

2019年度一橋大学財務リーダーシップ・プログラム（HFLP B）

# HFLP Bコースよりの学び・気づきについて

2020年6月6日

UCCホールディングス 上島 昌佐郎

## 参加背景について

1. 事業のグローバル化に伴い財務的視点での合理的・論理的に物事を考察する必要性が増してきた
2. 自身のキャリアを振り返りオペレーション視点からコーポレートの視点への理解を深める必要性を感じた
3. 成長戦略としてのMA戦略の重要性が益々高まってきた

## 参加目的について

1. 財務会計への知識、理解の深堀
2. それをベースにした財務的視点での企業変革の学習
3. MAプロセス全般への知識、プロセスの理解促進
4. 多くの講師の方々の実体験に基づく様々なケースの学習
5. バックグラウンドの異なる受講生からの様々な刺激や気付き
6. 上記の通じての自己成長

上記を昨年の参加理由書に記入して受講スタートした。この10か月間は、本当に濃密な時間、刺激の連続であった。本コースで様々な事を学び刺激を頂いたが特に印象に残った点を中心にご紹介させていただきます。

# 1. 通常セッションでの学び・気づきについて(1/9)

## 伊藤レポートより学んだ点・気づき

過去20年間、日本企業は、様々なイノベーションを生み出したが、反面、欧米企業と比較して約半分の収益性という特異な状況を直視させられた。その原因は、稼ぐ力が弱っている、つまり事業収益力の低さであるという事実。

資本コストという概念を初めて認識させられた。グローバルに投資家の期待する資本コストは、8%、これを基準として企業価値創造か破壊かという事実。

企業価値創造の番人としてのCFOの役割とその重要性への認識。継続的に企業価値創造が継続的に推進できる仕掛けづくりとにそれを現場に落とし込む重要性への認識。

日本企業は、相対的に安全性、リスクを取らない傾向の為に、内部留保が厚いが、成長原資としての内部留保の有効活用、レバレッジを効かした経営の意識を持つ必要性。

稼ぐ力を高めるためのイノベーションの重要性、中期的視点に基づいた投資家との対話、そして資本家との健全な協創関係により継続的に企業価値向上が実現できる事を学んだ。そして企業価値向上の司令塔としてのCFOの役割の重要性に気付かされた。

## CFOの役割・心構えについて

CFOの役割は、説明責任と執行責任にあり、経営の当事者意識を持ってやることが非常に重要である。今までは、可視化された資産を活用して、万人に理解できる経営戦略を過去の財務数値に基づいて分析し実施、結果数値を分析することから、これからは、見えない資産(技術、人材、マネージメントノウハウ等)を活用して人が思いもよらない戦略をCFOが形式知に変えて将来予測する財務情報で当事者意識を持ってCEOとともに共同執行することが重要。

CFOは、自社の事業戦略、企業活動のよるPL, BSと金融市場がからの資本コスト, 期待値の間にできるGAPを摺合せGAPを埋めることが求められる(役割)

(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 昆氏より)

CFOの矜持とは？ 常にポケットに辞表を入れて仕事をする、そして企業価値の番人である  
(エーザイ専務執行役員柳良平講師より)

CFOとは、

- ・CEOから信頼を受ける＝毎日数回TELでCEOと話している
- ・会社のいろんなレベルの人から尊敬を受けている
- ・CEOに反論するときは、する(アメリカでは、CEOに反論できる人は、少ない)
- ・投資家との信頼関係を第一にする。そしてCFOの仕事は、自分の会社を投資家に売り込む  
(東京エレクトロン堀常務より; 先方CFO(ポブハリー)からの学びより)

上記の方々のコメントが私に刺さった。CFOの役割として、分析に基づき戦略を立案するのみでなく当事者として執行し、戦略を社内外に形式知にかえて説明責任を果たす。資本家の期待値とのギャップを埋める役割を担い、企業価値の番人として一步も譲らない覚悟する事が重要と認識。

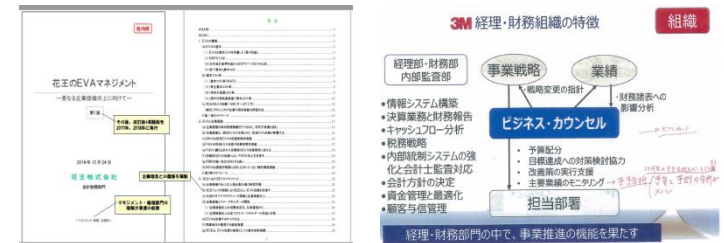
# 1. 通常セッションでの学び・気づきについて(3/9)

## 継続的に企業価値を高める仕掛け

**エーザイ**では、独自の投資採択基準(VICC)があり、この基準については、独自のレートを開発して細かくリスクレートをかけている。約200種類程度の割引率をPJT、投資国、流動性等に応じて算出。

**3M**財務経理部の特徴としてビジネスカウンセルする部がありそれぞれ事業本部の戦略立案、モニタリング、業績分析、改善策の実行支援、予算配分等々に主体的にかかわるアナリストがいる。業績管理については、予算管理でなく、予算と予測の管理、すなわち三か月先の予管理より分析し今なにをしないといけないかを議論する

**花王**EVAは、絶対額の指標であり、ROE、ROIC等の比率指標と違い、絶対額を継続して改善・増加していく事＝企業価値向上に直結。効率性も重要だが事業規模拡大がなくては、持続的成長は、難しくその為には、成長への投資が必須。⇒消耗品等の安定した業種には、フィットすると感じた



**HOYA**では、独自指標SVAを活用し各事業法人毎に期待収益率をハードルレートとして設定し本社は、株主として現場対応する  $SVA = ATA(ROIA - WACA)$  ⇒他地区で多様な事業ポートフォリオに事業には、最適か。

**三菱商事**では、独自の収益管理手法 MCVA(Mitsubishi Corporation Valued Added)の導入して全社のポートフォリオマネジメントツール(業績評価)・BU単位の管理指標(BU毎の採算向上)・個別Exitへの適用(不採算・低採算事業の抽出)の3つの分野で活用。⇒投資事業で多岐にわたるポートフォリオのリスクを抑えることが主眼か。

上記事例より、企業毎の特性・事業環境・考え方等を踏まえて独自の資本効率を継続的に高める独自指標、継続向上さす仕組み、そして、それを全社員へ理解させ参加さす為の教育・啓蒙・評価や遂行するための仕掛けや組織体制等が非常に重要だと学習した。

# 1. 通常セッションでの学び・気付きについて(4/9)

## MA戦略について(1/2)

### 東京海上MA戦略よりの気付き、学びについて

#### 1. 長期にわたり自社リソースに見合った段階的な拡大

MAの歴史を見てみると、国内市場の縮小と損害リスクの拡大という二つのファクターより、海外への成長を求めて、周到に計画的に準備して実行した経緯が見て取れた。

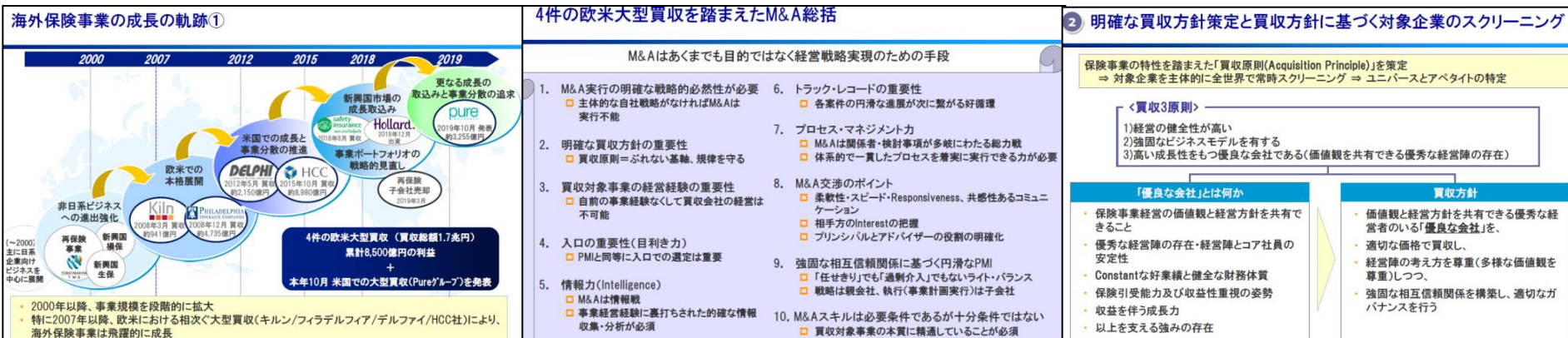
バリュースタックでの人材育成と経験値抑制、段階的な小規模MA、本部に海外企画室設置し組織的な推進力強化、欧米大型案件の成立とPMI推進、欧米を収益基盤として成長マーケットであるアジア新興国でのMAと2000年初頭より段階的にMAを進め、各MAの成功によるキャッシュ創出し更なるMAを生み出している好循環が確認できた。また、順番が段階的であり堅実にステップアップしており常に自社の体力、リソースとのバランスを見ながら拡大していく事の重要性を確認。

#### 2. MA取得人材の最大活用による更なる企業価値創造サイクル

基本的には、優良な会社をプレミアムを付けて買収し、獲得した優良な経営陣にマネージメントを任せてさらに良くする、場合によっては、それら人材を登用してさらに大きな権限を与えて企業価値向上をリードしていくという、多様性を受け入れる度量と国籍にかかわらず能力見合いで人材を登用するダイナミックな経営スタイル。その根幹は、レスペクトやインテグリティ等のキーワードに代表される相互の強固な信頼関係がベースになっている。

#### 3. 平時からの入念な準備がスピードアップとリスクを軽減している

買収戦略の目的、意義に明確なポリシーがあり基本方針も明文化されている。それを実行する部隊に十分なリソースが配分され平時から対象企業が実務経験ある目利きあるメンバーによりモニタリング、インテリジェンスされている。これにより即時対応が可能となり他社との競争優位につながると共に、失敗リスクを最小限に抑えていると推測



# 1. 通常セッションでの学び・気づきについて(5/9)

## MA戦略について(2/2)

### キリンMAより

- ・キリンの前提となる考え方 ⇒自分達は、赤字事業を黒字にする様な経営能力はないので収益性がしっかりとしている事業をMAする
- ・キリンMA基本方針(Kirin MA Principle SMAPS)

- ①Strong Brand(強いブランドを持っている)、②Management Capability with Cultural Fit(しっかりとした経営基盤があり倫理性を含めて価値観を共有できる組織風土がある)、③Access to Market = Route to Market(市場へのチャネルが確立され事業集積が可能である事)
- ④Profitability(収益性が高い事)、⑤Sustainability(上記4つが持続性を持っており可視化できること)

・戦略フィルター⇒Yes, No, Unsure の評価基準で事業モデル、業界構造、人々・カルチャー等々の定性的内容をDD内に組み込み評価

### 三菱UFJモルガンスタンレー証券別所講師より

日本企業は積極的に買収はしているが半面売却はほとんどない。買収がゴールでなくPMIが最も重要。MAはゴールでなく成長戦略を実現するためのツールである。MA判断の軸として、1経営戦略との整合性、2財務リターン、3株主価値の最大化等による。

### コアバリューマネジメント朱講師より

ボール球に手を出さないことが一番重要＝甘い球を見逃さない→選球眼を磨くことが重要と同時に得意コースを多くすること  
 具体的には、対象企業を常時リストアップし定点観測し、そのシナジーを事前学習しておく、既存事業については、収益性を高めて経営余力を持っておく、また非コア事業については、切り離しファイナンスに余裕を持たす、そしてチャンスが来れば色々なバリエーション方法を活用してその方法による違いを合理的に理解する。そしてトップラインシナジーは、入れずに計算し上限価格は、設定する。  
 MA後は、ハンズオンでの関わりを持ち、過度に既存経営陣をあてにせず本社サイドからの経営メンバーを送り込み経営状況を常時見ていながら、且つCEOとのダイレクトコミュニケーションによる迅速化を実行しながら企業価値向上していく事を学ぶ。

企業戦略実現の一つの手段としてのMAと再認識。そしてMA自体の行為にフォーカスが充てられるが、各社事例より、いかに事前準備が必要かの重要性がよく理解できた。また、MA同様に非コア事業の売却が如何に重要か等が印象的であった。

当たり前だが日頃の準備をしておき、事にあたっては、経営トップの覚悟、ハンズオンでの取り組み、一方で冷静に上限価格を決めて事に臨む合理的判断力、複数バリエーションによる価格違いを理解する力、等々のパッション的な部分と合理的な部分を駆使することが重要と理解した。

またMAがゴールでなくそれを成功さし、そこで獲得した有形無形の新たな資産を活用して成長サイクルを作り出していく事が重要と理解。長期的視点をもった戦略とそれを継続推進する体制や評価する財務指標等の重要性と明文化する事の必要性を痛感。

