

# HFLP Bコースを終えて

スカパーJSAT株式会社

松藤 浩一郎

# 通常セッションにおける学び

# 会計の基礎から応用まで



フォローアップ研修で会計の基礎から学習



新・企業価値評価をはじめとする多彩な参考書

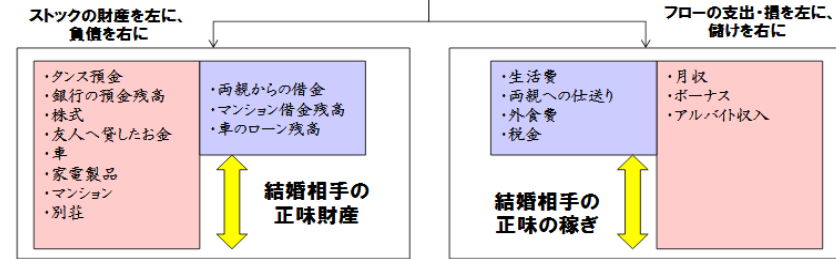


自社の企業価値評価等の実践的な応用

## 会計学をイメージしてみよう 妹(娘)の結婚

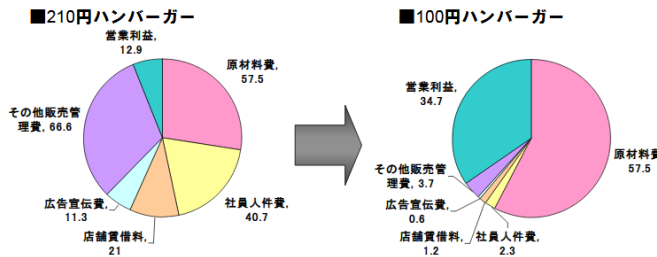
あなたの妹さん(お嬢さん)がある男性と結婚したいといいました。あなたは、妹さん(お嬢さん)が結婚後も苦労しないようにと、冷静な目線で相手の男性の経済面からのチェックを入れてあげようと考えています。相手の男性は、人柄は申し分なく、どんな細かい内容でも喜んで答えるといっています。  
そこで、あなたは、下記の状況について質問することにしました。

・月収	F	・株式	S
・ボーナス	F	・別荘	S
・マンション	S	・生活費	F
・マンション購入のための借金残高	S	・家電製品	S
・アルバイト収入	F	・両親への仕送り	F
・車	S	・外食費	F
・車のローン残高	S	・タンス預金	S
・銀行の預金残高	S	・友人へ貸したお金	S
・両親からの借金	S	・税金	F



## マクドナルドの100円バーガー

210円ハンバーガーを100円で販売することで、マクドナルドのハンバーガーのコスト構造はどのように変化したのだろうか。



カギとなるのは、販売費および一般管理費に含まれる社員人件費、店舗賃借料、広告宣伝費、その他販売費 など。これらの固定費をいかに回収できるほど販売個数を拡大できるかが課題。



✓2016年5月、東芝は約2000億円規模の減資を行うことを公表。なぜ？

東芝、2000億円規模減資

累積仕組株主総会に付議

東芝は2016年5月12日、約2000億円規模の減資を行うことを公表した。これは、東芝が2015年3月期決算発表時に公表した減資計画の通りである。東芝は、2015年3月期決算発表時に、約2000億円規模の減資を行うことを公表し、同年5月に減資を実施した。東芝は、2015年3月期決算発表時に、約2000億円規模の減資を行うことを公表し、同年5月に減資を実施した。東芝は、2015年3月期決算発表時に、約2000億円規模の減資を行うことを公表し、同年5月に減資を実施した。

	(A)2015年度	(B)2014年度	(A)-(B)
資本	656,986	1,565,357	△908,371
株主資本	312,549	1,083,996	△771,447
資本金	439,901	439,901	0
資本剰余金	399,472	402,008	△2,536
利益剰余金	△99,998	388,231	△488,229
その他のCI	△424,939	△139,323	△285,616
自己株式	△1,887	△1,821	△66
被支配持分	344,437	481,361	△136,924
負債・資本計	5,421,099	6,334,778	△913,679

※借入金・社債残高1,451,717百万円(2016年5月12日決算発表時点)  
※単体決算における2015年3月期の資本剰余金が380,837百万円、利益剰余金△131,871百万円(繰越利益剰余金149,651百万円、2016年3月期単体純損失が329,301百万円、そのまま加わると利益剰余金は△461,172百万円、資本金の4分の1まで配当時に準備金を積み立てる必要がある。

# グループワーク！！



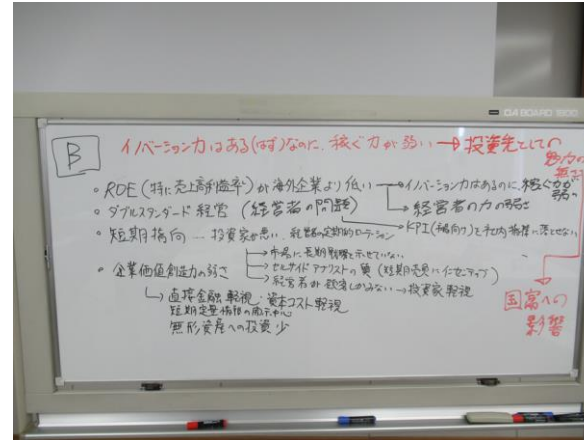
グループワークを通じた多様な意見共有



質疑応答を通じた講義理解度の深化



ワークショップを通じた協創・ネットワーキング



価値創造プロセス  
～価値協創ガイダンスの視点から～

SKY Perfect JSAT Group

スカパーJSAT株式会社  
松藤 浩一郎

HFLP  
Hitachi Financial Leadership Program

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**

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

# Tax Planningは善か悪か？



節税は経営者の  
義務！



Tax Planningにより  
ROEが向上



BEPS・デジタル課税等  
の税制動向に注目

- ・ 法人税等は、原価・販管費等とは異なり、収入を増加させることはないため、最優先で削減すべきコストと考えるべき
- ・ 「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

## 税務計画の重要性

勘定科目	金額(億円)
売上高	2,000
売上原価	1,200
販管費	680
営業利益	120
× 税率	30%
法人税	36
当期純利益	84
株主資本	1,200
ROE	7%

✓ 伊藤レポートの重要性が増加し

Tax Plan活用した

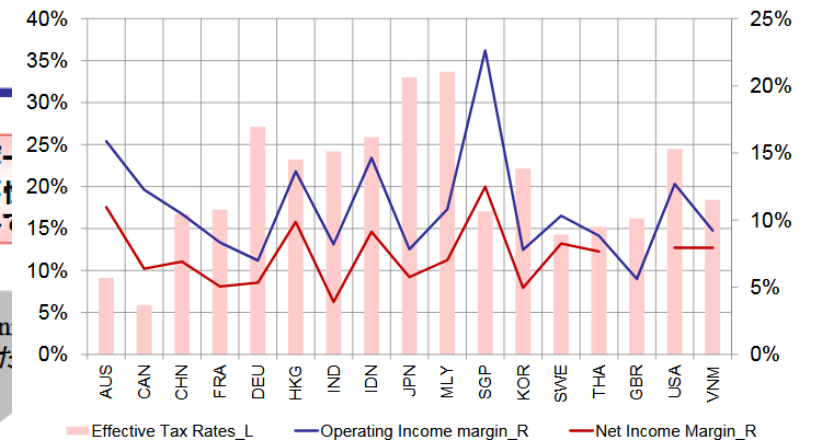
✓ 実効税率15%にできれば、純利益は102億円(ROE8.5%)

✓ 営業利益を146億円、売上高を2,430億円にまで増大。

✓ 売上高を20%増やすために何を実践する必要があるか？

日本企業の平均純利益マージン率は5-6%、平均実効税率は33%。売上で目標を達成しようとするともマージン1%増大させるにあたり20倍の売上高が必要となるということ。

