



一橋大学  
財務リーダーシッププログラム  
最終レポート

株式会社セシア  
椎名 俊之

# 目次

(a) 通常セッションにおける気づき

(b) ワークショップでの分析

(c) 自社に持ち帰りたいことは何か

## (a) 通常セッションにおける気づき

## はじめに

本プログラムの目的は、目先の問題にとらわれず、持続的な企業価値の創造を実現するため、長期的な視点で経営を深く構想し、企業を本質的に変革させることができる価値創造リーダーの育成にあり、企業価値創造に関連した最先端の知識・スキルを横断的に習得した。

また、第一線でご活躍されているCEO、CFOを始め、志を同じくする異業種の仲間と切磋琢磨する機会を創って頂いた、伊藤先生、加賀谷先生、事務局スタッフの方々に厚く御礼を申し上げます。

# 伊藤レポートによる問題意識、提言

## 【問題意識 1】

- 持続的低収益性のパラドックス
  - ・イノベティブ≠収益力
  - ・バブル崩壊後に収益性が低下したことによるダブルスタンダード経営の限界
  - ・社長の在任期間が短いことと、資本効率及び長期的な価値向上の指針が欠如している

## 【提言】

- イノベティブ＝収益力を実現
  - ・持続的な企業価値は企業と投資家による協創によって実現する
  - ・資本効率を意識した企業価値経営  
資本コストの意識、CFO人材の強化、ROEを意識した経営  
近年、投資判断にESG等の非財務情報が組み込まれており、  
企業の収益性と持続可能性の指標となるROESGが注目されている。

# 伊藤レポートによる問題意識、提言

## 【問題意識 2】

- ▶ 長期投資家不在の「資産運用後進国」日本
  - ・ 長期投資家の層が薄い（間接金融による資金調達等）
  - ・ 日本市場特有の短期志向を助長するインセンティブ構造
  - ・ アセットオーナーの専門性や人員の弱さ、インデックス投資への偏重、セルサイドアナリストの機能低下

## 【提言】

- ▶ インベストメントチェーンの全体最適化
  - ・ アセットマネージャーやアナリストのインセンティブ構造の転換（過度に短期の成果に連動している）
  - ・ パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択
  - ・ 個人の金融資産を預金から株式へ、個人投資家の育成

# 伊藤レポートによる問題意識、提言

## 【問題意識 3】

- 企業と投資家の対話をもたらす悪循環
  - ・ 企業価値をめぐる基本的な考え方の違い
  - ・ 中長期的な企業価値を判断する開示の不足
  - ・ 中長期的な企業価値向上に資する対話の不足

## 【提言】

- 高質の対話を追求する「対話先進国へ」
  - ・ 企業と投資家の望ましい関係構築に向けたプラットフォームの創設  
(持続的企業価値向上は企業と投資家の協創により実現)
  - ・ 持続的な企業価値につながる企業開示へ
  - ・ 緊張と協調による企業と投資家の真の対話促進

## 各セッションの纏め

- 企業価値経営論
- ファンダメンタル分析 I、II
- 証券市場をめぐる潮流
- アナリストによる企業評価
- 国際金融・為替リスク管理
- M&A I
- 経営戦略論
- マーケティング
- デジタル活用と価値創造
- コーポレートファイナンス
- Tax Planning
- M&A II
- 格付け評価
- 交渉論
- リスク管理
- 戦略的IR
- ESGエンゲージメント
- 投資家との対話
- CEO、CFO Lecture

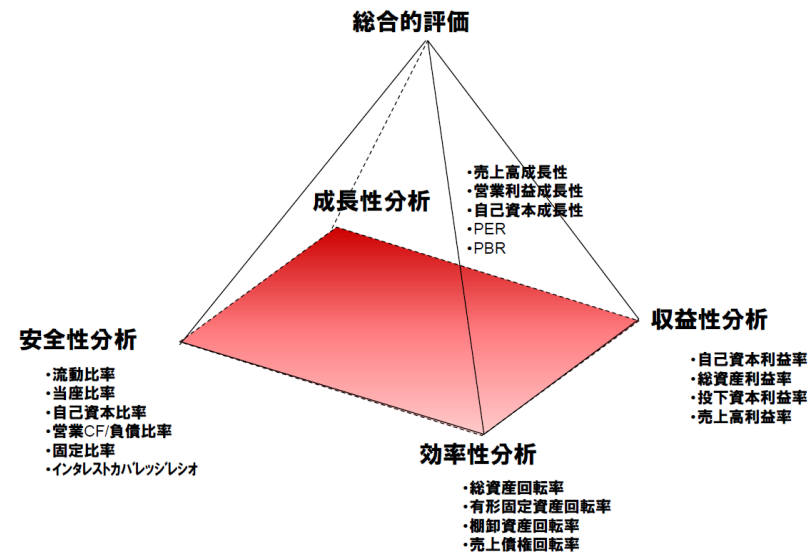


# ファンダメンタル分析 I . II

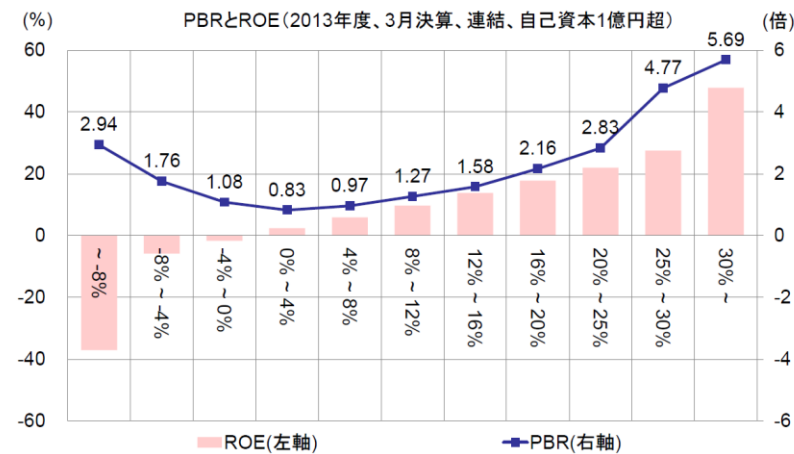
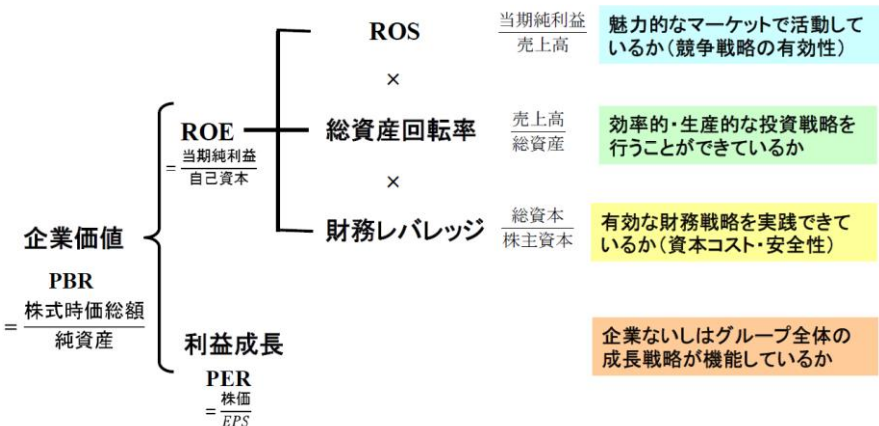
ファンダメンタル分析における総合的評価を右の図表にある4つの視点を様々な分析手法で評価することを学んだ。特にクロスセクション分析は、対象企業と同業他社の分析において有用と考える。

企業価値分析のフレームワークについては、PBRとROEとの相関性を学び、EVA経営の重要性、ROEが一定水準を超えるとPBRが大きく向上することを学んだ。

## ファンダメンタル分析の視点



## 企業価値分析のフレームワーク

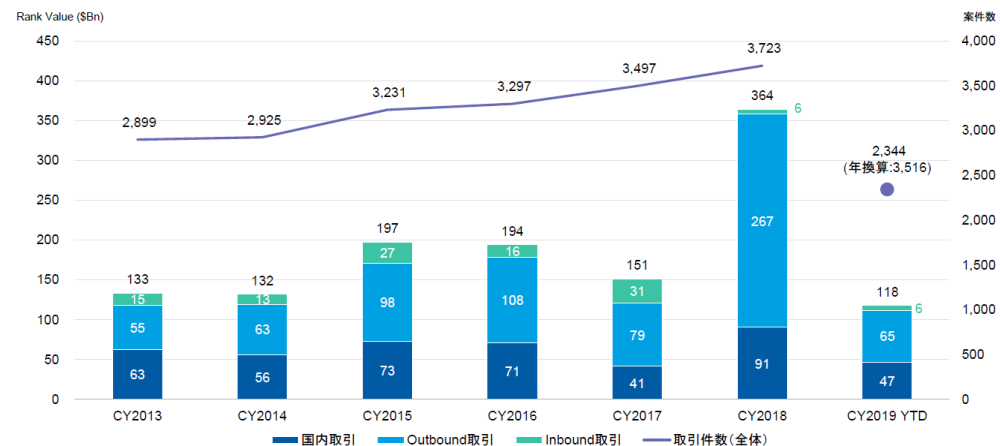


# 証券市場をめぐる潮流、アナリストによる企業評価

巨額な資金が動く日本企業によるクロスボーダーM&Aについて、失敗事例を学び、成功させるための手法を学んだ。

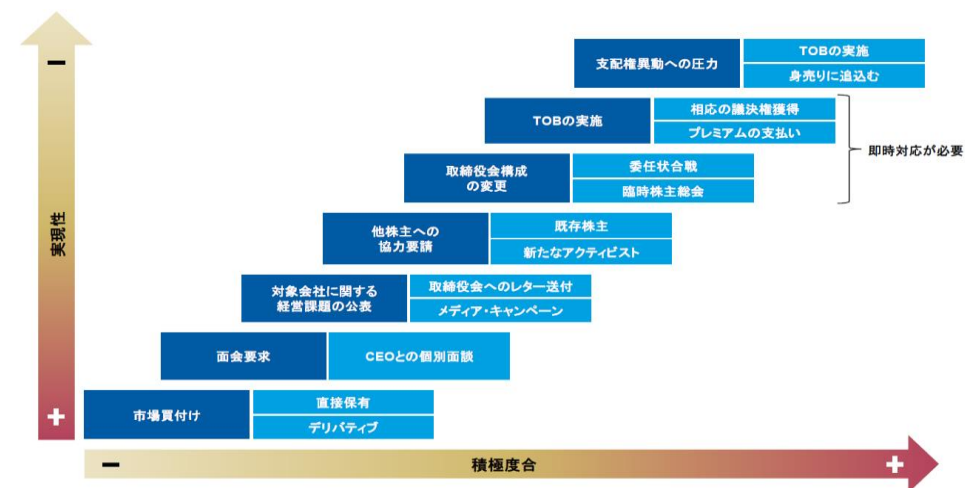
日本企業に対するアクティビストを含めた海外投資家の一般的な見方、アクティビストと対峙する際のポイントをご教示頂いた。

