



HFLP B

(HITOTSUBASHI FINANCIAL LEADERSHIP PROGRAM B)

～研修で学んだこと～

株式会社メディセオ

経理部 藤本 剛

アジェンダ

- ①通常のセッションにおける振り返り、学んだ点、気づき
- ②ワークショップにおける分析・気づき
- ③自社に持ち帰りたいこと

【習得体系図】

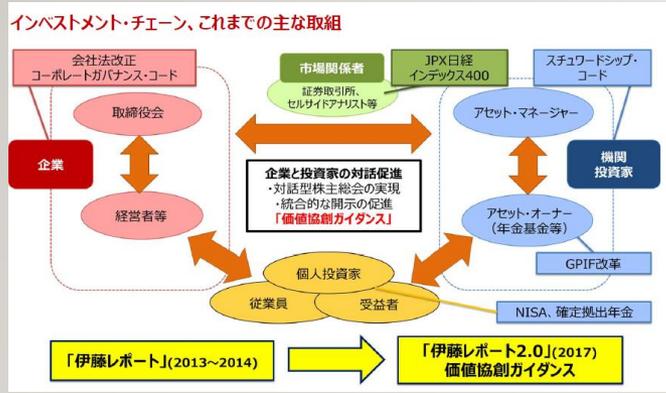




『伊藤レポート』（『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト：最終報告書）

- 日本企業が直面している不都合な真実をグループ討議
 - 技術力があるのに稼ぐ力が弱い 細部に拘り（生産者目線での開発）
 - 年功序列・終身雇用によるチャレンジ精神の欠如
 - カスタム化 VS 標準化 コスト競争力の欠如
 - 直接金融 VS 間接金融 株主を軽視した経営
 - 積み上げる成長 VS 変革による成長 など

『伊藤レポート2.0』（「持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書」）



価値協創ガイダンスの全体像

価値観	ビジネスモデル	持続可能性・成長性	戦略	成果と重要な成果指標 (KPI)	ガバナンス
1.1 企業理念と経営のビジョン	2.1 市場勢が顕在化する投資分野	3.1 ESGに対する認識	4.1 リソースチェーンにおける企業価値の強化、事業ポジションの改善	5.1 財務パフォーマンス	6.1 経営課題解決にふさわしい取締役会の持続性
1.2 社会との接点	2.2 中長期成長を確保するための「見えない事業」	3.2 主要なステークホルダーとの関係性の構築	4.2 経営資源・無形資産等の確保・強化	5.2 顧客の価値創造・製品/サービスの設定	6.2 社長、経営陣のスキルおよび多様性
	2.3 競争優位を生み出すコアコンピタンスの構築	3.3 事業環境の変化リスク	4.3 ESG・グローバルな社会課題 (SDGs等)の課題への対応	5.3 企業価値創造と株主利益の確保による価値向上設計	6.3 社外株員のスキルおよび多様性
	2.4 収益構造の改善による高収益・高成長	3.4 財務健全性の確保	4.4 経営資源・資本配分 (オペレーティング・エクセレンス)	5.4 資本コストに對する認識	6.4 取締役会決定の監視・評価
	2.5 競争優位を生み出すコアコンピタンスの構築	3.5 人材確保・育成	4.5 企業価値創造と株主利益の確保による価値向上設計	5.5 企業価値創造と株主利益の確保による価値向上設計	6.5 利益配分の方針
	2.6 収益構造の改善による高収益・高成長	3.6 コアコンピタンスの強化	4.6 経営資源・資本配分 (オペレーティング・エクセレンス)	5.6 企業価値創造と株主利益の確保による価値向上設計	6.6 役員報酬制度の設計と結果
	2.7 収益構造の改善による高収益・高成長	3.7 コアコンピタンスの強化	4.7 ESG・グローバルな社会課題 (SDGs等)の課題への対応	5.7 企業価値創造と株主利益の確保による価値向上設計	6.7 取締役会の実効性評価の促進と取締役会

価値協創ガイダンス全体像

ガバナンス改革や対話・エンゲージメントの実践が企業経営者や投資家の判断・行動に組み込まれ、自主的・自発的な「協創」が次々に生み出される水準に移行するための道筋

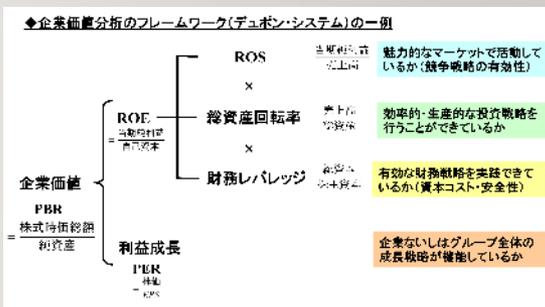
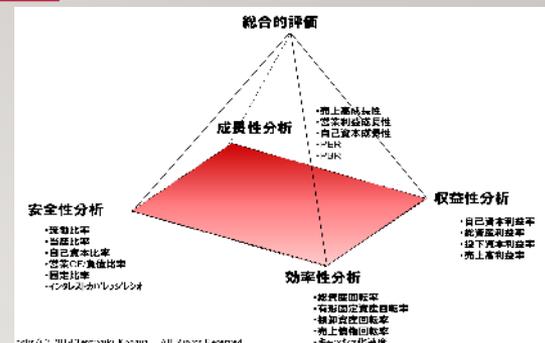
企業価値を高めながら持続的に成長をするために必要な事について議論した。

ファンダメンタル分析

【財務分析・評価スキル】



- ファンダメンタル分析の視点
安全性・成長性・収益性・効率性をベースに総合評価
- 企業価値分析フレームワーク
PBR・ROE・PER・ROS・総資産回転率・財務バレッジの関係を理解
- 事業戦略と利益数値の関連性
Strategy (戦略) ポジショニング・アプローチ
- EVAを通じた企業価値創造
- 企業価値を生む利益とは
➢ 「真の利益」(経済的利益) = 当期純利益 - 株主資本コスト
= ROE - 株主資本コスト率



$$EVA_t = NOPAT_t - \text{投下資本}_{t-1} \times \text{資本コスト率}$$

EVA(Economic Value Added) : 経済的付加価値

～実際に自社のEVAを試算～

メディカルHDは過去10年間EVAはマイナスである。⇒ 企業価値を破壊？

同業他社もEVAマイナス ⇒ 新しい収益モデルを確立する必要



資本市場からみた企業価値経営の潮流 ～株主価値最大化に向けた攻めと守り～

① 日本企業による海外買収成功の鍵

海外M&Aの選定・検討・実施において成否を分けるポイントとして、経済産業省が「9つの行動」を策定

行動1：「目指すべき姿」と実現ストーリーの明確化

行動2：「成長戦略・ストーリー」の共有・浸透

行動3：入念な準備に「時間をかける」

行動4：買収ありきでない成長のための判断軸

行動5：統合に向け買収成立から直ちに行動に着手

行動6：買収先の「見える化」の徹底（「任せて任さず」）

行動7：自社の強み・哲学を伝える努力

行動8：海外M&Aによる自己変革とグローバル経営力

行動9：過去の経験の蓄積により「海外M&A巧者」へ

② アクティビズムの最新潮流

日本企業に対する海外投資家（含むアクティビスト）の一般的な見方

A) 資本効率性に対する意識の欠如

✓ ポートフォリオマネジメント／最適化に向けた適切な意思決定が苦手

B) 手許の余剰現金をR&D、設備投資、M&A又は自社株買い、増配に対して適切に投じられていない

✓ 株主価値最大化の観点が欠如

C) 企業及び銀行間の株式持ち合いを通じた歴史的な関係

D) 取締役／CEO選任プロセスの不透明性

～攻め～ M&A成功の鍵と失敗事例要因を学ぶ

～守り～日本企業に対する海外投資家の見方とアクティビスト対応上の主なポイントを理解
企業価値の考え方を投資家の目線で理解することが出来た。



『価値協創ガイダンスから学ぶ企業価値分析手法の基本とESGの考え方』

～アナリストの視点と仮説構築手法～

これからの経営者（CFO）に必要な覚悟

(1) リーダーとしての誠実性・使命感

- ①本音で勝負する（本音と建前を使い分けしない）
- ②アクティビストとは正論を論理的に述べて株主の賛同を得るが、これを上回る正しい理論武装が必要
- ③企業価値向上を目指すために必要な様々な意識改革を社員全員に徹底する

(2) ダイバーシティの尊重

- ①自分自身と異なる人財を正當に評価する
- ②異業種（他国）との提携が増加する中、異業種(他国)の常識を正しく理解する

(3) 戦略立案能力

- ①現場第一主義（現場力）はもちろん必要
- ②ただし、「経営」に最も必要なものは『戦略』と『実行力』と『株主などステークホルダーとの対話力』
- ③この基本を『価値協創ガイダンス』などから学ぶ

(4) 環境や社会の変化の予見力と自身の適応力

- ①環境や社会の変化を敏感に感じ取り、それが顕在化する前に対応策を考える
- ②社会や環境との調和がなくして持続的成長はできない（コストを言い訳にしない）
- ③この基本を『ESG』『SDGs』『TCFD』などから学ぶ



『価値協創ガイダンスから学ぶ企業価値分析手法の基本とESGの考え方』

～アナリストの視点と仮説構築手法～

経営者が重要だと考えている点を仮説として提案 持続的経営を提案するために必要なポイント

1. より速く、より高く、より強く、そしてより広く
 - (1) より速く～経営者の意思決定はスピードが重要
 - (2) より高く～経営者のコンプライアンスやガバナンスに対する意識は高く
 - (3) より強く～企業の経営体質や財務体質の強化
 - (4) より広く～経営者の視野は広く、収益化する事業や提携はより広範囲に
2. 事業ポートフォリオの再構築による企業価値向上
 - (1) SWOT分析による実力の把握
 - (2) ビジネスモデルの優劣と戦略分析
 - (3) 経営資源の把握と補強（人・技術・ブランド・資金力など）
 - (4) 強い事業（地域）の強化と弱点の補強・整理・撤退
 - (5) リスクとその対応策（産業構造転換、ライバルの戦略変化、カントリーリスクなど）
2. ESG対応
 - (1) ガバナンスとコンプライアンスの重要性
 - (2) 環境対応と社会との調和

アナリストの視点で自社を俯瞰する重要性や仮説構築力を日々トレーニングしていくことの必要性について学んだ。



外国為替リスクとは

外国為替リスク：予想将来為替相場から実現された為替相場が乖離すること。
 ⇒BSやPLの為替エクスポージャーを通じて資本金や収益に影響。

為替リスクヘッジの代表的な手法と分類

ヘッジ手法	ファイナンシャル・ヘッジ		オペレーショナル・ヘッジ	貿易建値通貨の選択	価格設定 (パススルー)
財務諸表上の分類	デリバティブ・ヘッジ	ナチュラル・ヘッジ		自国通貨建て	行う/行わない
例	フォワード	外貨建て負債	海外生産移転 キャッシュフローの相殺 (マリー・ネットィング、 リーズ & ラグス)	相手国通貨建て	
	オプション			ドル建て (第三 国通貨建て)	
	その他				

筆者の作成による。

(注) ヘッジ手法の部分は Döhring (2008) による。

従来から海外事業がほとんど無いため、為替リスクについて検討する事もなかったが、今後の事を考えると必要な知識であり、為替リスクのヘッジの手法も理解を深めていきたいと感じた。



規律ある M&A 戦略のために

M&Aの 成功の定義はどうあるべきか

長期戦略との一貫性・企業価値の向上⇒資本コストを上回る投資リターン⇒
株価の上昇 ⇒ EPS及びROEの向上

M&Aの成功ための要件

1. 適切な買収価格
2. PMI による業績改善 ⇒ 資本コストを上回る投資リターン
3. 適切なファイナンス ⇒ EPS及びROEの向上
4. 投資家の信認獲得 ⇒ 株価の向上

なぜ案件ありきで経済合理性が置き去りにされるのか？

- 経営者の正しい認識と決断が極めて重要
- 起死回生の売却、身売りはあっても、起死回生の買収はない

バリュエーションの手法 株価平均法・DCF法・純資産価値法・類似企業比較表

- 絶対的に正しい手法がないなかで、特定のものだけに依存しない
- 異なる手法による結果の違いが何故なのか理由を明らかにする
- DCF における留意点
 - ✓ 業績予想のどこに不確実性があるかを明確にすること
 - ✓ 不確実な要因について感応度分析を行うこと
 - ✓ ターミナルバリューの評価に対して注意すること
 - ✓ シナジーを過大評価しては絶対いけない
 - ✓ 試算値から逆算して EPS のインパクトを確認すること



規律ある M&A 戦略のために

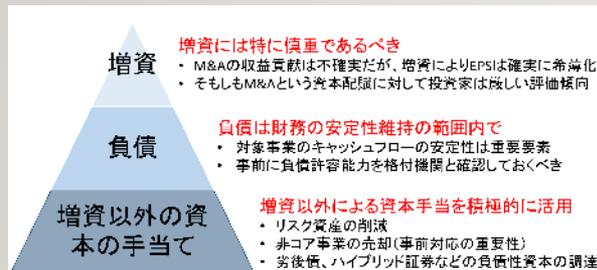
価格交渉における留意点

- ①ウォークアウェイ価格は必ず設定すべき
- ②価格合意前に案件を原則公表すべきではない

PMI による業績改善

相互補完自体が付加価値を生む訳ではない
 トップラインシナジーはコストシナジーよりもさらに難易度が高い

買収ファイナンスの優先順位



武田薬品工業によるShire 社買収に関するケーススタディー

M&A戦略について学び、M&Aの成否を分ける要因について理解した。
その後、グループで武田薬品工業によるシャイアー買収のケーススタディをメンバーと議論した。



真っ当な経営とイノベーション

営利企業の目的

- 社会に経済価値を創出し自社に取り込むこと = 「価値の創出」+「価値の獲得」 ⇒ **真っ当な経営**

イノベーションとは

- 「経済価値」をもたらす「革新」Invention ≠ Innovation
- 経済的な価値を生み出してはじめて、事後的にイノベーションと認識される
- イノベーション特有の課題
 - ✓ 革新ゆえに高い不確実性を伴う
 - ✓ 経済価値をもたらすためには多様な資源を結集する必要
 - ✓ つまり、特異な革新的行為に対して広く多様な人々からの支援が必要となるという、一見矛盾した要求が存在する。



企業のイノベーションに必要なこと

- 革新活動へ資源動員する理由の創造
 - 既存事業への資源配分プロセスからの分離
 - 境界を超える人的ネットワークの形成
 - 多様性の取り込みによる知識の新たな組み合わせ
 - 信頼の獲得による資源獲得と知識共有
- 既存の延長から脱却して挑戦するためにいかにリスクを減らすか。

営利企業の目的（真っ当な経営）を中心に置き、如何にしてイノベーションを生み出すか学ぶ



「想定外」のマーケティング

イノベーション≠技術革新

ユーザーイノベーションとは、供給側（企業など）だけではなく、需要側（消費者など）が主導するイノベーション事例。

Forecast と Foresight

Foresight = 未来時点における洞察（Insight）

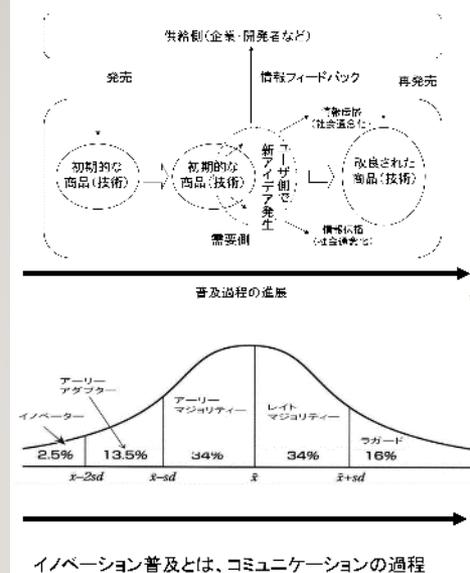
未来に発生する、そもそも予測しにくい要素について、可能なかぎりの情報を集め、それを構造化して理解することで、未来の変化に対する「備え」「構え」を作ること。

現状の延長線上から発想するForecastと、未知の領域から発想するForesightとの掛け合わせで、未来シナリオを作り出す。

将来への漠然とした不安と、過剰なリスク回避思考は、結局は「想定外」に弱い企業体質を生み出してしまう。

むしろ「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と考えられる。

価値転換現象の仮説（再確認）



ユーザーイノベーションの重要性と未来を洞察する方法について学び、実際にスキャンニングによるシナリオ作成体験することで洞察力を磨く方法を体験できた。



コーポレート・ファイナンス

- 事業投資の意思決定
- 資金調達の意味決定（資本構成の選択）
- ペイアウトの意思決定

コーポレート・ファイナンスにおける企業価値の定義

- 企業価値 = 株式価値 + 債権者価値
- 企業価値とは事業価値、資産価値を示す。
- 企業価値を株主と債権者が分け合う。

まとめ

- 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。
- 「誰が持っているか」、「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。

**企業価値について資産サイドからのアプローチで分析する事で企業価値の本質について触れる事が出来た。企業価値とは事業価値、資産価値を表す。
また、「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。」という言葉は非常に印象に残っている。**



