



MBA 経営戦略講義録

神戸大学 経済経営研究所

特命教授 小島 健司

付属資料：第 13 回 M&A 統合マネジメント (M&A Integration Management)

付属資料 1：企業戦略分析

(出所：岡本 晃 「経営戦略応用研究Ⅰ ケースレポート No.3 JFE ホールディングス」 2004 年 7 月 31 日)

JFE ホールディングス株式会社 (2004)

1 財務諸表分析

1.1 連結貸借対照表および損益計算書にもとづいた経営分析

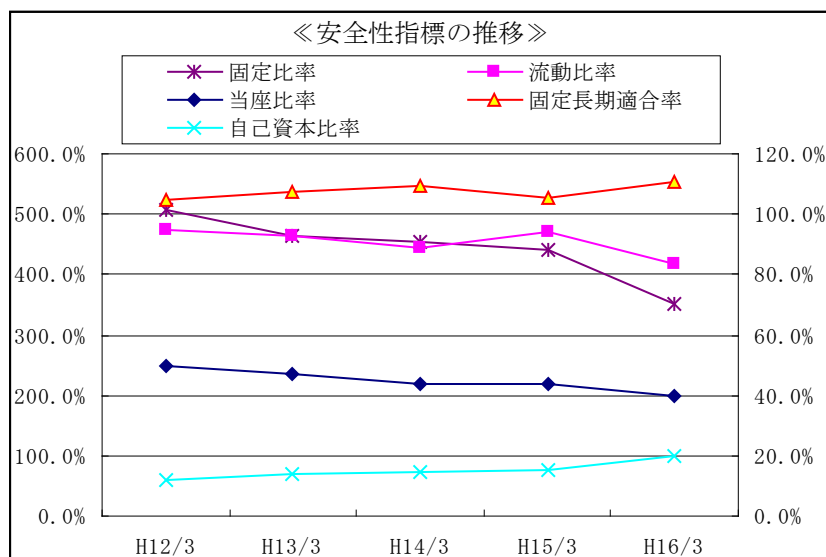
(以下の分析において平成 12 年 3 月期から平成 14 年 3 月期にかけての「J F E」は単純に NKK と川鉄を合計したものである)

(1) 安全性

分析指標	計算式	会社	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
流動比率	流動資産/流動負債	JFE	95.1%	93.0%	88.8%	93.9%	83.4%
		NKK	89.7%	95.8%	80.5%		
		川鉄	103.0%	89.4%	101.8%		
当座比率	当座資産/流動負債	JFE	49.6%	47.3%	43.9%	43.6%	39.6%
		NKK	47.2%	48.5%	38.3%		
		川鉄	51.1%	40.9%	47.8%		
固定比率	固定資産/自己資本	JFE	506.3%	464.1%	454.9%	440.5%	351.0%
		NKK	570.6%	447.9%	453.4%		
		川鉄	451.0%	484.0%	456.7%		
固定長期適合率	固定資産 / (自己資本 + 固定負債)	JFE	104.8%	107.6%	109.2%	105.1%	110.7%
		NKK	111.7%	107.0%	116.9%		
		川鉄	98.2%	108.4%	101.8%		
自己資本比率	自己資本/総資産	JFE	12.2%	14.2%	14.6%	15.5%	20.0%
		NKK	10.6%	14.3%	14.4%		
		川鉄	14.1%	14.0%	14.8%		

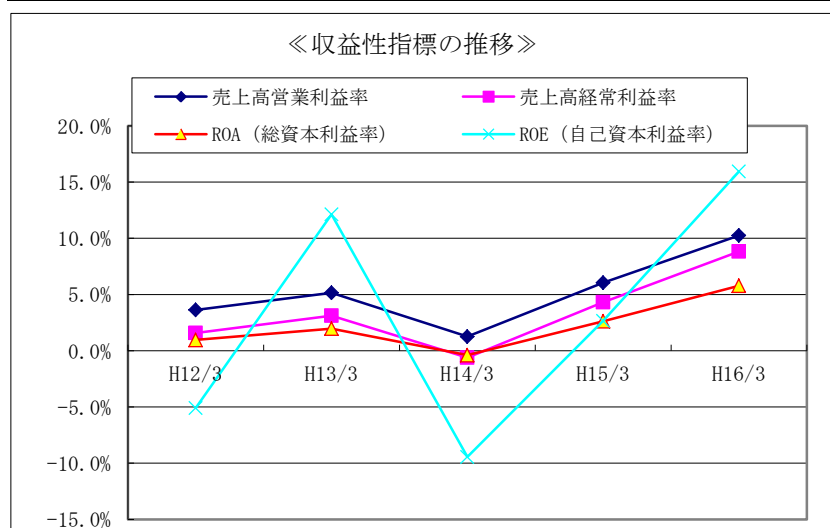
安全性の各指標より、特筆すべき点は3点である。まず1点目は、経営統合による生産設備をはじめとする固定資産のスリム化である。その証拠が固定比率の改善に如実に表れている。経営統合による効果が確実に表れており、合併に対して一定の評価ができる。自己資本比率の向上についても自己資本の充実と負債の圧縮努力によるもので、経営統合効果として評価できる。2点目は、1点目の改善努力を認めることはできつつも、総じて安全性が低いことである。流動比率、当座比率ともに100%を下回っており、また下降傾向にあることから、短期の安全性が低いことがうかがえる。手元の現金を借入金の返済に充当している部分もあり、自転車操業的な資金繰りになっていないか注意が必要である。改善されているとはいえ、まだまだ固定比率も高く、固定長期適合率も100%を上回っている、長期の安全性も低いと言える。自己資本比率についても改善の様子はうかがえるが、一般的な製造業の水準と比べると、かなり低い状況である。

3点目は、短期、長期の有利子負債が極めて膨大な点である。平成15年3月期から平成16年3月期にかけて、2,197億円を圧縮し、有利子負債残高を1兆8,374億円（対営業CF比率：5.1倍）としているが、未だに圧倒的な負債残高である。中期計画で平成17年度目標として有利子負債残高を1兆6,000億円としているが、達成のためには引き続き経営統合後の積極的な設備やコストの効率化が求められる。ちなみに国内最大のライバルである新日鉄は同じ中期目標を既に1年前倒しで達成（有利子負債残高1兆5,612億円、対営業CF比率4.7倍）しており、財務状況において水をあけられている。JFEにとって財務体質改善は、財務状況が良好な韓国、台湾企業との国際競争に打ち勝ち、また競合他社と差別化を図るために研究開発費を捻出する上では、極めて重要な課題であるといえる。



(2) 収益性

分析指標	計算式	会社	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
売上高営業利益率	営業利益/売上高	JFE	3.6%	5.2%	1.3%	6.1%	10.3%
		NKK	3.7%	4.5%	-0.5%		
		川鉄	3.6%	6.0%	3.6%		
売上高経常利益率	経常利益/売上高	JFE	1.6%	3.1%	-0.6%	4.3%	8.8%
		NKK	1.2%	2.4%	-2.5%		
		川鉄	2.1%	4.1%	2.0%		
ROE	経常利益 /前・当期使用総資本平均	JFE	-5.1%	12.1%	-9.4%	2.7%	15.9%
		NKK	-15.0%	29.3%	-19.4%		
		川鉄	3.5%	-5.7%	2.3%		
ROA	当期純利益 /前・当期自己資本平均	JFE	1.0%	2.0%	-0.4%	2.6%	5.8%
		NKK	0.8%	1.6%	-1.7%		
		川鉄	1.2%	2.4%	1.2%		



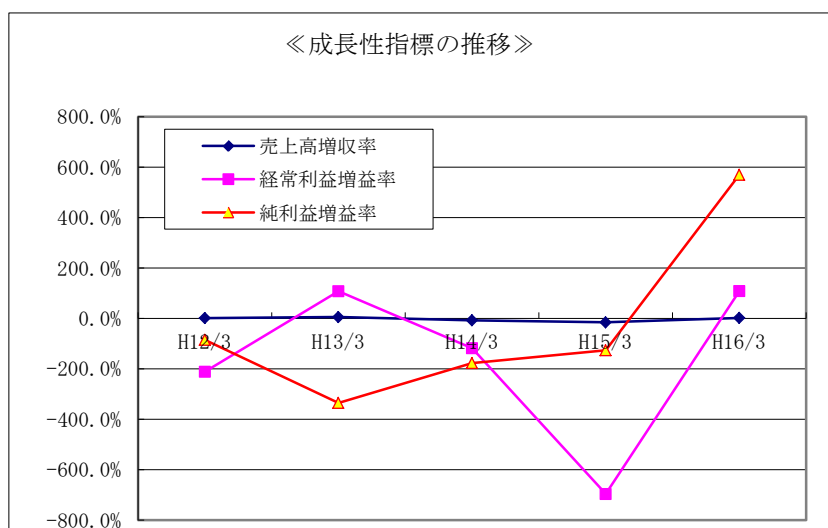
過去 5 年間の収益性指標の推移を見ると、ROE 以外は同じような動き方を示している。ROE については、平成 13 年 3 月期と平成 14 年 3 月期に異常値が見られる。まず平成 13 年 3 月期だが、これは NKK による固定資産売却益と投資有価証券売却益による特別利益の計上が大きく影響しており、本来の実力を反映したものではない。平成 14 年 3 月期については、NKK の子会社であるナショナル・スチールの業績悪化や株式市場低迷が響き、NKK、川鉄両社の投資有価証券評価損が特別損失として計上されたことが影響して異常値として表れている。平成 14 年 3 月期はすべての収益性指標が落ち込んでおり、ここ 5 年間の底となっている。この時期は国内外ともに需要が減退し、新日鉄も当期純利益が赤字という鉄鋼業界全体が冷え込んだ時期であった。注目すべきは、その後の 2 年間で各収益性指標が徐々に上昇傾向を示している点である。これは鉄鋼業界全体の傾向というよりは、経営統合後の JFE の努力によるところが大きい点の特筆しなければならない。

J F Eの努力と言い切る理由としては、同時期の新日鉄の利益率をJ F Eが確実に上回っているからである。【売上高営業利益率】平成 15 年 3 月期 新日鉄 5.2% < J F E 6.1% 平成 16 年 3 月期 新日鉄 7.8% < J F E 10.3% 【売上高経常利益率】平成 15 年 3 月期 新日鉄 2.5% < J F E 4.3% 平成 16 年 3 月期 新日鉄 5.9% < J F E 8.8%)

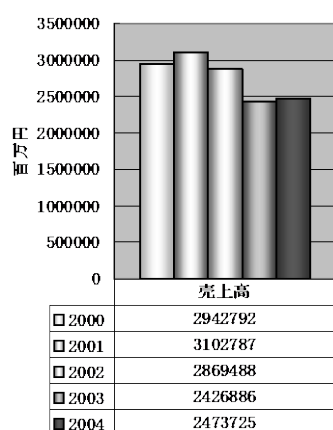
J F Eが新日鉄より高い利益率をたたき出した背景には、経営統合後の規模の経済性による売上原価圧縮、値引き抑制や人員削減による販売費及び一般管理費の圧縮が大きいと考える。実際、直近 2 年間の売上原価は年率約 12%、販売費及び一般管理費は年率約 10% のコスト削減を実現している。これはまさに経営統合による効率化努力の成果として評価できると考える。

(3) 成長性

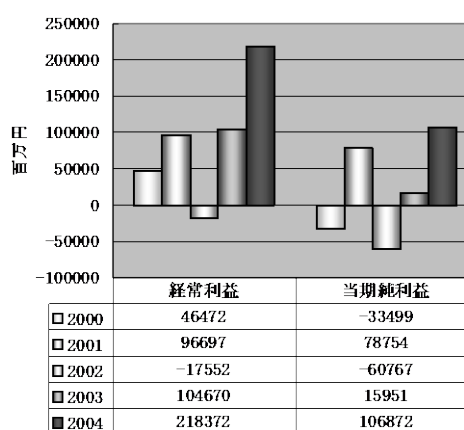
分析指標	計算式	会社	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
売上高増収率	(当期売上高-前期売上高) / 前期売上高	JFE	1.4%	5.4%	-7.5%	-15.4%	1.9%
		NK	-6.8%	6.0%	-7.5%		
		K 川 鉄	14.9%	4.6%	-7.6%		
経常利益増益率	(当期経常利益-前期経常利益) / 前期経常利益	JFE	-211.4%	108.1%	-118.2%	-696.3%	108.6%
		NK	-145.5%	110.9%	-197.5%		
		K 川 鉄	729.9%	105.8%	-54.6%		
純利益増益率	(当期純益-前期純益) / 前期純益	JFE	-84.9%	-335.1%	-177.2%	-126.2%	570.0%
		NK	-0.1%	-2.1%	-15.3%		
		K 川 鉄	19.0%	-7.1%	-11.4%		



《売上高の推移》



《経常利益と当期純利益の推移》



成長性指標の分析だが、平成 14 年 3 月期にマイナスの利益が計上されているため、正しく成長率が計算されていない。(マイナスからプラスに転じたとしても、単純計算では成長率がマイナス表示となるため) 従ってここでは、成長率とは別に売上高、経常利益、当期純利益について別途実績の推移を棒グラフで示した。この棒グラフから、まず売上高が通減傾向にあることが分かる。これは、鉄鋼業の国内需要の落ち込み、ゴーン・ショックによる全体的な鋼材価格大暴落、経営統合における事業整理（川鉄のリース事業や樹脂コンパウンド事業、NKKのナショナル・スチール等）の 3 つが主な原因として考えられる。次に経常利益と当期純利益だが、これは上述のとおり、経営統合後の売上原価や販売費及び一般管理費の圧縮努力が奏効し、統合後の直近 2 年間は増加傾向を示している。以上から売上高は事業整理によるスリム化を進めながらも、コスト効率化を推進することにより利益を拡大することで利益率を改善しているととらえることができる。J F E の経営統合において評価できるポイントと考える。

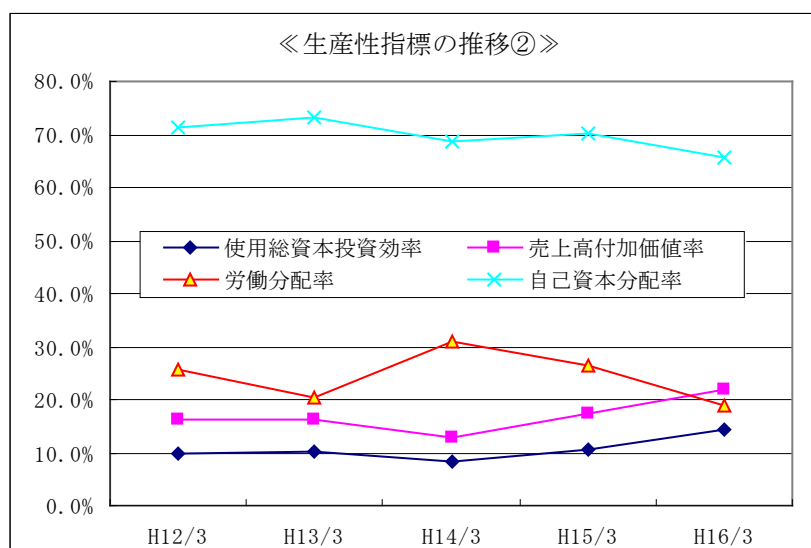
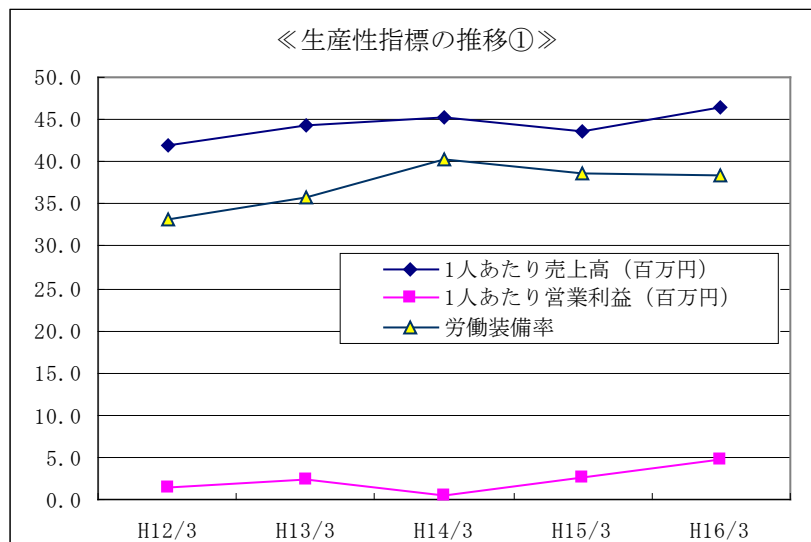
(4) 生産性

分析指標	計算式	会社	H12/ 3	H13/ 3	H14/ 3	H15/ 3	H16/ 3
1人あたり売上高	売上高/前・当期従業員数平均	JFE NK K 川 鉄	41.9 42.6 40.9	44.2 44.8 43.8	45.2 58.2 42.5	43.7	46.4
1人あたり営業利益	営業利益/前・当期従業員数平均	JFE NK K 川 鉄	1.5 1.6 1.5	2.3 2.0 2.6	0.6 -0.3 1.5	2.6	4.8
使用総資本投資効率	付加価値①/前・当期使用総資本平均	JFE NK K 川 鉄	9.8% 8.9% 11.4%	10.3% 9.2% 11.8%	8.3% 6.3% 11.0%	10.5%	14.4%
労働装備率	(有形固定資産-建設仮勘定)の 2期平均/従業員数	JFE NK K 川 鉄	33.2 36.5 36.4	35.8 34.9 46.3	40.3 41.4 41.2	38.5	38.3
売上高付加価値率	付加価値①/売上高	JFE NK K 川 鉄	16.2% 14.2% 19.5%	16.4% 13.7% 20.3%	13.0% 9.3% 18.7%	17.4%	22.0%
労働分配率	人件費・労務費/付加価値②	JFE NK K 川 鉄	25.7% 29.6% 22.0%	20.3% 16.4% 27.0%	31.0% 32.2% 25.4%	26.4%	19.0%
自己資本分配率		JFE	71.2%	73.1%	68.6%	70.2%	65.6%

	(当期純利益+減価償却費+金融費用+賃借料) / 付加価値②	NKK川鉄	-25.6%	30.3%	-45.1%		
			5.1%	-9.2%	3.2%		

※付加価値①＝営業利益+人件費+減価償却費+賃借料（+租税公課+支払特許料）

※付加価値②＝純利益+人件費+減価償却費+賃借料+金融費用+税金

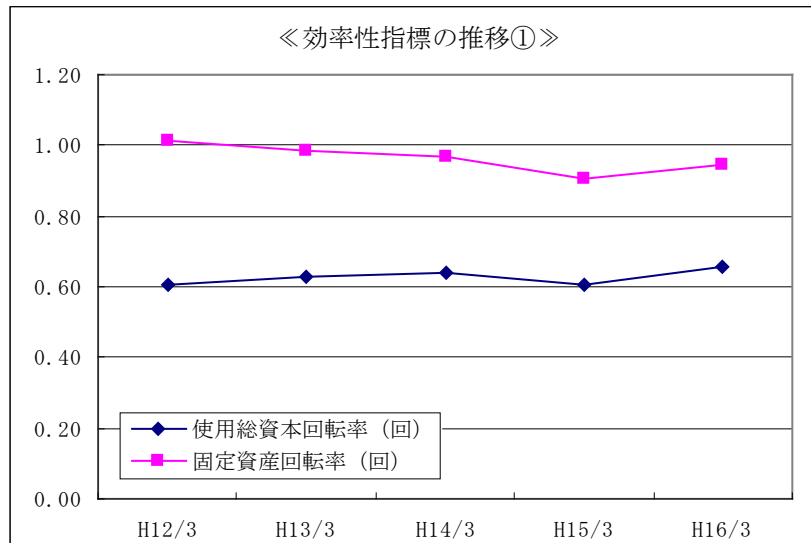


合併前から合併後にかけてのヒトの効率化がかなりのペースで進められている。平成 12 年 3 月期に 70,314 人いた従業員が平成 16 年 3 月期には、52,557 人まで、実に 17,757 人が削減されたことになる。そのような背景により、1 人あたり売上高及び営業利益はともに増加傾向にある。しかし、国内最大ライバルである新日鉄のそれと比較すると、新日鉄の約半分くらいの実績（新日鉄の 1 人あたり実績は売上高で 118 百万円、経常利益で 9 百万円）であり、まだまだ生産性向上の余地があると思われる。労働装備率が直近 2 年でやや減少傾向であるが、これはヒトの効率化以上に生産設備の効率化を推し進めた結果で

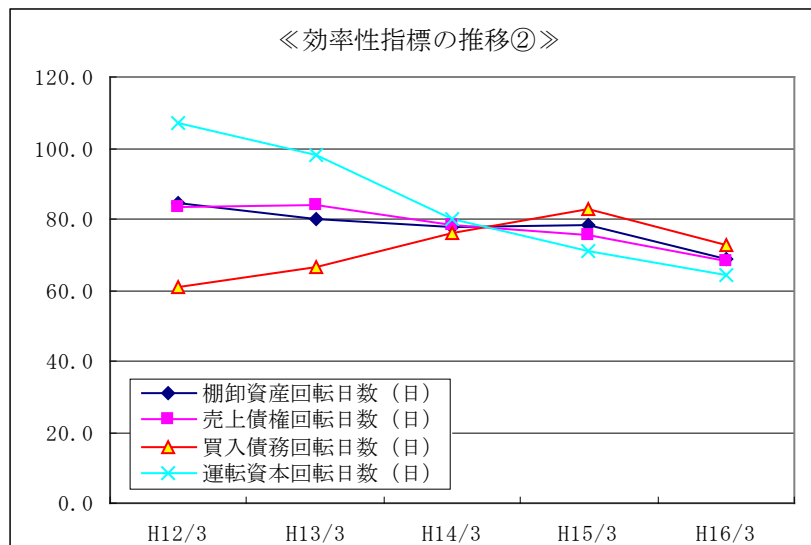
あり、余剰設備を適正なレベルに戻していった過程なので問題はない。使用総資本投資効率と売上付加価値率がともに直近 2 年で上昇傾向にあるのは、営業利益増加に伴う付加価値の向上と、それぞれ生産設備による効率化と事業整理による売上高減少(スリム化)が奏功している。以上から J F E は経営統合後、その規模を生かしつつ、経営資源の効率化を推し進め、現在までのところでは、うまく生産性を高めていると評価できる。

(5) 効率性

分析指標	計算式	会社	H12/ 3	H13/ 3	H14/ 3	H15/ 3	H16/ 3
使用総資本回転率 (回)	売上高/前・当期資産平均	JFE	0.61	0.63	0.64	0.61	0.65
		NKK	0.63	0.68	0.74		
		川鉄	0.54	0.60	0.63		
固定資産回転率 (回)	売上高/前・当期固定資産平均	JFE	1.02	0.99	0.97	0.90	0.94
		NKK	1.03	1.06	1.14		
		川鉄	0.84	0.89	0.93		
棚卸資産回転日数 (日)	前・当期棚卸資産平均/(売上高/365)	JFE	84.4	80.1	77.9	78.4	68.8
		NKK	96.5	92.3	77.2		
		川鉄	116.2	97.3	112.3		
売上債権回転日数 (日)	前・当期売上債権平均/(売上高/365)	JFE	83.3	84.0	78.2	75.5	68.2
		NKK	80.2	76.1	67.6		
		川鉄	129.9	113.7	80.3		
買入債務回転日数 (日)	当・前期仕入債務平均/(売上高/365)	JFE	60.6	66.3	75.9	83.0	72.9
		NKK	65.2	79.1	90.6		
		川鉄	74.5	78.0	149.5		
運転資本回転日数 (日)	棚卸資産回転日数+売上債権回転日数-買入債務回転日数	JFE	107.1	97.8	80.2	70.9	64.2
		NKK	95.6	73.7	45.1		
		川鉄	171.7	133.0	43.0		



過去 5 年間の大きな推移を見ると、使用総資本回転率がほぼ横ばいで固定資産回転率が微かに悪化している程度で大きな動きはみられない。ただ、経営統合後の平成 15 年 3 月期から平成 16 年 3 月期にかけては、生産設備をはじめとした固定資産（計算式分母）の圧縮等の効率化努力があったため、事業整理による売上高（計算式分子）減少の中、効率性を高めている点は評価に値する。

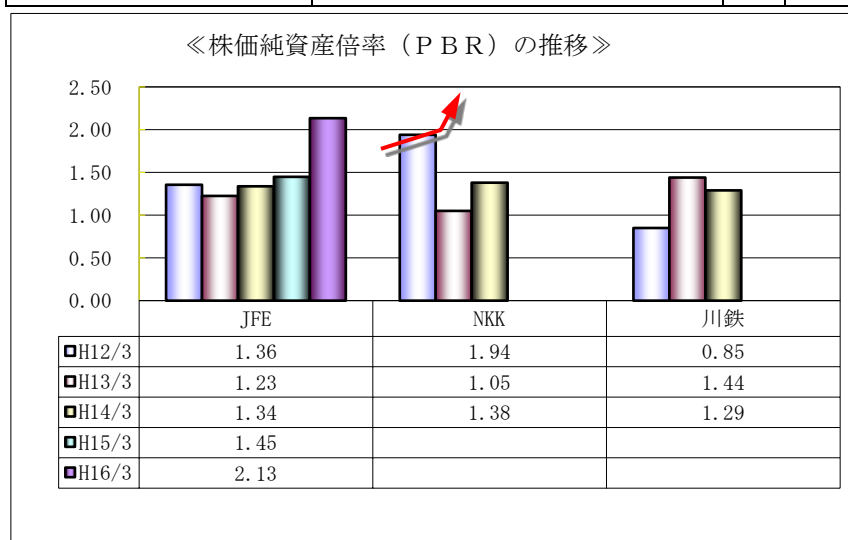


棚卸資産回転日数は少しずつ短くなっており、在庫の削減努力がうかがえる。売上債権回転日数についても順調に短くなっており、効率性が向上してきている。J F E にとっての主な買い手は、大手自動車メーカーや家電メーカーであるが、基本的に価格交渉力の強いこれらの買い手に対して、J F E が相対的な交渉力を少しずつ挽回しつつあると読むことができる。これは国内鉄鋼メーカーの 2 大勢力化が奏功していると考えられるので、ひとつの経営統合効果として評価できる。買入債務回転日数は、少しずつ日数が延びており、売り手（仕入れ業者）に対する交渉力が高まっている可能性がある。いずれにしても、直

近の実績を見ると、売上債権と買入債務の回転日数がほぼ同じ水準にあるため、本業（営業活動）における資金繰りのバランスはよくなっていると思われる。運転資本回転日数の通減傾向からも、全般的には効率性の各指標から J F E の着実な効率性向上に向けた努力を見て取ることができる。経営統合の大きな目的のひとつである経営効率化を推進できている点は大いに評価できる。

(6) その他

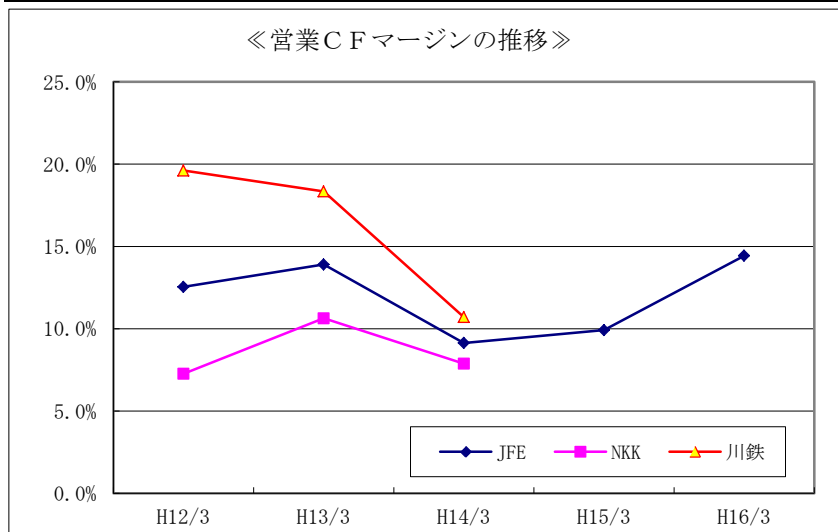
分析指標	計算式	会社	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
1 株あたり純資産（円）	自己資本 / 期末発行株式数	JFE	93.0	103.7	91.8	1,035.7	1,297.8
		NKK	83.8	110.5	94.1		
		川鉄	101.9	95.7	89.3		
1 株あたり純利益（円）	当期純利益 / 期中平均発行株式数	JFE	-5.0	11.9	-9.2	27.8	184.7
		NKK	-13.5	28.5	-19.8		
		川鉄	3.8	-5.7	2.1		
株価純資産倍率(PBR)	時価総額（期末時価） / 自己資本	JFE	1.36	1.23	1.34	1.45	2.13
		NKK	1.94	1.05	1.38		
		川鉄	0.85	1.44	1.29		



