



【HFLP-Bコース】 最終レポート

2020年6月6日
西日本旅客鉄道株式会社
長谷川 真哉



1. セッション振り返り

2. ワークショップでの分析
3. 自社に持ち帰りたい点

○2019年8月24日： 伊藤先生（一橋大学CFO教育研究センター長）

議事要旨

◆ 日本型経営の不都合な現実とその要因（チーム内）

- ・利益率 日本<海外（技術は優れているが）
- ・ダブルスタンダード経営
- ・ROE 利益率以外は差が大きい
- ・有形資産への投資（vs無形資産）
- ・短期志向 … 経営者の任期／投資家の質／開示の在り方（四半期決算）

◆ 銀行が求めるもの（チーム内）

- ・利益より確実な返済
- ・ローリスク・ローリターン、短期志向
- ・リスクを取らない→収益があがらない
- ・株主だが企業成長より確実な利ザヤ
- ・無形資産評価できない → 資本市場より優しい

◆ 投資家と企業の対話

- ・企業価値の向上に向け対話エンゲージメントが重要
- ・夢、価値観を共有（リスク、不確実性、資本コスト）

所感

- ・「伊藤レポート」を改めて深掘りできた。
- ・自分の中ではESGは非財務・定性効果との認識だったが、ROESGという概念に強い関心をもった。またTCFD（当社は未参加）の重要性も認識できた。
- ・初回ではあったが、セッションを通じて、様々な企業の課題、取り組み姿勢について学ぶことができた。

○2019年9月13日： 加賀谷先生（一橋大学大学院経営管理研究科）

議事要旨

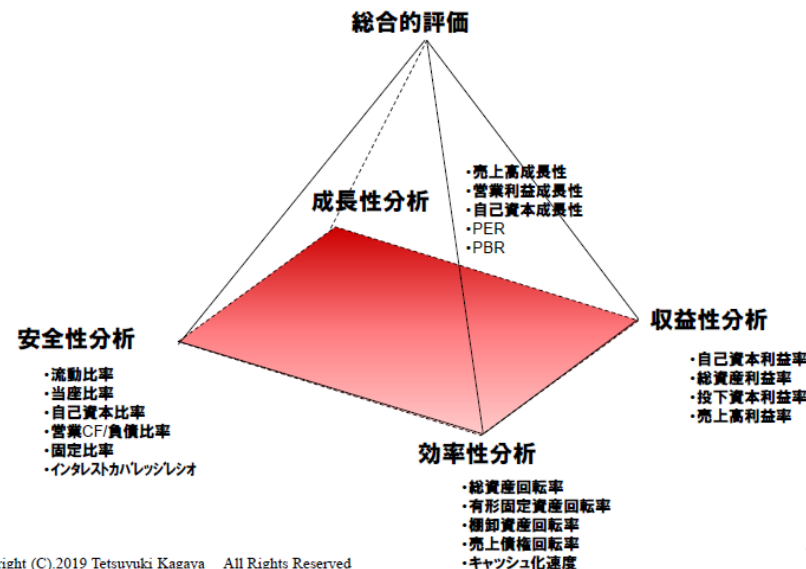
◆ ファンダメンタル分析

- ・ファンダメンタル分析として、主に構成比率法、安全性分析、効率性分析、収益性分析、成長性分析、企業価値指標等がある。
- ・それぞれの分析において、時系列分析やクロスセクション分析を組合せることで、気づきが広がる。
- ・ROEの分析… $ROS \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$ に分解、何が強いかわ弱いかわ分析が可能
- ・株主資本、自己資本（+包括利益、新株予約権）、純資産（+少数株主持分）の違いを抑える必要がある。

所感

- ・ファンダメンタル分析の基本について、体系的に学ぶことができた。
- ・経営分析手法として、部分的に活用している手法はあったが、**経営デザインシート**という思考補助ツールは、それらの手法が体系だっており大変参考になる。
- ・ファンダメンタル分析を通じて、会計を経営分析に活かすストーリーが理解できた。

【ファンダメンタル分析の視点】



○2019年9月14日： 佐藤氏（三菱UFJモルガンスタンレー証券）

議事要旨

◆ ファンダメンタル分析（ピジョンvsユニ・チャーム）

- ① 業界構造・市場分析…両社とも日本国内で確立した優位性を武器に、海外市場へ展開。ピジョンに比べるとユニ・チャームは、収益性は相対的に低い水準
- ② 事業構造分析…両社とも国内売上は伸び悩み、中国や他海外での成長が課題
- ③ 業務構造分析…安全率はピジョンが高いが、キャッシュか速度はユニ・チャームが圧倒的に高い
- ④ 資本構造分析…安全性の観点ではピジョンが優位、株主還元は同等、ユニ・チャームは成長投資に積極的だが、ピジョンは実質負債ゼロで次の成長戦略をどうするか。
- ⑤ ポートフォリオ分析…ピジョンは海外成長余地が大で高利益率、ユニ・チャームは国内に比べてアジアの利益貢献は限定的。ピジョンはキャッシュを海外M&Aに投じ成長性を確保、ユニ・チャームは垂直統合による利益率改善や競合排他に向けたM&Aが課題

所感

- ・IRを担当したことがなかったこともあり、アナリスト視点での企業へのアプローチの考え方がよく理解できた。特に佐藤氏の話しぶりは、大変迫力があつた。
- ・経営者視点、株主視点、投資先としての魅力という視点で、ピジョン及びユニ・チャームの両社の比較を行うことができ、外部から企業を見る視点について、深く学ぶことができた。
- ・チームで議論することにより、他社の企業に対する視点も大変参考になった。
- ・M&Aについて、「シェアがどうか、高くても守れるものがあれば買うべき」とのコメントが印象的

○2019年9月28日： 加賀谷先生（一橋大学大学院経営管理研究科）

議事要旨

◆ ステークホルダー

- 職位があがるほど、関係するステークホルダーのタイプ・数が増大。利害を調整し、中長期的に価値創造を実現することが経営者には求められる。
- 持続的な価値創造のためには、世代間配分、ステークホルダー間配分のバランスをとりながら、企業を成長していくためのシナリオを描く必要がある。

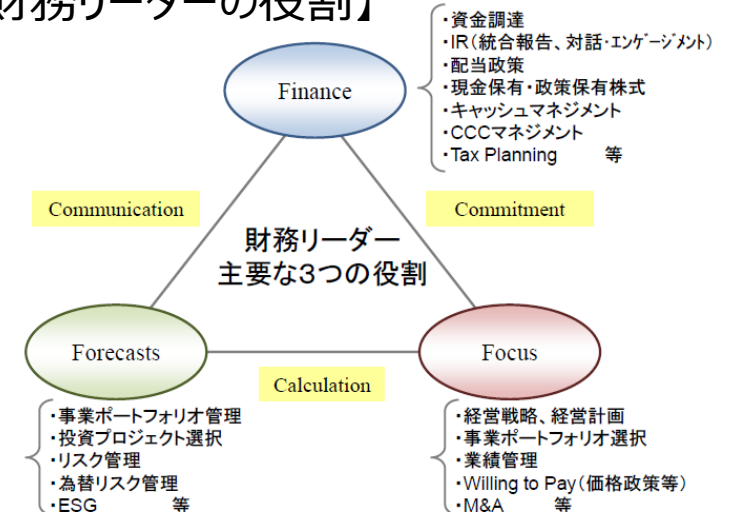
◆ EVA導入に向けた4つのM-花王

- **Measurement**：事業部別月次決算
- **Management System**：日常・投資の意思決定
- **Mindset**：意識改革のための啓蒙活動
- **Motivation**：連結EVA基準の報酬制度

所感

- EVAを導入した花王の4つの「M」は、導入後も含めた考え方が定めてあり、大変優れていると感じた。
- 当社でもEVAをグループの経営指標として採用したが、あまり定着しなかった。当社には、4つの「M」のような発想がなかった。
- 実際に当社のEVAを試算し、資本コストやEVAそのものの理解も深まった。

【財務リーダーの役割】



○2019年9月28日： 別所氏（三菱UFJモルガン・スタンレー証券）

議事要旨

◆ 日本企業による海外買収成功の鍵

- ・日本企業が買い手となるOutbound取引フローが堅調、売却が得意ではない
- ・M&Aは目的ではなく、成長戦略実現のための手段であるべき
- ・リスクをゼロにすることが目的ではなく、リスクをマネージ出来るかの見極めを、M&A実施の可否について意思決定することが重要

◆ アクティビズムの最新潮流

- ・ターゲットになる企業は、本源的企業価値に対して、株価・企業価値が大きなディスカウントになっているケースが多い（例：コングロマリット企業…事業間のシナジーもなく、資本効率性も低い）
- ・日本企業に対する海外投資家の見方
 - 資本効率性に対する意識の欠如
 - 余剰現金を適切に投じられていない
 - 企業及び銀行間の株式持ち合い
 - 取締役／CEO選任プロセスの不透明性
- ・アクティビストは、資本市場の代弁者である

所感

- ・M&Aについては自身で直接の経験はないが、“失敗”事例の要因については納得感があった。
- ・J R 他社でもアクティビストから対応を求められており、自分ゴト化する必要があると思った。
- ・資本の使い途（M&A or 株主還元）として正しいか、ROE等をモノサシとして企業価値向上の可能性を審議する必要がある。

○2019年9月28日： 松島氏（三菱UFJリサーチ&コンサルティング）

議事要旨

◆ 経営者（CFO）に必要な覚悟

- ・リーダーとしての誠実性・使命感
- ・ダイバシティの尊重
- ・戦略立案能力（価値協創ガイダンスなどから学ぶ）
- ・環境や社会の変化の予見力と自身の適応力（「ESG」「SDGs」「TCFD」から学ぶ）

◆ 統合的経営を実践するために必要な思考方法

- ・思考方法のバラダイムシフト 長期思考 .. バックキャストイング
- ・ビジョンを実践するための源泉 適切に変えるべきもの .. 企業文化、企業風土
- ・より早く（意思決定）、より高く（ガバナンス）、より強く（経営・財務体質）、より広く（視野）

◆ 今後の最重要課題

- ・アナリストは、財務データの分析に加えて、非財務情報（人材、ノウハウ、ブランド力）を収集して企業価値分析を補強
- ・仮説構築力を磨く（新聞記事、記録する等）
- ・リスク対応の提案は極めて価値が高い（最近ではSDGs等に対する企業行動がESG投資で評価）

所感

- ・様々なデータ分析はもちろんだが、話を伺って、工場など各企業の現場をよく見られているなと思った。
- ・価値協創ガイダンスについても改めて学べた。
- ・自動車業界におけるグローバル戦略、EV化の状況、MaaSに向けた課題など、多岐にわたるデータ分析、未来への創造が散りばめられていた。

○2019年9月28日： 江間氏（元HOYA）

議事要旨

◆ リーダーに贈る言葉

1. 傲ることなく 怠ることなく 怯むことなく
2. 好奇心 感受性 スピード

◆ 経営者の自覚と志

- ・企業経営 … その時代に存在意義のある業を企てること、ステークホルダー全ての満足を得て企業価値を創造すること
- ・経営とは創造と破壊の連続
- ・会社は投資の意思決定によって将来の姿が決まる
- ・EVA：投資家からの視点 SVA：経営者からの視点

◆ 経営者と管理者

- ・今のこと…管理者に任せる ・将来のこと…CEOとCFOに任せる
- ・コーポレートと事業は分けて考える。コーポレートは存在意義のある形で成長を実現したい。事業には命がある。ポートフォリオ経営が必須

所感

- ・CFOとしてはもちろん、経営者、リーダーとしての心構えを学べた。
- ・自分自身、まだまだ管理者の立場であり、経営者としての志をもっていないと実感した。

○2019年10月11日： 小川先生（一橋大学大学院経営管理研究科）

議事要旨

◆ 実質実効為替相場

- ・当該通貨の貿易相手国に対する加重価値を指数で表現。数字が上昇すると、通貨高。
- ・産業別にみて、実質実効為替相場の水準が低い産業は競争が激化（円：電子部品）

◆ 為替相場が企業価値に及ぼす影響

- ・自己資本への影響は、海外拠点の資産規模の大きな企業ほど大きなインパクトを受け、急速な円高が進む場合は、相応の負の影響を及ぼす。
- ・ROEへの影響は、円安はROEの引き上げ効果が大きいため、ROEは上昇する。

◆ タームプレミアム（短期と長期の利回り差）が危険水域

- ・ITバブル崩壊直前、住宅バブル崩壊直前に、タームプレミアムがマイナス
- ・2019年8月末にマイナスとなり、危険水域に。将来金利低下の予想が過度に強いことが反映。

◆ 安全通貨としての円

- ・円が安全通貨としてみなされ、危機・ショック時（2008年世界金融危機等）に円高へ
- ・安全通貨として認識される理由…規模（流動性）が大、対外純債権国通貨、自己実現的期待

所感

- ・相場の読み方など、論理的に理解が追いつかない部分もあったが、グラフを交えて分かりやすくご説明いただき、理解が深まった。

○2019年12月1日： 朱氏（コアバリューマネジメント）

議事要旨

◆ M & A 成功のための要件

- | | | |
|------------|-------------|---------------------------------------|
| ①適切な買収価格 | ②PMIによる業績改善 | } 資本コストを上回る投資リターン
EPS及びROEの向上、株価向上 |
| ③適切なファイナンス | ④投資家の信認獲得 | |
- ・シナジー実現は、被買収企業経営陣ではなく、買収側経営陣の力量次第
 - ・トップラインシナジーは、コストシナジーよりも難易度が高い
⇒ **トップラインシナジーを買収価格に上乘せすべきではない**
 - ・異なるバリュエーション手法による結果の違いについて、合理的な説明を見出すこと
 - ・PMIポイント ⇒ 実力者が現地に赴任、「ひと、しくみ、価値観」による統治は必須
本社経営トップのリーダーシップが重要
 - ・ファイナンス ⇒ 増資には慎重、増資以外の資本手当を積極的に活用
 - ・経営レベルからのリーダーシップは必須（CEOの関与、専用チームの常設、ファイナンス・IRの関与）

所感

- ・基本的な考え方から、実務的な部分まで、幅広いアドバイスを得られた。
- ・講師ご自身のこれまでの幅広い経験に即した内容であり、納得感がより深まった。
- ・トップラインシナジーやバリュエーション手法に対する言及は、より深く胸に刻みたい。

○2019年12月1日： 土居氏、本郷氏、藤森氏（J.P.モルガン）

議事要旨

◆ 武田によるShire社買収の概要

- ・リーク前は同規模、企業価値では小規模な武田の買収
- ・業界20位と21位の両社が、トップ10入りを実現する取引となった。
- ・今後の積極的なR&Dやグローバルなポートフォリオ戦略を実現するための戦略
- ・買収条件として、Shire社株主は現金及び株式（武田新株or武田ADS）の対価を受領
- ・バリエーションとしては、DCF法による感応度分析を実施、バッファーも持たせて決めた。
- ・シナジーについては、**コストシナジーをしっかり見込**、ターゲットを引き上げた。
- ・武田の株価自体は、買収検討を発表時の5,500円に対し、現在は4,400円と2割下落
- ・武田は、ノンコア資産の売却も進め、レバレッジの改善とポートフォリオの最適化を見込む
- ・Shire買収により、パイプラインを構築できたことが最大の目的であり、成長戦略となる。
- ・買収の評価については、5年くらい時間がかかる。

所感

- ・近年日本最大のM&A案件について、かなりリアルな状況を教えていただき、武田の戦略について、理解が深まった。
- ・あれだけの大規模買収の決断もすごいが、それ以上にファイナンスの重要性も認識をもった。
- ・表舞台には出てこない投資銀行の役割も、あわせて理解を深めることができた。

○2019年11月1日： 青島先生（一橋大学イノベーション研究センター）

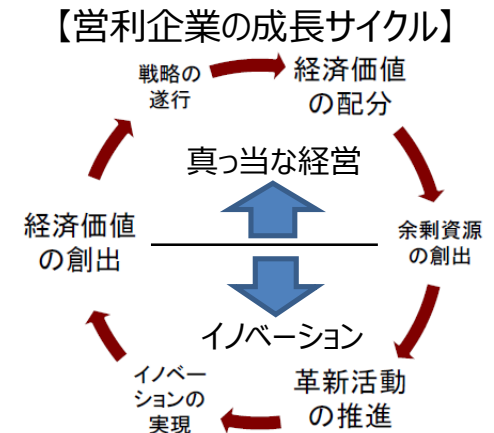
議事要旨

◆ 真っ当な経営

- 利益を出す方法として、付加価値を増やす以外に配分を変える（人件費→利益）方法もある。
- 営利企業の目的…社会に経済価値を創出し自社に取組むこと
=「価値の創出」+「価値の獲得」→ **真っ当な経営**
- 営利企業の4つの視点 ①価値の創造、②生産性の向上、
③価値の獲得・配分、④価値の測定 → 異なる対処を求める
- 2つの常識からの脱却…境界の常識、性能次元の常識