企業経営と法人税

1. 企業経営における法人税の位置付け

- 利益の約3割が法人税等として流出するため、企業経営においては、最も重要な検討項目の一つとせざるを得ない
- 納税によって国に貢献するという意識も必要であるが、無駄な税金を払わないという意識も重要
- 経営者は、法人税制の細部を知ることまでは必要ないが、法人税の税務を理解することは必要

2. 企業内の税務担当の位置付け

- 利益の約3割相当額を扱う業務に従事する税務担当者の業務成績は、適切に評価する必要がある
- 税務には、法務が含まれており、その法務は、最も難解な法務である、ということを正しく認識する必要がある

3. 税務リスクの認識の必要性

- 近年は、企業活動が非常に多様化し、税制も非常に複雑になっているため、税務リスクが非常に高まっている
- 税務の検討を後回しにしたことで多額の課税を受けてしまったというケースが少なからず存在する
- 税務調査対応能力を上げることができなければ、繰り返し、多額の課税を受けることになってしまう

納税によって国に貢献するという意識も必要であるが、無駄な税金を払わないという意識も重要

- **企業の法人税等の負担をいかに少なくすることが出来たのかということも、経営者の業績を評価する要素の一つであるべき**
- **「節税は経営者の義務である」と言っても、過言ではない**
- **「納税によって国に貢献する」ということを節税に取り組まない言い訳にしてはならない**



東京海上ホールディングス株式会社 常勤戦略顧問 藤井 邦彦様

東京海上ホールディングスにおける企業価値創造

東京海上ホールディングスを事例に、事例分析＋グループ・ディスカッション＋ゲスト・スピーカーによる講演とQ&AでM&Aを戦略的に企業価値創造に結びつける手法や基本思考を学ぶ。

【事前分析・グループディスカッション】

1. 1990年代後半前後の東京海上のファンダメンタルズからみた経営課題とその選択肢
2. 東京海上HDがM&A戦略を進めた理由、タイミング、ターゲットの特徴
3. 東京海上HDのM&A戦略の特徴

M&Aはあくまでも目的ではなく経営戦略実現のための手段

1. **M&A実行の明確な戦略的必然性が必要**
 - ・ 主体的な自社戦略がなければM&Aは実行不能
2. **明確な買収方針の重要性**
 - ・ 買収原則 = ぶれない基軸、規律を守る
3. **買収対象事業の経営経験の重要性**
 - ・ 自前の事業経験なくして買収会社の経営は不可能
4. **入口の重要性（目利き力）**
 - ・ PMIと同等に入口での選定は重要
5. **情報力（Intelligence）**
 - ・ M&Aは情報戦
 - ・ 事業経営経験に裏打ちされた的確な情報収集・分析が必須



M&Aはあくまでも目的ではなく経営戦略実現のための手段

6. トラック・レコードの重要性

- ・ 各案件の円滑な進展が次に繋がる好循環

7. プロセス・マネジメント力

- ・ M&Aは関係者・検討事項が多岐にわたる総力戦
- ・ 体系的で一貫したプロセスを着実に実行できる力が必要

8. M&A交渉のポイント

- ・ 柔軟性・スピード・Responsiveness、共感性あるコミュニケーション
- ・ 相手方のInterestの把握
- ・ プリンシパルとアドバイザーの役割の明確化

9. 強固な相互信頼関係に基づく円滑なPMI

- ・ 「任せきり」でも「過剰介入」でもないライト・バランス
- ・ 戦略は親会社、執行（事業計画実行）は子会社

10. M&Aスキルは必要条件であるが十分条件ではない

- ・ 買収対象事業の本質に精通していることが必須

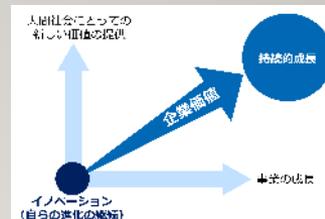
M & A の成功要因は「タイミング」や「運」の比重が非常に高いが、その時期に投資できる体制（規律・経営者・資金）を構築やPMIの重要性を学んだ。

デジタル活用と価値創造

【財務分析・評価スキル】



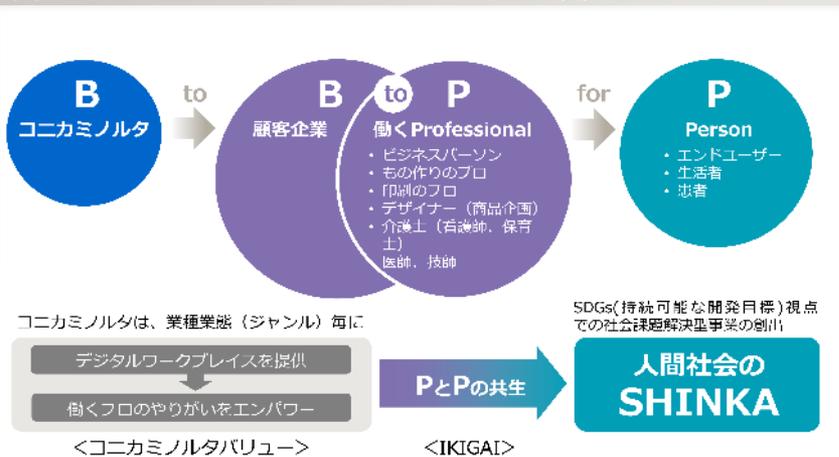
コニカミノルタの取り組むDX～ビジネスの進化を目指して



持続的に成長できる会社とは

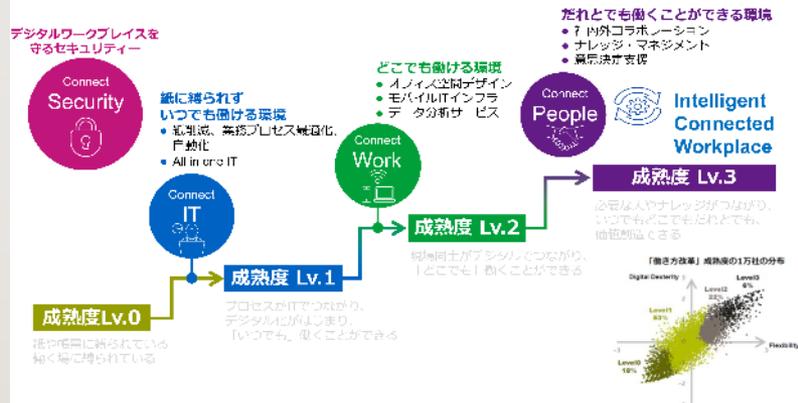
人間社会の発展に寄与する新しい価値を継続的に提供し、持続的な事業成長を図り、企業価値を高める

課題提起型デジタルカンパニーと社会課題解決



“Intelligent Connected Workplace”実現へのアプローチ

一歩先の「働き方」を、データに基づき提案



お客様の“みたい”に答えることで人間社会の進化のための新たな価値を提供



画像処理の技術とデジタル技術を駆使して、
ビジネスの現場（エッジ）のワークフロー変革を支援

DXの取り組みをいかに企業価値に繋げていくのか、部分最適にならないよう目指すべき姿を示す重要性について感じる事が出来た。



－組織としての交渉力について考える

- ・ 経営リーダーとして考えるべき組織の交渉力とは
『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力』

≪組織の交渉力のベースとして必要な個人の能力≫

ビジネス交渉を効率・効果的に進める為の“ポータブルスキルの組合せ × 人間力（胆力）”

- ・ 論理的思考力 構造化、Issue の抽出等が中核
- ・ 観察力・洞察力 相手の主張・条件の背後にある本質的な利害関係
- ・ コミュニケーション力 行動経済学・社会心理学

－交渉力を高める3要件

- I：交渉力は事前準備の質・量によって決まる
- II：目的・判断基準とシナリオを明確にしておく
- III：最強の武器 BATNA バトナ を懐に入れておく

Best Alternative to Negotiated Agreement この交渉が決裂した場合のベストな代替案

－3要件を支える7つの交渉のツボ

- ① 交渉相手が見ている景色を常に意識する
- ② 本質的な目的・利益に関しては伝えきる
- ③ 共通の利益と課題を切り出す
- ④ 目的・利益・評価の違いへの着眼が交渉の突破力
- ⑤ 交渉において質問力は重要な武器
- ⑥ 交渉相手も人間 だということを片時も忘れない
- ⑦ 最後は情理を尽くす

経験や感覚で身に着けた交渉力について、客観的に見直すきっかけとなり、自分に不足している所について強化していきたい。



リスクマネジメントの最近の動向～次世代のリスクマネジメントを目指して

よくあるリスク 分類

1. 結果系分類：自然災害などの損害をベースにした、いわゆる怖いもの（保険リスク）
 2. 成果系分類：「報われるリスク」投下した経営資源より成果が大きくなるもの「報われないリスク」いかに努力しても損失のみが発生するもの
 3. 源泉系分類：外部・内部の発生要因からみたリスクの源泉に焦点を当て るもの
- リスクとは、怖いものでコストドライバーとの “思い込み”に 捉われない
 - 事業リスクである「報われるリスク」即ちバリュードライバーを全社的に管理する仕組が重要
 - リスクは変化の可能性と捉え、リスクの源泉に焦点を当て、企業理念を実現すべく策定される戦略の達成可能性の確からしさを高める全社的な工夫が肝要

次世代のリスクマネジメントを目指して

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。

1. 企業の姿勢や社風を見つめ、風通しのいい“空気”を保つ
2. 攻めと守り、リスクの両面からリスクを見極める
3. ガバナンス改革と ERM・内部統制の高度化は一体となって推進する
4. 原則主義の徹底～ JSOX などリスク・コンプライアンスの形骸化に対応する
5. ERM の考え方を活用し、ESG/SDGs を含め、グローバル組織横断的な説明責任連鎖の強化、合理的保証を確保し、変化に適応し企業理念・戦略の実現を中長期的に、より確実なものとする。

リスク管理・内部統制で最も大切なのはトップの姿勢であり、社訓に基づき、自律的な仕組みを継続的に強化することで激変する変化に対処し、常に最終決断を迫られる“孤独”なトップの果敢な挑戦を支える次世代のリスクマネジメントの構築を目指すことが求められている。



経営陣と株式市場を繋ぐ IR 戦略と実践

IR 活動の意味

- 株主が「会社の持ち主」だからこそ、説明責任・対話責任がある
 - 説明・合意したことを、達成するために努力する必要もある
- そして、説明・対話の間に立つのが IR オフィサー

IR 担当者は「逆こうもり」

株式市場と話す時には会社側に立ち、社内では株式市場側に立つ
矜持を持って誠実に対峙し、理解を促す
社内・社外の両方で、信頼される存在になることを 目指す
市場からのフィードバックを経営に役立てる

- 資家を通じて、国内競合他社や海外市場の状況を知る
- 経営に関する第三者からの様々な問い（コーチング）
- 「フィードバックは自らを映す鏡」

IR オフィサーとして得た 教訓： 対社内

株式市場の反応を、普段接していない部門 担当者がリアルに想像することは難しい。
「理解していない」と想定して、十分に事前説明すべき。
経営陣に直接対話の機会を提供することで株式市場の考え方に対する理解を深めてもらう。

IR オフィサーとして得た 教訓： 対株式市場

株式市場の反応が厳しい時こそ、十分に準備し、真剣に向いあう。
市場の考えに沿った説明が必須なので、「投資家の考え方」をよく理解する。



「逆こうもり」についてはIRに限らず、色々な場面で求められる資質だと感じた。



ESGと企業評価

環境（E）・社会（S）・ガバナンス（G）を考慮した投資行動 = ESG投資

責任投資原則とは・・・

- 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年6月）
 - 事務局はロンドン。責任投資の推進活動。
- ESG課題を投資の分析と意思決定のプロセスに組み込む。
 - 積極的な株主となり、ESG課題を株主としての方針と活動に組み込む。
 - 投資先企業にESG課題に関する適切な情報開示を求める。
 - 投資業界がこれらの原則を受け入れ、実践するよう促す。
 - 原則の実施にあたって、効果が高まるよう相互に協力する。
 - 原則の実施に関する活動と進捗について報告する。

なぜ、投資家が動き始めたのか？

投資判断の改善
- 収益機会の追求
- ESGリスクの回避

→ ESGは投資成果を改善する
ESGへの対応が、実際に企業利益に直結するようになった

ユニバーサル・オーナーシップ
- 負の外部性の最小化

→ 環境や社会に配慮しないと、
長期的な経済活動の基盤が失われかねない

企業価値の源泉が有形資産 → 無形資産に変わってきている。

当社グループではESGや無形資産の評価への対応が進んでおらず、強化すべき課題である。



「ビジネスモデル」の意味

「ビジネスモデルがある」とは中長期で見たときに成長率、利益率、資本生産性等が比較対象企業よりも高い水準であることである。

「ビジネスモデル」の持続可能性・成長性

明確なビジネスモデルが存在することに加え、それが持続可能であること（サステナビリティ）、さらには持続するだけでなく成長性を持つものであることが求められる。

□投資家は、企業価値向上の検証・自己評価を求めている

ESG視点での「ビジネスモデル」の持続可能性・成長性

企業がESG（Environment（環境）・Social（社会）、Governance（ガバナンス）の要素を個別に捉えるのではなく、自社のビジネスモデルの持続可能性にとっての重要性（Materiality）、ひいては中長期的な企業価値向上の中でどのように位置づけているかを理解することが重要である。長期的視野に立つ投資家はESGの個別要素を単独で評価するのではなく、企業のビジネスモデルの持続性や戦略の実現可能性にどのように影響を与えるのかを得理解するための情報として捉えている。

「資本コストを意識する」とは、単に率の計算をすることではない。

資本コストを踏まえた合理的なキャピタルアロケーション（資本の配分）を行うことを求めている。



2019年度一橋大学財務リーダーシップ・プログラム (HFLP B)

キリンHDとアサヒグループHDの戦略比較

2020年5月8日

ワークショップAグループ

UCCホールディングス 上島 昌佐郎

スカパーJSAT 松藤 浩一郎

セイア 椎名 俊之

メディセオ 藤本 剛

本ワークショップの目的とゴールについて

麒麟、アサヒという同業を分析することにより

1. 両社の事業戦略に違いがでた背景は、何が起因しているのか？
2. 両社の戦略の課題、リスクは？
3. 各々の戦略の株主の評価は？
4. 各々の戦略の違いが企業価値創造にどのような影響をあたえているのか？

以上の4点への答えを本ワークショップを通じて導き出していく事をゴールとする

目次

1. 会社概要
2. 業界分析
3. ファundamentals分析
4. 戦略比較
5. まとめ

1. 会社概要

キリンホールディングス 会社概要

- ◇商号：キリンホールディングス株式会社
- ◇設立：1907年（明治40年）
- ◇本社所在地：東京都中野区中野4-10-2
- ◇資本金：102,046百万円（2018年12月31日現在）
- ◇年商：19,305億円（2018年12月期）
- ◇従業員数：30,464名（2018年12月期）
- ◇企業集団の状況：連結子会社171社、持分法適用会社29社

グループ経営理念：ミッション

社会における永続的、長期的なキリンの存在意義

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

お客様の求めるものを見すえ、自然のもつ力を最大限に引き出し、それらを確かなかたちとして生み出していくモノづくりの技術。私たちは、こうした技術によって、お客様の期待にお応えする高い品質を追求してきました。これからも、「夢」と「志」をもって新しいよろこびにつながる「食と健康」のスタイルを一步進んで提案し、世界の人々の健康・楽しさ・快適さに貢献していきます。

3つの成長シナリオと事業領域

- 1.食領域の収益力強化
- 2.医薬事業の飛躍的な成長
- 3.ヘルスサイエンス事業の立ち上げ・育成

この3つの成長シナリオにそって事業拡大に挑み、社会課題の解決に貢献することで、「世界のCSV先進企業」を目指します。

キリンホールディングス 会社沿革

- 1885年 麒麟麦酒株式会社の前身、ジャパン・ブルワリー・カンパニー設立
- 1888年 ジャパン・ブルワリー・カンパニー、ドイツ風ラガービールを「麒麟ビール」の商品名で発売
- 1907年 麒麟麦酒株式会社創立
- 1963年 自動販売サービス株式会社（現・麒麟ビバレッジ株式会社）設立
- 1976年 小岩井乳業株式会社設立
- 1983年 ハイネケン ジャパン株式会社（現・ハイネケン・キリン株式会社）設立
- 1988年 台湾麒麟工程股份有限公司（現・台湾麒麟啤酒股份有限公司）設立
- 1990年 麒麟ビールが「麒麟一番搾り生ビール」を発売
腎性貧血治療剤「エスポー®」（EPO製剤）発売
- 1991年 第一・キリン薬品株式会社（現・韓国協和発酵キリン株式会社）設立
キリンヨーロッパ社（ドイツ）設立
- 1993年 麒麟（中国）医薬有限公司（現・協和醸酵麒麟（香港）有限公司）設立
- 1996年 アンハイザーブッシュ社と合併でキリンブルワリーオブアメリカ社設立
- 1998年 ライオンネイサン社（ニュージーランド）に資本参加
- 2002年 サンミゲル社（フィリピン）に資本参加
- 2005年 キリン医薬シンガポール社（現・Kyowa Kirin Asia Pacific Pte. Ltd.）設立
- 2006年 メルシャン株式会社を連結子会社とする
- 2007年 純粋持株会社制導入に伴いキリンホールディングス株式会社に商号変更
協和発酵工業株式会社に資本参加
- 2008年 協和発酵工業株式会社とキリンファーマ株式会社が合併し、協和発酵キリン株式会社（現・協和キリン株式会社）発足
- 2011年 スキンカリオール・グループ（現・ブラジルキリン社）を連結子会社化
- 2015年 麒麟ビールがクラフトビール事業を展開するスプリングバレーブルワリー株式会社を設立
ミャンマー・ブルワリーに資本参加
- 2019年 ファンケルと資本業務提携