そしてやはり人的リソース、リーダーシップこそが最重要と感じた。

# 1. 通常セッションでの学び・気づきについて(6/9)

## ESGについて(1/2)

### エーザイ専務執行役員柳良平講師講演より

エーザイでは、CSR、CVSより更に先を行く独自の取組をしており、定款に明確に盛り込み事業の根幹に据えて事業活動と密接にリンクさせている。

ステークホルダーへESG潜在的価値を見える化して理解促進さす事の重要性認識

- 1.概念フレームワークの提示:理論の背景を示す事
- 2.実証研究のエビデンス:ESGが企業価値向上に貢献してる事実、データを実証する
- 3.統合報告書での具体的提示:実例が必要であり外部に提示
- 4.エンゲージメントの蓄積:投資家への会話、議論を通じて企業価値に反映さす以上をトータルパッケージで提案し価値評価してもらう

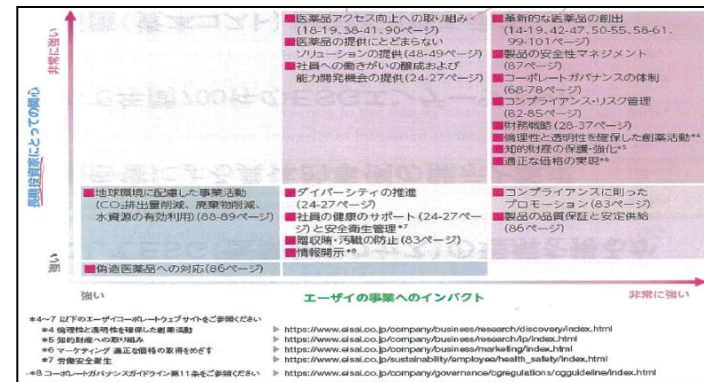
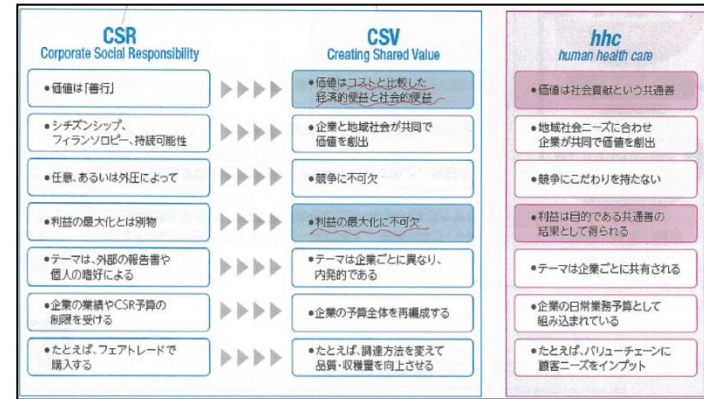
### マテリアリティマップの選択と重要性について

それぞれの産業セクタによってマテリアリティが変わる事を認識。その産業にとって何が重要なセクターなのか、逆に言うが一番影響力が発揮できるパートは何かをロジカルに絞り込む必要性を認識。エーザイの事例より、マテリアリティマトリックスを作成し投資家(長期株保有)と摺り合わせ。縦軸が長期投資家にとっての興味、横軸がエーザイ事業へのインパクト。ここで摺合せができると実行したことが投資家が評価してくれ企業価値へ反映できる。

### キリン企業研究より

キリンでは、2027年までの長期経営計画で世界のCSV先進企業になるという目標を掲げて社会的課題解決と経済的価値の創造を掲げて取組中。特徴的な部分として長期的な非財務目標を明確化してそれをCSVパーパスとして社内外へ発信している。

この実現に向けて医と食をつなぐ事業に本気で取組みその成果がファンケルへの出資だと認識。背景には、アルコールマーケットは、衰退する前提がありこの危機感と過去よりの遺産である発酵技術がこのような経営戦略を実現させたと推測する。





# 1. 通常セッションでの学び・気づきについて(7/9)

## ESGについて(2/2)

### りそなアセットマネジメント松原稔講師より

ESG投資の背景について大きな流れとして世界的に長期運用のパッシブ運用が増加しており短期的なリターンよりも長期的リターンが求められる傾向があり。国連主導で金融セクターよりESGを加速さすべく国連投資原則が設立されさらにこの動きが加速されていることを認識。

### 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社松島講師より

・自動車産業のESG投資とは、

背景: 企業価値を生む源泉が有形から人財、ブランド等の無形ヘシフト、長期的投資の中で非財務情報の説明が必要不可欠に、社会的課題解決が持続的成長につながる。

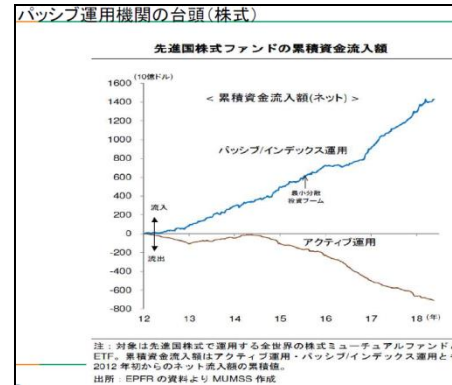
GとESは性格がことなる: 企業の持続可能性に関連するESと企業価値を高める前提となる規律としてのGは、性格が異なり、ESへの対応やレベルアップは、Gが握る。

ダイナミックに変化する自動車業界事例を踏まえてビジネスモデルの変化や競争力の源泉となる価値の覇権争いが従来の延長線上にない部分に出てきている。これらに対処するには、未来から逆算して競争必要条件を揃えていく経営デザインの書き方(戦略)やその実行の差が勝ち組、負け組、価値創造に直結する時代になってきたと認識する。

その優劣をつける経営リソースが有形から無形に変化していることもよく理解できた。そしてその中でもESGによる価値創造こそがキーポイントとして競争力の差に繋がると理解。特にESのハウツーばかりに着目しがちだが、ESへの対応やレベルアップするためのGの重要性や役割についてよく理解できた。

昨今のESG投資の背景が良く理解できこの流れがより加速する事を認識した。ESG実施については、自社が活動している産業の課題と自社の有形無形の資産を活用してインパクトが出せる取組領域を絞り込む事が最重要と認識。また定量化しにくい取組項目を見える化して社内外のステークホルダーの合意や納得性を高めることにより企業価値向上に直結すると理解した。

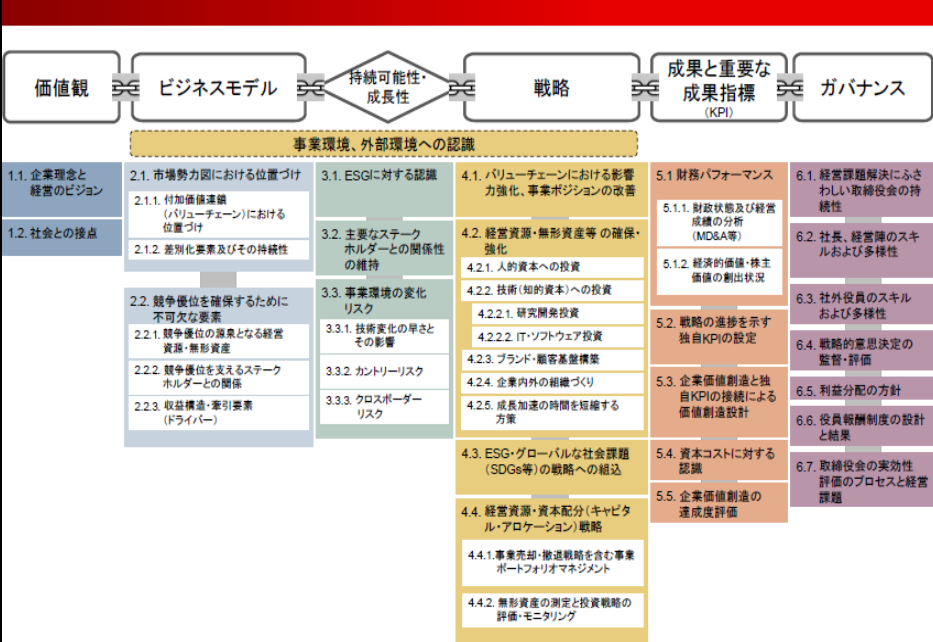
社会的課題、産業課題に対して自社の有形無形の資産、ノウハウを活用して、それを解決した対価としての利益や企業価値向上を獲得する競争戦略がCSVの神髄と腹落ちた。



# 1. 通常セッションでの学び・気づきについて(8/9)

## 価値創造プロセスについて

「価値協創ガイダンス」の全体像(伊藤レポート2.0)



## UCCグループの価値創造プロセス

環境認識	価値観/ビジネスモデル/持続可能性・成長	戦略	成果と重要な成果指標
<b>事業環境認識</b> 世界的には、コーヒー消費は年率2.5%で安定成長。日本:年率1%の低成長。  <b>環境・社会課題</b> 1. 生産国の課題 地球温暖化の影響 生活レベル向上・教育 労働環境改善  2. 消費国の課題 価格・供給の安定性 コーヒーナゲティブ効果  3. 社会の課題 地球温暖化の影響 ごみ削減(PP、PET) 少子高齢化・介護・働き方改革  <b>自社グループの課題</b> ・地球環境への対応(生産国・消費国) ・多様な人材確保(国内外) ・継続的イノベーション ・新たなコーヒーファン創造・育成	<b>理念・価値観</b> Good Coffee Smile! 私たちは、お客様の笑顔の為にUCCグループにできることにすべてに挑戦し続けます ミッション:一人でも多くの人においしいコーヒーをお届けする  <b>ビジネスモデル</b>  <b>バリューチェーン</b> ・農園からカップまで自社リソースによる垂直統合 ・多様なチャネル・ニーズにアクセスできるネットワーク <b>3つの強み</b> 1. 調達ネットワーク&品質管理体制 2. モノづくり;独自技術と多機能な生産体制 3. 人づくり;コーヒープロフェッショナル  <b>ガバナンス</b> ・取締役の構成: 代表取締役3名、取締役10名、計13名 ・経営陣のスキル・多様性: 多様なキャリア、専門スキル、幅広い年齢層の経営陣 ・危機管理体制;緊急速報システムによる迅速な把握と対応、BCPプラン ・週次会議体による迅速な意思決定・ラウンドテーブルMTIによる従業員との直接会話	<b>業務用事業戦略</b> ・規模拡大の推進 ・IT活用による生産性向上 ・コーヒー・トータルソリューション提供  <b>家庭用事業戦略</b> ・ブランド力の強化 ・個食マーケットへの取組強化 ・伸長チャンネルへの取組強化  <b>海外事業戦略</b> ・アジア、製販ネットワークの獲得、ブランド力強化 ・EU;カプセル事業強化、エリアの拡大 ・品質向上への取組  <b>サステナブルへの取組</b> ・生産国との協働 ・地球の価値創造 ・環境活動 ・責任ある事業活動	<b>2019年成果</b> <b>お客様の価値</b> ・国内外提供杯数 15.2億カップ ・国内業務用シェア 31%、NO.1シェア ・国内家庭用シェア 41%、NO.1シェア ・世界順位 第5位(売上ベース)  <b>社員の働き甲斐・成長</b> ・社内資格取得者 473名(構成比 7.7%) ・提案・改善件数 7594件  <b>生産者への貢献</b> ・取扱数量 19.8万トン ・取扱い認証原料 3.8万トン(構成比20%)  <b>株主への貢献</b> 売上成長率 利益成長率 ROIC CCC 配当還元

価値協創ガイダンスは、自社事業内容を包括的に取り纏めそれをストーリーとして投資家に伝え、投資家との対話や協創を促進させるための重要なツールと理解。

今回、自社の価値創造プロセスを作成してみて、自社のビジネスモデル、競争優位性や経営の在り方、成果等を整理できて非常に学びが多かった。

投資家との対話の為だけでなく自社の存在価値や競争力の源泉等がどこにあるのか見つめなおす良いツールであり定期的に進捗をモニタリングしたり見直す必要性を感じた。

# 1. 通常セッションでの学び・気づきについて(9/9)

## リーダーシップについて

### 元HOYA株式会社 江間講師

#### リーダーに贈る言葉

- ① 傲ることなく: 常に謙虚に現実をみて多くの人の話を傾聴する。怠ることなく: 常に努力をして将来を見据えて備える、怯むことなく: 正しい考・行いであれば怯まずに前に進め
- ② 好奇心: かくありたいという志があれば全てが先生となる、感受性: 心に響く度合いが高くなる、スピード: 意思決定は、早く、行動は、早く  
経営者とは、将来を今生きる人、時代の存在価値を創る人、想像と破壊でリスクをとる人、器の大きさが事業の大きさを決定する!!!  
多様な価値観を受け止める度量があるか? 人間的魅力は、あるか?