## 各国における実効税率(ETR)平均 2018年度



# そうなんだあ！

投資家は投資判断において非財務情報を重視ようになってきている。  
(主要情報ソースにおいて、非財務情報の構成比率が拡大)



投資家は非財務  
情報を重視

交渉における  
BATNAの重要性

同じ利益でも質  
高と質低が

## ◆交渉学での当たり前 = BATNA

### ●Best Alternative to Negotiated Agreement

(この交渉が決裂した場合のベストな代替案)

## ◆BATNAは自社の交渉力把握の第一歩

- 交渉力の根源は“交渉をやめる決断”ができること
- たとえごく魅力的でなくとも、BATNAがあれば腹がくくれる
- 硬直的な「最低条件」や場当たりの「最後通牒」からの脱却

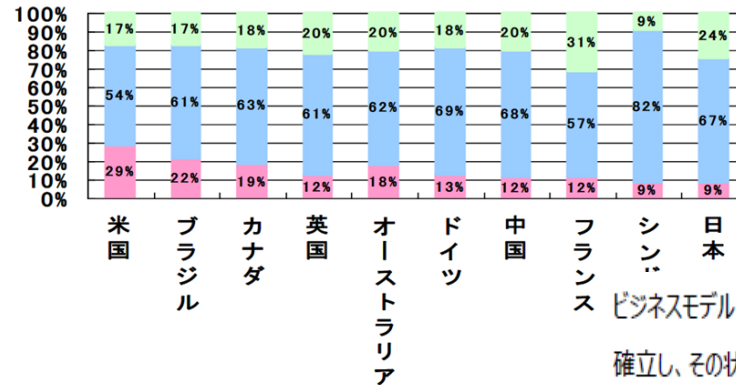
### 質の高い利益の特徴

- 1 LIFOや加速償却法のような保守的な会計原則によって決定された利益

### 質の低い利益の特徴

- 1 工事進行基準のような緩やかな会計原則によって決定された利益
- 2 現金で分配しえない未実現利益を含む利益
- 3 変動性の高い利益
- 4 会社の将来の指標とならない利益
- 5 会社の基幹的活動以外から生じる非反復的利益
- 6 将来についての楽観的な見方に基づく非現実的利益
- 7 利益を実現可能性のある資産を過大表示したBSを軸に算出している利益
- 8 主に巧みな財務取引で生じた利益
- 9 海外の事業から生まれた利益
- 10 会計学の博士号取得者しか理解できないような脚注つき利益

### 日本企業の社員の会社への忠誠心は？



ビジネスモデルは、単なる「事業の概要」や「儲けの構造」ではない。「モデル」となるのは、競争優位性を確立し、その状態を保つための仕組みや方法が、企業の価値観(1.)を事業化する設計図(青写真)として描かれるからである。したがって、「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。

# M&A

## M&Aは戦略遂行の手段

## バリュエーションにはバイアスがかかり易い

## 交渉におけるウォークアウェイ価格の重要性

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

- 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
- 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
- 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
- 入口の重要性(目利き力)
  - PMIと同等に入口での選定は重要
- 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
- 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
- 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
- M&Aの成功要因
  - 適切な買収価格の決定
- 強固な交渉力
  - 適切な買収価格の決定
- M&Aの成功要因
  - 適切な買収価格の決定

	1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
FCF	10	10	10	10	10
TV					125
現在価値	9.3	8.6	7.9	7.4	6.8+
					85.1
割引効果	93%	86%	79%	74%	68%

- 企業価値の大半をターミナルバリューが占めるのが現実
- DCFでバリュエーションの精度は上がるが、確度が上がるわけではない
- DCF法において感応度分析が重要であるだけでなく、DCF法の結果を他の価値算定手法と照らし合わせることは必須

- シナジーは概ね未達に終わる傾向(グローバルに7~8割の達成)

コストシナジーが容易でない理由	トップラインシナジーが容易でない理由
<ul style="list-style-type: none"> <li>買い手側の強い意志が必要</li> <li>被買収企業に経営を委ねる場合に尚実現性は低くなる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>被買収企業側の動機の欠如</li> <li>被買収企業側との協議に要する時間</li> <li>顧客側の親和性・受容性の問題</li> </ul>

- トップラインシナジーはコストシナジ

原則的にトップラインシナジーを!

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
<ul style="list-style-type: none"> <li>最終交渉に先立って設定しないと意味がない</li> <li>経営陣が関与すべき問題                             <ul style="list-style-type: none"> <li>現場レベルには荷が重い</li> <li>現場が経営者の思いを忖度する恐れ</li> <li>「値決めは経営」(稲盛さん)</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>価格未定では案件の適否を株主は判断しようがない</li> <li>公表によって競合ビッドを招く隙を与える</li> <li>公表によって売り手の株価が高騰し、投資採算悪化の恐れ</li> </ul>

# ROESG !!!

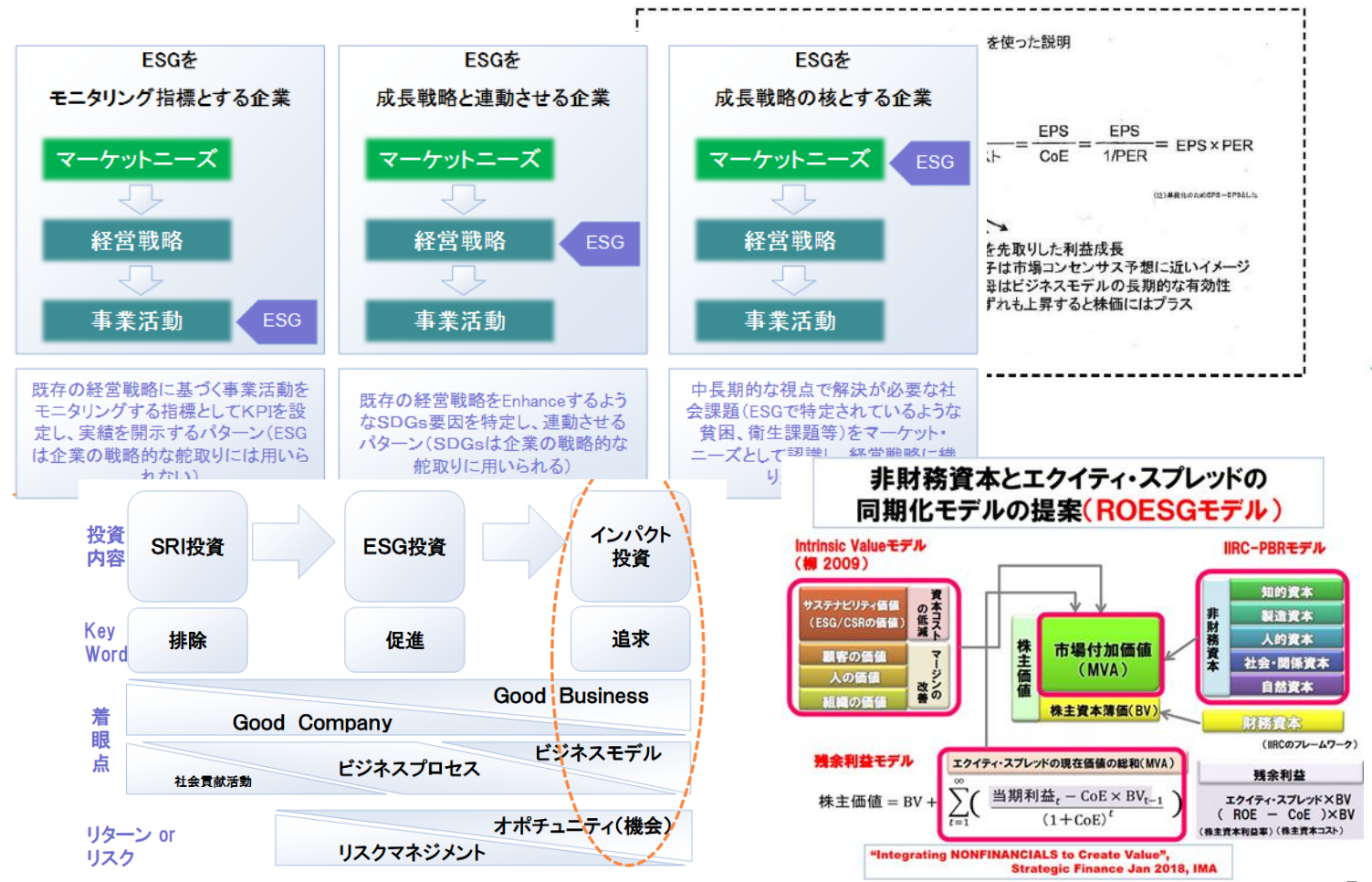
花王の沢田道隆社長は日本経済新聞の取材に応じ、同社の経営の軸足を短期の業績重視から中長期の企業価値向上へシフトする考えを示した。主なやりとりは以下の通り。日経産業新聞 2020年01月08日 13面  
ESG（環境・社会・企業統治）経営をさらに重視していく。当社を支えるのはESGと技術だ。