アサヒグループホールディングス 会社概要



期待を超えるおいしさ、
楽しい生活文化の
創造

- ◇商号：アサヒグループホールディングス株式会社
- ◇設立：1889年（明治22年）
- ◇本社所在地：東京都墨田区吾妻橋1-23-1
- ◇資本金：182,531百万円（2018年12月31日現在）
- ◇年商：21,203億円（2018年12月期）
- ◇従業員数：28,055名（2018年12月期）
- ◇企業集団の状況：連結子会社142社、関連会社24社

経営理念 Asahi Group Philosophy

- Our Mission 社会における使命・存在価値
期待を超えるおいしさ、楽しい生活文化の創造
- Our Vision アサヒグループのありたい姿・目指す姿
**高付加価値ブランドを核として成長する
“グローバルな価値創造企業”を目指す**
- Our Values ミッションを果たし、ビジョンを実現するための価値観
挑戦と革新 最高の品質 感動の共有
- Our Principles ステークホルダーへの行動指針・約束
すべてのステークホルダーとの共創による企業価値向上

アサヒグループホールディングス 会社沿革 アサヒグループホールディングス

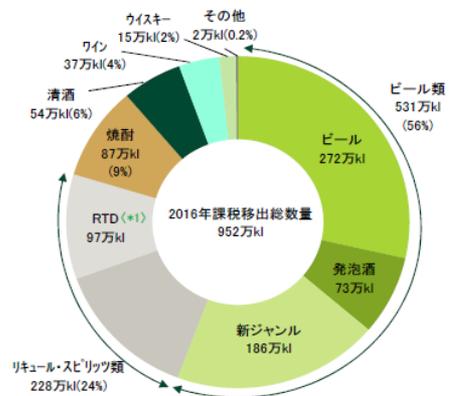
期待を超えるおいしさ、
楽しい生活文化の
創造

- 1889年 朝日麦酒(株)の前身である大阪麦酒会社設立
- 1892年 「アサヒビール」発売
- 1900年 日本初のびん入り生ビール「アサヒ生ビール」発売
- 1906年 大阪麦酒(株)、日本麦酒(株)、札幌麦酒(株)の3社合同により、大日本麦酒(株)設立
- 1949年 過度経済力集中排除法により、大日本麦酒(株)は、朝日麦酒(株)と日本麦酒(株)に分割
- 1954年 ニッカウヰスキー(株)に資本参加
- 1987年 日本初の辛口生ビール「アサヒスーパードライ」発売。ビール業界に革命を起こすヒット商品となる
- 1988年 アサヒビール飲料製造(株)[現アサヒ飲料(株)]設立
- 1992年 アサヒビール食品(株)[現アサヒグループ食品(株)]設立
- 2009年 豪州飲料会社「シュウェップス・オーストラリア」の全株式取得
- 2011年 純粋持株会社「アサヒグループホールディングス株式会社」へ移行
ニュージーランド酒類大手「Flavoured Beverages Group Holdings Limited」の株式取得
マレーシア飲料会社「Permanis Sdn. Bhd.」の株式取得
- 2012年 カルピス(株) 株式取得
- 2014年 マレーシア食品会社「Etika International Holdings Limited」より
「東南アジアにおける乳製品関連事業」の株式売買契約締結
- 2015年 ワイン商国内大手の「エノテカ(株)」の株式取得
- 2016年 旧SAB Miller社のイタリア、オランダ、英国事業その他関連資産の取得（子会社化）（10月）
- 2017年 旧SAB Miller社の中東欧事業その他関連資産の取得
- 2019年 豪州ビール最大手のカールトン&ユナイテッドブリュワリーズ（CUB）を買収

2. 業界分析

2016年国内酒類出荷数量内訳、推移

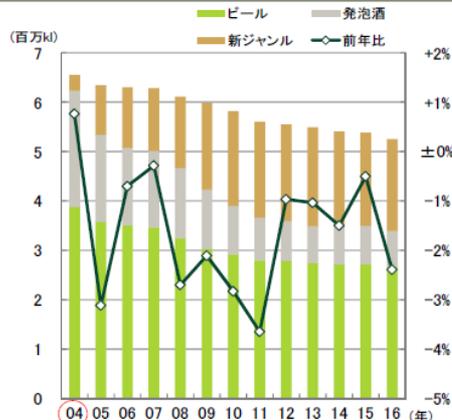
2016年酒類課税移出数量内訳(国産+輸入)



(*)スピリッツ(発泡性)+リキュール(カクテル・チューハイ等発泡性・梅酒)→新ジャンル(リキュール発泡性)により算出した推計値。

(出所)国税庁、発泡酒の酒税を考える会資料を基に弊行作成

主要5社(※)のビール類出荷数量推移(課税移出数量ベース)



(※)アサヒビール(株)、キリンビール(株)、サントリービール(株)、サッポロビール(株)、オリオンビール(株)の5社。

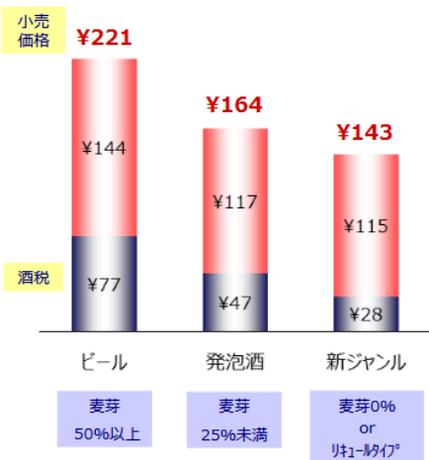
(出所)(株)日刊経済通信社「酒類食品産業の生産・販売シェア」を基に弊行作成

- ビール類飲料は、全体酒類の約56%を占める。
- そのうち、ビールの構成比は、約29%程度を占める。
- ビール類の出荷数量は、中身構成は変化しているが、2004年をピークとして毎年減少。
- その間に発泡酒や新ジャンル飲料が増えビール類の多様化が進むが全体の減少傾向は、変化なし。

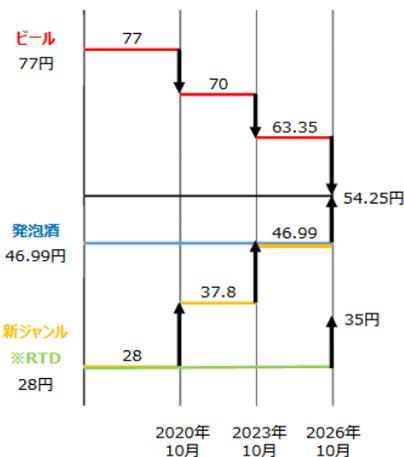
⇒ 2004年以降、マーケットの成長止まり、完全な成熟マーケットへ

◆ 350ml当たりの酒税比較

* 価格は、大手コンビニエンスチェーンの店頭想定価格。

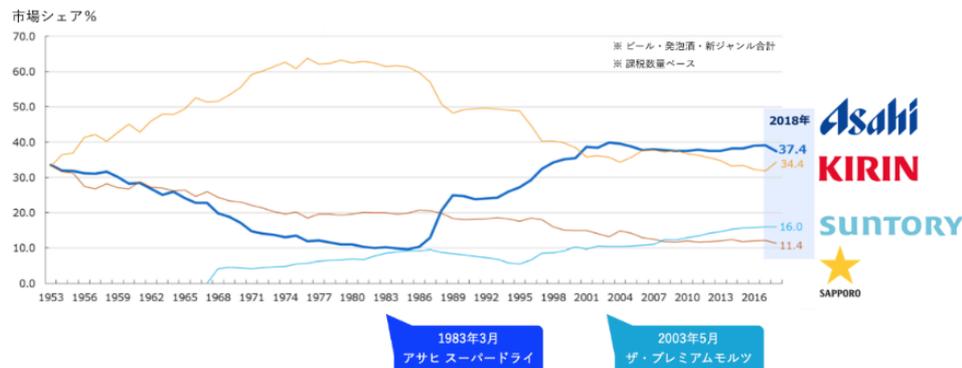


<酒税改定スケジュール(予定)>



※RTD: Ready To Drinkの略。購入後、そのまま飲用可能な缶チューハイなどを指す。

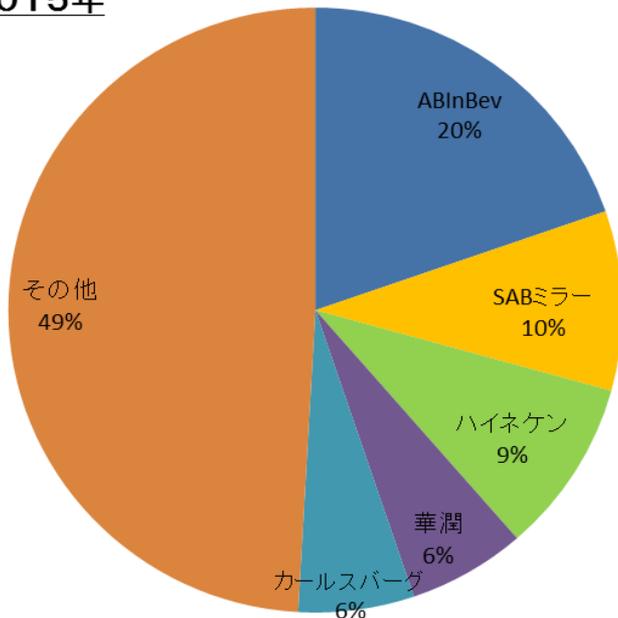
各ビールメーカーの国内市場シェア



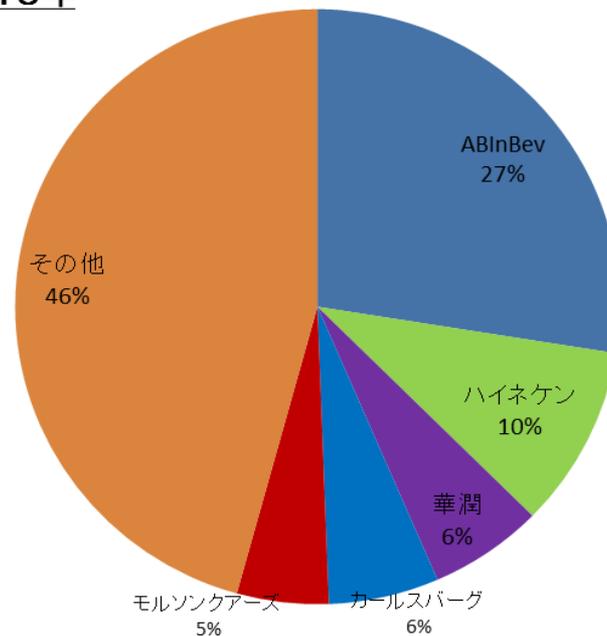
2015年 vs 2018年 世界ビール系飲料シェア

(出所：ユーロモニター)

2015年



2018年



- 2015年、大手5社でマーケットの約50%を占めていたが、2018年には、大手4社で、約50%へ
- この間に、ABInBev（ベルギー）が、SABミラー（イギリス）を約12兆5000億円で買収し、シェア大幅アップになる
- ハイネケン（オランダ）が2位、華潤（中国）が3位であるがあとは、どんぐりの背比べか
- 2017年アサヒ世界シェア3%、麒麟世界シェア1.5%にとどまる

⇒ M&AでABInBev社が急速にシェアを拡大し二番手以降に大差をつけた状況。

世界ビール業界の再編の歴史①

ビール業界の再編を時系列でまとめています。

- 1998年 キリンによる豪州ビール大手（2位）のライオンネイサンへの出資(46%取得)
- 2002年 サウス・アフリカン・ブルワリーズ（S A B）がフィリップ・モリスからミラーを買収（6900億円）。SABミラーの誕生。
- 2004年 インターブリュー（ベルギー）とアンベブ（ブラジル）が経営統合しインベブ誕生
- 2004年 アンハイザーブッシュインベブによる中国ハルビンの買収
- 2007年 ハイネケンによるチェコのKrusovice Breweryの買収
- 2008年 ハイネケンによるルーマニアのBere Muresの買収
- 2008年 インベブによる「バドワイザー」で知られる米アンハイザー・ブッシュの買収（5兆5千億円）。ABインベブが誕生。
- 2008年 ハイネケンとカールツバークによるスコットランドのScottish & Newcastle（スコティッシュ・アンド・ニューキャッスル）の共同買収
- 2009年 キリンによりフィリピンの最大手サンミゲルビールへの出資（1300億円、48.3%取得）
- 2009年 アサヒビールによる中国2位の青島ビールへの20%出資
- 2009年4月 キリンによる豪州ライオンネイサンの完全子会社化（2200億円）
- 2009年5月 米投資ファンドKKRによるOriental Breweryの買収
- 2010年 ハイネケンによるメキシコのFEMSA Cervezaの買収
- 2011年 ビールで世界2位の英SABミラーが豪州の大手フォスターズの買収
- 2011年 アサヒビールによる中国杭州ビールの持分55%の華潤雪花ビールへの売却
- 2011年 キリンによるブラジルのビール大手スキンカリオール・グループの過半数の株式の買収（1988億円）
- 2012年 モルソンクアーズによるチェコ共和国のStarBev買収
- 2012年 カールスバーグによるロシアのBaltika Breweries社の買収
- 2012年 ハイネケンによるAsia Pasific Breweriesの完全買収

世界ビール業界の再編の歴史②

ビール業界の再編を時系列でまとめています。

2013年 ABインベブがメキシコのグルボ・モデロを完全子会社化 (2兆円)

2014年 ABインベブによるOriental BreweryのKKRからの買収

2015年 ABインベブによるSABミラーの買収 (12兆5000億円)

2015年 米モルソン・クアーズによるSABミラーからのミラークアーズ持ち分の買収 (1兆5千億円)

2015年 キリンによるミャンマーブルワリーの買収。

2016年 アサヒビールがSABミラー保有ブランドのペローニ、グロールシュ、ミーンタイム等のイタリア、オランダ、英国のブランドを約3000億円で買収

2016年 アサヒビールがSABミラー保有の東欧5カ国 (チェコ、スロバキア、ポーランド、ハンガリー、ルーマニア) のビール会社を約9000億円で買収

2017年 アサヒビールが青島ビール持分の復星 (フォースン) グループへの売却

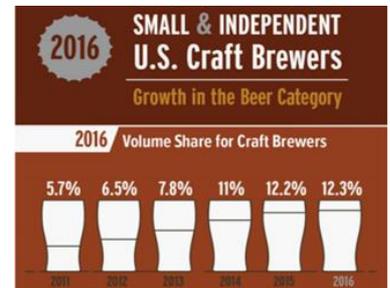
(注) 買収価格は当時の為替換算レートにて計算

- 過去20年間で各ブランドや製造拠点取得の為のM&Aが積極期に行われる
- 世界トップのインベブ社は、2004年にインターブリュー、アンベブが経営統合し誕生
- その後、インベブは、2008年バドバイザーの買収 (約5.5兆円)、2013年コロナ買収 (2兆円)、2014年SABミラー買収 (約12.5兆円) の大型買収を繰り返し世界トップへ
- キリンは、その間に、ライオン完全小会社化 (オーストラリア)、サンミゲール出資 (フィリピン)、スキンカリアル買収後売却 (ブラジル) 等を実施
- アサヒは、ペローニ等イタリア、オランダ、英国ブランドを約3000億円で買収し東欧ブランドも約9000億円で買収。
 - ⇒ グローバルプレイヤーが買収により各国でのマーケットシェアを拡大してきた
 - ⇒ 大きな金額でのM&Aが継続しておりこの競争に生き残るには、一定以上の資本力が必要である
 - ⇒ 今後、マーケット全体の大きな拡大は、期待できず、今後も各国で一定シェアにある有名ブランドの取り合いになる可能性有り

最近のマーケット動向について

新たなビールの潮流について（出所：Brewers Association）

- アメリカマーケットでは、空前のクラフトビールブームにより全体マーケットが縮小する中で拡大。
- この5年間で数量構成比が倍の12.3%へ、価値ベースは、12.3%へ急拡大。
- 日本マーケットでの構成比率は、約2%程度。
- キリン、アサヒともにクラフトビールの販売を強化している。



2019年の国内大型M&A

- キリンホールディングスとファンケルは資本業務提携を締結し、キリンは、ファンケルの株式を議決権割合で33.0%を1293億円で取得した。ファンケルはキリンの持分法適用会社となる予定。
- アサヒグループホールディングスが、豪州ビール最大手、カールトン&ユナイテッドブルワリーズを、ABInBevより113億ドル（約1兆2100億円）で買収すると発表した。