### 東京海上藤井副社長講演コメントより

未来に責任を持っているのか? 責任を持っている気概が重要である。意思と覚悟があればかなり変えられる  
正しいリスクを正しくとる → そのためには、インテリジェンスが必要  
お金でなく価値観が重要である。築城10年、落城一年、常に外部に目を開いておくことが重要である

### パナソニック元副社長川上講師が大事にしていること

- ・難しい事をやさしく → CFOは、すべての従業員にわかるように説明する事が難しい、
  - ・本質的・中期的・多面的 → 色々な難しい案件についてこの三つの見方で質問や理解することが必要
  - ・事前の一策は、事後の百策に勝る → リスクマネージメント等の問題は、実は小さなことであり、後で百策手を打っても遅い
  - ・My Story → 伝言でなく自身の業務におとして実行する
- パナソニック中村改革; 改革とは、できる事からやるのではなく、本丸からやる、スピーディーにやる、根こそぎやる、誰にやらすかがポイント、破壊と創造を両方を同時にやる

### 三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社松島講師

- ・経営者に求められる意識改革、覚悟とは、
- 1、リーダーとしての誠実性、使命感: 本音で勝負する
- 2、ダイバーシティの尊重: 人財を正當に評価する
- 3、戦略立案能力: 現場第一主義は、もちろん必要だが最も必要なことは、戦略と実行力
- 4、環境、社会の変化の予見力と自身の適応力: 変化が顕在化する前に対応策を考える、コストを言い訳にしない。
- ・必要な思考方法; 従来は、過去の延長線上からの短期予想→ 今後は、理想の未来から逆算して必要条件を揃える長期思考へ

色々な示唆に富むお話を拝聴でき、大いなる刺激になった。強い意志を持つ事や覚悟を決める(腹を括る)事の重要性を認識する。今後の社会人人生の糧にしていきたい。

## 2. ワークショップにおける分析・気付きについて(1/40)



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. ファンダメンタルズ分析
4. 戦略比較
5. まとめ

# 1. 会社概要

---

# 麒麟ホールディングス 会社概要

- ◇商号:麒麟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、長期的な麒麟の存在意義

麒麟グループは、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。



# 麒麟ホールディングス 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・麒麟株式会社)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・麒麟薬品株式会社(現・韓国協和発酵麒麟株式会社)設立  
麒麟ヨーロッパ社(ドイツ)設立
- 1993年 麒麟(中国)医薬有限公司(現・協和醗酵麒麟(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麒麟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 麒麟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麒麟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麒麟ファーマ株式会社が合併し、協和発酵麒麟株式会社(現・協和麒麟株式会社)発足
- 2011年 スキンカリオール・グループ(現・ブラジル麒麟社)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

- ◇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

- 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 ニッカウキスキー(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

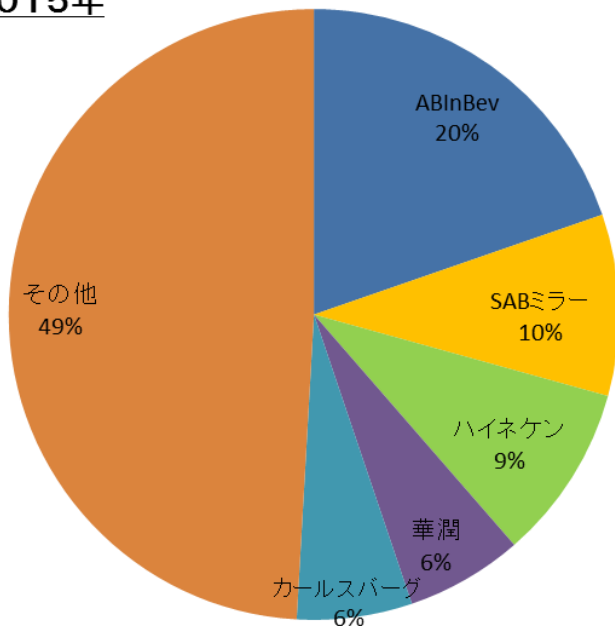
## 2. 業界分析

---

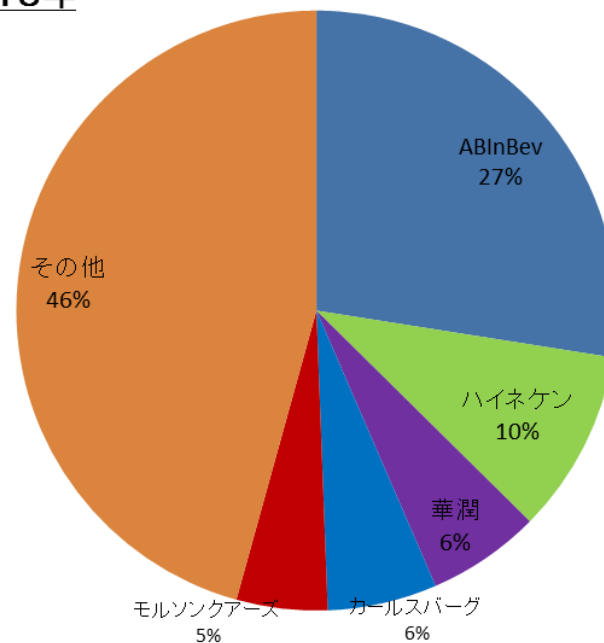


## 2015年 vs 2018年 世界ビール系飲料シェア (出所:ユーロモニター)

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(SAB)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グ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ポ・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

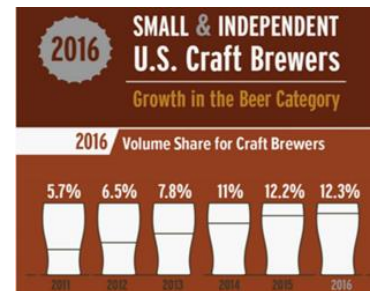
- 過去20年間で各ブランドや製造拠点取得の為のM&Aが積極期に行われる
- 世界トップのインベブ社は、2004年にインターブリュー、アンベブが経営統合し誕生
- その後、インベブは、2008年バドバイザーの買収(約5.5兆円)、2013年コロナ買収(2兆円)、2014年SABミラー買収(約12.5兆円)の大型買収を繰り返し世界トップへ
- キリンは、その間に、ライオン完全小会社化(オーストラリア)、サンミゲール出資(フィリピン)、スキンカリオール買収後売却(ブラジル)等を実施
- アサヒは、ペローニ等イタリア、オランダ、英国ブランドを約3000億円で買収し東欧ブランドも約9000億円で買収。
  - ⇒ 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。

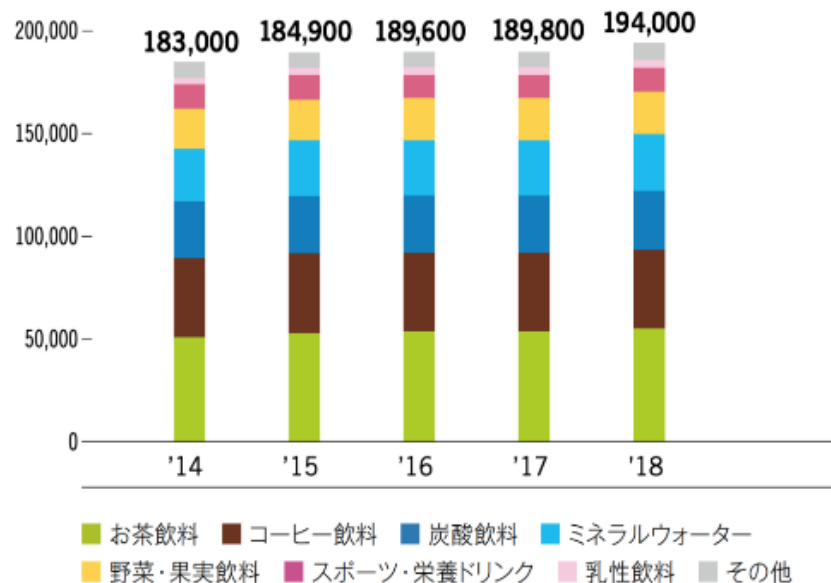
## マーケット動向(ビール)まとめ

- 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、EDITDA1.8兆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

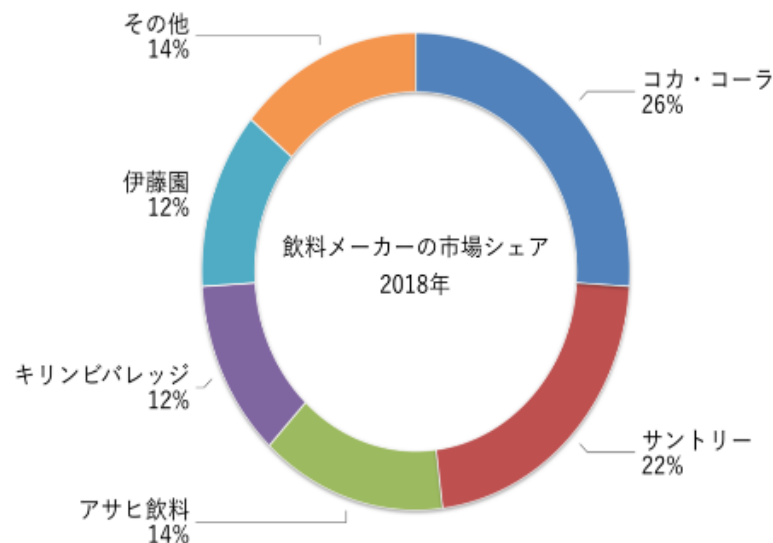
# 国内飲料マーケット数量 & シェア (出所: アサヒIR資料より)

国内飲料市場規模推移

(万箱)



2018年マーケットシェア

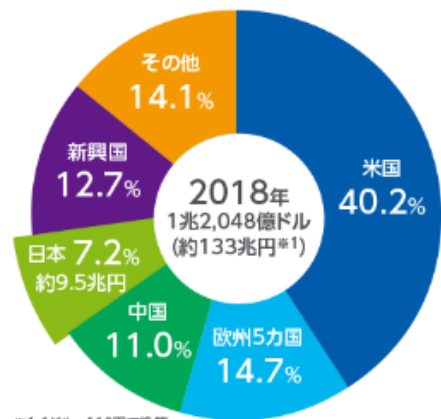


- ・5年間の数量ベースの平均伸長率は、天候に左右されながらも1.47%であり低調に推移
- ・その間のカテゴリー毎に大きな変動はない
- ・ブランド別マーケットシェアは、上位2社(コーラ、サントリー)で50%を占有。  
2社での構成比は、過去5年間変化なし
- ・下位複数社(キリン、アサヒ含む)で残り50%内のシェア争いをしている
- ⇒ マーケットは、低成長マーケットから成熟マーケットへ移行か
- ⇒ 各ブランド、カテゴリーに大きな変化なく上位5社のシェアは、安定している

# 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

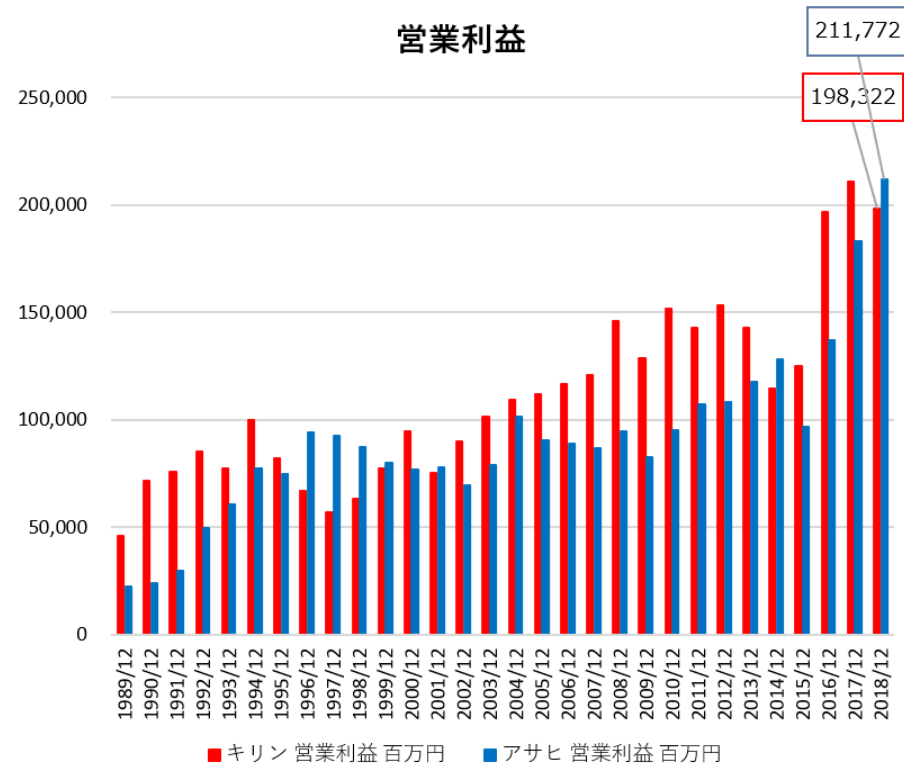
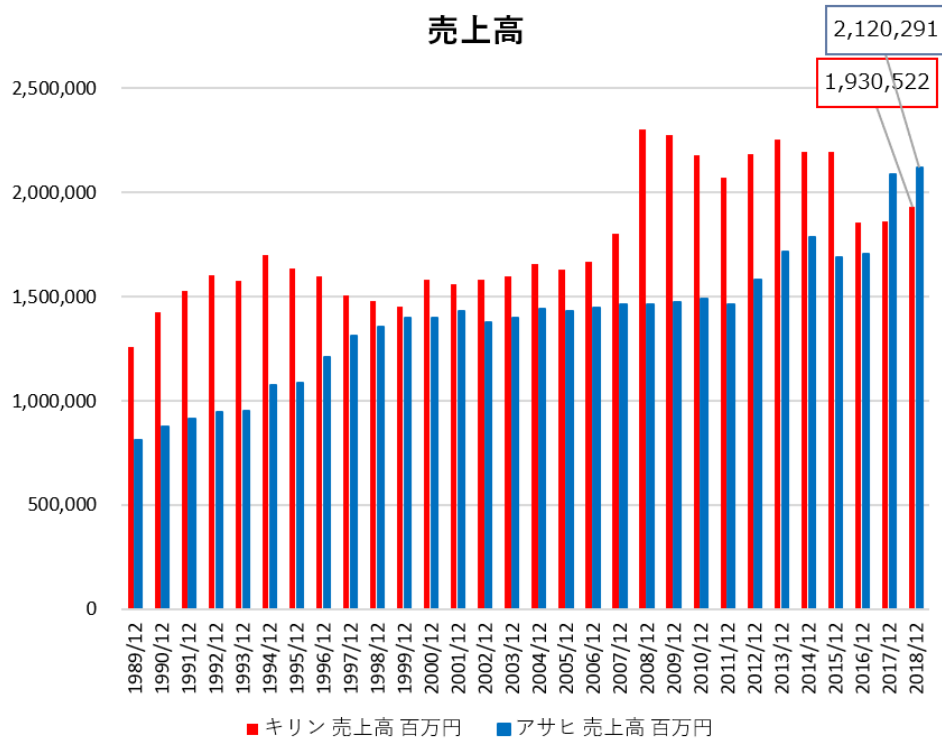
⇒世界的には、大手の更なる規模拡大が継続し、日本メーカーのポジションは、弱い

