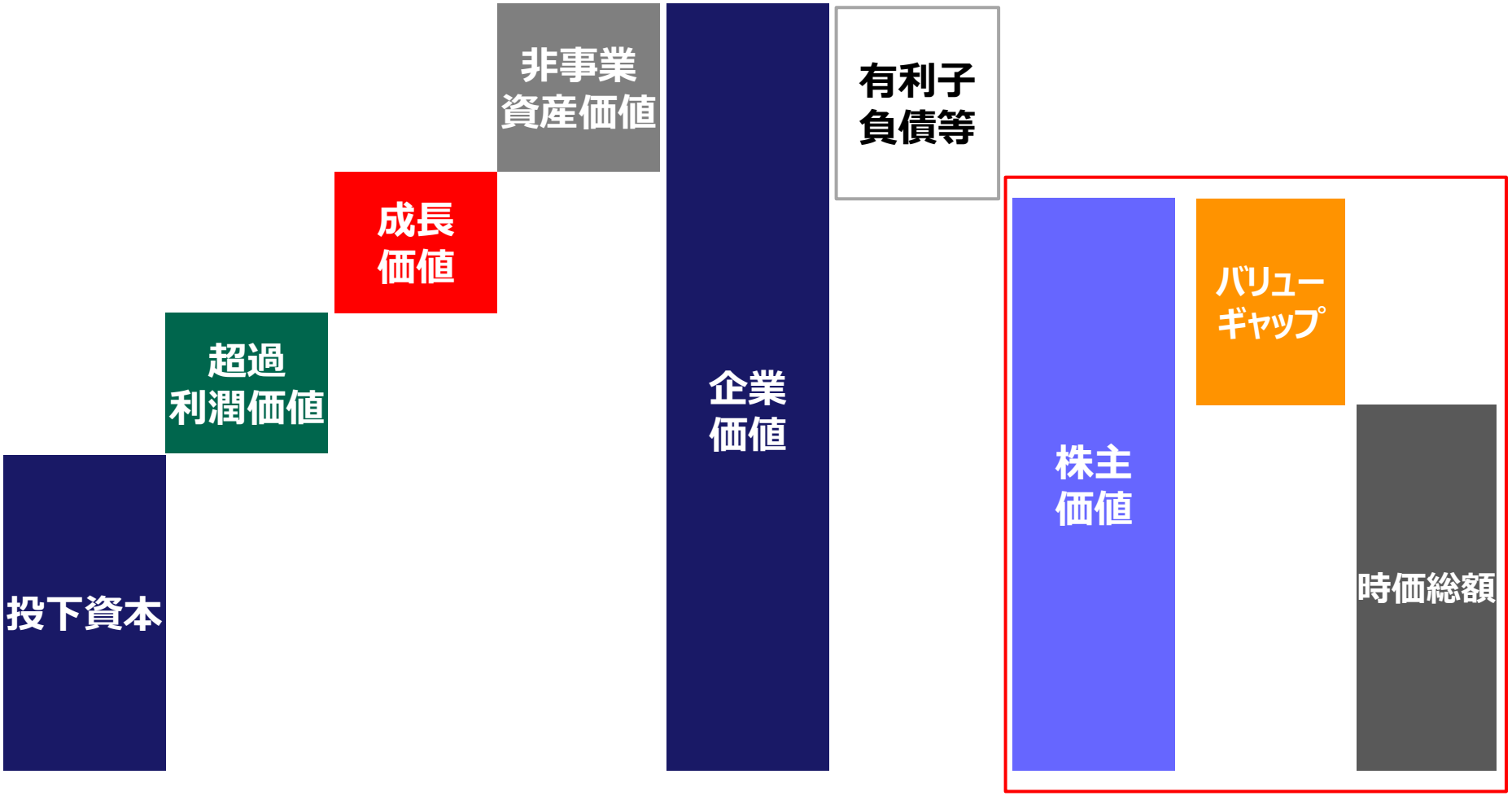
３．時価総額の向上策へのご提案

EVA分析とDCF分析の違い



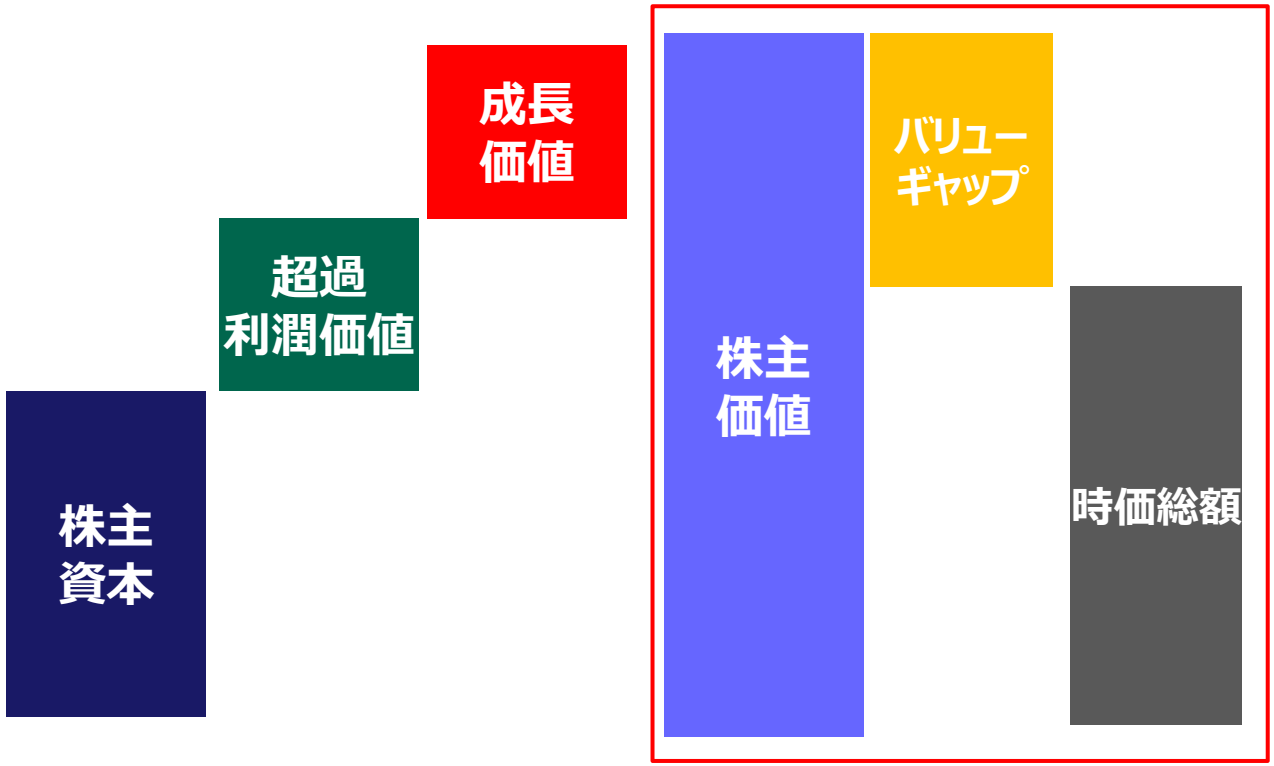
三つに分けて把握→より深い価値分析が可能

企業価値分析体系



企業価値分析体系：シンプルバージョン

投下資本
＋非事業資産
－有利子負債等
＝株主資本



事例：成長シナリオ次第で、株主価値は1,030億円。バリューギャップは456億円

①株主資本　653億円

- 直前四半期末の投下資本は1,458.6億円、投下資本/今期売上高の比はⒶ98.4%と推計。有利子負債等を差し引いて非常資産を加えた株主資本は653.3億円と推計。[株主資本＝投下資本-有利子負債等＋非事業資産]

②超過利潤価値　1,120億円

- 今期の税引後営業利益（NOPAT）は約84.4億円、NOPATマージン（NOPAT÷売上高）はⒷ5.7%と推計。Ⓑ÷Ⓐで算出される投下資本利益率（ROIC）は5.8%となる。
- 投下資本に対して投資家が要求する最低限のリターン、加重平均資本コスト（WACC）について、JPRは株価リターン等をベースに3.3%と推計。ROIC-WACC＝ROICスプレッドは2.5%となる。
- これをベースに今期の超過利潤（EVA）を推計すると36.6億円と推計される。今期のEVAの永久価値（超過利潤価値）はEVA÷WACCで計算され、1,120億円と推計される。

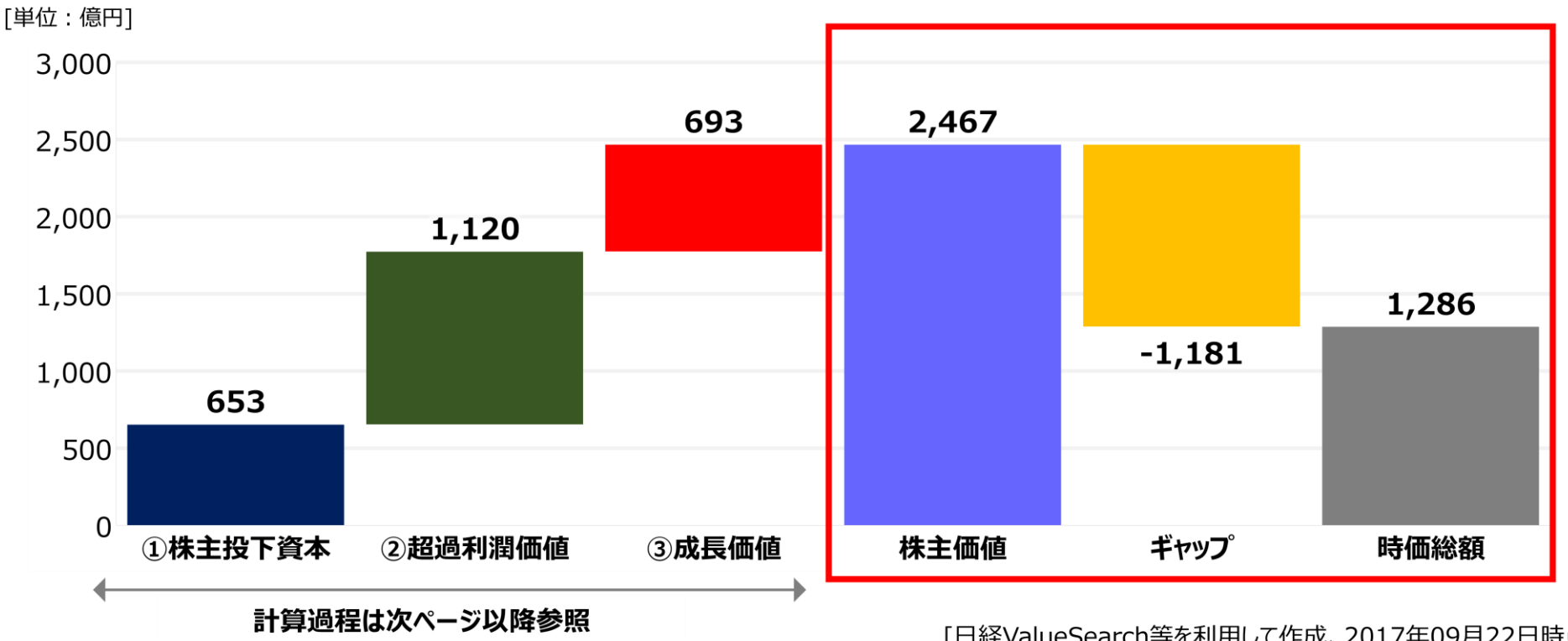
③成長価値　693億円

- ５年後の売上高が2,200億円、営業利益が190億円となる前提等で、成長価値は693億円と推計。

うち非事業資産　47億円

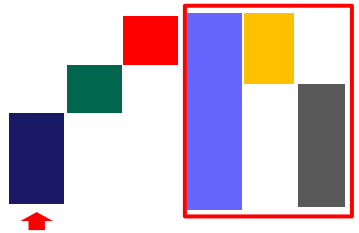
月商1.5か月を超えた現預金など、事業に投下した資本以外の資産は47億円と推計。