日本関連M&A市場規模の推移<sup>(1)(2)(3)</sup>



(出所：Refinitiv)

## アクティビストの戦略的オプション

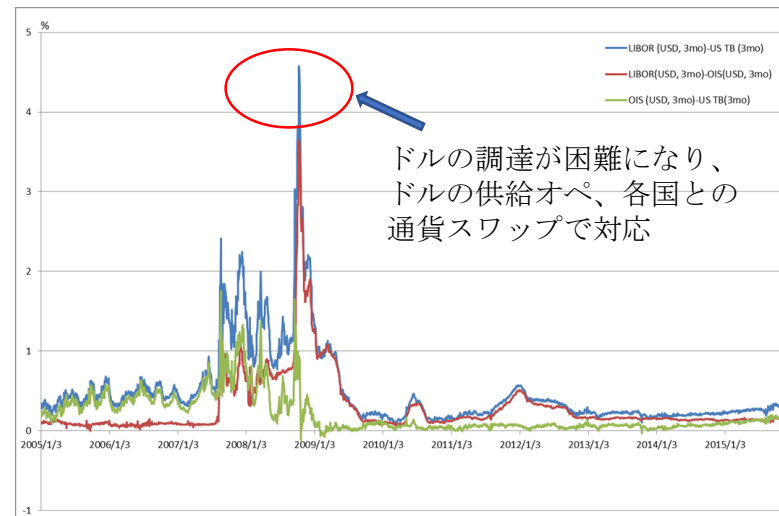


為替相場の読み方、リスクヘッジの手法等を網羅的に講義頂いた。

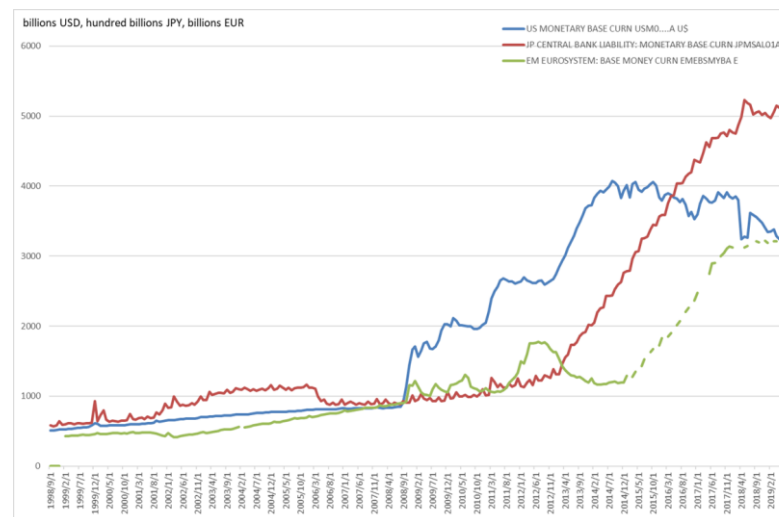
2008年の金融危機時に何が起こったのか、各国中央銀行がどのように対処して危機を乗り越えたのかということには多くの学びを得た。

今日のコロナ禍において、金融危機時に実行したドルの流動性不足の回避、マネタリーベースの拡大の手法により、金融危機に陥ることを防いだ。

リスクプレミアムの拡大



日米欧のマネタリーベース

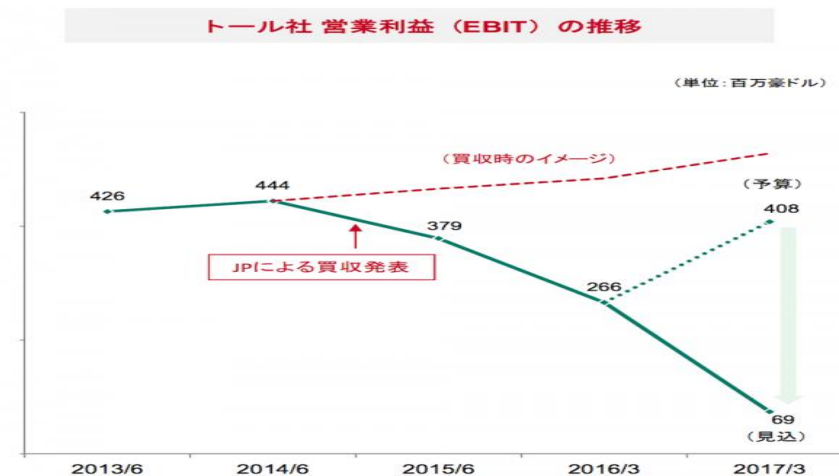


M&Aの成功の定義は、最終的に株価の向上にある。

講義においては、日本郵政のトール社買収、武田薬品のシャイヤー買収をケーススタディとして議論した。

日本郵政はケースにおいては、買収価格も高ければ、シナジーの過大評価もし、PMIもお粗末であったことから代表的な失敗例といえる。一方武田については、2018年3月28日に買収検討を公表以降、株価は冴えない状況にあるが、M&Aの成否は今後の株価の推移を見守る必要がある。

トール社の営業損益の推移と予算との乖離



武田薬品の株価推移



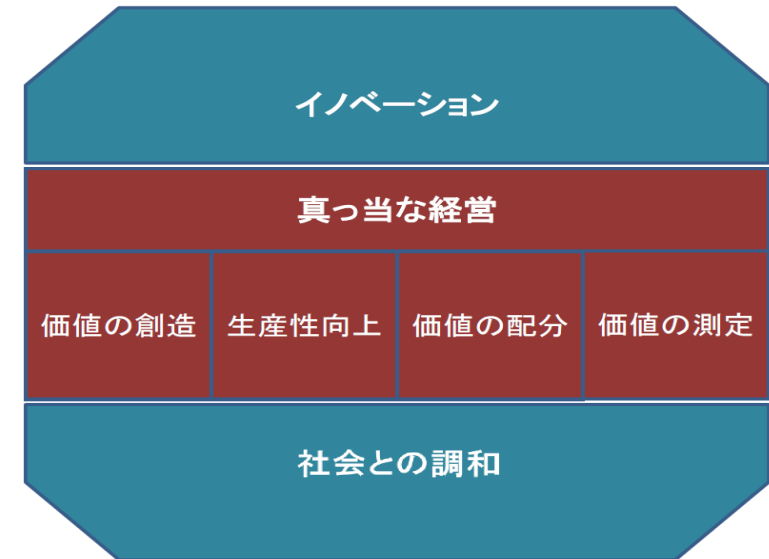
- ▶ 合理性の追求（真っ当な経営）と社会からの要求（社会との調和）

相反するものであり、どこに落としどころを置くかが肝要

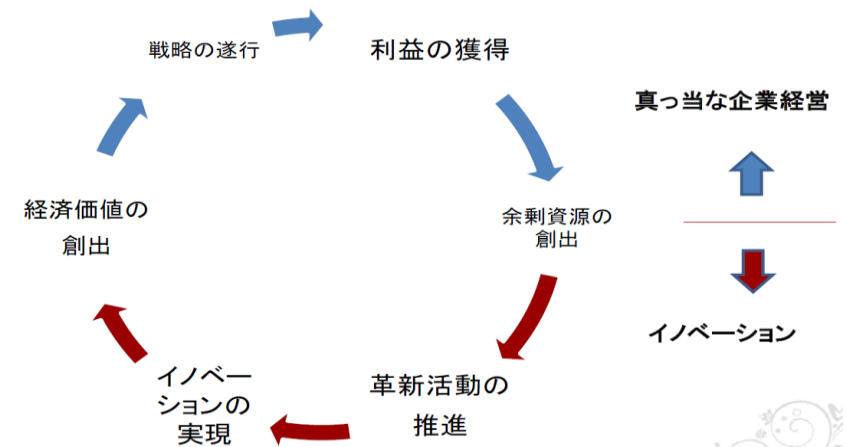
- ▶ イノベーション

試行錯誤、ゆとり、遊び、逸脱が必要であり、非合理・非論理的なものを許容できる風土が大切である

企業の基本活動



営利企業の成長サイクル



## イノベーション ≠ 技術革新

### ➤ ユーザーイノベーション

ポケベル、RV車、サランラップの事例

### ➤ ネットワーク効果（ネットワーク外部性）

### ➤ インフルエンサーマーケティング

### ➤ 未来洞察

10～20年ほどの未来について多様な未来シナリオを構築し戦略的な意思決定に資するための活動

## イノベーションの種類

発明型 イノベーション	カイゼン型 イノベーション	需要側(ユーザー) イノベーション
優れた少数の人物によって創造された <b>革新的なコア技術</b> が引き起こすイノベーション	1つの目的のために <b>大勢の知恵や工夫を集積</b> して生まれた要素技術が引き起こすイノベーション	供給者が <b>想定していなかったような意味や使い方</b> を <b>需要側が自発的に</b> 見つけ、広まることで引き起こされるイノベーション

## 「未来洞察=Foresight」の論理構造

- 技術開発シナリオの設定：  
専門的知識を持つ関係者の問題意識や仮説を統合する

演繹推論

- スキャニングによる社会変化シナリオの作成：  
さまざまな「兆し」から社会変化を予測する

帰納推論

- インパクトダイナミクス：  
社会変化と技術/戦略変化との交差点で何が起るかを予測する（強制発想）

仮説生成  
(アブダクション)