◆ イノベーション

- 「経済価値」をもたらす「革新」 ・革新ゆえに高い不確実性を伴う
- イノベーション実現の2つの側面 … ①資源動員プロセス、②知識創造
プロセス → 不確実性と資源動員の間には矛盾 → どう乗り越えるかが重要な鍵
- 企業のイノベーションに必要なこと ①革新活動へ資源動員する理由の創造
②既存事業への資源配分プロセスからの分離 ③境界を超える人的ネットワークの形成



所感

- 「真っ当な経営」というキーワードに、大変重いものを感じた。エコポイントや太陽光の事例など、一時的な拡大とその後の急落など、改めて長期的な視点の大事さを認識した。

○2019年11月2日： 鷺田先生（一橋大学大学院経営管理研究科）

議事要旨

◆ ユーザーイノベーション

- ・ユーザーイノベーション … 供給側（企業）だけでなく、需要側（消費者）が主導するイノベーション（例：ポケベル、RV車、サランラップ）
- ・3つの情報伝播 … ①ハブ型伝播 = シャワー効果的に素早い伝播 = 第1層、
②滞留型伝播 = 自層内や近隣の前層との間で情報が滞留する伝播 = 第2層
③スモールワールド型伝播 = 高いC係数のため、意外にすばやく広範囲に情報が伝達
= 第3層、第4層、第5層 ⇒ 第2層内での滞留伝播が高い新しいアイデア率を見せた。

◆ 未来洞察シナリオ

- ・未来洞察（Foresight）の目的…10年程度の未来を想定して、目前の社会変化による不確実性に対して「社会変化シナリオ」を構築、その先の技術適用の可能性についてアイデアを大量構築
- ・現状の延長上から発想するForecastと、未知の領域から発想するForesightとの掛け合わせ
- ・多様な未来シナリオを作成し、不確実性を減じ、ビジョンを可視化することの重要性が注目
- ・「想定外」を武器に利用できるマーケティング戦略への転換が重要

所感

- ・実際に、スキャニング法により未来シナリオ作成をやってみて、社会変化に対する思考について学ぶことができた。現在、コロナ禍を踏まえた未来シナリオを当社でも作成しており、振返って大変参考になった。

○2019年11月2日： 三宅氏、山本氏（S&Pレーティング・ジャパン）

議事要旨

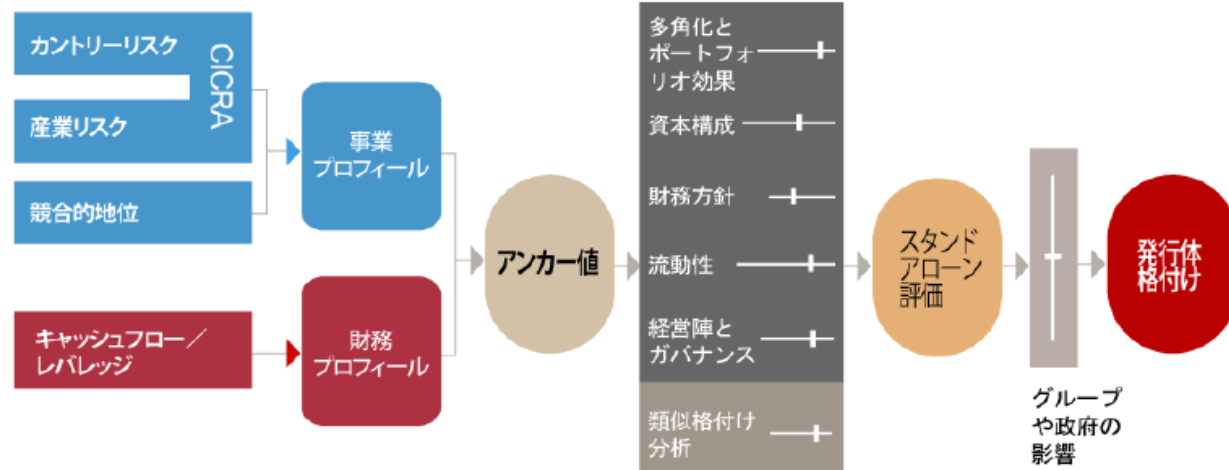
◆ 信用格付け

- ・発行体及び個別債務の信用力について、フォワードルッキングな意見を示すもの。いい会社とは言っていない。金が返ってくる確率。
- ・重視するポイント…本業から生み出されるキャッシュフローでいかに債務を約束どおり返済できるか。
- ・役割：企業と投資家の橋渡し、活用：独立性、比較可能性、先見性
- ・株主還元…信用力評価の視点からは一般にネガティブ、格下げにつながるかは①既に株主還元をどの程度織り込んでいるか、②財務内容や業績がどれだけのバッファをもつかによる。株主還元積極化が過度な財務負担を生んでいるケースは少ない。

所感

- ・ESG評価は、まだフロンティア段階、長期的視点
- ・格付けの仕組みについて、体系的に学ぶことができた。
- ・三宅氏の話は大変迫力があり、経営者としての心構え、意識の高さが強く伝わってきた。

【格付け基準の枠組み】



○2019年11月22日： 中野先生（一橋大学）

議事要旨

◆ M&Aと企業価値

- ・買収金額 \geq 被買収企業の将来CF割引現在価値 + M&Aによって創造される将来CF割引現在価値
- ・企業価値（事業価値、資産価値を示す）の定義 = 株主価値 + 債権者価値

◆ 資金調達と企業価値

- ・増資時の株価下落の理由 … ①マーケット・タイミング仮説、②希薄化仮説
⇒ 調達資金の用途、期待利益率に依存

◆ ペイアウトと企業価値

- ・完全な資本市場においては、配当政策は無関係。株主の富には影響を与えない。

◆ 現金保有とリスクテイク

- ・企業が保有する現金の経済的価値は、すべての企業にとって同価値ではないかもしれない。
- ・「どの企業が保有しているか」によって、その価値が異なると市場では評価しているかもしれない。
- ・高リスク投資 & 高ペイアウトのPBRが最も高い。

所感

- ・感覚的にしか理解していなかった、財務施策と企業価値の関係が定量的に理解できた。
- ・配当性向や現金志向など、海外企業と比べて日本企業の特殊さも再認識した。

○2019年11月23日： 朝長氏（朝長英樹税理士事務所）

議事要旨

◆ 企業経営と法人税

- 利益の3割が流出するため、企業経営において、最も重要な検討項目の一つ
- 「**節税は経営者の義務**である」と言っても過言ではない、法人税の税務を理解し、判断は経営者が行うべきである。
- 税務リスクが高くなっている。税務調査対応能力を上げることが重要である。
- 仕組みが複雑であり、課税を受ける場合多額となるため、国際税制、組織再編成税制、資本等取引税制、グループ法人税制、連結納税制度は重要

◆ 法人税の課税事例

- 最も注意することは、追徴税額が多額にならないようにすること、重加算税を課されないようにすること、租税回避として課税されないようにすること。
- ヤフー事件…組織再編成の取扱を定めた主旨・目的に反することになっていないかよく検討する。
- IBM事件…正当な理由や事業目的が存在することに加え、経済的合理性がある取引であると主張できるようにしておく。

所感

- 税務についての重要性について、改めて認識できた。
- 具体的な課税事件についても、難解な取引スキームの内容、対応方法まで深く理解できた。

○2019年11月23日： 角田氏（E Y 税理士法人）

議事要旨

◆ BEPSへの対抗措置

- BEPS…Base Erosion and Profit Shifting
- BEPSプロジェクト…①払うべきところで支払うべき（実質性）、②活動に関する透明性向上、③企業の不確実性の排除（予見可能性）

◆ グローバルな税務戦略の課題

- 課税リスクのグローバル化…①国別報告書による各国での利益に係る情報共有、②グローバルな利益配分の管理、③グローバルな税務ガバナンスの強化
- BEPSへの対抗措置としての国際課税ルール変更と情報交換強化を通じた各国の税源確保策による二重課税リスクの拡大 ⇒ 税の最適化に向けた税務戦略の構築
- 税務戦略への関心理由…税の最適化は企業価値へプラス影響と評価、過度な戦略は持続可能でなく、利益のリスク（風評リスク、許認可等へのリスク、対抗措置による税コストの増加）

◆ 国税庁による税務ガバナンス

- 法人の計算及び内部手続の利用により、適正な課税所得計算が行われることが要請
⇒ コーポレートガバナンスと税務ガバナンスの連携

所感

- 現在の業務からは少し遠い分野のことではあるが、国際間の駆け引きも含めて様々な背景のある課題でありリスクも大きく、しっかり対処しなければならない課題であるとの認識できた。

○2019年11月23日： 昆氏（スリーエム・ジャパン）

議事要旨

◆「目指すべき方向性」現在の殻を打ち破る！

- ・バックミラー支援からヘッドライド型CFOへ
- ・【3Mの戦略】イノベーションへの投資：既存マーケットでのチャンスをつかみ、来るべきメガトレンドに注目する。
- ・中期五カ年計画→五カ年計画における初年度→予算・実績モニタリング→事業・企画戦略と、ビジョン・ミッション・中期戦略・予算・会計プロセスの一体化 … 毎年作り直す
- ・Treasury Management … 1) キャッシュ・マネジメント機能
2) リスク・マネジメント機能 3) 経営管理機能 4) 税務戦略機能
- ・CFOも社会的価値視点での企業価値創造に関わる必要性がある。
- ・バリュー・インテグレーター … 業績最適化、経営意思決定（業務効率化、ビジネス洞察力が優れている） → 日本は各国と比較して、バリュー・インテグレーターの割合が非常に少ない
- ・組織としては、ビジネスサポートとコントロールシップの両輪、経理・財務部門の中で、事業推進の機能を果たす。
- ・CFOは、**自社の価値創造ビジネスモデルを理解し関与すべき**である。

所感

- ・スーパー経理部長に留まらない、あるべき次世代CFOとしての姿を示していただいた。
- ・3Mのイノベーションを育む仕組みと文化も、よく理解できた。

○2019年12月21日： 藤井氏（東京海上ホールディングス）

議事要旨

◆ 海外保険事業の成長

- ・'80年代には数百億円の損失を出すなどだ失敗もあった。
- ・再保険事業への参入は、M&Aや非日系事業の経営ノウハウ取得に貢献
- ・その後、キルン（ロンドン、本丸）、次に北米市場への進出と運にも恵まれた。
- ・価格の問題など、バリエーションを検討し、やめたケースも多い。

◆ M&A総括

- ・目的ではなく、経営戦略実現のための手段
- ・PMIは、「任せきり」にしない「過剰介入」でもない、**ライト・バランス**が重要
⇒ 「相互信頼関係」の構築・維持がカギ
- ・戦略には独創性がないといけない。
- ・財務的な価値以外にも、買収先経営陣の知見をグループ経営に幅広く活用できた。

所感

- ・M&Aでは必ず言われるが、待ちではなく、買収候補をリストアップして、常時見直しが必要
- ・いずれにしても、チャンスが来れば迅速に対応できるよう周到な準備が必要である。
- ・海外事業を中心とした成長戦略の実現で、本当に素晴らしい経営戦略であると思った。

○2019年12月21日： 内野氏（三菱商事）

議事要旨

◆ 総合商社の更なる業態変革

- ・事業投資から事業経営へ
- ・「仲介業」から、経営**主体的に参画**し、自らが**リスクを見極め、課題やリスクをパートナーと共有し、社会の発展、地球環境への貢献**も見据え、**経営人材の創出**を行う。

◆ リスク管理と収益管理手法

- ・「**実質リスク**」を定義し、種類ごとに分類、定量的に算出（エクスポージャー×リスクウェイト）
- ・EVAを応用した独自の収益管理手法を導入し、ポートフォリオやBU単位の管理、EXITルールへ適用 **MCVA** = 連結純利益 - （実質リスク×資本コスト）

◆ CFOとしての着眼点

- ・収益構造の変化に対応した管理手法の導入 ・資本コストの認識
- ・SDGs/ESGへの目配りと企業価値との間のバランス感

所感

- ・総合商社の変遷が垣間見れた。やはり変革できたから生き残れた。
- ・会社によってカスタマイズされた収益管理手法、概念が必要なのかと思った。当社でもGVAというEVAを改良した利益指標を使っていたが、あまり使われなくなった。

○2019年12月22日： 柳氏（エーザイ）

議事要旨

◆ 資本コストを把握して活用する

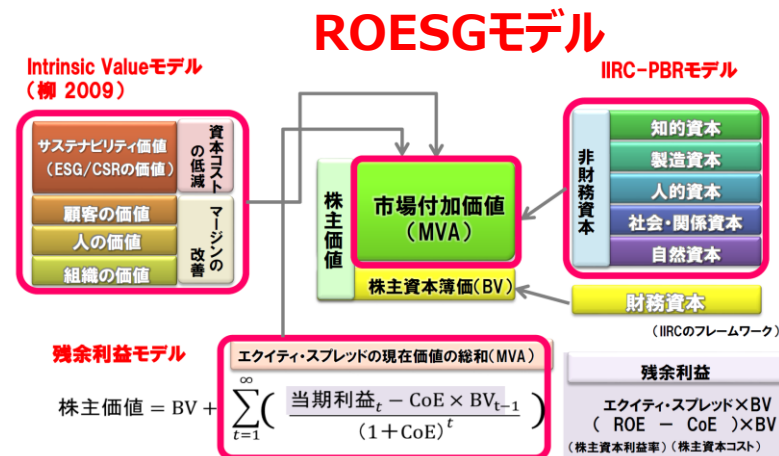
- ・ROE 8%は最低限、上回っている企業はより高い水準を目指すべき
- ・エーザイでは、プロジェクト、国別など200種類の割引率を使いこなしている。

◆ 日本企業の不都合な真実

- ・現金と有価証券の計が、時価総額を上回っている企業が500社（14%）
- ・非財務資本（ESG）の理解促進が必要

◆ 見えない価値を見える化する

- ・無形資産は大きく伸びている（2015年：無形8割、有形2割）
- ・ESG評価の高い企業ほどPBRが高い



所感

- ・今更ながらであるが、伊藤レポートのおさらいができた。
- ・米国企業に比べて、日本企業がIRRやNPVを投資採択基準としている企業があまりに少ないのが意外であった。
- ・ESGが資本コストを引き下げる効果も確認できた。

○2020年1月24日： 福森氏（STIサポート）

議事要旨

◆ 経営リーダーとして考えるべき交渉力

「双方の利害・関心を調整して、より良い合意・共感を導き出す**プロセス**マネジメント」

◆ 交渉力を高める3要件

- ①交渉力は事前準備の質・量によって決まる
- ②目的・判断基準とシナリオを明確にしておく
- ③最強の武器**BATNA**を懐に入れておく
⇒ 交渉力の根源は“交渉をやめる決断”ができること

所感

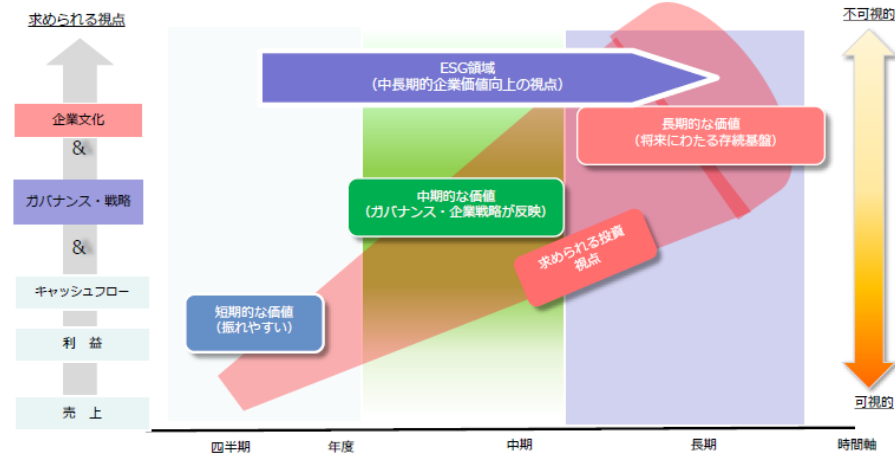
- ・交渉ベタな日本人 ⇒ 悉く弊社にも該当
- ・プロジェクトの担当者はいったん決めてしまうとやめることができない。「やめる」ことで評価できる仕組みを作る必要がある。
- ・撤退基準をあらかじめ作っておくことが重要である。
- ・様々な今回の提言に対して、納得できた。
- ・CFOとしてだけでなく、経営者として大事な視点