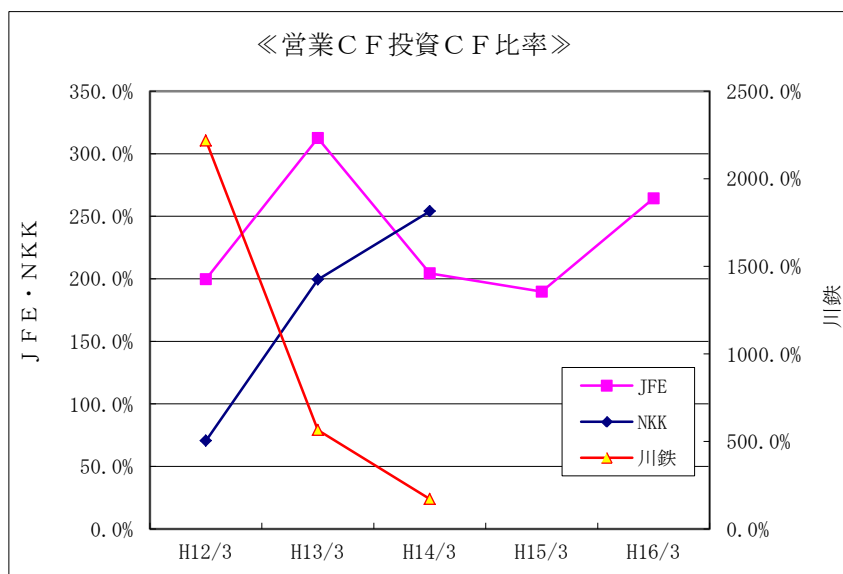
1 株当たり純資産、1 株あたり純利益については、合併前後（平成 14 年 3 月期までと平成 15 年 3 月以降）では、株式の単価と発行枚数のバランスが異なるため単純な比較はできないが、直近 2 年間の推移を見ているとともに大幅増加しており、企業の解散価値と 1 株あたりの収益力の急上昇を示している。株価純資産倍率は、株価の割安感、割高感を評価する指標であるが、終始 1 以上であり、相対的に割高と言える。合併後の直近 2 年間においては、過去 5 年間の中で最も高い値を記録しており、平成 16 年 3 月期には初めて 2 を上回る倍率となっている。（上のグラフ参照）これは、J F E の経営統合後の経営効率化努力や販売実績の伸びを見た上で、市場の評価が上昇した結果と判断できる。ちなみに経営統合以降は終始、新日鉄の株価を上回る推移を示している。

1.2 連結キャッシュフロー計算書の内容およびCF分析

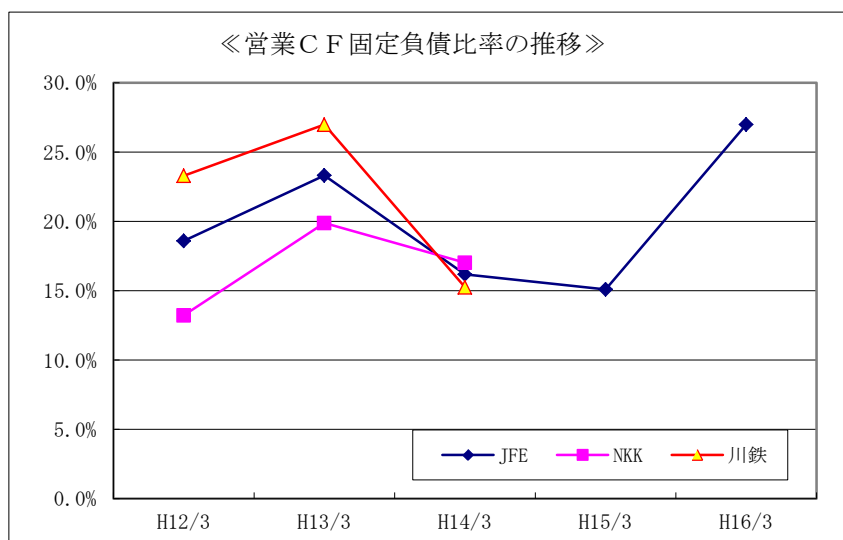
分析指標	計算式	会社	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
営業 CF マージン	営業 CF/売上高	JFE	12.5%	13.9%	9.1%	9.9%	14.4%
		NKK	7.3%	10.6%	7.9%		
		川鉄	19.6%	18.3%	10.7%		
営業 CF 投資 CF 比率	営業 CF/投資 CF の絶対値	JFE	199.7%	312.5%	204.4%	189.7%	264.4%
		NKK	70.5%	199.4%	254.1%		
		川鉄	2218.1%	565.0%	170.9%		
営業 CF 固定負債比率	営業 CF/長期負債 (社債+長期借入金)	JFE	18.6%	23.3%	16.2%	15.1%	27.0%
		NKK	13.2%	19.9%	17.0%		
		川鉄	23.3%	27.0%	15.2%		
1株あたり営業 CF (円)	営業 CF/期中平均株式数	JFE	55.4	65.2	39.7	419.4	617.0
		NKK	35.9	55.8	38.2		
		川鉄	75.8	75.6	40.8		



キャッシュフローの収益性を示す営業キャッシュフローマージンは平成14年3月期以降、経営統合による経営効率化を中心とした収益率改善を反映する形で上昇を続けている。しかし、依然として合併前の川鉄の水準に及ばないことも事実である。経営統合した意義を高めるためには、更なる経営効率化や高付加価値商品の開発・販売などにより、一層の収益力向上が求められる。



投資キャッシュフローの絶対値は 100%を超えており、投資活動は営業活動によるキャッシュフローの範囲内でまかなわれている。しかし、これは高炉に代表される超大型投資を J F E が既に済ませているからであり、その結果、現時点の単年度ごとの投資キャッシュフロー／営業キャッシュフロー比率が 100%を超えているだけである。鉄鋼事業のような超大型先行投資をする企業の場合は、単年度フローではなく一定期間において、その投資をどれだけ回収できているかを評価すべきである。今回はそのチェックは行わないが、J F E が今もなお 1 兆 8 千億円余りの有利子負債を抱えていることから、まだまだ先行投資分を十分に回収しきれていないと判断できる。平成 13 年 3 月期に異常値が出ているが、これは NKK が固定資産や投資有価証券を売却して大規模のキャッシュインフローが発生したためである。



営業キャッシュフロー対固定負債比率は、既に何度も触れた通り莫大な有利子負債を抱えているため、極めて低い水準で推移している。安全性の観点からは大きな問題である。しかし、平成 16 年 3 月期の比率が 27%と過去 5 年間ににおいては平成 13 年 3 月期の川鉄と

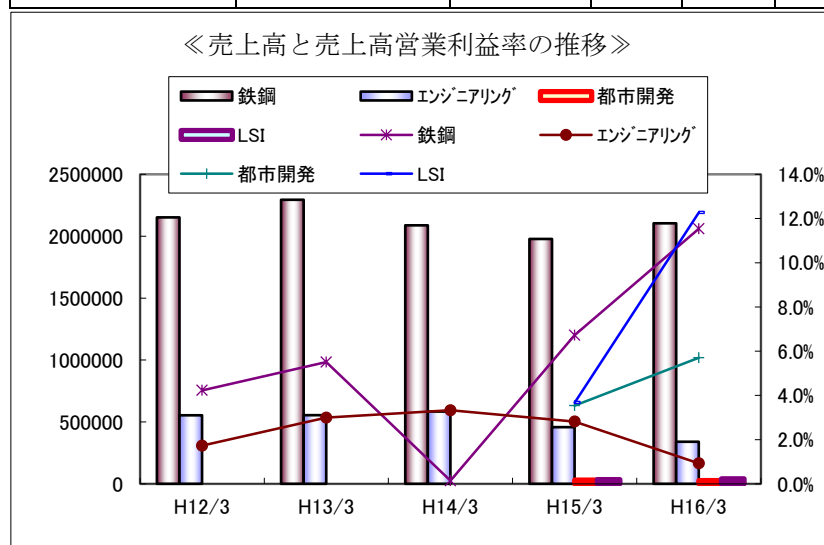
同じ最高水準をマークしており、経営統合以降の有利子負債削減努力をうかがうことができる。現にJFEは、平成15年3月期から平成16年3月期にかけて、有利子負債を2,197億円圧縮し、残高を1兆8,374億円まで減らしている。今後も有利子負債残高削減に向けた継続的な努力が求められる。最後に1株あたりの営業キャッシュフローについては、先の分析で触れた通り、合併前後（平成14年3月期までと平成15年3月以降）では、株式の単価と発行枚数のバランスが異なるため単純な比較はできない。ただ経営統合後の直近2年間の実績を見ると、順調な伸びを示しておりキャッシュフローから見る収益力も経営統合効果を表している。

1.3 事業種類別および所在地別セグメント情報にもとづいた経営分析

【事業種類別セグメント分析】（平成14年3月期まではセグメント分類方法が異なるため一部計算できず）

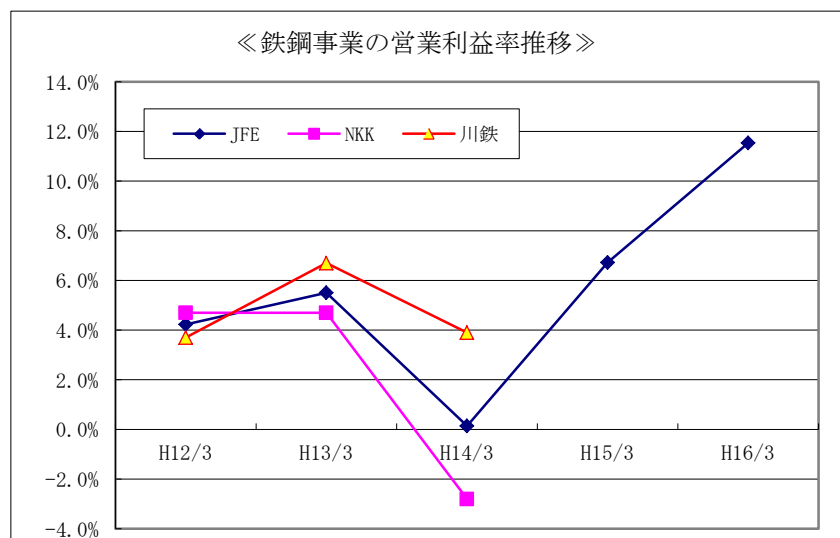
(1) 収益性

分析指標	計算式	事業	会社	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
売上高営業利益率	営業利益/売上高	鉄鋼	JFE	4.2%	5.5%	0.1%	6.7%	11.5%
			NKK	4.7%	4.7%	-2.8%		
			川鉄	3.7%	6.7%	3.9%		
		エンジニアリング	JFE	1.7%	3.0%	3.3%	2.8%	0.9%
			NKK	2.8%	4.3%	4.8%		
			川鉄	-1.4%	-1.2%	-0.9%		
		都市開発	JFE				3.5%	5.7%
		LSI	JFE				3.7%	12.3%

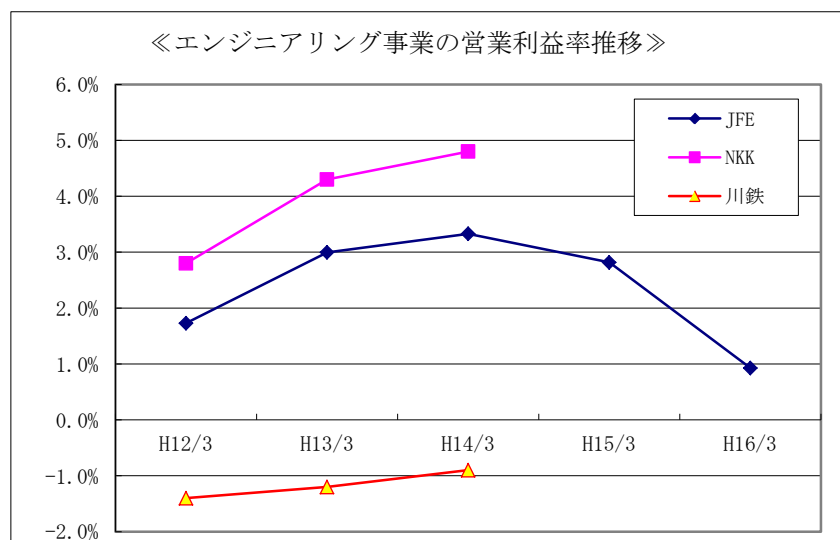


事業別セグメントの売上高の推移を見ると、鉄鋼事業が圧倒的なボリュームを占めており、次いでエンジニアリング事業となっている。都市開発事業とLSI事業は全体に占める割合はかなり小さい。次に営業利益率の推移だが、エンジニアリング事業が唯一、経営統合

後に営業利益率を下げている、それ以外の3事業は全て上昇傾向にある。売上高の規模も合わせて考えると、JFEにとって現在稼げるセグメントは鉄鋼事業だけと言っても過言ではない。



次に鉄鋼事業の合併効果を営業利益率の推移から考察してみる。上のグラフからも明らかに合併前と比べ、直近2年間は高い水準で利益率（新日鉄の水準をも上回る）をはじき出している。経営統合後の規模の経済性による売上原価圧縮、値引き抑制や人員削減による販売費及び一般管理費の圧縮が大きな要因となっている。鉄鋼事業についてだけ見ると、NKKと川鉄の合併は一先ず成功を収めているといえる。

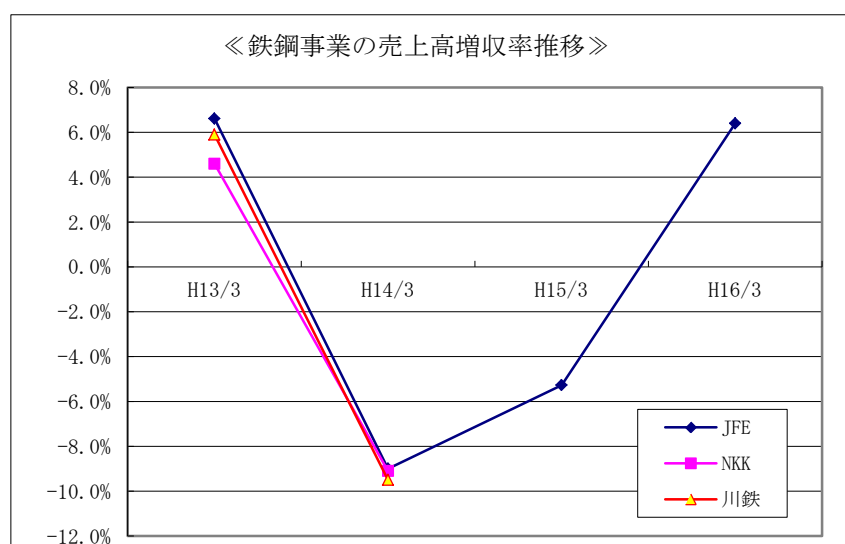


エンジニアリング事業の合併効果を営業利益率の推移から考察する。上の棒グラフから明らかにNKKの方がエンジニアリング事業に強く、川鉄が弱いことが分かる。NKKは、パイプライン、都市ごみ処理設備、製鉄設備、橋梁、油送船を中心に確実に利益率を伸ばしていた。また川鉄との差は、その研究開発投資の規模でも表れている。平成14年3月

期における研究開発投資は、NKKが 4,377 百万円であるのに対し、川鉄はわずか 583 百万円にとどまっている。この 2 社が経営統合した後のエンジニアリング事業の営業利益率推移は、急激な下降線をたどっている。これは環境部門をはじめとする公共事業縮減等の事業環境の悪化や、造船事業の再編を目的とした平成 14 年 9 月のユニバーサル造船(株)への営業譲渡の影響が大きい。しかし、エンジニアリング事業の研究開発投資は平成 16 年 3 月期において、4,872 百万円となっており、その投資規模は合併前から下がってない。現時点では、事業環境の悪化や特殊要因で利益率を下げてはいるが、既存事業の効率化や新規事業の立ち上げによって、持ち前の研究開発力と技術力を活かせば、まだまだビジネスチャンスはある事業と思われる。現在の研究開発投資規模を継続することが肝要だと考える。

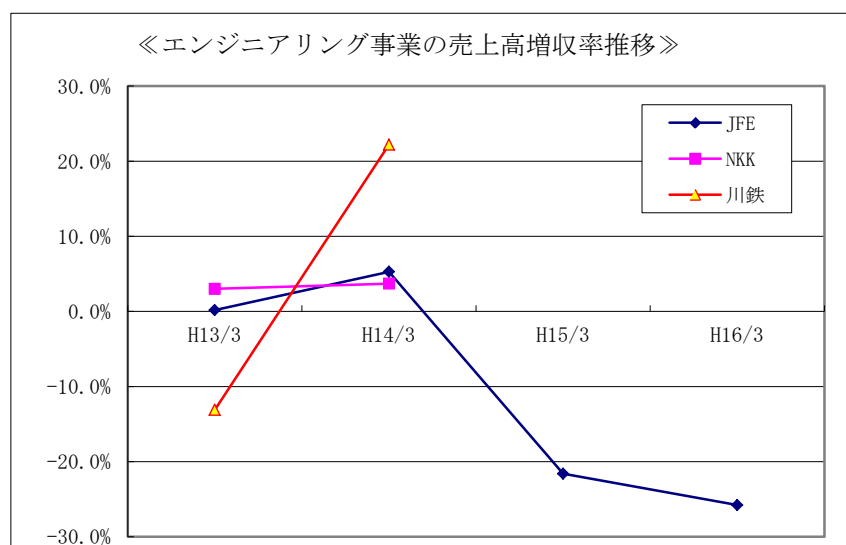
(2) 成長性

分析指標	計算式	事業	会社	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
売上高増収率	(当期売上高-前期売上高) / 前期売上高	鉄鋼	JFE	6.6%	-9.0%	-5.3%	6.4%
			NKK	4.6%	-9.1%		
			川鉄	5.9%	-9.5%		
		エンジニアリング	JFE	0.2%	5.3%	-21.6%	-25.8%
			NKK	3.0%	3.7%		
			川鉄	-13.1%	22.2%		
		都市開発	JFE				-15.0%
		LSI	JFE				18.6%



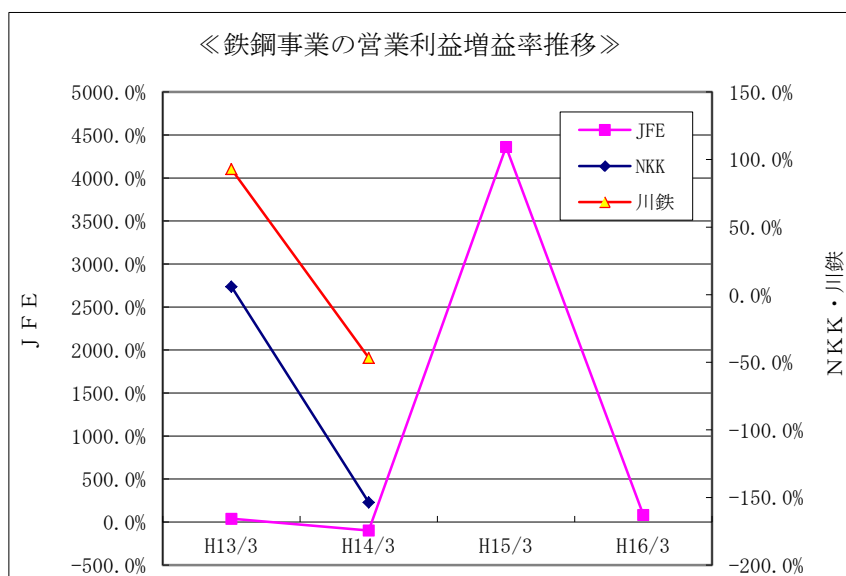
事業セグメント別の成長性だが、まず J F E の屋台骨である鉄鋼事業から見てみる。合併前後の平成 14 年 3 月期と平成 15 年 3 月期はともにマイナス成長である。これは、鉄鋼業の国内需要の落ち込み、ゴーン・ショックによる全体的な鋼材価格大暴落、経営統合における連結対象会社異動などが影響している。平成 16 年 3 月期には 3 期ぶりの増収を見

せているが、これは国内の緩やかな景気回復と世界経済回復に伴う輸出好調が影響していると考えられる。今後、いかに高付加価値鋼材のウエイトを高め、かつ取引先に対する交渉力を回復し、適正価格で販売できるかが大きな課題である。

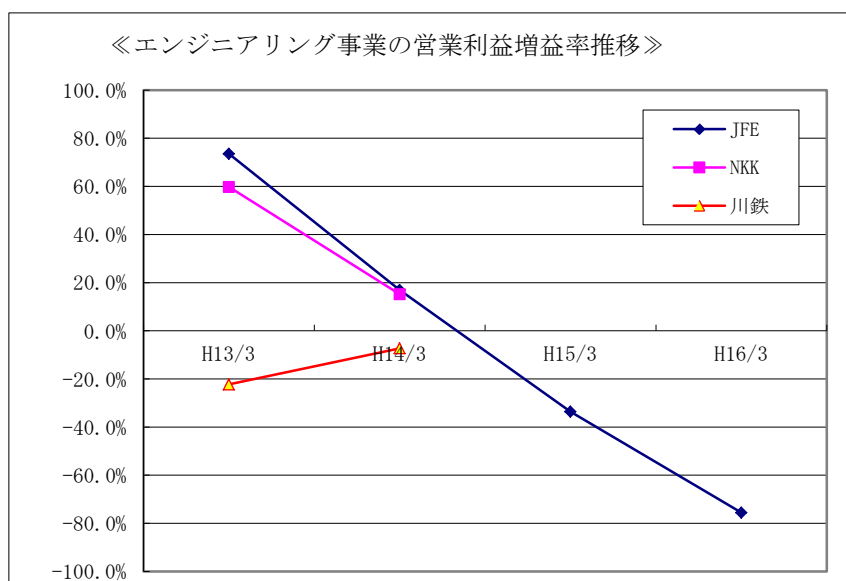


エンジニアリング事業については、合併以降売上高は通減傾向にある。これは環境部門をはじめとする公共事業縮減等の事業環境の悪化や、造船事業の再編を目的とした平成 14 年 9 月のユニバーサル造船（株）への営業譲渡の影響が大きい。今後、最適な固定費に向けた一層の効率化を進めるとともに、不断の研究開発投資による新規事業の立ち上げに向けて注力が必要である。LSI 事業については売上規模は小さいが、デジタル家電の好況に引っ張られる形で増収、都市開発事業は子会社の清算に伴い減収となっている。（ともに平成 16 年 3 月期の実績）

分析指標	計算式	事業	会社	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
営業利益増収率	(当期営業利益-前期営業利益) / 前期営業利益	鉄鋼	JFE	38.8%	-97.6%	4362.0%	82.6%
			NKK	6.0%	-153.6%		
			川鉄	93.0%	-46.7%		
		エンジニアリング	JFE	73.6%	16.9%	-33.6%	-75.6%
			NKK	59.8%	15.2%		
			川鉄	-22.3%	-7.3%		
		都市開発	JFE				36.9%
		LSI	JFE				296.5%



鉄鋼事業の営業利益増益率の推移をしてみる。平成 14 年 3 月期は、国内外ともに需要が減退し、新日鉄も当期純利益が赤字という鉄鋼業界全体が冷え込んだ時期であり、ここ 5 年間ではまさに底であった。J F E は経営統合後、販売価格の値戻し、売上原価や販売費及び一般管理費の圧縮に注力し、底の時期から飛躍的な回復をとげたことになる。経営統合効果として評価できる。



次にエンジニアリング事業の営業利益増益率だが、経営統合以降、悪化の一途をたどっている。先述した環境部門をはじめとする公共事業縮減等の事業環境の悪化や、造船事業の再編を目的とした平成 14 年 9 月のユニバーサル造船（株）への営業譲渡の影響である。

残る 2 つのセグメントだが、まず都市開発事業については高採算物件の売上増等により営業利益増益率+36.9%、L S I 事業についてはデジタルカメラ向け及び液晶ディスプレイ

向け製品の販売が好調で同じく+296.5%という飛躍的な伸びを示している。ただし、好調とは言うものの、これらはJFEの基幹事業ではなく、2つのセグメントの営業利益を合計しても全体の約2.5%過ぎないことを忘れてはならない。あくまでも現在の収益源は鉄鋼事業である。(実に全体の営業利益の96%以上を占めている)

(3) 生産性

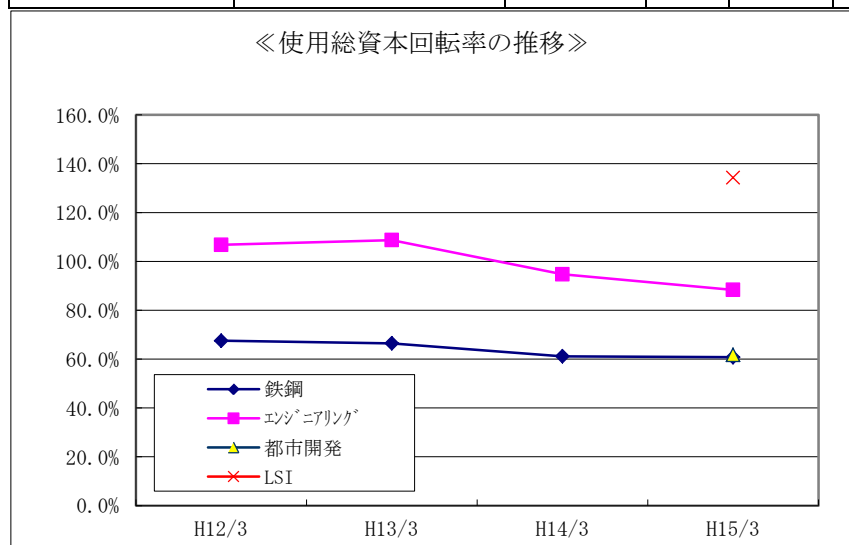
	計算式	事業	会社	H13/ 3	H14/ 3	H15/ 3	H16/ 3
1人あたり売上高 (百万円)	売上高 /前・当期従業員数平均	鉄鋼	JFE	45.7	46.5	51.4	47.6
			NK				
			K	46.7	51.4		
			川鉄	44.6	41.4		
		エンジニアリング	JFE	58.8	58.4	50.3	46.6
			NK				
			K	52.6	56.4		
			川鉄	113.6	66.7		
		都市開発	JFE				80.7
		LSI	JFE				74.8
1人あたり営業利益 (百万円)	営業利益 /前・当期従業員数平均	鉄鋼	JFE	2.6	0.1	3.5	5.5
			NK				
			K	2.2	-1.4		
			川鉄	3.0	1.6		
		エンジニアリング	JFE	1.9	2.0	1.4	0.4
			NK				
			K	2.3	2.7		
			川鉄	-1.4	-0.6		
		都市開発	JFE				4.6
		LSI	JFE				9.2

生産性において注目すべき点は、鉄鋼事業の売上高が先に触れてきた3つの理由で落ち込む中、ヒトの効率化も進めることにより、1人あたり売上高の水準をほぼ横ばいで維持している点である。さらに特筆すべきポイントは、鉄鋼事業の1人あたり売上高が横ばい(もしくは若干下がっている)の中で、1人あたり営業利益は経営統合以降、飛躍的に伸ばしている点である。これについても再三触れてきたが、規模の経済性を活かした売上原価の圧縮や販売価格の値引き抑制、人件費をはじめとする販売費及び一般管理費の圧縮といった統合効果を最大限に発揮してきた成果といえる。エンジニアリング事業についての落ち

込みは、先にも触れてきたが、ここでは生産性という観点で考察を深めてみる。JFEは、エンジニアリング事業に携わる人員についても効率化を進めており、平成14年3月期の9,621人から平成16年3月期の7,290人まで人員削減を実現している。にも関わらず、1人あたり売上高、営業利益ともに激減傾向にある。実際には不採算事業の整理や固定費の圧縮も実施していることも考慮に入れると、効率化推進が追いつかないほど実績が低迷しているということになる。エンジニアリング事業の再起は今後の課題である。都市開発事業とLSI事業については、売上高、営業利益とも高い生産性を示しているが、先述の通り、規模が小さく今のところは特に指摘すべき点はない。