事例：株主価値構造とバリューギャップ



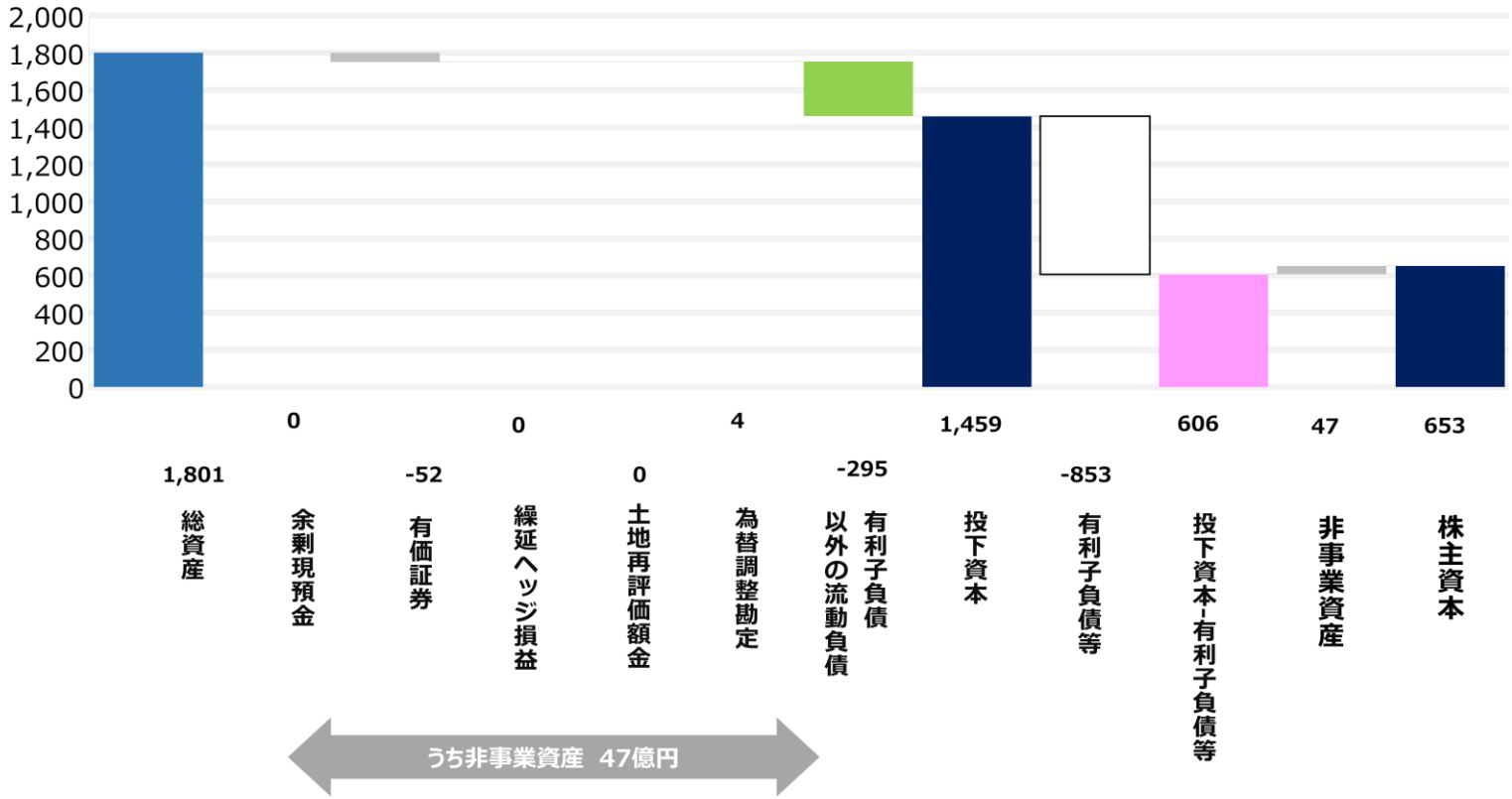
[日経ValueSearch等を利用して作成、2017年09月22日時点]

事例：投下資本･株主資本



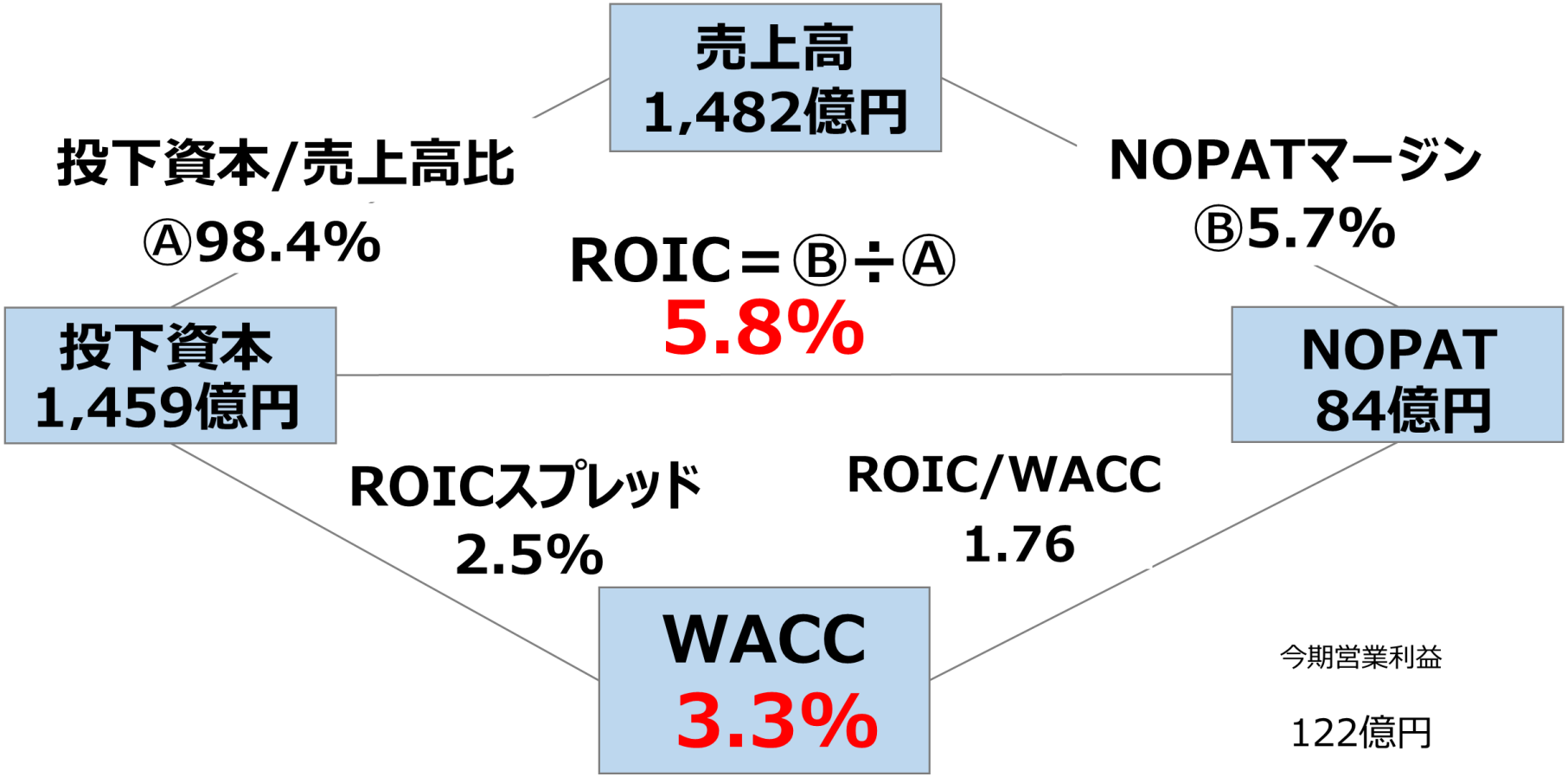
今期売上高1,482億円に対する投下資本の割合98.4%
運転資本 2.1%　固定資産 96.4%

[単位：億円]



事例：超過利潤価値ドライバー

今期の超過利潤価値のドライバー



今期営業利益

122億円

事例：超過利潤価値

[億円]

超過利潤価値 ＝EVA÷WACC					現在のEVA®	NOPAT
					36.6	84.4
全投下資本	X	WACC	＝	最低限達成すべき水準		
1,458.6		3.3%		47.7		
1,120.2						