- 配当割引モデル (DDM=Dividend Discount Model) においては、E（環境）・S（社会）の要素は、利益予想・期待成長率と割引率との関連で、G（企業ガバナンス）の要素は割引率との関連で、ESG要素が企業評価に入り込むことになる。

ESGはもはやお題目ではない！

経営戦略におけるESGの重要性は年々増加

ESGは資本コストを低下させROE向上に寄与



"Integrating NONFINANCIALS to Create Value", Strategic Finance Jan 2018, IMA



# ワークショップにおける気づき

# ワークショップを通して学んだこと



メンバーの得意・不得意分野を相互に補う形での資料作成



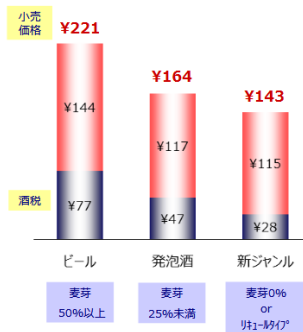
講義で学んだ企業価値算定方法も駆使した分析



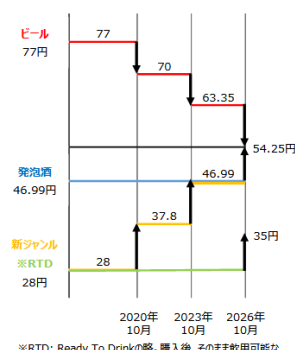
戦略比較から仮説を展開  
キリン・アサヒ両社共に  
エクセレントカンパニー

## ◆ 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。

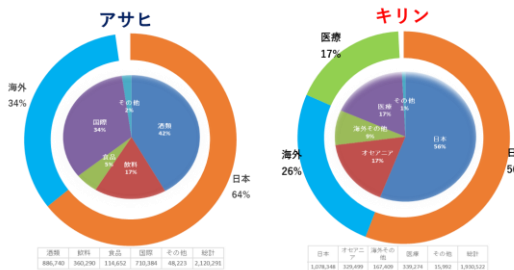


## <酒税改定スケジュール(予定)>

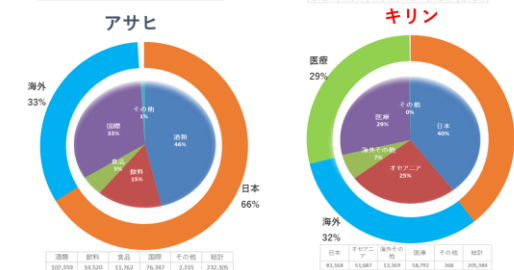


※RTD: Ready To Drinkの略。購入後、そのまま飲用可能なチューハイなどを指す。

## 売上収益比較



## 事業利益比較



## キリングループ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



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

**抜粋版**

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

# 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。

- ◇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

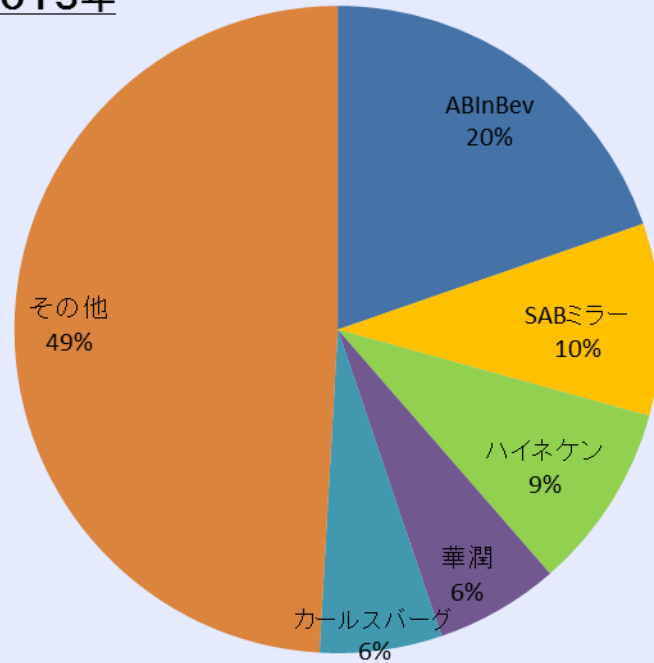
## 経営理念 Asahi Group Philosophy

- 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**

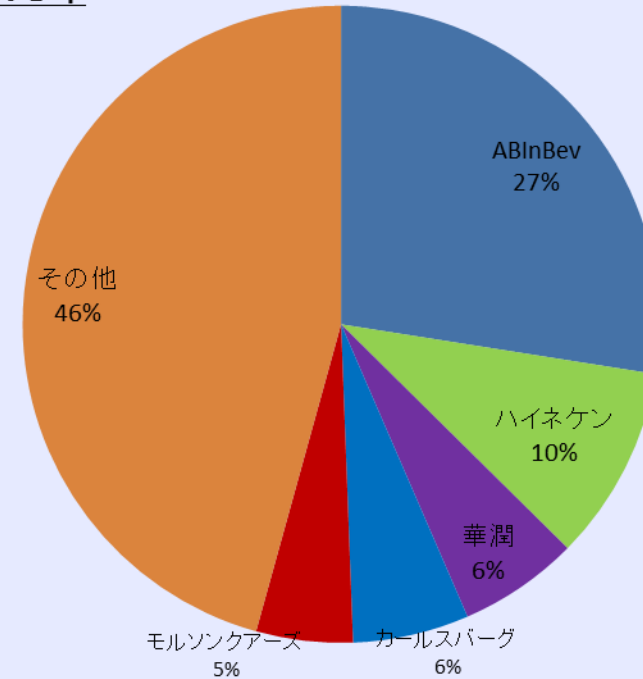
# 2015年 vs 2018年 世界ビール系飲料シェア

(出所：ユーロモニター)