(4) 効率性

	計算式	事業	会社	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
使用総資本回転率 (回)	売上高 / 前・当期資産平均	鉄鋼	JFE	0.68	0.66	0.61	0.61
			NKK	0.61	0.62		
			川鉄	0.74	0.60		
		エンジニアリング	JFE	1.07	1.09	0.95	0.88
			NKK	1.06	1.04		
			川鉄	0.82	1.04		
		都市開発	JFE				0.62
		LSI	JFE				1.34

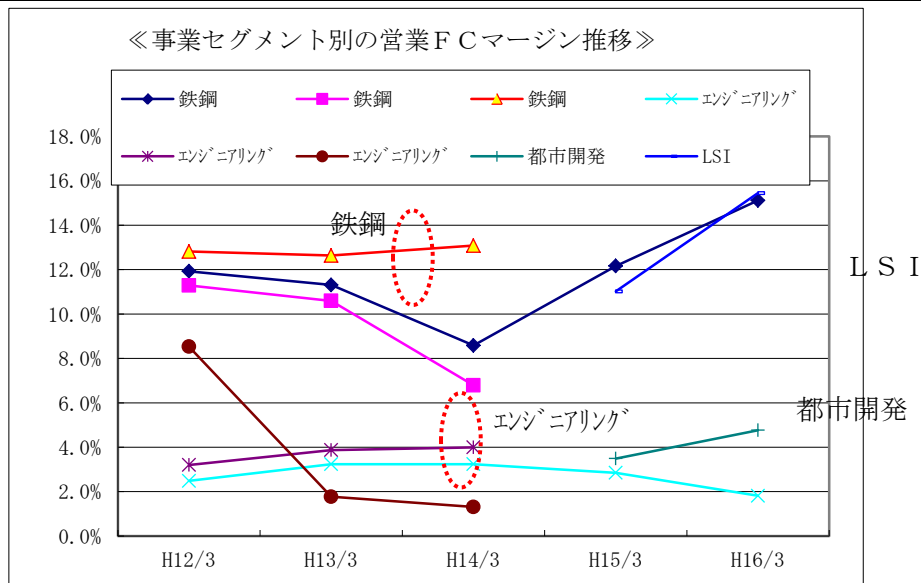


効率性分析だが、事業種類別セグメントで比較すると、鉄鋼事業、エンジニアリング事業ともに使用総資本回転率が微減傾向にあり、若干効率性が落ちてきている。両セグメントとも固定費の圧縮を進めているが、事業整理やマクロ環境要因に伴う売上高減少が、それ以上のペースで進んでいる結果、使用総資本回転率が若干だが悪化傾向を示していると分析できる。まだまだ効率性改善の余地は残されていそうである。

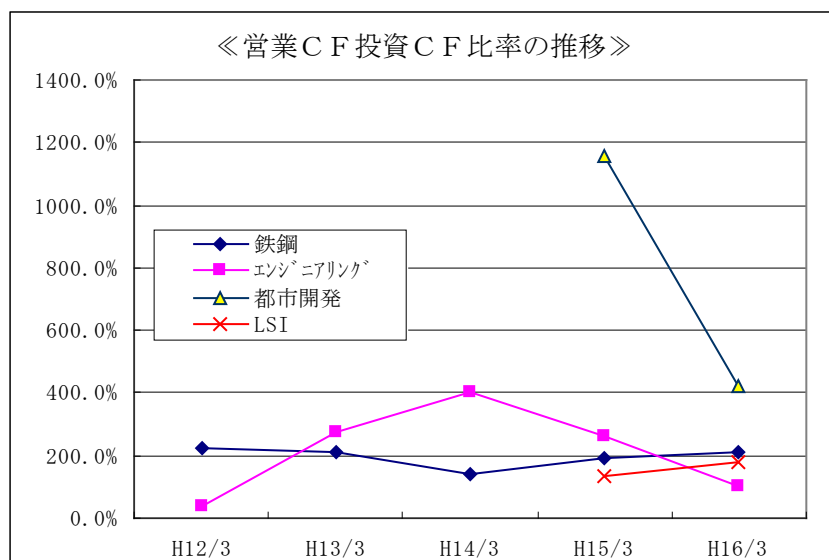
1.4 事業種類別セグメント情報にもとづいたCF分析

分析指標	計算式	事業	会社	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
営業CFマージン	営業CF /売上高	鉄鋼	JFE	11.9%	11.3%	8.6%	12.2%	15.1%
			NKK	11.3%	10.6%	6.8%		
			川鉄	12.8%	12.6%	13.1%		
		エンジニアリング	JFE	2.5%	3.2%	3.2%	2.8%	1.8%
			NKK	3.2%	3.9%	4.0%		
			川鉄	8.5%	1.8%	1.3%		
		都市開発	JFE				3.5%	4.8%
		LSI	JFE				11.0%	15.4%
営業CF投資CF比率	営業CF /資本的支出	鉄鋼	JFE	221.8 %	208.8 %	141.8 %	189.1%	210.6 %
			NKK	172.0 %	172.8 %	128.2 %		
			川鉄	331.3 %	269.0 %	192.3 %		
		エンジニアリング	JFE	36.0%	272.4 %	401.6 %	259.8%	105.4 %
			NKK	405.4 %	335.8 %	492.1 %		
			川鉄	101.4 13.2%	136.2 %			
		都市開発	JFE				1159.0 %	422.4 %
		LSI	JFE				136.3%	179.2 %
FCF	営業CF -資本的支出	鉄鋼	JFE	140,895	135,193	73,509	113,359	166,990
			NKK	57,233		17,212		
			川鉄	83,662	56,560	56,297		
		エンジニアリング	JFE	4,583	11,353	14,191	8,012	315
			NKK	9,755	11,329	13,757		
			川鉄	-5,173	24	434		

		都市開発	JFE	0	0	0	985	954
		LSI	JFE	0	0	0	1,002	2,764

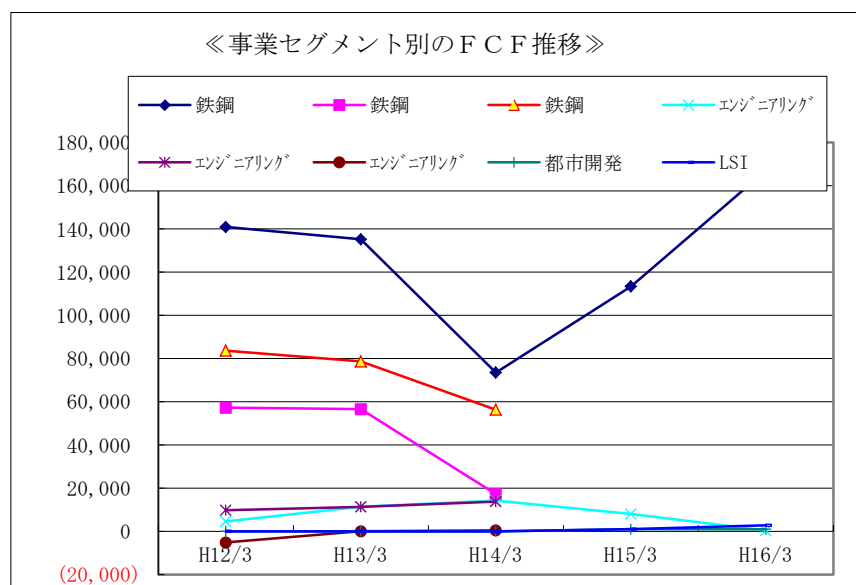


営業キャッシュフローマージンより、鉄鋼事業におけるキャッシュフローの収益性が、経営統合以降、順調に反転上昇していることがよく分かる。合併による規模の経済性による売上原価圧縮と値引抑制、ヒトの効率化推進等による販売費及び一般管理費の圧縮が、キャッシュフローの収益性に好影響を与えていると思われる。エンジニアリング事業については、これも既に述べてきた理由により合併後は低迷をたどっている。規模は小さいがLSI事業のキャッシュフローの収益性は、平成16年3月期において最も高く、デジタル家電の好況ぶりを反映した実績となっている。



JFEはすべての事業セグメントにおいて、投資（資本的支出）を営業キャッシュフローでまかなえている。ただ、高炉に代表される超大規模先行投資を行う鉄鋼事業においては、

単年度の営業CF投資CF比率だけを見ては、安全性の評価は正確にできない。やはり、超大規模先行投資にさかのぼる有利子負債の残高を見て、評価すべきである。結論から言うと、JFEは今もなお1兆8千億円を超える有利子負債を抱えており、安全性には大きな問題がある。現状の営業CF投資CF比率だけを見て、決して楽観視はできない状況である。



最後に事業セグメント別のフリーキャッシュフローは、これも屋台骨の鉄鋼事業が経営統合以降順調に実績を伸ばしている。上のグラフからも一目瞭然だが、他の3事業は、かつかつフリーキャッシュフローをプラスにしているレベルで、JFEにとっての現在の収益源は鉄鋼事業のみといった構図である。実際、平成16年3月期のフリーキャッシュフロー合計に占める鉄鋼事業の割合は97.6%であり、ボリュームだけ評価すれば、JFEにとって十分な価値を創造できているのは鉄鋼事業のみといえる。鉄鋼事業に続く2番手、3番手の稼ぎ頭を事業として育てていきたいところである。

1.5 以上の分析より総括

屋台骨である鉄鋼事業については、NKKと川鉄の経営統合により、一定の成果を収めていると評価できる。それはJFEによる次の3つの取り組みから評価するものである。

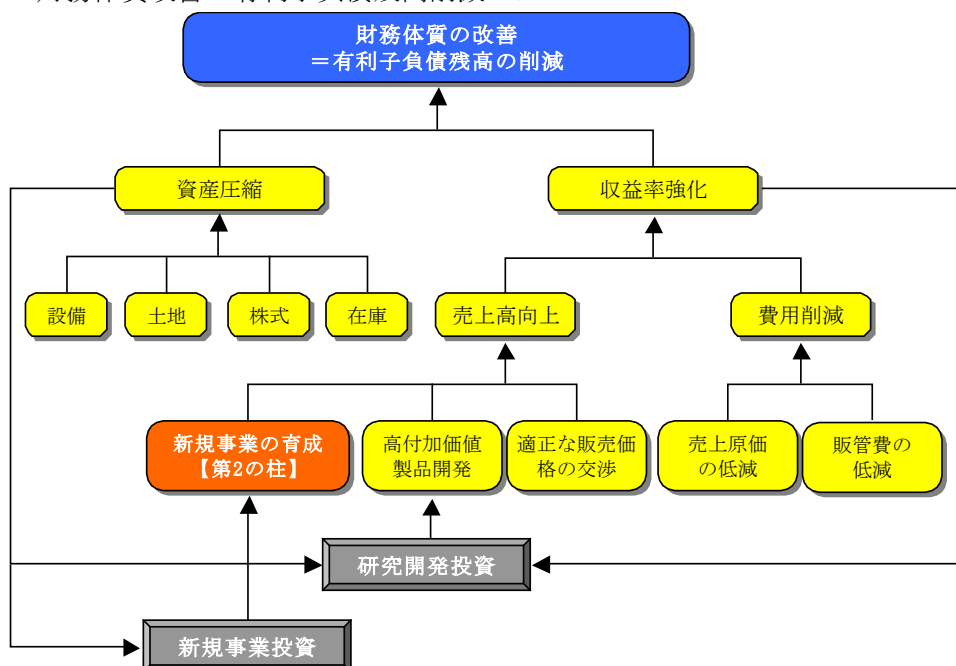
- ①規模の経済性を活かした売上原価の圧縮や値引き抑制、そして人員削減を中心とした販売費及び一般管理費の圧縮による収益性の改善（新日鉄を上回る利益率の実現）
- ②工場の東西各1拠点への集約化に象徴される固定資産のスリム化による生産性と効率性の向上
- ③不採算事業からの撤退や事業領域が重複する子会社の統合等の事業整理による財務体質改善

以上の3つのポイントからJFEは経営統合の効果を収めており、そこについては十分評価できると考える。株式から見た各指標も直近2年は順調に伸びており、株式市場も以上

のJFEの取り組みと実績を評価していると思われる。まだまだ財務上の問題点は多く残っている。最大の問題は資本構成であり、国内最大のライバルである新日鉄に見劣りする。JFEの平成16年3月期における連結株主資本は、7,462億円で新日鉄の8割程度にとどまる。JFEの有利子負債残高は1兆8千億円を超える規模で、株主資本に対する有利子負債の倍率は約2.5倍であるのに対し、新日鉄は1.6倍程度である。この資本構成の改善がJFEにとって最重要課題と言えよう。この財務体質の改善（＝有利子負債残高の削減）は、更なる資産圧縮と収益力強化によって実現されるはずである。資産圧縮については、これまでも取り組んでいる生産設備に加えて、株式、土地、在庫なども含めて検討すべきである。それにより生産性、効率性を上げることでコスト効率化を図り、財務体質を改善していくことができる。また、コスト削減から産まれる余剰資金を収益性向上のために新たな技術や製品開発のために研究開発に振り向けることも重要である。高付加価値の製品や技術が開発できれば、コスト競争ではかなわない韓国、台湾企業とも製品の差別化戦略において戦うことができるし、収益性向上につながるはずである。収益性向上のためには、引き続き売上高アップに向けた適正価格への値戻し努力や人員や物流体制の効率化などによるコスト削減努力も重要である。以上のような取り組みによって、まだまだ財務体質を改善し、有利子負債残高の削減をペースアップする余地があると考ええる。次項に財務体質の改善（＝有利子負債残高の削減）を実現するための方策・プロセスを図式化してみたので参照いただきたい。

JFEが抱えるもうひとつの大きな課題がある。それは鉄鋼事業という単独の事業に依存しすぎている収益体制である。JFE全体のFCFの内、鉄鋼事業が実に約97%を占めているのである。詳細は次に述べるが、現在の他のセグメントの内、LSI事業や都市開発事業が鉄鋼事業に続く第2の柱になるとは考えにくい。今後、JFEホールディングスとして持続的成長を遂げるために、どのような事業ポートフォリオ戦略を描くかが大きな課題である。長期的な視点で見れば、この第2の柱となる事業育成も財務体質改善につながるはずである。さて、他のセグメントだが、エンジニアリング部門は将来性を考えて現状の研究開発投資を続けるべきである。既存事業のノウハウも発展途上国や成長市場である中国においては、まだまだビジネスチャンスがある。NKKサイドにせつかく蓄積された技術や戦略資産があるので、鉄鋼事業に次ぐ稼ぎ頭とすべく、成長投資を継続すべきと考える。都市開発事業とLSI事業については特筆すべき点はない。唯一コメントするならば、今後もJFEホールディングスとして事業を継続するかどうかということに尽きる。今後の成長性や基幹事業である鉄鋼事業やそれに次ぐエンジニアリング部門とのシナジーが得られないようであれば、分離や撤退も視野に入れるべきであろう。繰り返しになるが、JFEにとっての大きな課題のひとつに鉄鋼事業の次世代を担う事業の育成がある。エンジニアリング部門もそのひとつであるが、戦略資産を移転できそうな事業があれば、その事業の成長性、関連性、シナジーなどを十分に検討しながら多角化するのも手であろう。闇雲に手を広げてはならないが、国内最大のライバルである新日鉄が、さまざまな分野（電力ビジネス、チタン事業、化学事業、システムソリューション事業、新素材事業等）に多角化をしている中で、遅れをとらないように市場動向などの外部分析と自社の強みなどの内部分析を怠らないことが肝要である。

《財務体質改善＝有利子負債残高削減のプロセス》

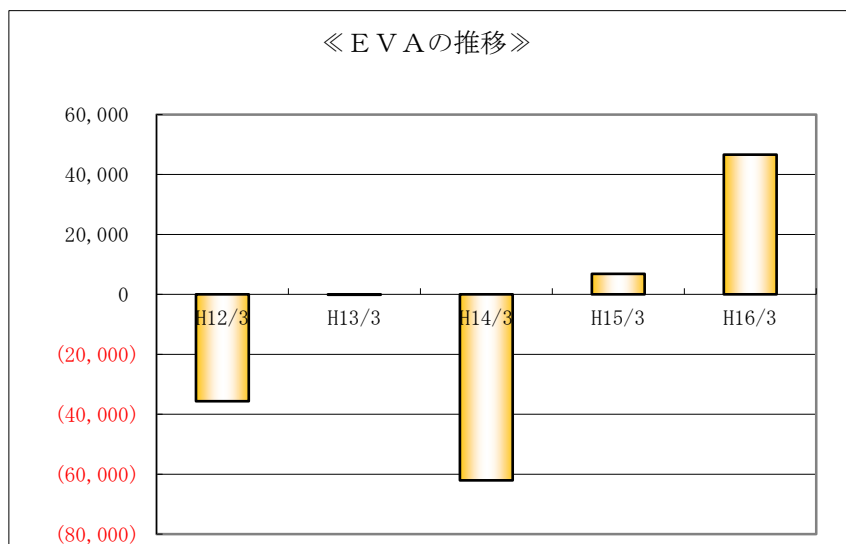


2 企業価値分析

2.1 資本コスト・経済付加価値（EVA）

指標	計算式
EVA	税引事業利益-資本コスト
税引事業利益	(営業利益+受取利息+受取配当金) × (1-実効税率)
営業利益	
受取利息	
受取配当金	
実効税率	
資本コスト	投下資本(1) × 加重平均資本コスト
投下資本 (1)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(簿価)
投下資本 (2)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)
短期借入金	CPおよび1年内償還社債含む
長期借入金+社債	
株主資本(簿価)	
株主資本(時価)	発行済株式数 × 株価
発行済株式数	
株価	
加重平均資本コスト	負債コスト × (1-実効税率) × 投下資本負債比率 + 株主資本コスト × 投下資本株主資本比率
負債コスト	短期借入金、長期借入金、社債の平均利率 (支払利息/左記項目の2期平均額)
投下資本負債比率	(短期借入金+長期借入金+社債) / 投下資本 (2)
株主資本コスト	リスクフリーレート + β × リスクプレミアム
投下資本株主資本比率	株主資本(時価) / 投下資本 (2)
リスクフリーレート	10年もの国債の応募者利回り (年平均)
β (ベータ)	企業のシステムティックリスク
リスクプレミアム	市場全体の期待収益率とリスクフリーレートの差

指標	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3	出所
EVA		-35,664	-147	-62,068	6,831	46,605	
税引事業利益		67,845	98,515	25,426	88,623	150,323	
営業利益		106,775	159,976	36,208	146,879	253,605	P/L
受取利息		5628	4926	3643	6183	6020	P/L
受取配当金		4773	5245	4062	0	0	P/L
実効税率		42.1%	42.1%	42.1%	42.1%	42.1%	有価証券報告書
資本コスト		103,509	98,662	87,494	81,792	103,717	
投下資本 (1)		3,495,426	3,281,192	2,861,122	2,651,668	2,583,702	貸借対照表
投下資本 (2)		3,714,780	3,434,696	3,065,525	2,918,174	3,430,314	
短期借入金	902,692	893,398	748,474	635,658	461,958	514,533	貸借対照表
長期借入金+社債	1,651,842	1,985,201	1,850,741	1,619,964	1,595,147	1,322,871	貸借対照表
株主資本(簿価)		616,827	681,977	605,500	594,563	746,298	貸借対照表
株主資本(時価)		836,181	835,481	809,903	861,069	1,592,910	
発行済株式数		6,634,427,676	6,574,818,539	6,598,721,910	574,046,315	575,057,761	決算短信
株価		126	127	123	1,500	2,770	Yahooファイナンス
加重平均資本コスト		2.96%	3.01%	3.06%	3.08%	4.01%	
負債コスト		2.38%	2.20%	2.23%	1.80%	1.45%	
投下資本負債比率		77.49%	75.68%	73.58%	70.49%	53.56%	
株主資本コスト		8.42%	8.40%	7.98%	7.96%	7.67%	
投下資本株主資本比率		22.51%	24.32%	26.42%	29.51%	46.44%	
リスクフリーレート		1.73%	1.71%	1.29%	1.28%	0.99%	財務省HPより
β (ベータ)		1.048	1.048	1.048	1.048	1.048	BloombergHP
リスクプレミアム		6.38%	6.38%	6.38%	6.38%	6.38%	『MBAファイナンス』 ダイヤモンド社



J F E の E V A 算出においては、その W A C C の低さが目だって見える。これは、既に何度も触れてきた有利子負債による資金調達のウエイトが大きく、その結果加重平均したときのハードルレートが下がるのである。W A C C が相当低い中でも合併前の 3 年間は E V A がすべてマイナスで、一度も株主の期待に応える利益を上げていないことになる。これは、国内需要の低迷やゴーン・ショック等の影響により、そもそも税引事業利益が十分に稼げていないことと、短期、長期ともに借入金が多く投下資本が膨らんでしまった結果であろう。

経営統合以降は、年々堅調な伸びを示しており、株主と債権者が期待する収益を十分あげている状況にあると言える。これは先述してきた J F E の経営統合効果の追及による収益率向上と有利子負債圧縮によるところが大きい。

2.2 企業価値の算出

指標	計算式	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3
企業価値 (1)	短期借入金+長期借入金+社債 +株主資本（時価）	3,714,780	3,434,696	3,065,525	2,918,174	3,430,314
企業価値 (2)	MVA+投下資本（1） =EVA/資本コスト+投下資本（1）	2,291,076	3,276,293	831,439	2,873,138	3,744,690
企業価値 (3)	フリー・キャッシュフロー価値	18,232,098	17,833,066	14,003,052	14,438,647	9,102,760

(1) 企業価値＝企業の株式の時価総額+負債の時価総額（貸方側の企業価値）

企業に対する投下資本の観点から見た市場価値であるが、J F E が意識的に有利子負債を削減している中（企業価値としてはマイナス傾向）で、経営統合以降、株式の時価総額が挽回（企業価値としてはプラス傾向）している影響を受け、J F E の市場価値は挽回傾向にある。

(2) 企業価値＝MVA+投下資本（1）＝EVA/資本コスト+投下資本（1）（市場付加価値）

株式市場から見た企業価値であるが、(1) と近い値を示している。平成 14 年 3 月期のみ、乖離が大きいのが、これは同期の EVA が大幅な赤字であったためである。経営統合直前のイレギュラーな EVA であると判断できるので、この期については、そのイレギュラーも考慮されている市場の評価である企業価値（1）を参照すべきと考える。

(3) 企業価値＝予測期間のキャッシュフロー現在価値+継続企業の現在価値（借方側の企業価値）

（フリーキャッシュフロー価値の計算根拠）

指標	計算式
営業キャッシュフロー	
投資キャッシュフロー	
フリーキャッシュフロー	
FCF 年平均成長率	H11 年度から H15 年度の FCF 年平均成長率 = $(H16/3FCF \div H12/3FCF)^{(1/4)}$
加重平均資本コスト	
予測期間の FCF 現在価値 (A)	予測期間（n+1～n+5）/割引率（資本コスト）
永久成長率	リスクフリーレートと仮定
継続価値の割引率	加重平均資本コスト-永久成長率
継続価値（B）'	予測期間の翌年の FCF : (n+6) / 継続価値の割引率
継続価値（B）	継続価値（B）' の現在価値

企業価値 (3)・・・(A)+(B)	フリー・キャッシュフロー価値
--------------------	----------------

指標	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3	H17/3	H18/3	H19/3	H19/3	H20/3	H21/3
営業キャッシュフロー	369,029	431,435	262,035	240,691	357,077						
投資キャッシュフロー	-184,759	52,616	-127,447	-126,871	-135,068						
フリーキャッシュフロー	184,270	484,051	134,588	113,820	222,009	232,595	243,685	255,304	267,477	280,231	293,592
FCF年平均成長率					105%						
加重平均資本コスト	2.96%	3.01%	3.06%	3.08%	4.01%						
予測期間のFCF現在価値 (A)	1,099,931	857,796	967,601	1,112,582	1,134,413						
永久成長率	1.73%	1.71%	1.29%	1.28%	0.99%						
継続価値の割引率	1.23%	1.30%	1.77%	1.81%	3.03%						
継続価値 (B)'	19,823,564	19,685,590	15,154,276	15,512,061	9,701,377						
継続価値 (B)	17,132,167	16,975,270	13,035,451	13,326,066	7,968,348						
企業価値(3)・・・(A)+(B)	18,232,098	17,833,066	14,003,052	14,438,647	9,102,760						

この算定においては、平成 12 年 3 月期から平成 16 年 3 月期のフリーキャッシュフロー（F C F）平均成長率（+5%）という前提で、平成 17 年 3 月期から平成 21 年 3 月期までの F C F を予測している。各期の企業価値は、予測期間を 5 期として F C F の現在価値を求め、その次年度の F C F を資本コストからリスクフリーレート（永久成長率）を引いた継続企業の資本コストで割って継続価値を求め、その合計により算定している。この計算においては、仮定が多く含まれているため、その設定を変えることにより企業価値も大きく変動するので、成長率や予測期間の選定においては注意を要する。今回は（1）（2）よりかなり高く企業価値が出ているため、妥当な結果でない可能性がある。このギャップの理由としては、F C F 企業価値を求める際に使用する割引率である W A C C が先述したとおり極めて低い値になっているため、F C F の現在価値を求めると大きな企業価値になってしまうのである。ちなみに W A C C を株主の要求収益率のみとして F C F 企業価値を算出すると企業価値（1）と同じくらい企業価値となる。

2.3 以上の分析より総括

経営統合以降については、収益率の向上や有利子負債残高の圧縮等の経営努力により、E V A をプラスに転じさせ、平成 16 年 3 月期においては前期と比べかなりの伸びを示している。株式の時価総額も上昇しており、株式市場における J F E に対する評価も、これらの経営統合効果を評価している結果と考えられる。ただし、予備設問 1 の総括でも述べたように、まだまだ問題点、課題は山積みであり、そこを解決していかなければ持続的に株式市場での評価は得られないと考える。今現在の収益率向上や有利子負債削減といった財務体質改善を将来にわたって継続的に実現できる成長戦略を示すことが重要であろう。

3 事業環境分析

	Politics	Economics	Social	Technology
機会	◎OECDでの設備廃棄の合意	◎中国・東南アジア諸国の市場拡大 ◎ASEAN諸国に高炉一貫製鉄所がない ◎韓国造船業活況	◎欧米メーカーと比較して、アジア市場へのアクセス有利 ◎アジア経済の著しい成長	◎世界最高水準の鋼材技術力 ◎アジア諸国の技術的未成熟 ◎研究開発力
脅威	◎中国のセーフガード ◎米国におけるダンピング提訴 ◎京都議定書によるCO2規制 ◎炭素税導入 ◎政府規制	◎ユーザー海外移転 ◎建設需要の減少 ◎原料の値上がり ◎自動車メーカー再編 ◎為替変動リスク ◎経済のサービス産業化	◎日本市場の人口減少 ◎国内インフラ整備がほぼ成熟期	◎高額な設備投資 ◎事業転換困難 ◎過剰設備 ◎電炉メーカーの技術革新(ニューコア)

3.1 マクロ環境における機会と脅威

上に鉄鋼業界のマクロ環境における機会と脅威をまとめてみた。マクロ環境における機会を簡単にまとめると、世界最高水準の研究開発力と鋼材技術力を競争力の源泉として、地理的に不利な欧米メーカー、そして技術的に劣位なアジアメーカーに対し競争上の優位性を構築し、成長が著しい中国、東南アジア諸国において事業を拡大する、ということになる。次にマクロ環境における脅威のポイントは、国内市場における需要減退、主要顧客である自動車メーカーの世界レベルでの再編、中国のセーフガードに代表される法規制等である。マクロ環境だけを考えると、様々な脅威はあるものの、成長が見込めない日本市場ではなく、中国、東南アジア市場への進出が最大の機会といえそうである。中国市場の有望性は、現在中国市場における1人あたりの粗鋼消費量が100kgというポジションにあることから裏付けられる。鋼材消費のライフサイクルは、1人あたりの粗鋼見掛消費量が100kgを超えると急速に需要が増加し、800kg前後に達すると成熟期を迎えるという。中国は今まさに成長サイクルに突入する100kgを超えた水準であり、今後需要は加速度的に拡大するものと見られる。また、東南アジア市場も中国と同様に今後成長期に入っていく段階に入ってきている。このように鋼材消費のライフサイクルからも、中国市場と東南アジア市場の鉄鋼事業にとっての有望性をうかがい知ることができる。鋼材消費の国別市場ライフサイクルを下のグラフに示してみた。