○2020年1月25日： 松原氏（りそな銀行）

議事要旨

- ・**責任投資原則（PRI）**：2006年、国連の支援で策定
- ・世界の**1900以上**の年金、保険、運用機関等が署名（2018.6）
- ・投資の意思決定プロセスに、ESG問題を考慮に入れ、価値を変える原動力となる。
- ・金融安定理事会において、**気候変動は金融システムに対して大きなリスクであるという認識**
- ・**TCFDを設置（2015.12）**
- ・**サステナブルな経済活動に対するEUの独自基準を作る**
- ・ESGへの対応・**実際に企業利益に直結**するようになった。
- ・環境や社会に配慮しないと、経済活動の基盤が失われかねない。
- ・企業価値の源泉：有形資産→無形資産に変わってきている。
- ・投資家は非財務情報を重視する傾向

ESG目標と投資期間のマッチング



所感

- ・個人、アセットオーナー、運用機関、上場企業と株式市場への資金の流れが、理解できた。
- ・弊社、TCFDへの署名を早急にすべき
- ・「投資家はここを見ている」は大変興味深い
- ・ESGに対する取組を示す情報を提供する機関があり、ESGに対するスコアが2つある点に留意

○2020年1月25日： 堀氏（東京エレクトロン）

議事要旨

◆ 東京エレクトロンと米アプライドマテリアルとの経営統合協議

- ・2013年より本格交渉 MOE（対等関係）の精神であったが、実際にはアメリカと戦う石
- ・1：1以上の交渉比率であれば、東京エレクトロンの株主にとって有利な交渉
- ・「交渉が決裂していいという割り切り」で臨んだ
- ・MOEに対して、実際は「実質的なアプライドマテリアルによる買収」と報道された
- ・「日本の冷たさ」を感じた（TOPIXやJPX400から外された）
- ・統合完了スケジュールを3度延期したが、統合をとりやめた

◆ テクニカル事項

- ・合併→経営統合、三角合併→三角株式交換
- ・「合同会社」…IT系の日本の子会社、合同会社が多い（Google,Apple,Amazon）

◆ CFOとは

- ・交渉相手
 - CEOからの信頼
 - コミット守る
 - 尊敬を集めている存在
 - 競合にsensitivity
 - CEOに反論する時もある
 - 第三者データにこだわる
 - 投資家との信頼関係を第一にする
 - ベンチマークを深く行う
 - joke、story、witに富む

所感

- ・交渉論にあるBATNAの重要性を再認識した。
- ・CFOの立ち位置も深く理解できた。

○2020年2月14日： 神林氏（プロティビティLLC）

議事要旨

◆ リスク・マネジメントとは？

欧米・リスクテイクのためリスクマネジメントを行い、過度のリスクテイクのためガバナンスを強化
 日本・リスク回避のためリスクマネジメントを行い、リスクテイクのためにガバナンスを強化
 ⇒ 日本型でいいのか？ or 欧米型に変えていくべきか？
 ・従来、伝統的なリスク管理から、**目指すべき全社的リスク管理（ERM）**を目指す必要がある。

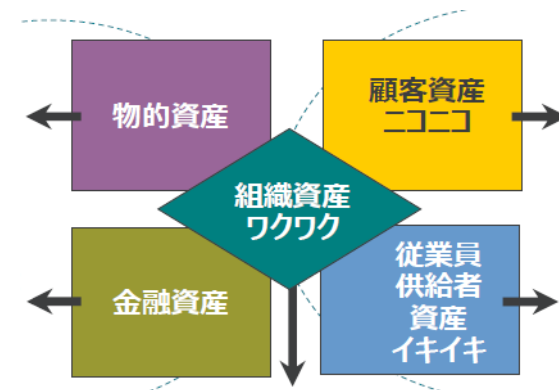
◆ 市場価値の構成要素

・無形資産の割合
 1975年：17% → 2015年：87% 有形資産と位置づけが逆転
 ・オンバランスの資産ではなく、オフバランスの資産中心に価値を生み出す。
 → 「ワクワク」「イキイキ」「ニコニコ」

◆ 内部統制

・困ることが発生した場合に、これを正常に戻す機能、手続き
 → リスクテイクを推進するには、ガバナンス、内部統制と一体となった
 リスク管理の高度化が不可欠

バリューダイナミクス
 価値を生み出す資産は急速に変化



ガバナンス・ERM・内部統制の
 関係を明示



所感

- ・リスク・マネジメントの日本・欧米の違いに納得
- ・ガバナンスや内部統制の位置づけも含めて頭の整理ができた。

○2020年2月14日： 浜辺氏（ディップ）

議事要旨

◆ IRオフィサーの役割

- ・会社（経営陣）と株主市場側（アナリスト・投資家）で、説明・対話の間に立つ
- ・社内・社外の両方で、信頼される存在になる

◆ 株式公開・上場の意義

1. 長期資金調達、事業戦略への応用
2. 知名度向上、社会的信用力の増大
3. 人材確保、従業員モチベーションアップ
4. 市場からのフィードバック、経営に役立てる

◆ その他

- ・**難しいことをシンプルに説明することが必要**
- ・親子上場 … グローバルな世界では受け入れられない
- ・非財務情報が重要、丁寧に伝える

所感

- ・I R 未経験者であるが、I R 担当としてのイロハを学べた。
- ・会社寄りでも株主側にも片務的でなく、**対話が重要**であると改めて認識した。

○2020年2月15日： 仲川氏（コニカミノルタ）

議事要旨

お客様に寄り添ってお客様の従業員やお客様の抱える課題に対してソリューションを提供

- ・ B 2 B 2 P for P に寄り添った課題解決の提供
- ・ 自社実践による働き方改革の実現

◆ コニカミノルタの考える働き方改革

働かせ方改革

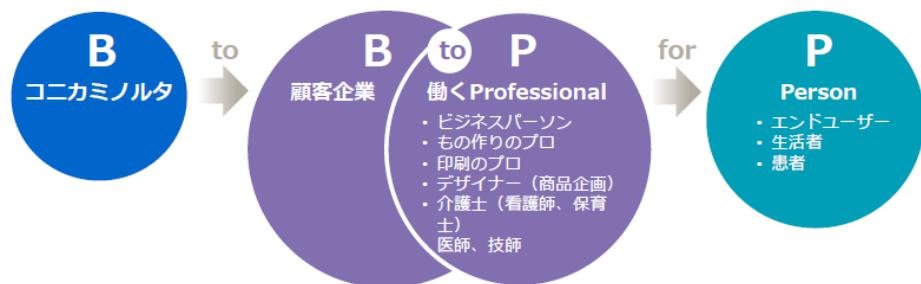
- ✓ 長時間労働の是正・残業の削減
- ✓ 正規vs非正規
- ✓ 単線的なキャリアパスの是正
- ✓ 産業医・産業保健機能の強化



働き方改革

- ✓ 生産性の向上
- ✓ 創造性の向上
- ✓ 人財の獲得と育成
- ✓ 多様性の尊重
- ✓ 従業員のEngagement強化
- ✓ 事業の持続的な成長への貢献

課題提起型デジタルカンパニー ⇒ 社会課題解決へ



2030年の社会課題

- ✓ 医療・介護需要の増大
- ✓ 労働力不足・ミスマッチ
- ✓ 都市・インフラのセキュリティ不安
- ✓ 資源・エネルギー不足



© KONICA MINOLTA 12

所感

- ・ フィルム、カメラ事業撤退の判断が秀逸
- ・ トップ同士で決めるなど、合議制では進まない経営判断
- ・ 弊社の働き方改革は、まさに働かせ改革と認識
- ・ M & A の成功のカギ
→ある程度の比率でないとダメ
- ・ SDGs・・・先行投資として実施

○2020年5月15日： 川上氏（パナソニック）

議事要旨

◆ 経営改革

- ・中村社長の下で、破壊から創造へと、多くの改革に当たられた。
- ・本当に多くの修羅場をくぐられた。
- ・企業は、立ち止まったらダメ

◆ リーダーシップ

- ・**難しいことをシンプルに説明することが必要**
- ・CFOとして、全ての人に分かるように語らないといけない。（ex.池上彰）
- ・「いざというときの覚悟を日頃からもつ」
⇒ 大きな不況は10年に一度起きている。普段から用意しておかなければならない。

◆ 会社人生

- ・「事前には一作は事後の百策に勝る」 ⇒ どんな大きなことも、小さなことから起こっている。
- ・「My Story」・・・自分の言葉、自分のストーリーで話をするのが大事

所感

- ・当時、報道で聞いていた事象も、迫力ある内容で、最前線でのご苦勞がよく伝わってきた。
- ・CFOとしてはもちろん、リーダーとしての心構えもご教授いただけた。

○2020年5月16日： 三瓶氏（フィデリティ投信）

議事要旨

◆ 投資家が期待すること

- ・機関投資家として、自分なりの見通しをもつこと。データで見るのが大事。
- ・テレワークなど、単にやるだけではダメ。業務プロセスの見直しも含めてやるのが大事。
- ・ビジネスモデルに必要な資産とは、スキル、才能、ブランド他、ビジネスモデルの競争力を持続させるのに必要な「**見えない資産**」を含む。
- ・投資家は、複数事業を経営するとき、なぜそれぞれの事業が必要かという**事業ポートフォリオ戦略に関するビジネスモデル**を確立していること期待
- ・自社で独自に市場調査・データ収集を行うことが必要

◆ 開示の好事例

- ・丸井グループ、リスクを機会に変える例を、投資家に具体的に定量的に見せている。
- ・三井化学では、安全に関するリスク事象について、有報で即時に開示している。

所感

- ・投資家視点の考え方がよく理解できた。
- ・当社は、今期の業績見通しを発表できなかったが、コロナ状況の業績見通しについて、「無理に不確実な予想をする必要はない。ただし、リスク情報の充実を図ることは必要」、とのコメント

1. セッション振り返り
- 2. ワークショップでの分析**
3. 自社に持ち帰りたい点

2019年度一橋大学財務リーダーシップ・プログラム (HFLP B)

麒麟ホールディングスの成長戦略

ワークショップBグループ

三井化学 竹中 雅史

日本ユニシス 田中 一晶

西日本旅客鉄道 長谷川 真哉

東京海上ホールディングス 原田 英治

セブン&アイ・ホールディングス 宮地 信幸

よろこびがつなぐ世界へ



1. はじめに
2. コーポレートデータ
3. これまでの主な取組み
4. ファンダメンタル分析
5. 他社戦略との比較
6. 仮説と考察
7. インタビュー

- ◆ワークショップのテーマとして「**事業構造改革・成長戦略**」という命題を与えられた
- ◆これまでに厳しい経営状況を経て再生し、成長軌道に乗った企業はいくつか存在する
- ◆近年は、成長領域を海外に求め**M&Aを積極的に行う企業**や、「選択と集中」の旗印のもと**事業ポートフォリオのスリム化を図る企業**も増加している
- ◆一方で、**海外M&Aの失敗や構造改善の遅れに直面する企業**もある
- ◆命題に沿って企業研究を行うにあたり、特に**競争の厳しい業界**として、**ビール・酒類業界**に着目した
- ◆誰もが知る企業として「キリン・アサヒ・サッポロ・サントリー」があるが、**キリン**は早期海外展開やリストラ、事業ポートフォリオの展開など、戦略の変遷を辿ることによって、どのような経営判断を行ったのか、**示唆に富んだ教訓を得られるのではないかと推察した**
- ◆アサヒについては、ビール・酒類にポートフォリオを集中しており、対比先として適当と判断する
- ◆したがって、**キリンホールディングス**を研究対象として選定し、ベンチマーク先として**アサヒビール**、ポートフォリオ変革の代表格である**富士フィルム**を参照先とした

1. はじめに
2. コーポレートデータ
3. これまでの主な取組み
4. ファundamental分析
5. 他社戦略との比較
6. 仮説と考察
7. インタビュー

会社概要

キリンホールディングス株式会社

設立	1907年2月23日
資本金	1,020億円
代表者	磯崎 功典(代表取締役社長)
売上高	1兆9,305億22百万円 (2018.12 国際会計基準)
営業利益	1,983億22百万円(同上)
従業員数	30,464名(連結)
株主数	145,503名

企業理念

グループ経営理念

キリングループは、自然と人を見つめるものづくりで、「食と健康」の新たなよこびを広げ、こころ豊かな社会の実現に貢献します

2027年の目指す姿

食から医にわたる領域で価値を創造し、世界のCSV先進企業となる

“One KIRIN” Values

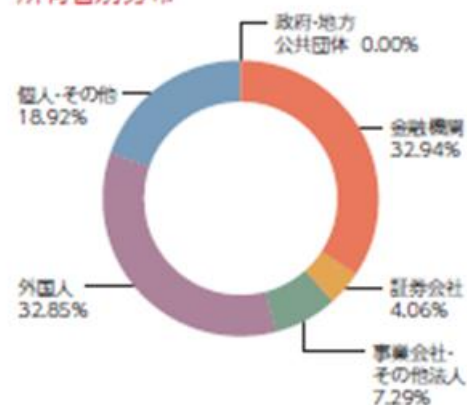
熱意 Passion 誠意 Integrity 多様性 Diversity

主要株主と所有株式数割合

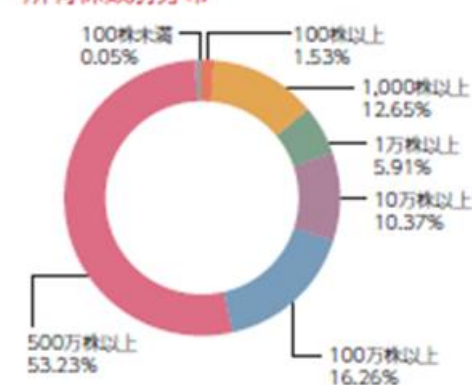
大株主	所有株式数 (千株)	持株比率 (%)
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	72,517	8.25
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	45,290	5.15
明治安田生命保険相互会社	32,996	3.75
JP MORGAN CHASE BANK 380055	30,176	3.43
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口5)	17,818	2.02
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口4)	17,287	1.96
SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT	15,644	1.78
STATE STREET BANK WEST CLIENT – TREATY 505234	14,595	1.66
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口7)	13,780	1.56
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505001	13,145	1.49

※2018年12月31日現在、上記所有株式のほか、当社は自己株式を36,001千株所有しています。

所有者別分布



所有株数別分布



食領域と医領域の間にキリン独自の「医と食をつなぐ事業」を立ち上げ、育成



3か年にわたり、総額1兆円以上を、無形資産への投資、既存事業領域での設備投資・事業投資、「医と食をつなぐ事業」の立ち上げ、育成へ振り向ける

Shifting Gear from Revitalization to Growth

－ 再生から成長へ －

重要成果指標の達成

将来の
成長機会

既存事業で培った資産の活用と投資による
「医と食をつなぐ事業」の立ち上げ、育成

成長の
基盤

効率的な設備投資・事業投資と規律ある投資による
既存事業の利益成長
食領域：収益力の更なる強化 医領域：飛躍的成長の実現

成長の
原動力

無形資産投資(ブランド、研究開発、情報化、人材・組織)による
イノベーションを実現する組織能力の強化

総額1兆円以上の投資

- ▶ 引き続き、平準化EPS成長による株主価値向上を目指す
- ▶ 成長投資を優先的に実施するため、財務指標は新たにROICを採用

財務目標

- ▶ 平準化EPS 年平均成長率 **5%以上**
- ▶ ROIC 2021年度 **10%以上**
(2018年度 11.9%)

- (注) 1. $ROIC = \text{利払前税引後利益} / (\text{有利子負債の期首期末平均} + \text{資本合計の期首期末平均})$
2. 資産売却益等の非定常影響を除くベースで算出した2018年度ROICは9.4%
3. 事業利益ガイダンス：年平均成長率1桁台半ば
4. 財務指標の達成度評価にあたっては、在外子会社等の財務諸表項目の換算における各年度の為替変動による影響等を除く

非財務目標

- ▶ CSVコミットメント
- ▶ 企業ブランド価値* 2021年度 **2,200** 百万米ドル以上 (2018年度 1,731 百万米ドル)
- ▶ 従業員エンゲージメント 2021年度 **72%以上** (2018年度 70%)

* 企業ブランド価値評価にあたっては、インターブランドジャパン社「ブランドランキング」におけるKIRINブランド価値評価を使用



1. はじめに
2. コーポレートデータ
3. これまでの主な取組み
4. ファウンダメンタル分析
5. 他社戦略との比較
6. 仮説と考察
7. インタビュー

1. M&Aによる成長に向けた取り組み

アジア

【上段：出資額、下段：比率】

2009	サンミゲルビール株式取得(フィリピン)	1,316億円 49%
10	キリンホールディングスシンガポール設立	—
11	華潤創業(中国)との飲料合併会社設立	40%
11	インターフード(ベトナム)株式取得	46億円 100%
15	ミャンマー・ブルワリー株式取得	697億円 55%