2015年



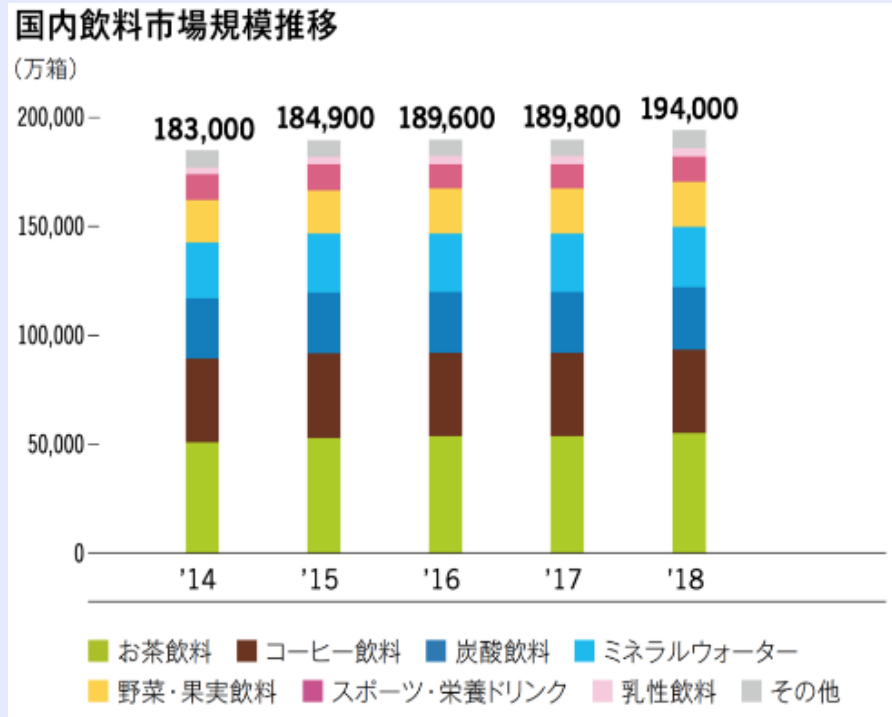
2018年



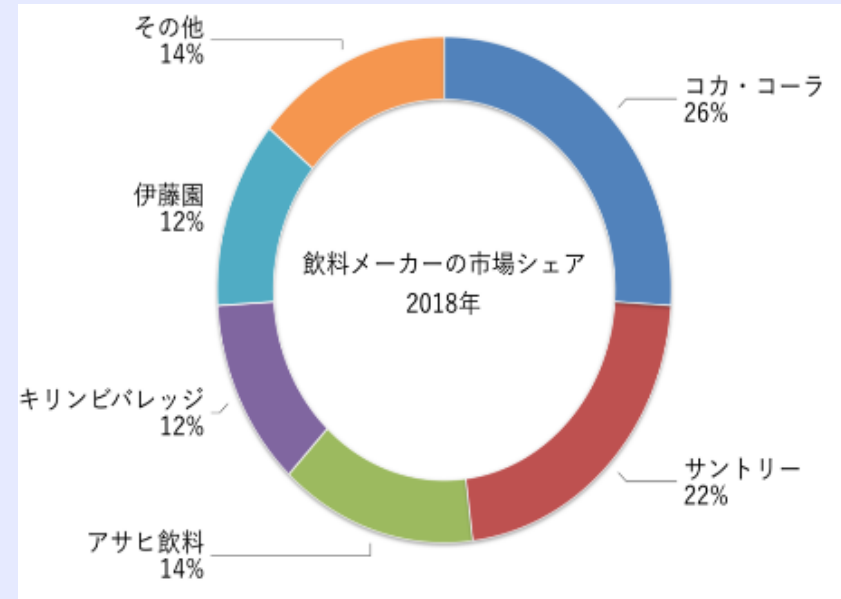
- ◆ 2015年、大手5社でマーケットの約50%を占めていたが、2018年には、大手4社で、約50%へ
- ◆ この間に、ABInBev（ベルギー）が、SABミラー（イギリス）を約1兆5000億円で買収し、シェア大幅アップになる
- ◆ ハイネケン（オランダ）が2位、華潤（中国）が3位であるがあとは、どんぐりの背比べか
- ◆ 2017年アサヒ世界シェア3%、キリン世界シェア1.5%にとどまる

⇒ 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。

# 国内飲料マーケット数量&シェア (出所：アサヒIR資料より)



### 2018年マーケットシェア

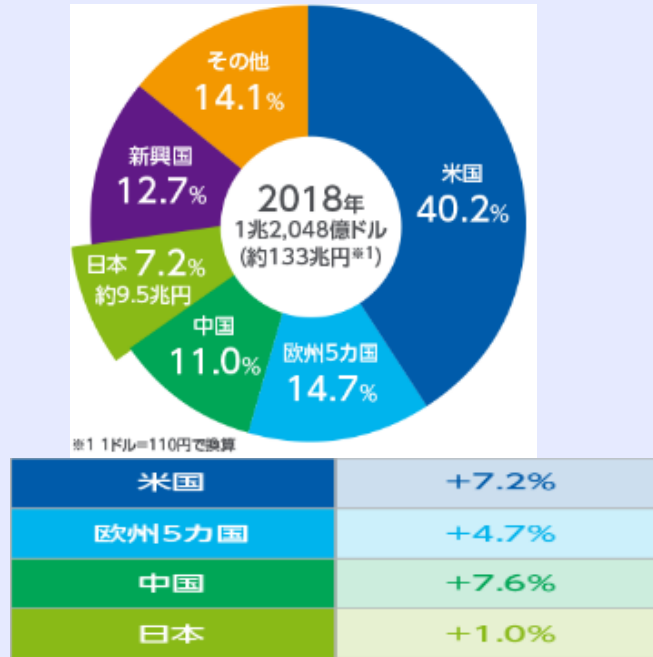


- ・5年間の数量ベースの平均伸長率は、天候に左右されながらも1.47%であり低調に推移
  - ・その間のカテゴリー毎に大きな変動はない
  - ・ブランド別マーケットシェアは、上位2社(コーラ、サントリー)で50%を占有。  
2社での構成比は、過去5年間変化なし
  - ・下位複数社(キリン、アサヒ含む)で残り50%内のシェア争いをしている
- ⇒ マーケットは、低成長マーケットから成熟マーケットへ移行か
- ⇒ 各ブランド、カテゴリーに大きな変化なく上位5社のシェアは、安定している



# 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)



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

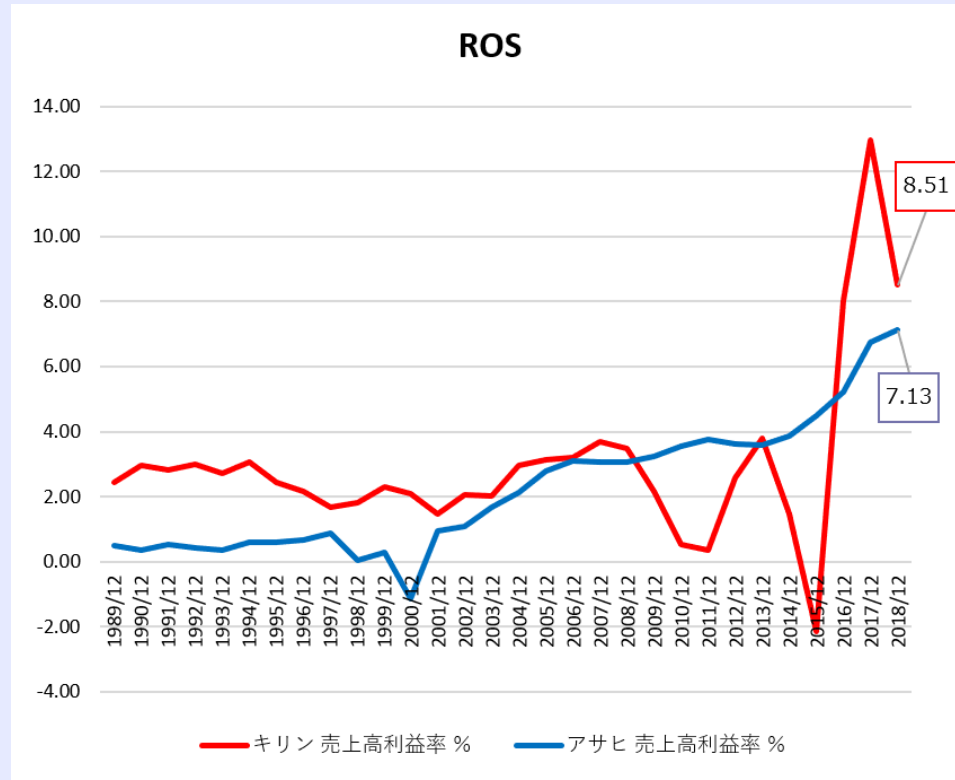
- 国内業界規模は、約9.5兆円(成長率1%)で世界の約7.2%の構成比
- 国内トップの武田は、世界では、18位(2018年シャイアーを買収し現在世界7位)
- 業界上位集中度(2015年度)は、上位5社で39.2%、~10社で51.8%、~30社で76.6%
- 業界平均の研究開発費売上高比率は、11.9%で新薬開発し特許存続期間は、最長10年まで