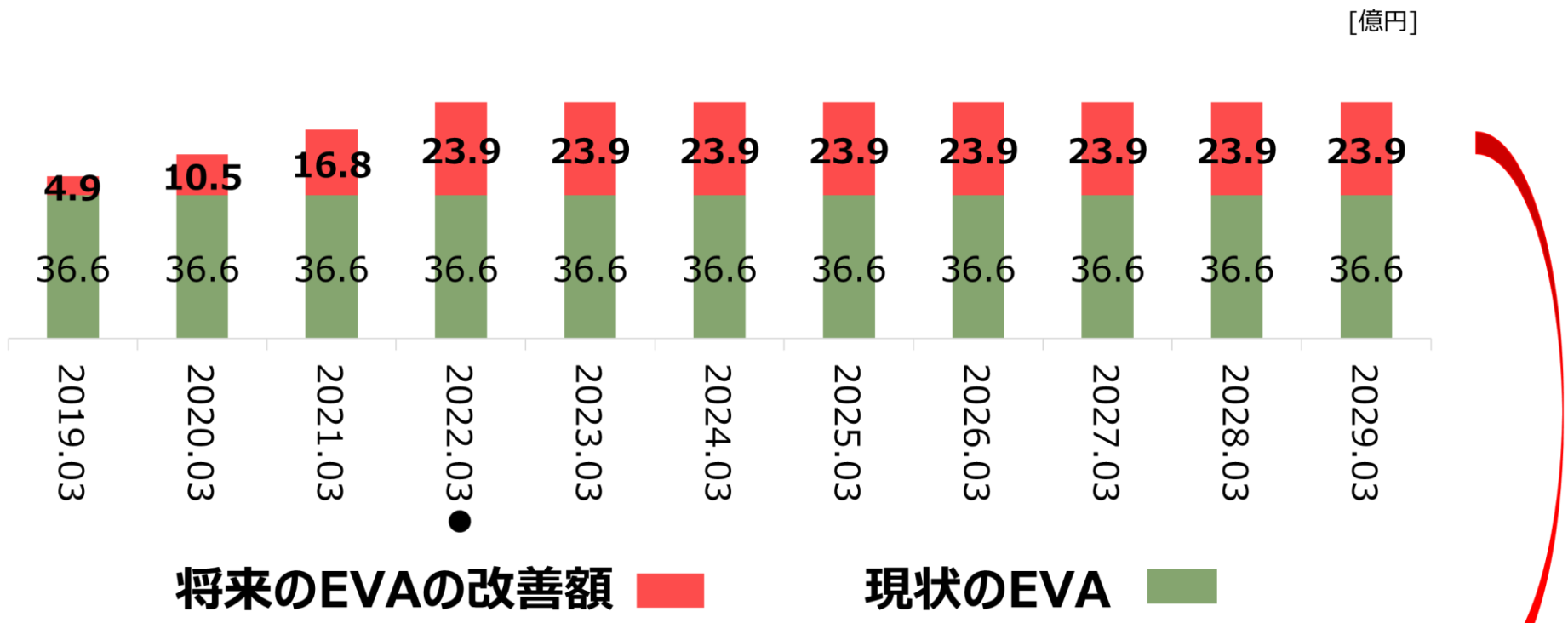
事例：成長価値の前提

●は中計経営計画の前提がある年度。それ以外はJPRが前提設定。

[億円]

年度	2019.03	2020.03	2021.03	2022.03●	2029.03
売上高	1,636	1,806	1,993	2,200	2,200
成長率	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	0.0%
営業利益	136.3	152.2	170.1	190.0	190.0
営業利益率	8.3%	8.4%	8.5%	8.6%	8.6%
NOPAT	94.2	105.3	117.6	131.4	131.4
NOPATマージン	5.8%	5.8%	5.9%	6.0%	6.0%
投下資本/売上高	98.4%	98.4%	98.4%	98.4%	98.4%
ROIC	5.9%	5.9%	6.0%	6.1%	6.1%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%

事例：成長価値



将来のEVAの改善額の現在価値＝成長価値 693億円

上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

目次

１．EVA®分析による時価総額向上経営

２．時価総額向上の大賞受賞事例～ピジョン社からの示唆

３．時価総額の向上策へのご提案

EVA®導入で時価総額向上表彰制度で大賞

東証の時価総額向上表彰制度の2015年大賞受賞

ピジョン株式会社

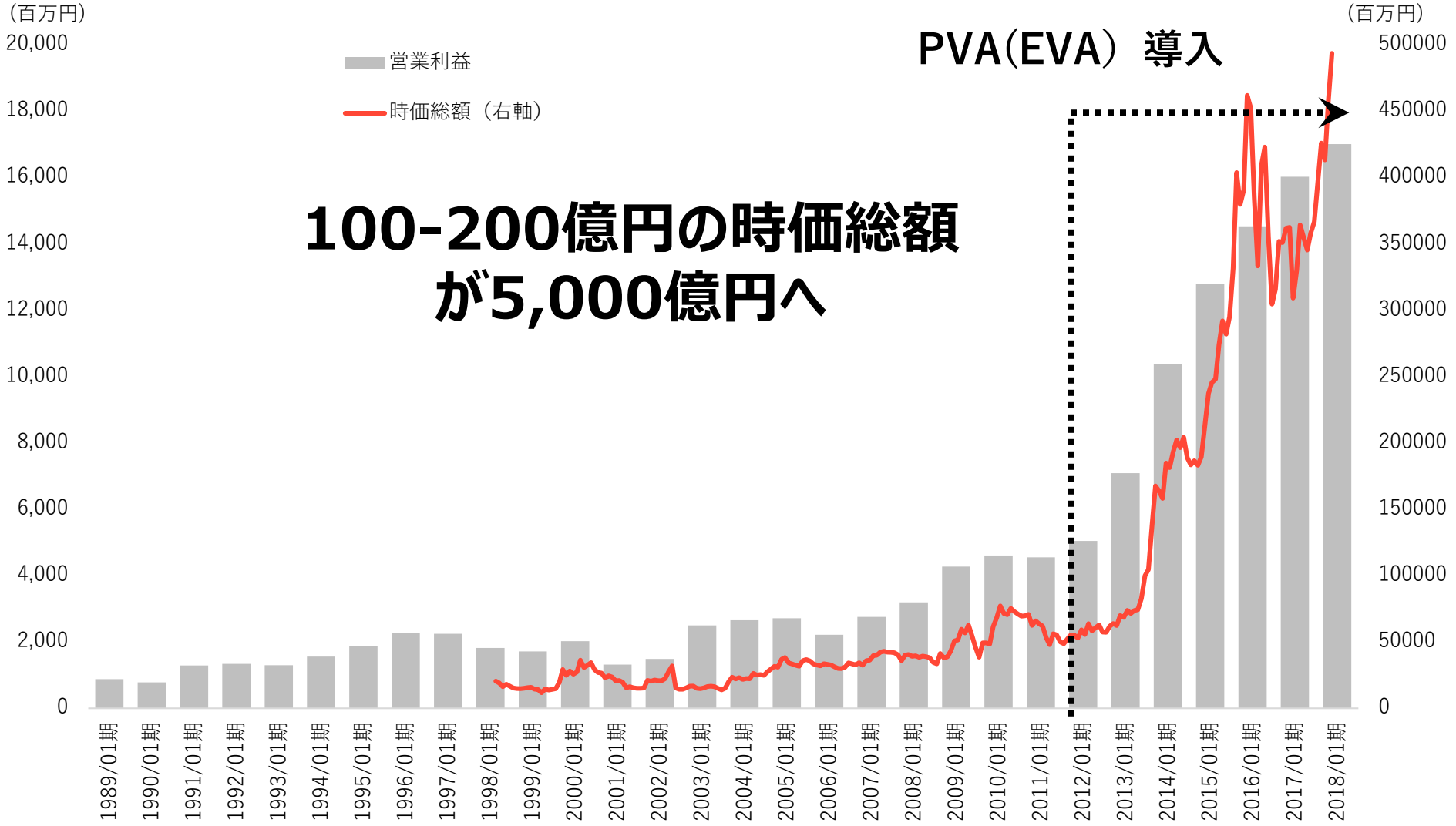
世界に通用する経営品質を目指す

ＰＶＡは経済的付加価値（ＥＶＡ）の考え方を基に投資家から様々な情報をもらい、独自で考え出したもの

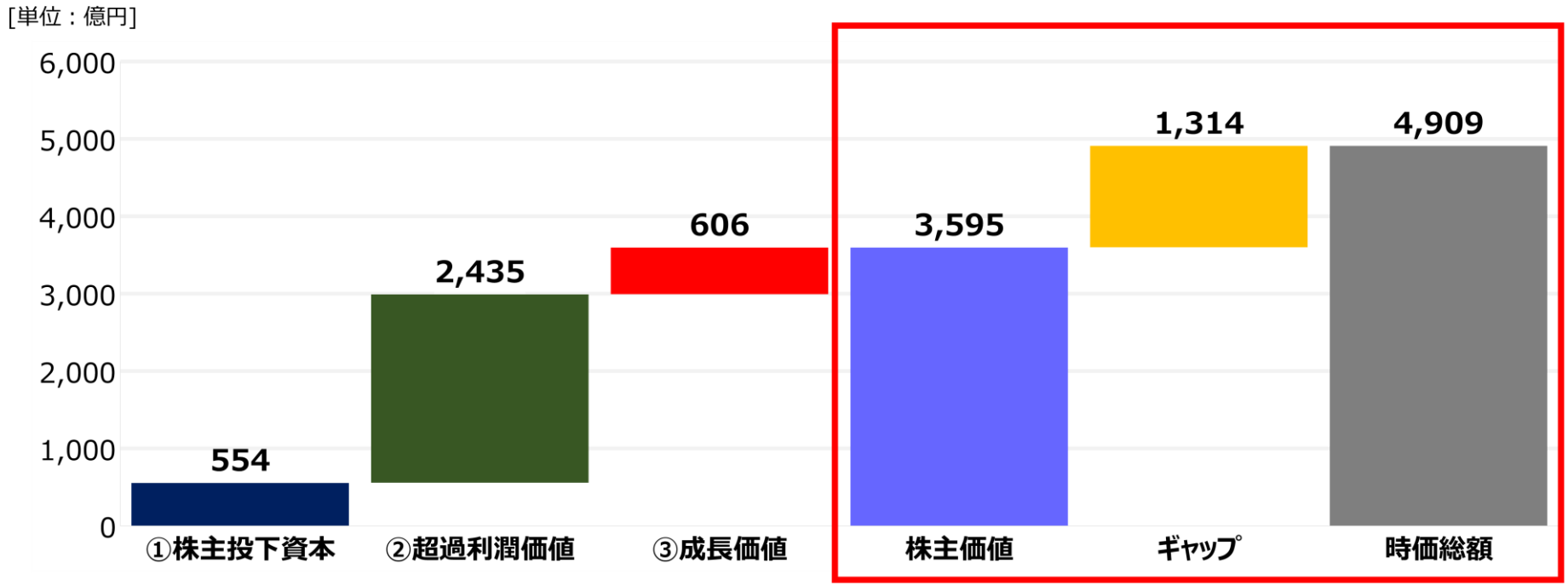
いかに資本効率の高い経営を行うか、資本市場とどういう対話をして企業価値を上げていくか、2012年から検討し2015年１月期から開示

http://ps.nikkei.co.jp/tseaward2016/05.html

EVA®導入前後の業績/株価：育児用品 ピジョン (7956)