⇒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。

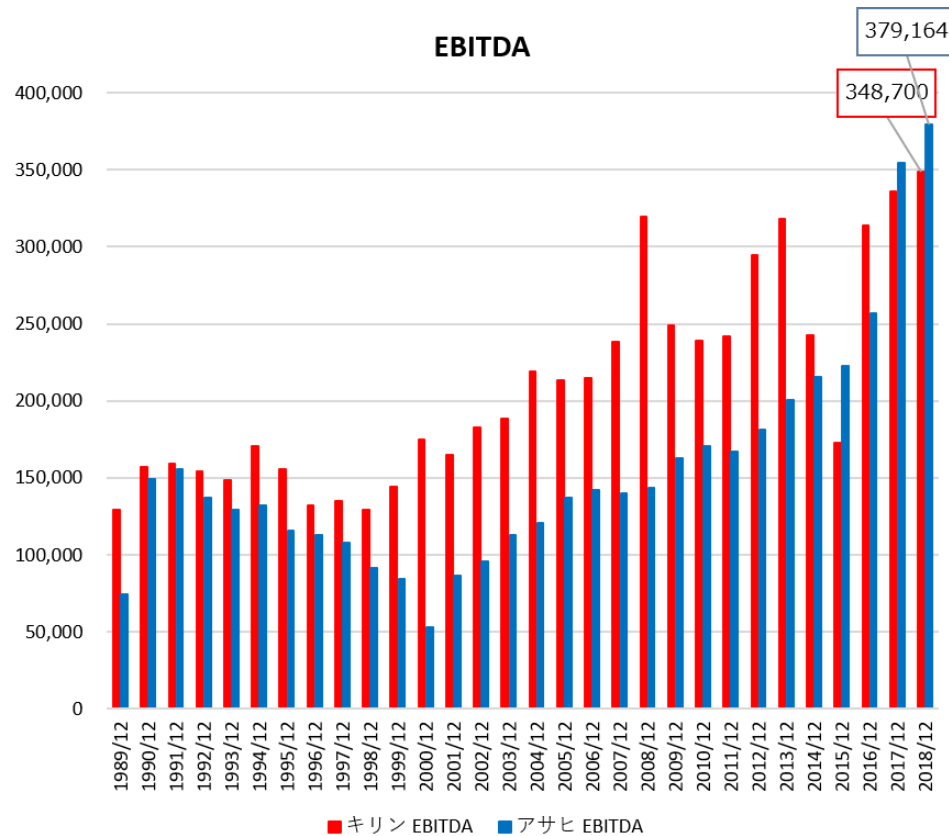
## 営業利益

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。

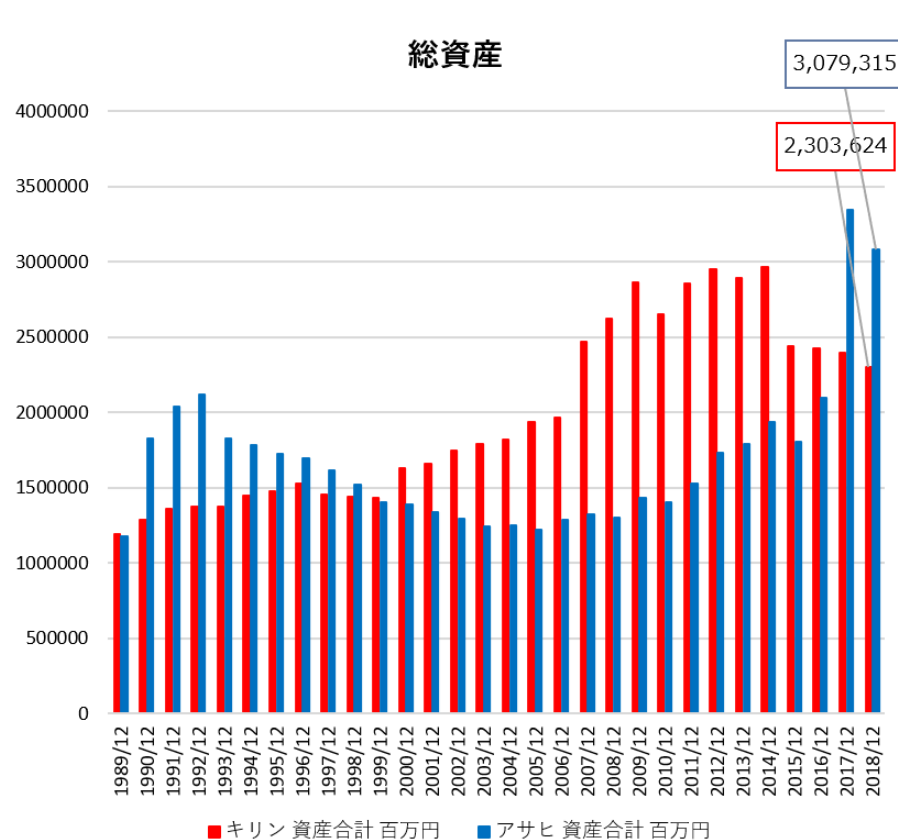
アサヒ:国内事業は横ばいであるが、欧州事業が好調であり1.2兆円で買収した豪州事業の収益が加算される見込。

# 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。

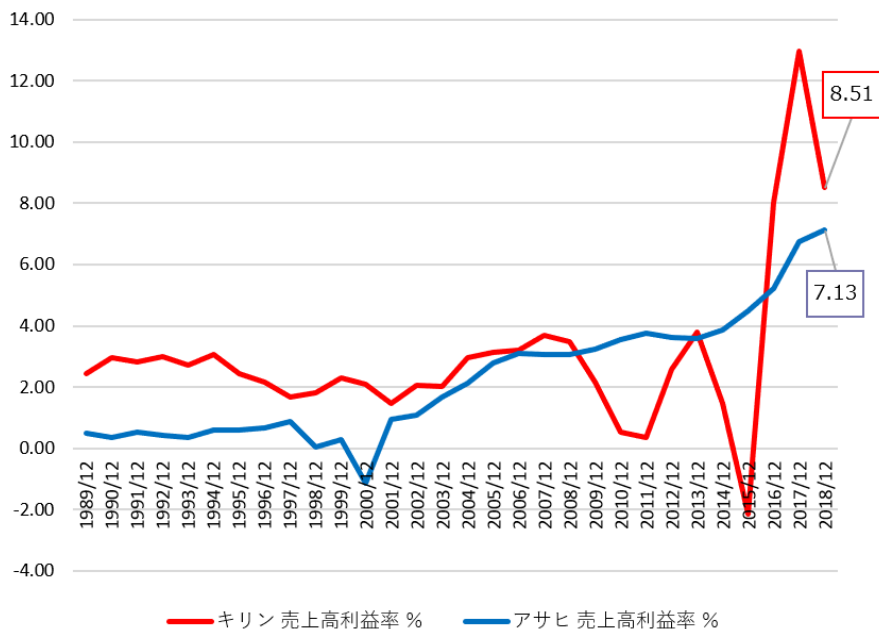
## 総資産

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。

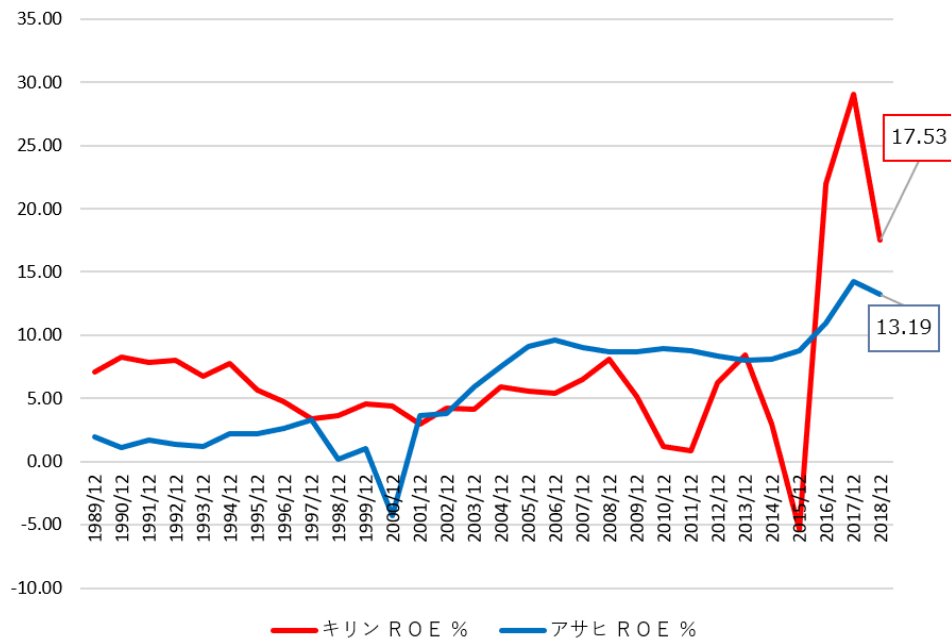
アサヒ: 2016年に欧州ビール事業の買収(2,945億円)、2017年に中東欧5カ国のビール事業を買収(8,883億円)し資産が大幅に増加している。