⇒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

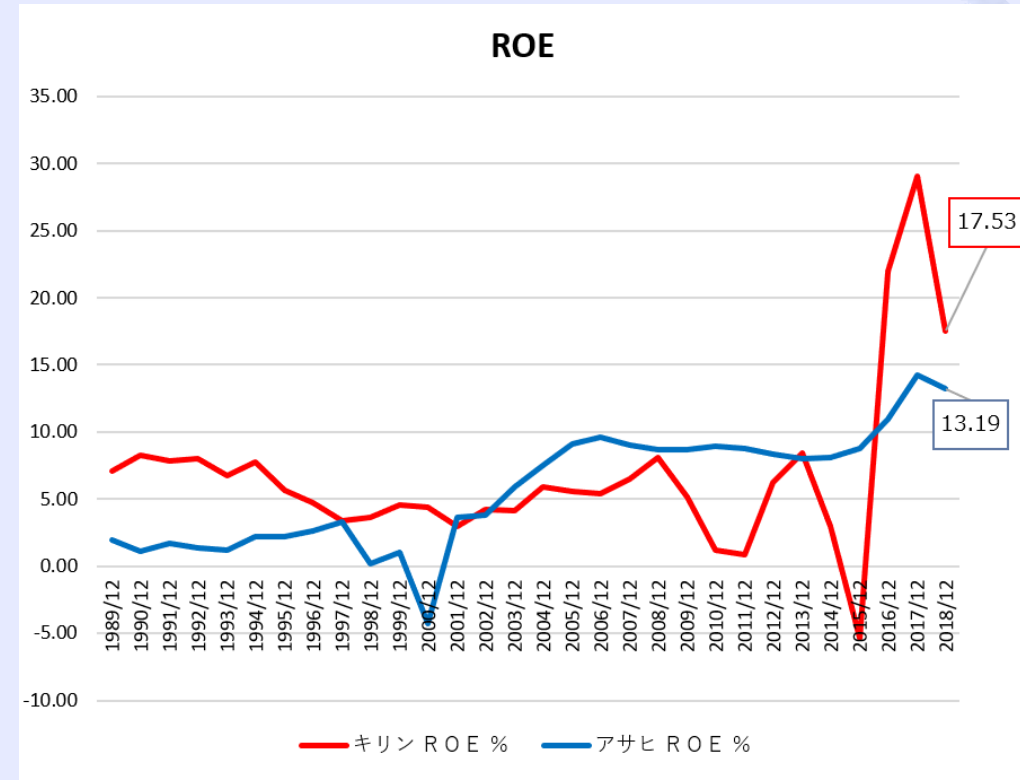
## 3-2. 収益性分析



### 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見込める。

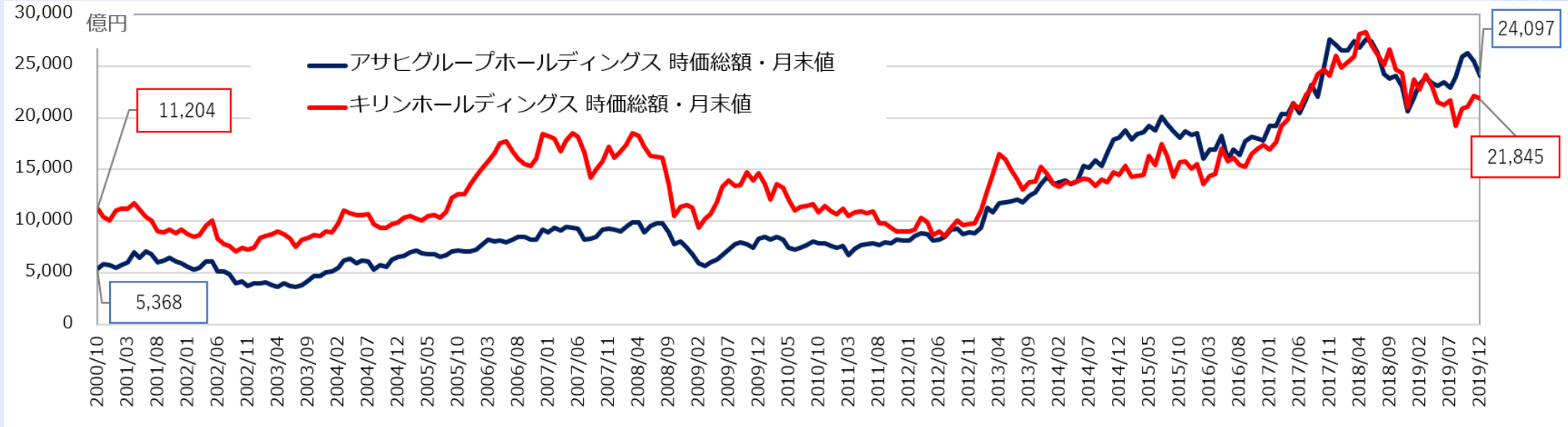


### ROE

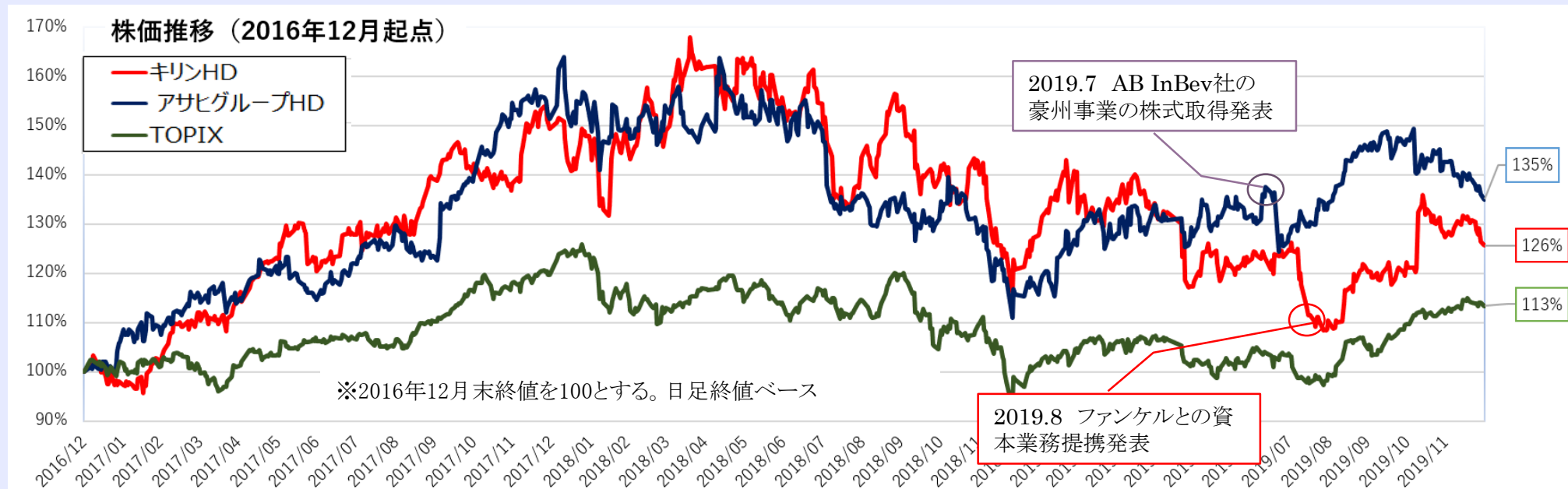
キリン：2017年は固定資産売却益、ブラジルキリンの譲渡に伴う非継続事業からの投資利益により純利益が前年の3倍に拡大しており、2018年には1,000億円の自己株式取得。