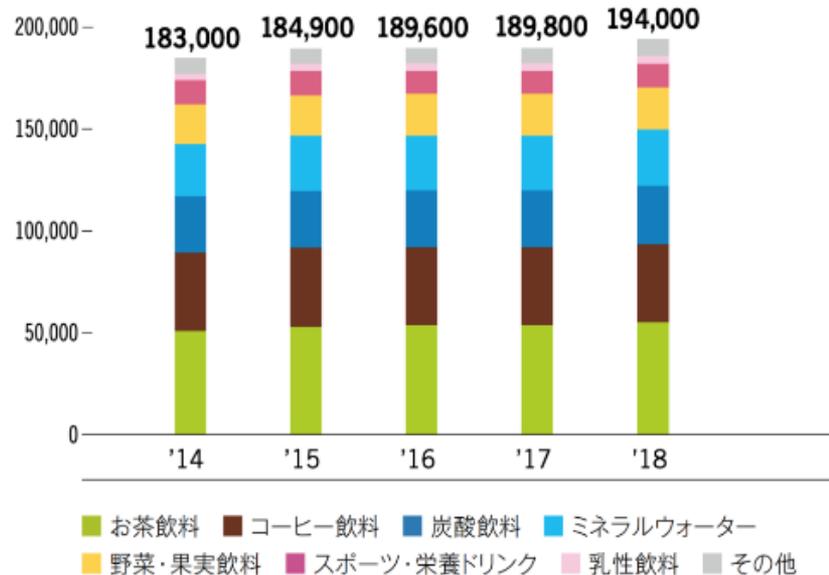
マーケット動向（ビール）まとめ

- 国内は、成熟～衰退マーケットへ
- 海外は、消費多い国は、成熟マーケットに、少ない国、新興国は、成長マーケット
- プレミアム、クラフトマーケットは、伸長
- 国内は、キリン、アサヒの2強で寡占
- 世界は、ABInBevがM&Aにより売上約6兆円、EDITDA 1.8兆円でダントツの事業規模に
- 過去の歴史より事業拡大には、M&Aが不可欠なマーケット

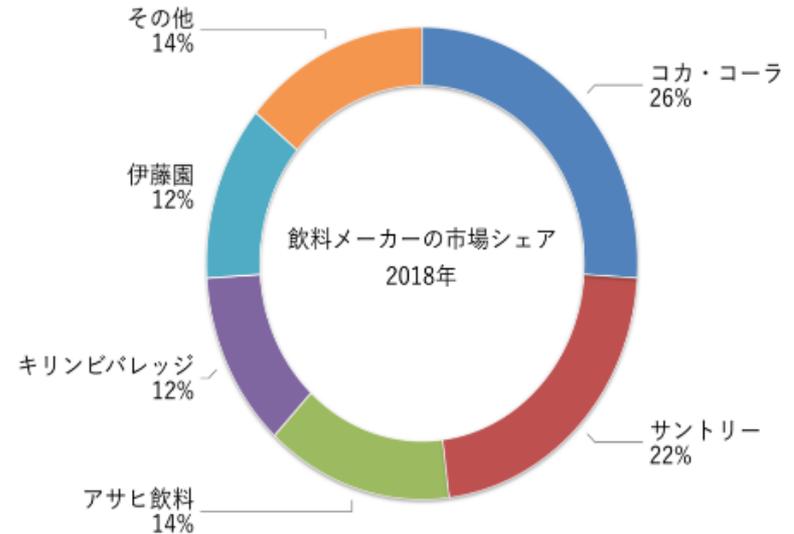
国内飲料マーケット数量&シェア (出所：アサヒIR資料より)

国内飲料市場規模推移

(万箱)



2018年マーケットシェア

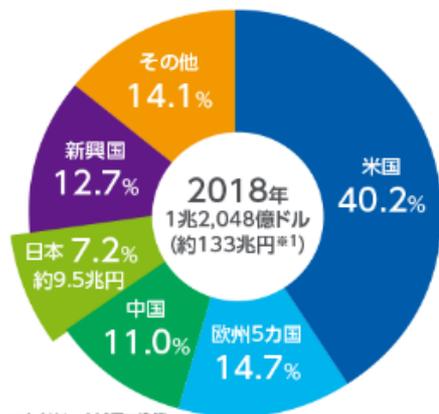


- ・5年間の数量ベースの平均伸長率は、天候に左右されながらも1.47%であり低調に推移
- ・その間のカテゴリー毎に大きな変動はない
- ・ブランド別マーケットシェアは、上位2社（コーラ、サントリー）で50%を占有。
2社での構成比は、過去5年間変化なし
- ・下位複数社（キリン、アサヒ含む）で残り50%内のシェア争いをしている
- ⇒ マーケットは、低成長マーケットから成熟マーケットへ移行か
- ⇒ 各ブランド、カテゴリーに大きな変化なく上位5社のシェアは、安定している

製薬マーケットについて

地域別売上高シェア & 年平均成長率2014-2018

(第一三共HPより)



※1 1ドル=110円で換算

米国	+7.2%
欧州5カ国	+4.7%
中国	+7.6%
日本	+1.0%

2017~18年売上高ランキング (業界サーチより)		
順位	会社名	売上 (億円)
1	武田薬品工業	17,705
2	アステラス製薬	13,003
3	第一三共	9,601
4	大塚HD ※1	7,747
5	エーザイ	6,000
6	中外製薬	5,341
7	大日本住友製薬	4,668
8	興和	4,343
9	田辺三菱製薬	4,338
10	協和発酵キリン	3,507

- 国内業界規模は、約9.5兆円（成長率1%）で世界の約7.2%の構成比
- 国内トップの武田は、世界では、18位（2018年シャイアーを買収し現在世界7位）
- 業界上位集中度（2015年度）は、上位5社で39.2%、～10社で51.8%、～30社で76.6%
- 業界平均の研究開発費売上高比率は、11.9%で新薬開発し特許存続期間は、最長10年まで

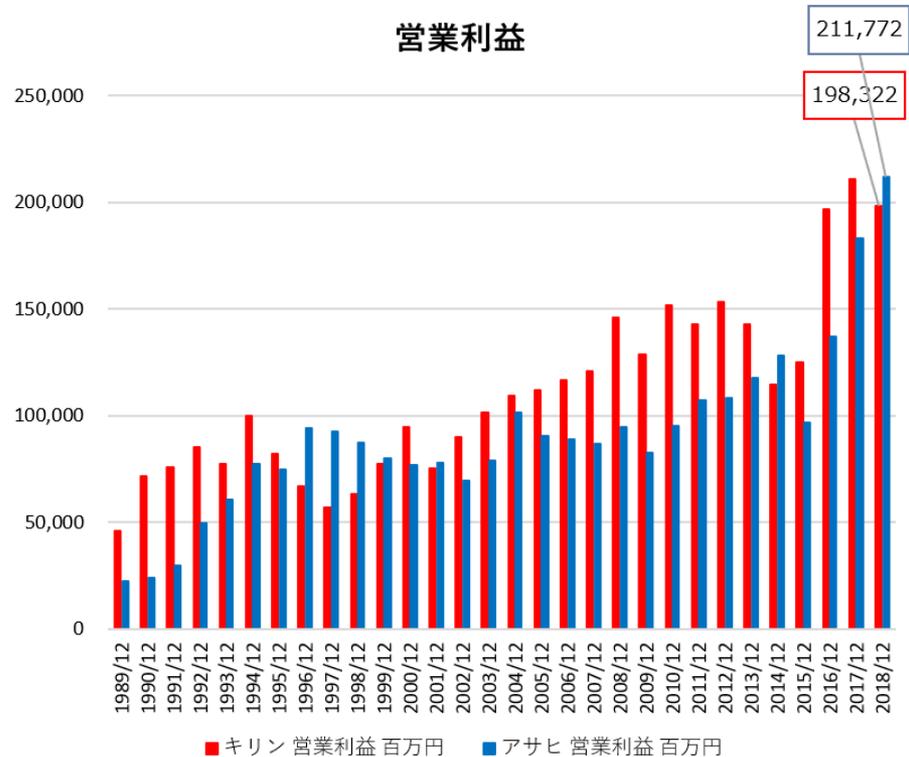
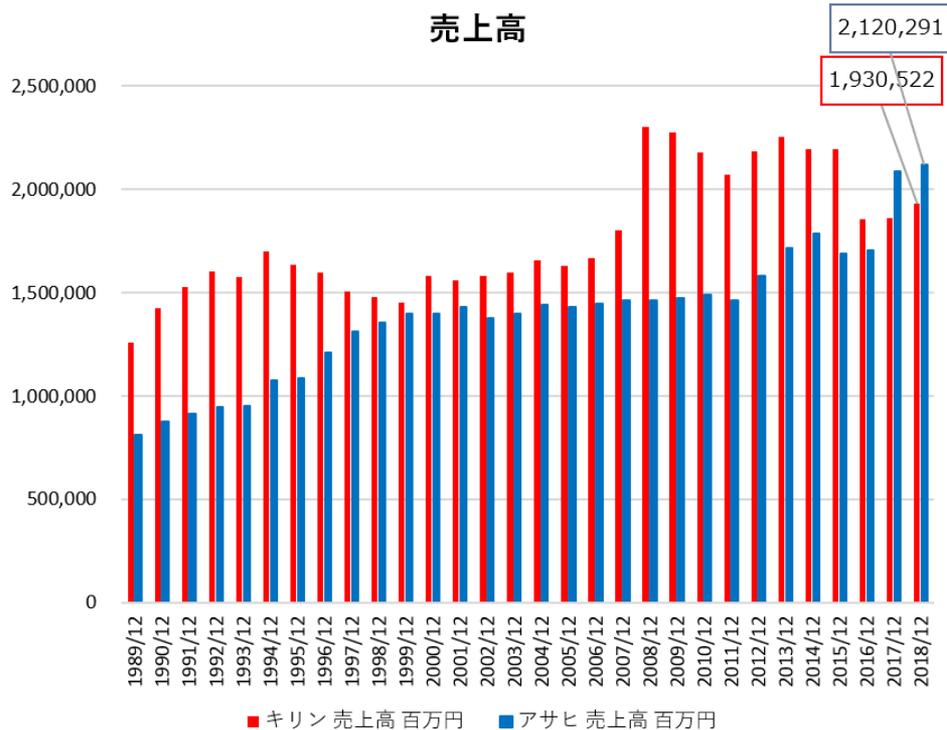
⇒新薬開発投資を継続するには、一定以上の資本力が必要

⇒世界的には、大手の更なる規模拡大が継続し、日本メーカーのポジションは、弱い

⇒ただ国内は、まだそれほど上位寡占は、進んでいない状況

3. ファンダメンタルズ分析

3-1. 成長性分析



売上高

キリン：2011年に買収したスキンカリオール（ブラジル）が振るわず2015年に1000億円の減損、その後ブラジルから撤退により売上高は伸び悩んでいる。

アサヒ：1987年にスーパードライを発売しシェアを伸ばす。2012年にカルピスを買収。その後欧州に進出し発売地域を拡大している。

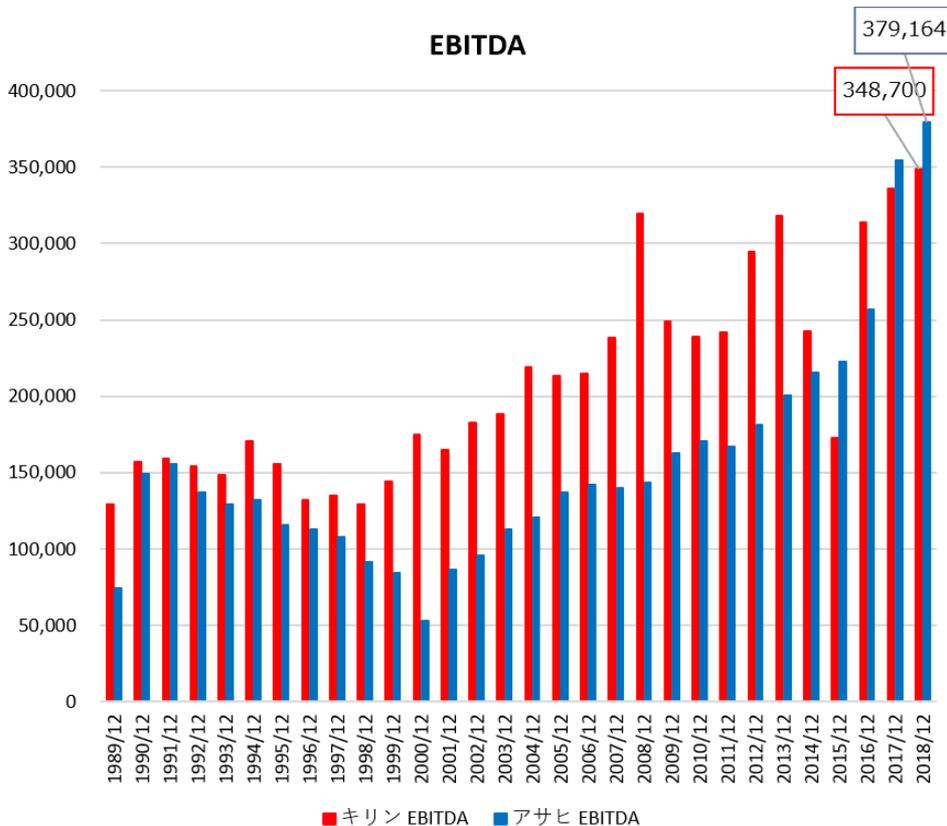
営業利益

キリン：ビール、飲料セグメントは横ばいであるのに対し、医薬・バイオケミカル（協和キリン等）の収益貢献が拡大している。足元では利益ベースの50%程を稼ぐまでに成長。

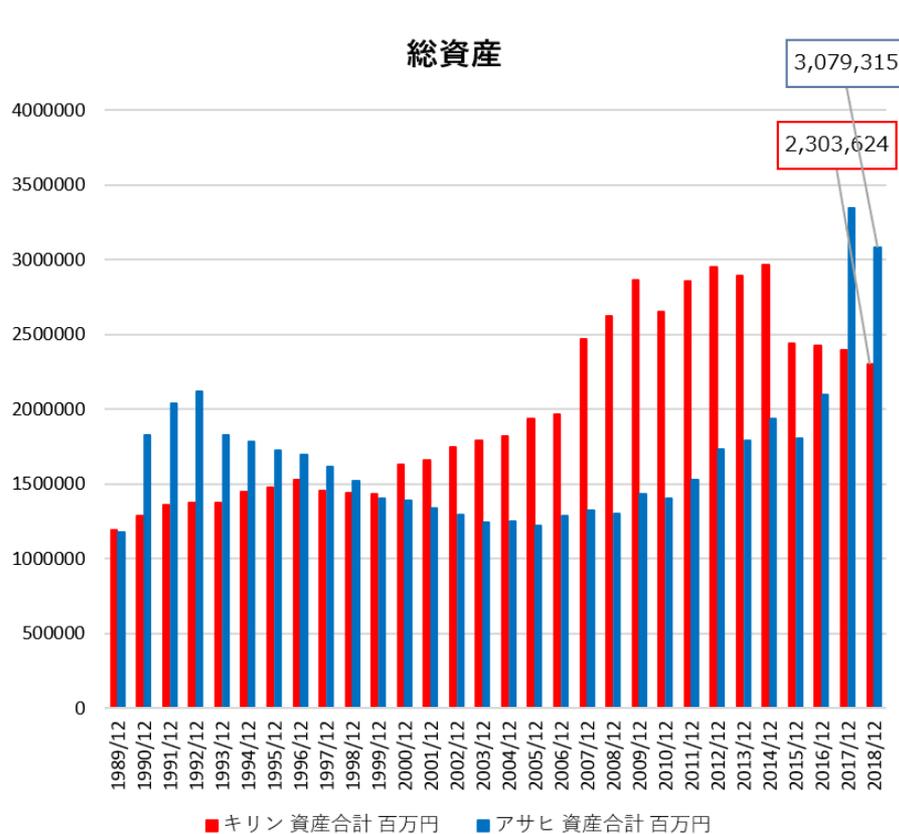
アサヒ：国内事業は横ばいであるが、欧州事業が好調であり1.2兆円で買収した豪州事業の収益が加算される見込。