## 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。

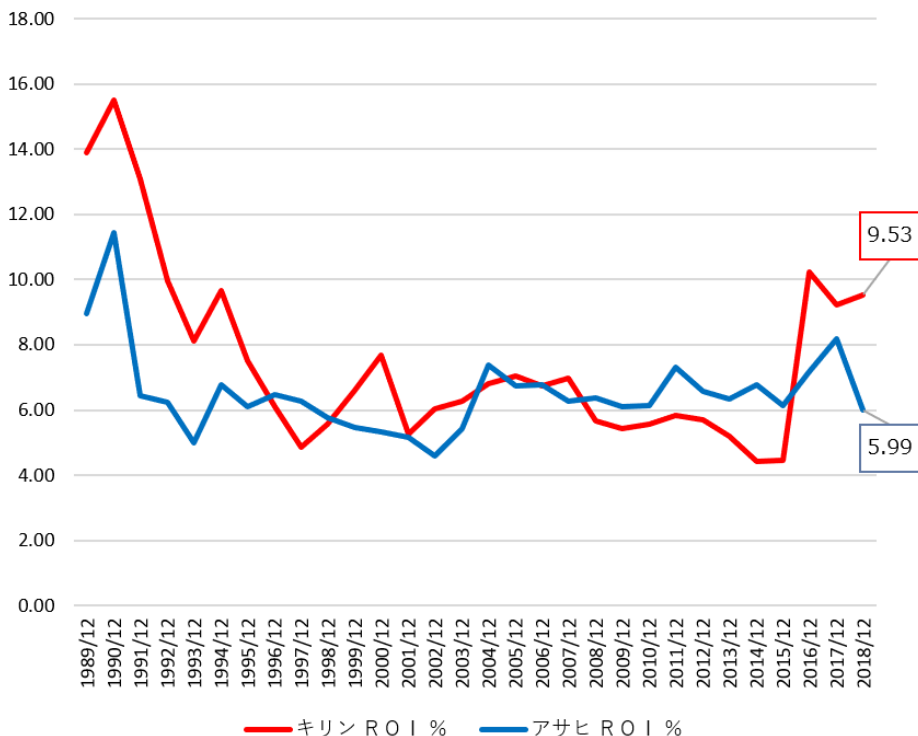
### ROE

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

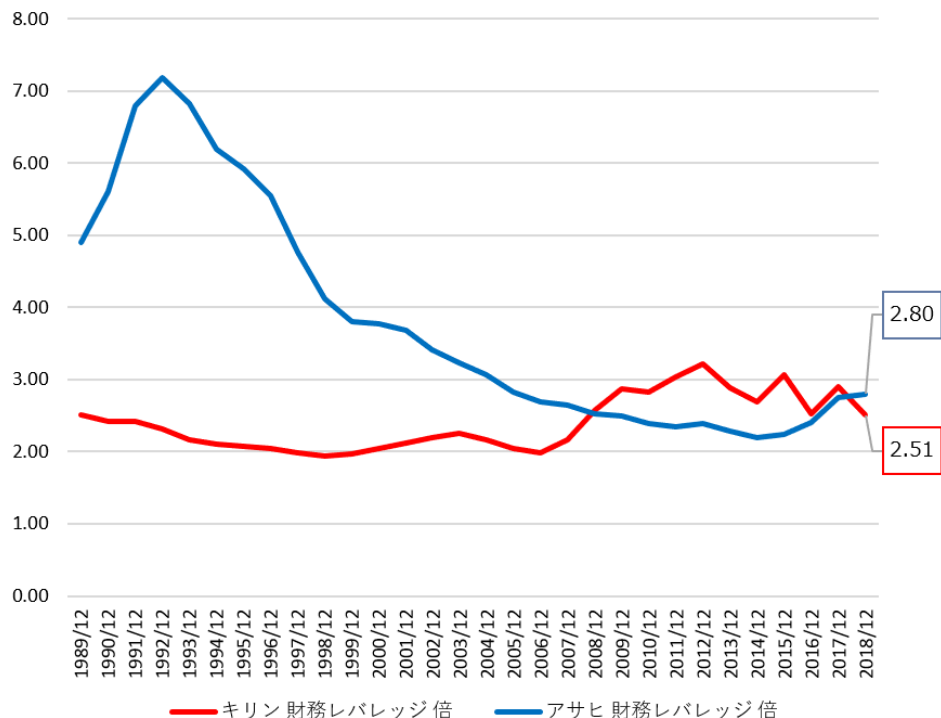
### ROI



### 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



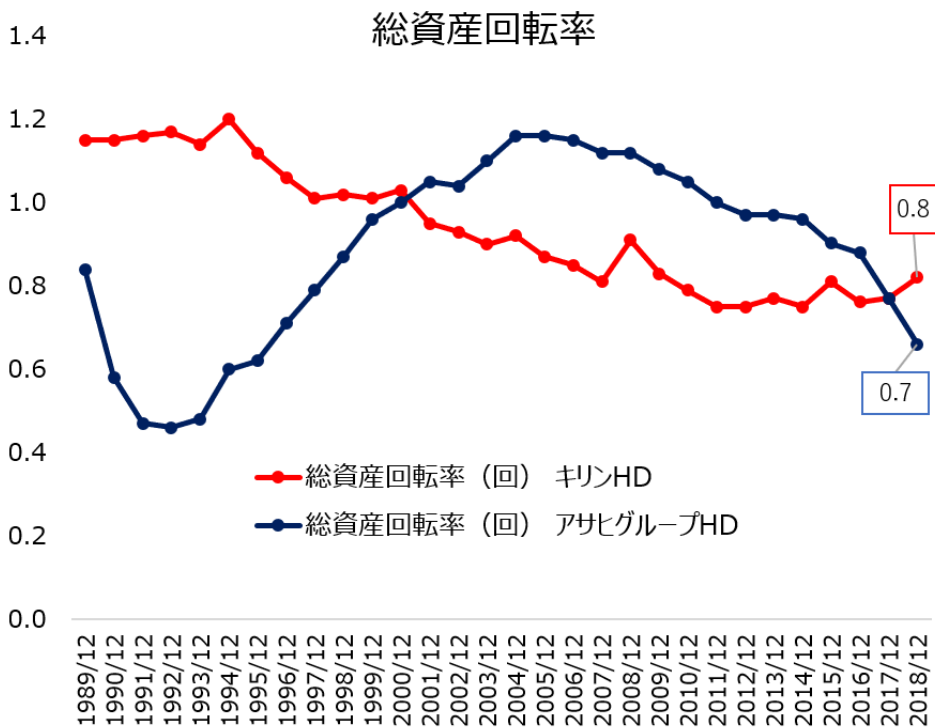
### 財務レバレッジ

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。



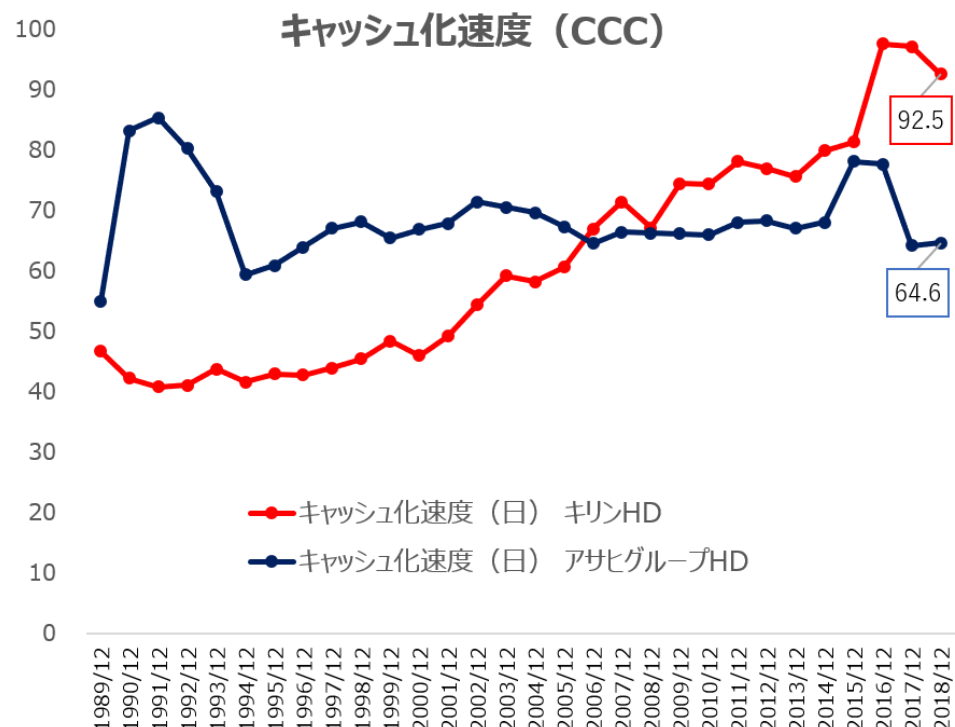
### 3-3. 効率性分析



#### 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。

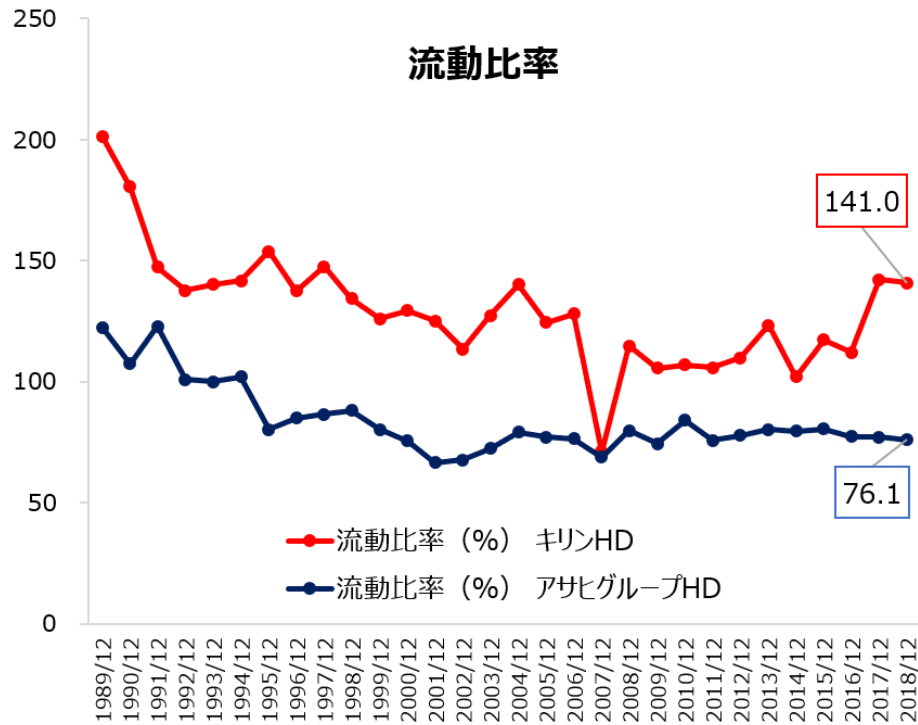


#### キャッシュ化速度

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

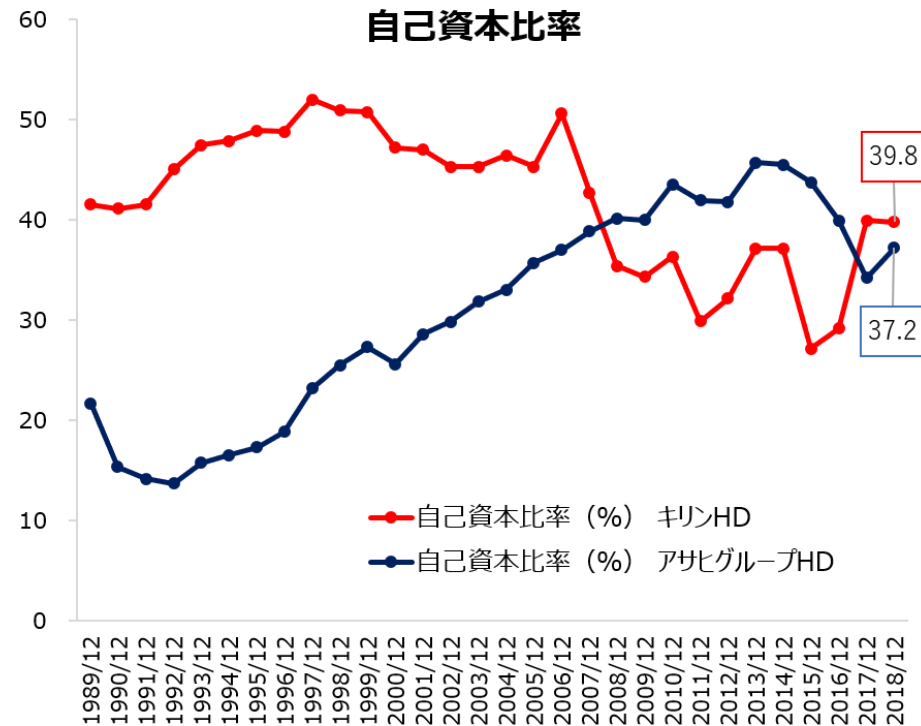
### 流動比率



### 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



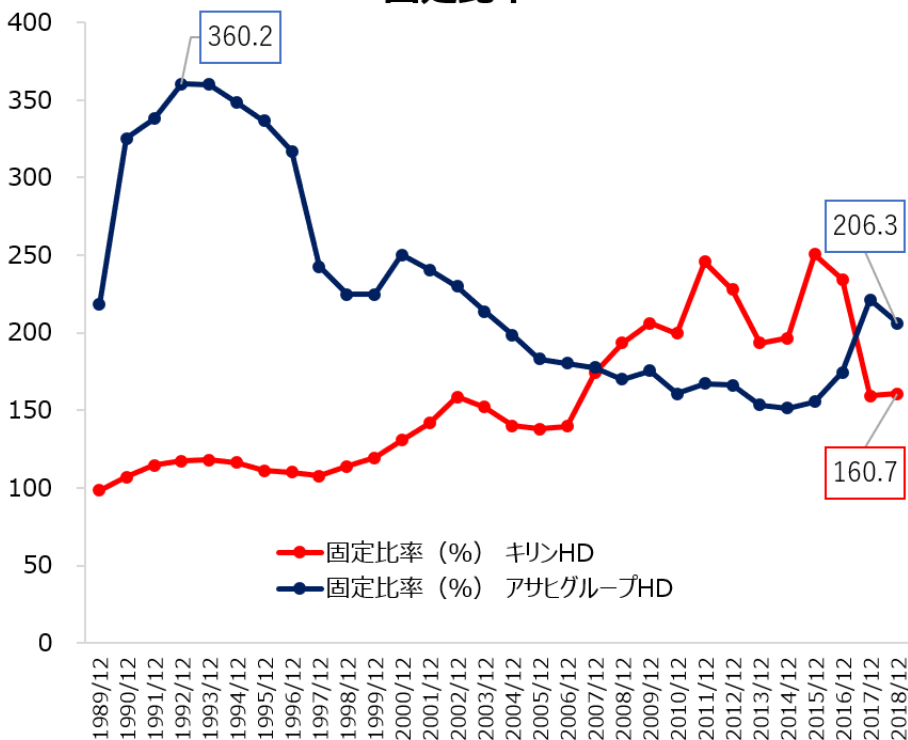