鉄鋼事業においては脅威に分類される) 現在、J F Eが研究開発専門会社であるJ F E技研で推進しているジメチルエーテル(DME)などは、まさに将来的なビジネスチャンスを見出す機会といえよう。また、発展途上国においては今まで培ってきた既存事業の参入機会もある。L S I 事業については、現在のデジタル家電の好調が機会になり、裏を返せば、そういった相互補完産業の盛衰によって、実績が大きく左右されるため、一転して脅威にもなり得る。都市開発事業については、既に不動産系、電鉄系、総合商社系といった大手デベロッパーが競合としてひしめく市場であり、また国内において今後どれくらいの住宅需要や宅地開発が発生するかも疑問である。また、どちらのセグメントもJ F Eの基幹事業である鉄鋼事業とは関連性が薄く、シナジーも生みにくい。現在、規模は小さいながらもまずまずの収益性をあげてはいるものの、端から見ると本業の片手間に小銭を稼いでいるようにしか見えない。シナジー、事業の関連性、市場の成長性といった観点から判断すると、今後J F Eにとって稼ぎ頭の事業になるとは思えない。

3.2 Five Forces Analysis

次に視点を変えてポーターの5つの力分析に基づき、J F Eをとりまく脅威を探ってみる。

《新規参入の脅威》

鉄鋼事業については、高炉に代表される超大規模投資が必要な事業であり、また高炉を建設、運転し、そこからある程度の水準の製品を作るのに6~7年もかかるという。既に世界レベルでの再編が進んだ寡占化された業界であり、参入障壁は高く、新規参入の脅威は低いといえる。

《売り手の交渉力》

鉄鉱石大手の上位集中が進んでおり、3社で80%の原材料を供給していることから、売り手の交渉力はさほど低くないと思われる。

《買い手の交渉力》

鉄鋼メーカーの最大の顧客は自動車メーカー、電機メーカーである。特に自動車メーカーは全体の18%、製造業の約半分を占める規模である。自動車業界も近年世界レベルでの再編が進み、現在は世界の6大グループが約8割のシェアを持つ顧客となっており、これら買い手の鉄鋼メーカーに対する値下げ交渉力は相当高い。日産自動車のカルロス・ゴーンによるゴーン・ショックは買い手の交渉力の強さを象徴している事例である。

《代替品の脅威》

電炉メーカーの技術革新や自動車向け代替材料の伸長など、高度な技術革新によってもたらされる脅威であり、脅威のレベルとしてはその実現可能性からあまり高くない。

《競合の脅威》

国内はJ F Eと新日鉄、神鋼、住金の提携の2大勢力に、また世界レベルでも欧州などで再編が進んでおり、鉄鋼メーカーの世界規模での大括り化が進んでいる。従って競合の数が少ない業界であり、また需要も中国・アジアで拡大しているため、それほど過当競争に陥ることもない。比較的安定した業界であり、競合の脅威は比較的低い。なお、J F Eは、若干国際提携での出遅れが見られる。以上の5つの力を総括すると、当面の課題は世界レ

ベルでの業界再編に残り残されないよう、世界市場におけるプレゼンス向上に努めるとともに、価格交渉力の強い自動車メーカーに対する発言力を高めていくことと考える。

3.3 機会と脅威が J F E の企業戦略に与える影響

以上のマクロ環境における機会と脅威の分析、及びポーターの「5 つの力」分析による考察から、そのエッセンスと、それらが J F E の企業戦略に与える影響を考えると、以下の通り簡潔にまとめることができる。

◆ 鉄鋼事業

- ・ 国内需要の減少→新市場開拓、新規事業の模索
- ・ 中国、東南アジア市場の拡大→国内市場から中国、東南アジア市場へのシフト
- ・ 国際提携の出遅れ→提携先の模索と国際ネットワークの構築

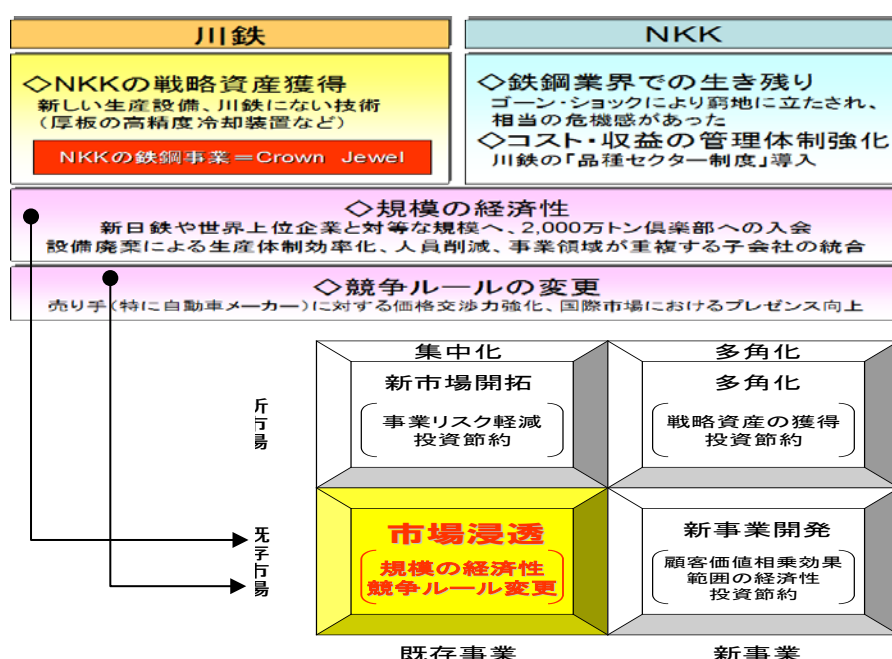
◆ エンジニアリング事業

- ・ 環境意識の高まり→新規事業立ち上げに向けた研究開発投資
- ・ 中国、東南アジア市場の成長→既存事業（パイプライン、ごみ焼却設備等）での海外市場進出

4 経営統合および鉄鋼業の事業統合の特徴

4.1 統合の目的と戦略

川鉄とNKKの統合の目的、及び2社共通の目的ならびにその戦略を図のとおりまとめた。



《川鉄の目的》

そもそも今回の経営統合を持ちかけたのは川鉄サイドであった。当時、業界の3位が川鉄で2位がNKKではあったが、財務指標やゴーン・ショックで日産のシェアを1割しか確保できなかった状況を見ると、NKKの方が状況は厳しかったといえる。なぜ、そのような状態のNKKに川鉄が合併の話を持ちかけたのか。川鉄の目的は、NKKの鉄鋼事業における戦略資産（川鉄よりも新しい生産設備や川鉄にはない高精度冷却装置等の技術）の獲得であった。当初、川鉄は鉄鋼事業だけの統合を持ちかけたことからNKKの持つ鉄鋼事業における戦略資産が相当魅力的であったことがわかる。川鉄にとってのNKK鉄鋼事業は、まさに「Crown Jewel」であったといえる。

《NKKの目的》

NKKサイドの統合の目的だが、これはまさに鉄鋼業界における「生き残り」につきる。ゴーン・ショックを経てNKKの日産自動車に対するシェアは1割に激減した。それも何とか獲得した1割であった。またゴーン・ショックはシェア低下のみならず、鉄鋼業界の価格破壊も引き起こした。川鉄からの統合の申し出は、NKKにとってはある意味「神の救い」ともいえるものであったに違いない。付随的な目的になるかも知れないが、経営統合の話が出てきた時点で、NKKにとっては川鉄の持つシステムティックなコスト・収益管理の仕組みの獲得も目的のひとつとなったと思われる。これは、経営統合後、すぐに川鉄の「品種セクター制度」導入に踏み切ったことから見て取れる。

《両社共通の目的ならびに戦略》

両社にとってより大きな共通の目的は、鉄鋼業界においての地位を新日鉄と同規模にし、そして国際レベルでも上位に食い込むことにより、今後の国際競争に向けたプレゼンスを高めることだったと考える。これは先に分析した鉄鋼業界の機会と脅威を念頭におくと、すんなりと理解できることである。さて、両社がこの共通目的を果たすためにとった戦略は、前項のマトリックスで見ると、既存市場の既存事業同士の経営統合による①規模の経済性の獲得と②競争ルールの変更であることがわかる。

(1) 規模の経済性

川鉄とNKKが経営統合した結果、電炉を含んだ粗鋼生産規模は欧州の最大手であるアルセロールに次ぐ世界第2位の規模に浮上した。また、高炉でも新日鉄、韓国ポスコと肩を並べる規模に躍り出た。この世界上位クラスの規模になることによって、川鉄とNKKは規模の経済性獲得を狙ったのである。

経営統合による規模の経済性において最も大きいのは生産体制である。JFEは、京浜・千葉と福山・水島をそれぞれ東・西製鉄所に再編し、生産体制を飛躍的にスリム化、効率化した。これは、単独企業ではシェア低下につながる設備廃棄には踏み切りにくい、経営統合することにより実現できた規模の経済性のひとつである。当然、規模が拡大したこ

とにより、原材料の仕入における価格交渉力向上や、生産そのものにおいてもより固定費を効率的に運用できるようになり、規模の経済性を得られるようになる。また、人員削減や事業領域が重複する子会社の統合なども、既存事業・既存市場における合併の戦略であり、J F E が取り組んでいる戦略である。

(2) 競争ルールの変更

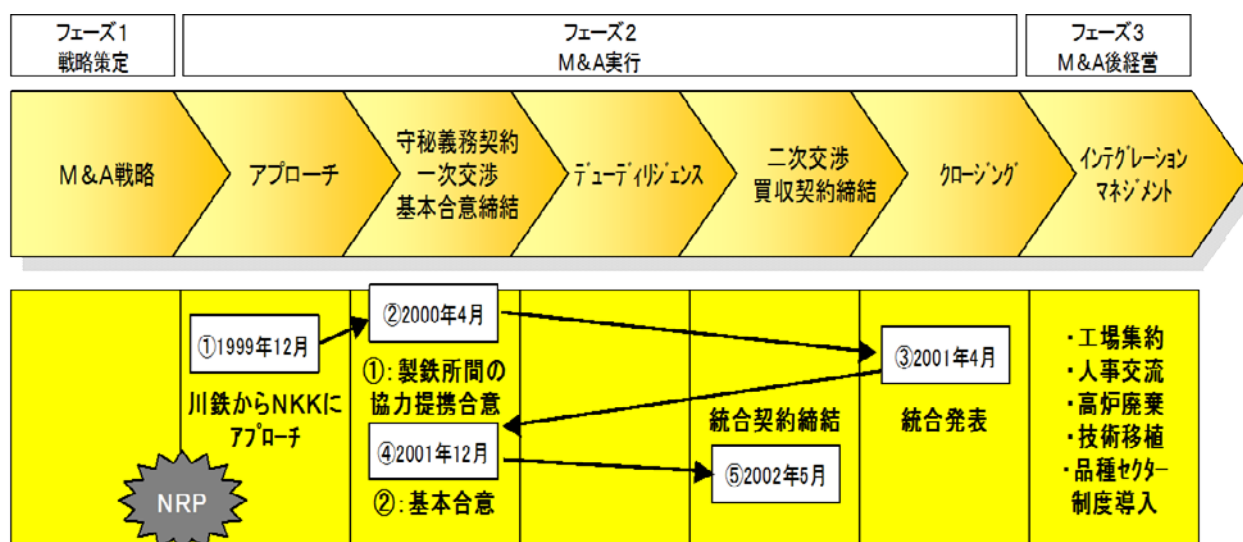
競争ルールの変更だが、これも規模の拡大によって得られる効果である。これは、川鉄と N K K が経営統合することにより、国内の鉄鋼業界を「2 グループ化」し、「値上げへ向けた過当競争回避」という 2 つの“秩序”を生む戦略である。背景には、世界最低と言われた鋼材価格を是正しなければ、経営が立ち行かなくなったという危機感があったと思われる。世界の鉄鉱石業界はすでに三大グループに集約され、ユーザーも自動車はじめ世界を舞台に再編が一気に進んでいる。時流に取り残されていた鉄鋼業界は、J F E の誕生を機にようやく価格交渉力が高まりつつある。競争ルールの変更として、もうひとつ大きな狙いがある。それは J F E が出遅れた国際提携を今後挽回するために、国際市場におけるプレゼンスを高める狙いである。今後、中国や東南アジアといった成長市場が競争の舞台となることを考えると、国際的な地位をなるべく高めておくことは国際戦略上極めて重要であるといえる。

4.2 統合の目的と戦略の評価

国際提携の出遅れを考えると、そもそも統合に乗り出すのが遅れた事実是否めないが、それを置いておけば、鉄鋼事業に関する統合の目的はほぼ達成されており、川鉄とNKKの統合の戦略は評価できると考える。まず、川鉄とNKKそれぞれが目的として持っていた「双方の良い部分を吸収する」については、統合の基本理念を「より優秀な業務プロセス、制度、技術を新会社に採用する」と掲げ、言葉だけでなく、しっかりと実現できている。一般的に経営統合が陥りやすい問題として、双方のプライドが邪魔をして、なかなか統合効果を発揮できないケースがあるが、川鉄とNKKは目的達成を優先し、(全てではないが)プライドを廃して双方の良い部分、例えば川鉄の品種セクター制度やNKKの厚板の高精度冷却装置等を即座に新会社に導入を図っている。規模の経済性については、既に述べたが、世界上位クラスの規模に拡大したことで、生産設備の廃棄・集約による効率化、東西の各1拠点制、また売上原価の圧縮など統合効果を発揮しつつある点については評価できる。ただ、子会社の統合(川鉄商事とNKKトレーディングなど)については、一部双方のプライドやエゴにより、統合が進んでいない部分もあり、評価できない。

競争ルールの変更については、国内の鉄鋼業界を「2グループ化」し、「値上げへ向けた過当競争回避」という2つの“秩序”を生む戦略は少しずつ成果をあげている。懸案の国内の大口需要か向けも家電分野などは値上げで決着しているし、自動車用鋼板の値上げ交渉も進んでいる。まだまだ鉄鋼業界の要望通りには値上げされていない部分があるが、徐々に競争ルールは変わりつつあるので、これも川鉄とNKKの統合戦略の評価できる点といえる。

4.3 統合前・後のインテグレーション・プロセス



統合前後のインテグレーション・プロセスの考察と評価をしてみる。上にM&Aの一般的なプロセスとJFEへの統合プロセスを示した。フェーズ1から3に分けて考察と評価をしていく。

フェーズ1：戦略策定

経営統合の一番最初の作業にあたる段階だが、JFEの場合、ケースや様々な資料を見る限りでは、このフェーズ1が見当たらない。次のパートで説明するフェーズ2の「アプローチ」からスタートしているように見える。情報不足で確かなことは言いえないが、あまり明確な戦略を策定せずにアプローチに踏み切った感がある。スピードという面では評価できるが、やや慎重さ正確さに欠ける点が見受けられる。

フェーズ2：M&A実行

最初のアプローチは、川鉄の江本社長からNKKの下垣内社長への「会いたい」という電話であった。得られた資料からは、このアプローチがJFE誕生のスタートとなっている。フェーズ1の戦略策定があまりできていないと述べたのは、最初、川鉄サイドは鉄鋼事業のみの統合を持ちかけたのに対し、NKKの全面統合という逆提案を受け、それに応じている経緯からも感じられる。ただ、アプローチ以降の統合を決意する意思決定は非常にスピーディで評価できる。その後は2000年4月に東西の4製鉄所間の物流、購買分野などの強力検討を発表し、2001年4月に統合発表、2001年に基本合意、2002年5月に統合契約締結という流れである。この間、M&Aプロセスにおいて極めて重要なデューデリジェンスがどれだけ行われたかはケースにも様々な資料にも記載はないが、当然できているであろう。川鉄サイドからのアプローチがあって統合契約締結にいたるまで相当の時間を割いている。これは、統合に際してNKKの子会社であるナショナル・スチールの問題があったためである。赤字が続くナショナルに対し、株式市場は統合会社設立に向けた最大の不安要素ととらえていたからである。結局、ナショナルの売却でこの問題は解決した。一方、NKKはNKKで、川鉄の持分法対象会社である川鉄商事の財務体質の脆弱さを指摘し、統合比率で攻めた。このような統合比率の駆け引きが統合契約締結を遅らせたのは事実であり、冷静に考えると評価できないということになる。しかし、現実の経営統合を考えた場合、社風の全く違う同業の2社が、すんなり統合してしまう方が不自然であり、双方のエゴが出るのは仕方ないと思う。

このフェーズ2においてもうひとつ気になるのが、統合発表のタイミングである。両社の意思は決まっていたのであろうが、統合契約締結より1年も早い発表である。本来ならば、統合発表はステークホルダーに対するM&Aの意義を説明する大切なセレモニーであり、統合契約が結ばれていない不確定なタイミングで実行するのはいただけない。もし経営統合が白紙に戻ったら、ステークホルダーの信頼は失墜してしまう恐れがあるからである。以上より、フェーズ2については、致し方ないと思える部分もあるが、プロセスとしては若干うまくない部分が見受けられる。しかし、JFEのプロセスで最も評価できるのは次のフェーズ3である。つまり統合契約が締結された以降のアクションが素晴らしかったと思えるからである。

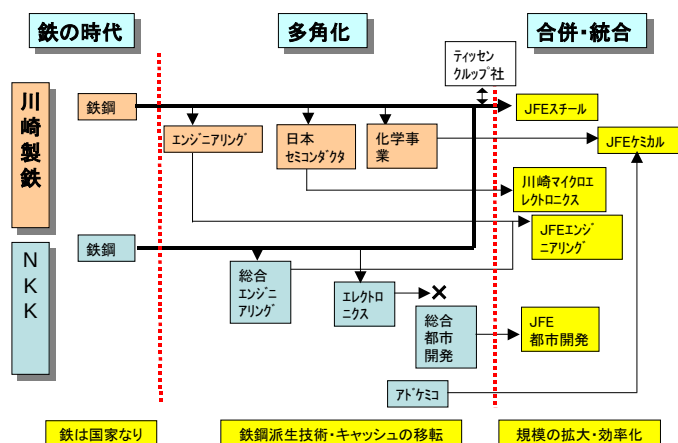
フェーズ3：M&A後経営

統合契約締結後のJFEのインテグレーションマネジメントは大いに評価できると考える。統合の基本理念に「より優秀な業務プロセス、制度、技術を新会社に採用する」を掲げ、実際にそれを実行していったからである。ここでは双方が、良い意味でプライドを棄てて新会社の利益を優先させたと思われる。基本理念の具体的な実行例はいくつかあるが、まず大きなところで生産設備の集約がある。西日本にある福山と水島、東日本にある景品と千葉をそれぞれ西日本製鉄所と東日本製鉄所として一本化したのである。これは効率化という目的の他に、早く両社の人材を融合させる狙いがあった。実際に幹部クラスの間は福山から水島へ移すなど両社の出身者を混在させる人事交流を行っている。こうすることで、技術の共有化も早く進むのである。また統合の基本理念に従って、プライドを廃して双方の良い部分、例えば川鉄の品種セクター制度やNKKの厚板の高精度冷却装置等を即座に新会社に導入を図っている点も大いに評価できる。以上のようなフェーズ3の努力は、フェーズ2までの悪い部分を帳消するほどの価値があったと私は評価する。江本、下垣内の両氏の統治力によるところが大きかったかも知れない。

5 企業成長戦略

5.1 事業展開シナリオ

右図に川鉄とNKKの創業からJFE誕生までの事業展開シナリオを示す。この経緯を見れば、両社とも事業展開シナリオは、まず期間事業である鉄鋼事業を軌道に乗せ、そこで得た戦略資産やキャッシュを移転させる形で



で多角化を図ってきたことが見て取れる。両社とも1970年代から1980年代にかけて主力の鉄鋼事業をベースに、エンジニアリング事業やエレクトロニクス事業などに多角化を図った。新日鉄も同様の多角化を図っていることから、恐らく鉄鋼事業をベースに多角化しやすい事業が決まっていたと思われる。しかし、これら鉄鋼メーカーの多角化戦略に若干の疑問がある。それは多角化戦略の3つの成功条件を満たしていない事業があるように思われるからである。多角化戦略の成功条件は、①関連事業に絞る、②市場成長性、③シナジー効果が大きい3つである。鉄鋼メーカーが多角化を推し進めた高度成長期においては、モノをつくれれば売れる時代であったため、②の市場成長性は満たしていたかも知れない。ただ、現代においては事業環境も変化しており、当時とはそれぞれの事業における事業成長性は異なっている。また、関連事業、シナジー効果という部分でも疑問が残る事業が多い。

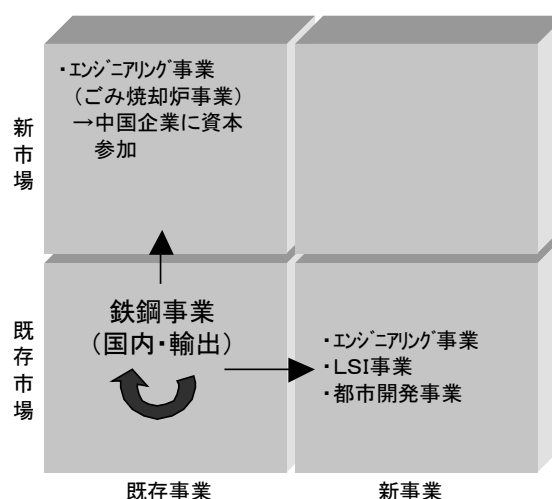
現代の市場成長性を考慮して、それぞれの事業について基幹事業である鉄鋼事業からの多角化が3つの成功条件にどれくらい当てはまるかを考えてみた。(次項のマトリックス参照)

《鉄鋼事業からの多角化の成功可能性》

	事業関連性	市場成長性	シナジー効果
エンジニアリング	○	△	○
エレクトロニクス	×	○	×
化学事業	×	△	×
都市開発	×	×	×

このようにして見ると、鉄鋼事業から多角化した場合、3つの成功条件が当てはまらないものが多い。エレクトロニクスについては、現在デジタル家電の好況によって、収益をあげてはいるが、市場成長性を除くと多角化をしている理由が不明瞭である。同様に化学事業、都市開発事業についても鉄鋼事業との関連性及びシナジー効果が想像しにくい。唯一、鉄鋼事業からのノウハウを活用できるのはエンジニアリング事業くらいに思う。

右に現在のJFEの企業成長マトリックスを示してみた。国内外における鉄鋼事業を柱として、国内においてエンジニアリング事業、LSI事業、都市開発事業に多角化しているイメージである。また最近、中国企業にエンジニアリング事業として資本参加している。上の表で分析した鉄鋼事業からの多角化での成功可能性を考えると、国内外のエンジニアリング事業くらいしか成長戦略に乗ってこないと考える。多角化したそれぞれの事業の環境が設立当



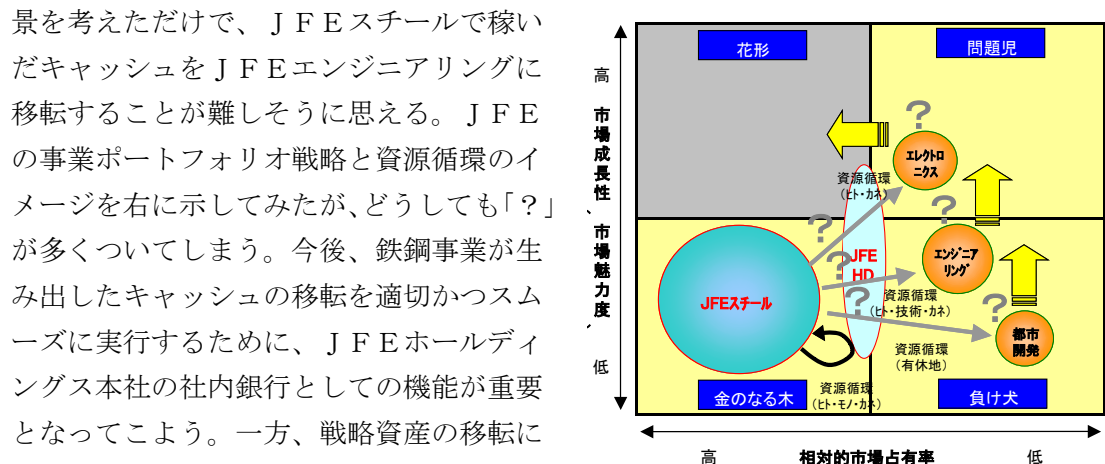
時とは相当変化していることと、そもそも鉄鋼事業からの多角化に向いていないという観点から、JFEへの経営統合を機会に、各事業セグメントの事業戦略と成長戦略を再検討する必要がある。川鉄は統合前に過去に多角化した樹脂コンパウンド事業を売却している。同じようにNKKはエレクトロニクス事業を東芝へ事業譲渡、IBMの子会社化という形で切り離し、また造船事業と製鉄プラント事業についても分離した過去がある。売却しなければならないタイミングまで引っ張るのではなく、上記の多角化の成功条件や現在の外部環境などと照らし合わせて、事業の継続・撤退についての的確でスピードのある意思決定が求められる。

5.2 資源循環

川鉄、NKK、そして統合後のJFEのいずれも鉄鋼事業が「金のなる木」としてキャッシュを稼ぎ、他の事業へ移転させている。先に述べたが、現在JFEのフリーキャッシュフローの内、約97%を鉄鋼事業が占めている現状がある。つまり、キャッシュの循環は鉄鋼事業→他の事業という一方通行の流れである。本来なら「金のなる木」から次世代の「スター」「金のなる木」を育成したいところだが、先に述べたようにエンジニアリング事業以

外は本当にキャッシュの一方通行で終わってしまうような感がある。また、これも先に述べたが戦略資産の循環という点でも鉄鋼事業からエンジニアリング事業には、鉄づくりの歴史ではぐくんできた技術・ノウハウを移転できているが、L S I 事業と都市開発事業にはほとんど何も移転できていないと考える。今後の持続的成長を考えるならば、より資源を循環しやすい関連性のある事業への多角化・投資を検討すべきである。また、将来性のある次世代の「金のなる木」を育て、新たな資源循環の流れを創出しなければ、鉄鋼事業の衰退と共に J F E は終わってしまうのではないだろうか。

J F E における資源循環については、他の企業以上に難しさがあると考えられる。それは、社風と強みの異なる 2 社が経営統合し、それぞれのエゴやプライドがあるためスムーズかつ適切な資源循環の意思決定が妨げられる恐れがあるからである。J F E において鉄鋼事業である J F E スチールは旧川鉄が主体となって、そしてエンジニアリング事業を手がける J F E エンジニアリングは旧 N K K が主体となって事業を展開している。こういった背景を考えただけで、J F E スチールで稼いだキャッシュを J F E エンジニアリングに移転することが難しそうに思える。J F E の事業ポートフォリオ戦略と資源循環のイメージを右に示してみたが、どうしても「？」が多くついてしまう。今後、鉄鋼事業が生み出したキャッシュの移転を適切かつスムーズに実行するために、J F E ホールディングス本社の社内銀行としての機能が重要となつてこよう。一方、戦略資産の移転についても同じような弊害が考えられるが、

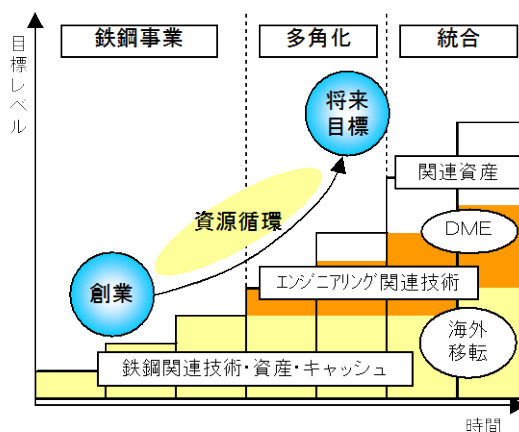


J F E 技研（株）という J F E 全体の横断的な研究開発部門を子会社として抱えているため、キャッシュの移転よりは十分ましと思われる。このような中立的な組織を設けることは J F E における資源循環を効果的に行う上で、ひとつの解決策になると考える。

5.3 戦略資産蓄積

N K K、川鉄時代から J F E 時代までの成長経路と戦略資産蓄積のイメージを右に示している。まず、鉄鋼事業として創業し、鉄鋼事業に関する技術、あるいは高炉などの資産を蓄積してきている。製鉄技術については、特に国内の自動車メーカーからの厳しいニーズに応える中で、世界で最高峰の技術力を蓄積することに成功している。