3-1. 成長性分析

EBITDA



総資産



EBITDA

アサヒ：欧州事業が好調で右肩上がり。欧州ではスーパードライは高級ビールと認識されている。

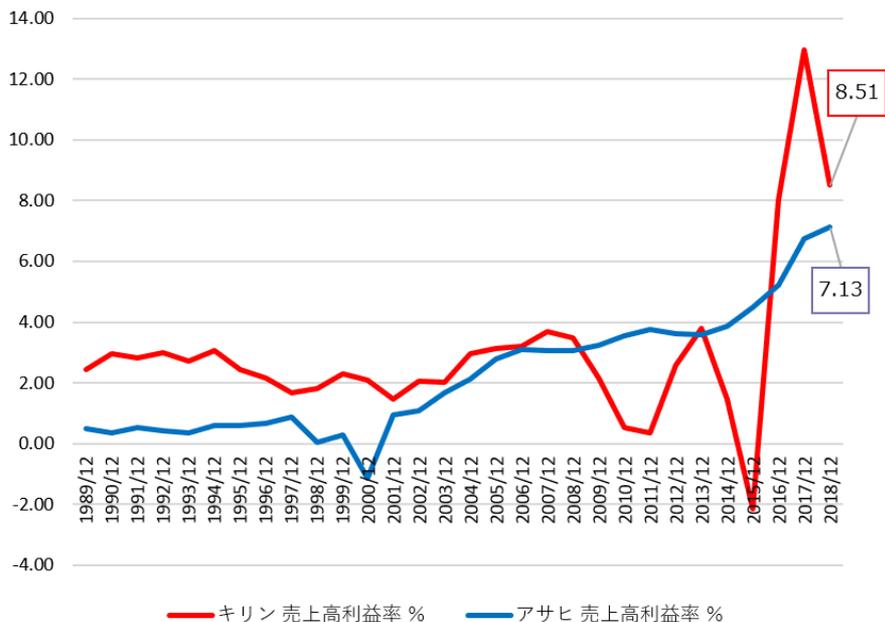
総資産

キリン：2015年にブラジルキリンを減損（1,400億円）し総資産は大幅に減少。

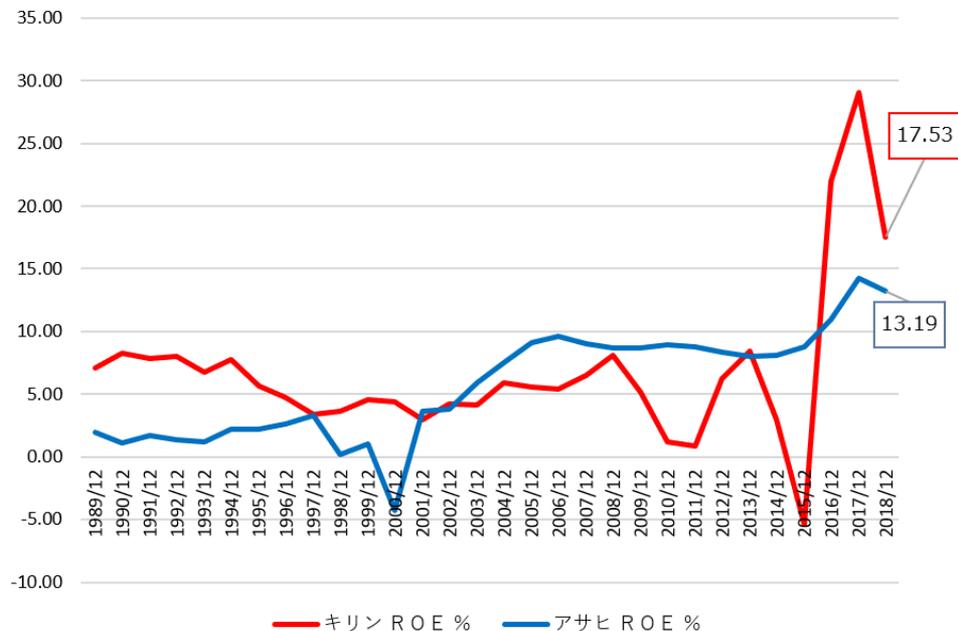
アサヒ：2016年に欧州ビール事業の買収（2,945億円）、2017年に中東欧5カ国のビール事業を買収（8,883億円）し資産が大幅に増加している。

3-2. 収益性分析

ROS



ROE



ROS（当期純利益）

キリン：2015年度はスキンカリオールの減損で悪化した
が、近年は利益率の高い（事業利益率約20%）医薬・バ
イオケミカルの売上が伸びたことと、利益率も好転して
いることでROSは8%を超える水準となっている。

アサヒ：欧州事業が安定して右肩上がりとなっている。
利益率の高い欧州事業を含む国際事業が牽引し今後も右
肩上がりで上昇することが見込まれる。

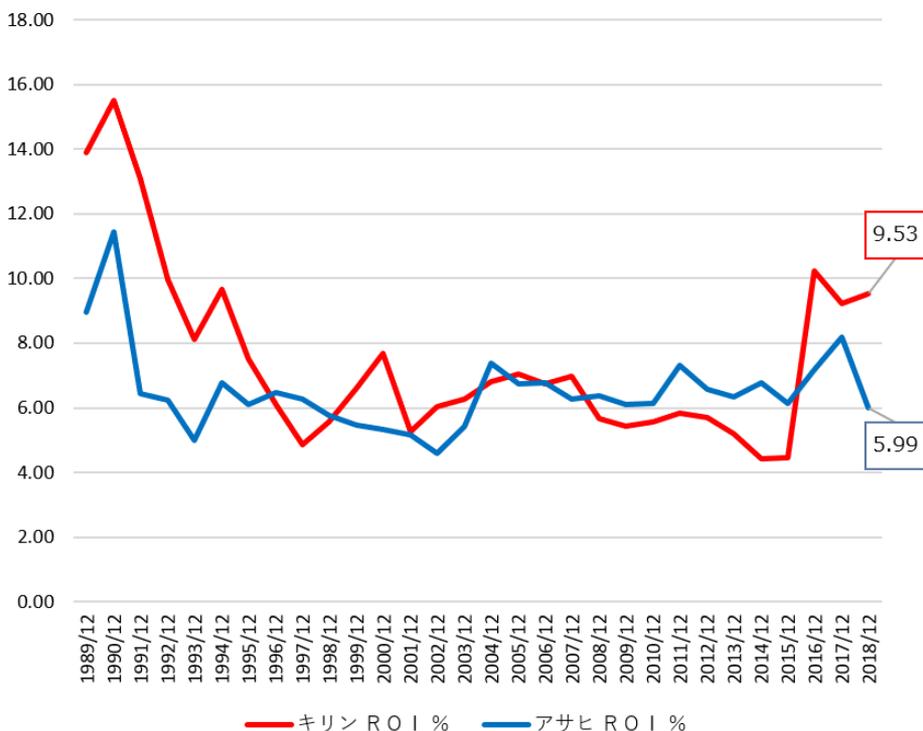
ROE

キリン：2017年は固定資産売却益、ブラジルキリンの譲渡に伴
う非継続事業からの投資利益により純利益が前年の3倍に拡大し
ており、2018年には1,000億円の自己株式取得。

アサヒ：大きなブレはないが、近年は国際事業が好調であり上
昇傾向にある。

3-2. 収益性分析

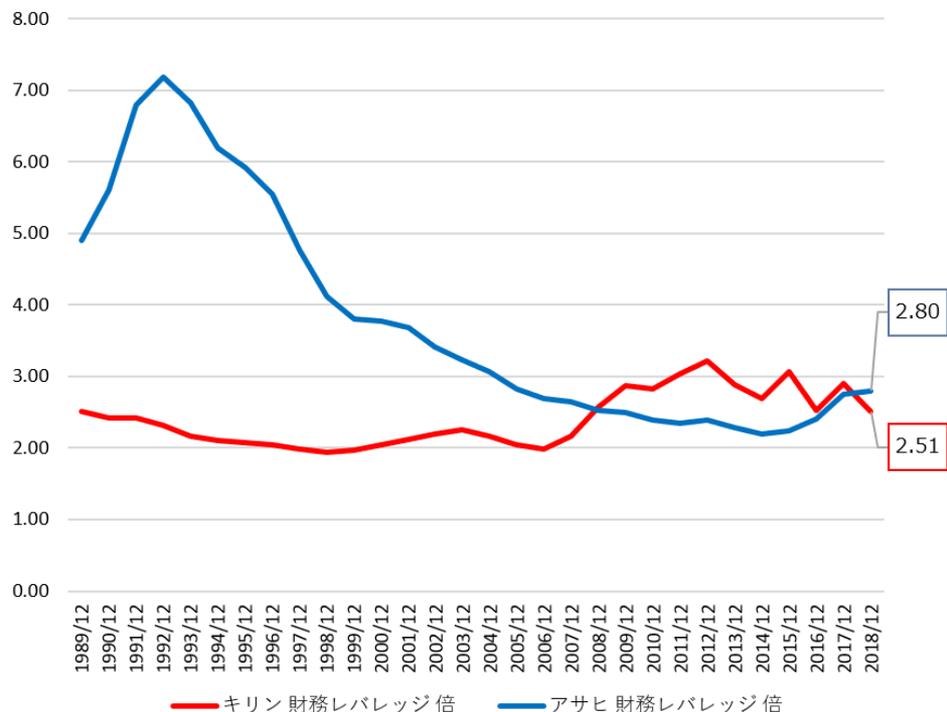
ROI



ROI

キリン：2015年の大幅な悪化はブラジルキリンの減損損失が影響している。

財務レバレッジ

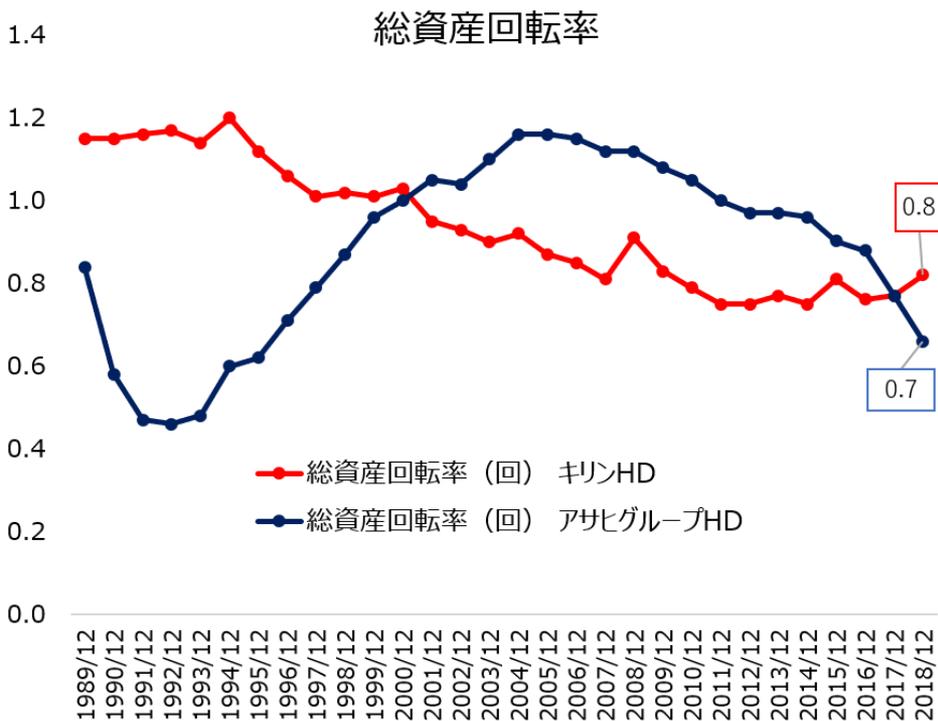


財務レバレッジ

キリン：2~3倍で安定しており、成長とリスクのバランスを考慮している。

アサヒ：ピーク時には7倍を超えていたが、足元では2~3倍まで好転している。2019年の大型買収によりリスクを取った財務レバレッジとなる。

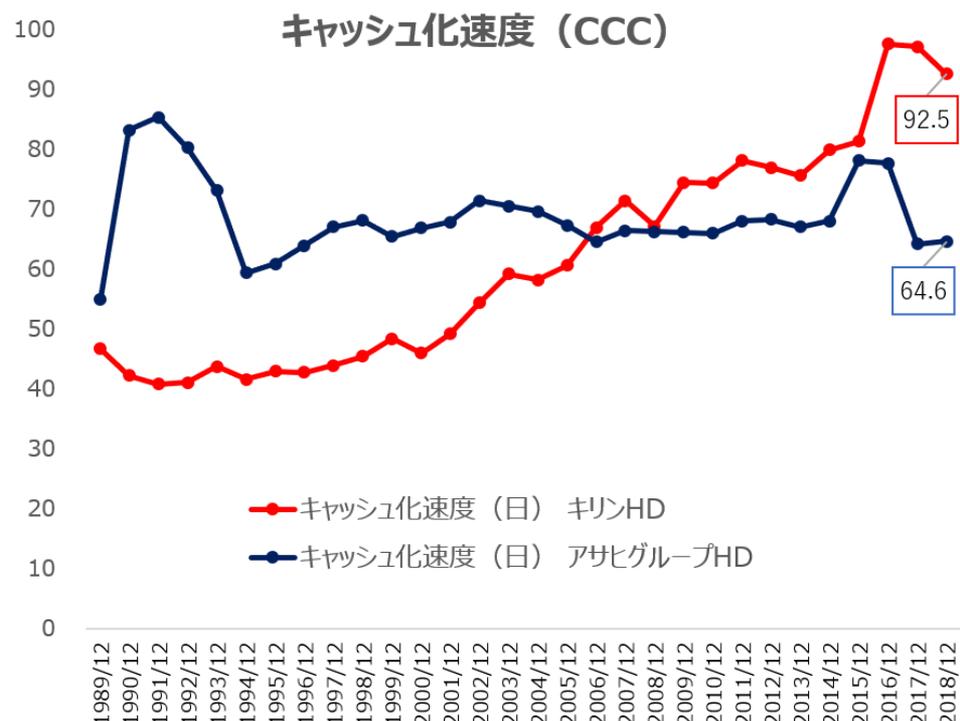
3-3. 効率性分析



総資産回転率

キリン：2001年12月までは1回を上回る効率性を実現していたが、近年は0.8回前後で推移している。

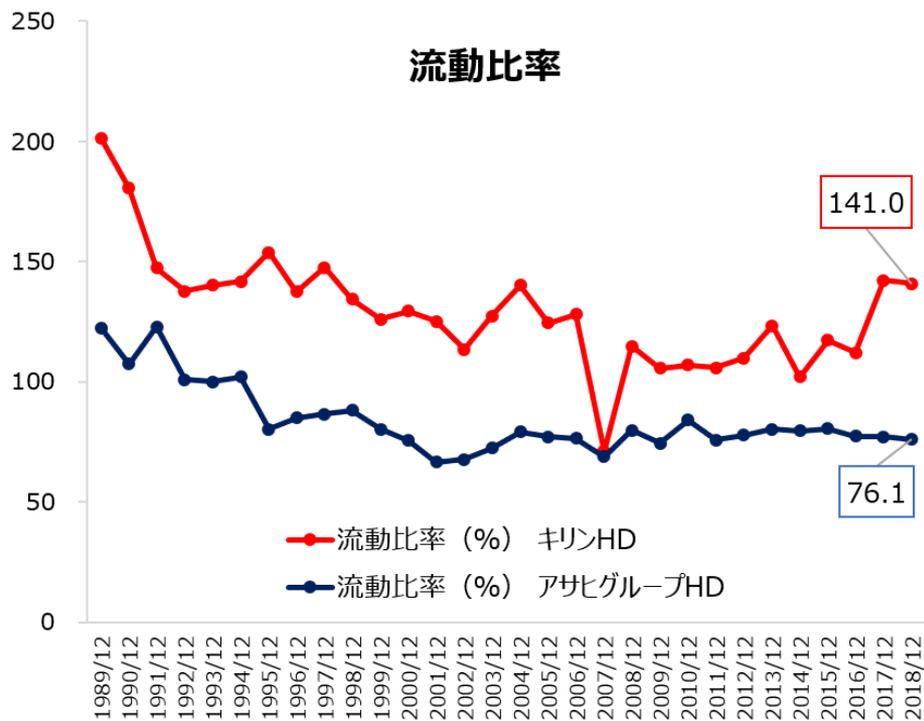
アサヒ：2001年12月までキリンの効率性より下回っていたが、それ以降はキリンを上回る1回転以上をキープしてきた。しかし、2018年12月にSABミラー保有ブランドの買収により、0.7回転と下落した。



キャッシュ化速度

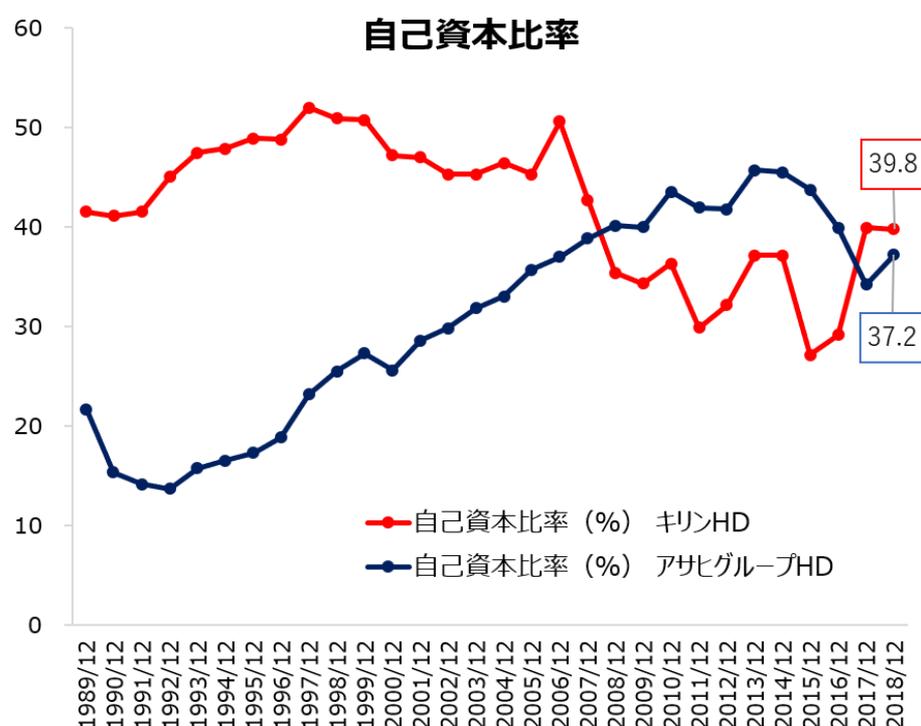
過去は圧倒的にキリンが短かったが、アサヒは着実に短縮化を進めたことが読み取れる。キリンは2006年にメルシャンの連結子会社化、2007年に協和発酵へ資本参加により、棚卸資産回転日数が伸長しCCCにも影響。