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。

# 3-5. 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)



# 3-8. 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

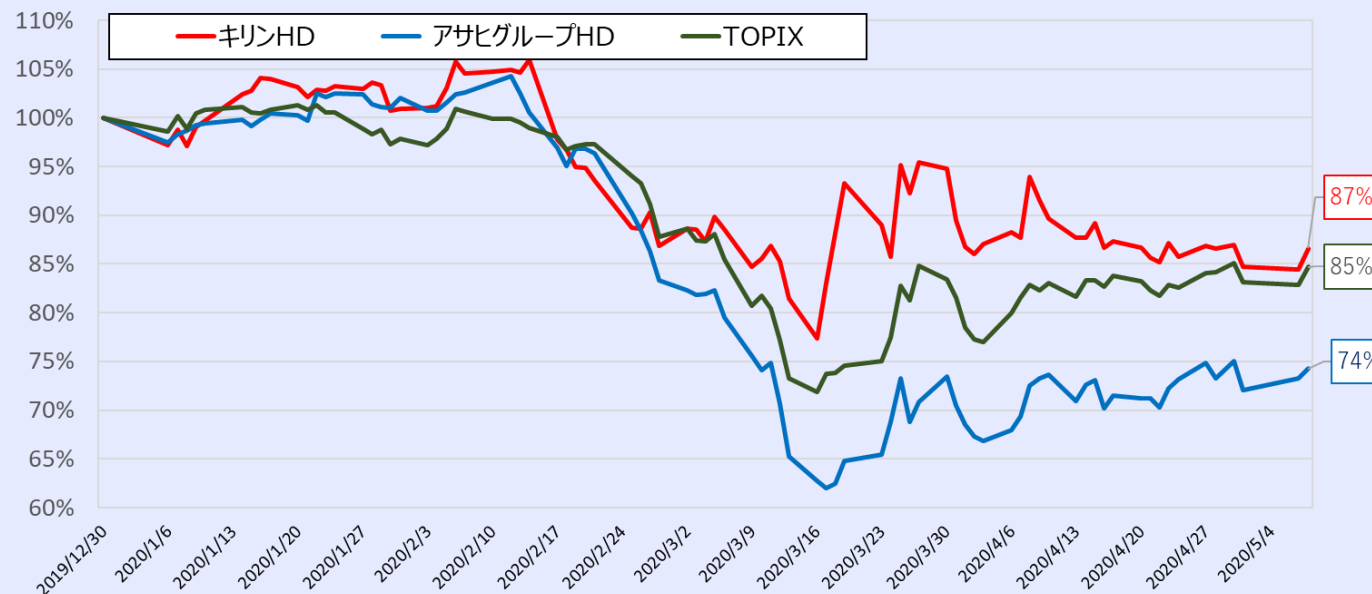
### キリンHD

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**

## 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	 <small>アサヒグループホールディングス</small>
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」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、</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？

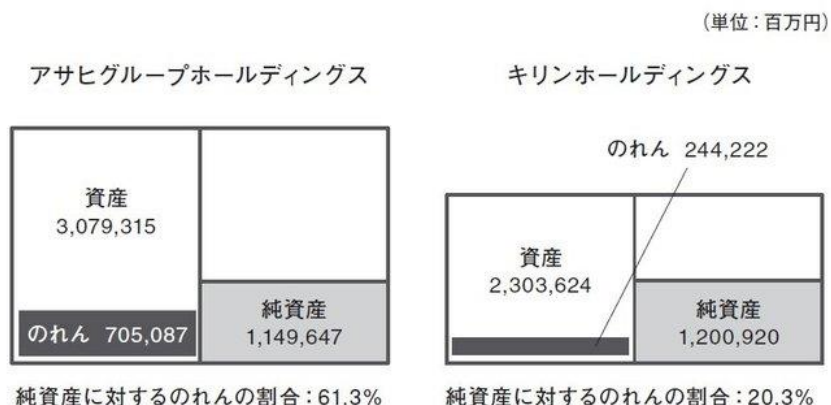
#### 【キリンの課題、リスク】

- ✓ 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？

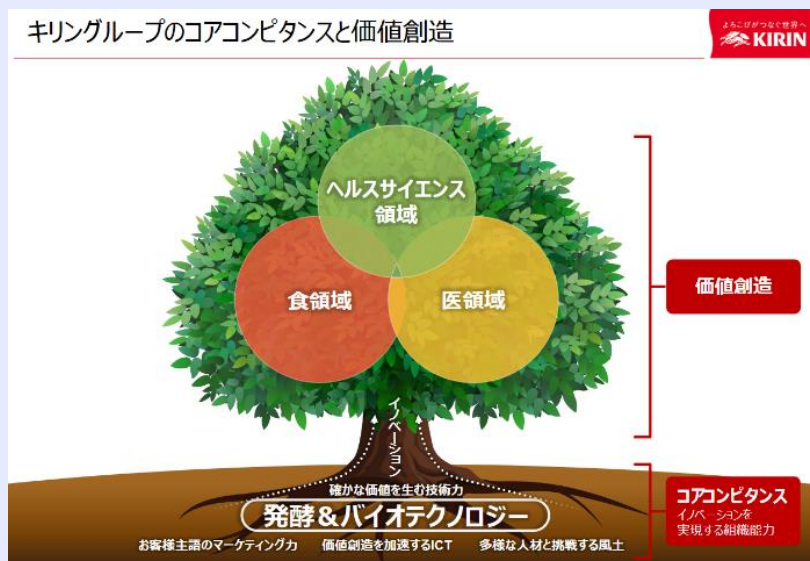
キリン PBR 1.98倍、PER 15.57倍、時価総額1.9兆円 (2020年5月8日時点)

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)

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と？
- ✓ 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？





## 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点

# CFOの心構え

**CFO** CEOと同じ目線で、共に  
企業価値創造を実現

**CFO** バックカスティングにより  
中長期経営目標を達成

**CFO** 創造と破壊を実践  
イノベーションも仕事の一部

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当に評価する
- 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

(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』
- 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
- ② 社会や環境との調和がなくて持続的成長はできない(コストを言い)
- ③ この基本を『**ESG**』『**SDGs**』『**TCFD**』などから学ぶ

## 1. 経営者

- ① 『業を企てる』人／将来を今生きる人
- ② その時代・その時代の存在価値を創る人
- ③ 『創造』と『破壊』を実践する人／リスクを取る人

投資家から資金調達をし、そのお金を使って「もの」や「仕組み」に換えて「元本+利益」を回収し、ステークホルダー全ての満足を得て企業価値を創造していく人

「CFOの役割は経営陣と同じスピードで走ること」

対立する各ステークホルダーへの利害を調整し、中長期的に価値創造を実現することが企業経営者には求められる。

	視座	社長	市場	戦略実行
これから	見えない知的資産	勝つ経営者の視界	将来を予知する力・非財務情報	当事者意識による共同執行
過去	可視化された世界	万人共通の認識	過去の財務数字	結果数値の分析提供