多角化時代において、鉄鋼事業で培われ

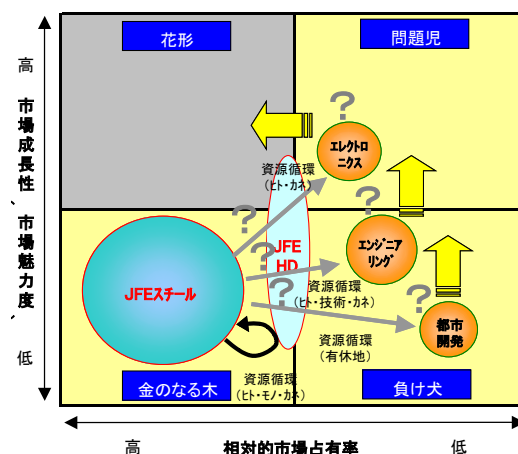


た技術や資産、ノウハウをエンジニアリング事業や化学事業等へ展開している。そしてエンジニアリング事業等に関する技術をまた蓄積するというサイクルである。エンジニアリング事業においては、現在、JFE技研が研究開発を行っている次世代エネルギーのDM Eの戦略資産としての期待が大きい。これが実用化されればJFEにとって大きな戦略資産となりうる。またJFEにおける戦略資産蓄積の歴史で興味深いのは、川鉄とNKKの合併により、2社の戦略資産を一気に1社として獲得したことである。そもそも戦略資産とは、企業が成長の過程の中で少しずつ蓄えて成長させていくものである。しかし、経営統合というプロセスを経ると一気に戦略資産が倍増するのである。特にJFEのように統合の基本理念に「双方の良い技術を新会社に」として、現実に行っている場合は、戦略資産の融合が一気に進むことになる。同じ鉄鋼メーカーではあるが、それぞれの強みが違って（川鉄は情報通信、半導体、NKKはエンジニアリング、都市開発に強みを持つ）おり、相互補完する形で戦略資産を急激に増加させたことになる。

5.4 企業価値の持続的創造

現時点でのJFEの企業価値の持続的創造はうまく回っていないと思われる。それは既に述べてきたが、ひとつは関連性が低く、シナジー効果が期待できない事業へ多角化していること、もうひとつは鉄鋼事業に続く第2の柱がないことである。（右図参照）当面は鉄鋼事業の国際市場をにらんだ成長戦略によって、企業としての成長は可能であろう。また、短期・中期的な戦略としては、やはり鉄鋼事業

の海外展開が有力である。しかし、長期的な視点にたった場合、鉄鋼事業に続く第2の柱、しかもその事業は鉄鋼事業とある程度関連性があり、市場の成長が見込め、シナジー効果を生む事業でなければならない。冒頭の財務分析の課題として触れたが、短期的な戦略として資産圧縮と収益力強化を実施し、そこで得られたキャッシュを鉄鋼事業の海外進出や高付加価値製品開発のために振り向け（鉄鋼事業の成長投資）、鉄鋼事業でさらに拡大したキャッシュインフローを長期的な戦略として新規事業立ち上げの原資として循環させる。こういった成長戦略を詳細に考えていく必要がある。株式市場がJFEに求めているもの、FCF企業価値とのギャップは、まさにそのような明確な成長戦略にあると考える。



6 今後の経営についての課題や問題点

6.1 問題点と課題

《 J F E の経営についての問題点 》

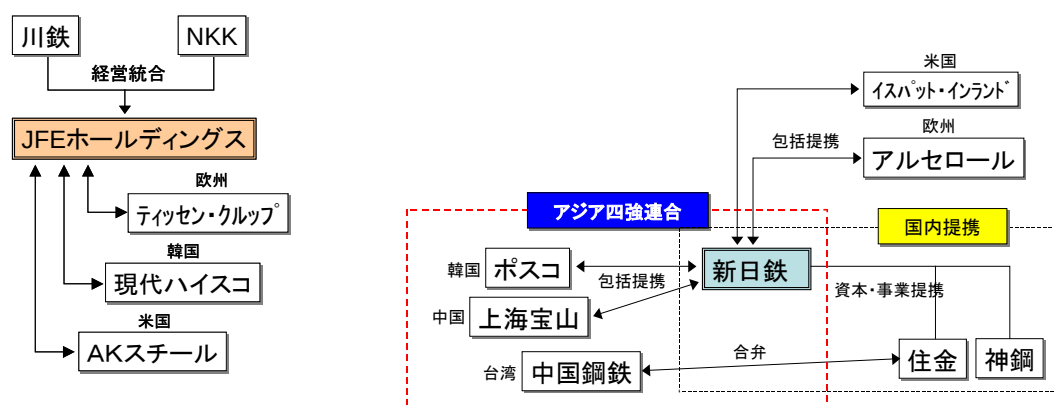
短期・中期

- ◆ 財務体質の脆弱さ＝1兆8千億円を超える有利子負債残高
- ◆ 鉄鋼事業の国際提携における出遅れ、及び国際戦略の不透明さ

長期

- ◆ 長期的な成長戦略の不透明さ＝鉄鋼事業に続く第2の事業、もしくは製品

財務体質の悪さと鉄鋼事業に続く第2の事業についての問題点は既に説明したので、割愛する。ここでは、鉄鋼事業における国際提携の状況を少し考察してみることにする。欧州の鉄鋼メーカーは地理的に中国・東南アジアへの輸出・展開は不利で、中国や韓国の大手鉄鋼メーカーは技術的に日本企業に劣っていることを考えると、J F E にとっての最大のライバルは新日鉄ということになる。既に J F E が国際提携に出遅れていることについては触れてきたが、具体的に新日鉄と J F E の現在の国際提携状況についてまとめてみる。下が新日鉄と J F E の国際提携を図式化したものである。



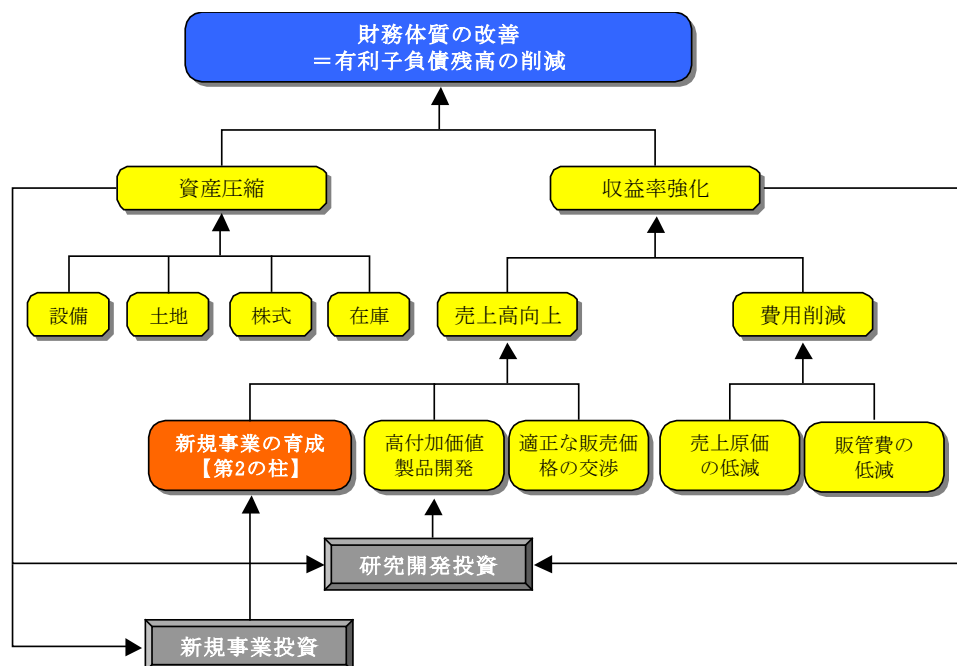
上の図を見るとその提携の広がりだけでも新日鉄が J F E をリードしていることが分かる。更に問題は、新日鉄の提携先の方が J F E の提携先より、圧倒的に世界ランクが上ということである。2002 年の実績だが、新日鉄が提携しているアルセロールは世界 1 位、ポスコは 3 位、イスパット・インランドが 4 位、上海宝山が 5 位、住金が 13 位、中国製鉄が 16 位という状況に対し、J F E はティッセン・クルップが世界 6 位、AKスチール、現代ハイスコは 20 位より下である。また AK スチールには 5% の出資をしているだけで、さほどつながりが強くない。提携先の規模からも J F E の国際提携が新日鉄に相当遅れをとっていることが分かる。この状況においていかに中国市場へ進出し、新日鉄のアジア四強連合に対抗していくかが、J F E にとっての大きな課題である。

6.2 具体的なアクション・プランの提案

《短期・中期》

① 務体質改善＝有利子負債削減

財務体質の改善についてだが、短期的には引き続き設備、土地、株式、在庫といったあらゆる資産の圧縮を進めることと、規模の拡大によって得られた交渉力で適正販売価格の実現、そして仕入れ原価の抑制、更なる人員や物流体制等の販売費及び一般管理費効の削減による収益率向上の努力が必要である。また、こうした短期的な財務体質改善努力によって得られた成果を、中期的な競争力強化のために高付加価値製品の研究開発投資に振り向ける。この研究開発投資は、中国・東南アジア市場において新日鉄グループに対抗する上で、高付加価値製品による差別化戦略を推進するために極めて重要である。また、高付加価値商品は鋼材の平均単価を高めてくれるため、今後、量で稼げなくなることを考えた場合も、その重要性はますます高いといえる。また、効果的な研究開発の手法として、買い手企業の商品開発から入り込む方法がある。顧客ニーズを商品開発段階から把握し、自社の技術開発を進めることにより、顧客に採用してもらいやすい製品を開発できるからである。鉄鋼メーカーのように買い手が大手の法人ばかりであれば、このような顧客適応戦略もひとつの戦略として成り立つ。



②明確な国際戦略の策定・実行

案A上工程を持たない海外メーカー（ASEAN諸国）に半製品を輸出する垂直分業体制
これは、東南アジアなどの高炉を持たないが、成長している市場に対して考えられるアクション・プランである。高炉の建設は資金的にも時間的にも容易ではないため、この垂直分業体制は実現しやすい。しかし、問題点もいくつかある。ひとつは半製品は高付加価値製品と異なり、単価が安い。あまり半製品の輸出に頼って設備の稼働率を上げたとしても、

逆に採算性が悪くなる。もうひとつの問題は、鉄鋼貿易自体が保護主義色を強めており、輸出拡大に限界があることだ。鋼材全体の平均単価をウォッチしながら、また輸入国の顔色を見ながら進める戦略である。

案B 中国での製品加工拠点の設立

やはり、これからのマーケットとして中国ははずせないと考える。しかし、半製品の輸出ばかりでは案Aのような問題点がある。中国に現地の労働力を生かして最終製品まで加工する拠点を設立することで、半製品の輸出以降のビジネスチャンスが広がる。JFEの技術力と今後中国市場において本格的な自動車生産が始まれば、この製品加工拠点はより重要性を増す。自動車生産向上と地理的に近い方が当然有利であるため、例えば自動車メーカーと連携しながら拠点の場所を検討することもひとつの手である。また、JFE単独ではなく、現地でJFEの技術が必要とする企業との合弁という選択肢もある。中国の広さを考えると有望な立地に新日鉄に先行して拠点を構えることが肝要である。

案C 米国市場の対応

北米は、やはり自動車メーカーの工場が集中している重要な市場である。北米自由貿易協定という機会も存在している。JFEはAKスチールの他にもカナダの鉄鋼メーカーと提携しているので、そこを生産拠点として米国市場に製品を供給することが可能である。

《長期》

長期のアクション・プランとしては、上記の短期・中期のアクション・プランで得たキャッシュを鉄鋼事業に次ぐ第2の事業育成のために投資することを提案する。現在もJFE技研で推進しているDME等は、今すぐに商品化し、キャッシュを稼げるものではないが、将来の「スター」「金のなる木」としてのポテンシャルは秘めている。こういった将来性を感じられる、次世代エネルギー、環境保全につながるような研究開発はJFEの鉄鋼事業とエンジニアリング事業における戦略資産を移転しやすいので、是非検討すべきである。高炉は熱を大量に発生するので、例えばその排熱を有効利用したエネルギー再利用などはひとつであるし、単独で難しければ環境への意識の高い電力会社やガス会社と次世代エネルギービジネスや環境ビジネスでアライアンスを組むことも可能かもしれない。いずれにしても、鉄鋼事業も永久に成長しつづけることはありえないので、中国市場や東南アジア市場の鉄鋼市場が成熟期を迎えるまでに、短期・中期のアクション・プランと並行して、新規事業の模索をするべきである。

以上

付属資料 2：企業戦略分析

(出所：岩下 広信 「経営戦略応用研究 期末レポート コニカミノルタホールディングス」 2010年10月10日)

コニカミノルタホールディングス株式会社 (2010)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

1.1.1 会社概要

会社名	コニカミノルタホールディングス株式会社
本社所在地	東京都千代田区丸の内 1-6-1 丸の内センタービルディング
代表者	代表執行役社長 松崎正年
設立	1936 年(昭和 11 年)12 月 22 日
資本金	37,519 百万円
決算期	3 月 31 日
従業員数	連結従業員数 約 36,000 名(2010 年 3 月末現在)
事業内容	持株会社(グループ経営戦略の策定・推進、グループ経営の監査、その他グループ経営管理)
経営体制	「委員会設置会社」のガバナンス体制を採用

コニカミノルタグループは、持株会社であるコニカミノルタホールディングス株式会社のもと、事業会社と共通機能会社によって構成された企業グループである。事業会社はそれぞれの事業に直結した業務執行に必要な権限と責任を持ち、事業執行・経営を行っている。また共通機能会社は、グループ内の基礎研究や間接業務を横断的に集約して効率化と機能強化を図っている。

1.1.2 主要グループ会社

(1) コニカミノルタビジネステクノロジーズ株式会社

発足 2003 年(平成 15 年)10 月 1 日

資本金 500 百万円

連結従業員数約 27,000 名 (2010 年 4 月現在)

主な事業内容 ・事務用機械器具の製造及び販売

・関連するデバイス、部品、材料等の製造及び販売

・関連するソフトウェアの開発及び販売並びに情報処理・提供サービス業

(2) コニカミノルタオプト株式会社

発足 2003 年(平成 15 年)10 月 1 日

資本金 500 百万円

連結従業員数 約 5,200 名 (2010 年 4 月 1 日現在)

主な事業内容 ・ レンズ、光学機械器具等の精密機械器具の製造及び販売

・ 関連するデバイス、部品、材料等の製造及び販売

・ 関連するソフトウェアの開発及び販売並びに情報処理・提供サービス業

(3) コニカミノルタエムジー株式会社

発足 2003 年(平成 15 年)10 月 1 日

資本金 500 百万円

連結従業員数 約 2,900 名 (2008 年 3 月 31 日現在)

主な事業内容 ・ 医療用感光材料並びに医療用機械器具及び材料の製造及び販売

・ 医薬品及び医薬部外品の製造及び販売

・ 関連するソフトウェアの開発及び販売並びに情報処理・提供サービス業

・ 医療用薬品の製造及び販売

(4) 会社名 コニカミノルタセンシング株式会社

発足 2003 年(平成 15 年)10 月 1 日

資本金 495 百万円

連結従業員数 364 名 (2010 年 3 月末現在)

主な事業内容 ・ 産業用・医用計測機器等の製造・販売

(5) コニカミノルタテクノロジーセンター株式会社

発足 2003 年(平成 15 年)10 月 1 日

資本金 50 百万円

連結従業員数 約 800 名

主な事業内容 ・ グループ内の研究・技術開発、商品デザインの受託、知的財産の管理運営などのサービス提供。

(6) コニカミノルタビジネスエキスパート株式会社

発足 2003 年(平成 15 年)10 月 1 日

資本金 495 百万円

連結従業員数 1162 名 (2009 年 3 月末日現在)

主な事業内容 ・ グループ内へのエンジニアリング、ロジスティックス、環境・安全、その他各種シェアードサービスの提供。

1.1.3 沿革

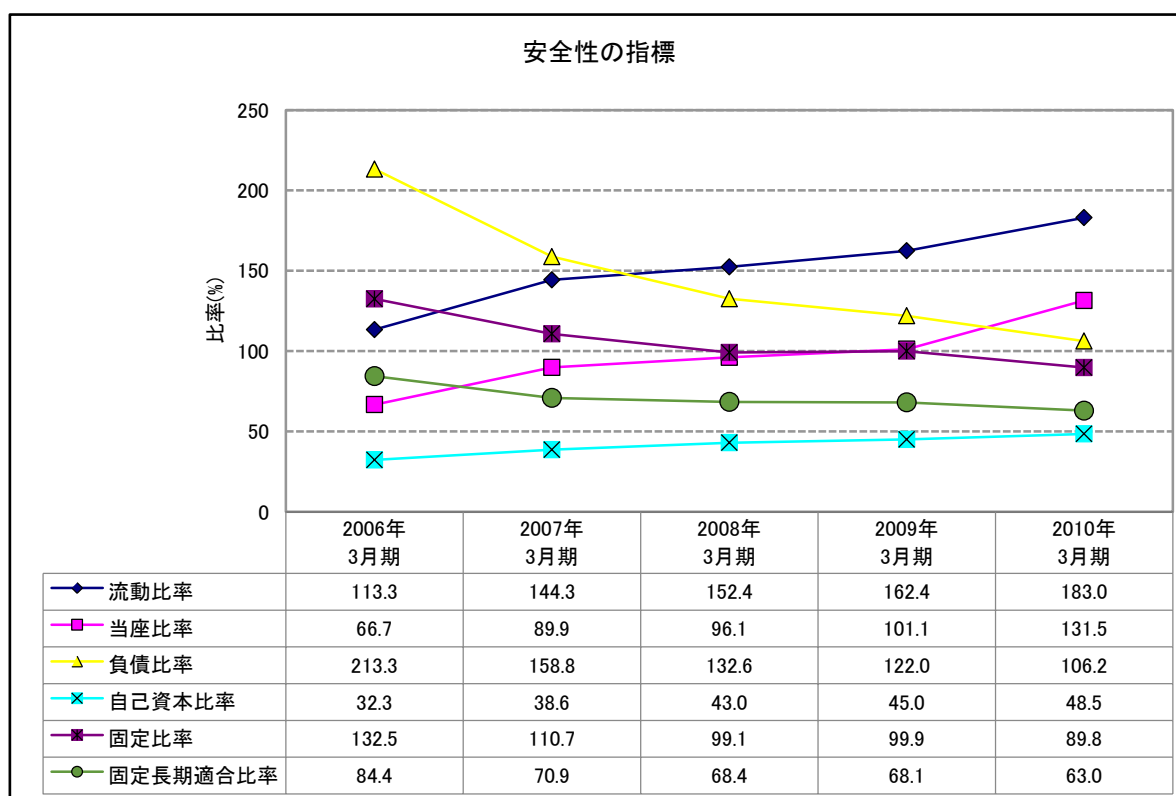
1873 年 杉浦六三郎、「小西屋六兵衛店」で写真および石版材料の
取り扱い開始。(後のコニカ株式会社の創業)

- 1902 年 東京淀橋に六櫻社を建設し、乾板、印画紙の製造販売を開始。(コニカ)
- 1903 年 国産初のブランド付カメラ「チェリー手提用暗函」発売。(コニカ)
- 1928 年 田嶋一雄、「日独写真機商店」(後のミノルタ株式会社)を創業。
- 1929 年 フィルムの製造販売を開始(コニカ)
- 1937 年 東京日野に感光材料の工場を建設(コニカ 東京事業場―日野)
堺工場(ミノルタ堺事業所)においてレンズ生産開始
- 1940 年 国産初のカラーフィルム「さくら天然色フィルム」発表。(コニカ)
- 1944 年 昭和写真工業株式会社を合併、小田原事業場とする。(コニカ)
伊丹工場にて光学硝子の溶融を開始(ミノルタ)
- 1949 年 東京証券取引所に上場。(コニカ)
- 1956 年 米国・フィラデルフィア市に初の米国拠点を設立。(コニカ)
- 1958 年 プラネタリウム一号機完成。(ミノルタ)
- 1960 年 複写機一号機「コピーマスター」完成。(ミノルタ)
- 1962 年 ドイツ・ハンブルグ市に初の欧州拠点を設立。(ミノルタ)
- 1963 年 東京八王子に工場を建設(東京事業場―八王子)、淀橋の工場を移す。(コニカ)
- 1975 年 世界初の連動ストロボ内蔵 35mm カメラ「C35EF(ピッカリコニカ)」発売。
- 1977 年 世界初の自動焦点カメラ「C35AF(ジャスピンコニカ)」発売。
- 1984 年 コンパクトディスク用超高精度非球面プラスチックレンズを開発。(コニカ)
- 1985 年 本格的なオートフォーカス機能を備えた一眼レフカメラ「α-7000」発売。(ミノルタ)
- 1989 年 医用画像出力システム「レーザーイメージャーLi-10」発売。(コニカ)
- 1990 年 モノクロレーザープリンター「SP101」発売。(ミノルタ)
デジタルフルカラー複写機「CF70」発売。(ミノルタ)
- 2000 年 液晶偏光板用 TAC フィルム事業の本格展開開始。(コニカ)
「重合法トナー」の製造・販売を行う合併会社、
「株式会社コニカミノルタサプライズ」発足。
- 2003 年 コニカ株式会社とミノルタ株式会社が経営統合。
- 2004 年 中国・無錫に複合機・プリンターの生産会社を設立。
- 2006 年 カメラ事業を終了。
- 2007 年 フォト事業を終了。

1.2 業績分析

1.2.1 経営分析

(1) 安全性



企業の短期的な債務返済能力を示す指標。流動比率は流動資産÷流動負債で計算される。すなわち1年以内ないし通常の営業循環の中で返済すべき負債に対し1年以内ないし通常の営業循環の中で現金化して負債の返済に充当しうる資産の倍率を表す。債務返済能力の点からは、流動比率は高いほど望ましいが、古くは200%以上が一応の目安とされていた。これは流動資産の換金を急いだために、換金額が貸借対照表上額の半分になってしまったとしても、返済すべき流動負債と同額の資金が確保できることを念頭においたものである。現在では、売上債権や棚卸資産の管理技法が進歩してこれらの金額が抑制されているため、200%もの高い比率は要しない。それでも流動負債と同額以上の流動資産が保有されているという意味で、流動比率は100%を越えている必要がある。2008年度製造業平均は135%であった。コニカミノルタの流動比率は2006年3月期の113%が最低でその後年々上昇し、2010年3月期は183%であり、100%を十分超えて理想である200%に近く問題ない。流動資産のうちで特に早期に換金できる一連の資産、すなわち現金預金・受取手形・売掛金・有価証券の4項目をあわせて「当座資産」という。これら当座資産の合計金額を流動負債で割算した比率を当座比率と呼び、換金性の極めて高い資産を用いた短期の返済能力の指標として、流動比率の補助的指標となる。一般に、当座比率は100%以上が望ましいとされている。また80%以下は借金が多く

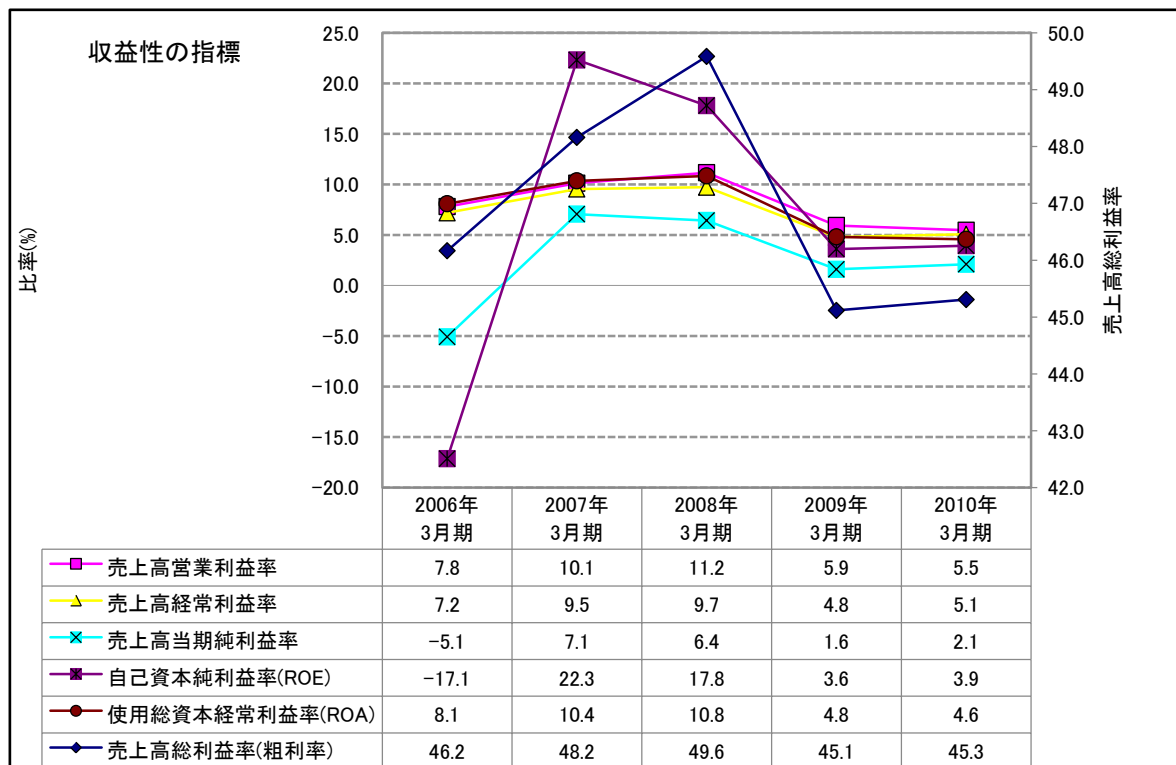
危険視するレベルといわれる。２００８年度製造業の平均は７７．４％であった。コニカミノルタの当座比率は２００６年の６６．７％を最低に、以降毎年上昇し２００９年３月期以降は、１００％を上回っており問題ない。

他人資本と自己資本の関係に基づき、長期的な観点から他人資本の安全性を評価するための指標である。これらの比率の背後には、自己資本と他人資本の合計によって調達された資産が返済に充当されるとき、他人資本の返済に優先順位が与えられていることから、自己資本の割合が大きいほど、他人資本の返済がいつそう保証されて、安全性が増すという考え方がある。従って、負債比率は低いほどよく、逆に自己資本比率が大きいほど安全性が高いことになる。これら比率を評価する場合、たとえ他人資本に相当する金額の資産を喪失したとしても、なおかつ他人資本と同額の資産が保持されるという意味で、負債比率については１００％以下、自己資本比率については５０％以上であることが良好と判断される目安になる。コニカミノルタの負債比率は２００６年３月期の２１３％を最大に年々低下し、２０１０年３月期は良好な数値である１００％以下に近い１０６％まで下がっている。また、自己資本比率は２００６年３月期の３２％を最低に年々上昇し２０１０年３月期は良好な数値である５０％以上に近い４８．５％にまで上昇している。従っていずれも良好な数字よりも若干下回っているが危険視するレベルではない。

長期的な観点から企業の財務構造を分析する場合に、固定的ないし長期的な源泉から調達されている資金と、その資金の投下先としての固定的な資産の関係がある。ここに、固定的・長期的な資金調達源泉とは、自己資本、少数株主分および固定負債をいう。自己資本とは返済期限のある他人資本と異なり、返済の必要のないいわば永久的な資金であり、また固定負債は決算日から１年をこえるまで返済期限が到達しない資金である。従って固定資産の形で長期的に拘束される資金額は、できれば自己資本の範囲内にあることが望ましい。少なくとも自己資本と少数株主分および固定負債の合計額より小さくなければならない。さもないと流動負債として短期に返済すべき資金が、固定資産に投下されることになり、資金繰りが不安定になるためである。これら固定資産と長期資金の関係を評価するには、固定比率および固定長期適合率を用いる。これらの指標は、固定資産の金額を長期資金で割算して算定し、その結果が小さいほど望ましいとして評価される。一般に、固定比率の評価は、１００％以内が目安とされる。しかし、高度経済成長時に銀行借入に依存して積極的な設備投資を行ってきた結果として、日本企業の固定比率は１００％を上回っている場合がすくなくともある。他方、少数株主分と固定比率を加えた固定長期適合率は８０％以下が目安といわれる。コニカミノルタの固定比率は２００６年３月期の１３２％を最大に年々低下し、２０１０年３月期は好ましい１００％以下の８９．８％に下がっている。また固定長期適合率も２０１０年３月期の８４．４％を最大に２０１０年３月期に６３％にまで低下している。なお、２００８年度の製造業の平均値は、固定比率が１１２％、固定長期適合率が８５％であった。従ってコニカミノルタの値は、製造業平均値や目安よりも良好であり安定性に問題はない。以上、コニカミノルタの貸借対照表に基づく安全性は、検討した６項目のうち、負債比率と自己資本比率がわずかに目安を下回っているが、問題となる状況ではない。また、格付け会社の評価 JCR:A(債務履行の確実性は