3-4. 安全性分析



流動比率

キリンは140%程度と高い流動比率を維持しているが、アサヒは80%以下で推移。



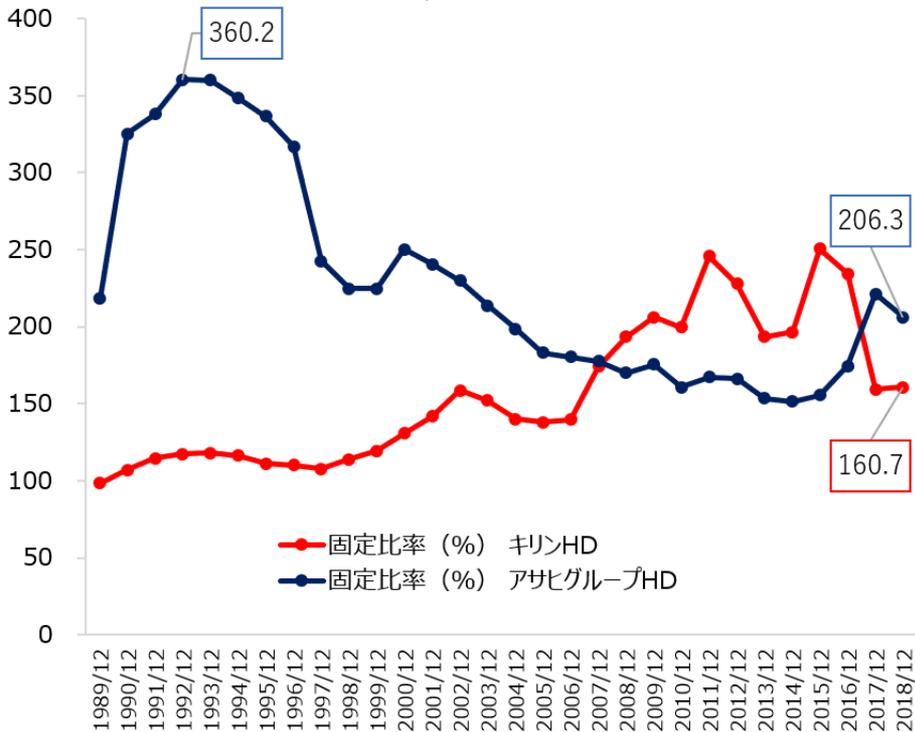
自己資本比率

キリン：2006年まで40%～50%と非常に高い自己資本比率で安定していたが、キリンは2007年以降に多角化や投資を推進し一時、30%を切る水準になったが、2018年は40%程度まで戻している。

アサヒ：当初、低かった自己資本比率を着実に改善を進めて、2005年以降は35%超と安定している。

3-4. 安全性分析

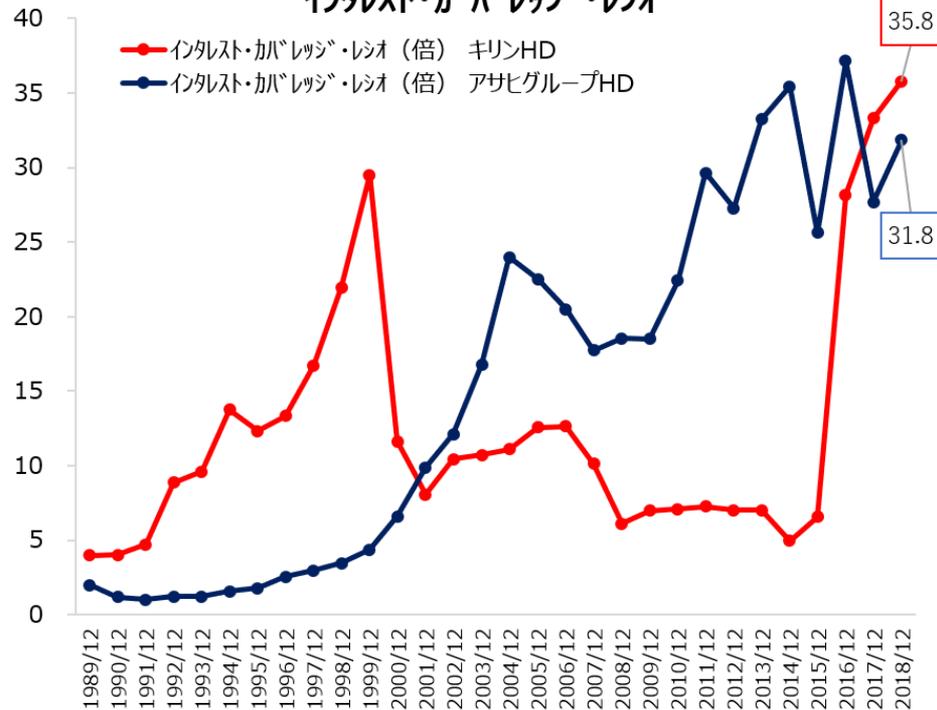
固定比率



固定比率

アサヒは1992年頃は非常に固定比率が高い状況であったが、改善を進めている。

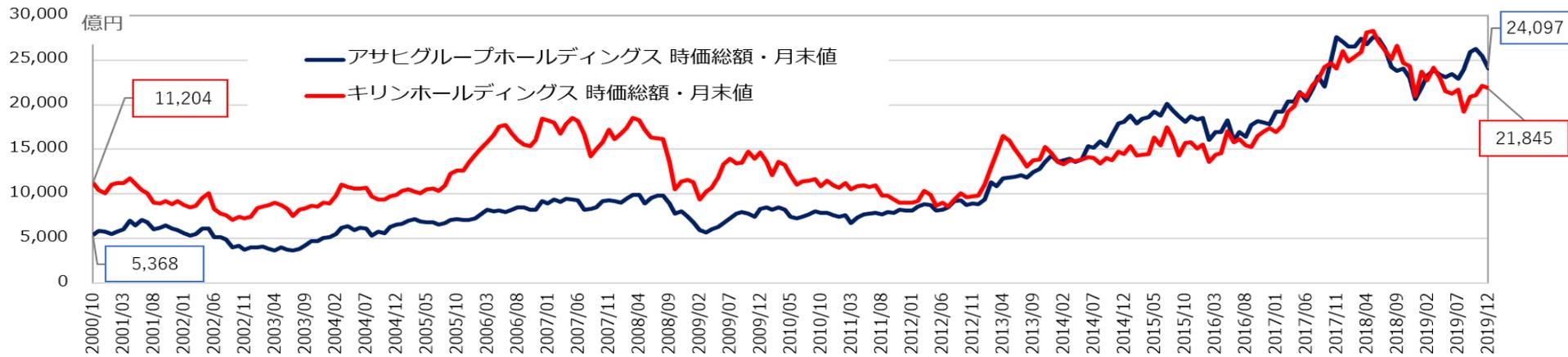
インタレスト・ガバレッジ・レシオ



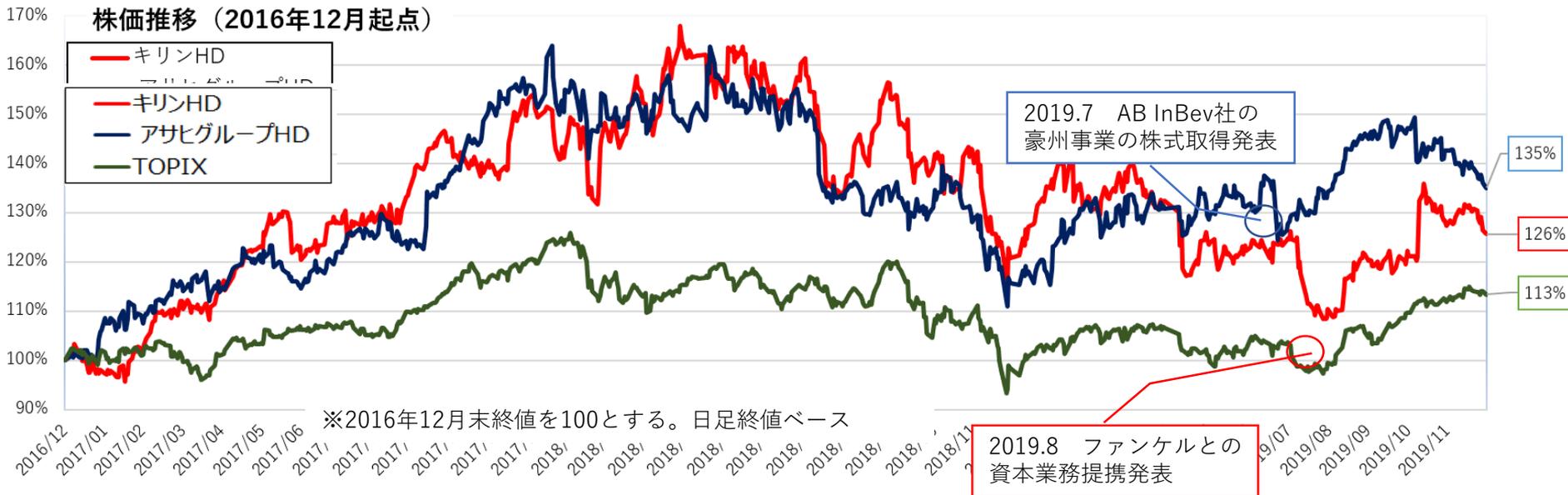
インタレスト・カバレッジ・レシオ

アサヒは着実に改善。キリンは2016年12月に大幅に改善し、直近では30倍超まで高めている。

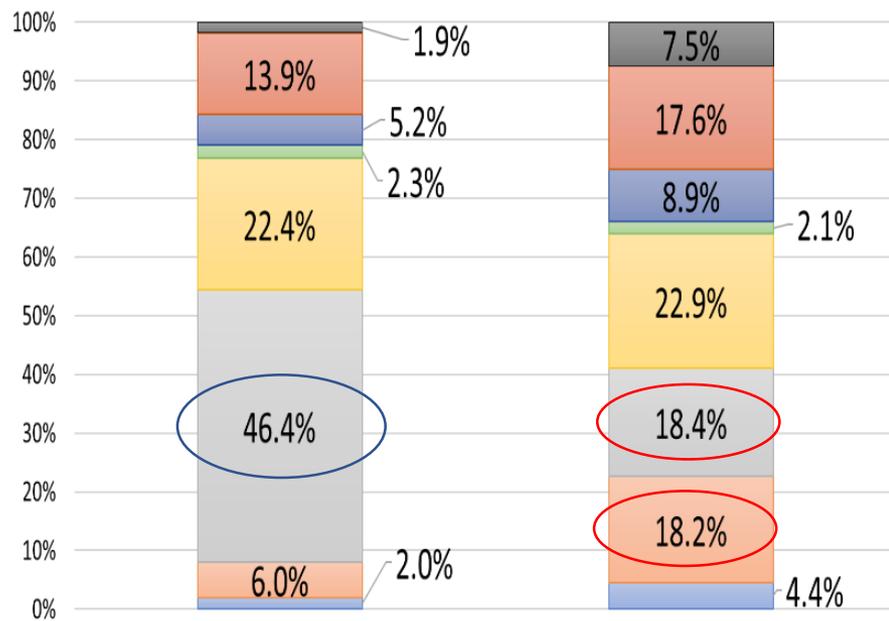
3-5. 企業価値分析



2000年10月でアサヒはキリンの半分以下であったが、企業価値を高め続けキリンよりも高い時価総額を達成している。時価総額は19年間で4.49倍となる。(キリンは1.95倍)



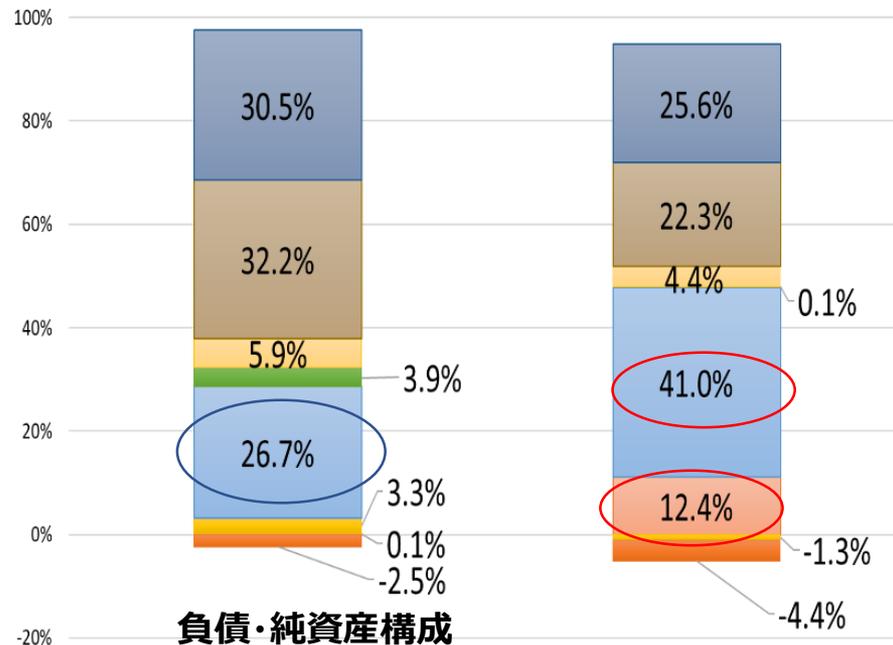
3-6. 事業資産構成 2018年12月現在



資産構成

(単位:百万円)

	Asahi アサヒグループホールディングス	よろこびがつなく世界へ KIRIN キリンホールディングス
現金及び現金同等物	57,317	173,102
営業債権	427,279	404,934
棚卸資産	160,318	204,837
その他流動資産	69,662	48,885
有形固定資産	689,985	527,039
のれん及び無形資産	1,428,543	424,114
投資その他の金融資産	184,533	418,384
その他非流動資産	61,677	102,329

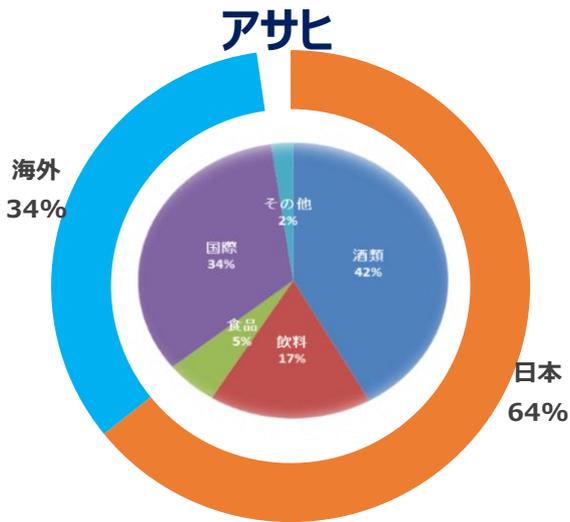


負債・純資産構成

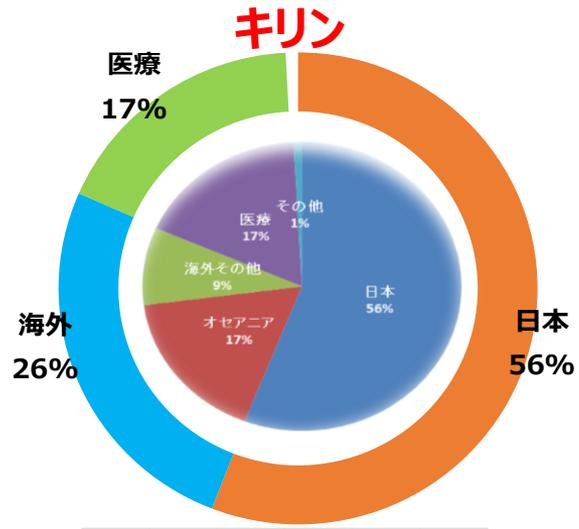
	Asahi アサヒグループホールディングス	よろこびがつなく世界へ KIRIN キリンホールディングス
流動負債	939,591	589,949
非流動負債	990,076	512,755
資本金	182,531	102,046
資本剰余金	119,128	2,238
利益剰余金	821,120	943,468
自己株式	-76,997	-101,904
その他の資本	100,637	-29,767
非支配持分	3,227	284,840

3-7. セグメント分析①

売上収益比較



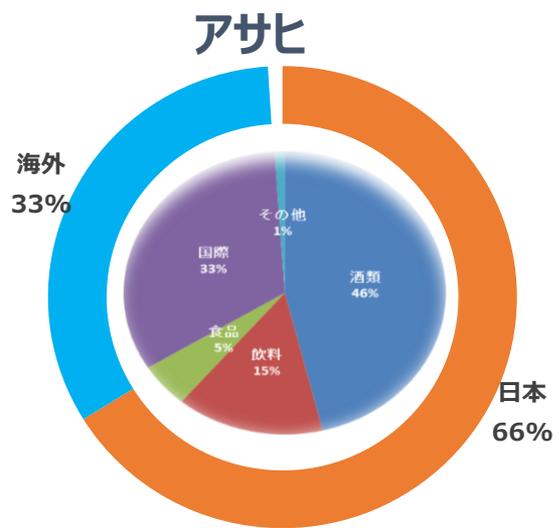
酒類	飲料	食品	国際	その他	総計
886,740	360,290	114,652	710,384	48,223	2,120,291