- シナリオ記述：  
未来シナリオの世界観を具体化する

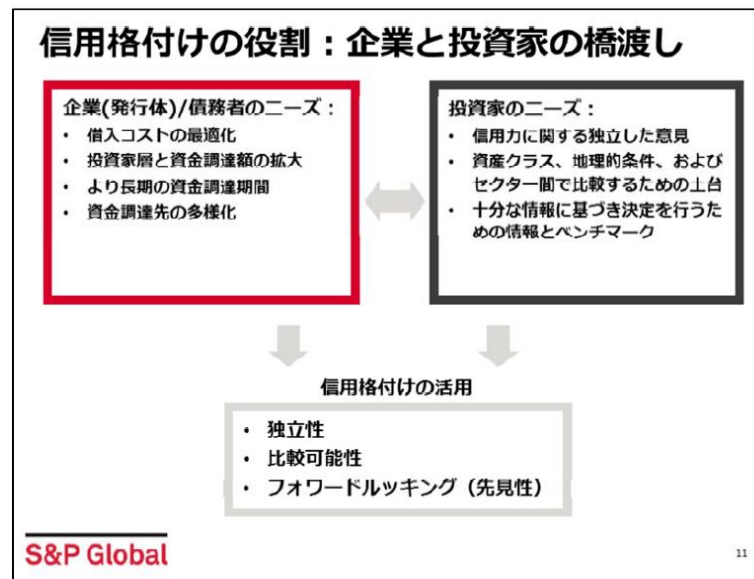
類推(アナロジー)  
パターン認識



# 格付け評価

信用格付けとは、発行体及び個別債務の信用力についてのフォワードルッキングな意見を示すもの

- 信用格付けは、投資家の意思決定プロセスをサポートする情報の一つ
- 信用格付け分析において重視しているポイントは、本業から生み出されるキャッシュフローでいかに債務を当初の約束通りに返済できるか



## ➤コーポレートファイナンスの領域

事業投資の意思決定

資金調達の意思決定

ペイアウトの意思決定

⇒経営上の重要な意思決定に必要不可欠

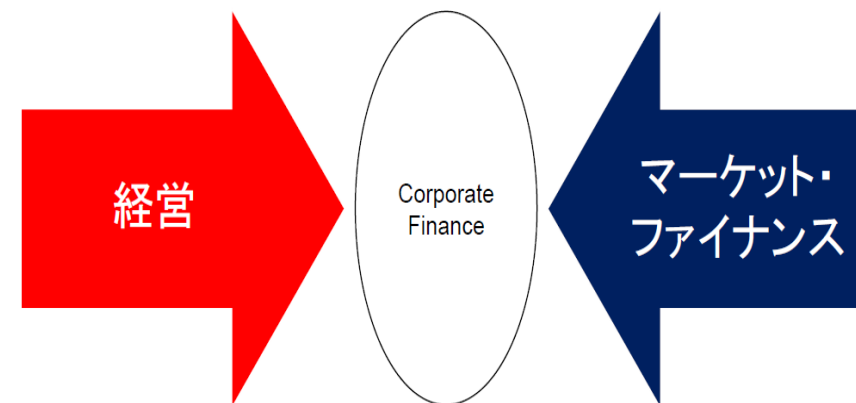
## ➤MMの配当無関連命題

ペイアウトは株主の富に影響しない

## ➤MMの第2命題

借入を行っている企業の株式の期待収益率は、市場価値で示されたD/E比率に比例して増加する

コーポレートファイナンスの立ち位置



MMの第2命題

$$r_E = r_A + (r_A - r_D) \frac{D}{E}$$

レバレッジを上げると、 $r_E$ は上昇する  
ペイアウトすると、 $r_E$ は上昇する



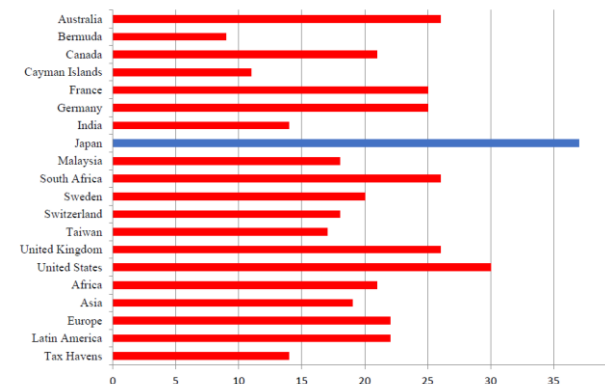
「納税は経営者の義務」であるが、利益の約3割が社外流出することから、企業経営においては、最も重要な検討項目の一つである。「納税によって国に貢献する」ということを言い訳にはならない。

営業戦略や組織戦略を優先し、税務を後回しにした結果、多額の納税を受けたケースがある。

難解な税務事例としてヤフー事件（納税者敗訴）、IBM事件（国側敗訴）を教示頂いた。

グローバル化が一層進み、デジタル課税が検討されており、全体像をご教示頂いた。

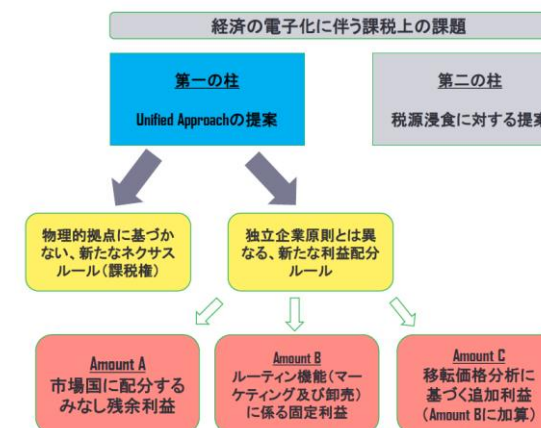
多国籍企業の実行税率



(Markle, K.S. and Shackelford D.A. (2011) "Cross-country Comparisons of corporate income taxes", National Bureau of Economic Research Working Paper No. 16839, February 2011.)

日本の多国籍企業は実効税率が極端に高く、企業価値にも大きな影響を及ぼしている

デジタル課税の全体像



(出所：角田先生テキスト)

## 交渉ベタの典型的な症例

- ①交渉に入るまでの準備不足「泥縄式」交渉
- ②社内で決まった「条件呪縛 (=目的喪失) 型」交渉
- ③自社内の調整・意思決定の負荷が大きい  
「本番息切れ型」交渉
- ④自社（日本）の「当たり前盲信型」交渉
- ⑤合意に向けた冷静な交渉ではなく、  
「意思・感情・面子主導型」交渉

## 交渉力を高める 3 要件

- ①交渉力は事前準備の質・量によって決まる
- ②目的・判断基準とシナリオを明確にしておく
- ③最強の武器BATNA（バトナ）を懐に入れておく

※Best Alternative to Negotiated Agreement

（交渉が決裂した場合のベストな代替案）

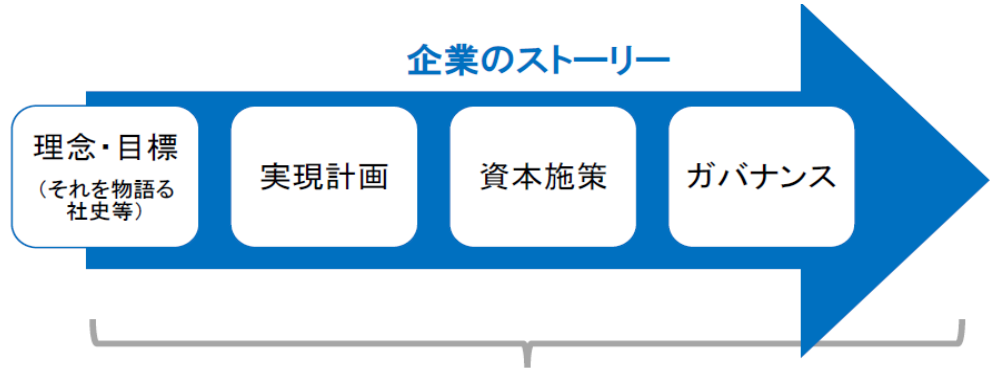
## 3 要件を支える7つの交渉のツボ

- 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点が突破力
- 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

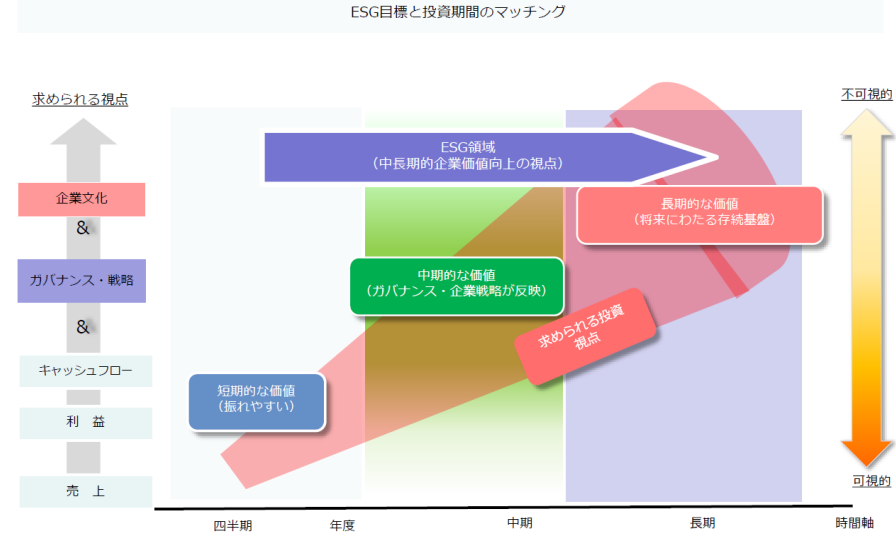
# ESGエンゲージメント

長期投資のためには、長期的な価値（将来にわたる存続基盤）が必要となり、不可視的な視点となる企業文化、ガバナンス・戦略が重要となる

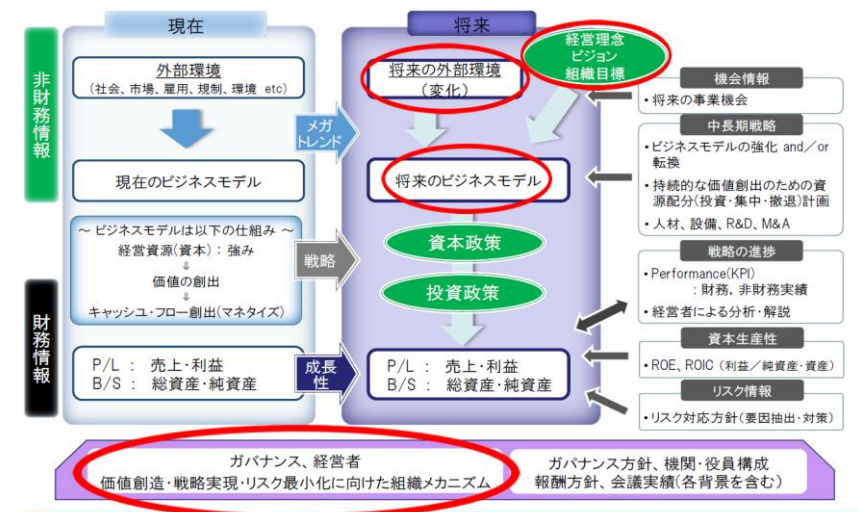
投資家に企業を深い理解を頂くことが重要。  
 深い理解＝企業のメッセージをストーリーとして読み解くこと