高い)、R&I : A(信用力は高く、部分的に優れた要素がある)によれば信用度は高い評価である。

(2) 収益性



すべての項目で、2008年9月に加速度的に広がったグローバルな金融危機と景気低迷による影響により2009年3月期に大きく低下した。一般的に、売上経常利益率の目標値は6%が妥当といわれる。その理由は、配当金等の支払い原資は当期利益が主な源泉であり、当期利益は経常利益から特別損失や法人税等が控除して求められるためである。コニカミノルタの売上高経常利益率は2009年3月以降、6%未満であり、収益性に若干問題がある。売上高当期純利益率は、2006年3月期から2007年3月期にかけ12ポイントも上昇した。この数値は、売上高営業利益率や売上高経常利益率の上昇2.3よりも大きい。この上昇の理由は、2006年3月期末にデジタル化の急速な進展で市場が縮小し収益が悪化していたカメラ事業をSONYに譲渡し、銀塩写真の事業が撤退終了したことから、損失が減り利益回復したためである。続いて、自己資本純利益率(ROE)は以下のように定義され、分解できる

$$ROE = \frac{\text{純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \textcircled{1} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \textcircled{2} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}} \textcircled{3}$$

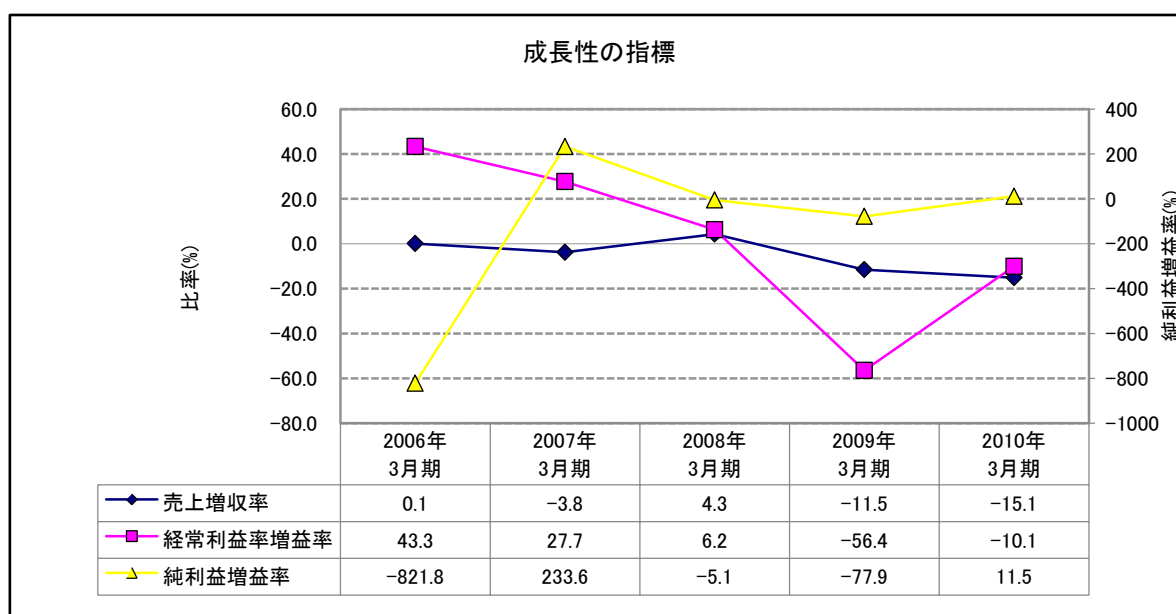
コニカミノルタのROEは、①項、すなわち売上高当期純利益率に連動して動いている。その要因は前述のとおりである。使用総資本経常利益率(ROA)は、総資本に対する経常

利益の比率を示す。この指標も 2009 年 3 月期に大きく低下した。ここで、ROE は次式のように分解可能である。

$$ROA = \frac{\text{経常利益}}{\text{総資本}} = \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \textcircled{1} \times \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}} \textcircled{2}$$

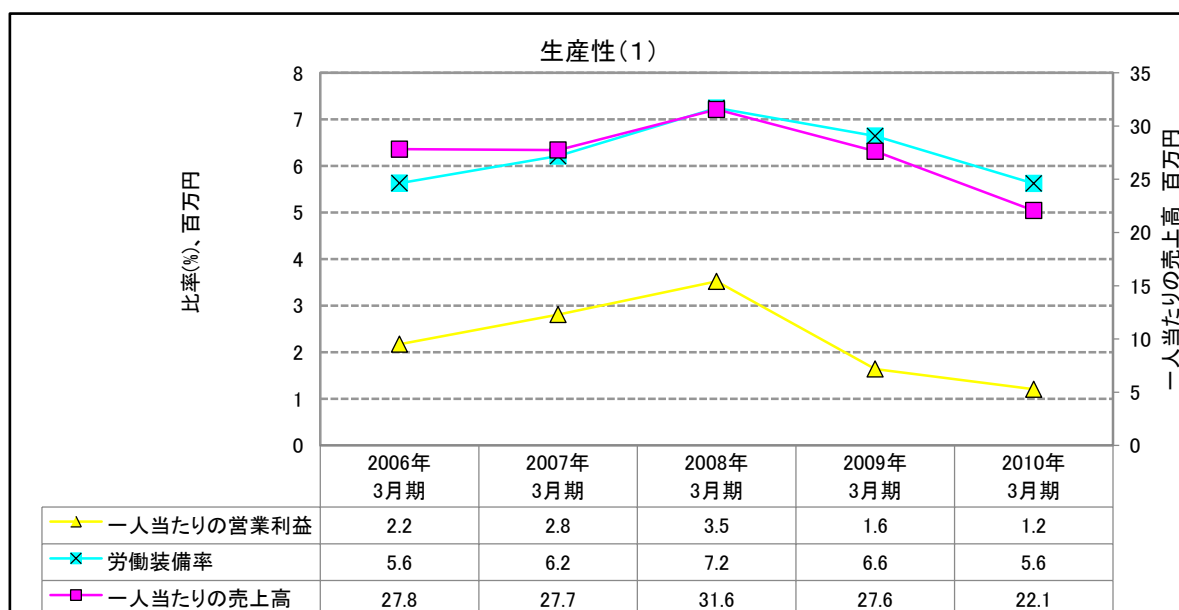
コニカミノルタの ROA は、①項、②項が共に低下したことに影響を受けている。ROA、ROE の平均値は 2008 年 3 月期製造業で、ROA=6.2% ROE=7.7% であった。従って、コニカミノルタのセブン&アイの ROA、ROE は 2008 年 3 月期は ROA=10.8. ROE=17.8 で業界平均を大きく上回っている。しかし 2009 年 3 月期以降は大きく低下したままであり今後の改善に注目する。

(3) 成長性

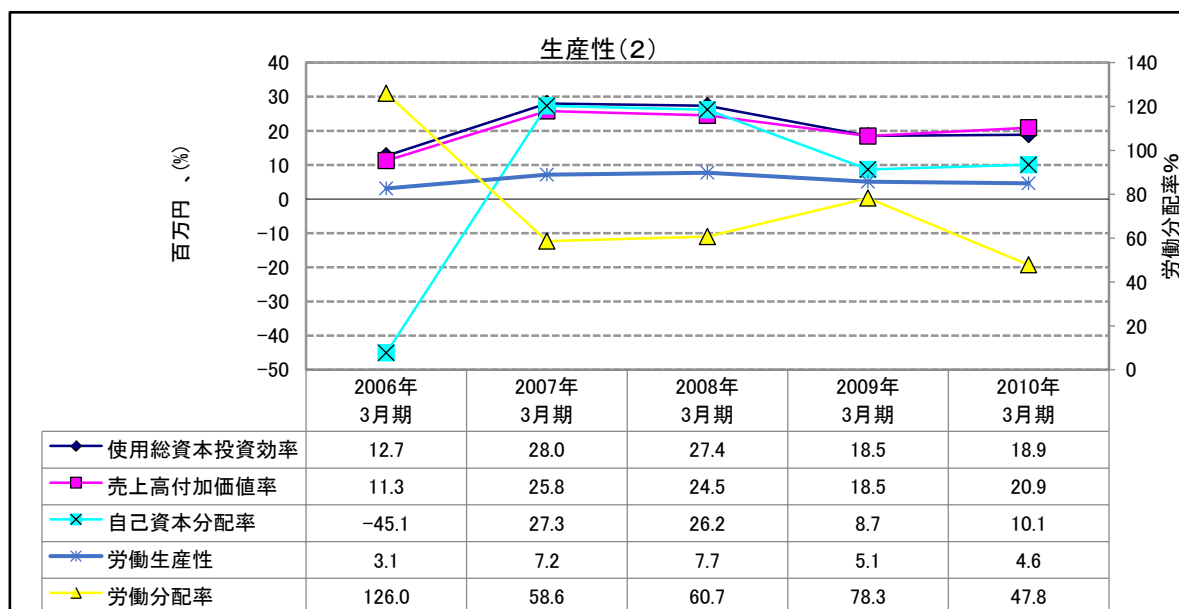


売上高増収率は、2009 年 3 月期以降連続して 10%以上減少した。これは 2008 年 9 月に始まった世界的な景気悪化の影響である。経常利益増収率は 2008 年 3 月期まではプラスであったが、2009 年 3 月期以降マイナスである。純利益増収率が 2007 年 3 月期に大きくプラスになったのは、2006 年 3 月期末にデジタル化の急速な進展で市場が縮小し収益が悪化していたカメラ事業を SONY に譲渡し、銀塩写真の事業の撤退終了により利益が回復したためである。

(4) 生産性



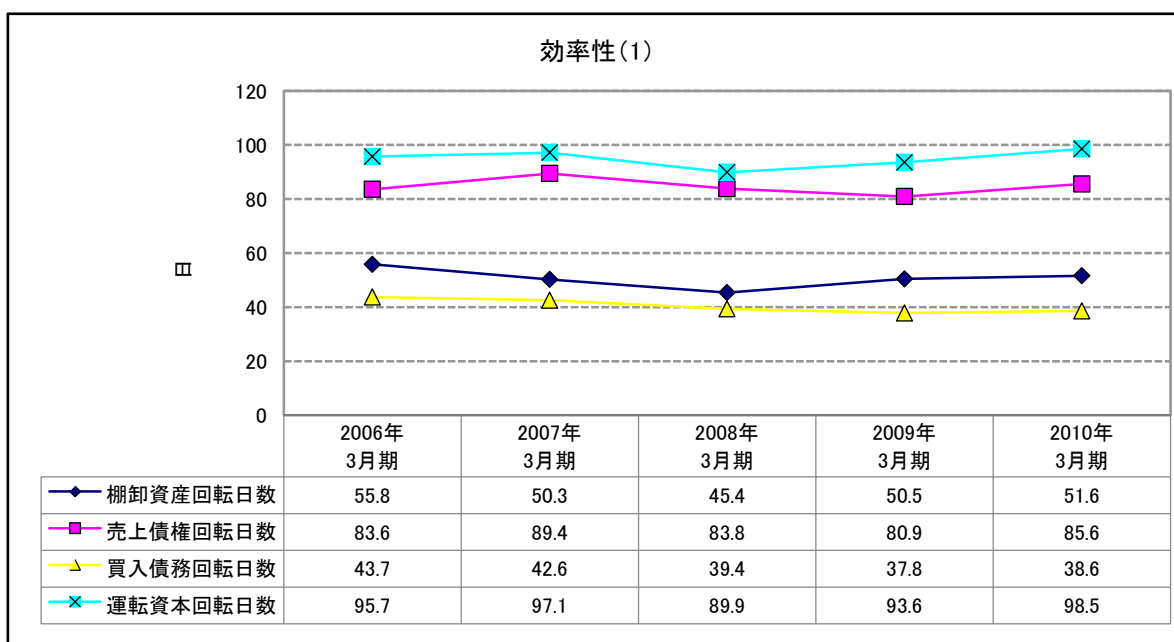
2006年から2008年にかけて全ての指標で順調に上昇した。特に、全ての指標で2008年3月期に最高値となり、景気悪化を受けて減少している。景気悪化の影響から生産性の改善を図ることが課題である。

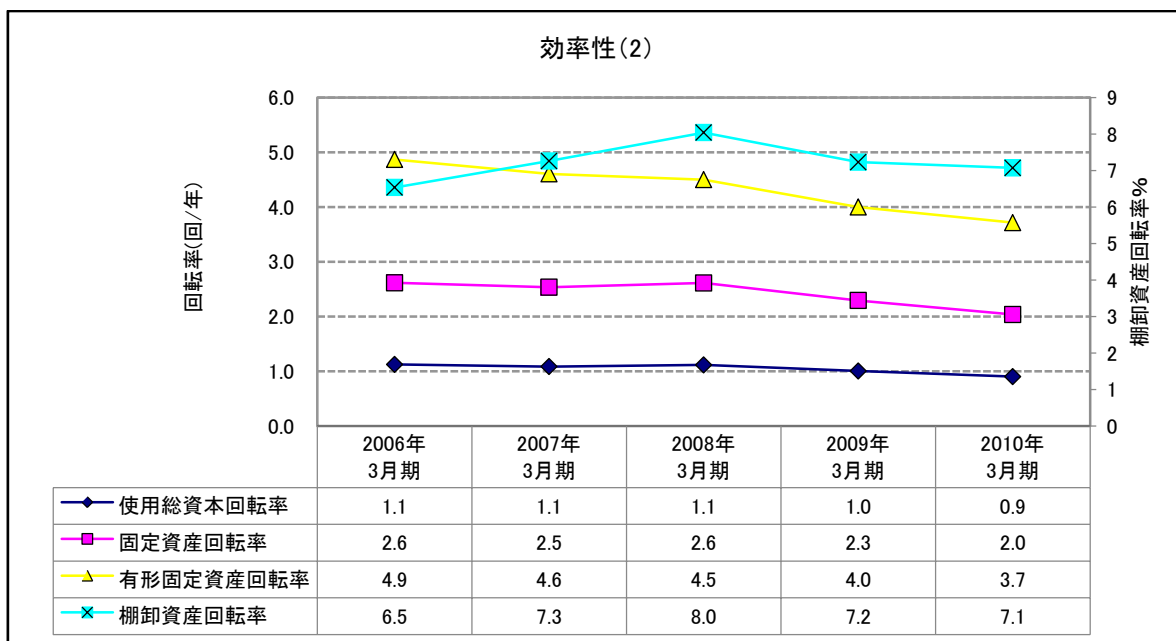


2007年3月期、赤字であったフォト事業からの撤退により、使用総資本投資効率、売上高付加価値率が大きく上昇した。しかし、2009年3月期に景気悪化の影響で10%も低下した。総資本投資効率は、資産が生み出す付加価値額を表し、資産効率を評価する総合的な指標であり、付加価値÷資産×100で計算される。売上高付加価値率は、会社

が生み出した付加価値の売上高に対する割合を示す指標であり、付加価値÷売上高×100で計算される。いずれも、フォト事業からの撤退で付加価値が上昇したことを示している。一方、労働分配率は大きく減少した。この労働分配率は人件費が付加価値に対して占める割合を示す指標である。50%を越えると人件費負担が大きいとされる。2006年3月期は126%にも達し人件費負担が異常に多かった。しかし不振のフォト事業からの撤退で分配率は向上し、2010年3月期には50%以下に下回った。自己資本分配率は、会社が生み出した付加価値のうち、どれだけ自己資本に分配されているかを示し、税引当期利益÷付加価値×100で計算する。2007年3月期に大きく改善している。このようにフォト事業から撤退で生産性は大きく改善したが、2008年9月に発生した世界的な不況の影響により生産性が低下している。今後、この生産性を回復することが課題である。

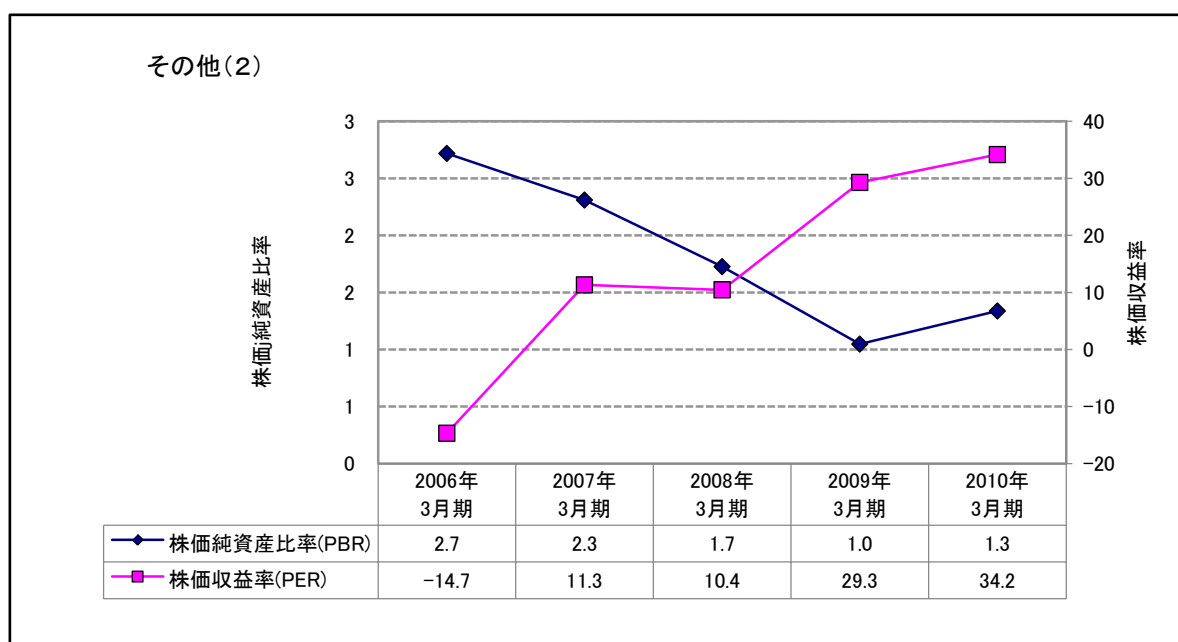
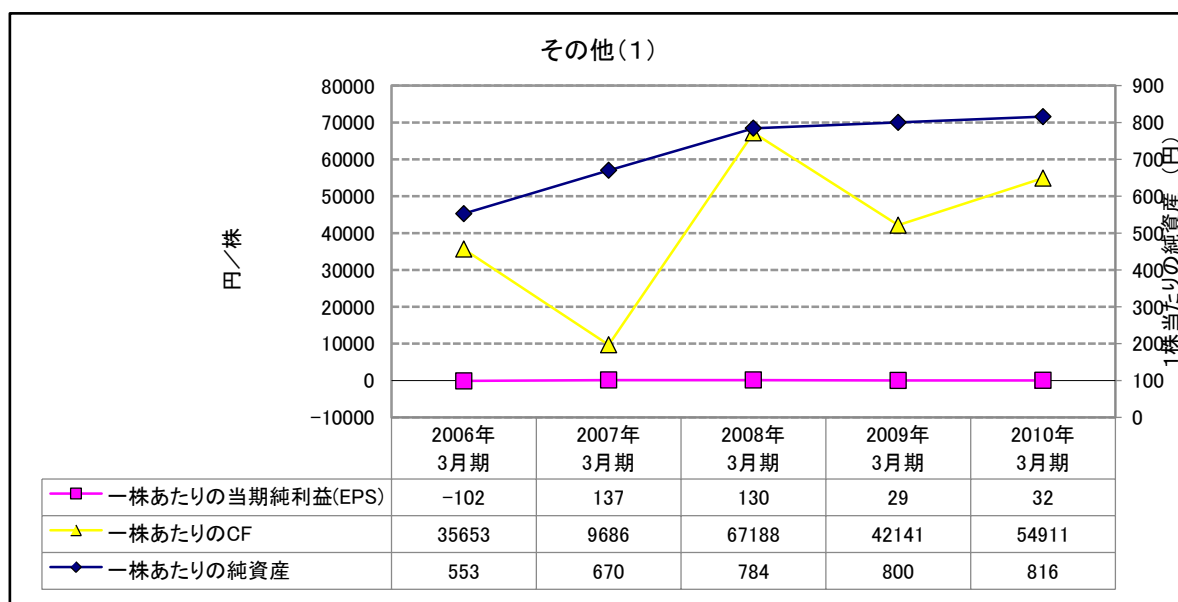
(5) 効率性





棚卸資産回転日数は、棚卸資産が効率的に稼働しているか否かを示す指標であり、具体的には棚卸資産が平均してどの位の期間をかけて販売に結びついているかを表し、少ないほど、効率性が高い会社であると言える。コニカミノルタは2007年3月期以降45.4～51.6日ではば、一定であるが、2009年3月期以降、毎年+1.1日微増傾向である。売上債権回転日数は、売上債権が現金化されるまでの日数でもあり、短いほど良いといえる。80.9～89.4日の範囲で推移。2008年度3月期の製造業平均の約87日とほぼ業界平均の値である。買入債務回転日数は、長ければ長いほど資金繰りへはプラスに働く。2006年2月期以降、毎年わずかに短くなっている。運転資本回転日数は、事業運営に必要な資金（運転資本）の出入りの効率性を表し、この数値(日数)が低いほど効率がよいことを示す。運転資本回転日数は89.9～98.5日間で推移している。使用総資本回転率は、資産の利用効率を示す指標である。08年／3月期の製造業平均は1.09であり、コニカミノルタもほぼ同じ値である。固定資産回転率と有形固定資産回転率は、資産を効率的に使って売上を達成したかを示す指標であり、高ければ高いほどよい。2009年3月期以降、低下気味である。棚卸資産回転率は、上述の棚卸資産回転日数を比率にしたものである。数値が大きいほど回転率が高く、在庫が短いと言える。2009年3月期以降、連続して低下傾向である。

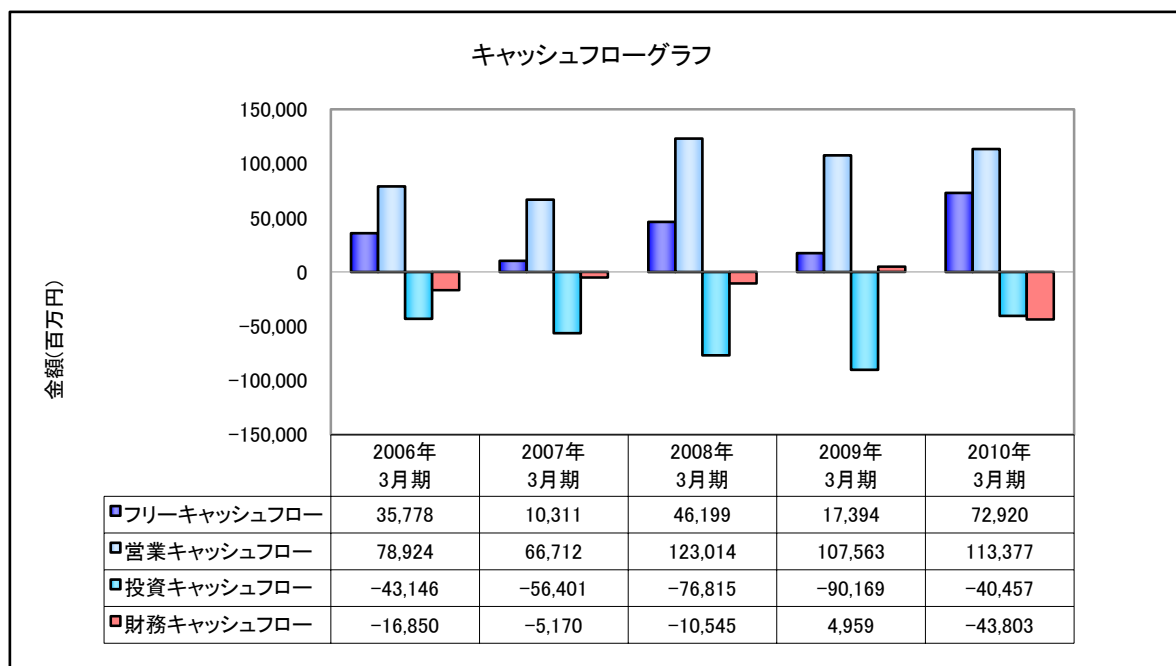
(6) その他



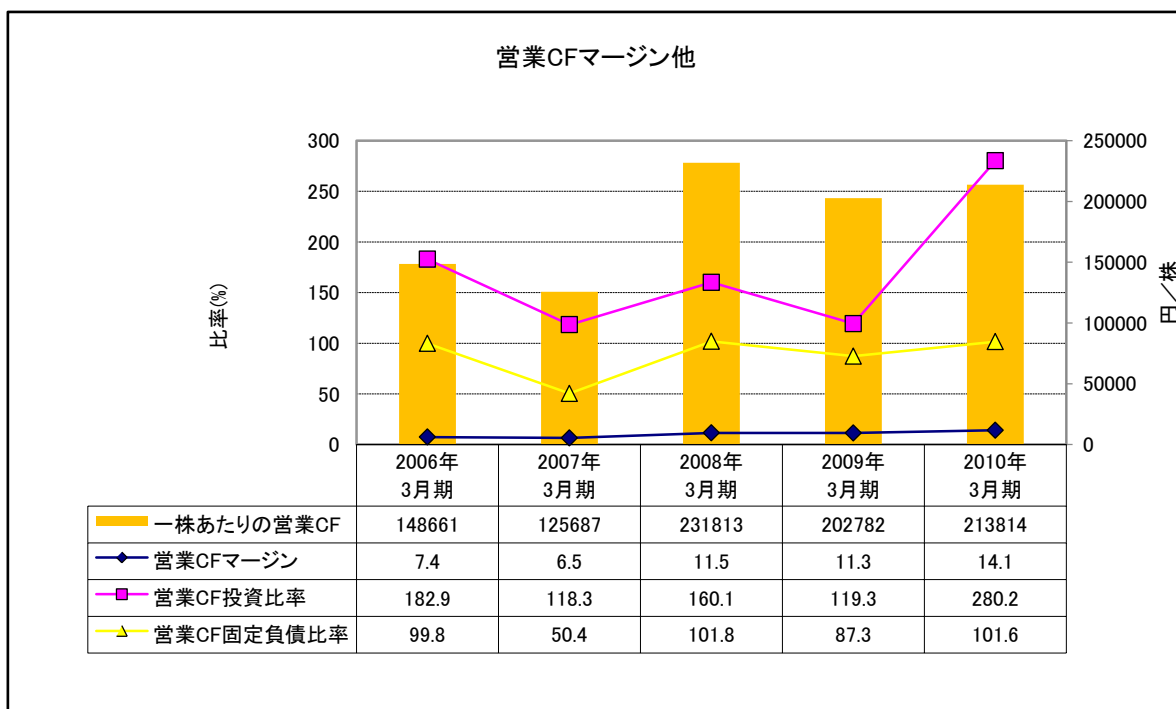
一株当たりの純資産は、純資産を期末の発行残高で割ったものである。純資産は、資産から他人資本である負債を引いたものゆえに、自己資本として株式の価値を示しているといえ、高ければ高いほど、その企業の安定性は高いことになる。2006年3月期以降、毎年上昇している。一株当たりの当期純利益は、利益と株価を評価する指標のことで、2007年3月期にフォト事業からの撤退で大きく上昇したが、2008年の世界的な景気悪化の影響により、2009年3月期に大きく低下した。株価純資産比率(PBR)は、株価を資産から評価する指標であるが、少なくとも1以上であることが求められる。連続して低下し、2010年3月期1.3である。株価収益率(PER)は、投資判断指標の1つで

ある。株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示す。株価収益率が高いほど、利益に比べ株価が割高であることを示し、逆に、株価収益率が低いほど、株価が相対的に低いことを示す。コニカミノルタのPERは2009年3月期以降、上昇しており、相対的に株価が高い状態にある。これは、市場から将来の利益成長を期待されているためと考えられる。