1. 「思考方法」のパラダイムシフト

(1) 従来 = 経営改革・変革 …… フォアカスティング ⇨ 過去の延長線からの短期予想  
**<短期思考>**

(2) 今後 = 経営デザイン …… **バックカスティング** ⇨ 理想の未来をつくるための必要条件  
**<長期思考>**

CEOやCFOは企業価値向上を実現するために必要な改革を強い意志で実施

# 多様なマネジメント手法



管理するだけでは  
マネージメントと言えない

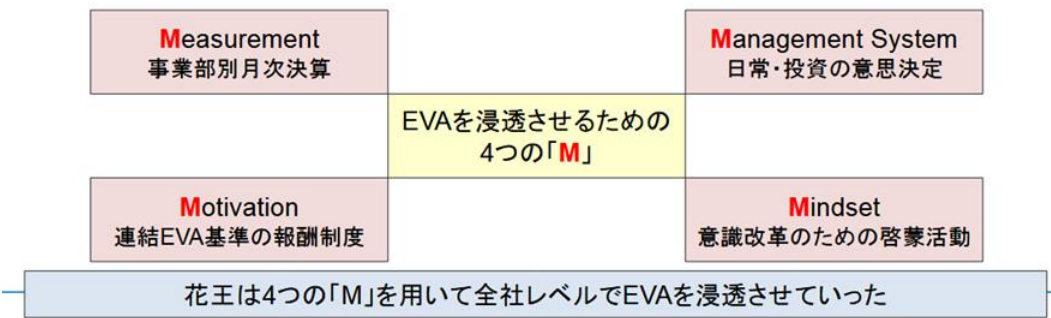


KPIとモニタリング・報酬  
制度等との一体運用



ビジネスモデルや戦略と  
合致したKPI選定

最も重要なことはEVAを導入する際、それをどのように「マネジメント」するか



✓オープンブック・マネジメントとは何か？

オープンブック・マネジメントとは、財務情報を中心とした経営情報を広く一般社員にまで共有し、その基盤に基づき全員経営を目指す経営モデル。

✓オープンブック・マネジメントを実践するための基本要件

- 【要件1】財務情報を中核とした経営情報の共有
- 【要件2】従業員のビジネス・リテラシーの理解促進
- 【要件3】現場への意思決定の権限委譲、エンパワーメント
- 【要件4】成功報酬



# ニュースへの感度



新聞等の見出しに関する感度向上



自社と直接関係ないと思われるニュースにも注目



ニュースの真偽に対する感度向上

日本経済新聞 2020年(令和2年)1月

### ESG 変わるマネー 1

「気候変動問題に本気で取り組む気だ。E・S・Gの最高財務責任者(CEO)の柳屋氏は1月半ば、世界最大の米運用会社ラッパロクが出した書簡を逐語に読み解いた。2020年からはまさに独り独り銘柄運用でクレジット運用で、火力発電に使う一般事業の売上高の多い企業を除外する「ESG投資」の重要性を改めて指摘する。ESG投資の重要性を改めて指摘する。ESG投資の重要性を改めて指摘する。

日本経済新聞 2020年(令和2年)1月23日(木曜日)

### HOYAの連結業績 (国際会計基準)

投資効率 (左軸) 倍  
純利益(右軸) 億円

2015/3 2020/3

### HOYA 投資規律を堅持

東電のSTO B合戦もどき撤退

半導体製造装置のメーカーラッパロクに追随する。対抗策として、HOYAは価格引き下げに踏み切った。その根拠は「資本コストをモロモロに押し上げていく事業を断り、投資する事業を厳しく選別する」ということだ。

### 資本コスト基準 東電志却辞さず

「あ、そんなんだ。0.01%の対抗策の米商が電話取材に応じた。だが、東電は株主の意向を踏まえ、東電は2019年11月、1株1万1000円でTOBを発表。そのTOBを公表する前、HOYAは1万9000円を出せばいい。HOYAがTOBを公表する前、HOYAは1万9000円を出せばいい。

日本経済新聞 2020年(令和2年)1月15日(水曜日) 12版 企業 12

### 半導体 回復期入りか?

2019年に減速した半導体市場で回復の兆しが強まってきた。業界団体の世界半導体市場統計(WSTS)によると、20年の市場規模は前年比6%のプラスに転じた。次世代通信規格「5G」の普及と大量のデータ処理・保存を必要とする半導体需要が増えるからだ。

東京エレクトロン社長 河合 利樹氏

### ESG 追い風投

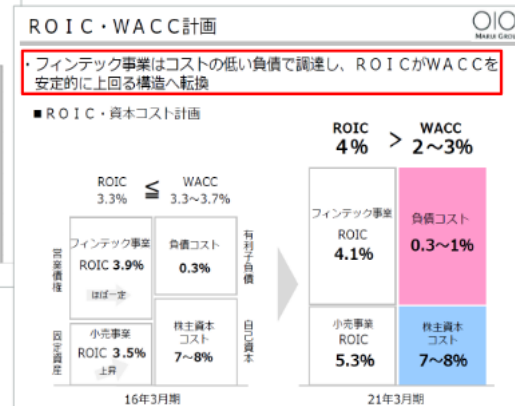
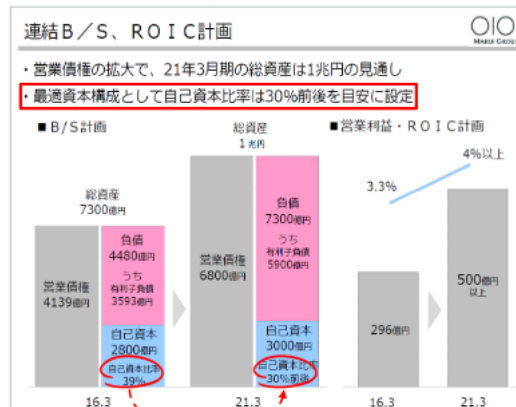
ESG投資の追い風が吹いている。ESG投資の追い風が吹いている。ESG投資の追い風が吹いている。

5. 新聞は平気で嘘を掲載する

新聞購読での注意点は、新聞記事が必ずしも正しくないということを常に忘れない姿勢。新聞記事には、会社などが正式には発表したものではなく、記者の意見や観測記事が掲載されることが多い。この中には間違いもある。これが見抜けるようになれば一流だ！

丸井グループの事例ー自己資本比率を下げ負債を増やす事でWACCを下げると同時に本業のROICを向上させ、ROICが安定的にWACCを上回る事を目指して企業価値の最大化を図る

現中期経営計画(2016~2020年度)