## ESG目標と投資期間のマッチング



## 長期投資における対話領域



(出所：松原先生テキスト)

# リスク管理

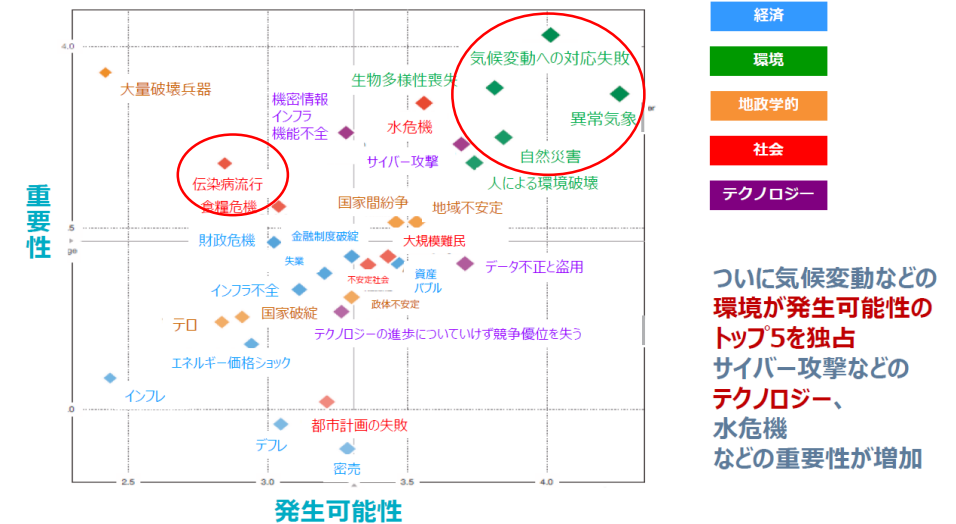
世界は重要性、発生可能性という観点から環境問題をリスクと考えている。新型コロナウイルスのパンデミックは重要性が高いと考えたが、発生可能性は低いとされていた。

## リスクマネジメントの考え方

日本：リスク回避のためにリスクマネジメントを行い、リスクテイクのためにガバナンスを強化

欧米：リスクテイクのためにリスクマネジメントを行い、リスク回避のためにガバナンスを強化

⇒ **バランスが非常に重要**



ついに気候変動などの環境が発生可能性のトップ5を独占  
サイバー攻撃などのテクノロジー、水危機などの重要性が増加



不十分なガバナンスでは、戦略を誤り、リスクを見誤り、その結果、有効ではない内部統制により、やじろべえのバランスが崩れ、企業理念の達成が困難となります

リスクに偏らず、内部統制にも偏らず、中長期的にバランス感覚が求められます

投資家との対話の中でよく聞かれること

- ▶ 各事業の市場規模、市場シェアとトレンド
- ▶ 日本におけるサービスの立ち位置
- ▶ 競合と比較した際の強み・弱み
- ▶ 事業戦略
- ▶ 事業進捗
- ▶ 事業上のリスク
- ▶ ガバナンス体制

非税務情報が大半を占める



統合報告書の充実を市場は求めている

浜辺先生が対社内、対株式市場と向き合って  
得た教訓

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」ことを想定して、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。

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。



CEO、 CFO Lectureにおいては、非常に示唆に富んだお話を伺った。

その中で、特に自社に持ち帰りたいもの、自分の財産にしたいものを挙げる。

➤江間先生（HOYA株式会社）

経営者の自覚と志、やり遂げる覚悟

➤昆先生（スリーエムジャパン株式会社）

説明責任と実行責任（経営の当事者意識を持つ）

➤内野先生（三菱商事株式会社）

ビジネスモデルの遍歴（総合卸売業⇒事業投資⇒事業経営）

➤柳先生（エーザイ株式会社）

8%は魔法の数字（ROE8%=PBR1倍、ROE10%=PBR2倍）

➤川上先生（パナソニック株式会社）

リーダーにとって大事な三要素は、「心」、「技」、「体」

## (b) ワークショップでの分析

## 麒麟HDとアサヒグループHDの戦略比較

今回、同じ業界でしのぎを削りながらも、対極的な戦略を取る麒麟HDとアサヒグループHDの企業価値創造について以下の視点で分析を行った。

1. 事業戦略に違いが出た背景は何故か？
2. 両社の戦略の課題、リスクは？
3. 株主の評価は？
4. 戦略の違いが企業価値創造にどのような影響を与えているのか？



# 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。



# 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

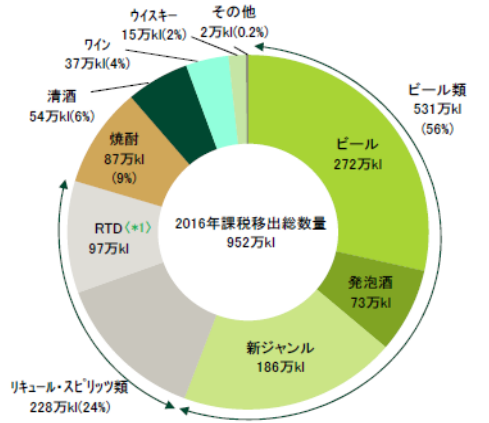
## 経営理念 Asahi Group Philosophy

- 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**

# 2016年国内酒類出荷数量内訳、推移



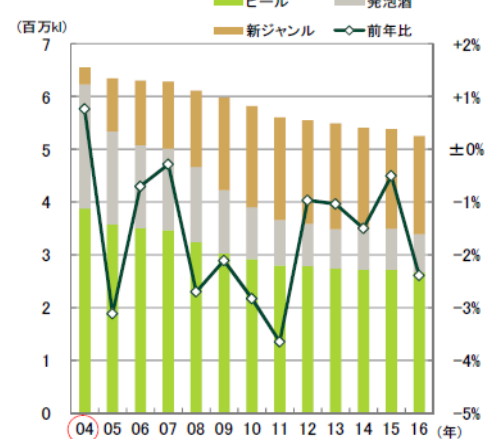
2016年酒類課税移出数量内訳(国産+輸入)



(\*)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、発泡酒の酒税を考慮す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)