### 自己資本比率

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

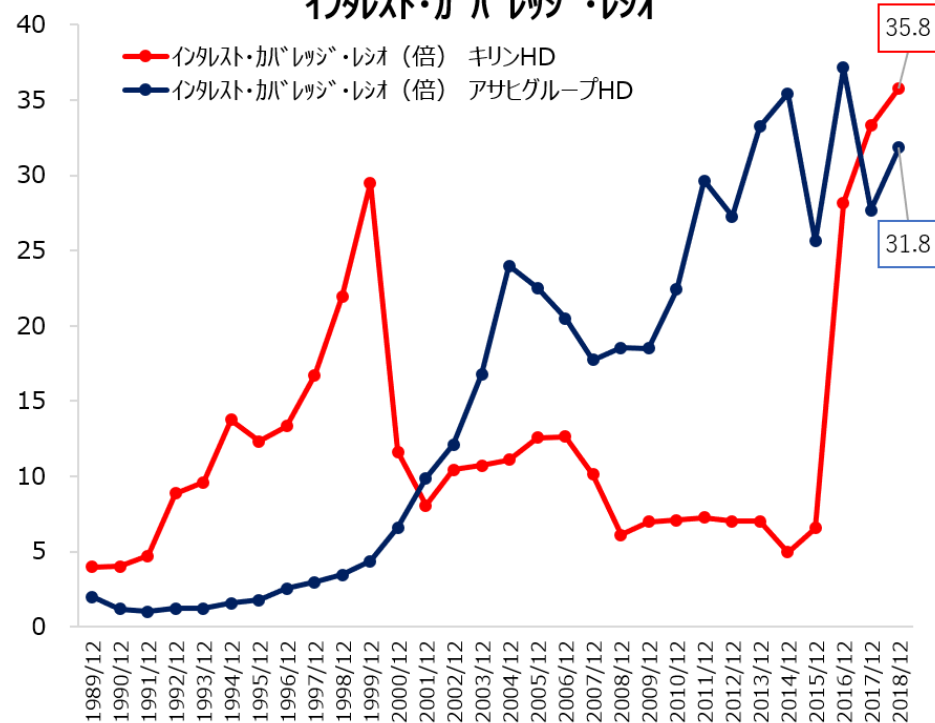
### 固定比率



### 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。

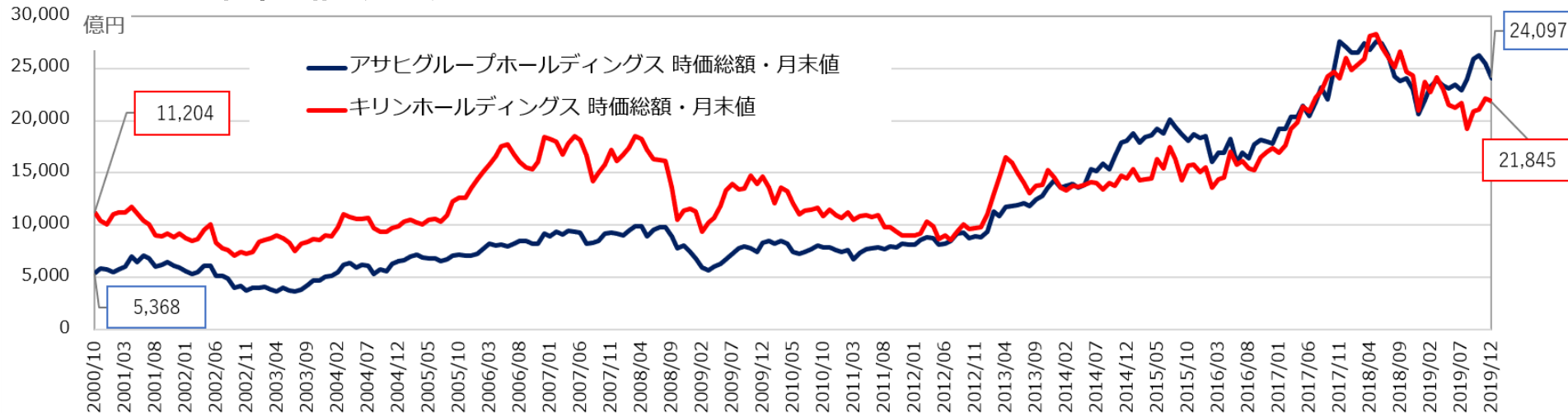
### インタレスト・カバレッジ・レシオ



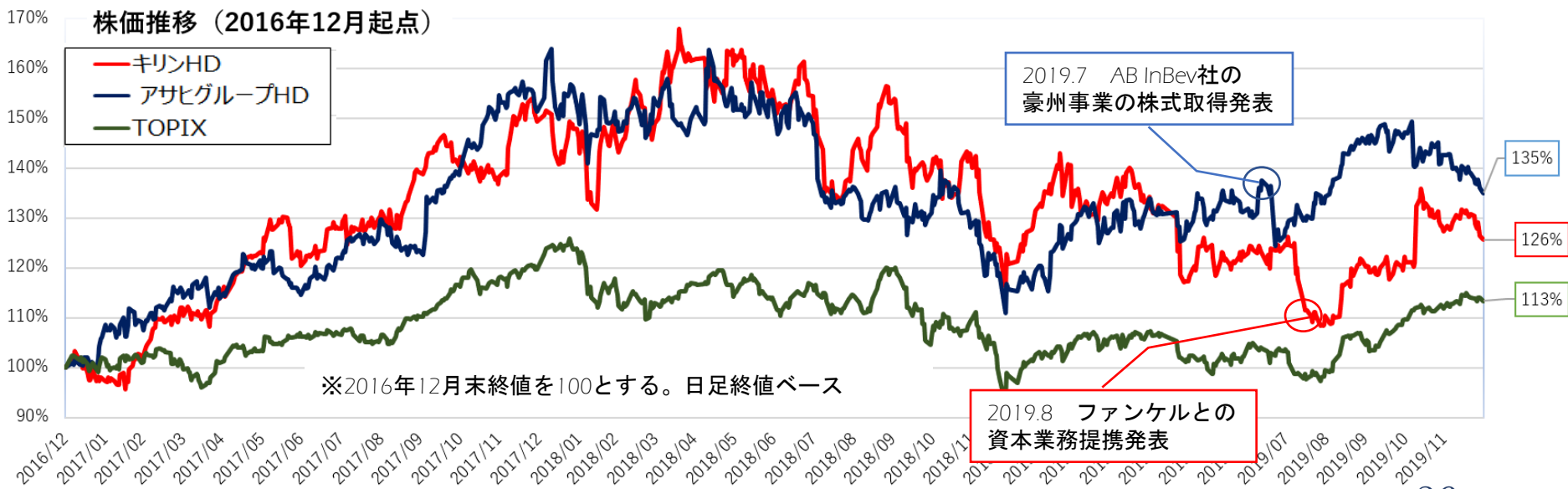
### インタレスト・カバレッジ・レシオ

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

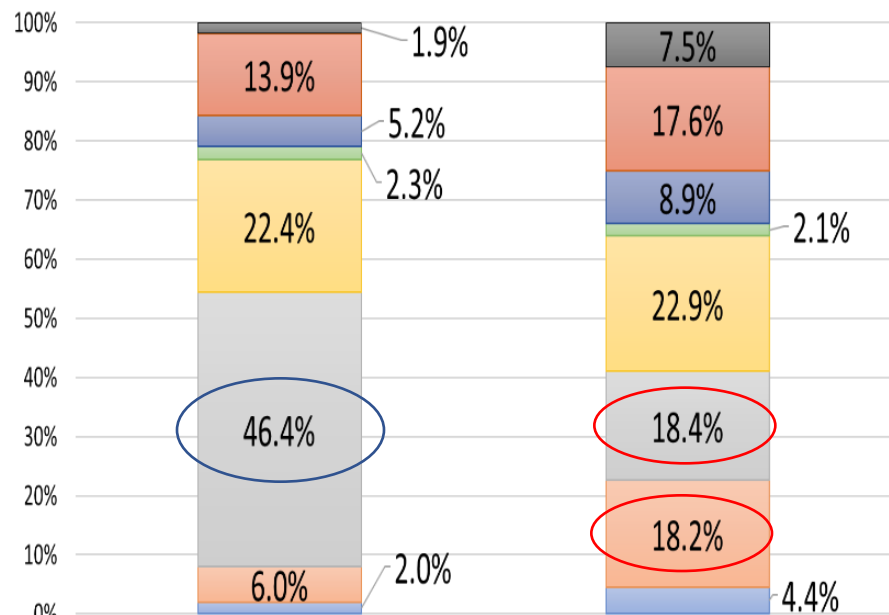


2000年10月でアサヒはキリンの半分以下であったが、企業価値を高め続けキリンよりも高い時価総額を達成している。時価総額は19年間で4.49倍となる。(キリンは1.95倍)



# 3-6. 事業資産構成

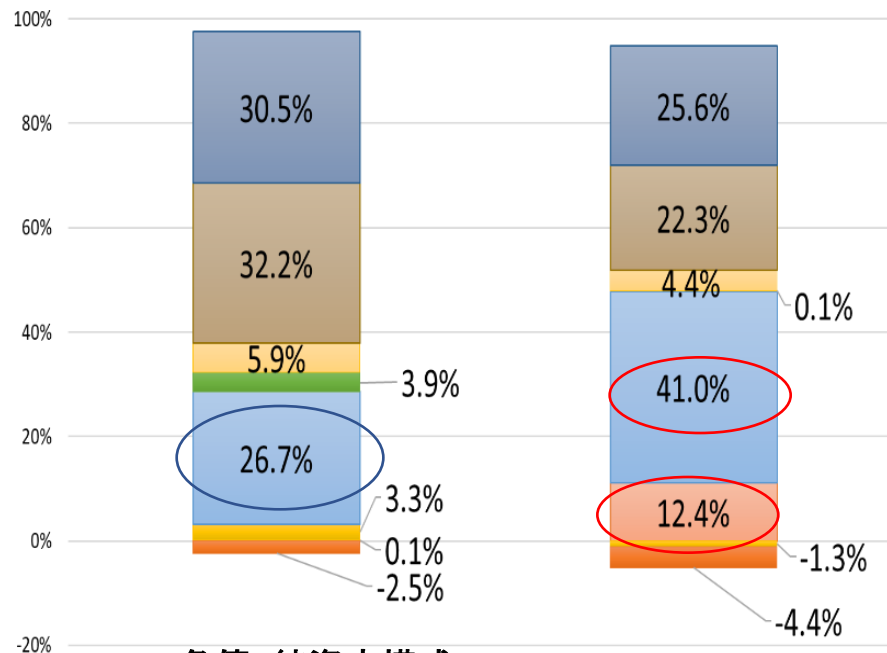
2018年12月現在



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	よろこびがっなく世界へ 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



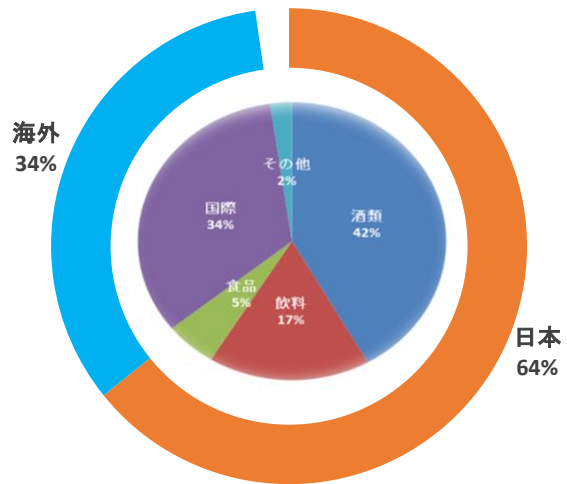
負債・純資産構成

	Asahi アサヒグループホールディングス	よろこびがっなく世界へ 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