ビジョン社の現状の企業価値構造

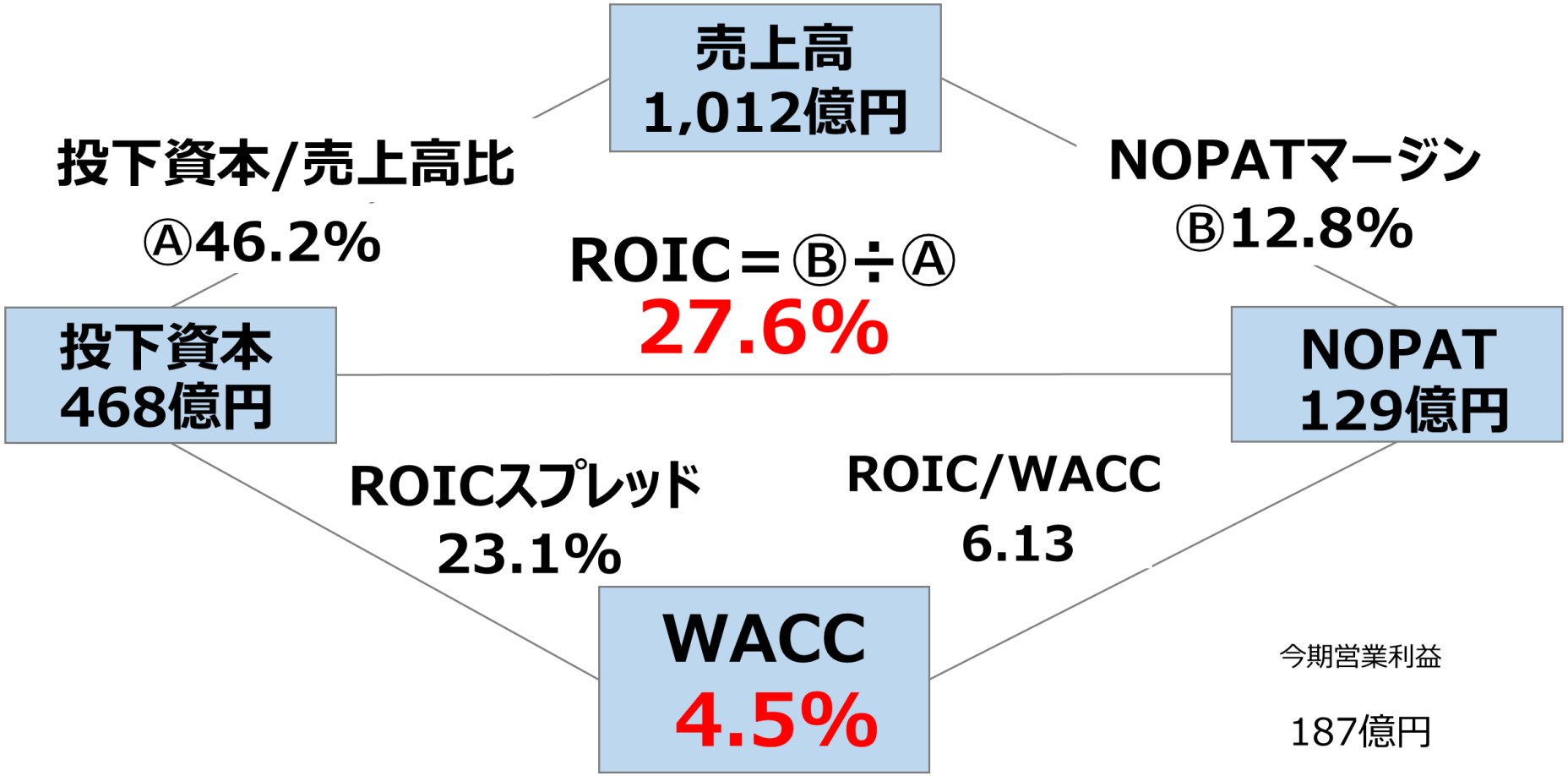


[日経ValueSearch等を利用して作成、2017年09月22日時点]

EVA®は米国スターンスチュワート社の登録商標

現在の超過利潤価値ドライバー

今期の超過利潤価値のドライバー



今期営業利益

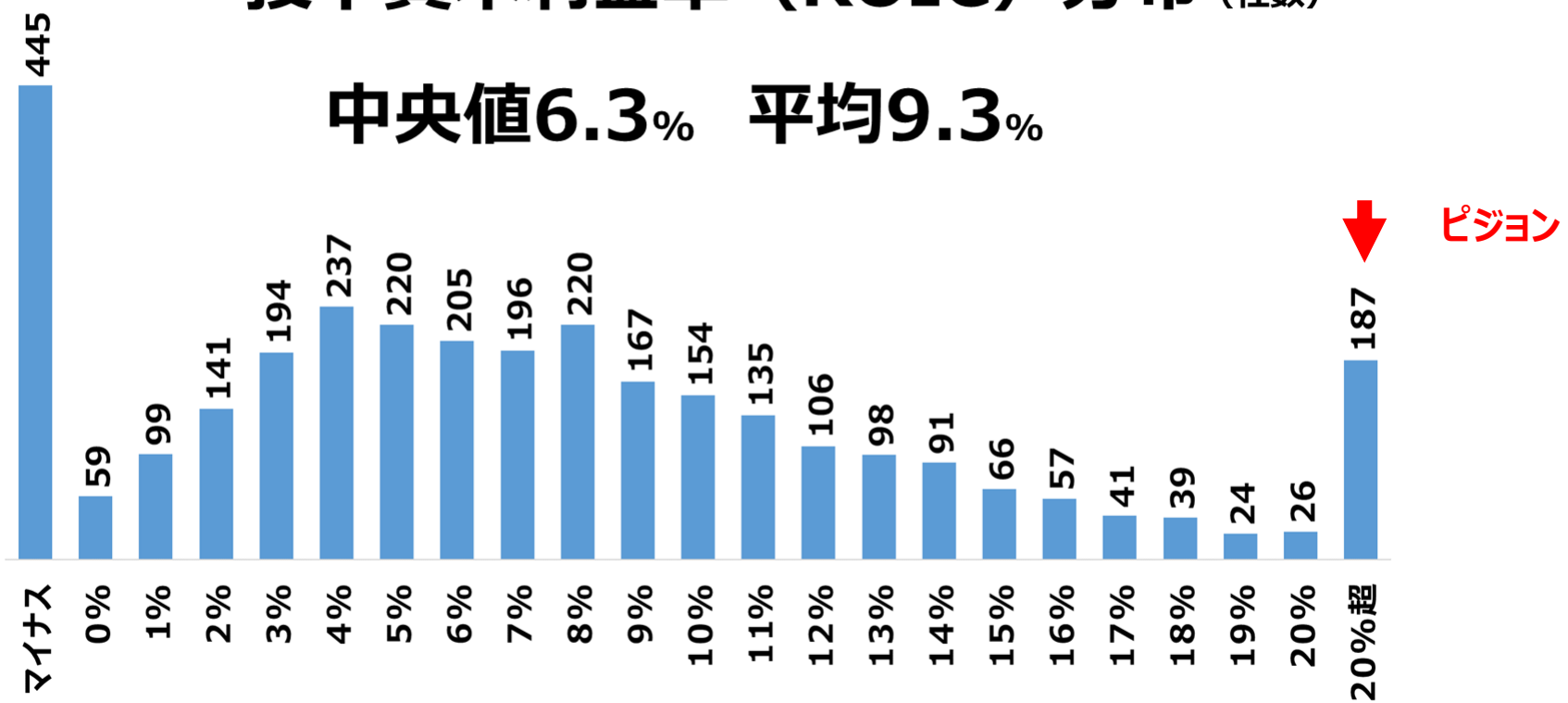
187億円

日本全体のROIC水準（金融除く）

直近12か月ベース3207社ベース

投下資本利益率（ROIC）分布（社数）

中央値6.3%　平均9.3%



FactSetより弊社作成

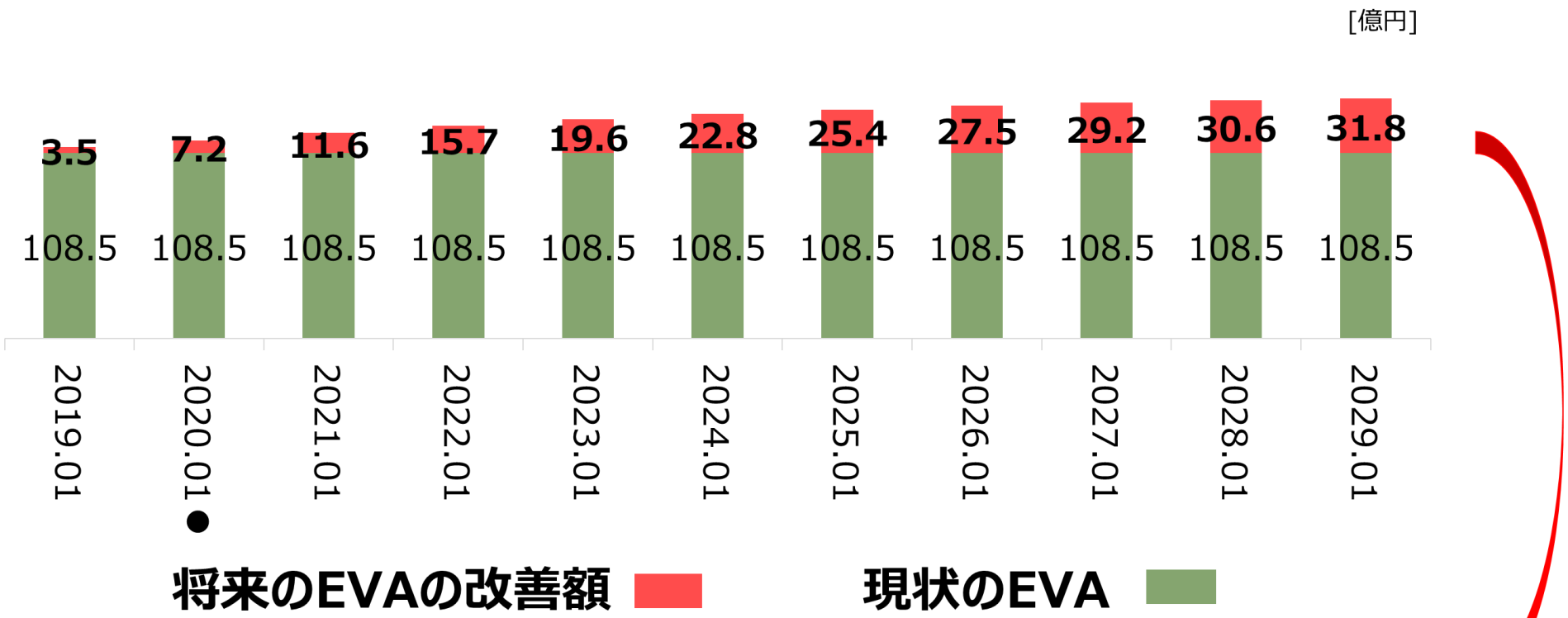
成長価値の前提

●は中計経営計画の前提がある年度。それ以外はJPRが前提設定。

[億円]