出所:中期経営計画

## 200種類の割引率を使いこなす リスク調整後割引率の事例

Country	RFR <sup>1</sup>	Risk Premium	Category I (Low Risk)			Category II (Middle Risk)			Category III (High Risk)		
			beta	Hurdle <sup>2</sup>	Private <sup>3</sup>	beta	Hurdle <sup>2</sup>	Private <sup>3</sup>	beta	Hurdle <sup>2</sup>	Private <sup>3</sup>
Japan	0.58%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	9.6%	11.4%	2.0	12.6%	14.4%
USA	2.50%	6.0%	1.0	8.5%	10.3%	1.5	11.5%	13.3%	2.0	14.5%	16.3%
Canada	2.22%	6.0%	1.0	8.2%	10.0%	1.5	11.2%	13.0%	2.0	14.2%	16.0%
Mexico	6.42%	6.0%	1.0	12.4%	14.2%	1.5	15.4%	17.2%	2.0	18.4%	20.2%
Brazil	11.60%	6.0%	1.0	17.6%	19.4%	1.5	20.6%	22.4%	2.0	23.6%	25.4%
UK	2.19%	6.0%	1.0	8.2%	10.0%	1.5	11.2%	13.0%	2.0	14.2%	16.0%
Germany	1.39%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	10.4%	12.2%	2.0	13.4%	15.2%
France	1.86%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	10.9%	12.7%	2.0	13.9%	15.7%
Netherlands	3.36%	6.0%	1.0	9.4%	11.2%	1.5	10.6%	12.4%	2.0	13.6%	15.4%
Spain	3.21%	6.0%	1.0	9.2%	11.0%	1.5	12.2%	14.0%	2.0	15.2%	17.0%
Italy	3.36%	6.0%	1.0	9.4%	11.2%	1.5	12.4%	14.2%	2.0	15.4%	17.2%
Switzerland	0.59%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	9.6%	11.4%	2.0	12.6%	14.4%
Sweden	1.58%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	10.6%	12.4%	2.0	13.6%	15.4%
Portugal	4.87%	6.0%	1.0	10.9%	12.7%	1.5	13.9%	15.7%	2.0	16.9%	18.7%
Belgium	2.06%	6.0%	1.0	8.1%	9.9%	1.5	11.1%	12.9%	2.0	14.1%	15.9%
Austria	1.76%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	10.8%	12.6%	2.0	13.8%	15.6%
Australia	3.59%	6.0%	1.0	9.6%	11.4%	1.5	12.6%	14.4%	2.0	15.6%	17.4%
Russia	8.47%	6.0%	1.0	14.5%	16.3%	1.5	17.5%	19.3%	2.0	20.5%	22.3%
Singapore	2.16%	6.0%	1.0	8.2%	10.0%	1.5	11.2%	13.0%	2.0	14.2%	16.0%
China	3.59%	6.0%	1.0	9.5%	11.3%	1.5	12.5%	14.3%	2.0	15.5%	17.3%
Hong Kong	1.76%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	10.8%	12.6%	2.0	13.8%	15.6%
Indonesia	7.62%	6.0%	1.0	13.6%	15.4%	1.5	16.6%	18.4%	2.0	19.6%	21.4%
Malaysia	3.90%	6.0%	1.0	9.9%	11.7%	1.5	12.9%	14.7%	2.0	15.9%	17.7%
Thailand	3.10%	6.0%	1.0	9.1%	10.9%	1.5	12.1%	13.9%	2.0	15.1%	16.9%
Taiwan	1.34%	6.0%	1.0	8.0%	9.8%	1.5	10.3%	12.1%	2.0	13.3%	15.1%
India	5.24%	6.0%	1.0	9.3%	11.1%	1.5	12.3%	14.1%	2.0	15.3%	17.1%
Philippines	5.24%	6.0%	1.0	11.2%	13.0%	1.5	14.2%	16.0%	2.0	17.2%	19.0%
India	5.24%	6.0%	1.0	13.8%	15.6%	1.5	16.8%	18.6%	2.0	19.8%	21.6%

社内外の方が「ともに成長を実感」できるKPIを設定

### 新製品売上高

創薬型製薬企業の力を押し量る指標  
後発品の比率は70~80%

### ROIC\*、CCC\*\*の選択

全てROEにつながるが、ROIC、CCC<sup>2</sup>することで従業員が自分目化できる

### DOE\*\*\*の選択

自社の成長を株主にも、ともに実感いただきたい  
配当性向は当期純利益の影響を受け大きく変動する

# 先進企業の事例



多様な企業家講師陣  
による事例紹介



受講生による質問や  
会社紹介からの学び



CFO経験者の具体例  
からの学び

# 知識の共有



投資効率(ROE等)に加え、非財務情報が年々重要に



企業価値評価における様々な手法(事業モデル毎)



最適資本構成やペイアウト政策等の基本知識

## ROEと企業のペイアウト政策

回答企業917社(全上場企業の25%)のうち、449社が、ROEの引き上げを中期計画に掲げている

■各社の中期計画の目標数値

コード	社名	目標決算期	ROE (%)	売上高 (億円)	営業利益 (億円)	配当性向 (%)
3382	7&iHD	20.2	10	-	4,500	-
4503	アステラ薬	18.3	15以上	-	-	-
4578	大塚HLD	18.12	8~10	14,400	2	-
6367	ダイキン工	19.3	13.5	25,000	2	-
6503	三菱電機	21.3	10	50,000	8%以	-
6594	日本電産	21.3	18以上	20,000	15%以	-
6758	ソニー	18.3	10以上	-	5,000	-
7269	スズキ	20.3	10	37,000	7	-
8058	三菱商事	-	10	-	-	-
9020	JR東日本	20.3	10程度	30,210	4	-

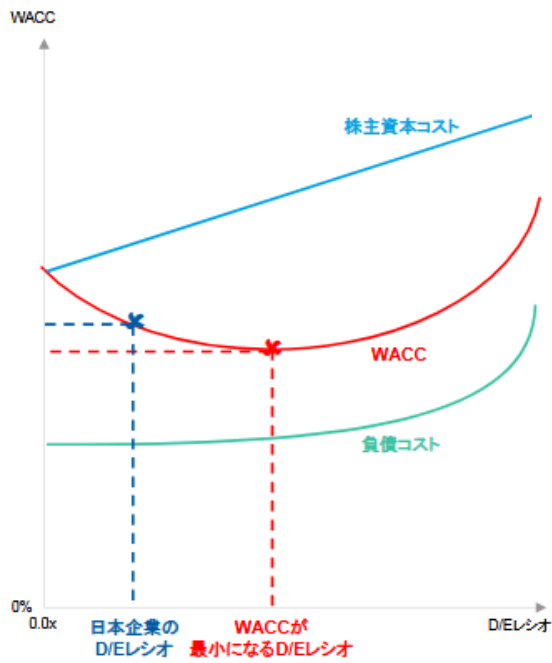
注) ◇はIFRS基準、○はSEC基準。目標決算期は達成を目指す決算期。標を設定していない場合は-で表した。※は営業利益率、\*は配当と自己株買還元性向。全回答企業のうち株式時価総額上位10社を掲載

- ROEの注目の高まり
- 2014年から、ROEを選択基準の柱とする 株価指数・JPX 日経400 が開始

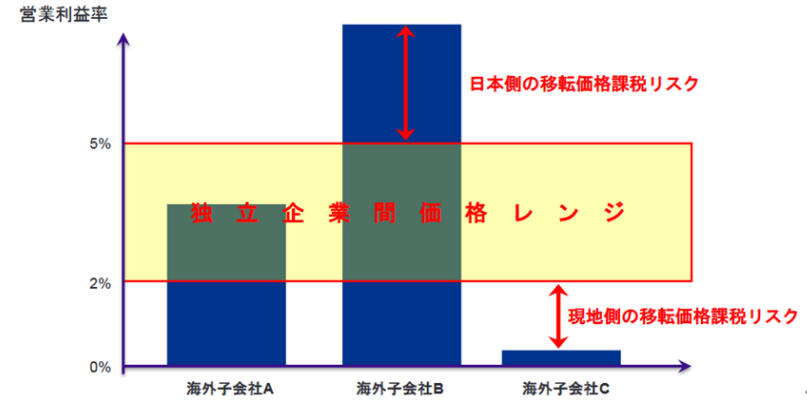
### ● 資本集約型の事業会社の場合

- ✓ EBITDAとFFOはその会社の財務力を過大評価している可能性がある
- ✓ FOCFは金融債務に対応するキャッシュフローをより正確に反映している可能性がある
- ✓ これらの会社については、FOCF/有利子負債をより重視する
- ✓ 資本集約型の事業会社
  - 売上高(販売額)に対する継続的な設備投資額の比率が10%超
  - 売上高(販売額)に対する減価償却費の比率が8%超

WACCの理論値



- 税務当局は海外現地法人側の営業利益の多寡に着眼する(“TNMM”)



# リアル伊藤先生！！！！



伊藤先生をはじめ  
著名なアカデミック講師陣



実業界出身者による  
生きた経営哲学



投資家や金融業界出身者  
によるマーケットNOW