⇒ 東南アジア中心に順次拡大

オセアニア

1998	ライオンネイサン株式取得	983億円, 45%
2007	ナショナルフーズ株式取得	2,940億円, 100%
08	デアリーファーマーズ株式取得	840億円, 100%
09	ライオンネイサン完全子会社化、オセアニア事業統括	2,300億円, 100%
20	飲料事業を中国乳業大手、蒙牛乳業に売却	456億円

⇒ 大型投資を進めてきたが、飲料事業から撤退し今後はビール事業中心に

日本

2007	純粋持株会社へ移行	
08	協和発酵キリン発足	1,673億円 53%
10	メルシャン完全子会社化	805億円 100%
19	協和発酵バイオ子会社化	1,280億円 95%
19	ファンケル株式取得	1,293億円 33%

⇒ ポートフォリオを医薬事業と健康領域に拡大

ブラジル

2011	スキンカリオール株式取得	3,038億円 100%
17	ハイネケンに売却	740億円

⇒ 現地経済の悪化により、赤字が常態化し、買収から6年で撤退

- ✓ キリンHDでは、1998年にライオンネイサンに資本参加するなど、国内の酒類市場の急速な縮小に危機感を持ち、**海外に成長**を求めた。
- ✓ 2006年に策定された、15年までの長期経営計画「KV2015」では、『**酒類・飲料・医薬を主力事業として、アジア・オセアニアのリーディングカンパニーを目指す**』を掲げ、**国際化推進**を明言
- ✓ 2007年ナショナルフーズ、2009年ライオンネイサン、2011年にスキンカリオールなど、オセアニアやブラジルで、**大型M&Aにより**順調に事業を拡大した。
- ✓ しかしながら、「KV2015」にあげた定量目標は**全て未達成**

指標	目標（2015年）	実績（2015年）	結果
売上高	3兆円	2.1兆円	×
営業利益率	10%以上	8.9%	×
海外比率(売上)	約30%	28.4%	×

- ✓ 2006年以降、海外M&Aに投じた資金は**1兆円超**となるが、ブラジルや豪州飲料事業など、成長源の目論見であった**海外事業**が一転してグループ事業の**お荷物**に。また海外事業に注力した結果、販促費削減の影響等によりアサヒやサントリーにシェアも奪われ、**国内事業も弱体化**
- ✓ 2015年の磯崎社長就任後、**ブラジル事業**など**懸案事業の売却**を次々断行し、海外大型M & Aは封印。拡大から一転、構造改革モードに入り縮小均衡に入ったが、**利益とキャッシュフロー**は2017年度には**過去最高**を達成するなど業績は改善。
- ✓ 2018年度には、2016年中計の目標値を全てクリア、中計の目標数値を全て達成できたは初めて。

指標	目標	実績	結果
連結事業利益	2018年度 1,960億円以上	1,993億円	◎
ROE	2018年度 15%以上	17.5%	◎
平準化EPS	年平均成長率 +6%以上	+12.6%	◎

- ✓ ビール事業については、19年10月消費増税や20年10月以降の酒税改定を踏まえて、環境変化を見据えた商品ポートフォリオで収益拡大を目指す。「一番搾り」や「本麒麟」など主力ブランドへの集中投資に加え、中長期的には、単価の高いクラフトビールで先進国を中心に投資を進める。

【最近のM&A】

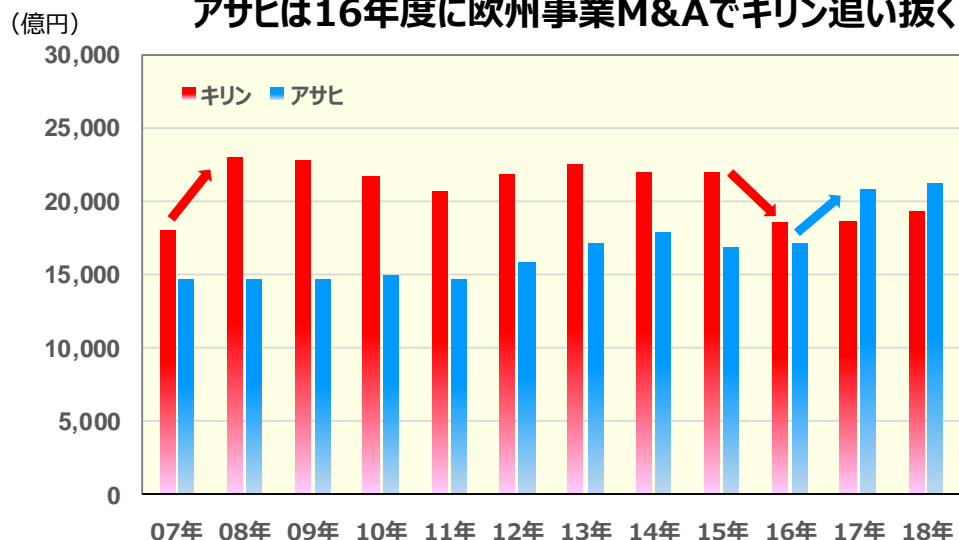
- ・英 フォーピュア（18年）
 - ・英 マジックロック（19年）
 - ・米 ニュー・ベルジャン・ブルーイング（20年）
- ✓ 今後は、これまでの酒類・飲料事業に加え、協和発酵キリン（2008）を中心とした医薬事業を中期的な成長ドライバーに、ファンケル（2019）を中心とした医と食をつなぐ事業を新たな成長の柱として育成、グループの持続的成長につなげる。

▶ **2019年 中期経営計画 再生から成長へ**

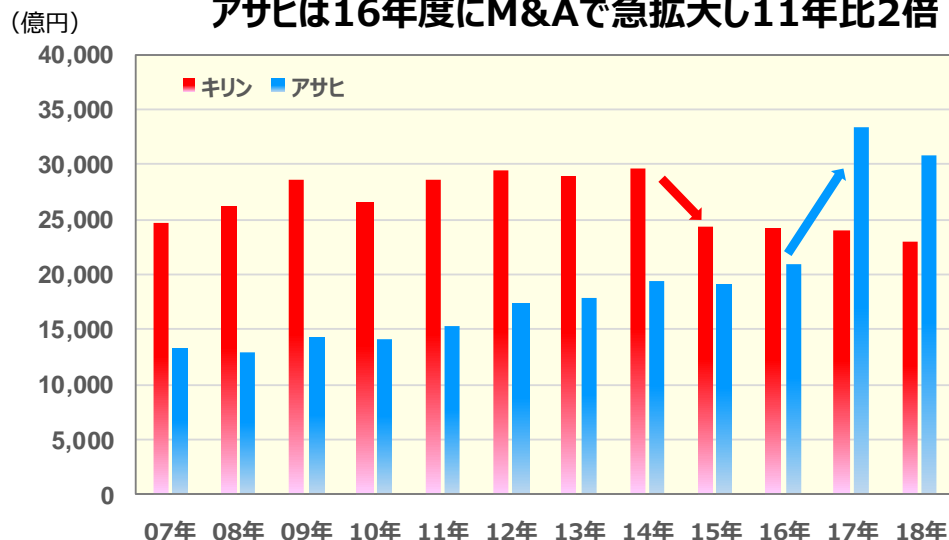
1. はじめに
2. コーポレートデータ
3. これまでの主な取組み
4. **ファンダメンタル分析**
5. 他社戦略との比較
6. 仮説と考察
7. インタビュー

1. 売上高・総資産・利益項目

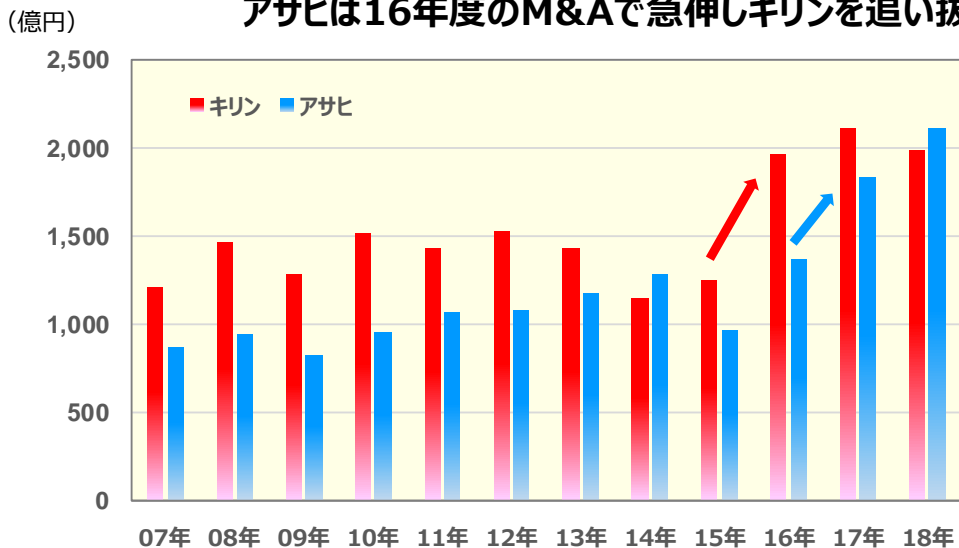
◆売上高：キリンは15年度ブラジル事業切離しで縮小
アサヒは16年度に欧州事業M&Aでキリン追い抜く



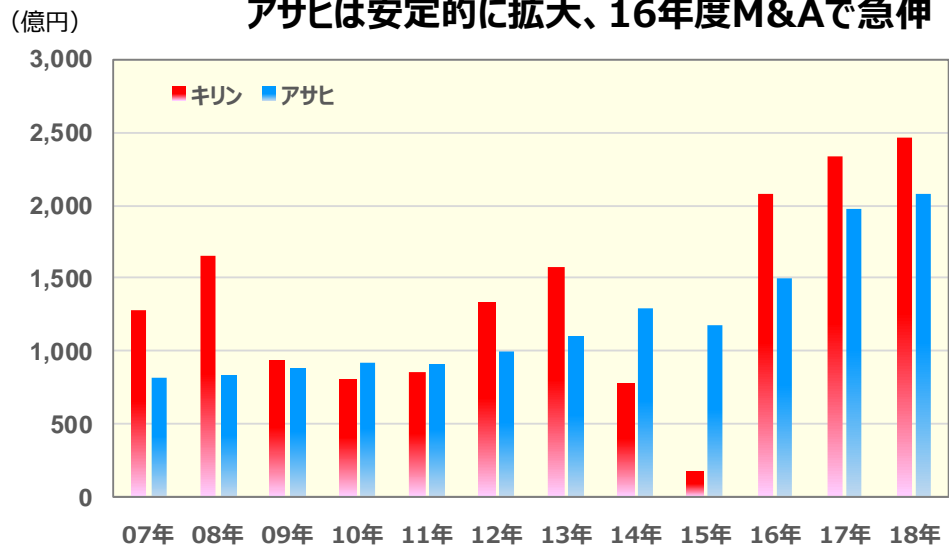
◆総資産：キリンは15年度5千億円のブラジル減損で縮小
アサヒは16年度にM&Aで急拡大し11年比2倍



◆営業利益：キリンは16年度以降販間費等削減で急回復
アサヒは16年度のM&Aで急伸しキリンを追い抜く

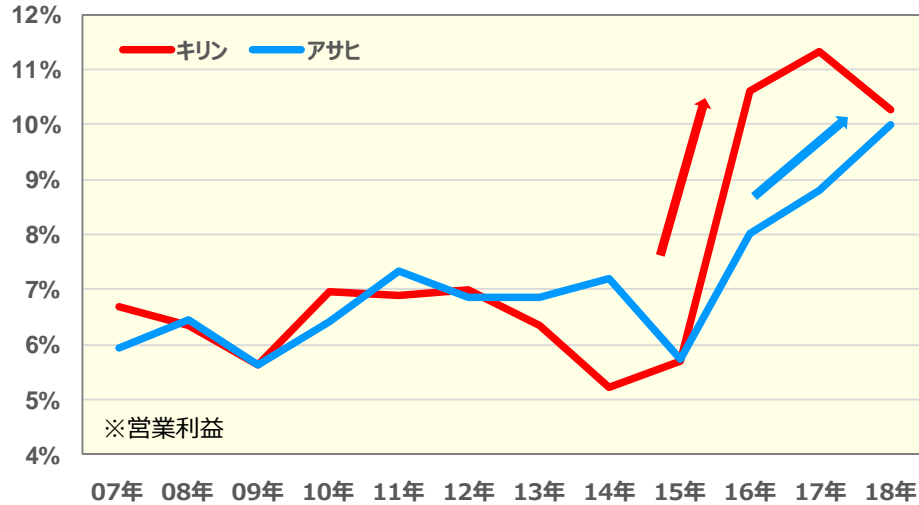


◆税前利益：キリンは事業再構築で不安定、15年多額減損
アサヒは安定的に拡大、16年度M&Aで急伸

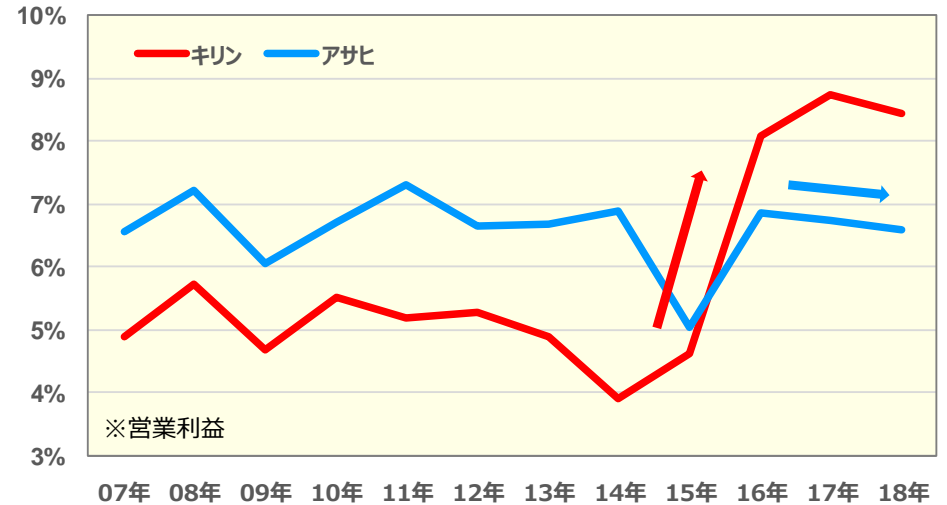


2. 各財務指標

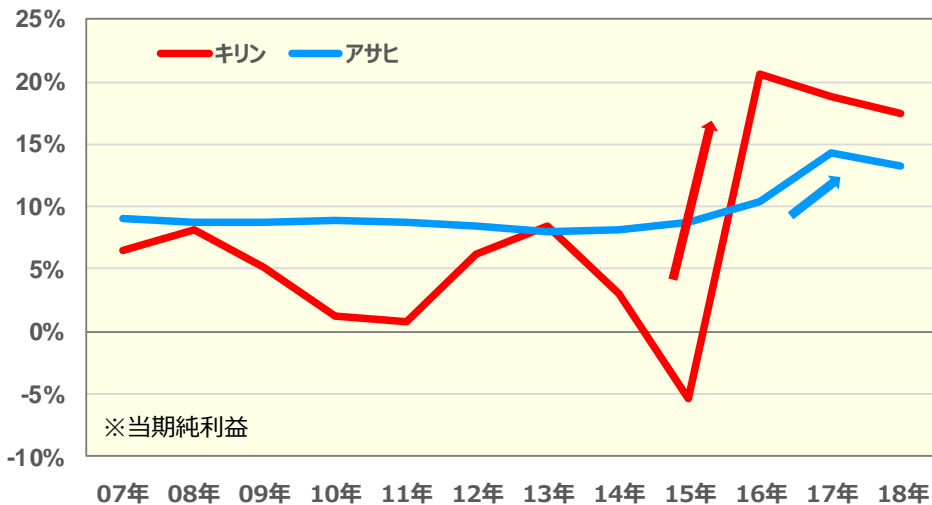
◆ ROS : キリンは16年度以降販間費削減等で急回復
アサヒは16年に欧州事業M&Aで急上昇