年度	2019.01	2020.01●	2021.01	2022.01	2029.01
売上高	1,055	1,100	1,142	1,182	1,334
成長率	4.3%	4.3%	3.8%	3.4%	0.8%
営業利益	193.4	200.0	207.7	214.8	242.5
営業利益率	18.3%	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
NOPAT	133.7	138.3	143.6	148.5	167.7
NOPATマージン	12.7%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
投下資本/売上高	46.2%	46.2%	46.2%	46.2%	46.2%
ROIC	27.4%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%

成長価値



将来のEVAの改善額の現在価値＝成長価値 606億円

上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

EVAドライバーの開示

PVAツリー 18/1 第2四半期

pigeon

全社連結

上：61期2Q計画
中：61期2Q実績
下：60期2Q実績
単位：百万円

PVA
計画 4,088
実績 5,055
前期 4,049

NOPAT
計画 5,579
実績 6,508
前期 5,444

投下資本
計画 59,633
実績 58,108
前期 55,795

（参考）
2Q投下資本
計画 29,817
実績 29,054
前期 27,897

WACC
共通 5.0%

営業利益
計画 7,970
実績 9,296
前期 7,778

税金
計画 2,391
実績 2,789
前期 2,333

運転資本
計画 17,613
実績 17,529
前期 16,805

固定資産
計画 24,981
実績 23,495
前期 23,933

現金他資産・負債
計画 17,039
実績 17,084
前期 15,056

売上債権
計画 15,600
実績 15,914
前期 14,556

棚卸資産
計画 8,267
実績 8,323
前期 8,260

仕入債務
計画 6,254
実績 6,708
前期 6,011

売上高
計画 47,955
実績 49,049
前期 46,303

売上原価
計画 24,939
実績 25,278
前期 24,744

販管費
計画 15,046
実績 14,474
前期 13,781

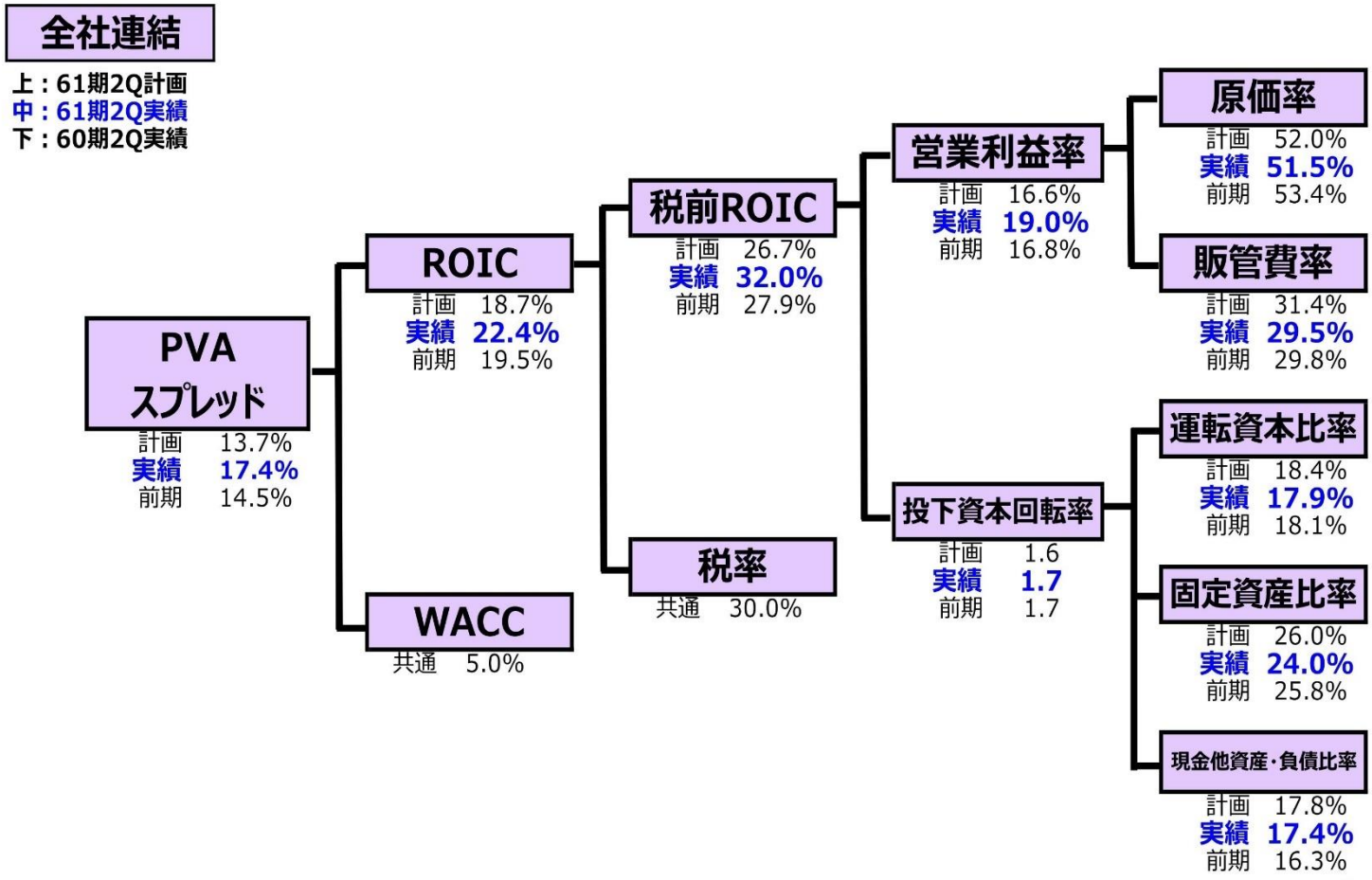
※PVA算出の際、B/S項目の各数値は期首・期末平均とし、値を1/2に調整して換算しております。

© All rights reserved by PIGEON Corporation

EVAドライバーの開示

PVAツリー 18/1 第2四半期

pigeon



EVAドライバーの開示

CCCツリー 18/1 第2四半期

pigeon

全社連結

上：61期2Q計画
中：61期2Q実績
下：60期2Q実績
単位：百万円

運転資本
計画 17,613
実績 17,529
前期 16,805

売上債権
計画 15,600
実績 15,914
前期 14,556

棚卸資産
計画 8,267
実績 8,323
前期 8,260

仕入債務
計画 6,254
実績 6,708
前期 6,011

CCC
計画 74.1
実績 70.9
前期 74.0

売上債権回転日数
計画 59.4
実績 59.2
前期 57.4

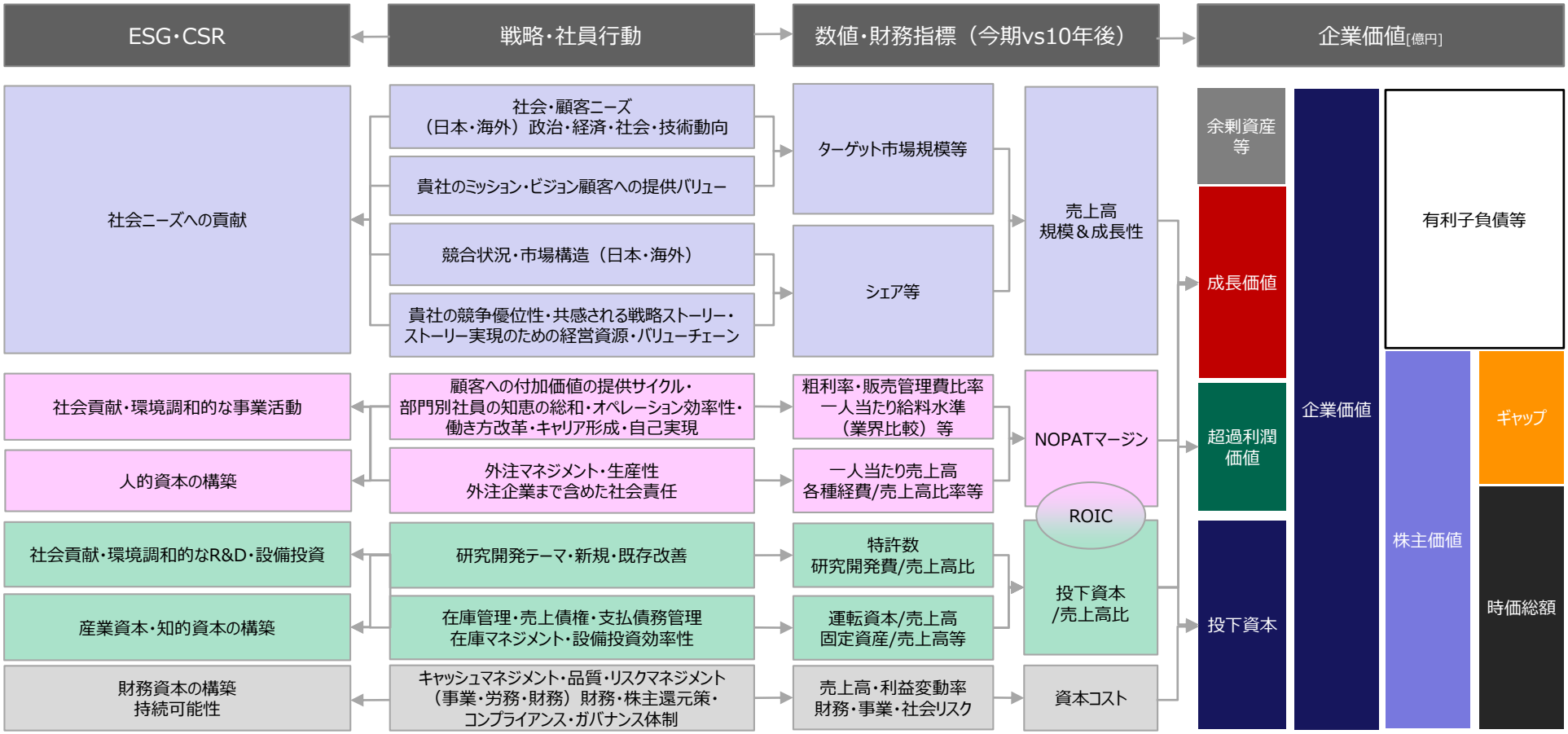
棚卸資産回転日数
計画 60.5
実績 60.1
前期 60.9

仕入債務回転日数
計画 45.8
実績 48.4
前期 44.3

※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おります。

© All rights reserved by PIGEON Corporation

再掲：価値創造の見える化



ピジョン～第六次中期経営計画

ワクワクする達成象が示されている

第 6 次中期経営計画の概要（2018 年 1 月期～2020 年 1 月期）

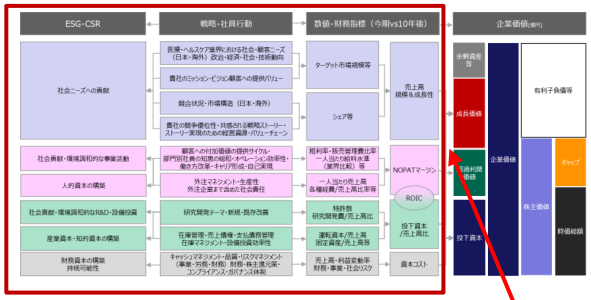
（1）『Pigeon Way』の浸透

当社グループは、経営理念である「愛」を製品やサービスの形にして提供することによって、世界中の赤ちゃんとご家族に喜び、幸せ、そして感動をもたらすことを「使命（Mission）」として事業展開しております。そして、「世界の赤ちゃんとご家族に最も信頼される育児用品メーカー（Global Number One）」を中長期的な「ビジョン（到達したい姿）」としております。