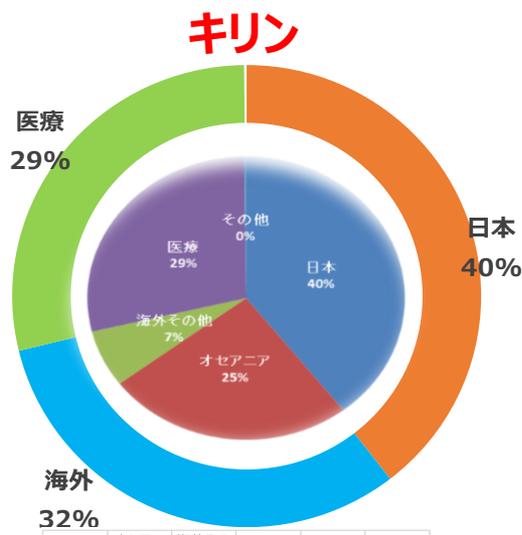
日本	オセアニア	海外その他	医療	その他	総計
1,078,348	329,499	167,409	339,274	15,992	1,930,522

- 両社とも外部売上は、2兆円前後であるがその構成は大きく異なる
- アサヒは豪州事業買収により2020年海外構成は、40%程度まで高まる見込み
- キリンは、豪州飲料事業売却により2020年海外構成は、22%程度へ減少見込み

事業利益比較



酒類	飲料	食品	国際	その他	総計
107,359	34,520	11,762	76,347	2,315	232,305



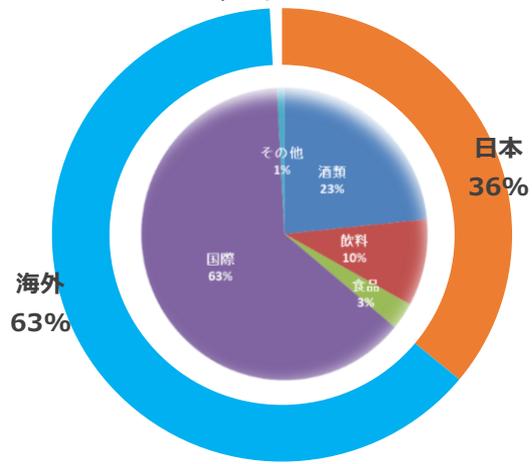
日本	オセアニア	海外その他	医療	その他	総計
81,168	51,687	13,369	58,792	368	205,384

- アサヒは、豪州事業買収により営業利益780億円程度が2020年貢献海外比率も50%近くにアップ。エリア的にも国内,欧州,豪州の三極体制が確立
- キリンは、日本、海外、医療で均等に稼ぐ三極体制。

3-7. セグメント分析②

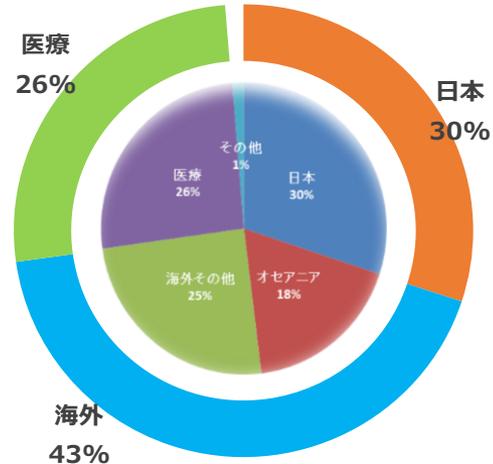
資産比較

アサヒ



酒類	飲料	食品	国際	その他	総計
710,535	292,005	91,270	1,918,545	25,930	3,038,287

キリン



日本	オセアニア	海外その他	医療	その他	総計
819,118	489,622	674,622	706,292	34,918	2,724,572

- アサヒは、過去の海外買収よりのれん代が海外資産として大きな割合で2020年度は、豪州事業買収によりさらに海外資産が大きくなる
- キリンは、海外比率がやや高いが3分割とバランスが取れている

3-8. 2019年12月期業績及び新型コロナウイルスの影響

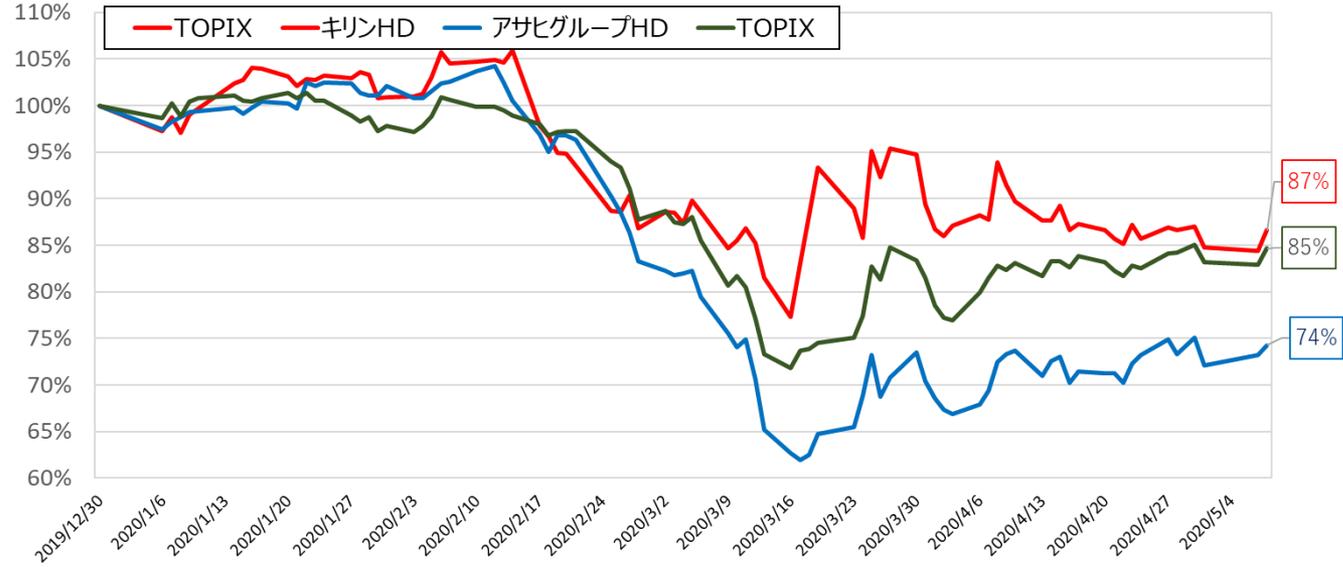
2019年12月期業績

	キリンHD			アサヒグループHD		
	2018年12月	2019年12月	増減率	2018年12月	2019年12月	増減率
売上高 (百万円)	1,930,522	1,941,305	0.6%	2,120,291	2,089,048	△1.5%
営業利益 (百万円)	198,322	87,727	△55.8%	211,772	201,437	△4.9%
純利益 (百万円)	164,202	59,642	△63.7%	151,077	142,207	△5.9%
ROE	17.7%	6.6%	△11.1%	13.2%	11.9%	△1.3%
PER	12.52倍	35.15倍	+22.63倍	12.9倍	16.1倍	+3.2倍

キリンHD
オセアニア総合飲料事業の減益や為替の影響、ライオン社飲料事業の減損損失計上などで大幅な減益

アサヒグループHD
国内は天候不順や競争激化の影響、海外は為替変動のマイナス影響を受け減益

新型コロナウイルスの影響 (株価推移2019年12月30日起点)



キリンHDはTOPIXよりも下落率は低い。

アサヒグループHDはTOPIXよりも大きく下落。豪CUB事業買収による財務リスク上昇を懸念された。

安全性が重視される環境

3. ファンダメンタルズ分析 まとめ

1. 成長性

アサヒはスーパードライの大ヒットを起点として成長を続け、ビール事業ではキリンを上回った。近年では、キリンは多角化による成長を目指し、アサヒはビールに集中しグローバル化を推進と戦略に大きな違いが出てきている。

2. 収益性

キリンはビール、飲料セグメントは横ばいであるのに対し、医薬・バイオケミカル（協和発酵キリン等）の収益貢献が拡大して利益ベースの50%程を稼ぐまでに成長。アサヒは国内事業は横ばいであるが、欧州事業が好調であり、1.2兆円で買収した豪州事業の収益が加算されていく。

3. 効率性

キリンは過去より効率的な経営を実施してきたが、2006年のメルシャンの連結子会社化や2007年の医薬事業に本格参入で、棚卸資産回転日数の伸長してCCCに影響している。アサヒは回転率、CCC共に着実に改善してきている。

4. 安全性

総合的にはキリンが安定しているが、アサヒも着実に改善を進めており、近年では遜色の無い状態となっている。しかし、1.2兆円で買収する豪州事業で財務の悪化は避けられない。

4. 戦略比較

インタビュー結果概要

4. 戦略比較

			
経営戦略	基本的考え方	<p>2016年中計（2016年～2018年）において飛躍的に収益性が改善した主な要因は「麒麟ビールの再生」と「低収益事業の売却」。麒麟ビールの再生については、商品を絞って集中的にマーケティングを実施し、マーケティングROI（マーケティング投資額に対し得た利益率）は大幅に向上。また、「おいしい」「うまい」を前面に打ち出した分かりやすい内容で消費者に訴求するなど、製販一体となった販売が出来るようになった。</p>	<p>「Think Globally, Act Locally」 主力の国内ビール市場はシュリンクしていく想定の下、コスト抑制や効率化とブランド育成（特にスーパードライ）に注力し、ミックス改善を図る。国内では、値上げや販促費低減でマージンを上げるのは困難な為、（ブランドにバリューがあれば）比較的値上げにも寛容な海外市場に成長を求めた。</p>
	ポートフォリオ	<p>不採算の麒麟ビバレッジを米コカ・コーラに売却することも検討したが、同社はそれに危機感（反発心、反骨心）を持ち、サプライチェーンや商品ミックスを大きく変更、主力商品の生茶のリニューアルが成功し、売上高営業利益率も大幅に改善。生茶が復活の象徴となり、お荷物どころかグループの稼ぎ頭として復活。</p>	<p>酒類と飲料は相性がよく、両製造ラインを有するハイブリッド型工場もある。既存ビール工場の設備が過大になっても、生産ラインをRTDや飲料に振り向けることで効率化を進めることが可能。食品事業は比較的シナジーが小さいが、ブランド展開という観点では、飲料事業のカルピスや三ツ矢のブランドでキャンディ等を作ったりして相乗効果も出ており、食品事業の利益率は10%を超える水準となっているので、今すぐ撤退はない。</p>

4. 戦略比較

			
成長戦略	基本的考え方	<p>CSV（健康、地域社会・コミュニティへの貢献、環境、酒類メーカーとしての責任）を重視し、社会課題を解決しながら儲ける。ビール事業は衰退事業であり、医薬事業を伸ばすと共に、医と食をつなぐ事業を育成。キリンの医療事業は発酵からきており、現在は4つの重点領域で、4つのモダリティを核とした希少疾患薬やスペシャリティ薬の新薬を開発中。ビール事業からも新薬候補のシーズも出てきており、相乗効果もある。</p>	<p>ペロニーやウルケルにスーパードライを加え、スーパープレミアムブランドにより世界で戦っていく。欧州事業は想定した利益を上げている。豪州は人口が減少しておらず、ビール消費量は漸減傾向だが値上げにより売上は増加。買収予定のCUBにはプレミアムブランドもあり、販売網を活かしたスーパープレミアム戦略におけるクロスセルが可能。</p>
	ESG対応	<p>WHOに関して、現在はタバコ（JT等）が苦しい。次のターゲットはアルコール。既に欧州では棚の40%程度はノンアル。酒類に特化するのには得策ではない。ESGという観点では、ペットボトルのリサイクルは重要な課題だが、技術的な問題があり、解決には時間が掛かる。また、欧州では、人権問題や贈収賄はリスクがあり、ミャンマーのロヒンギャ問題も重要。ミャンマーのビール事業はダイベストメントの検討が必要。</p>	<p>気候変動への対応や責任ある飲酒の促進をはじめ、18の重要項目を特定。「ネガティブ・インパクトの排除」「ポジティブ・インパクトの拡大」の観点から、重要なテーマを「環境」「人権・人材マネジメント」「責任ある事業活動」の4つの領域に整理して、各々のKPIを策定。例えば、環境問題に対しては「アサヒグループ環境ビジョン2050」を策定し、2050年までに事業活動における環境負荷「ゼロ」を目指している。</p>

4. 戦略比較

		 よろこびがつなく世界へ KIRIN キリンホールディングス	 Asahi アサヒグループホールディングス
M&A戦略	考え方・体制	<p>M&Aリストを作成し毎年見直しており、2013年ごろに策定したSMAPS（強いブランド、カルチャーフィット、市場アクセス、収益性、持続性）というキリン独自のM&A戦略フィルターを使い対象会社を絞り込んでいる。</p> <p>赤字事業を黒字にするような経営能力は無いので、収益性がしっかりとしているところをM&Aする。大きな投資をする場合、ROICで10%がハードルとなるが、最初から10%超の案件はない。中期的に10%を超えることが必須であり、10%を達成できない案件はNGとしている。ビールは衰退市場で、（再編も一段落し）投資先はなく勝負は決まってしまう。最大消費国の中国、アメリカの成長はストップし、日本はシュリンク、ASEANのみ僅かに成長しているがビール市場はゲームオーバーである。</p>	<p>対象をビール事業に絞っている訳ではないが、買収先の目安は、①高い収益性、②強いブランド力、③高い技術力や先進設備、④現経営陣のリテンション、の4つ。当初は非常に少ない人数でM&A業務やっており経験値も低かったので外部から経験者を呼び、小さな案件の成功と失敗を積み重ねながら、10~15年掛けて経験値を高めていった。現在のM&A専門チームは10人程度。各担当が常に数件の潜在案件を抱え、大型買収が決まれば関係部署も含めて一丸となって対応していく体制となっている。</p>

4. 戦略比較

			
M&A戦略	<p>具体的事例</p>	<p>ブラジルキリンの最大の失敗要因は、距離的に離れていることから「グリップが効かなかった」こと。現地の経営陣を信頼し過ぎた。豪ライオン社の乳飲料事業の失敗はD.D.にあった。プライベートブランドが強く売価が安定せずに収益コントロールが難しい事業だった。ファンケル買収により、(キリンの顧客は年配の男性が多いが)女性や若い顧客基盤を活かせる。ファンケルはコールセンターが充実しており、顧客からの支持の高い会社だと評価している。コーポレートカルチャー、ベンチャースピリットといったファンケルの良い部分は尊重しながらも、業績にコミット頂くことでコントロールしている。今後の展開は、キリンブランドとファンケルブランドに拘りはなく、顧客目線で展開していきたい。</p>	<p>海外進出を図った当初(1990年代、2000年代)は資金力の制約もあり、主に飲料事業分野における小規模な投資でジョイントベンチャー型が多く、思うような成果が挙げられなかった。2015年にABインベブのSABミラー買収により独禁法対策で良い売り物が増え、資金力もついてきた為、2016年以降ビール事業分野で立て続けに100%買収案件を実行できた。今の国内食品業界での再編は難しい環境にあり、例えば大麻合法になればアルコールは不要な世の中になるかもしれない。単純な国内再編で生き残れるか分からない。ブランド・技術力を重視しているのは、そういった環境変化の中でノンアルやクラフトといった分野での新商品開発力のダイバーシティを図るという意味もある。</p>

4. 戦略比較

		<small>よろこびがつなく世界へ</small>  KIRIN キリンホールディングス	 Asahi アサヒグループホールディングス
経営管理	財務戦略	<p>1998年までは無借金経営であった。現在、D/Eレシオは1倍未満が目標で、営業C/Fは大幅にプラスであることから、無理をして借金はしない方針。</p> <p>株主還元は、配当と自社株買いの両面で考えている。配当性向は前期33%であったが、現状は40%となっている。40%から50%に引き上げるのは難しい。</p>	<p>西欧・中東欧事業の買収までは通常の有利子負債での調達でも財務健全性を保てたが、豪州事業の場合は格下げ懸念があるため、ハイブリッド債を活用する予定。株式の希薄化（株価下落）に繋がる増資による資金調達は避けたい。</p> <p>配当性向については35%（将来的には40%）の目標を掲げている。グローバル標準に近づけていくという意思表示。</p>
	子会社ガバナンス	<p>各事業会社の管理指標としては、ROAと事業利益を中心に管理している。モニタリングの仕組みについては、主要事業会社は月に一度のグループ経営戦略会議（社長の諮問会議）、四半期に一度ボードを含めたモニタリングを行っており、キリンビール、キリンバレッジ、ライオン、協和キリンについては、年に一度、事業会社の社長自らがボード（主に社外取締役）に説明する場を設けており、フィードバック頂く仕組みを導入している。</p>	<p>EBITDAを基軸とした3～5年先までの数値目標を課しているので定期的にレビューしているが、（日々の）マネジメントには口を出さない。月次報告は、現地のCEOとCFOが直接参加し、数字だけでなく人事等も含めた経営課題について活発な議論を行っている。欧州事業においては、本社から常務クラスを派遣し全体統括をさせ、両社には各々3～4人の社員を派遣して日々のモニタリングやグループ方針の共有等を図っている。</p>