課税移出数量ピーク

(※)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。

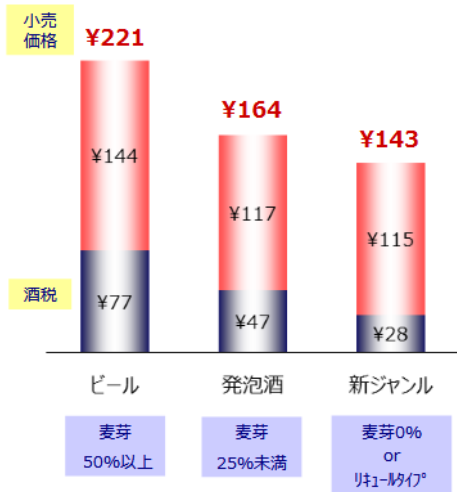
(出所)(株)日刊経済通信社「酒類食品産業の生産・販売シェア」を基に弊行作成

- 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。

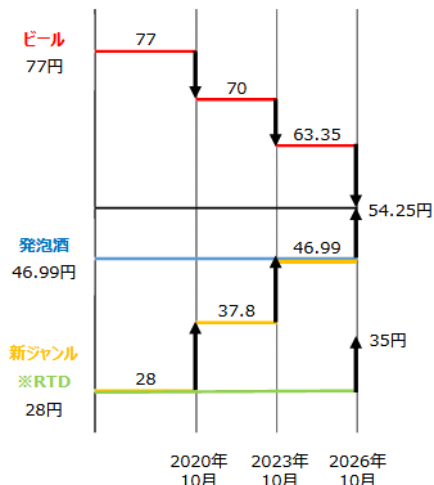
⇒ 2004年以降、マーケットの成長止まり、完全な成熟マーケットへ

## ◆ 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。

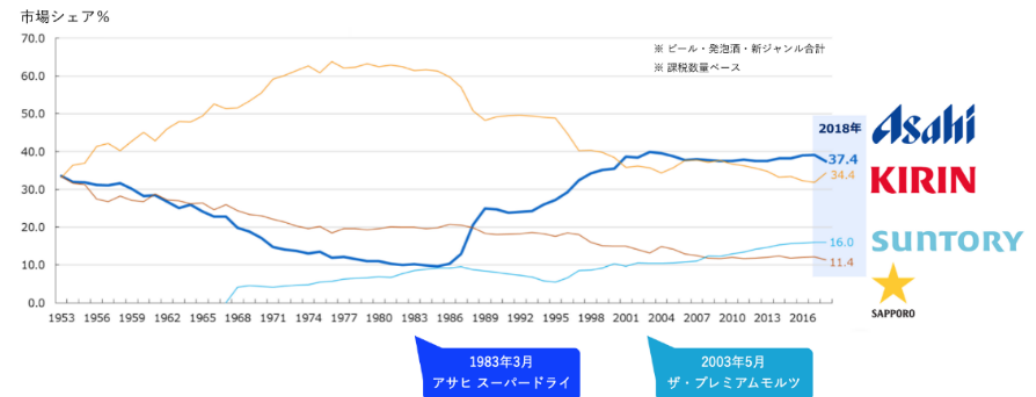


<酒税改定スケジュール(予定)>



\*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。

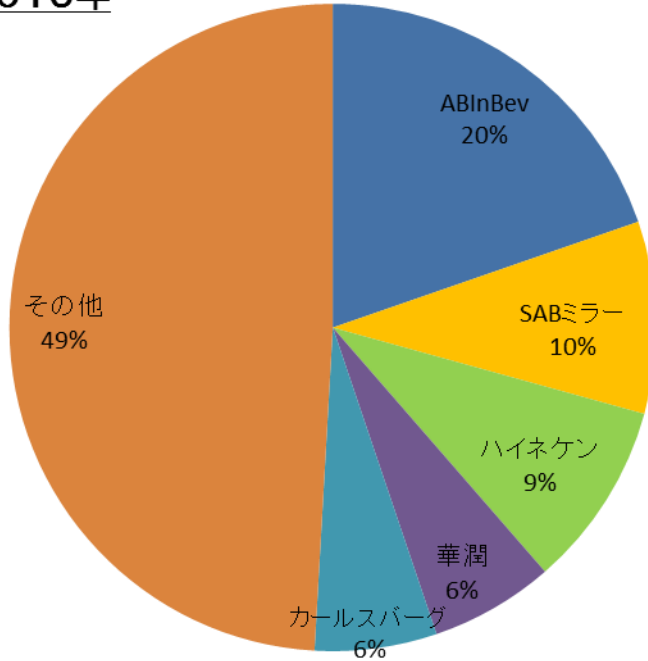
## 各ビールメーカーの国内市場シェア



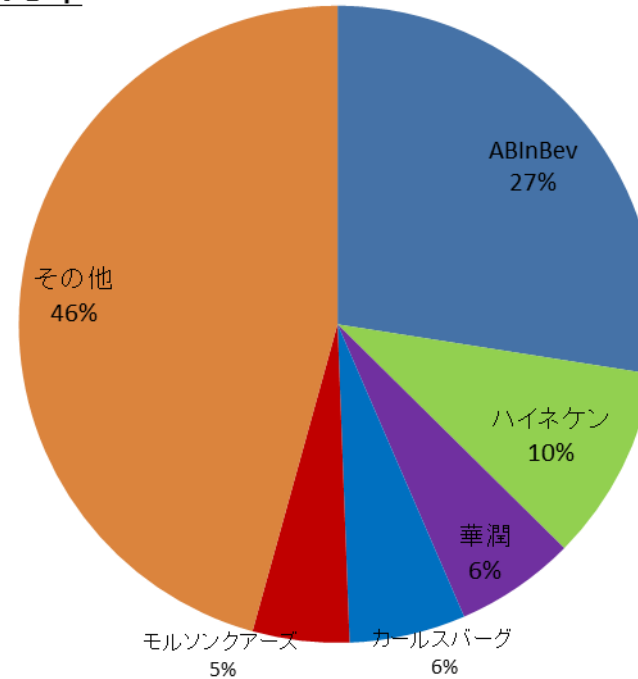
# 2015年 vs 2018年 世界ビール系飲料シェア

(出所：ユーロモニター)

2015年



2018年



キリンもアサヒも世界シェアでは1.5%、3%であり、寡占化が進む業界においては厳しい戦いを強いられている。

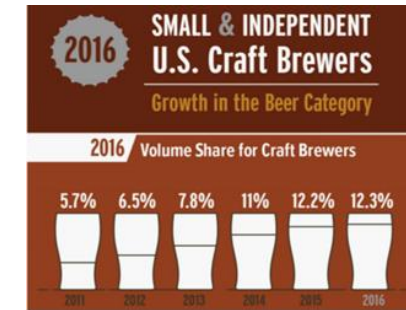
- 2015年、大手5社でマーケットの約50%を占めていたが、2018年には、大手4社で、約50%へ
- この間に、ABInBev（ベルギー）が、SABミラー（イギリス）を約12兆5000億円で買収し、シェア大幅アップになる
- ハイネケン（オランダ）が2位、華潤（中国）が3位であるがあとは、どんぐりの背比べか
- 2017年アサヒ世界シェア3%、キリン世界シェア1.5%にとどまる

⇒ 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。

# 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、ABIn Bev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

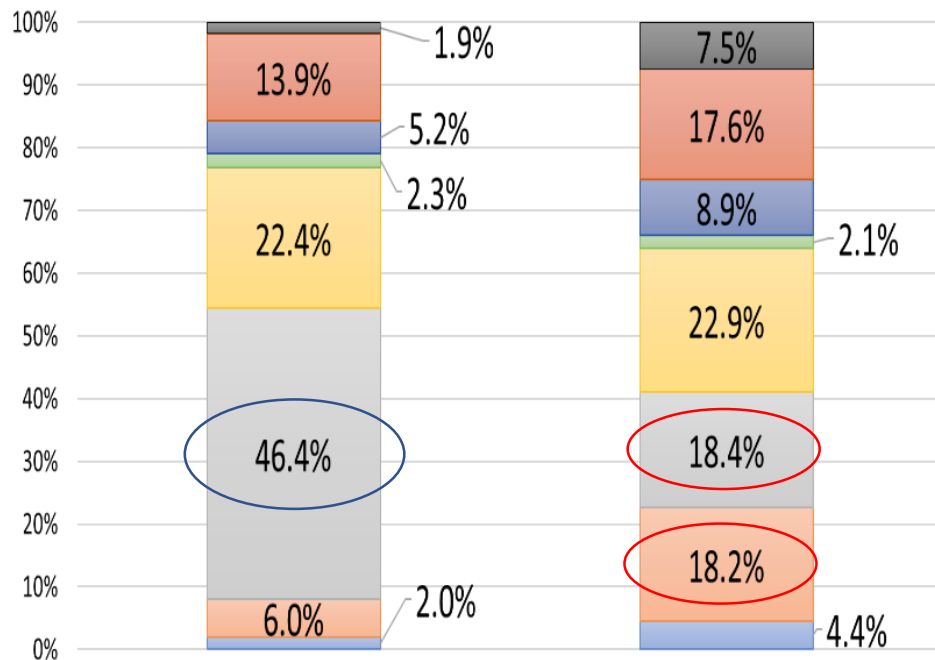
- 国内は、成熟～衰退マーケットへ
- 海外は、消費多い国は、成熟マーケットに、少ない国、新興国は、成長マーケット
- プレミアム、クラフトマーケットは、伸長
- 国内は、キリン、アサヒの2強で寡占
- 世界は、ABIn BevがM&Aにより売上約6兆円、EDITDA 1.8兆円でダントツの事業規模に
- 過去の歴史より事業拡大には、M&Aが不可欠なマーケット

キリンは医と食を繋ぐ事業への投資、アサヒは本業への投資



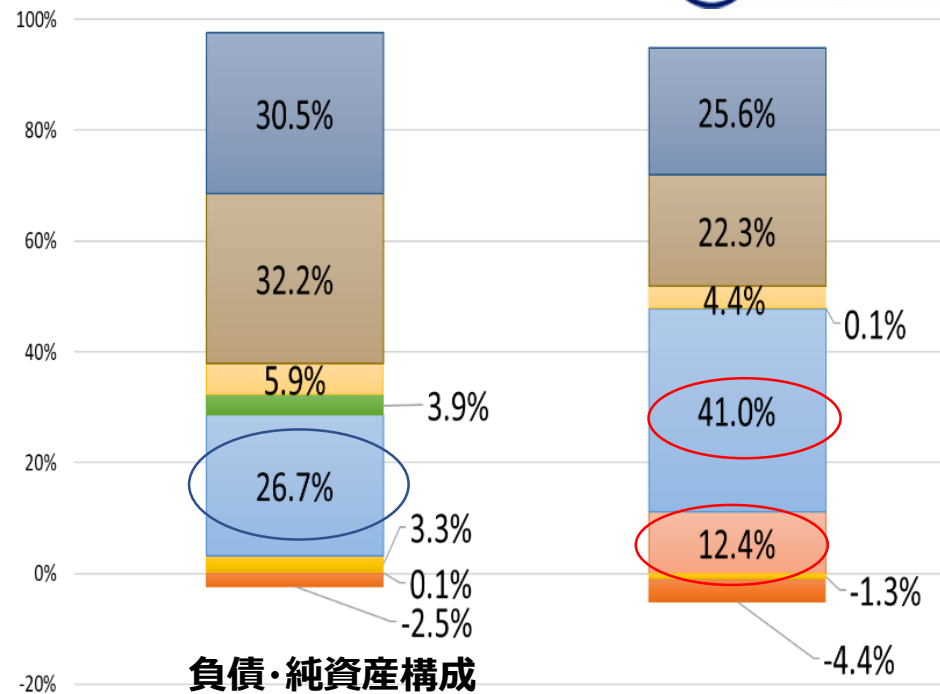
# 事業資産構成

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



	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

## 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、ビール事業では麒麟を上回った。近年では、麒麟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

麒麟はビール、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（協和発酵麒麟等）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

麒麟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

総合的には麒麟が安定しているが、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。

# 比較 (経営戦略)



		<small>よろこびがつなく世界へ</small> <small>キリンホールディングス</small>	<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>キリンビールの再生</b>」と「<b>低収益事業の売却</b>」。</p> <p>キリン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>不採算のキリンビバレッジ</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>



# 戦略比較（成長戦略）



		よろこびがつなく世界へ 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
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稀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>ペー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<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>。酒類に特化するのでは得策ではない。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</b>」「<b>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年までに事業活動における環境負荷「ゼロ」</b>を目指している。</p>



# 戦略比較 (M&A戦略)



		よろこびがつなく世界へ 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
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、収益性がしっかりとしているところを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。</p> <p><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>

# 戦略比較 (M&A戦略)



			
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>



# 戦略比較 (経営管理)



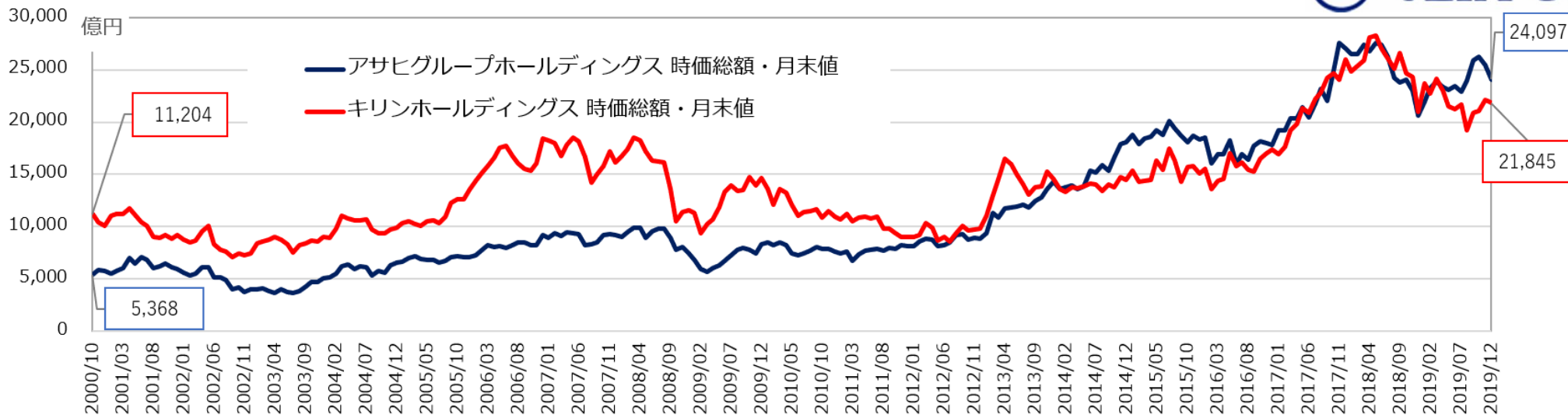
		<small>よろこびがつなく世界へ</small> <small>キリンホールディングス</small>	<small>アサヒグループホールディングス</small>
経営管理	財務戦略	<p>1998年までは無借金経営であった。現在、D/Eレシオは1倍未満が目標で、<b>営業C/Fは大幅にプラス</b>であることから、無理をして<b>借金はしない</b>方針。</p> <p>株主還元は、<b>配当と自社株買いの両面</b>で考えている。配当性向は前期33%であったが、現状は40%となっている。40%から50%に引き上げるのは難しい。</p>	<p>西欧・中東欧事業の買収までは通常の有利子負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>