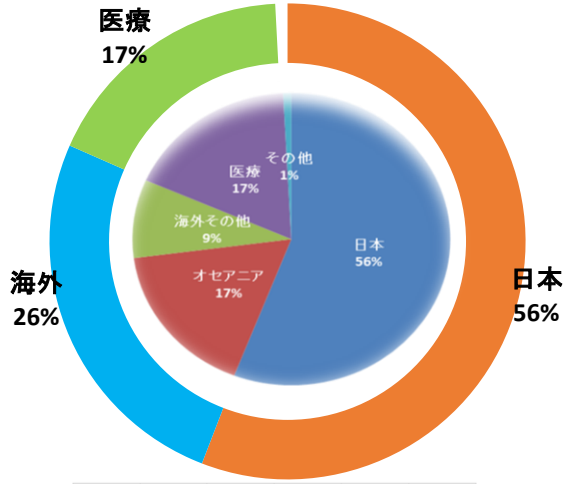
売上収益比較

## アサヒ



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

## キリン

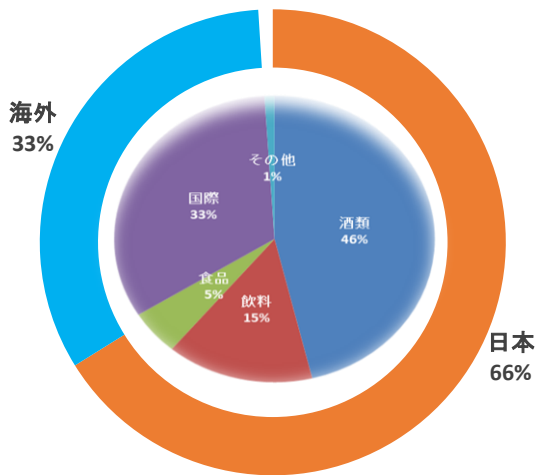


日本	オセアニア	海外その他	医療	その他	総計
1,078,348	329,499	167,409	339,274	15,992	1,930,522

- 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

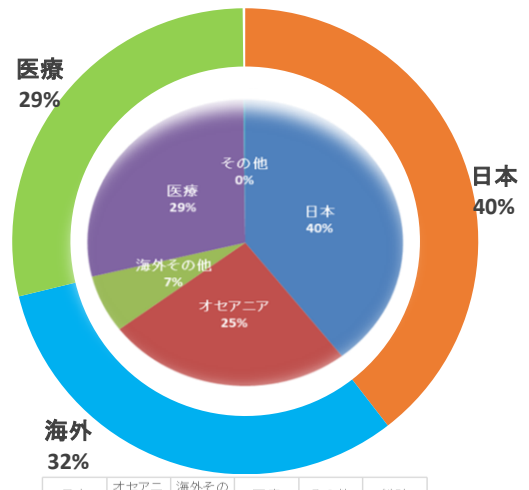
事業利益比較

## アサヒ



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

## キリン



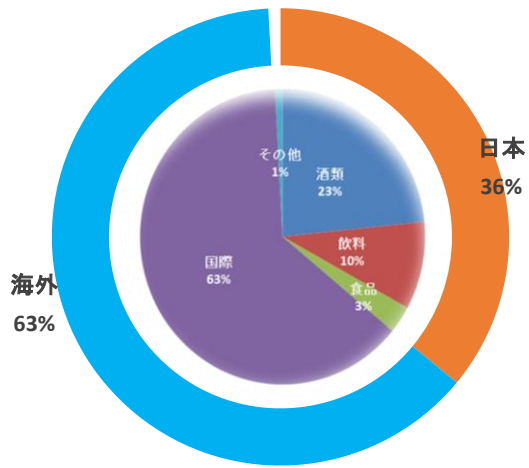
日本	オセアニア	海外その他	医療	その他	総計
81,168	51,687	13,369	58,792	368	205,384

- 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

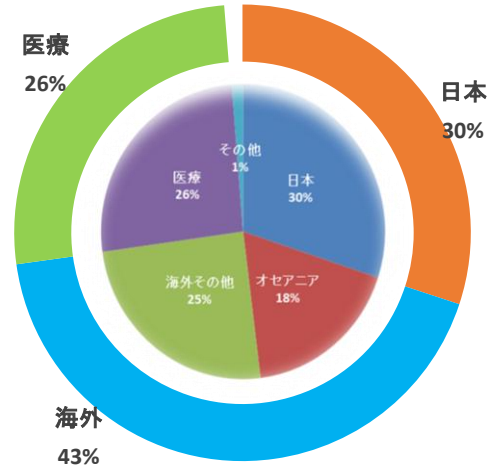
## 資産比較

### 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

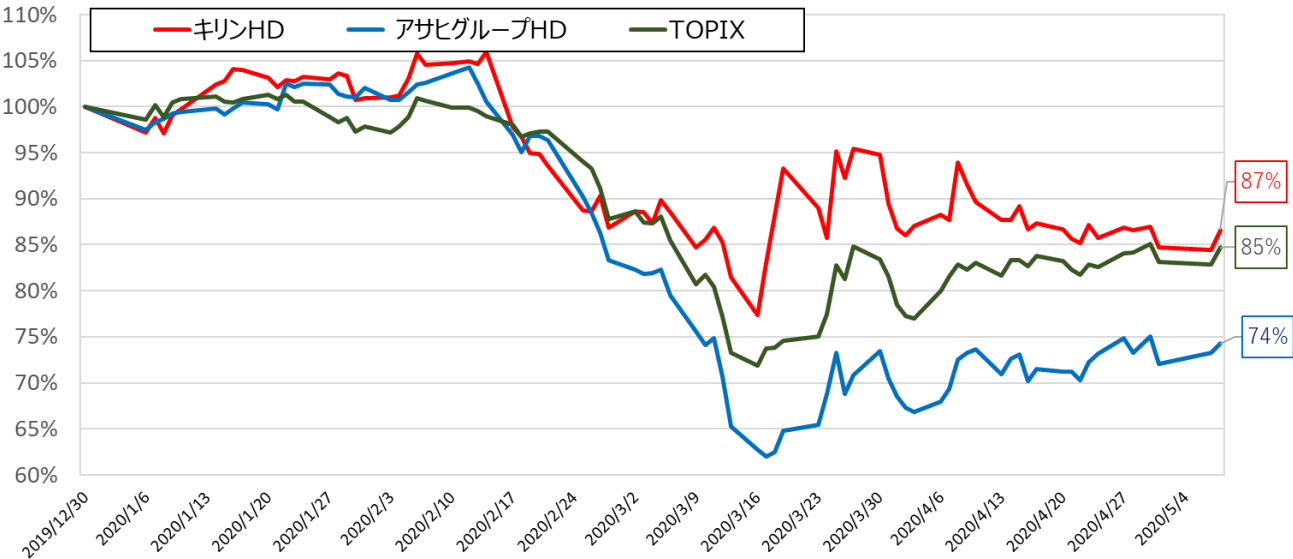
## 2019年12月期業績

	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等で大幅な減益

**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

		<small>よろこびがつなく世界へ</small>  <b>KIRIN</b> キリンホールディングス	 <b>Asahi</b> アサヒグループホールディングス
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「<b>麒麟ビールの再生</b>」と「<b>低収益事業の売却</b>」。</p> <p>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」</p> <p>主力の国内ビール市場はシュリンクしていく想定の下、<b>コスト抑制や効率化とブランド育成</b>(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<b>海外市場</b>に成長を求めた。</p>
	ポートフォリオ	<p><b>不採算の麒麟ビバレッジ</b>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<b>稼ぎ頭として復活</b>。</p>	<p><b>酒類と飲料は相性</b>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<b>相乗効果</b>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

		 <small>よろこびがつなぐ世界へ</small> <b>KIRIN</b> キリンホールディングス	 <b>Asahi</b> アサヒグループホールディングス
成長戦略	基本的考え方	<p><b>CSV</b>(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、<b>社会課題を解決</b>しながら儲ける。<b>ビール事業は衰退事業</b>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>ペローニやウルケルにスーパードライを加え、<b>スーパープレミアムブランド</b>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CUBI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<b>クロスセル</b>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<b>欧州では棚の40%程度はノンアル</b>。酒類に特化するのとは得策ではない。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、<b>ミャンマーのロヒンギャ問題</b>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。<b>「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」</b>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、<b>2050年</b>までに事業活動における<b>環境負荷「ゼロ」</b>を目指している。</p>



## 4. 戦略比較

			
M&A戦略	考え方・体制	<p><b>M&amp;Aリスト</b>を作成し毎年見直しており、2013年ごろに策定した<b>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)</b>というキリン独自のM&amp;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、収益性がしっかりしているところをM&amp;Aする。大きな投資をする場合、<b>ROICで10%</b>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。<b>ビールは衰退市場</b>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、<b>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</b>、の4つ。当初は非常に少ない人数でM&amp;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<b>M&amp;A専門チームは10人程度</b>。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	具体的事例	<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「<b>グリップが効かなかった</b>」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<b>失敗はD.D.</b>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<b>ファンケルの良い部分は尊重</b>しながらも、<b>業績にコミット</b>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、<b>顧客目線で展開</b>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<b>小規模な投資</b>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、<b>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</b>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、<b>単純な国内再編で生き残れるか分からない</b>。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>  <b>KIRIN</b> キリンホールディングス	 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、<b>営業C/Fは大幅にプラス</b>であることから、無理をして<b>借金はしない方針</b>。</p> <p>株主還元は、<b>配当と自社株買いの両面</b>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、<b>ハイブリッド債を活用</b>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><b>配当性向については35%(将来的には40%)</b>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<b>管理指標</b>としては、<b>ROAと事業利益</b>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<b>グループ経営戦略会議</b>(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、キリンビバレッジ、ライオン、協和キリンについては、年に一度、<b>事業会社の社長自らがボード(主に社外取締役)に説明</b>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><b>EBITDAを基軸とした3~5年先までの数値目標</b>を課しているので定期的にレビューしているが、<b>(日々の)マネジメントには口を出さない</b>。月次報告は、現地の<b>CEOとCFOが直接参加</b>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、<b>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</b>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。<b>クラフトビールに力を入れて</b>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><b>チャンス</b>と捉えなければいけないが、<b>リスク</b>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酎ハイ等の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、<b>ブランド力は非常に大事</b>で、育成に努めている。</p>
	その他の課題	<p><b>協和麒麟</b>は親子上場となっており<b>100%化は経営課題</b>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、麒麟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<b>ビール事業は衰退事業であり、医薬を伸ばし</b>ていきたい。</p>	<p>IFRSにおいても、<b>のれんの償却</b>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、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<b>キャッシュマネジメント、為替リスク管理の仕組み</b>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？

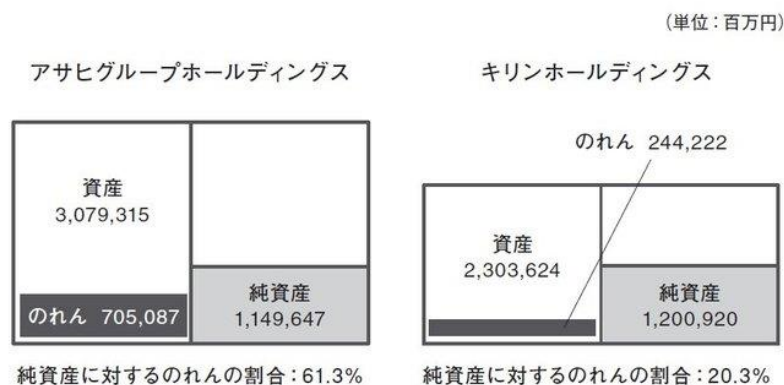
#### 【キリンの課題、リスク】

- ✓ 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	オセアニア酒類事業
238,032	99,050
中東欧（ポーランド）事業	オセアニア飲料事業
82,895	15,083
西欧（イタリア）事業	海外その他総合飲料事業（ミャンマー）
50,151	23,303
その他	医薬・バイオケミカル
334,010	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)

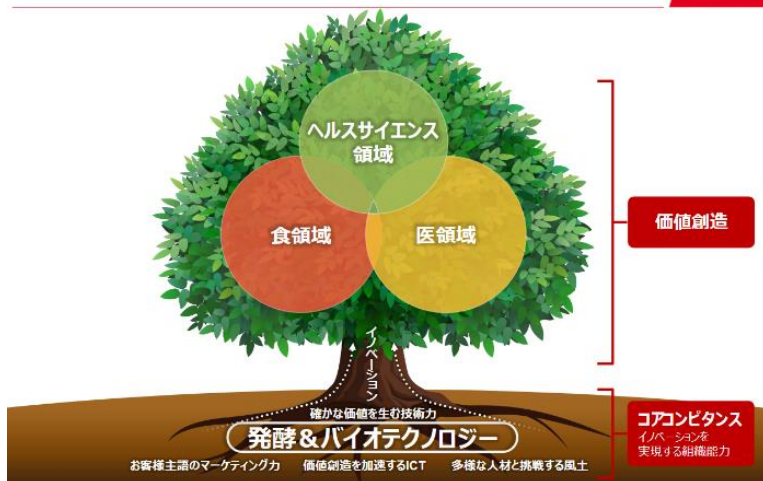
アサヒ PBR 1.36倍、PER 11.85倍、時価総額1.8兆円 (2020年5月8日時点)