4. 戦略比較

			
今後の課題	酒税改正対応	<p>酒税法改正により大きな影響が出るだろうが、クラフトビール、ビール、発泡酒といったカテゴリーは残ると思う。発泡酒はビールより数円安いカテゴリーとして残るのではないかという仮説を持っている。クラフトビールに力を入れており、利益率が上がるかもしれないという仮説を持っている。高くても買ってもらえるようにしなければならない。</p>	<p>チャンスと捉えなければいけないが、リスクもある。例えば、今はスーパードライがビールだからうまいと思って飲んでいる顧客が、ビールというカテゴリーがなくなっても同じように愛飲してもらえるか分からない。ビール類だけでなく耐ハイ等のRTDとも同じ土俵で戦うことになれば競合環境が変わる。その為にも、ブランド力は非常に大事で、育成に努めている。</p>
	その他の課題	<p>協和キリンは親子上場となっており100%化は経営課題だが現在の株価が高く、直ちに実現するのは困難。少数株主の利益を損なわないように独立性を担保しており、キリンは同社の経営には口を出さずに事業利益を握り、その範囲内で経営頂くようにガバナンスを行っている。今後3年間における3,000億円の投資は「ビール、ビバレッジ事業」と「医薬事業」が中心であるが、その一部を「医と食をつなぐ事業」に投資していきたい。ただしビール事業は衰退事業であり、医薬を伸ばしていきたい。</p>	<p>IFRSにおいても、のれんの償却が議論されている。PLは厳しくなるがCFを重要視している。20年未満だと影響は大きいですが、20年以上が選択肢になれば寧ろ定期償却の方が良いかもしれない。ユーロ・豪ドルの取引が増える中で、グループ全体のキャッシュマネジメント、為替リスク管理の仕組みをどのように構築していくは課題。GCMSの構築、口座の見える化、プーリングなどによりキャッシュ効率を図る。為替についても本社にて一元管理可能な体制の構築を進めている。</p>

5. まとめ

1) 両社の事業戦略に違いがでた背景は、何が起因しているのか？

- ✓ **ビール市場の成長性**について、アサヒに比べて**キリン**は悲観的。
- ✓ 歴史的に**キリン**は剰余金が豊富でアサヒに比べ早くから拡大戦略を推進。ブラジルでは多額の減損損失を計上するなど**海外拡大戦略は頓挫**したが、この時期に協和発酵工業に資本参加することで**医薬事業を第2の柱**にする橋頭保を築いた。
- ✓ **アサヒ**は財務体質が改善されてからの海外進出とキリンに比べ時期的に遅れたが、ABインベブが独禁法回避目的で比較的優良事業の売却も余儀なくされたタイミングと重なったことで、**利益率の高い海外事業**を獲得することに成功した。
- ✓ 経営理念やビジョンについては、キリンは「食と健康」、アサヒは「グローバル」（グローバル＋ローカル）を掲げる。**キリンは、食品と医薬を2本柱**とし、その2つを繋ぐ健康分野を開拓領域と定義することで成長を図る戦略。一方の**アサヒ**は、ビールを主軸とした食品事業において**国内・海外を2本柱**とし、海外事業を拡大することで成長を図る戦略。

5. まとめ

2) 両社の戦略の課題、リスクは？

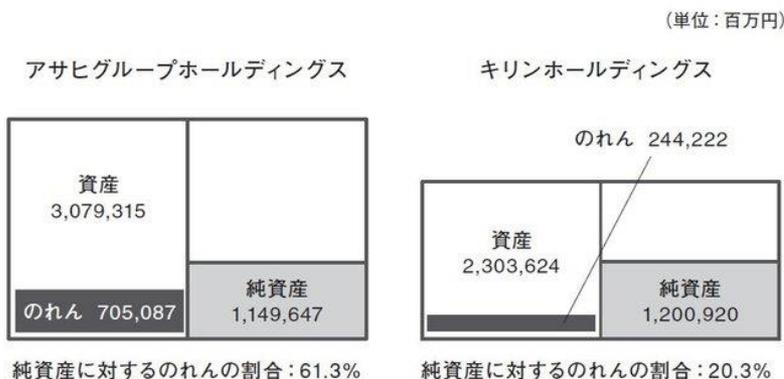
【キリンの課題、リスク】

- ✓ 医薬事業は多額の研究開発費が必要で業績の変動幅が大きい
- ✓ 協和キリンの親子上場問題とガバナンス強化策
- ✓ 医と食をつなぐ事業の収益貢献に向けた具体的な戦略
- ✓ 酒税法改正の影響（相対的にビールが弱いキリンは不利か？）

【アサヒの課題、リスク】

- ✓ 海外事業に成長の源泉を大幅に依存（減損リスク含む）
- ✓ 国内外共にビール類事業（特にスーパードライ）に収益の源泉を大幅に依存
- ✓ のれん減損リスク

2社ののれんの割合



2社ののれんの内訳

(単位：百万円)

アサヒグループホールディングス		キリンホールディングス	
中東欧（チェコ及びスロバキア）事業	238,032	オセアニア酒類事業	99,050
中東欧（ポーランド）事業	82,895	オセアニア飲料事業	15,083
西欧（イタリア）事業	50,151	海外その他総合飲料事業（ミャンマー）	23,303
その他	334,010	医薬・バイオケミカル	104,141

5. まとめ

3) 各々の戦略の株主の評価は？

キリン PBR 1.98倍、PER 15.57倍、時価総額1.9兆円 (2020年5月8日時点)

アサヒ PBR 1.36倍、PER 11.85倍、時価総額1.8兆円 (2020年5月8日時点)

※ 東証一部上場 PBR 0.96倍 (2020年5月8日時点)

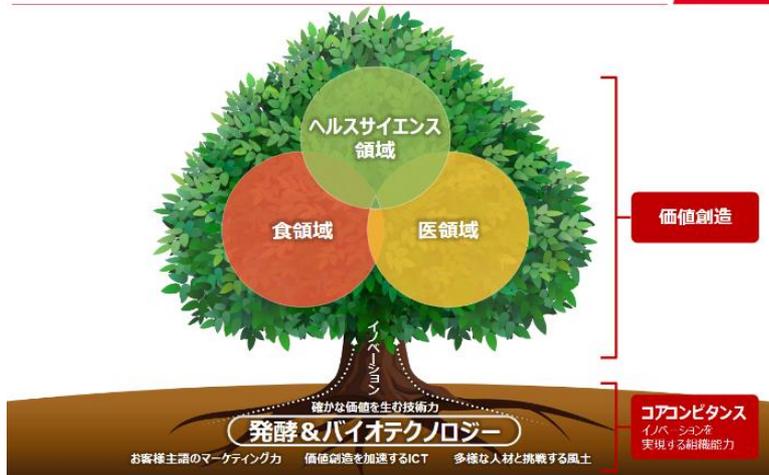
J P X 日経400 PBR 1.21倍 (2020年5月8日時点)

- ✓ 直近10年でみるとアサヒの方が企業価値（時価総額）を上げていたが、直近では、新型コロナウイルスの影響で財務体質の良いキリンがアサヒの時価総額を上回る。
- ✓ アサヒの方がピュアプレーヤーで評価しやすく、キリンは医薬事業を持っていることでコングロマリットディスカウントが勘案されているのではないか？
- ✓ 協和キリンやファンケルの企業価値がキリンHDに適切に反映できているのか？

キリングroupのコアコンピタンスと価値創造



クロスセルによるグローバルプレミアムブランドの拡大



5. まとめ

4) 各々の戦略の違いが企業価値創造にどのような影響をあたえているのか？

- ✓ **キリンは医薬事業の成長**が続くという期待感から、世界の同業他社よりも高い株価を維持している。
- ✓ 時価総額はキリンもアサヒも同規模の約1.8兆円程度。
- ✓ キリンもアサヒも東京一部上場やJPX日経400の企業をPBRで上回っているエクセレントカンパニーである。
- ✓ **PERやPBR**といった株価の指標面では**キリンの方が高い**。
- ✓ 株価指標面でキリンがアサヒを上回る点は、**成長市場の医療事業**をキリンが保有しており、**医と食をつなぐ（ヘルスサイエンス）事業**に市場が期待を寄せていることも一因ではないかと考える。
- ✓ キリンもアサヒも「CDP 気候変動 A リスト」を獲得する等、ESGに積極的に取り組んでいるが、インパクト投資の観点からは、**CSV経営を掲げるキリン**の方が投資家から評価されている可能性がある。
- ✓ **キリンは2019年度に豪ライオン飲料事業売却に伴う減損損失を計上し財務リスクが低減**。一方の**アサヒは**、豪CUB事業買収により**財務リスクが更に上昇**することで、投資家が株価に当該リスクを織込んでいる可能性がある。

仮説

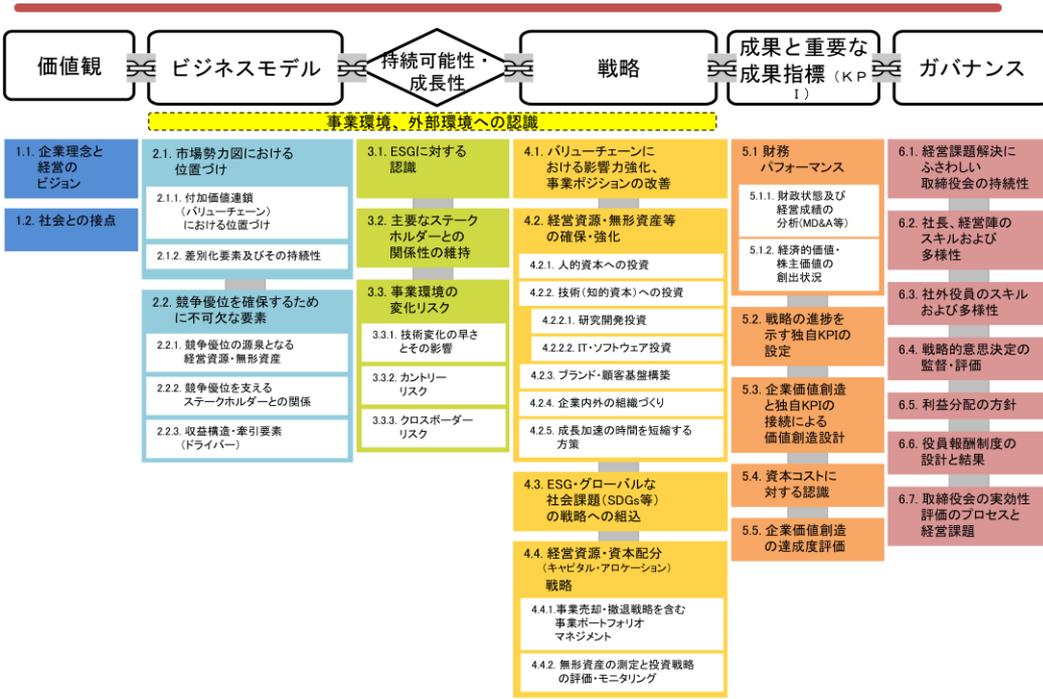
現行戦略下においてはキリンの方が企業価値が中長期的に向上

自社に持ち帰りたいこと

価値協創ガイダンスを活用

- 本ガイダンスを基に、自社の開示を棚卸し、記載のないものについて今後の方針を検討する。
- 本ガイダンスに沿って、開示のみではなく自社の経営そのものの実態も含め、社内での対話に利用する。

価値協創ガイダンスの全体像



「不足している事」を明確にし、改善へ

・ビジネスモデル ~再定義~

新規事業を既存事業へ移行
デジタル活用と価値創造

・持続可能性・成長性

規制に守られてきた環境
⇒コロナ渦で規制緩和が加速

・戦略

ESG・SDGs等の長期戦略の策定
無形資産の適切な評価

・成果と重要な成果指標 (KPI)

重要な成果指標の決定と目標開示
資本コストに対する認識
企業価値創造の達成度評価

自社に持ち帰りたいこと

～ 価値協創ガイダンスにおいて当社に不足しているもの ～

- **ビジネスモデル、ビジネスモデルの持続可能性・成長性**

- 「ビジネスモデルがある」とは、中長期で見たときに成長率、利益率、資本生産性等が比較対象企業よりも高い水準であることである。
- 明確なビジネスモデルが存在することに加え、それが持続可能であること（サステナビリティ）、さらには持続するだけでなく成長性を持つものであることが求められる。

～価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスより～



新規事業を既存事業へ移行

メディパルグループでは、「ARによる適正な情報提供」、「PFM®（プロジェクト・ファイナンス&マーケティング）」、「PMS（製造販売後調査）」を新規事業と位置付けています。

⇒早期に成長させて安定的（持続的）なビジネスモデルへ変換させる。

デジタル活用と価値創造

2022メディパル中期ビジョンにおいて「ICT企業との協業による新たな価値の提供」を掲げていますが、新型コロナウイルス対策として医療分野のデジタル化（遠隔診療・遠隔服薬指導）が急速に進んでいます。また、「営業のあり方」の見直しも含めて「デジタルの活用」は優勝劣敗を決める重要な戦略となります。

⇒収益化をすすめ、ビジネスとして成り立たせる。

自社に持ち帰りたいこと

～ 価値協創ガイダンスにおいて当社に不足しているもの ～

- 戦略

- 中長期的な価値向上の観点から特定した社会課題（ESG 等）をどのように戦略に組み込みステークホルダーとの関係をどのように構築していくのかなど、ビジネスモデル及び持続可能性・成長性で示した内容を実現するための戦略を、長期の価値創造ストーリーの中で投資家に伝えるべきである。

～価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスより～



ESG・SDGs等の長期戦略の策定

メディパルグループのESGに対する認識は「事業活動そのものが持続可能な経済社会の実現に貢献」と具体的な戦略にまで落とし込めていない

- ⇒ 長期の価値創造ストーリーの策定、提示
- ⇒ ESGの視点（「ROESG」という考え方）

財務諸表に明示的に表れない無形資産の価値を適切に評価すること

戦略の説明はあるが、その生み出す価値について定性的な説明が多く、定量的な説明が不足している。

- 新たな流通価値を生み出す「人材」AR（人的投資）
 - 顧客の経営改題を解決する機能
 - 個口スキャン検品・ロケーション別納品（物的投資）
 - 病院医薬品管理システム「McHIL」・調剤薬局業務サポートシステム（システム投資）
- ⇒ 創造した価値の定量的な測定と投資家への説明

自社に持ち帰りたいこと

～ 価値協創ガイダンスにおいて当社に不足しているもの ～

- **成果と重要な成果指標（KPI）**

- 戦略を実行した結果（成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI））をどのように評価し、それを今後の取組にどのように反映させていくかについて伝えることも重要である。

～価値協創のための統合的開示・対話ガイダンスより～



重要な成果指標の決定と目標開示

2022メディopal中期ビジョンにおける目標

経常利益・新規事業利益・配当性向・成長投資の金額

⇒ 戦略の進捗を示す独自KPIの設定・充実させる。

⇒ KPIの現場へ落とし込み（オープンブック・マネジメント）

	2019年3月期 実績	3年後の目標または方針
経常利益	639億円	720億円
新規事業利益 [※]	46億円	100億円
配当性向	24.7%	30%を目安に安定配当
成長投資	3年間で1,000億円規模	

資本コストに対する認識

外部に対して当社の資本コストに対する認識を示していない

⇒ 資本コストに対する認識の開示する。

⇒ 資本コストを踏まえた合理的な資本の配分を行っていることを示す。

企業価値創造の達成度評価

戦略の進捗を示す独自KPIの設定が不足しており、達成度評価が出来ていない

⇒ 戦略の進捗を示す独自KPIの設定・充実させ、その達成状況を投資家に示す。

自社に持ち帰りたいこと～CFOの言葉～

元HOYA株式会社 取締役 兼 執行役最高財務責任者 江間 賢二 様

経営実践からの示唆

<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

<リーダーに贈る言葉-②> 好奇心 感受性 スピード

『企業経営』とは何か？

1. その時代その時代に存在意義のある『業を企てる』こと
2. 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

経営者の仕事～企業経営を実践する人～

経営とは『創造』と『破壊』の連続

スリーエム ジャパン 株式会社 代表取締役 副社長執行役員 昆 政彦 様

バックミラー支援からヘッドライト型CFOへ『目指すべき方向性』現在の殻を打ち破る
社長と同じ目線に立つ！市場と同じ目線に立つ！戦略実行目線に立つ！

三菱商事株式会社 常勤監査役 内野 州馬 様

企業経営に対するCFOとしての着眼点

- 外的環境変化に対応した収益構造の変化認識
- 収益構造の変化に対応した管理手法の導入（リスクマネジメント／収益管理）
- 資本コスト認識
- SDGS / ESGへの目配りと企業価値との間のバランス感
- 企業（株主）価値最大化とCSVの関係

パナソニック株式会社 前代表取締役 川上 徹也 様

- 難しいことを易しく Clean Hands
- 本質的・中長期的・多面的 Cool Head
- 事前の一策は 事後の百策に勝る Warm Heart
- My Story