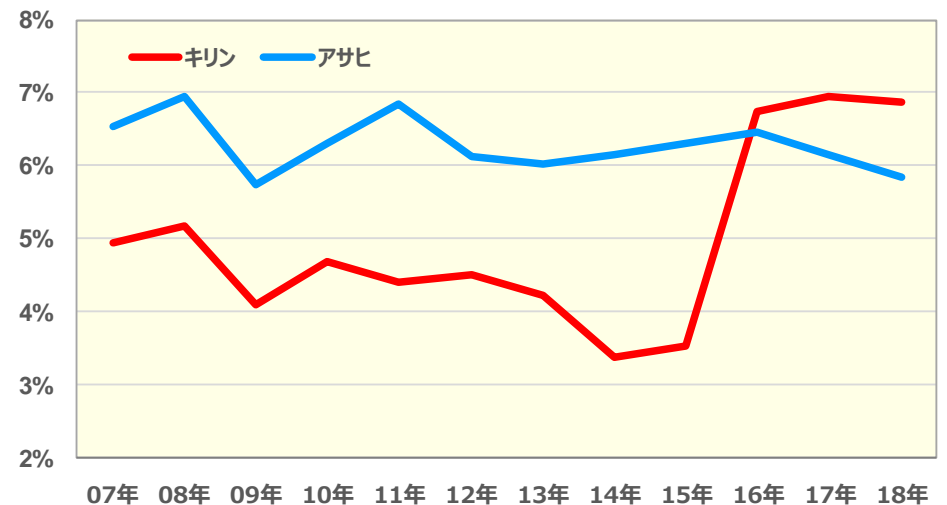
◆ ROA : キリンは15年度減損で資産縮小し上昇
アサヒは16年度M&Aの影響で資産拡大し下降傾向



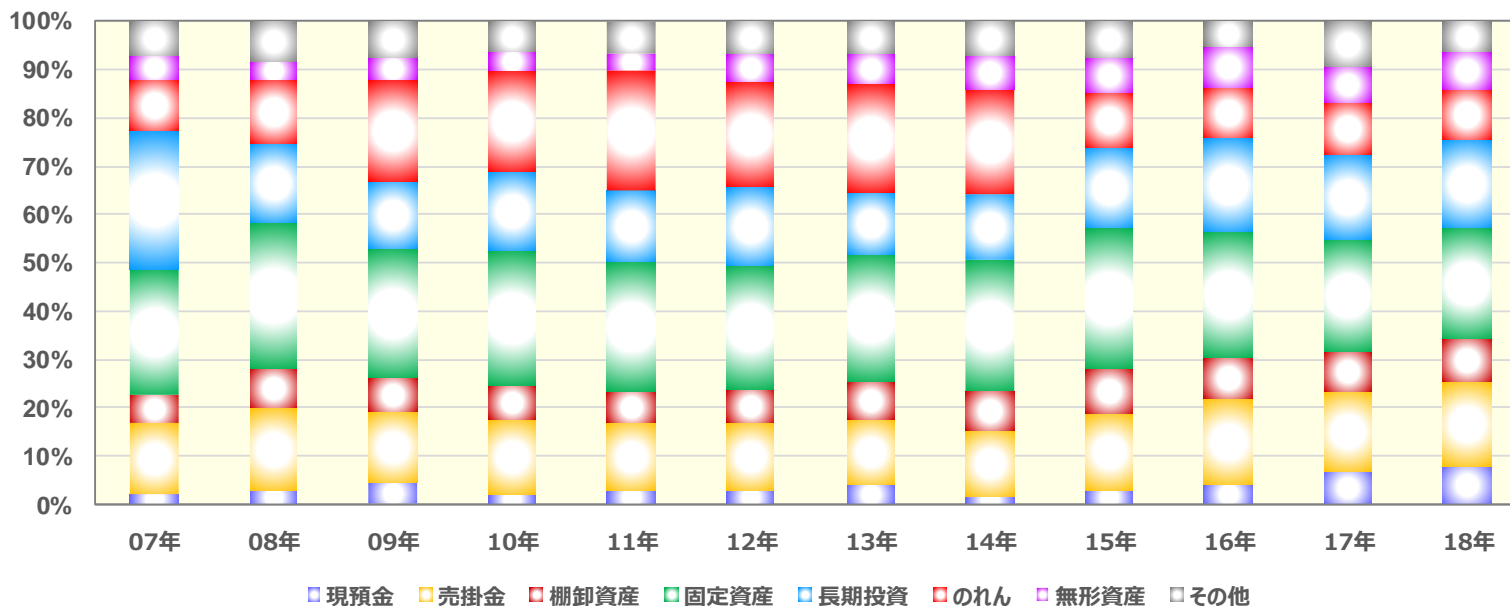
◆ ROE : キリンは15年度減損で悪化も業績回復で急伸
アサヒは安定的に推移し、M&A効果で17年度上昇



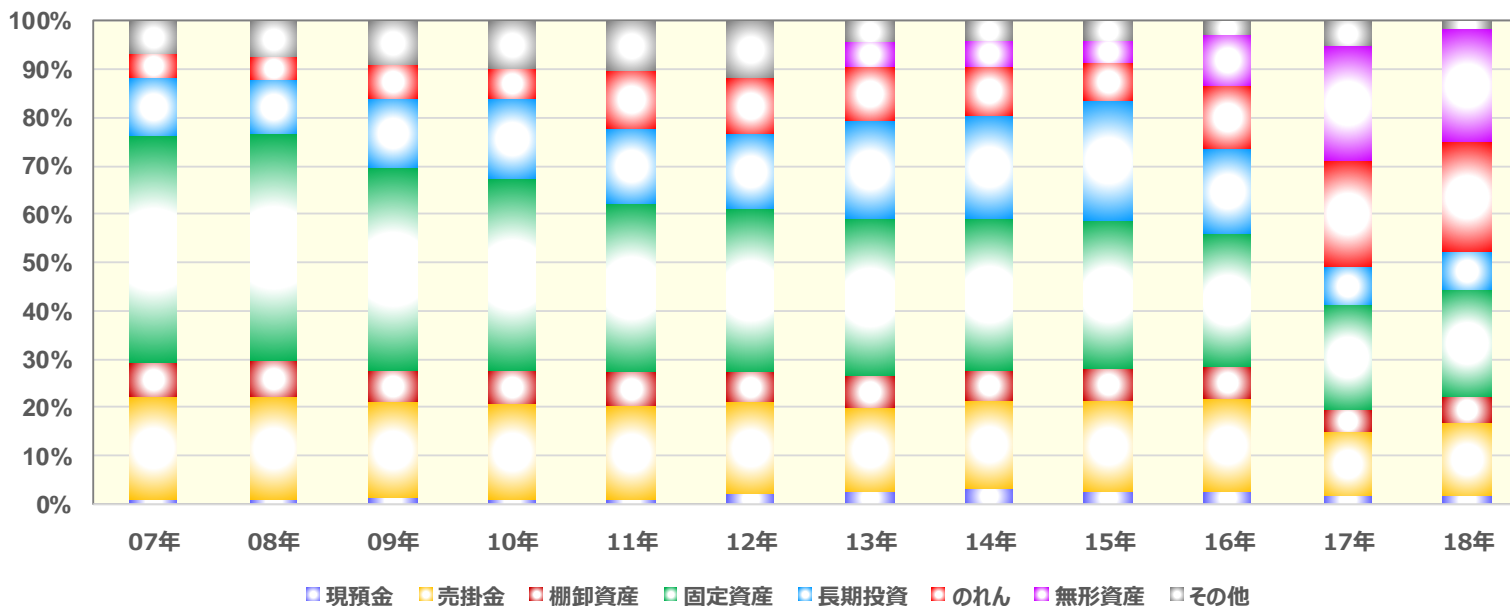
◆ ROIC : キリンは15年度まで悪化、業績回復で急上昇
アサヒは安定推移も、M&Aにより悪化傾向



3. 資産構成



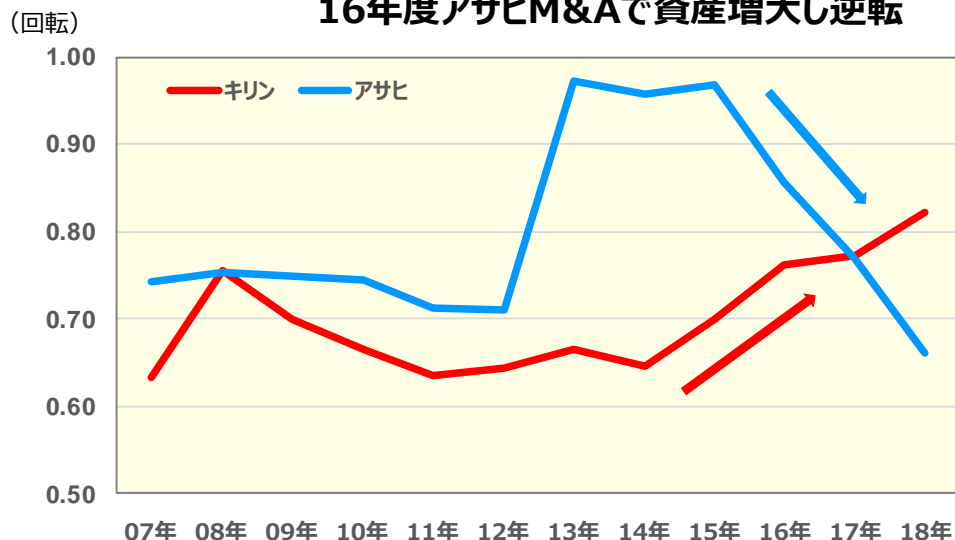
◆アサヒ
16年度の旧SABミラーの欧州事業買収でのれん・無形資産が急拡大。固定資産比率は継続的に減少しており、資産効率の向上に継続的に取り組んでいることをうかがわせる。



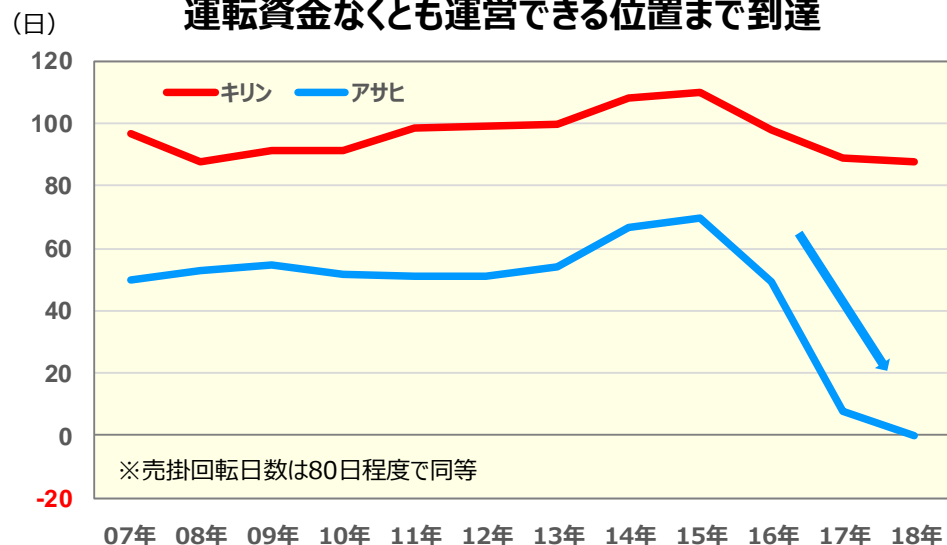
◆アサヒ
16年度の旧SABミラーの欧州事業買収でのれん・無形資産が急拡大。固定資産比率は継続的に減少しており、資産効率の向上に継続的に取り組んでいることをうかがわせる。

4. 効率性分析

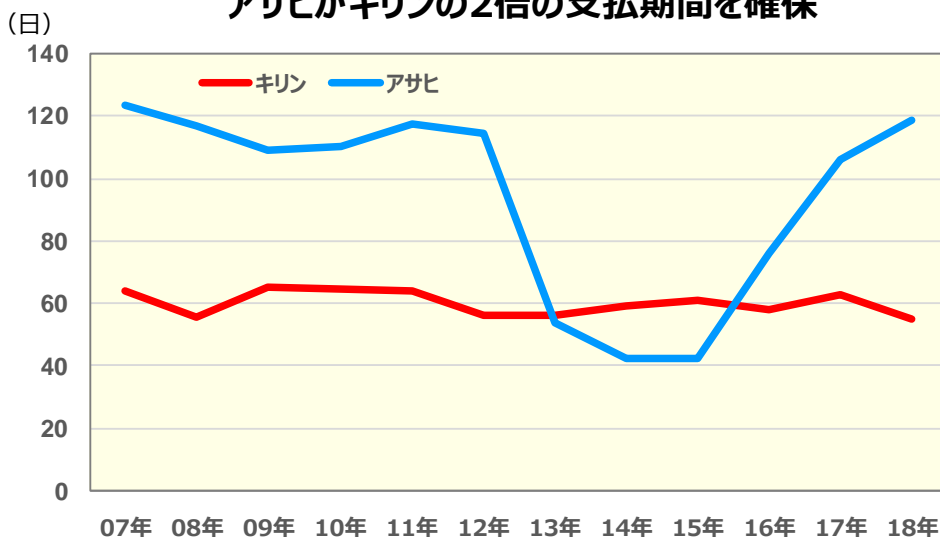
◆総資産回転率：定常的にアサヒがキリンを上回っていたが、16年度アサヒM&Aで資産増大し逆転



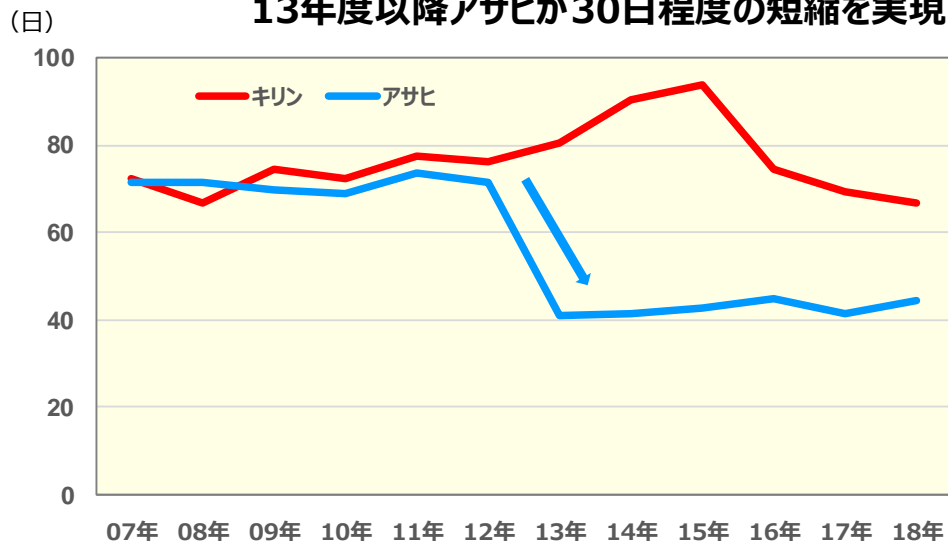
◆CCC：アサヒがキリンを圧倒、16年度以降は急速に短縮し、運転資金なくとも運営できる位置まで到達



◆仕入回転：13年度～15年度を除き、ほとんどの期間でアサヒがキリンの2倍の支払期間を確保

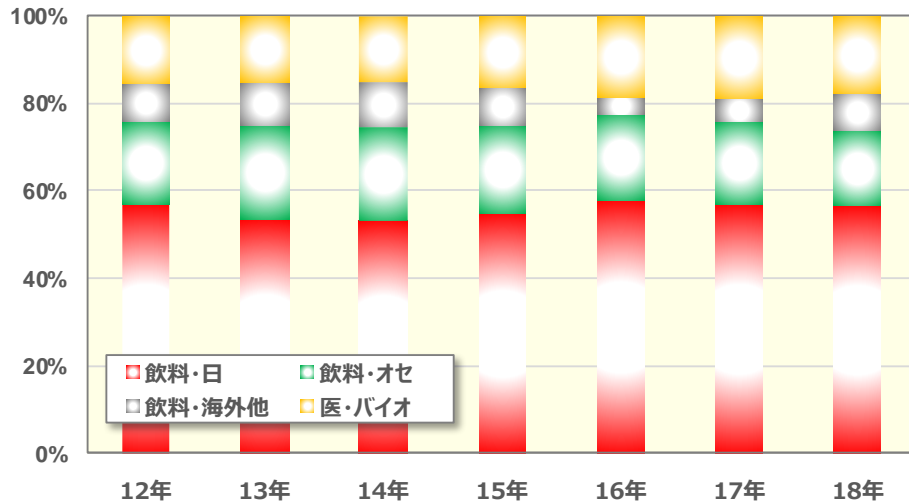


◆棚卸回転：12年度までは両社とも同等の日数だったが、13年度以降アサヒが30日程度の短縮を実現

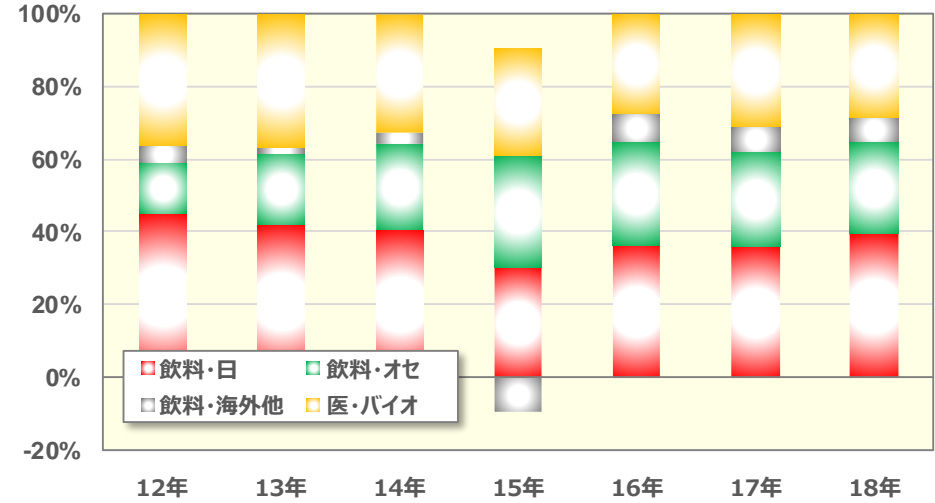


◆考察：売上高・営業利益とも規模は国内事業が最大、ROSは医薬バイオ事業が上位だが、オセアニア事業が接近している。
 医薬バイオ事業を除き、12→18年で各事業とも営業利益・ROSが改善していることは特筆できる。