# 戦略比較（今後の課題）

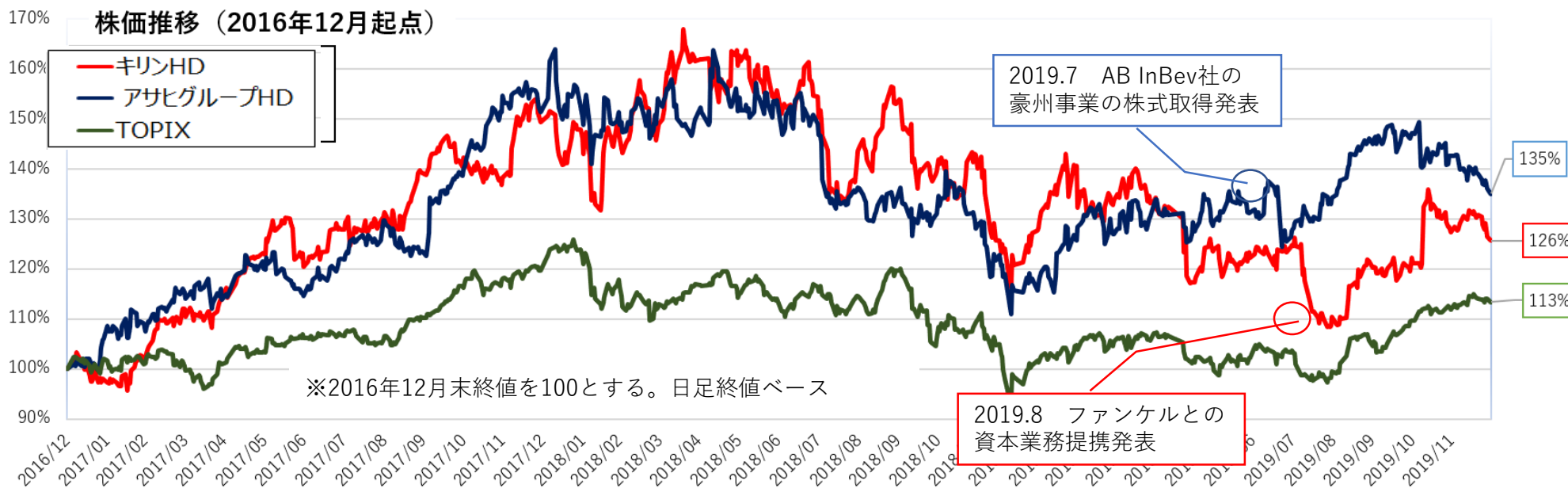


		<small>よろこびがつなく世界へ</small> <b>KIRIN</b> キリンホールディングス	<b>Asahi</b> アサヒグループホールディングス
今後の課題	酒税改正対応	<p>酒税法改正により大きな影響が出るだろうが、<b>クラフトビール、ビール、発泡酒</b>といった<b>カテゴリーは残る</b>と思う。発泡酒はビールより数円安いカテゴリーとして残るのではないかという仮説を持っている。<b>クラフトビールに力を入れて</b>おり、利益率が上がるかもしれないという仮説を持っている。高くても買ってもらえるようにしなければならない。</p>	<p><b>チャンス</b>と捉えなければいけないが、<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>協和キリン</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、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<b>ビール事業は衰退事業であり、医薬を伸ば</b>していきたい。</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<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>

# 企業価値分析



2000年10月でアサヒは麒麟の半分以下であったが、企業価値を高め続け麒麟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。(麒麟は1.95倍)



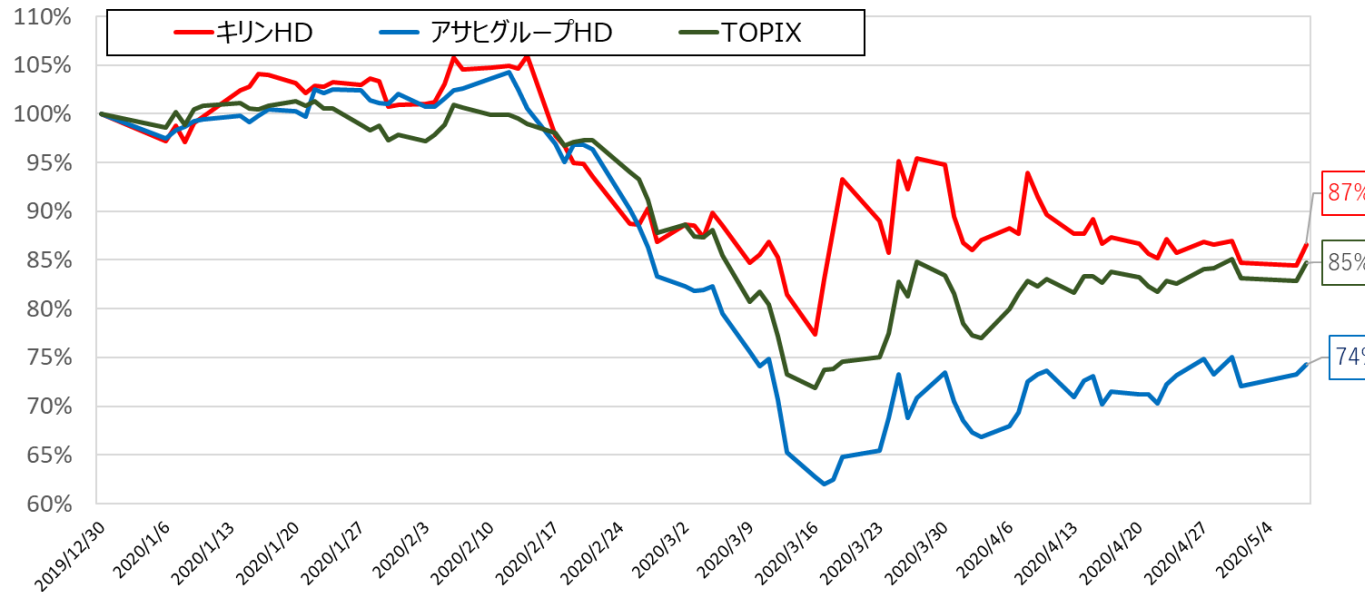
## 2019年12月期業績

	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



## まとめ（1）

### 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。



# まとめ (2)

## 2) 両社の戦略の課題、リスクは？

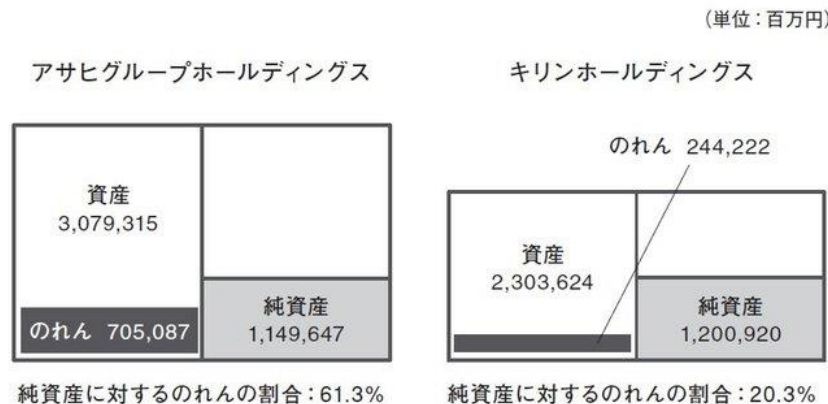
### 【キリンの課題、リスク】

- ✓ 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

# まとめ (3)

## 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)

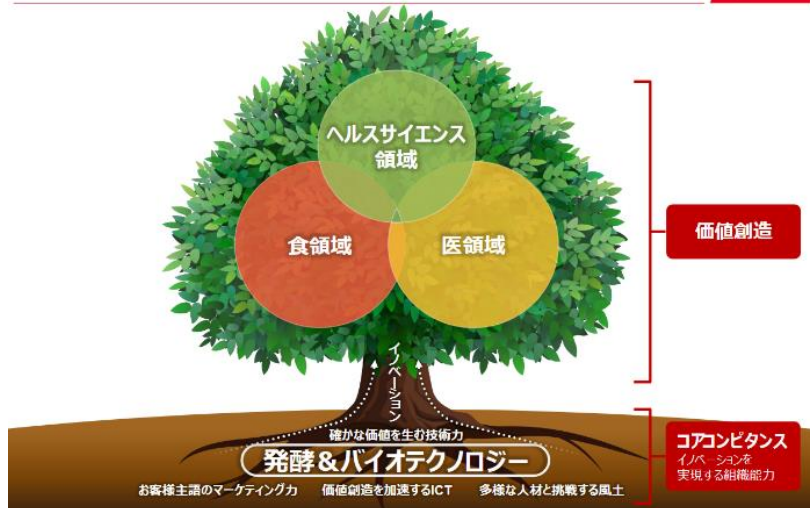
アサヒ PBR 1.36倍、PER 11.85倍、時価総額1.8兆円 (2020年5月8日時点)

※ 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な？
- ✓ 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な？

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



## 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

## 麒麟とアサヒの分析を通じて学んだこと

両社の戦略における最大の違いは、麒麟がビール事業を衰退産業と位置付け、医療や医と食を繋ぐ事業に投資しているのに対し、アサヒはピュアプレーヤーとしてビール事業を主戦場としており、対極的な戦略ながらも、両者はTOPIXを上回る株価推移かつ、PBRを見ても一部上場企業の平均を大幅に上回っており、株式市場は両社を評価している。