※ 東証一部上場 PBR 0.96倍(2020年5月8日時点)

JPX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

## 稼ぐ力と資本効率向上の為の仕組み・体制・モニタリング等

### (持ち帰りたい事)

ROE8%、資本コストを境にして企業価値創造か破壊という基本原則。

そしてそれを継続的に向上させる為の指標、モニタリングの仕組み、定着させる為の教育&啓蒙。

各社事例より自社事業環境、狙うべき効果等を踏まえて適切な指標、目標設定が必要。

・エーザイ;投資採択基準の細分化、ESGとROEの同期化モデルの取組プロセス等具体的事例。

・3M;ビジネスカウンセル機能や予予管理の仕組み

・HOYA;企業価値経営の独自仕組みとGHQ、ローカルの機能設定。期待収益率をハードルレートとして設定、投資の優先順位、撤退基準は、SVAにより決定



### (今後、取り組みたい事)

①全社的に社内資本コストを意識させ向上させる為の仕掛け、ルール、管理手法等の導入の議論・取組を進めたい。  
具体的には、財務状況や事業方向性を踏まえて以下を検討したい。

・資本コストを意識した管理指標の設定とモニタリング仕組

・投資採択基準の見直し(NPV, IRR重視やハードルレート見直しへ)

・CCCへの取り組み強化(オペレーションサイドよりもっとも注力できるため)。

・全社に浸透・定着させる為の仕掛け等

②担当する海外事業においては、資本効率を意識させる指標の導入、投資基準の見直し、GHQ, LHQ, Division等の機能・役割の明確化等につき取り組みスタートさせたい

### 3. 自社に持ち帰りたい事(2/5)

## MAを成功さす為のプロセス・体制・評価・PMI等の仕組み

### (持ち帰りたい事)

#### 東京海上のMA成功サイクル

1. 自社財務面での体力、人材レベルに応じて段階的に成長していく事がリスクを軽減する。その為にMA戦略の基本方針の明確化、明文化、中長期での海外人材育成サイクルの構築が重要。
2. 買収基本方針の明確化とそれに基づいた対象企業の選別、モニタリング、分析を通常業務に落とし込み推進できる組織体制や機能強化が必要性。
3. 買収後については、相互関係構築のための価値観共有する為のコミュニケーション頻度や明文化された方針、メッセージ等の継続的発信、双方向コミュニケーションの重要性を認識。橋渡しするリエゾンのミッションの明確化も重要。
4. MAで獲得した人材の最大活用等。



### (今後、取り組みたい事)

- ・MA戦略方針の作成 & 明文化、求められる海外人材像明文化、主要人材の育成プラン。
- ・MA戦略に基づいた対象企業のリスト作成と分析、定期的なモニタリング会議の設定。
- ・買収企業との会議頻度の見直しと内容の変更(より双方向のディスカッションベースの会議へ)、ワンチームになれる仕掛け作り(互いに学びあう場の設定等)、リエゾン教育(外部の方の意見聴取等によるあるべき姿の模索)
- ・買収した事業法人人材の地域統括会社への登用、本社による現地法人優秀人材の把握と継続した優秀人材へのモニタリング & コミュニケーション等

### 3. 自社に持ち帰りたい事(3/5)

# サステナビリティへの取組・プロセス・ゴール・モニタリング

## (持ち帰りたい事)

社会的課題の解決を通じて経済価値創出を実現するCSVへの考え方や取り組み事例。

エーザイ・キリンの事例；取組項目、ゴール、モニタリング等の具体的作成手順等。

## (今後、取り組みたい事)

コーヒー産業における社会的課題の整理、それを解決するための自社の競争優位を発揮し取り組める項目選定(マテリアリティ整理と絞り込み)を実施しステークホルダーを巻き込みESGへの取組を強化したい。



UCCグループの重要性	より高い	より低い
<ul style="list-style-type: none"> <li>UCCグループの重要事項</li> <li>「サステナビリティ」に関する取組</li> <li>「サステナビリティ」に関する取組</li> <li>「サステナビリティ」に関する取組</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>社内のESG課題</li> <li>ESGに関する取組</li> <li>ESGに関する取組</li> <li>ESGに関する取組</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ESGに関する取組</li> <li>ESGに関する取組</li> <li>ESGに関する取組</li> <li>ESGに関する取組</li> </ul>

重要課題	活動内容
1. 生産国との協働	<ul style="list-style-type: none"> <li>安定調達に向けた活動の推進</li> <li>品質コンテストの実施</li> <li>ロスタの育成・活性化</li> <li>農家の自立支援、栽培技術支援、インフラ整備支援、女性生産者支援、教育支援、販売支援(製品化、直営店販売など)</li> <li>サステナブル製品を通じた啓発</li> <li>直営農園の活性化</li> </ul>
2. コーヒーの価値創造	<ul style="list-style-type: none"> <li>社員のコーヒー知識・スキルアップによる新たな製品開発、サービスの創出</li> <li>社内外のコーヒー知識・スキルアップによるコーヒー産業発展への貢献</li> <li>健康に関する取り組みの強化：コーヒーの効能啓蒙+製品を通じた健康推進</li> <li>次世代教育の実施</li> </ul>
3. 環境活動	<ul style="list-style-type: none"> <li>CO2削減</li> <li>再生可能エネルギー活用(要検討)</li> <li>サステナブルな商品開発(廃棄物削減)の実現</li> <li>食品ロス削減</li> <li>環境配慮の容器包装の採用</li> </ul>
4. 責任ある事業活動	<ul style="list-style-type: none"> <li>CSR調達(エシカル調達)の実現</li> <li>コンプライアンス強化</li> <li>多様な人材の活躍</li> <li>従業員の安全・健康+サプライチェーンにおける人権の尊重</li> </ul>

課題	認識
1. 生産国の課題	<ul style="list-style-type: none"> <li>地球温暖化による生産量への影響、生豆価格の安定性</li> <li>生活レベルの維持、向上</li> <li>農業従事者の育成</li> <li>労働環境整備、サプライチェーン上の人権の保障</li> </ul>
2. 消費国の課題	<ul style="list-style-type: none"> <li>価格の安定性</li> <li>市場・需要の拡大による市場の活性化、反面市場拡大に伴った安定供給</li> <li>コーヒーのネガティブの払拭</li> </ul>
3. 社会の課題(日本)	<ul style="list-style-type: none"> <li>地球温暖化による産地へのごみの削減(プラスチック、P)</li> <li>食品ロスの削減</li> <li>少子高齢化に伴う、介護問題</li> </ul>
4. UCCの事業課題・リスク	<ul style="list-style-type: none"> <li>業界リーダーのポジションの維持</li> <li>コーヒー飲用の拡大(継続的新規顧客と獲得)</li> <li>イノベーション</li> <li>多様な人材の確保</li> <li>安定的な調達の確保</li> <li>環境対策：環境に配慮した調達</li> <li>国内外での成長</li> </ul>



### 3. 自社に持ち帰りたい事(5/5)

## 財務リテラシー高い人材 & バリューインテグレーター育成

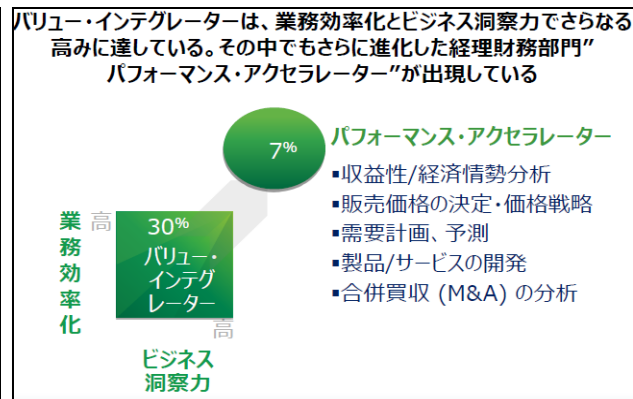
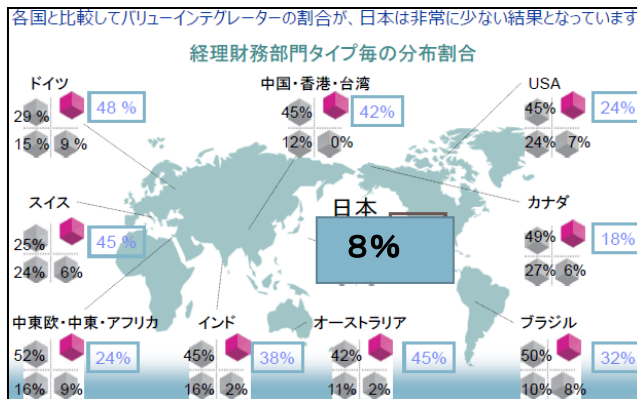
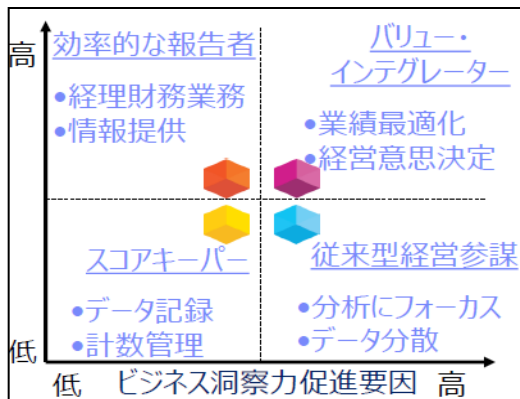
#### (持ち帰りたい事)

CFO・経理財務部門の役割と人材の現状についての問題意識。IBMスタディーよりCFO・経理財務人材は、スコアキーパー、効率的な報告者、従来型経営参謀、バリューインテグレーターに分けられ、日本の場合は、半分がスコアキーパー＝データ記録、計数管理であり、業績の最適化や経営の意思決定をリードできるCFO・経理財務人材の割合は8%のみという事実。



#### (今後、取り組みたい事)

財務経理部門の役割や求められる人材像が理解できた。バリューインテグレーターを目指しての変革の必要性や部門機能の再設定や人材の育成・動機付け等の必要性を感じた。組織的に継続的にバリューインテグレーターを産み出せる取り組みを検討したい。また継続して、当プログラムを受講させ財務リテラシーの高い人材を一人でも多く増やしたい。





## ワークショップ; キリンHD, アサヒグループHD戦略比較より

### (持ち帰りたい事)

コーヒー、ビールは、市場 & 競争環境が非常に似ている。ともに成熟市場であり世界大手によるMAでの市場寡占化が加速。また、コーヒー、ビールという単一素材に事業構造を大きく依存している状況も同様である。

#### 選択と集中の重要性

グローバル企業と正面から戦わない(戦えない)

アサヒ; 高付加価値化戦略と地域分散によるポートフォリオ戦略 ⇒ マーケットを絞り込み集中投資、エリア分散しリスク軽減

キリン; コアコンピタンスを発酵技術として事業領域を拡大するポートフォリオ戦略 ⇒ 事業領域を再定義し、CSV戦略によりユニークな事業推進

#### 一貫性・継続性ある事業推進の重要性

トップの舵取りが企業価値創造か破壊へ直結する怖さ

アサヒ; スーパードライの反動 & その後の継続性ある収益改善への取組

キリン; 海外へのチャレンジ & 失敗と医と食への新たなチャレンジ

### (取り組みたい事)

#### グローバル競合との戦い方について

ワークショップより、資本力の違う世界大手と独自の競争戦略を推進するキリン・アサヒは大いに参考になった。

小が大と戦うためには、勝てる分野を選択し集中しする事の重要性や単一マーケットに依存せず事業領域を広げるチャレンジする必要を理解。

ポートフォリオの見直しや投資優先順位等をしっかりと議論していきたい。

#### 継続性ある取組の重要性

アサヒのスーパードライ成功による負債の拡大と、その後の地道な改善が企業価値を大きく向上させ新たな大型海外投資に結びついた履歴。

キリンの競合との統合破談やブラジル進出失敗、その後の再生と医と食をつなぐ新たな事業への進出等の履歴。

上記より企業価値を継続的に向上させる難しさ、それを左右する戦略やその都度の経営判断の重みや重要性を再認識。

改めて中長期方向性をしっかり定めて、継続して取り組んでいく仕組み、それをリードするリーダーシップの重要性を改めて感じた。



本プログラムを通じて、最新の理論や実例を学ばせて頂き自身の知見や見識を広げるのに大きく役立った。

そして、今回学んだ事を自身で咀嚼して、自社に持ち帰り実行し成果を出すことこそが、自身の重要なミッションの一部だと再認識した。

改めてお世話になった先生方、講師の方々、事務局の方々、そして約10ヶ月間一緒に切磋琢磨した同級生の皆様へ感謝申し上げます。

この10ヶ月間、本当にお世話になりありがとうございました。  
そしてこれからも同級生として末永いお付き合いの程、宜しくお願いいたします。

ユーシーシーホールディングス(株)  
上島 昌佐郎