当社グループでは、これら「使命（Mission）」および「ビジョン（Vision）」、さらに業務上で社員個々が大切にする3つの「基本となる価値観(Values)」、すべての行動のベースでありガイドとなる5つの「行動原則(Action Principles)」から構成される『Pigeon Way』を 2014 年に制定しております。

第 6 次中期経営計画期間においても、さらにグローバルに事業拡大していくことが想定されており、国内外すべての当社グループ社員に、この『Pigeon Way』を一層の浸透を図りつつ、全社一丸となって「ビジョン（Vision）」および当中期経営計画の実現、達成に向けて邁進してまいります。

ピジョン～第六次中期経営計画



中期事業方針及び事業戦略の概要

当中期経営計画においては、スローガンを

「Building our dreams into the future

～Global Number One の育児用品メーカーになるための橋をかける～」

と定めております。

また、基本戦略およびそれに基づく重点戦略を下記のとおり定め、グループ事業の拡大と企業価値のさらなる向上を目指してまいります。

基本戦略

「社会価値向上」

① Pigeon Wayに基づき、社会の中で「なくてはならない会社」、そして、我々のVision「世界中の赤ちゃんとご家族に最も信頼される育児用品メーカー“Global Number One”」の実現に向け、必要な施策を立案し、実行する

「経済価値向上」

② 事業収益性・効率性の改善やキャッシュフローの最大化により、企業価値のさらなる向上を目指すとともに、中長期的に成長が持続するための組織体制、マネジメントシステム、ガバナンス体制を整備・強化する

③ 第6次中期経営計画の3年間に、重点カテゴリに対する経営資源の優先的投入と戦略的投資を行い、その後のピジョンの2桁成長につながる土台作りを行う

重点戦略

① 事業効率性・収益性の改善

高収益体とキャッシュフロー経営へのさらなる進化

＊グループ（連結）総利益率の改善

（売上増加、ミックスの改善、生産性・調達の改善等）

＊物流費削減

＊CCC改善

② 重点カテゴリ拡大戦略

圧倒的強さをもつ哺乳器・乳首の強さを周辺カテゴリに拡大

従来の「三種の神器」

哺乳器・乳首、カップ類、おしゃぶり・歯がため

新「三種の神器」

母乳関連商品、スキンケア・トイレタリー・洗剤、電気製品

地域展開商品

紙おむつ（中国）、大型商品（日本）

全体像の方向性が明確に示されている

ピジョン～第六次中期経営計画

【中国事業】

売上高 305 億円（2017 年 1 月期）⇒390 億円（2020 年 1 月期）

＊事業成長

重点 6 カテゴリにおけるシェアアップ

ベビー用紙おむつの売上拡大

＊事業基盤の強化

EC チャネルの成長に対応した販売・流通体制のさらなる強化

＊お客様コミュニケーションの強化

病産院との関係強化

ダイレクトコミュニケーション強化

7 年 1 月期）⇒365 億円（2020 年 1 月期）

おけるシェアアップ

での成長

ションの強化

構築・再強化

ケーション強化

【海外事業】

売上高 231 億円（2017 年 1 月期）⇒290 億円（2020 年 1 月期）

＊事業成長

主要 6 カテゴリにおけるシェアアップ

ランシノ事業（北米、欧州、トルコ、中国等）の成長

＊ブランディング

各国での NICU との取り組み強化

＊育成市場

成長市場強化

インド・インドネシア・フランス（ベネルクス）・ランシノ中国

新規市場開拓

アフリカ（ナイジェリア・ケニア・西海岸各国）

7 年 1 月期）⇒80 億円（2020 年 1 月期）

向上

び流通体制の強化

ートナーとの取組みによる、

インサイトに寄り添った新商品の開発・販売

ネフィットに即した 4 つのテーマでのプロモーション強化

7 年 1 月期）⇒30 億円（2020 年 1 月期）

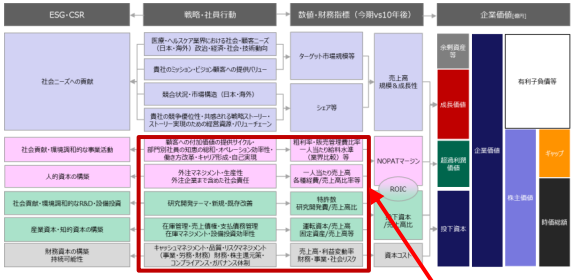
た専門性の高い保育の実践

体制のさらなる深耕

保育人材の確保・育成による保育品質の確保

ターゲット市場シェアのイメージが明確に示されている

ピジョン～第六次中期経営計画



【機能戦略】

① 研究・開発
- ＊重点６カテゴリの新商品・リニューアル品の上市
- ＊哺乳器と共にさく乳器を最重要商品として研究・開発を強化
- ＊大型商品カテゴリにおける当社独自の価値がある商品の上市
- ＊グループの成長スピードに対応した生産・開発体制の整備
- ＊病院ルート向け（特に NICU）の新商品の開発
  - NICU ： Neonatal Intensive Care Unit（新生児特定集中治療室）
- ＊AI、IoT、Smart Connected を意識した商品・サービスの開発

② 品質管理
- ＊PIGEON PRODUCTIVE MANAGEMENT （PPM）活動の更なる深耕
- ＊生産技術及び良品率向上の為のサポート強化

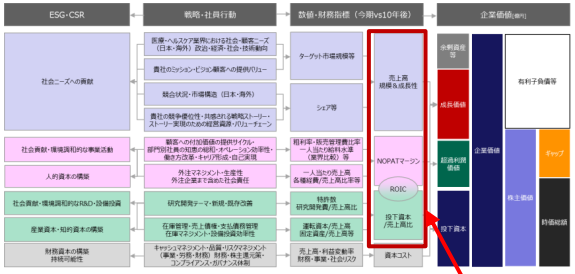
③ 生産・調達・物流
- ＊内製化比率増加等による収益性の向上
- ＊国内外のグループ内生産拠点の効率的な活用を目指した グローバルでの生産分担と管理体制の確立
- ＊製品調達の迅速化と主原料一括購買の促進（グローバル SCM）
  - SCM：Supply Chain Management

④ グローバル人事制度
- ＊グローバルに活躍できる人材の獲得・育成
- ＊「働きがいの向上」と「働き方改革」
- ＊目標管理制度のグローバル化

⑤グローバルガバナンス
- ＊グループ業績管理効率化のための IT システム投資・整備
- ＊GHO（Global Head Office）としての機能強化
  - →「全社的な将来像を描き、その実現ための経営資源を準備し、全社最適の視点から配分し、その結果を評価・改善する機能」の強化
  - →GHO の3つの機能：束ねる力・事業を推進する力・将来を想像する力

オペレーション投資、持続可能性の取り組み内容が明確に示されている

ピジョン～第六次中期経営計画



グループ中期定量目標

第 6 次中期経営計画の最終年度であります 2020 年1月期の到達目標水準は、売上高 1,100 億円、営業利益 200 億円、経常利益 200 億円、親会社株主に帰属する当期純利益 138 億円としております。本計画を着実に達成し、また、戦略的な事業投資を実行することで、第 7 次中期経営計画以降の期間におけるさらなる成長のため、経営および事業基盤の強化を行ってまいります。

また、売上高総利益率を 2017 年 1 月期の 47.2%から 50.0%に、同営業利益率を 16.9%から 18.2%にそれぞれ改善し、さらに自己資本当期純利益率（ROE）や投下資本利益率（ROIC）などを経営指標として重視しつつ、事業収益性資本効率性のいっそうの向上に努めてまいります。

【第 6 次中期経営計画の主要目標（単位：億円）】

経営目標	2017 年 1 月期実績		2020 年 1 月期目標		年平均成長率
	実績額	百分比	目標	百分比	
売上高	946	－	1,100	－	+5.1%
売上総利益	446	47.2%	550	50.0%	+7.2%
営業利益	160	16.9%	200	18.2%	+7.7%
経常利益	164	17.4%	200	18.2%	+6.7%
当期純利益	111	11.7%	138	12.5%	+7.5%
ROE	21.8%	－	22.0%以上	－	－
ROIC(※)	18.9%	－	19.5%以上	－	－

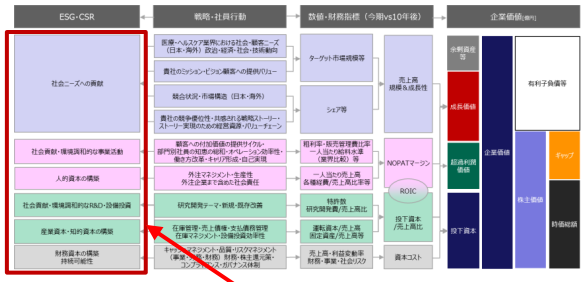
※NOPAT/投下資本、税率を 30.0%として計算

事業別売上計画（単位：億円）

経営目標	2017 年 1 月期実績		2020 年 1 月期目標		年平均成長率
	実績額	総利益率	目標	総利益率	
国内ﾍﾞﾋﾞｰ・ママ	318	47.0%	365	47.6%	+4.7%
子育て支援	73	10.6%	30	16.8%	－
ﾍﾙｽｹｱ・介護	69	31.4%	80	34.6%	+5.0%
海外	230	55.6%	289	56.1%	+7.9%
中国	305	44.6%	390	45.7%	+8.5%
ｾｸﾞﾒﾝﾄ間取引	▲63	－	▲69	－	－
その他	12	15.6%	14	15.5%	+4.6%
連結売上高	946	47.2%	1,100	50.0%	+5.1%