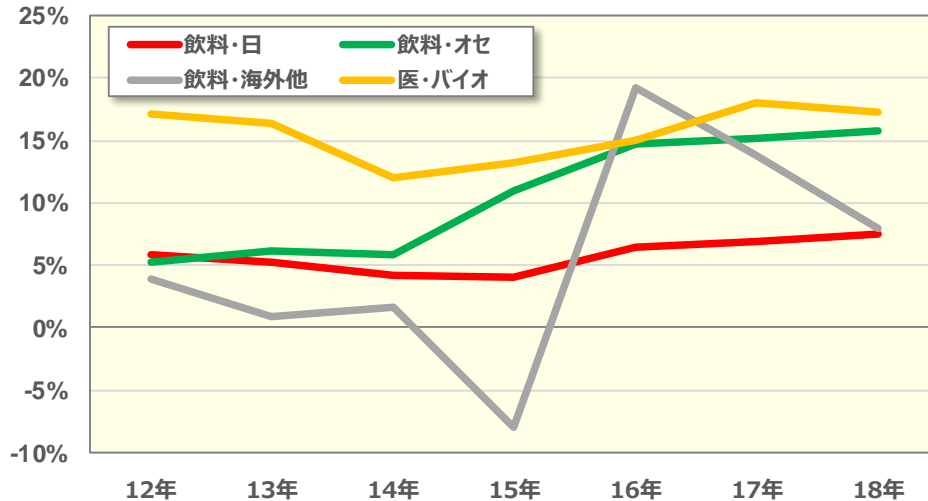
◆売上高



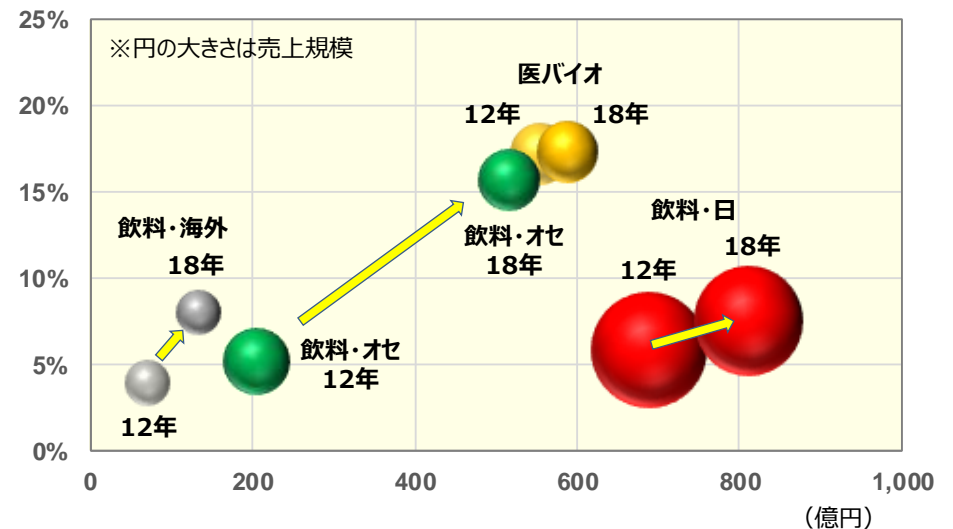
◆営業利益



◆ROS

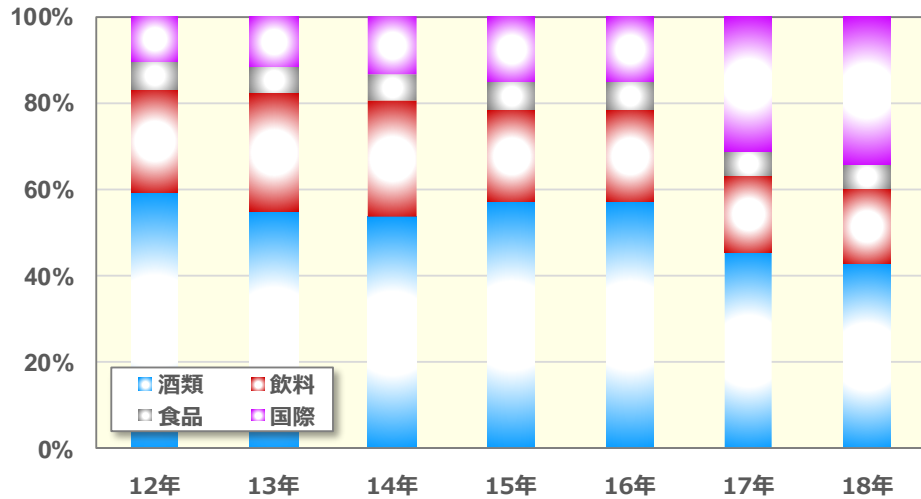


◆12→18年度推移

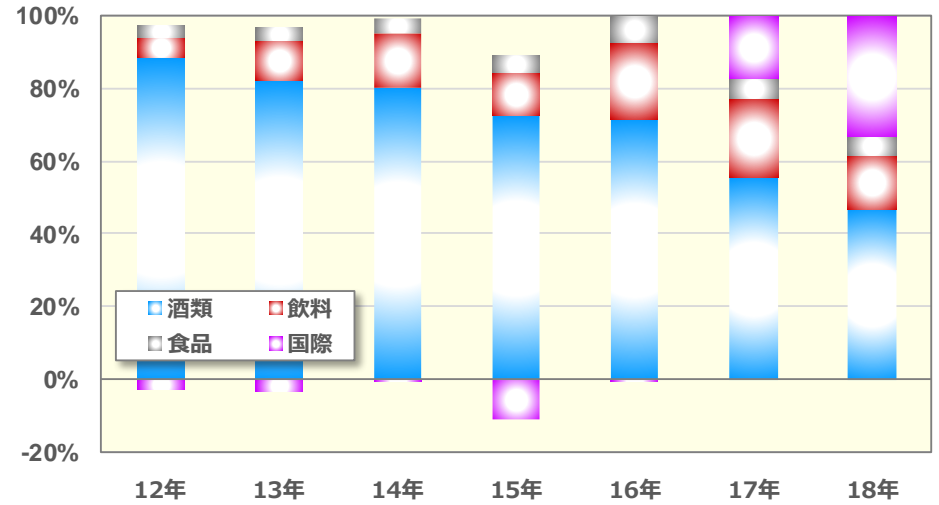


◆考察：16年度の欧州事業買収により、国際事業セグメントの売上高・営業利益の比率が急激に拡大しROSも大幅改善。
飲料・食品・国際の各セグは営業利益・ROSとも改善しているが、主力の国内酒類の利益減少が懸念材料。

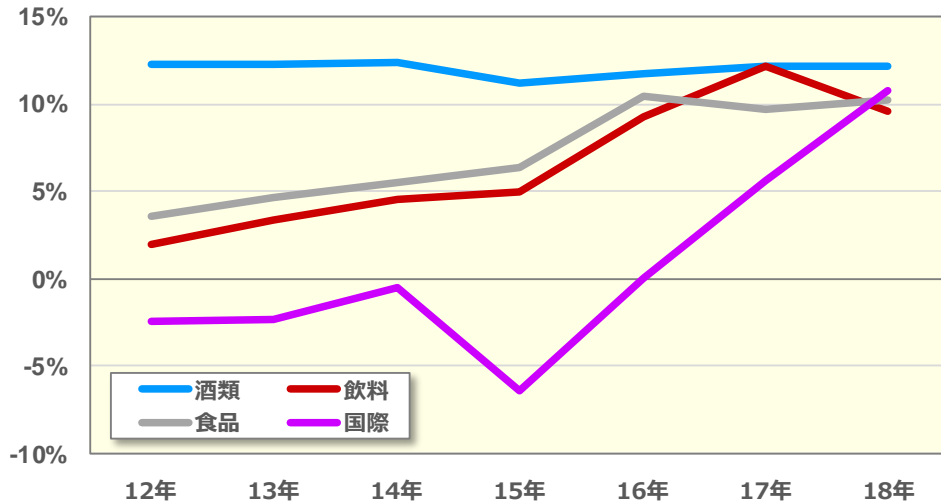
◆売上高



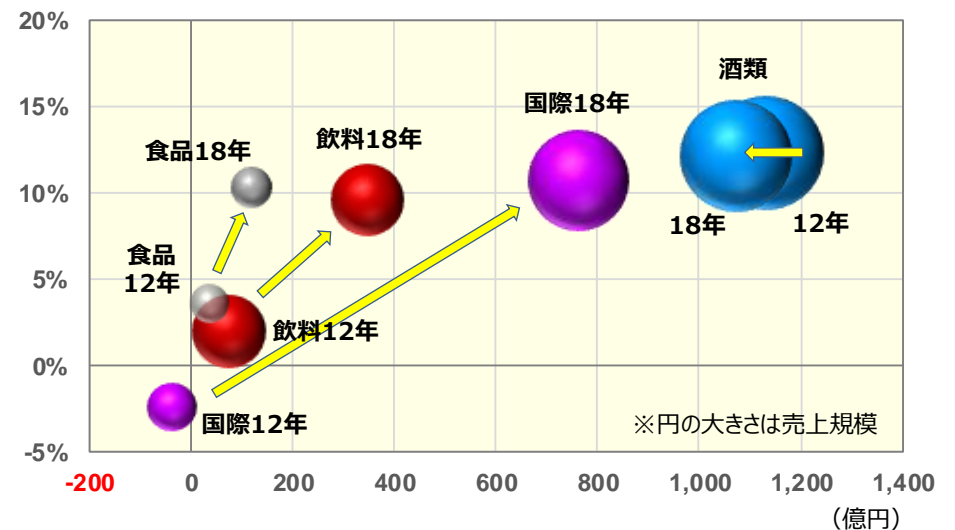
◆営業利益



◆ROS

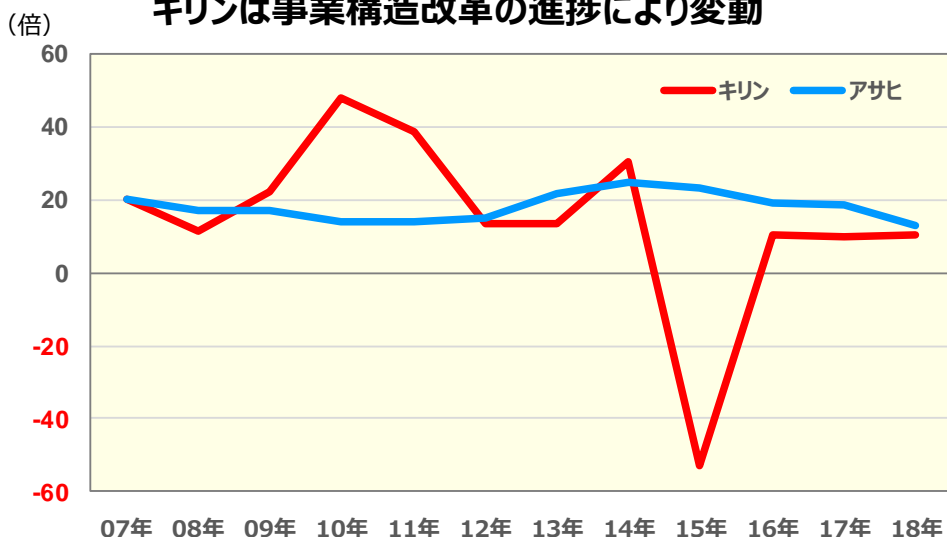


◆12→18年度推移

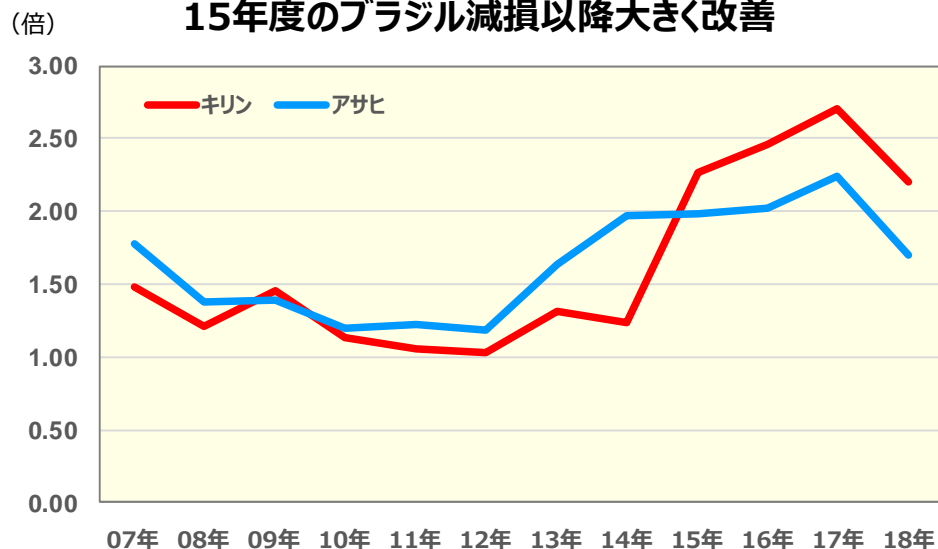


6. 株式関連項目

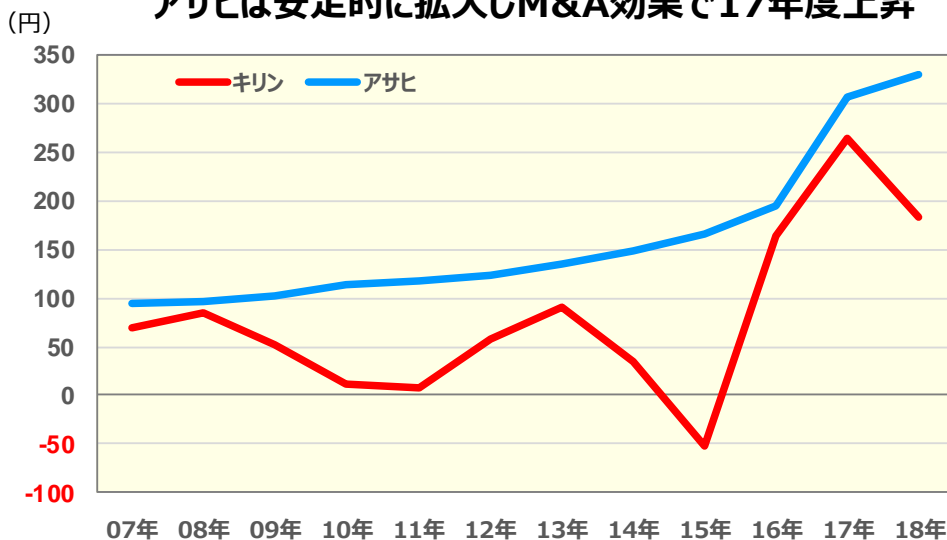
◆PER：アサヒは20前後で安定的に推移しているが、キリンは事業構造改革の進捗により変動