1.2.2 連結キャッシュフロー計算書の内容およびCF分析指標分析



営業キャッシュフローは、本業によってどれだけのキャッシュを生み出しているかを問われる大変重要な指標である。2006年3月期以降、毎年プラスを維持している。投資キャッシュフローは、営業キャッシュフローよりも小さい値を維持している。財務キャッシュフローは、2009年3月期以外はマイナスで推移し、財務基盤を強固にしていこうとする姿勢が表れている。フリーキャッシュフローは、2006年3月期以降、プラスを維持している。



一株当たりキャッシュフローとは、収益性分析の一指標で、一株当たり現金ベースでどれだけの収支であったかを示す指標である。フォト事業からの撤退が完了した2008年3月期以降、値が高くなっている。営業キャッシュフローマージンは、売上高に対するキャッシュフローの割合を示しており、キャッシュをベースにした収益率を表している。こちらも、フォト事業からの撤退が完了した2008年3月期以降、11%以上に上昇している。営業CF投資CF比率は、営業キャッシュフローが投資をどれだけカバーしているかを見る指標である。100%以上であれば、営業キャッシュフローで投資に必要なキャッシュがまかなえており、投資に対して新たな資金調達をしなくてもよい。逆に、100%を切ると、通常の営業活動だけでは投資に必要なキャッシュをまかないきれず、資金の流出が常態化している可能性がある。したがって、この比率は基本的に100%以上であることが望ましいという。コニカミノルタは2006年3月期から100%以上の値であり安全性に問題はない。

営業キャッシュフロー固定負債比率は、固定負債の返済能力を示す指標である。2007年3月期、営業キャッシュフローの減少と負債固定負債の増加により低下した。しかし、翌年から改善され100%前後で推移している。

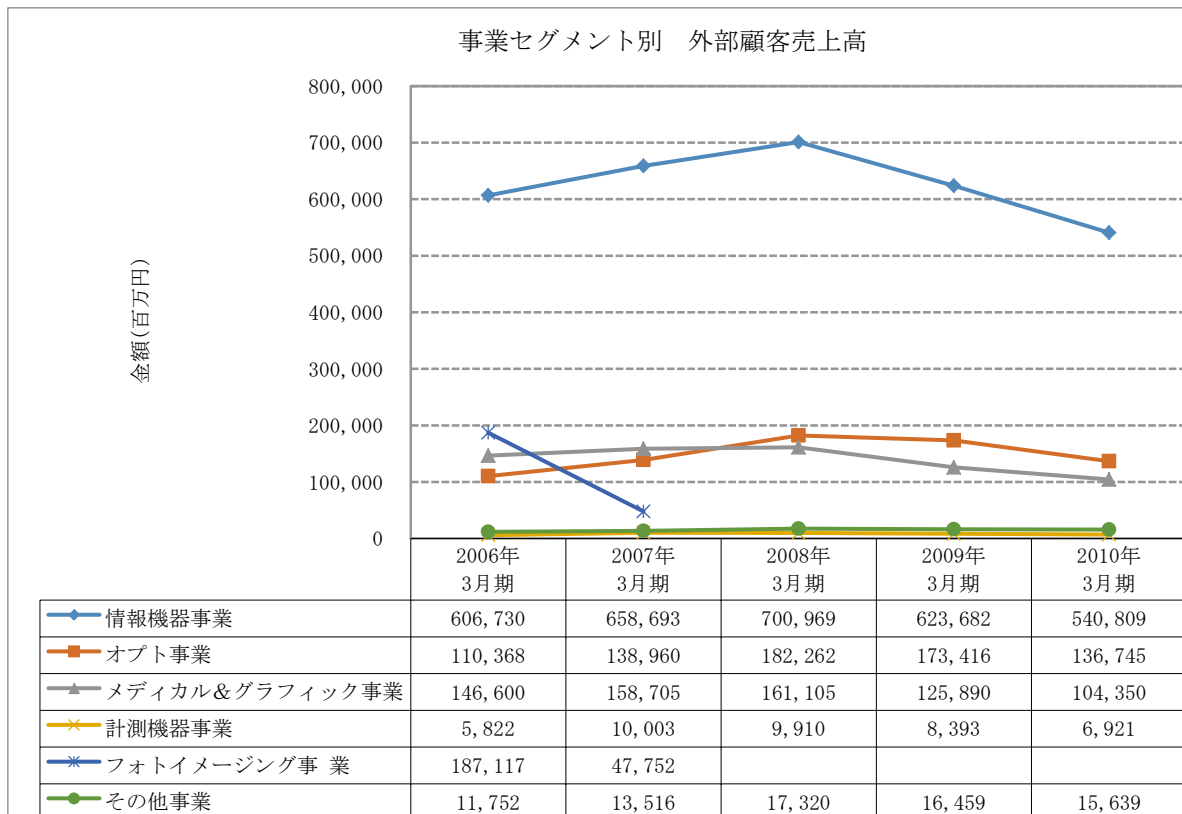
1.2.3 事業セグメント別分析

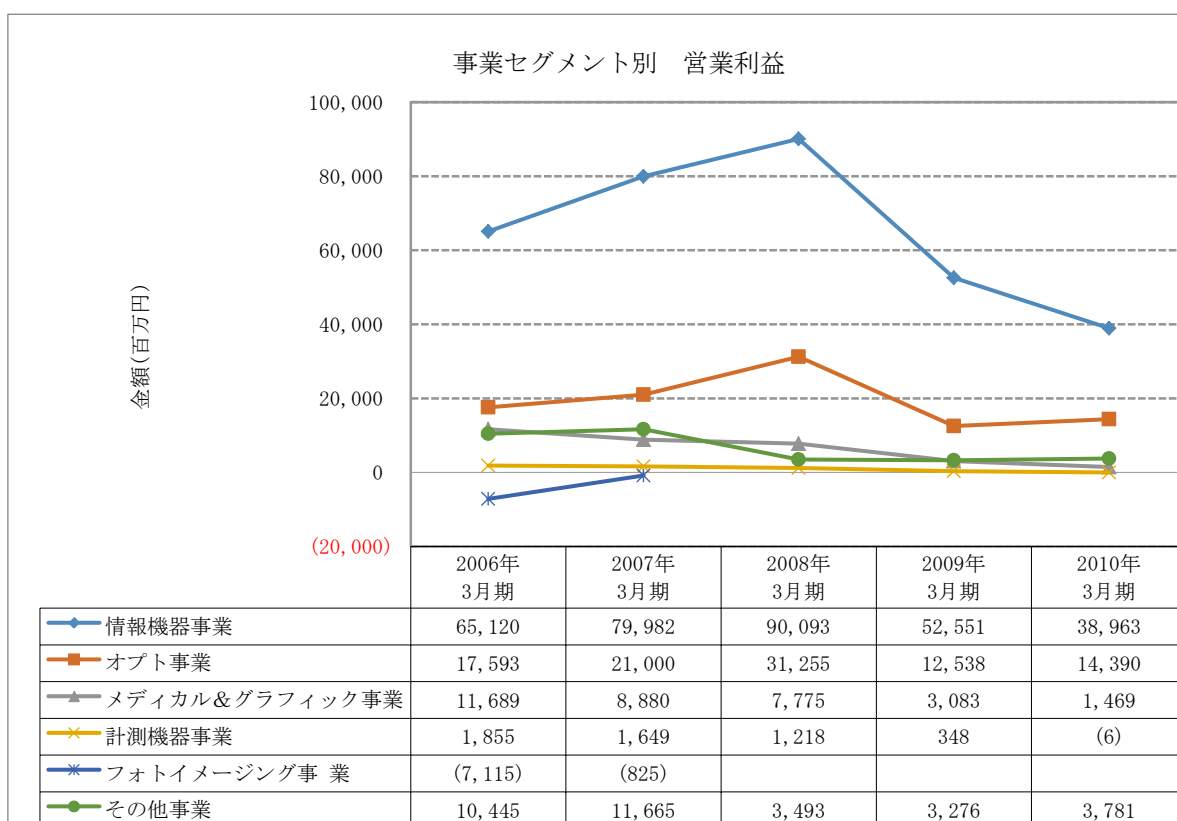
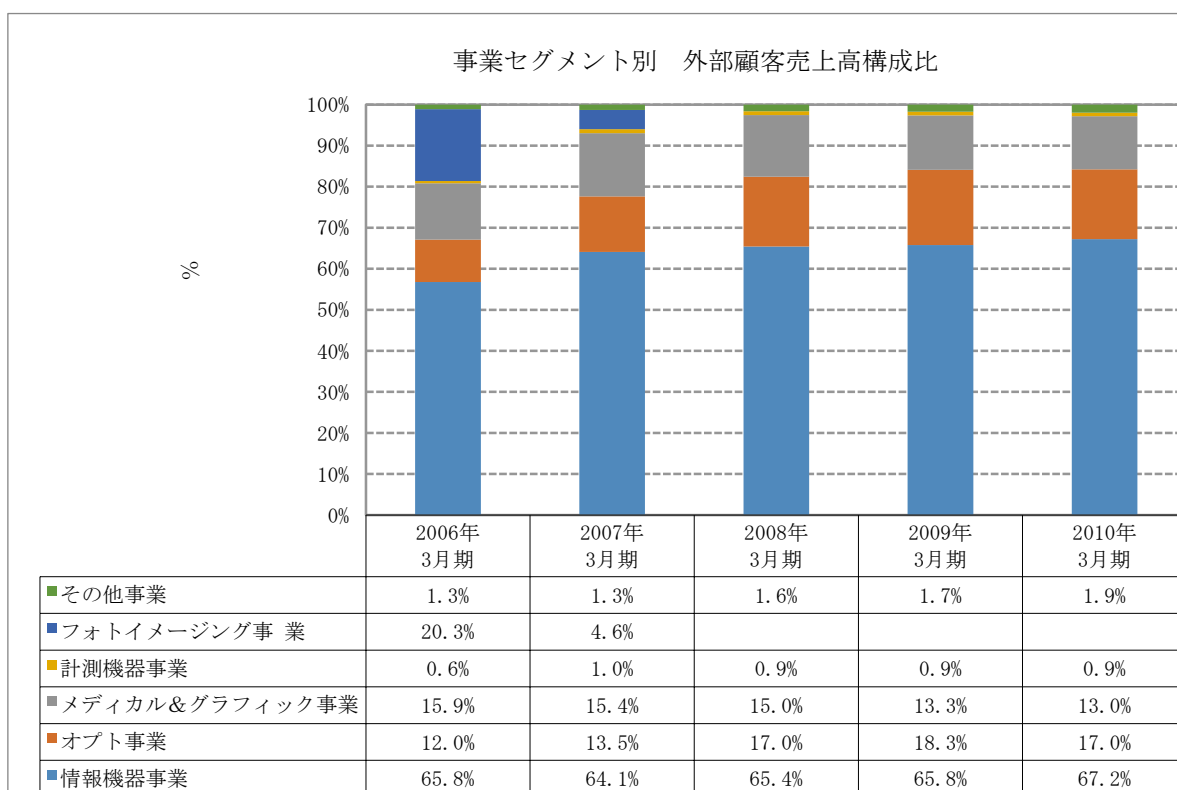
コニカミノルタの事業セグメント情報の事業内容は以下の通り

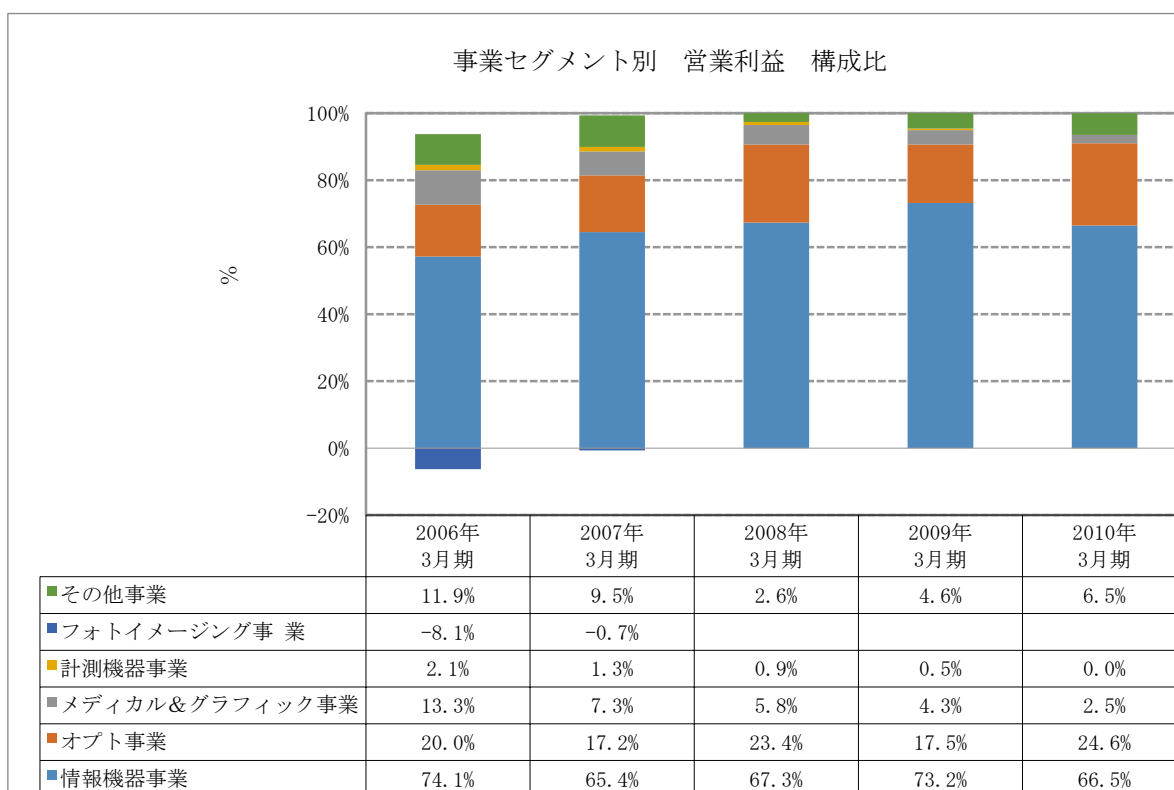
事業区分	主要製品	備考
情報機器事業	MFP、プリンター 他	
オプト事業	光学デバイス、電子材料 他	

メディカル&グラフィック事業	医療、印刷用製品 他	
計測機器事業	産業用、医用計測機器 他	
フォトイメージング事業	写真感光材料、インクジェットメディア、カメラ 他	2006年下期に事業終息
その他事業	上記製品群に含まれないもの	

事業セグメント別の売上高、売上高構成比、営業利益、営業利益構成比は以下の通り

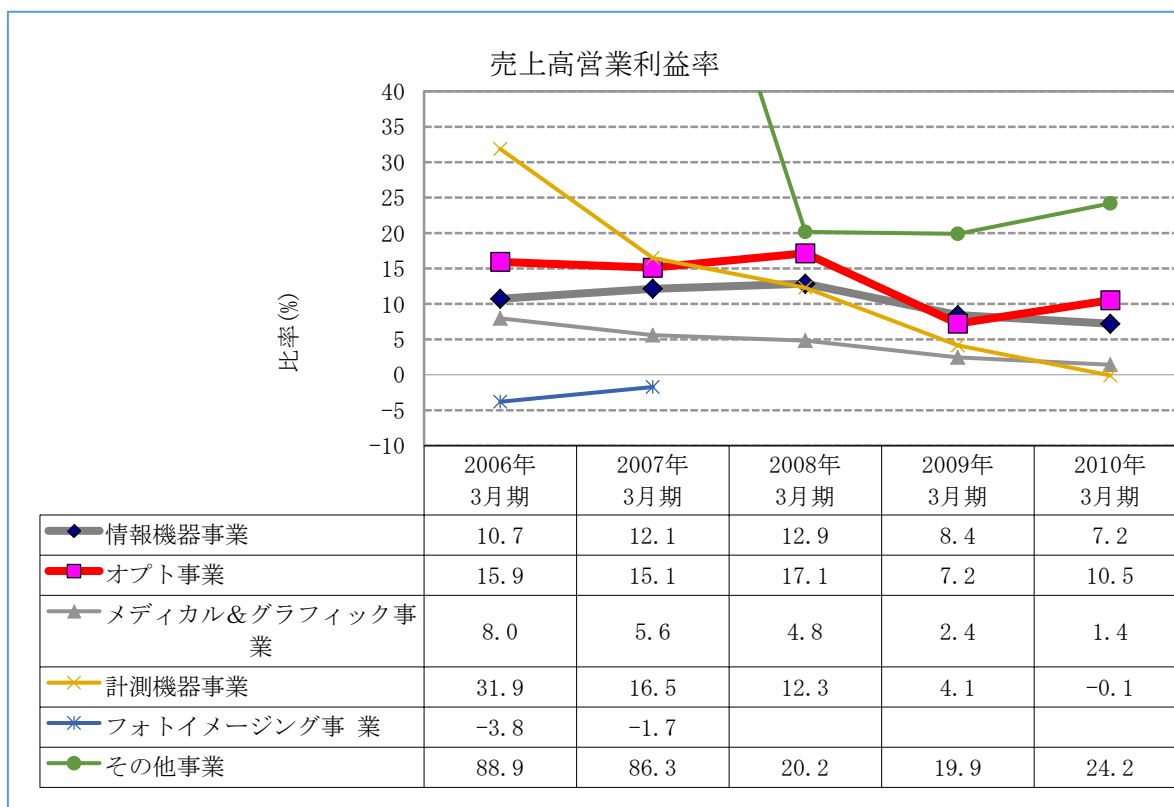






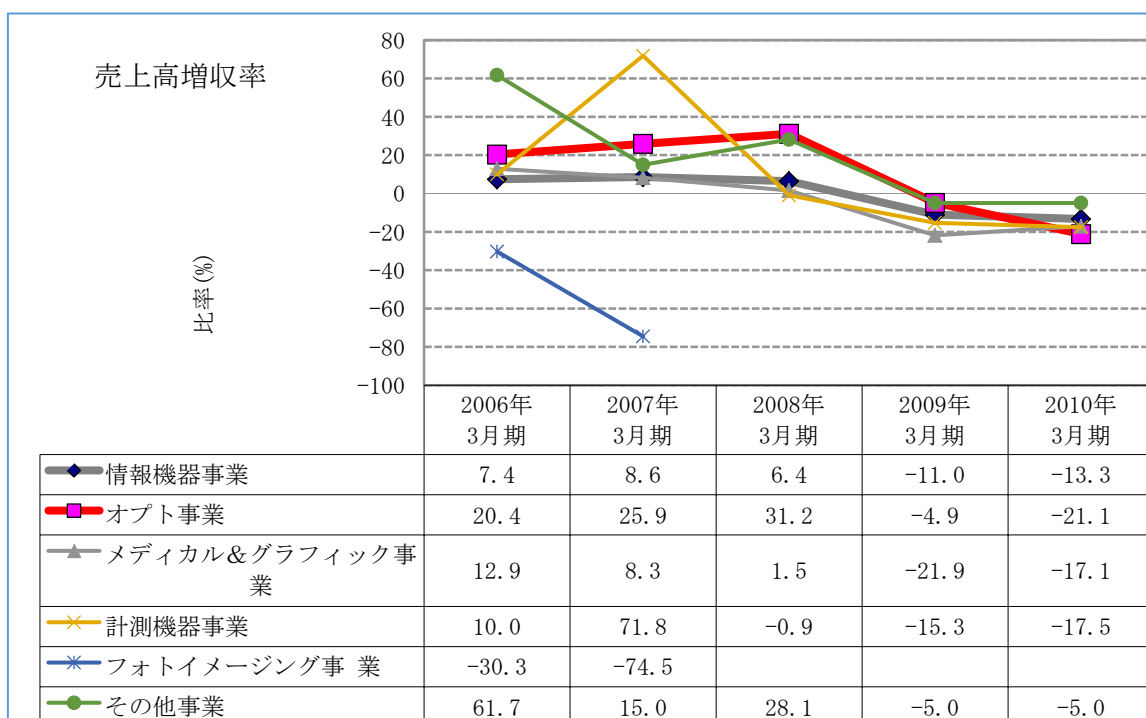
コニカミノルタの主力事業は **MFP** やプリンターの情報機器事業、光学デバイスや電子材料のオプト事業、医療、印刷用製品のメディカル&グラフィック事業である。2010年2月期、売上高は およそ、情報機器：オプト：メディカル&グラフィック＝7：2：1の割合である。営業利益は、情報機器とオプトで9割を占める。創業事業の写真フィルム、カメラのフォトイメージング事業は2006年3月期売上の2割を占めていたが、急速におこった写真のデジタル化のため、カラーフィルムの需要減、デジタルカメラの価格競争激化が原因で利益を期待できず、一眼レフカメラ部門はSONYに、印画紙部門や免許書事業は大日本印刷に譲渡し、2007年3月期にて事業終息した。このように、銀塩写真、カメラの事業ポートフォリオから情報機器、オプトへ変換をした。

(1) 収益性

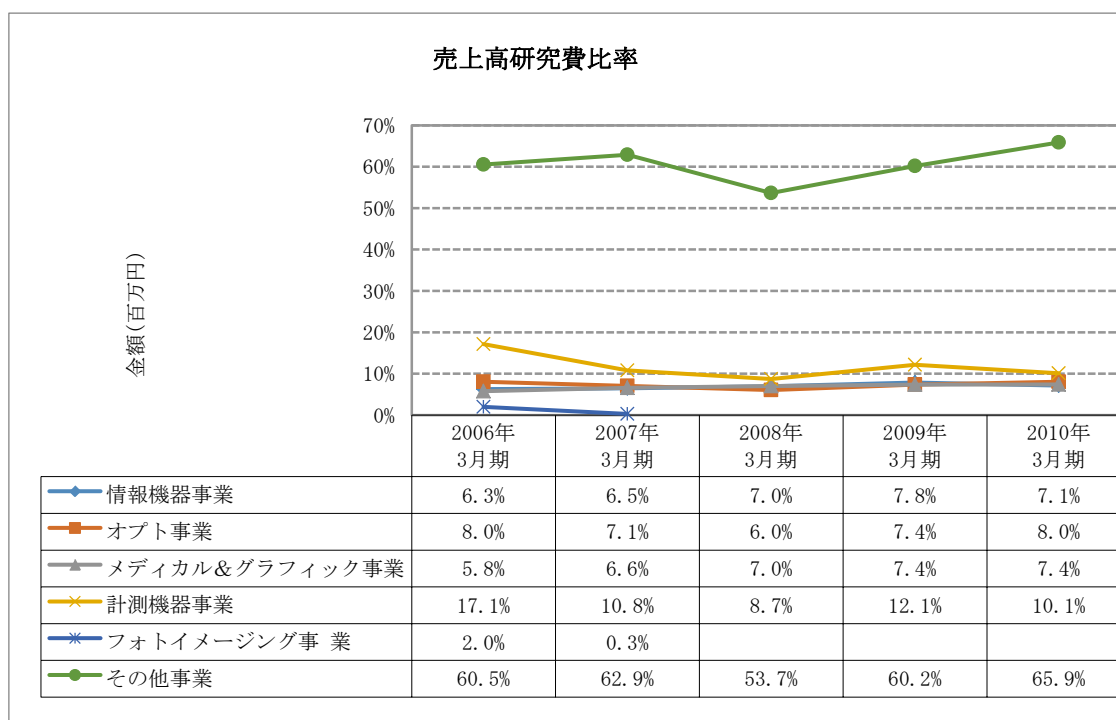


事業セグメント別の売上高営業利益率は、その他事業が20～90%と高い。続いて、オプト事業と情報機器事業が約7～17%と安定した利益率を保っている。この数値は、2008年3月期の電機業界平均値5.95%より高い値である。一方、フォトイメージング事業はデジタルカメラの普及に伴う需要の変化や価格競争の激化のため、利益率はマイナスとなり事業終息している。またメディカル&グラフィック事業は医用画像、印刷工程でのデジタル化によるフィルムレスの影響で利益率が年々低下している。計測機器事業は2009年3月期以降、世界経済の急減速の影響を受け最大顧客である自動車、電気等の製造業において設備投資が抑制されたことから販売数量が伸び悩み、利益率が低下している。

(2) 成長性

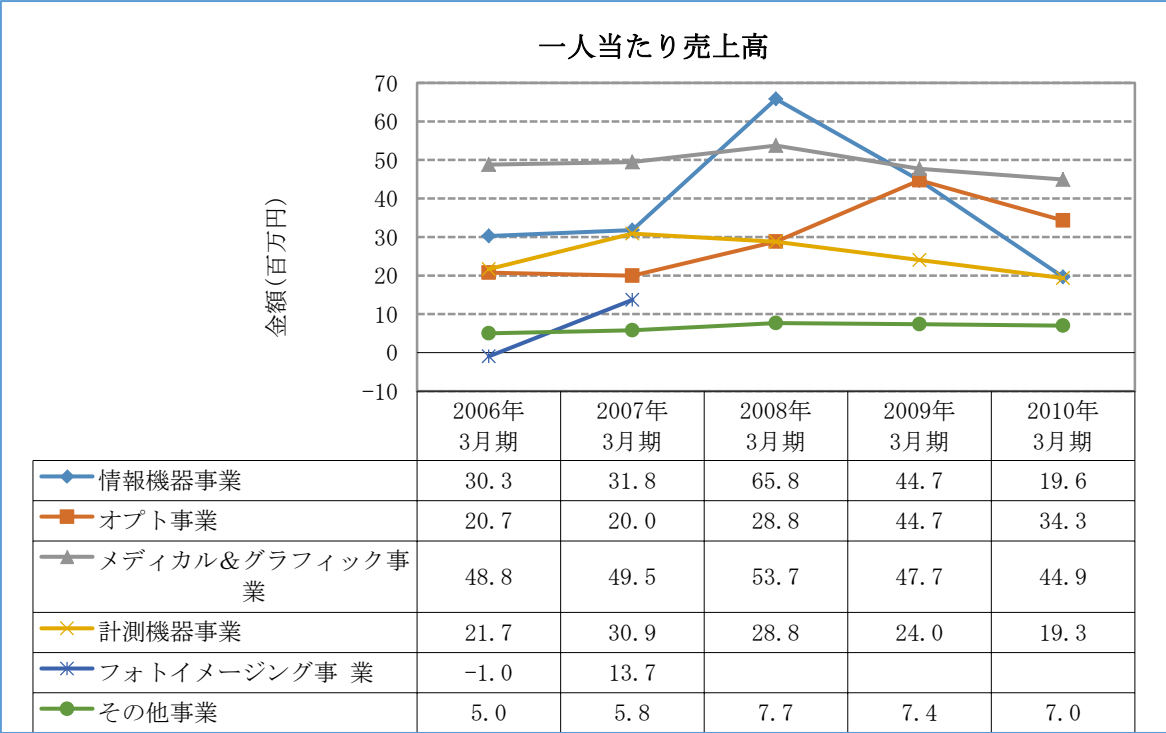


2009年3月期以降、全セグメントで減少傾向である。特に主力である情報機器、オプトが世界経済の急減速の影響を受け2009年3月期以降はマイナスとなっている。今後の景気回復による改善が期待される。

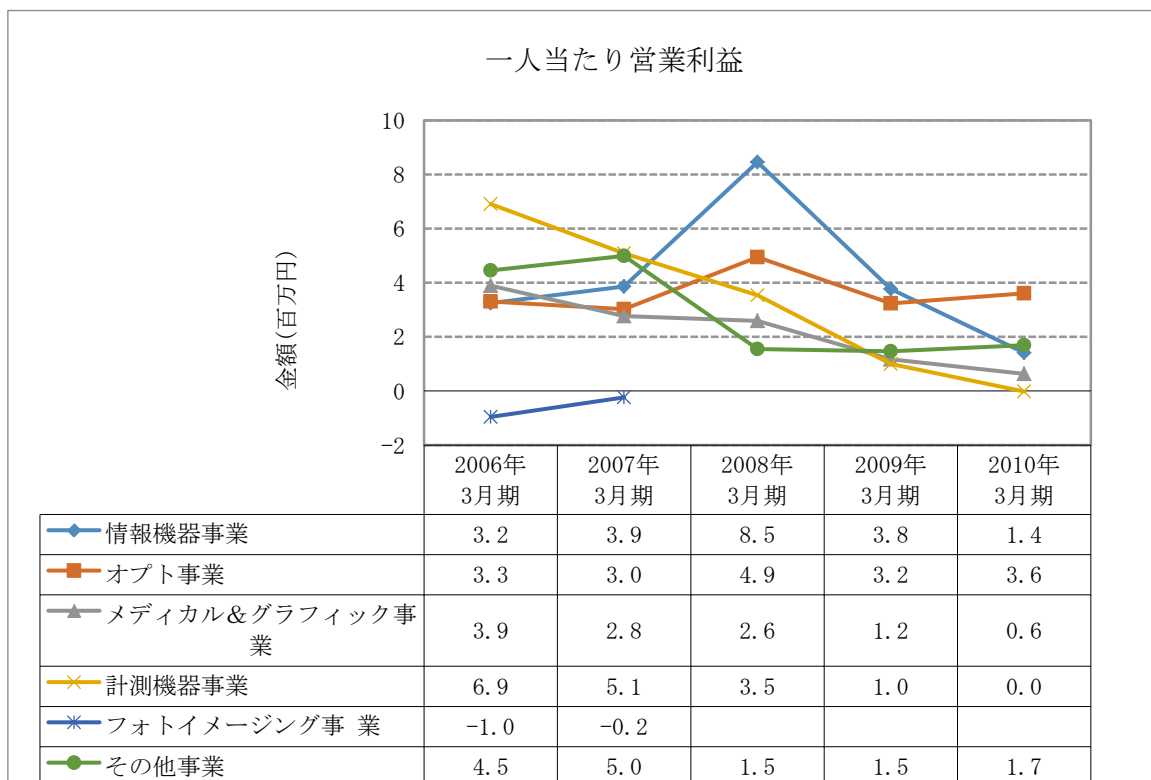


情報機器、オプト、メディカル&グラフィックは売上高の6～8％を研究費に費やしている。規模の小さい計測機器は9～17％と高い数値である。また、その他事業は新規事業育成の役割もあり、売上高の約60％が研究開発費用である。このように、各セグメントの研究費は各セグメントの売上高の範囲で行っている。