時価総額の伸び率はアサヒが麒麟を凌駕していたが、今回のコロナ禍の影響を受けて財務体質が強固な麒麟の株価は影響が限定的であったのに対し、借入金が多く巨額なれんを抱えるアサヒはTOPIXを下回る下落となった。財務体質の優劣により市場のリスク許容度が大幅に変動することを学び、財務体質が強固な麒麟はコロナ禍のような市場混乱時においては、投資を行う好機ではないかと考えた。

**(c) 自社に持ち帰りたいことは何か**

持続可能な企業価値を創造したい！

20年以内に企業価値を10倍にしたい！



# 価値創造ガイダンスの全体像





## 2-1. 価値観

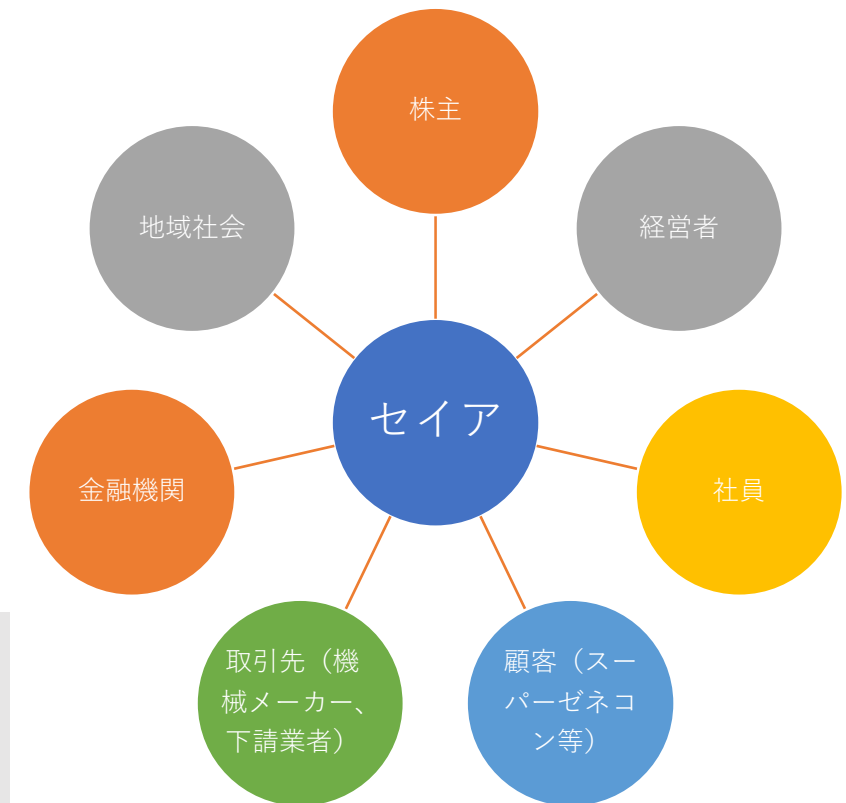
### 経営理念

- ◆ 会社の発展と永続
- ◆ 社員の幸福
- ◆ 地域社会への貢献

### ビジョン

変化を恐れず進化することにより、  
全てのステークホルダーに貢献していく

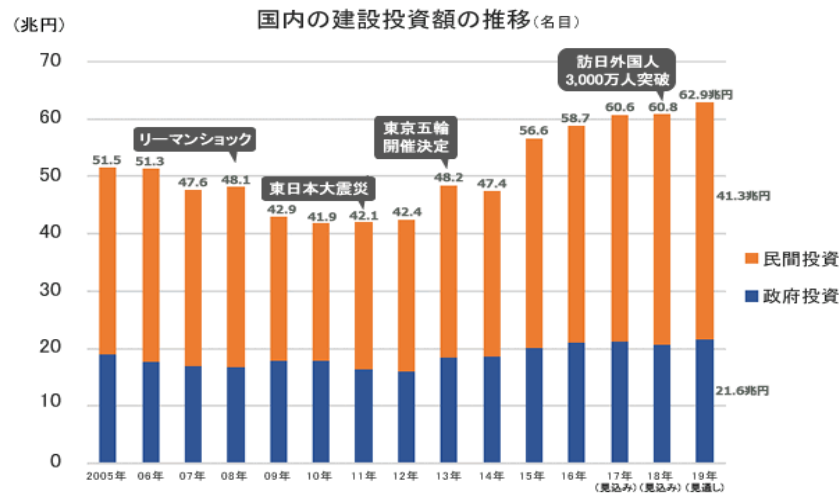
### 社会との接点



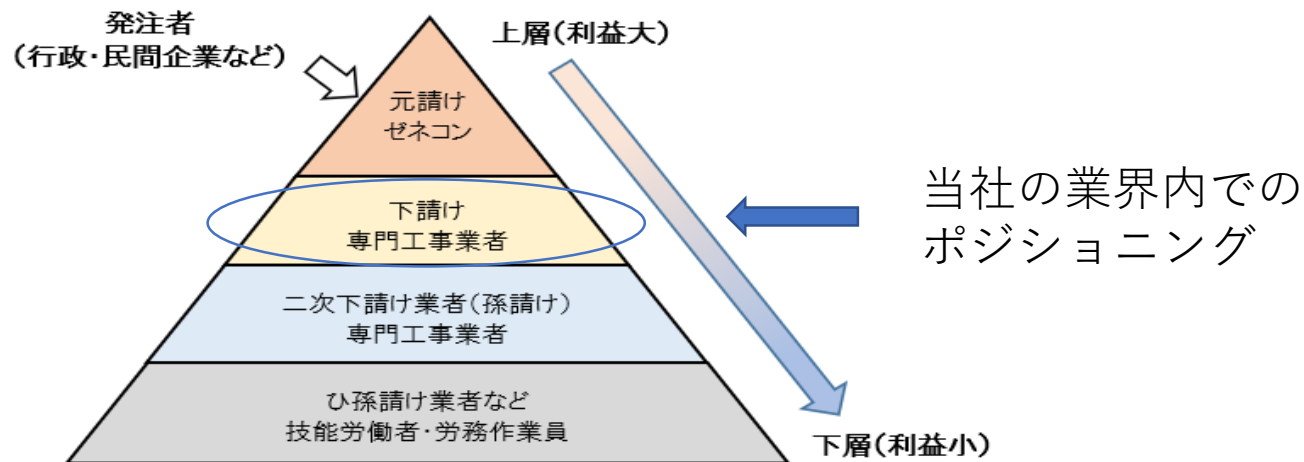
# 2-2-1. ビジネスモデル

## - 建設業界の概要、当社のポジショニング

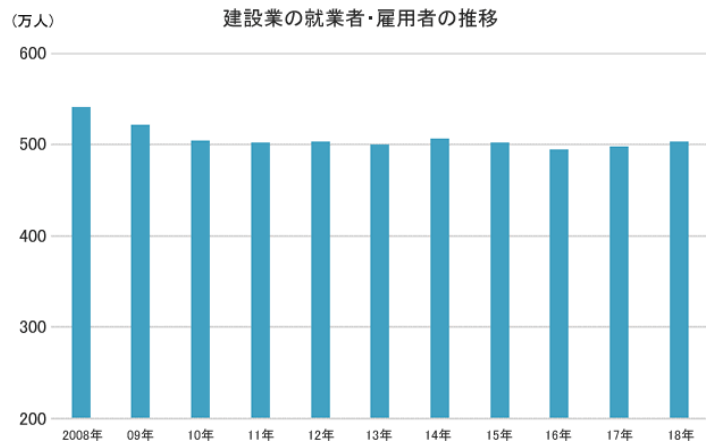
### ➤ 市場規模



### ➤ 業界構造



### ➤ 就業者数



業界構造としては、完全なピラミッド構造となっており、スーパーゼネコン5社を頂点に、中堅ゼネコン20数社、地方大手建設会社2.5万社、中小・零細建設会社40万社以上が事業を営んでいる。

## 2-2-2. ビジネスモデル

### -競争優位を確保するために不可欠な要素

#### ➤ 競争優位の源泉となる経営資源・無形資産

当社の重要な経営資源は、プラント機械と高い技術を保有する人材にある。

特許も取得しているが、機械の設計、オペレーション、品質管理の仕組みはブラックボックス化しており、高い参入障壁を構築することでニッチトップ企業のポジションを確立している。

#### ➤ 競争優位を支えるステークホルダーとの関係

当社が参画するPJは大規模工事が多く、3年から5年程度は寝食を共にすることで、顧客となるスーパーゼネコン等との信頼関係が構築されている。

#### ➤ 収益構造・牽引要素

大規模公共工事は、スーパーゼネコン等がJVを組成し、発注元（国や県等）はコストや技術提案等を勘案して選定する。

当社は、入札に参加する複数のスーパーゼネコンに見積もりを提出し、どのスーパーゼネコンが受注しても一次請けで参画出来る体制を構築している。

当社が市場を創り、高い参入障壁を構築したことで専業事業者は当社だけという状態にあることから、高収益が確保出来る構造となっている。

## 2-3.持続可能性・成長性

### ➤ ESGに対する認識（Environment）

当社の社名は西の阿波という西阿（セシア）が由来であり、徳島県西部の三好市池田町が発祥の地となることから、平成10年1月に森林開発公団（現 国立研究開発法人森林研究・整備機構）との間で、徳島県三好市西祖谷山村田ノ内地区において、分収造林契約（造林契約面積180ha）を締結し、現在にいたる迄造林事業を継続している。



### ➤ ESGに対する認識（Social）

創業者が過疎の進む池田町に産業を残そうと複数の事業を構築した。

また、日本初の独立リーグである四国アイランドリーグを創設者の石毛氏より引き継ぎ、15年に亘りリーグの筆頭株主、球団オーナーとして地域貢献に取り組んできた。



### ➤ ESGに対する認識（Governance）

長年同族企業であったことから、ガバナンスの意識はゼロに等しいが、社員を含め家族的な経営を行っていることから、離職率は0.5%程と定着率は非常に高い。

## 2-4.戦略

### ➤ 経営資源・無形資産等の確保・強化

- ・ 人的資本への投資  
技術力向上のための資格取得を奨励し、必要なテキストを配付し勉強会等を実施。
- ・ ブランド、顧客基盤構築  
業界内では高い知名度があり、顧客基盤構築という観点からは顧客と長年の信頼関係を通じて良好な関係を構築している。
- ・ 企業内外の組織づくり  
社内組織は年功序列と実力主義のバランスを取る人事制度を導入し、報酬面では業績連動賞与を導入することで離職率は0.5%と激減した。  
社外は機械メーカー、協力会社にもメリットがある取引を行っており、長年当社の事業を支えて頂いている。