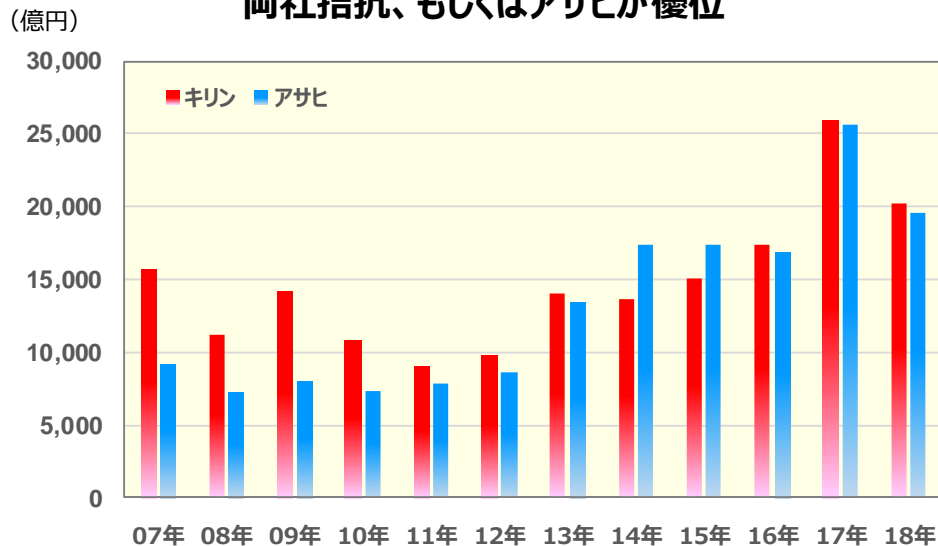
◆PBR：両社とも安定的に1倍を超えているが、キリンは15年度のブラジル減損以降大きく改善



◆EPS：キリンは事業再構築で不安定、15年多額減損アサヒは安定的に拡大しM&A効果で17年度上昇



◆時価総額：13年度まではキリンが優位だったが、以降は両社拮抗、もしくはアサヒが優位



- ◆ベンチマーク先として、財務データの揃っているアサヒHDを選定し、クロスセッション分析を実施
- ◆キリンの収益性はM&Aもしくはダイベストメントの実施により変動にするが、アサヒは安定的。ただし、近年は大型M&Aによりアサヒも積極的に成長機会を獲得している
- ◆キリンは15年度のブラジル事業減損による当期赤字をきっかけに合理化を実施し、着実に改善。18年度以降は「本麒麟」のヒットもあり、順調な回復を果たす
- ◆08年度の協和発酵キリン・豪ナショナルフーズの連結子会社化により酒類・飲料以外の分野に事業ポートフォリオを拡張
- ◆一方、アサヒは16年度に旧SABミラーの欧州事業を買収し積極的な海外展開を実施。飲料を中心としたポートフォリオは維持し、海外事業に成長機会を求めている
- ◆15年度のブラジル事業減損に伴いキリンのBSはスリム化、アサヒは16年度の欧州事業買収によりBSは大きく膨らんでいる
- ◆事業拡大に伴いアサヒの総資産回転率は大きく低下したが、営業関連の資金効率性はアサヒ優位
- ◆両社とも市場の評価はあるが、どちらかといえばアサヒの成長戦略に期待か

1. はじめに
2. コーポレートデータ
3. これまでの主な取組み
4. ファンダメンタル分析
5. 他社戦略との比較
6. 仮説と考察
7. インタビュー

富士フィルム

多角化に先立ち自社のコア技術を見極め。

進出分野選定ポイントは3つ：成長市場か？技術はあるか？競争力を持てるか？

化粧品、医薬品、再生医療は、既存技術との連続性あり。いきなり飛び地への多角化ではない。

化粧品については、通常は美などの感性価値を訴求するが、富士フィルムは徹底的に機能性を訴求し、市場に受け入れられた。

	既存技術	新規技術
新規市場	液晶用フィルム 携帯電話用プラスチックフィルム	重点事業分野選定の3つのポイント ・成長市場か ・技術はあるか ・競争力を持てるか
既存市場	写真フィルム インスタントカメラ レントゲンフィルム デジタルX線画像診断システム	レーザー内視鏡 医用画像情報ネットワークシステム

既存技術との連続性

医薬品
再生医療
化粧品

カラー画像制御のために開発・蓄積した薬品の化学構造は、抗がん剤や既存薬の構造に類似

写真フィルムの主原料コラーゲンは、細胞培養のための培地

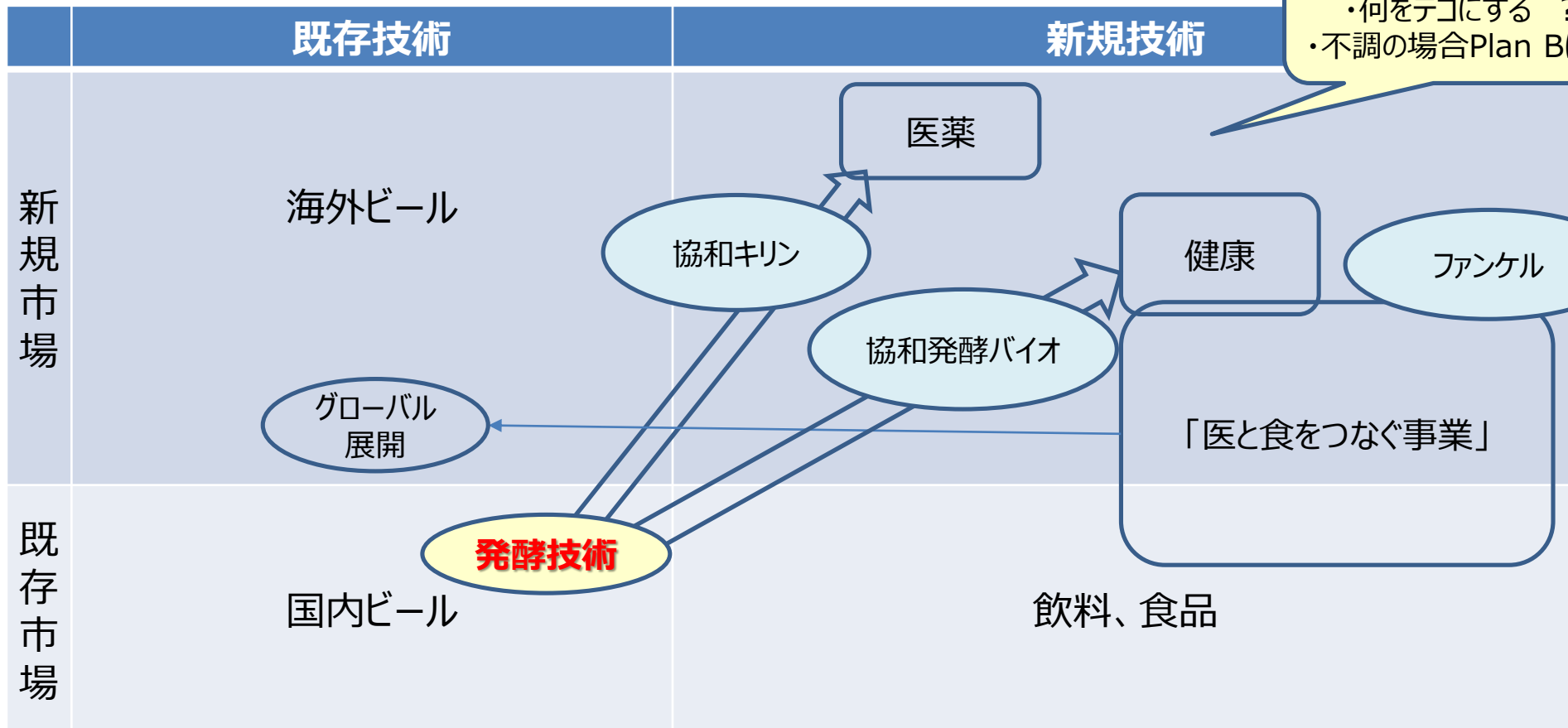
写真フィルムの主原料コラーゲンは肌弾力を維持。フィルムの劣化を防ぐ抗酸化技術はアンチエイジングに応用

感性価値ではなく、機能性を訴求し成功

キリン

医薬は発酵技術からスタートし、協和キリンに受け継がれたが、バイオ技術の強みはどの程度？
 技術的連続性があまり強くない？ M&Aを使っていきなり飛び地の印象が強いが。
 協和発酵バイオ完全子会社化により、協和キリンは医薬に特化、協和発酵バイオにより健康事業を加速させる
 各分野での勝算は？ 医薬は今後どうするのか？

- ・何故この分野？
- ・何をテコにする？
- ・不調の場合Plan Bは？

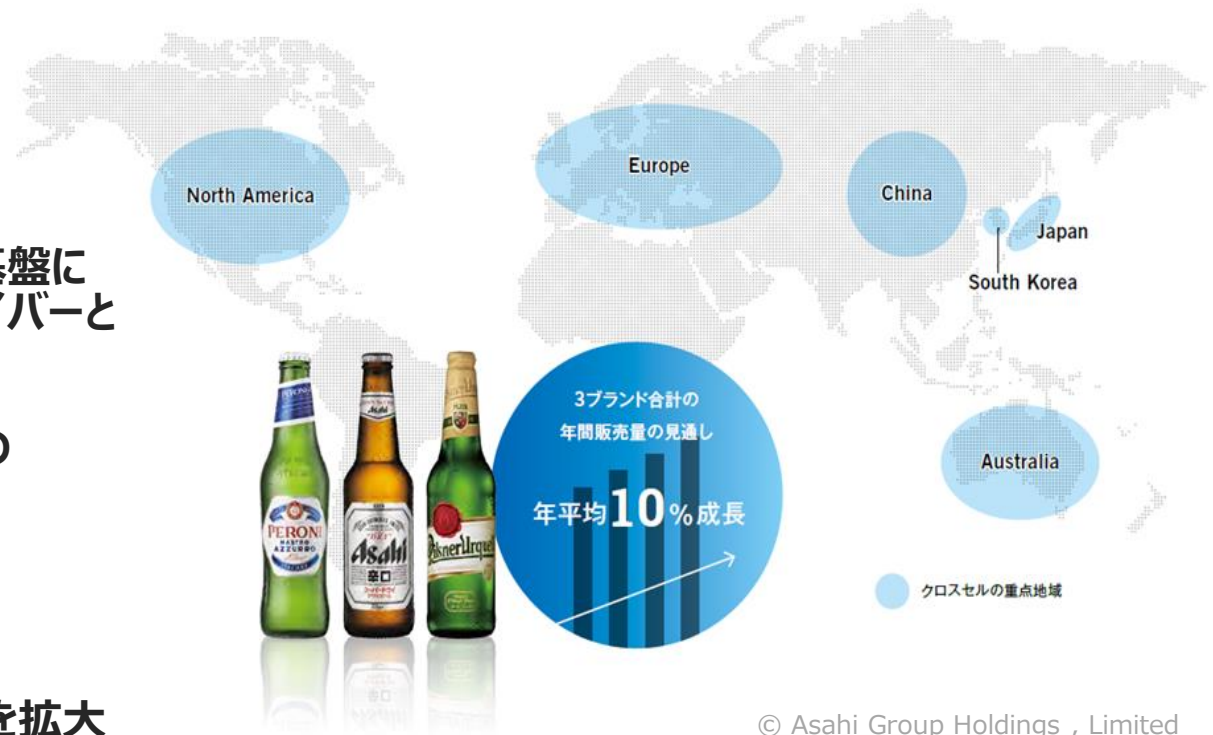


アサヒグループHD

キリンHDが、食から医の分野まで多角化を図る戦略に対して、アサヒグループHDは、「スーパードライ」をはじめとするグローバルブランドに経営資源を集中しグローバル化を加速する戦略

- 2016年以降、欧州での大型M&A、迅速な事業ポートフォリオの再構築
- 海外比率は売上収益で3割、事業利益で4割程度に
- 中核とするビール事業は、国内事業をキャッシュ創出の安定基盤に据えた上で、海外事業を成長ドライバーと位置づけ
- その成長を牽引するのが以下3つのグローバルブランド
 - ①アサヒスーパードライ
 - ②Peroni Nastro Azzurro
 - ③Pilsner Urquell
- 今後クロスセルを展開する国・地域を拡大していく方針

グローバルプレミアムブランドのクロスセル拡大



	キリン	アサヒ
商品・価格戦略	<ul style="list-style-type: none"> ◎健康分野を強化 ◎クラフトビールで先進国を中心に深堀り 	<ul style="list-style-type: none"> ◎高価格帯路線、グローバル化を明確化 ◎主力4ブランドで新興国を含め世界展開
最近のM&A	<ul style="list-style-type: none"> ◎英フォービュア (2018年) ◎英マジックロック (2018年) ◎ファンケルと資本・業務提携 (2019年) ◎米ニュー・ハルジャン・ブルーイング (~20年3月末) 	<ul style="list-style-type: none"> ◎ベルギーのアンハザー・ブッシュ・インバハの欧州事業 (ベローニ、ピルスナーウルケル等) (16~17年) ◎英ワー・ミス&ターナーの高級ビール事業 (19年)
直近トピックス	◎米ニュー・ハルジャン・ブルーイング買収に関し、米国の人権団体が反対声明 (15年に買収したミャンマービールが軍部との結びつきが強いいため等と説明)	◎豪カートン&リテットブリワリーズを1兆2千御公園で買収すると19年7月に発表も、豪独禁当局が懸念



1. はじめに
2. コーポレートデータ
3. これまでの主な取組み
4. ファンダメンタル分析
5. 他社戦略との比較
- 6. 仮説と考察**
7. インタビュー

1. 事業領域の選択

同社は、創業以来の事業基盤である「酒類・飲料事業」に加えて、「医薬」および「健康」の分野へ展開しており、いわゆる「多角化による成長と価値創造」を掲げている。他方、競合先のアサヒビールは、ビール事業への経営資源投入と、同事業でのグローバル化を進めている。

（質問） なぜ「医薬」と「健康」の領域なのか？ 経営理念に基づく選択か？

同様の領域に展開している海外の会社でベンチマークとして意識している先は？

1 – (1) 医薬分野における成長戦略

同社は、ビール事業で培った発酵・バイオの技術が強みに、M&A（協和キリン）も活用しながら、医薬事業を「中長期の成長ドライバー」と位置付けている。他方、大手製薬会社は、グローバルなM&A等によりスケールメリットを競っている状況。

（質問） 医薬分野における競合他社と比べた競争優位は何か？

ビール事業と絡めた価値創造ストーリーは？

1 – (2) 健康分野への展開

同社は、本年8月にファンケル社と資本提携した。（ファンケル側からの提案とのこと）

（質問） ビール事業とのシナジーは何か？（技術交流？ ブランド統一？ 販路活用？）

PMIの方針は？（相手先の経営や事業に関与していくのか？）

2. ビール事業の再生と成長

同社は、前中計期間（2016-2018）に、国内においてはマーケティング戦略の改革、海外においては不採算事業（ブラジル）の売却など、いわゆる「再生」を進めた。新たな長期経営構想においては、ブランドを強くしながら収益力を強化していくことを掲げている。

（質問） ビール事業のグローバル展開に対する今後のスタンスは？

ビール事業における「お客様にとっての価値」をどのように捉えているか？

2 – (1) 社会構造の変化

ビール事業は、各種の規制等により、これまで一定の参入障壁が存在していた業界であるが、更なる規制緩和により、同社の商品／販売戦略が大きく影響を受ける可能性がある。

（質問） インターネット販売の拡がりに対する対応は？

酒税法改正（発泡酒の税率一本化、安売り規制、等）に対するスタンスは？

2 – (2) CSR/ESGへの取組み

同社は、「酒類メーカーとしての責任」を前提に、CSVコミットメントを掲げている。

（質問） いわゆる「ESG観点によるダイベストメント」に対するスタンスは？

適正な飲酒啓発（交通事故、健康被害の防止）に対する取組みは？

1. はじめに
2. コーポレートデータ
3. これまでの主な取組み
4. ファンダメンタル分析
5. 他社戦略との比較
6. 仮説と考察
7. インタビュー

- ◆日時：2019年12月25日（水）14：00～15：40
- ◆場所：キリンホールディングス本社会議室
- ◆先方：吉村常務執行役員（キリンホールディングス）
 - ・88年入社 醸造部門出身。米国留学（MIT）、米国駐在（LA）経験あり。
 - ・07年 ホールディングス化、M&Aや戦略策定を担当
 - ・19年 長期経営構想、中期経営計画を発表
 - ・現常務執行役員経営企画部長
- ◆当方：Aチーム：椎名（セイア）・藤本（メディセオ）・上島（UCC HD）
Bチーム：宮地（7&i）・原田（東京海上）・竹中（三井化学）・長谷川（JR西）
アドバイザー：朱先生
- ◆概要：A・Bチームの質問事項を統合した質問票を先方へ事前送付し、当日はそれを基にこれまでの事業戦略の背景や、将来像についてご回答いただいた