企業価値に直結する３要素について明確なターゲットがしめされている

ピジョン～第六次中期経営計画



ESG について

当社はすべてのステークホルダーの皆様、そして地域社会、環境に貢献していくことを重要な課題としております。

環境（Environment）、社会（Social）、ガバナンス（Governance）において、それぞれ以下の具体的な取組み項目を設定し、それぞれの項目において改善めざし、そしてその結果・実績においては毎年、アニュアルレポート等でご報告を致します。

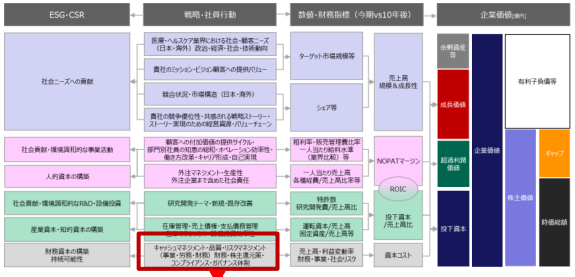
＊環境（Environment）
- ・気候：CO2削減、節電等
- ・資源：持続可能な資源等
- ・汚染物・廃棄物：廃棄・ごみ削減、汚染予防等
- ・環境機会：植樹活動等

＊社会（Social）
- ・人的資本：残業対策、目標管理制度、研修制度、グローバル人材育成等
- ・商品責任：商品の安全性等
- ・地域活動：植樹キャンペーン、子供の創造力育成支援、小学校の校舎寄贈等
- ・公正な事業慣行：ピジョンパートナーズライン等

＊ガバナンス（Governance）
- ・コーポレートガバナンス：ガバナンス体制の強化等
- ・多様性・受容：従業員多様性、女性経営層、子育て支援取組み、コンプライアンス等

ESGについても網羅的にしめされている

ピジョン～第六次中期経営計画



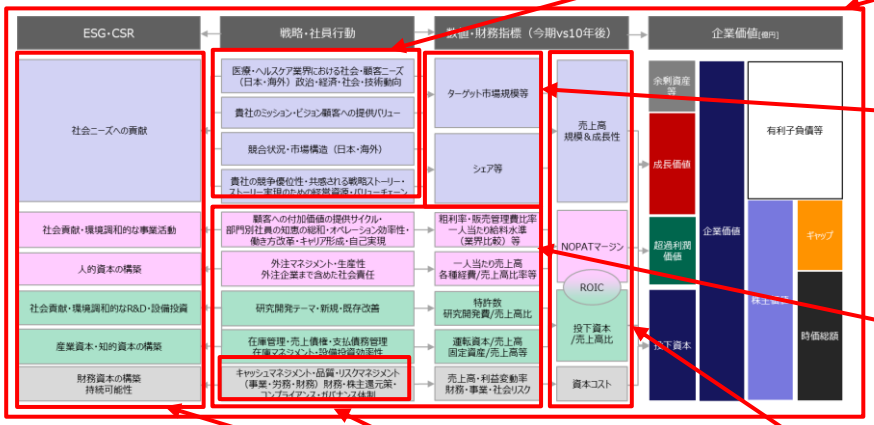
株主還元策について

当社は、株主の皆さまへの利益還元を経営の重要政策として位置づけており、中期的な経営環境の変化や当社グループの事業戦略を勘案して財務基盤の充実を図りつつ、株式配当などを通じて積極的な利益還元を行うことを基本方針としております。

当中期経営計画期間におきましても、持続的な事業成長および業績の向上を図ることで1株当たり利益の拡大を図るとともに、継続的かつ安定的な配当を利益還元の基本方針としております。当中期経営計画における株主還元策といたしましては、第 5 次中期経営計画における目標水準をさらに高め、「各営業期における前期比増配および連結総還元性向 55%程度」とする目標を掲げ、引き続き株主や投資家の皆様のご期待に応えてまいります。