### ➤ 経営資源・資本配分戦略

現在は本業に特化した事業運営をおこなっているが、5年ほど前までは、医薬品等の製造、雑貨等の企画販売、ホテル、結婚式場、インターネットカフェ、コールセンター、電子書籍事業、サバイバルゲーム事業、越境EC事業、海外での工業団地の開発等を行うコングリマリットであった。

MBOに伴う事業売却であったが、上記の事業は上場会社または上場会社に準ずる会社に直近5年間で全て譲渡済みであるが、1社を除き譲渡益を計上することが出来た。

経営者の事業へのコミットメントと定性・定量の両面からのモニタリングによる成果だと考えている。



## 2-5.成果と重要な成果指標 (KPI)

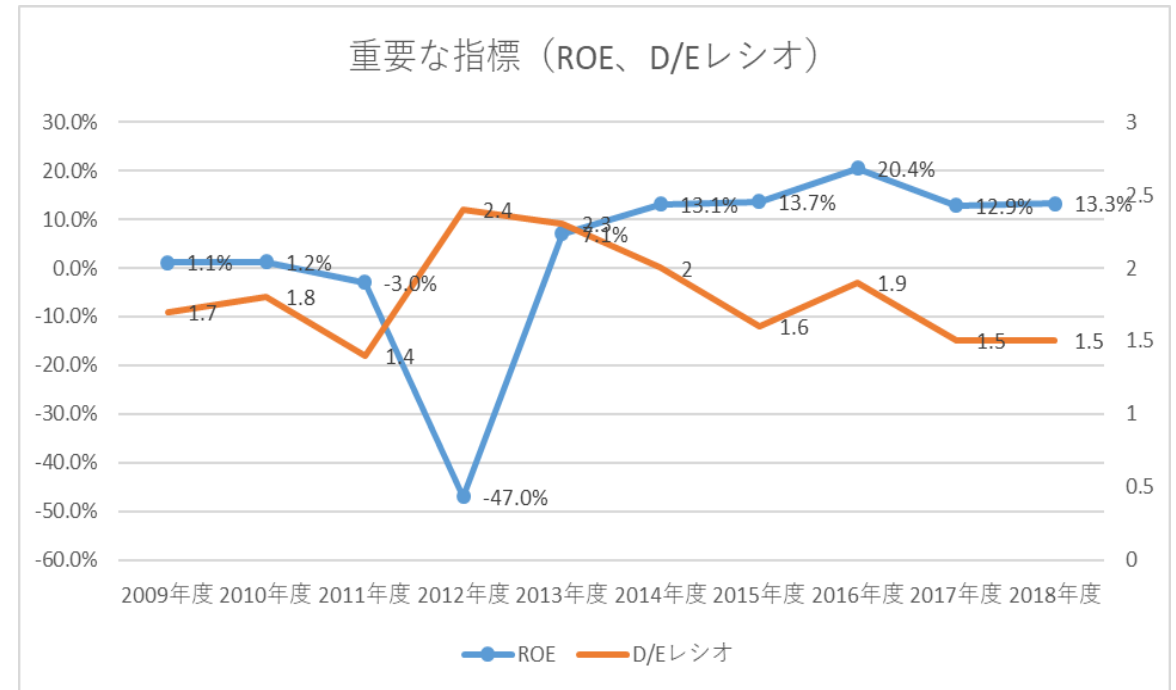
### ➤ ROE

2012年度に多額の事業再編損失を計上しROEは一時的に異常値に見えるほど悪化したが、2014年度以降のROEは13%程度で高位安定している。

2011年度以前はROEを意識して経営を行っていなかったため低い水準で推移していたが、2012年度に策定した中期経営計画よりROE15%をKPIとし経営を行っている。

### ➤ D/E レシオ

D/Eレシオ1倍以下をKPIとし経営を行っている。2012年から2018年にかけて純資産に匹敵する資産整理を断行したが、徐々に目標値の1倍に近い水準まで改善している。



※純資産に匹敵する資産整理を断行したことから、当該インパクトを除いた調整後のROEを用いている。

## 2-6.ガバナンス

### ➤ 経営課題解決にふさわしい取締役会の持続性

当社の取締役会は株主兼取締役3名、非常勤監査役1名で構成されている。経営上の重要な意思決定は役員3名で行っているが、執行にあたっては本部長、重要部門の部長を含めた10名で構成される定例の経営会議で意思決定を行っている。

### ➤ 社長、経営陣のスキルおよび多様性

日本人の男性のみであるが、3名の取締役の内2名は複数の会社で重要なポジションを経験しており、スキルおよび一定の多様性はあると考えている。

### ➤ 利益配分の方針

社員20%、役員（=株主）20%、税金30%、内部留保30%を目安として利益配分を行っている。

社員には業績連動賞与の制度を導入し、事業部の税前利益とFCFより本社費配賦を控除した後の20%を業績連動賞与として支給している。

役員は特段の基準を設けていないが、業績が悪化した場合は、大幅に役員報酬を削減することとしている。



# 当社の価値創造ガイダンスのまとめ

## ➤ 価値観

経営理念が浸透しており、価値観を共有するステークホルダーと共に事業を推進している。

## ➤ ビジネスモデル

ニッチトップ企業としてのポジショニングが確立されている。一方で、主力事業が成長余力は乏しいことから、新たなニッチトップ事業を日々模索している。

## ➤ 持続可能性・成長性

社会インフラの構築に携わる企業として、従前より環境や社会への貢献に対する意識は強い。

## ➤ 戦略

経営資源の確保・強化、資本配分戦略は比較的上手くいっている。既存事業をキャッシュカウとして競争力の高い新規事業の構築を引き続き行う。

## ➤ KPI

最も重要なKPIとしてROEとD/Eレシオを設定しており、一定の実績を残すことが出来ている。

## ➤ ガバナンス

未上場の同族会社ということもあり、ガバナンスに大きな難題を抱えている。

相続や役員退任時は大きなリスクもあり、ガバナンスを強化する必要性を感じている。

# 持続的企業価値の創造、 企業価値10倍に向けて為すべきこと

- 持続的高収益性の獲得
- 長期安定株主、経営者による経営と次世代への承継
- HFLPを通じて学び、体感ことしたを活かす！

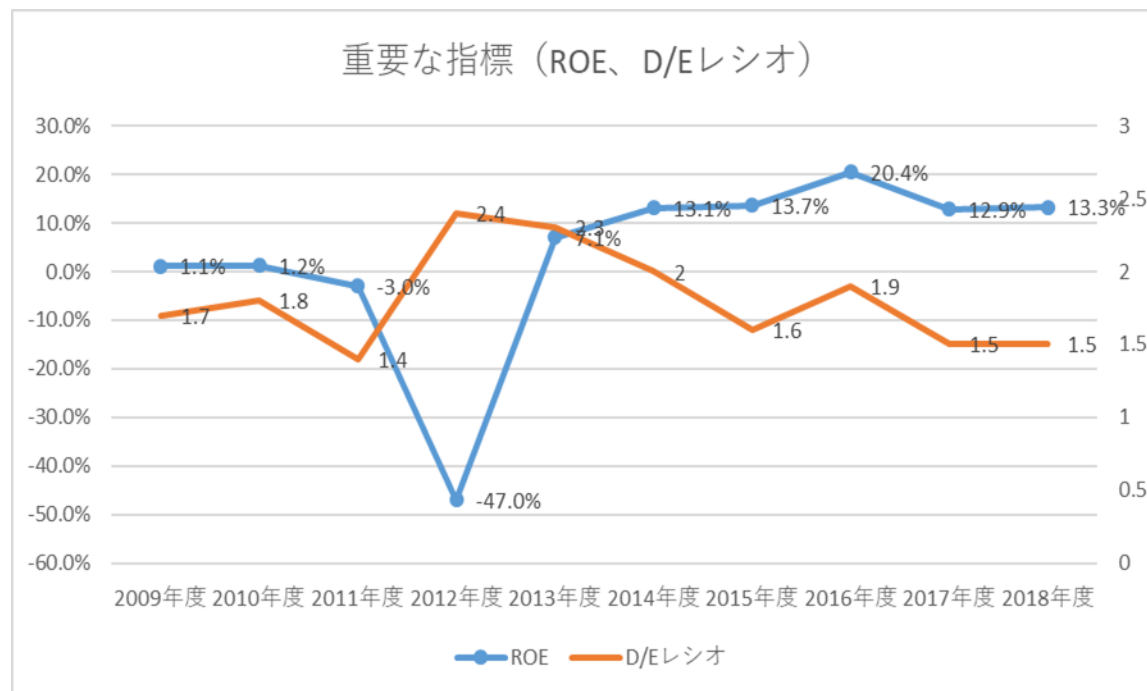
## 持続的高収益性の獲得

2011年以前は、ROE経営、キャッシュフローの重要性を認識せずに経営を行っていた。フリーキャッシュフローは、業績連動賞与に連動させる仕組みを導入することで概ね浸透してきたが、ROEの概念は殆ど浸透していない状況にある。

ROEの概念を浸透させることで、持続的高収益性を獲得、高めていきたい。

また、無形固定資産の重要性を改めて認識し、バランスシートに表れない、ノウハウ、ブランド等に磨きをかけたい。

重要な指標 (ROE、D/Eレシオ)



2013年以降のROEは13%程で高位安定しているが、ROEを意識している者は殆どいない状況にある。

# 長期安定株主、経営者による経営と 次世代への承継

自社の価値創造ガイダンスを纏めてみると、ガバナンスの強化が重要であると改めて感じている。

ビジネスモデルは高い参入障壁を築き非常に強固であるが、未上場の同族企業という特性から、ガバナンスは脆弱であり会社と経営者の利益相反や、相続や役員退任時に混乱がある。

- ▶1995年 創業者の急死による内部分裂
- ▶2018年 創業家の株式売却によりグループ各社の独立

株式上場も一つの選択肢ではあるが、経営理念にもある「会社の発展と永続」のため、ガバナンスの強化を重要なテーマとして取り組みたい。

セリアグループは変化をおそれず進化してゆく事をお約束いたします