1. 事業領域の選択

(質問) なぜ「医薬」と「健康」の領域なのか？ 経営理念に基づく選択か？

同様の領域に展開している海外の会社でベンチマークとして意識している先は？

(回答)

◆事業のポジショニング、ベンチマーク企業

- あくまで酒類・飲料と医薬の二事業が両輪。一方で、酒飲料は、沈む一方になり、**医と食をつなぐ事業を太らせる必要**がある。
- ビール事業も、イギリスのクラフトビールやビバレッジなど、3000億円の枠を設定して投資していく予定。
- 食と医はグローバルな展開になっている。大塚製薬は医から、ネスレは食から、キリンは酒から始まっている。**ベンチマーク企業はネスレ**。

1 - (1) 医薬分野における成長戦略

(質問) 医薬分野における競合他社と比した競争優位は何か？

ビール事業と絡めた価値創造ストーリーは？

(回答)

◆医薬

- なぜ医薬かということでは**発酵（バイオ）からきている**。80年代からの歴史があり、エンジニアリングやパッケージングの**技術を活用できる**。
- 協和キリンについては、**医薬事業の飛躍的な成長を目指す**。
- OTC医薬品はやらない。いわゆる「**レア・ディーズ**」向け（High Unmet Medical Needs）がメイン。腎（じん）、癌（がん）、免疫と、パイプラインでみている。
- 親子上場の問題は、経営課題の一つ**と認識。しかし、現在、協和キリンの株価が高いことも事実。ただし、独立性については、社外取締役への関与はなく、少数株主へのプレッシャーなどなく保っている。

1 - (2) 健康分野への展開

(質問) ビール事業とのシナジーは何か？ (技術交流？ ブランド統一？ 販路活用？)
PMIの方針は？ (相手先の経営や事業に関与していくのか？)

(回答)

◆ファンケル

- 顧客へのアクセス、タッチポイントとしてみている。インサイトから商品を開発
- スキンケアは、女性と若年層と、**キリンの従来のお客様と補完関係**にある。コールセンターも充実している。
- 池森さんは、ネスレ、ロレアル、サントリーにも話を持っていったと聞いているが、**当社を選んでいただいたのは医薬を持っていたから**。
- 飲料の出口としても、シナジーがあると考えている。
- 協和発酵バイオで開発したアミノ酸、従来はBtoBだが、サプリメントをファンケルで売ることもできる。組み合わせがあれば、強い方に合わせればよい。**ブランドには拘らない**。(ファンケルブランドで行けると思っている)
- Corporate culture、ベンチャースピリットは尊重したい。(キリン色に染めることはしない)
- 同社は、以前から「買いたい会社」のリストに載っていた会社の一つだったが、創業家が株を持っていたので、なかなか出てこなかった。
- 今回、池森さんが創業家の株を一手に受けてから、売却してくれた。池本氏は、ファウンダーとして残るが、経営にはタッチしない前提。
- 数字 (KPI) は、コミット**してもらっている。

2. ビール事業の再生と成長

(質問) ビール事業のグローバル展開に対する今後のスタンスは？

ビール事業における「お客様にとっての価値」をどのように捉えているか？

(回答)

▶ビール事業の戦略の方向性

- インベブやハイネケンは、既に地理的ポートフォリオができています。
- アサヒは、独禁法上の縛りで落ちてきなものを拾って買ったものが多い。
- 豪州は2社体制で、価格転嫁が可能なマーケット。ライオンは、乳飲料事業は売却する。競争力がなく**D.D.が足りなかった**と言える。他方、酒類については、やめるつもりはない。利益率（34%）も高い。
- 海外はアジア・オセアニアが中心。クラフトビールは米国もある。
- 世界のマーケットで、新たに**今後ビールが売れると思われるところはない。アルコール離れ**も進んでいる。

2 – (1) 社会構造の変化

(質問) インターネット販売の拡がりに対する対応は？

酒税法改正（発泡酒の税率一本化、安売り規制、等）に対するスタンスは？

(回答)

▶規制等への対応

- WHOの規制**のもと、JTも苦しい状況。**次のターゲットはアルコール**と覚悟している。ヨーロッパでは、スーパーなどの売場の4割がアルコールフリーの商品。
- ビールは価格コンシャスな商品。酒税一本化では、顧客は結果として安いものに行くのではないかと。いろいろな商品が淘汰されていけど、「本麒麟」は「少し安め」の商品として生き残るかもしれない。
- コストダウンをやって、利益率の高い商品を作る**。トップマルシェのようなプラットフォームを構築することが重要。クラフトビールは、アメリカのように強いブランドが大切。ブルックリンといったクラフトビールもそう。

2 – (2) CSR/ESGへの取組み

(質問) いわゆる「ESG観点によるダイベストメント」に対するスタンスは？

適正な飲酒啓発（交通事故、健康被害の防止）に対する取組みは？

(回答)

◆CSV・ESGの取組み

- **CSV**は、2013年に磯崎CEOがマイケルポーター氏から影響を受けて始まった。社会課題を解決しながら利益を上げる。**長期経営計画の目玉**である。従来のCSRでも、ボランティアでもない。
- CSVでは、4つのコミットメントを示している。SGDsでは、4つ目（酒類メーカーとしての責任）は入っていない。
- 飲酒については、価格が高くなっても、飲む人は残る。「ゼロサムドリンク」の状況。飲酒運転はダメだが、適正飲酒を進める。
- 今回、新たな定量目標としてROICを採用した。また、**CSV**、SDGs、ESGをあげている。
- ESGに関しては、環境関連（ペットボトルの問題など）も課題だが、ミャンマーのロヒンギャも課題。ニューベルジャンでは、人権団体がVote Noキャンペーンを実施した。人権や贈収賄など、懸念する問題はあるが、ダイベストメントまでするかどうか。
- なぜ、（ビールや飲料にフォーカスしている）アサヒやサントリーと異なる戦略（多角化）を進めているか。**ビールの将来性を楽観視していない**。人口減少に加えて、「酒を飲まない」傾向、新ジャンルへのシフトなどが進んでいる。この傾向は特に日本で顕著であるが、オーストラリアでもアジア系の移民の増加とともに「酒を飲まない」傾向が進んでいる。

3. その他経営全般（1）

▶ 経営戦略全般

◆ 経営全般

- 15年に磯崎CEOが就任、当年度は**ボトムで初めて最終赤字**を出したが、そこから上向きになっている。**16年策定の中計では**、ROE、EPS、利益ともすべての項目について**計画を初めてクリア**した。
- これまでは、ROEと事業利益を定量目標とし公表していたが、この**3か年の中計では公表をやめた**。戦略がブレる可能性がある。3～5年タームの計画では、競合相手も事業利益目標の金額は公表していない。決して軽視しているわけではない。
- 執行サイドの役員は、各グループ会社の経営状況について、**月に1回のグループ社長会にてモニタリング**している。取締役会への報告は四半期に1度。社外取締役に対しては、主要子会社の社長が自ら2Qから3Qにかけての経営状況について、8～9月ごろに個別にプレゼンする場を設け、モニタリングを行っている。
- 大きく取り組んだこととして、①**麒麟ビールの再生（収益力の強化）**、②**低収益事業の整理**がある。②については、ブラジル事業を整理した、ライオンは飲料事業の売却方針を出し、実際に19年11月に売却、ビバレッジもコカ・コーラに本当に売ろうと思っていた（実際の交渉は決裂）。
- **ブラジル事業を売却し本気感**が出た。一方、**ビバレッジは社員の反骨心**が出て、ワンデイコーヒーのヒットなど業績は改善した。
- 麒麟ビールは、山形氏がマーケティングの部長になり、手法は「**絞りの効いたマーケティング**」といい、営業も生産の部門にも分かりやすく伝わった。CMでもシンプルに「美味しい」「うまい」を伝え、商品も「一番搾り」「本麒麟」など絞っており、マーケティングのROAが伸びている。

3. その他経営全般（2）

◆M&A戦略

- 2005年に策定された長期経営計画では、売上高3兆円、海外比率30%を目標としていた。今、アサヒが言っていることと同様で、同業の性とも言える。
- 当時は、総合飲料企業を目指すとし、例えば営業を一本化するなどコストシナジーを目論んでいた。
- 医薬については、1, 2年スパンの事業ではなく、臨床をやっている期間も長く、外から見ると飲料系のことが目立っていたが、**長期間取り組んでおり**、研究開発費もかけている。最近になって新商品も出てきている。今年と来年に大型の新薬の発売を三つ予定している。2000年代に投資したものが、今、実を結んでいる。
- 「SMAPS」**という観点を入れて、検討している。
Strong、Management Capacity、Access to Market、Profitability、Sustainability
- M&A等の提携戦略担当を置いている。M&A候補先のリストを準備している。
- ブラジル事業は**、日本から遠すぎた。**グリップが緩んだ**。ライオンも2,000億投資したが、EBITDAで半分回収。
- クラフトビールは売手市場。廃業するか、大手に買われるかの選択。

▶財務

- 98年までは無借金経営。ライオンを買収した頃から、借り入れが多くなったが、13~14年にノンコア事業の整理を行って、ブラジル事業を売却し、借り入れが減った。
- D/Eレシオは0.41、まだ借金をしてもよいと考えている。3~4を超える勇氣はないが、1未満であればOKだと思う。
- 6,500~7,000億は、営業キャッシュ・フローを出している。
- EPSの40%を配当しており、頑張っているつもり。持ち合い株の解消も進めている。自社株買いもやっており、組み合わせでやっている。
- グループ会社とは、KPIは連結事業利益でにぎっている。普段はROAで管理している。ROICは投資の時しか、使っていない。

- ◆ アルコール事業の将来性への強い危機感
 - ・ WHOの勧告は、タバコの次はアルコール
 - ・ 少子高齢化による飲酒人口の減少
 - ・ そもそもアルコールを嗜まない世代の増加（国内外とも）

- ◆ 飲料事業の海外展開の失敗からの学び
 - ・ 海外市場への展開は早い段階から開始
 - ・ ブラジル事業はグリップを効かせることができず撤退
 - ・ 豪州事業は乳飲料からは撤退も、アルコール飲料は堅調で収益貢献
 - ・ ビール事業の世界再編は既に終了と認識
 - ・ クラフトビール等のニッチ分野はM&A継続

- ◆ 医・健康分野への展開
 - ・ 医療分野への展開は「発酵技術」がベース（飛び地ではない）
 - ・ ファンケルとは顧客の補完関係、ブランドへの拘りなし

- ◆ CSV
 - ・ アルコールを提供するメーカーとしての社会的責任

1. セッション振り返り
2. ワークショップでの分析
- 3. 自社に持ち帰りたい点**

◆ CFOとは（自分に対し）

- ✓ 社会的価値視点で、自社の価値創造ビジネスモデルを理解し関与すべき
- ✓ **会社独自の視点の指標**を定め、それを分かりやすく社内・社外に伝えるべき
（→ 当社もEVAをベースとした指標を使用していたが、定着しなかった）
- ✓ 難しいことを分かりやすく、自分の言葉、自分のストーリーで話をするのが大事
- ✓ 資本コストの認識
- ✓ **非財務資本**（ESG）の理解促進が必要
- ✓ CEO同様に、強い**リーダーシップ**が必要、リーダーとしての誠実性・使命感が重要

◆ M&A

○ 当社：非運輸部門拡大に向け、これから本格展開が急務

- ✓ M&Aは目的でなく、**経営戦略実現のための手段**
- ✓ シナジー実現は、買収側経営陣の力量次第
- ✓ シナジーは、**コストシナジーを基本**にトップラインシナジーは買収価格に考慮すべきでない
- ✓ PMIは、本社**経営トップのリーダーシップ**が重要。「任せきり」にしない「過剰介入」でもない**ライトバランス**が必要
- ✓ ファイナンスは、増資以外の資本手当を積極的活用
- ✓ 待ちではなく、買収候補をリストアップして、常時見直しが必要
- ✓ 交渉にあたっては、BATNAを懐に入れておくこと

◆ 投資家との対話・エンゲージメント

○ 当社：型通りの決算発表、IR活動に留まっている印象

- ✓ 企業価値の向上に向け、対話・エンゲージメントが重要
- ✓ 一方的ではなく、**双方向**の対話が必要
- ✓ 夢、価値観を共有（リスク、不確実性、資本コスト）
- ✓ あくまで企業と投資家の共同作業
- ✓ **非財務情報が重要**、丁寧に伝える
- ✓ 投資家は、事業ポートフォリオ戦略に関する**ビジネスモデル**が確立していることを期待

◆ ESG/SDGs

○ 当社：ESGでは「S」中心の取組が中心、定性的な説明に留まっている

- ✓ ESGの対応が、実際に**企業利益に直結**するようになっている。
- ✓ 環境や社会に配慮しないと、経済活動の基盤が失われかねない。
- ✓ ESG評価の高い企業ほどPBRが高い。
- ✓ 投資家に定量的に効果を説明できる。
- ✓ 「共創対話型資本主義」に向けて、SDGsはインパクトをもたらす。

◆ キリンホールディングス（以下、キリン）と当社の共通点

- ✓ 酒類（飲料・食）と運輸（鉄道）と事業分野は大きく異なるが、主に**BtoC**のビジネスを行っており、日本というマーケットだけでは人口減少という**主要顧客の減少**は避けられない。
- ✓ キリンは、持続的な成長を実現するため、海外に成長を求めた。また近年では、酒類・飲料事業以外にも、医薬事業を中期的な成長ドライバーに、医と食をつなぐ事業を新たな成長の柱とした。
- ✓ 当社も、人口減少を補うべくインバウンド顧客の獲得や海外事業への進出、非鉄道事業の分野を新たな柱とすべく、持続的な成長を目指すべく戦略構築を図っているところである。

◆ キリンから学ぶべきこと

- ✓ ブラジル事業については、
 - ・買収価格が想定以上に膨らんだこと
 - ・1位との差が大きくマーケットの認識不足
 - ・**現地に任せっきり**になって、グリップが効かせられなかった
 - ・ブラジル経済の低迷というような原因から、2000億円以上の損失を出し、買収から6年で撤退した。
- ✓ 2006年に策定された長期経営計画では、売上高3兆円、海外比率約30%を目標にあげた。売上高重視、大型M&Aありきの成長戦略になってしまい、**M&A自体が目的化**してしまった。

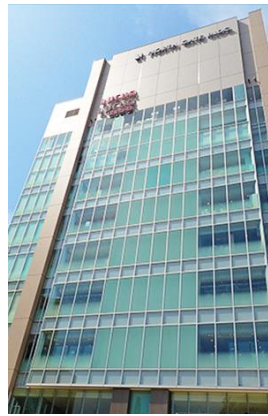
◆ キリンから学ぶべきこと

- ✓ 本業である酒類・飲料以外では、医薬も含めた二事業が両輪。健康分野は、医と食をつなぐ事業として、将来の成長を伺う位置づけ。
- ✓ 医療分野は「発酵技術」がベースで飛び地ではない、健康分野は顧客の補完関係があり、実店舗もあり飲料の出口にもなる。
- ✓ M&Aについては、ブラジル事業の反省を踏まえ、「**SMAPS**」という観点を入れ、**常に候補先のリストを準備**。ファンケルもそのリストにあった会社の一つ。
- ✓ 今後、非鉄道分野の拡大に向け、事業ポートフォリオ戦略を構築していく中で、**既存事業とのシナジーを考えながら、M&Aを着実に準備を進めたうえで実行したい**。
- ✓ キリンは株主提案を受けるなど、一部株主から**多角化戦略**について疑問視されているが、自社の戦略について丁寧に**株主との対話**を進めることも重要である。

【当社グループの事業】



鉄道



SC



ホテル



住まい



物販飲食



暮らし

◆ 全体振り返り

- ・通常セッション、ワークショップを通じて、次世代CFOとしての知識・スキルはもちろん、経営者として持続的に企業価値を向上させるための体系的な理念を学ぶことができた。
- ・当社は、国鉄から移行後30年を経過し、鉄道事業を核とした事業運営から大きく脱皮する時期にあったが、コロナ禍も踏まえ、それらを大きく加速する必要がある。

◆ 深く感謝

- ・昨年夏から、コロナ禍もあり長丁場のプログラムになりましたが、伊藤先生、加賀谷先生はじめ、講師の先生方及び事務局のスタッフの皆さまには、大変ご尽力いただき、心より感謝申し上げます。
- ・最先端の企業経営や法律・金融の知識・スキルの取得、セッションでの講師や受講生との濃密なディスカッション、ワークショップでの具体的な企業研究と対話など、非常に多くの示唆をいただき、充実したプログラムを学ぶことができた。
- ・コロナ禍で当社も非常に厳しい経営環境にあるが、今回の受講内容を大いに生かし、この難局を乗り越えていきたい。