株主還元策の方向性は示されている本来はROICと成長性からロジカルに示すべきであるがそれは言及されていない

ピジョン～第六次中期経営計画からの示唆



① わくわくするビジョンを設定

② それを達成するための全体的な企業価値創造の流れを設定

③ そのうえで、ターゲット市場を把握し、戦略を決めて、定量的なシェア目標を設定

④ その目標を達成する経営資源・オペレーション・投資の方向性を決める

⑤ 最終的に財務数値におとし

⑥ ESGとの調和をしめし

⑦ 株主還元策を示す

WACCがあれば
企業価値の算出が可能に

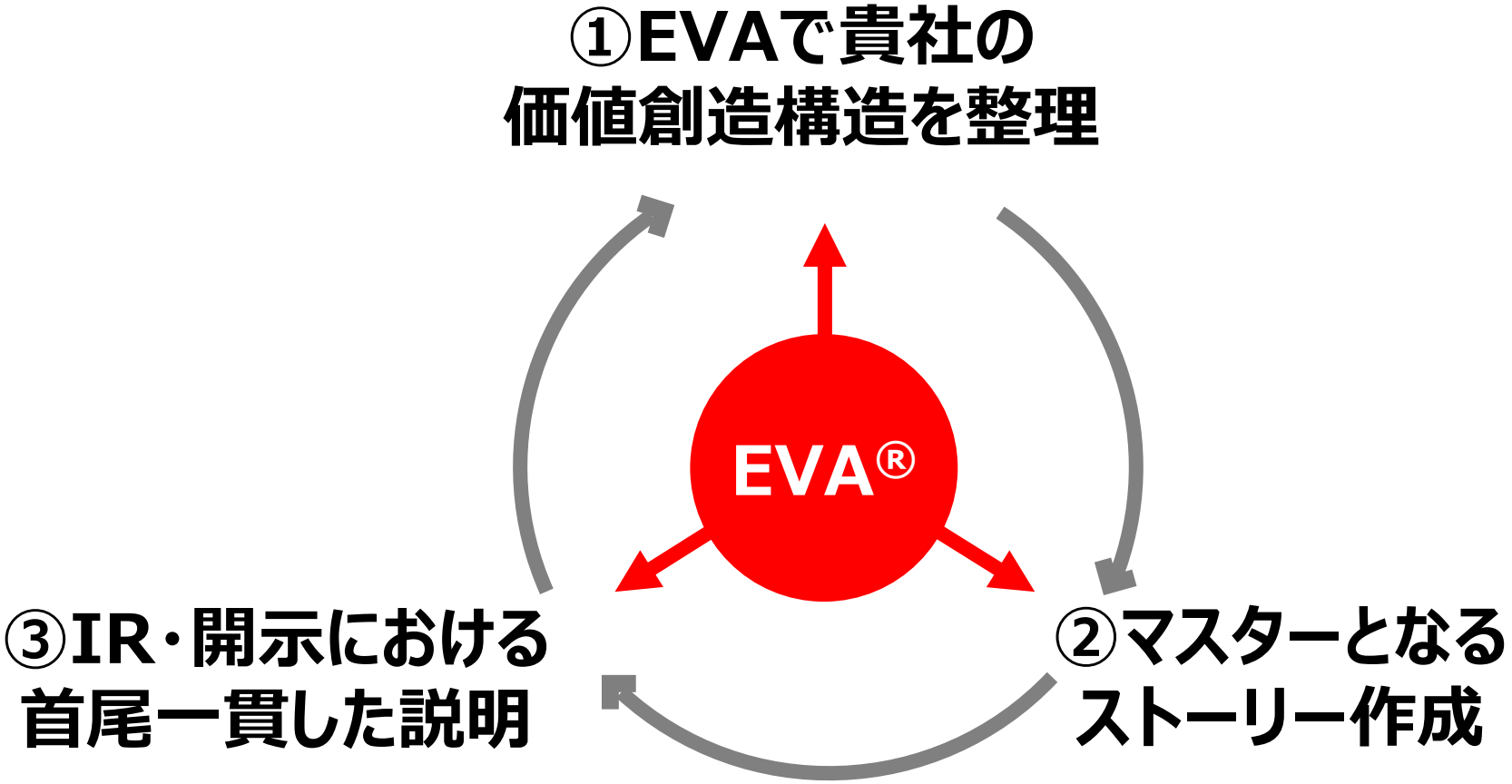
目次

１．EVA®分析による時価総額向上経営

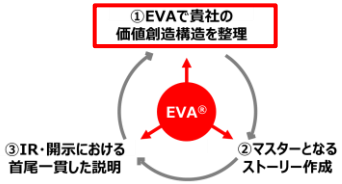
２．時価総額向上の大賞受賞事例～ピジョン社からの示唆

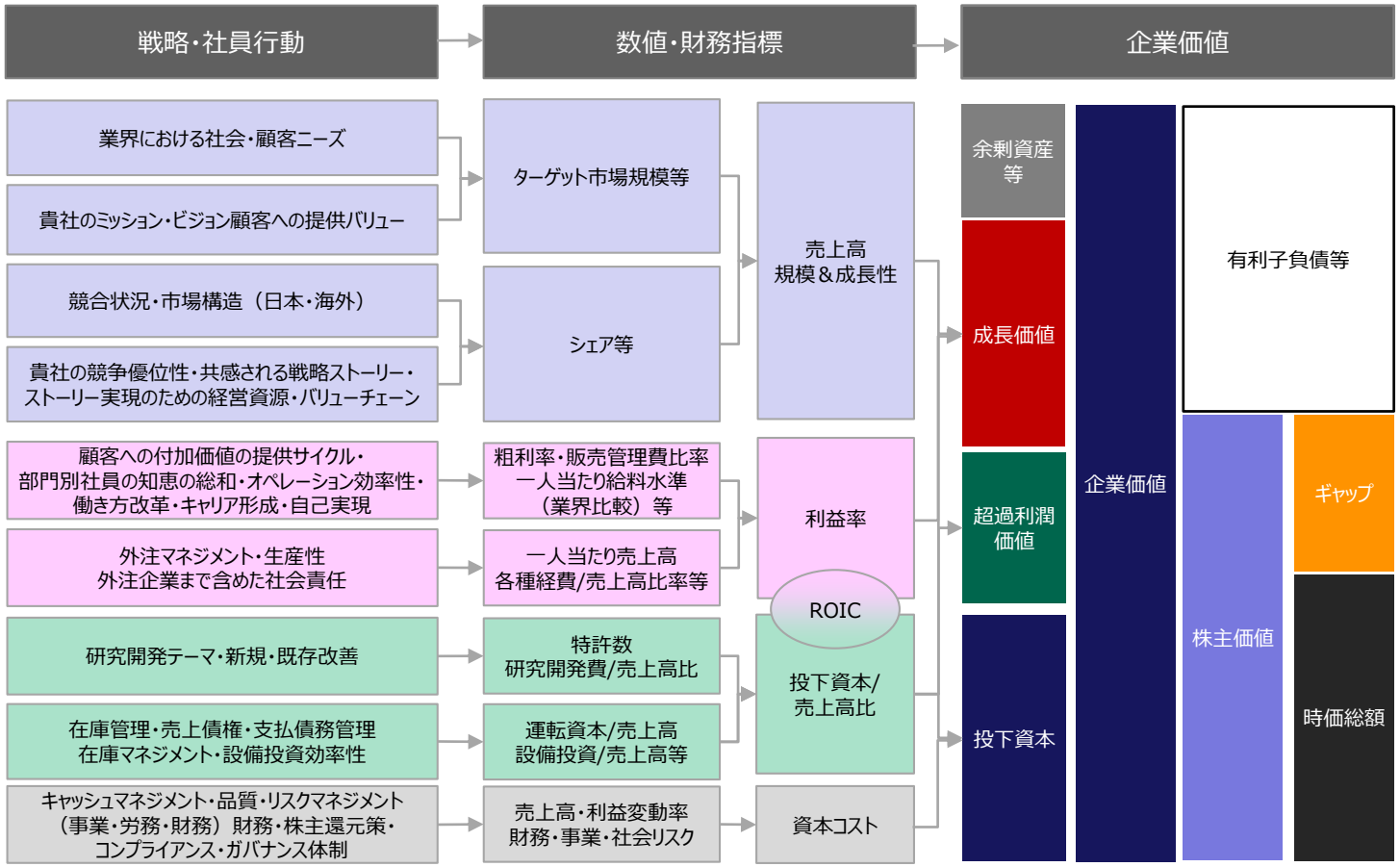
３．時価総額の向上策へのご提案

提案：EVAベースの一貫した時価総額向上支援



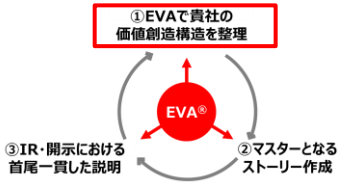
①EVAで貴社の価値創造構造を整理





EVAの視点で戦略-社員行動-財務-企業価値を整理

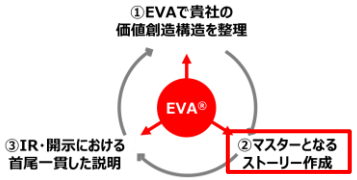
①EVAで貴社の価値創造構造を整理



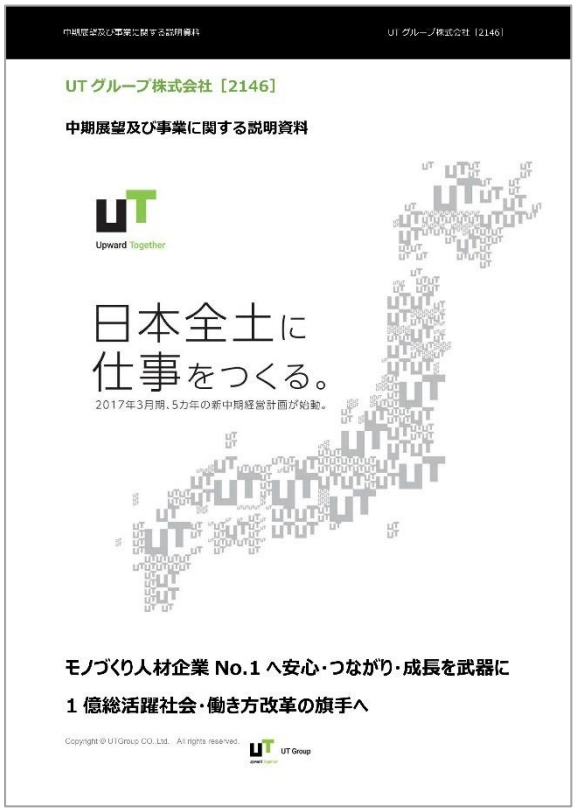
ESG・CSR	戦略・社員行動
社会ニーズへの貢献	業界における社会・顧客ニーズ 貴社のミッション・ビジョン顧客への提供バリュー 競合状況・市場構造（日本・海外） 貴社の競争優位性・共感される戦略ストーリー・ストーリー実現のための経営資源・バリューチェーン
社会貢献・環境調和的な事業活動	顧客への付加価値の提供サイクル・部門別社員の知恵の総和・オペレーション効率性・働き方改革・キャリア形成・自己実現
人的資本の構築	外注マネジメント・生産性 外注企業まで含めた社会責任
社会貢献・環境調和的なR&D・設備投資	研究開発テーマ・新規・既存改善
産業資本・知的資本の構築	在庫管理・売上債権・支払債務管理 在庫マネジメント・設備投資効率性
財務資本の構築 持続可能性	キャッシュマネジメント・品質・リスクマネジメント（事業・労務・財務）財務・株主還元策・コンプライアンス・ガバナンス体制

EVAの視点でESG-戦略を整理

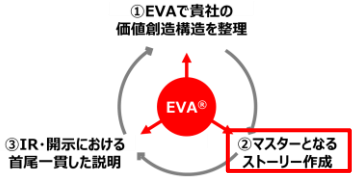
②マスターとなるストリー作成



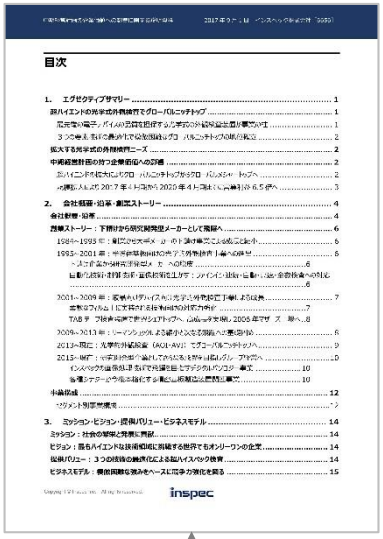
企業発信レポート

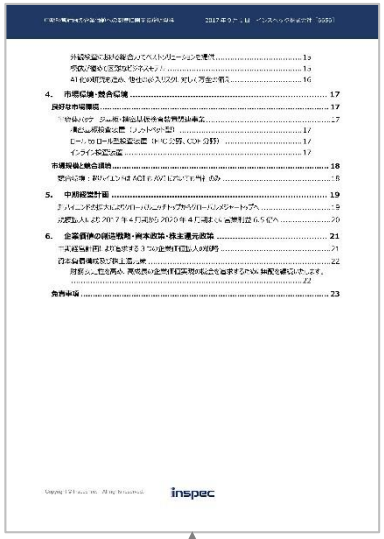


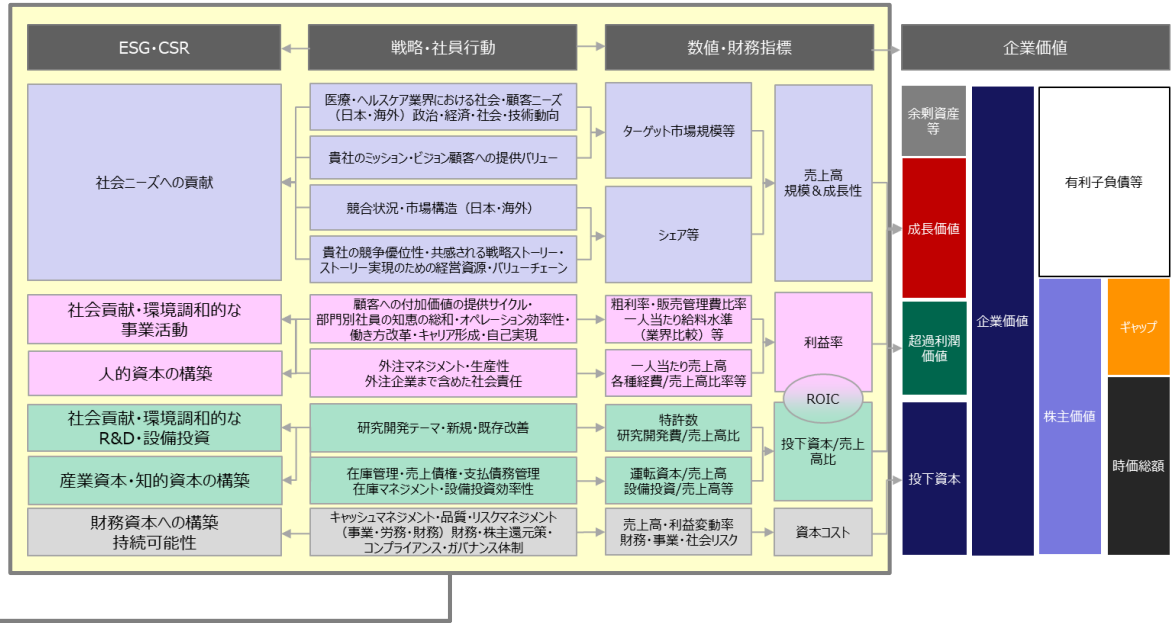
②マスターとなるストリー作成



企業発信レポート：目次

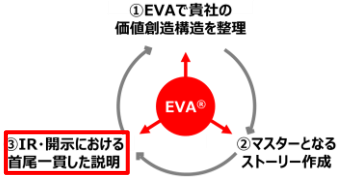


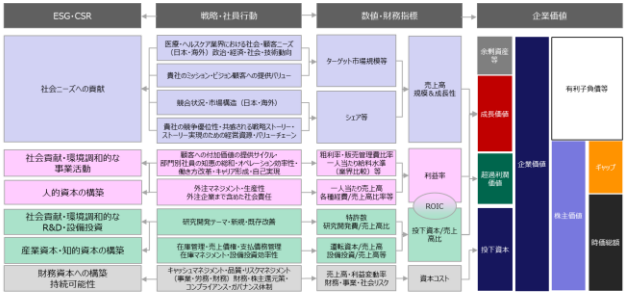




- 企業価値以外の部分を企業発信レポートで開示
- 経営者・IR担当者にとって、企業価値とのリンクが明確化
- 企業価値分析のプロの投資家からの質問にも容易に回答

③IR・開示における首尾一貫した説明





EVAの視点でESG-戦略-社員行動-財務-企業価値を整理

決算説明会集客	決算短信	株主総会Q&A
決算説明会資料	有価証券報告書	コーポレート ガバナンス報告書
説明会 質疑応答対策	アニュアルレポート	フェアディスクロー ジャー対応

JPR
Independent Research & Advisory

ステークホルダーの
心をつかむ
企業価値の創造サポート

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社