(3) 生産性

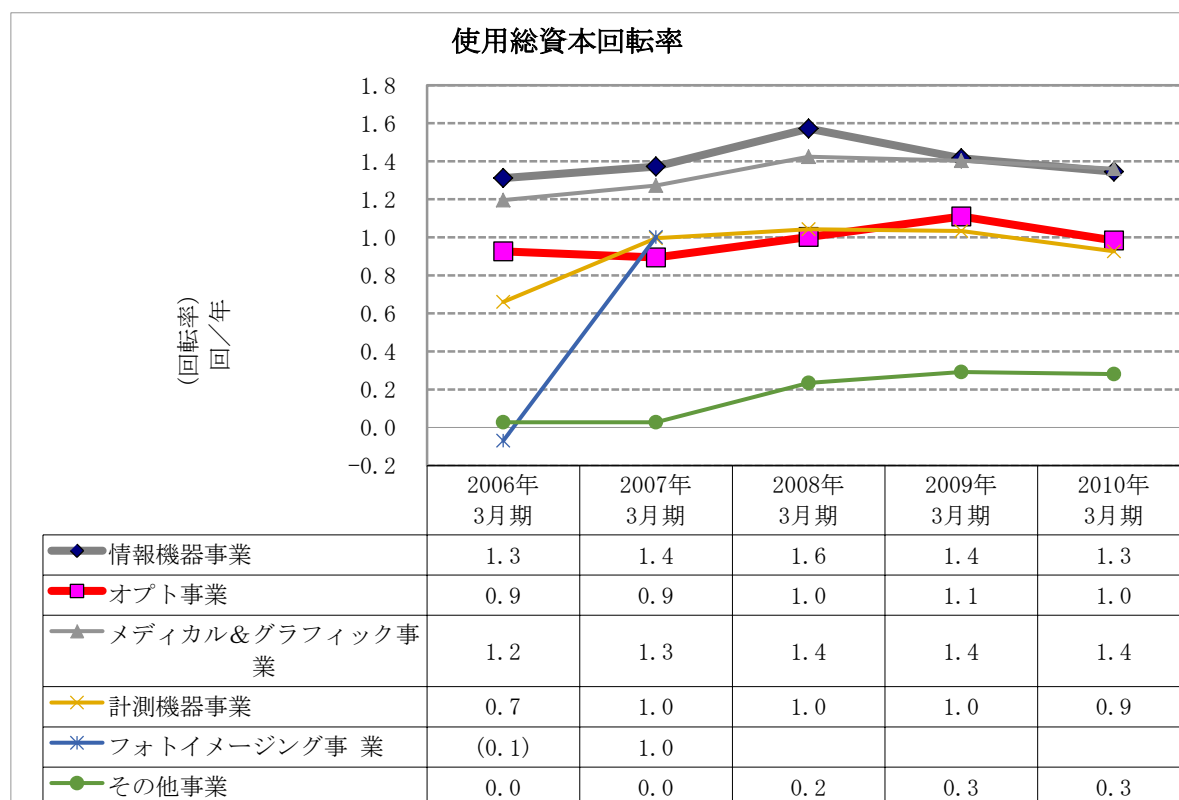


一人当たりの売上高は、メディカル&グラフィック事業が安定して45～50百万円である。オプト事業は年々上昇している。一方、主力の情報機器事業の下落が大きい。今後、情報機器事業の生産性向上が課題である。



一人当たりの営業利益は、オプト事業が3～5百万円前後で推移して安定である。情報機器事業は世界不況の影響や円高影響を受け2009年3月期以降下落が大きい。メディカル&グラフィック事業はフィルムレス化の流れにより利益減少が続いている。

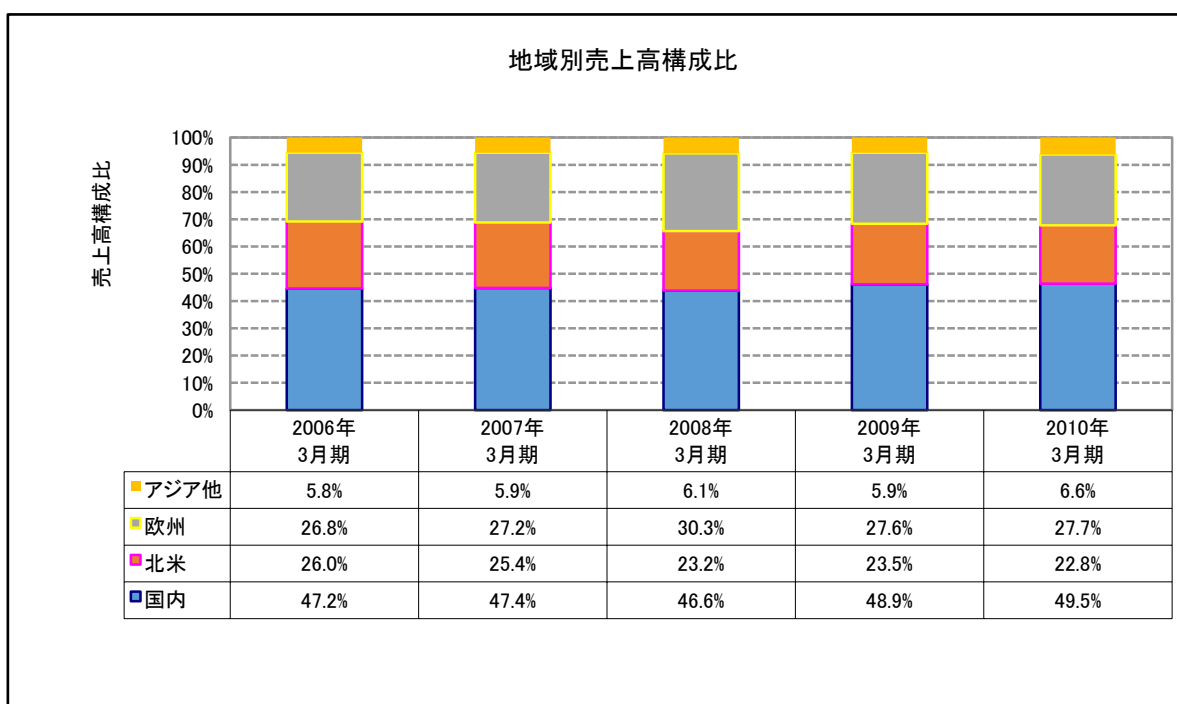
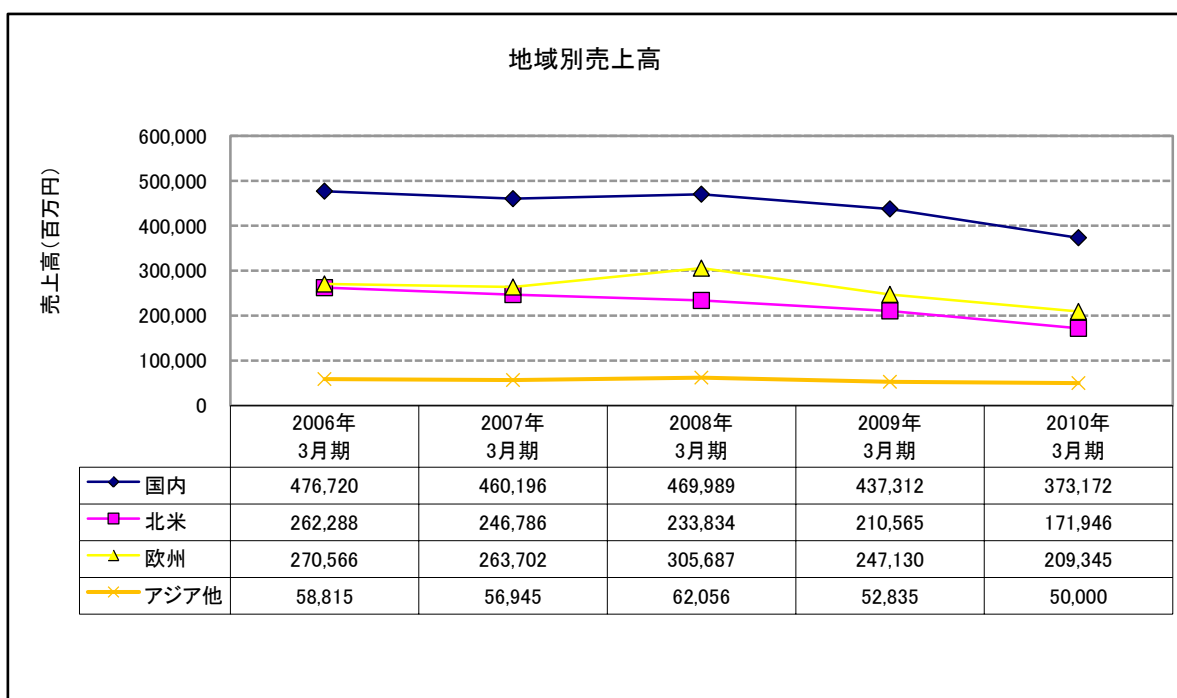
(4) 効率性



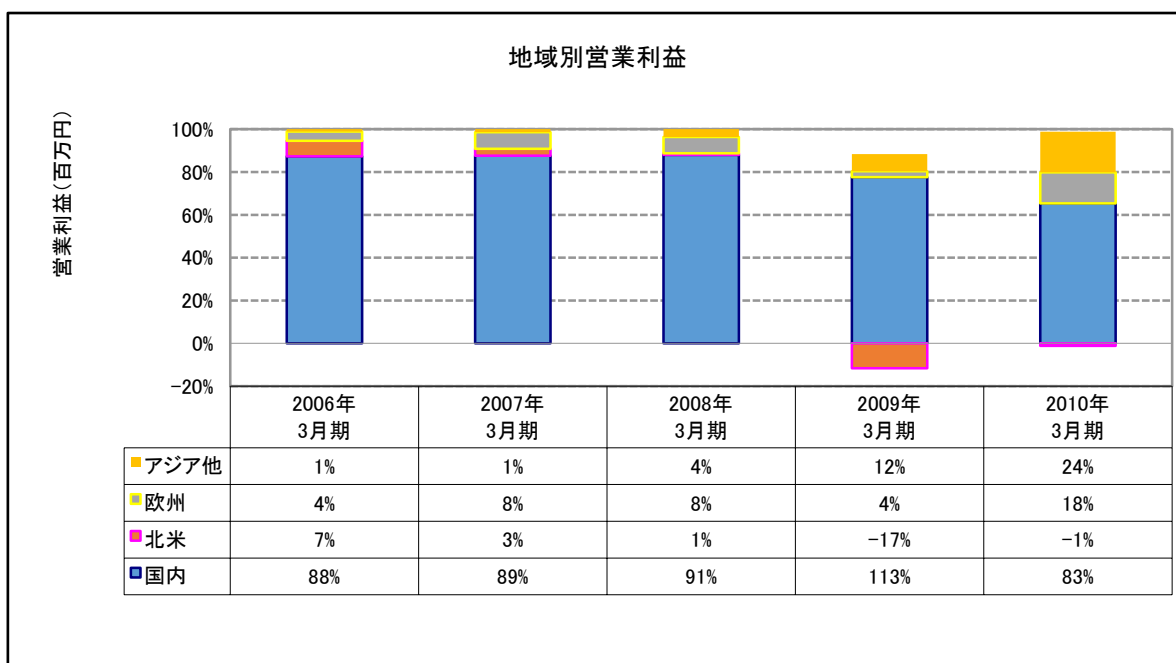
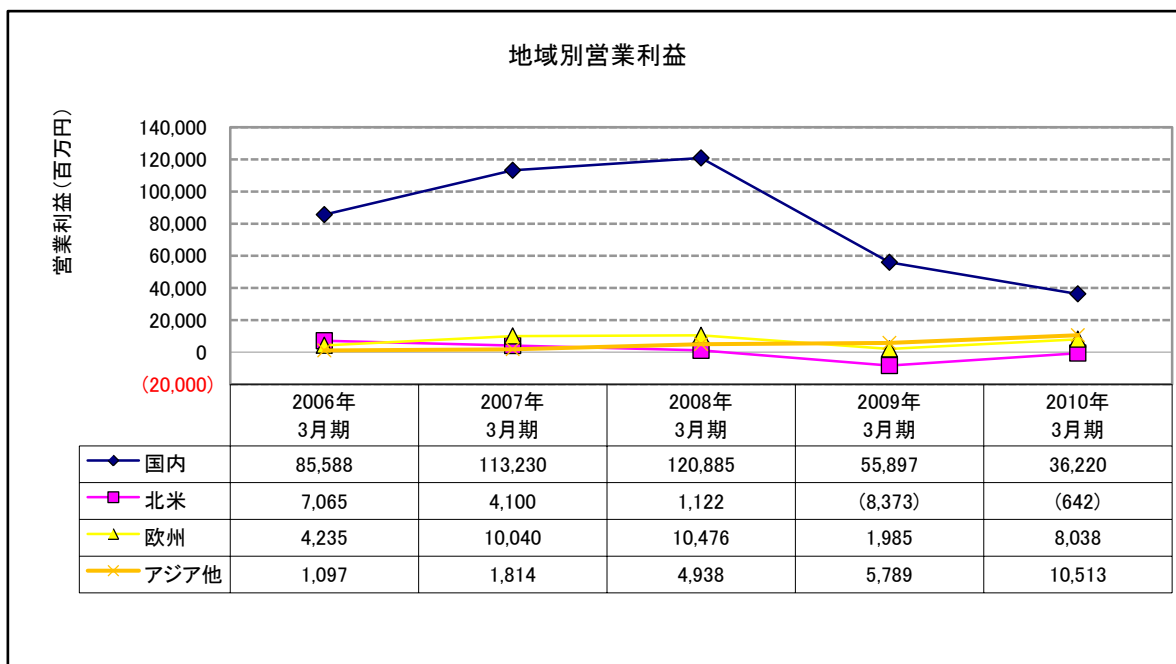
使用総資本回転率は、企業の総資産額が、1年に何回売上高という形で回転したのかを示す数値。この数値が高いほど、資産が効率的に売上に結びついていることを表し、効率性を分析する指標の1つ。総資産回転率を向上させるためには、現在の総資産を増やさずに積極的な販売戦略などによって売上高を増加させる、あるいは、現在の売上高を維持しながら、不要な資産を処分あるいは圧縮して総資産を減少させることが必要となる。2008年3月期の電機業界の平均値は0.94であることから、情報機器、オプト、メディカル&グラフィックの主力事業は平均値よりも高い値である。

1.2.4 所在地セグメント分析

所在地セグメント別の売上高、売上高構成比、営業利益、営業利益構成比は以下の通り。なお、所在地は、日本、北米、欧州、アジア他の4カ所。

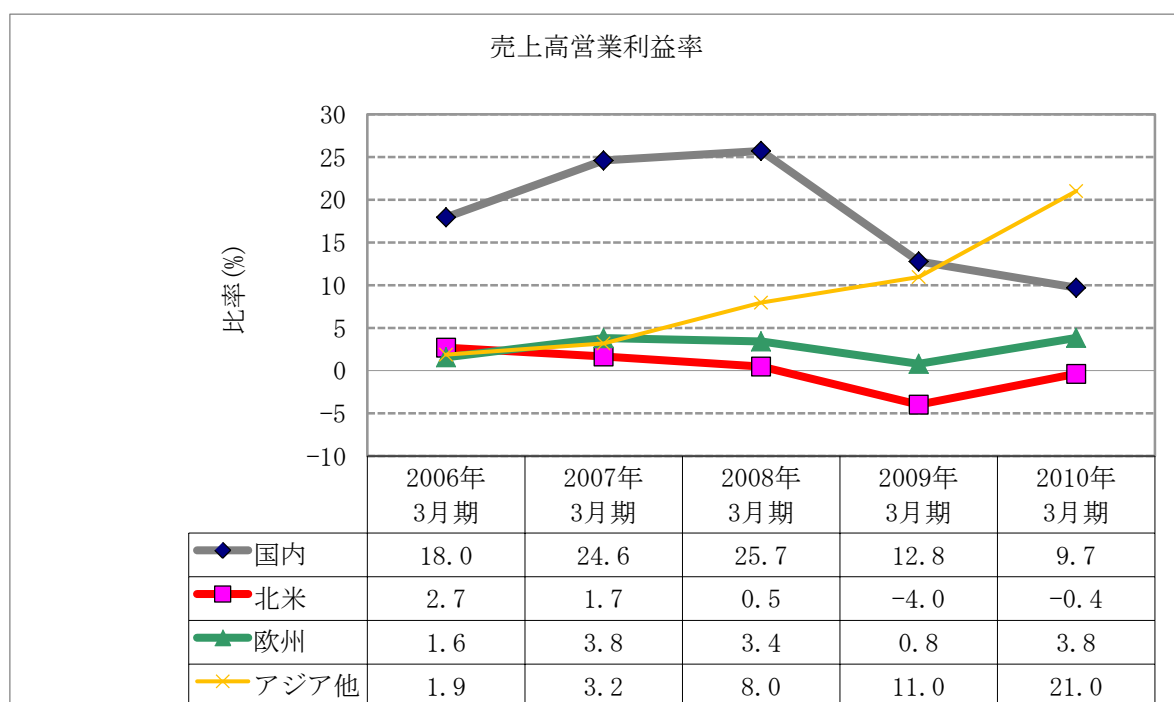


地域別の売上の比は、およそ、日本：米国：欧州＝５：２：３であり、アジア他の売上は５％と比率はわずかである。２００８年の世界的な景気後退の影響により、２００９年３月期以降、全地域で売上が減っている。



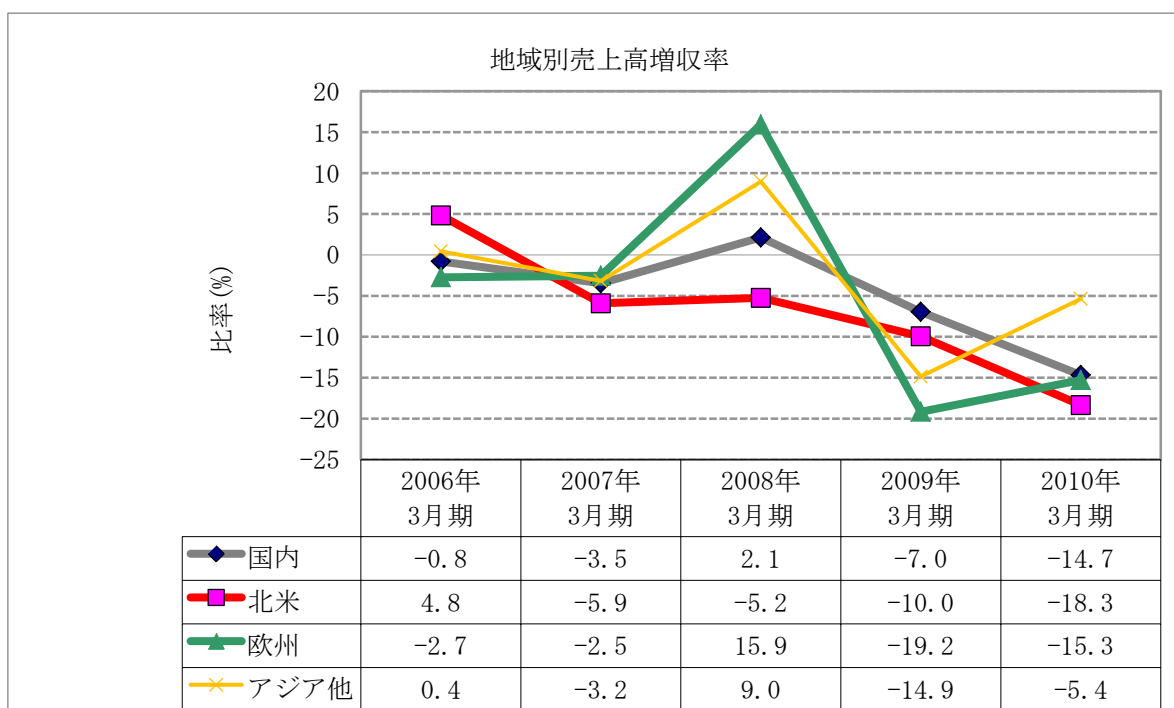
地域別の営業利益は、日本での営業利益が8～9割以上を占めている。2009年3月期以降、アジアの利益の割合が増えている。一方、北米はマイナスが2年続いており、北米の立て直しが課題である。

(1) 収益性



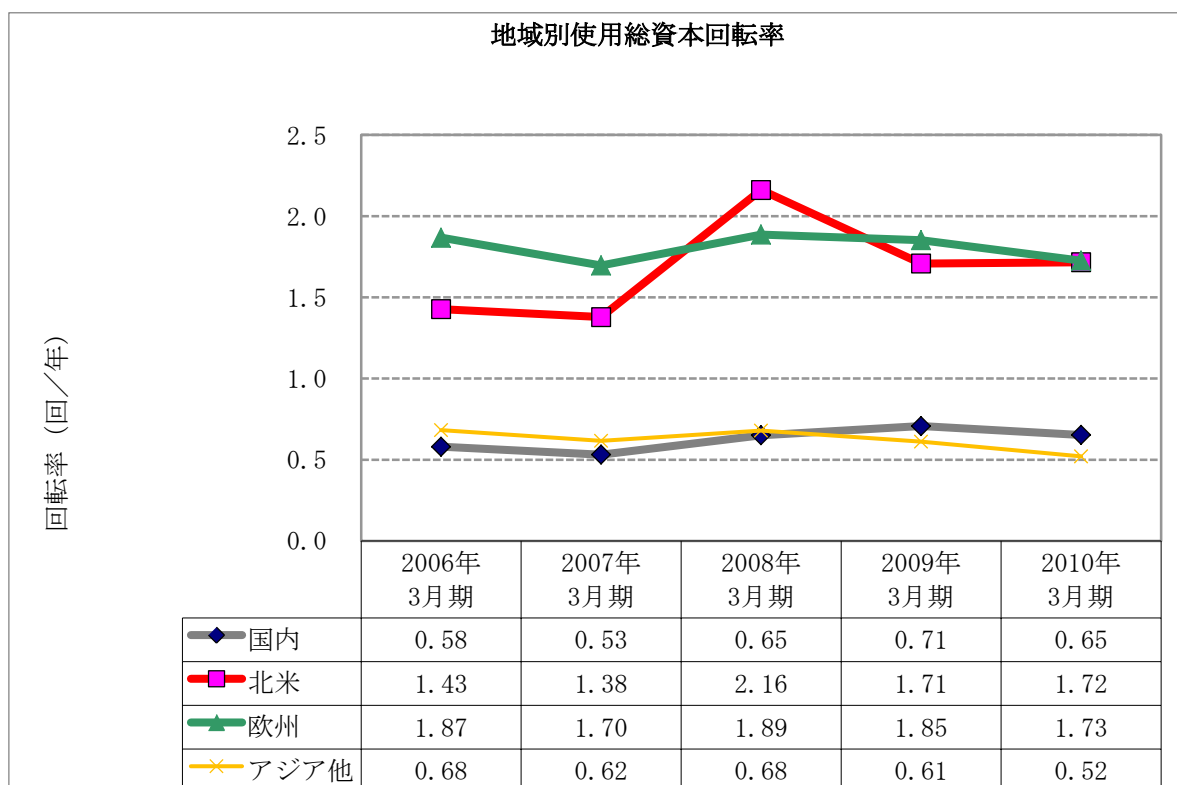
日本は2008年3月期の25%から10%へ低下している。特に世界的な景気悪化の2009年3月期の低下が大きい。米国は2009年3月期以降2年連続してマイナスであり立て直しが必要である。欧州は景気悪化前の状態に戻っている。また、アジア他の伸長が大きい。

(2) 成長性



2009年3月期に全てのセグメントで低下した。2010年3月期欧州とアジア他は回復傾向にある。北米は景気悪化前の2007年3月期以降から低下が連続しており課題である。

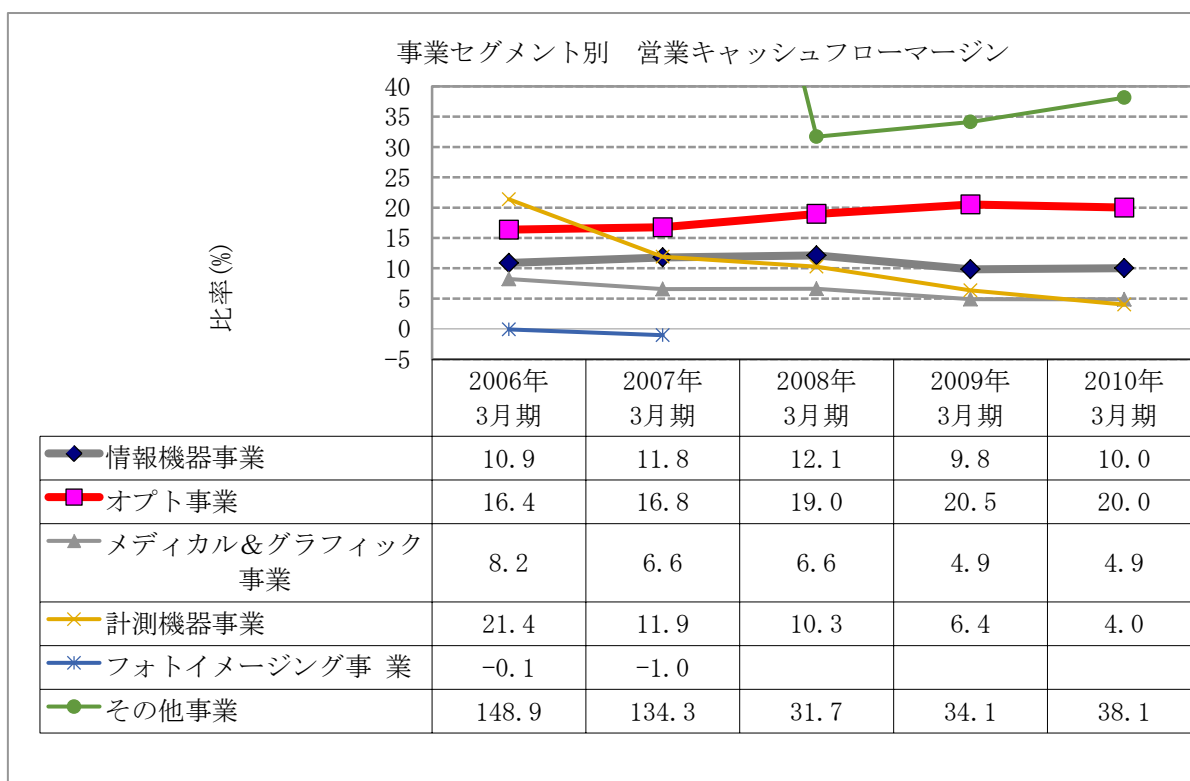
(3) 効率性



使用資本回転率は高いほど、資産が効率的に売上に結びついていることを示す。日本の約0.5～0.7に比べ、米国、欧州では使用総資本回転率は約1.5～2倍と大きい値であり効率的である。

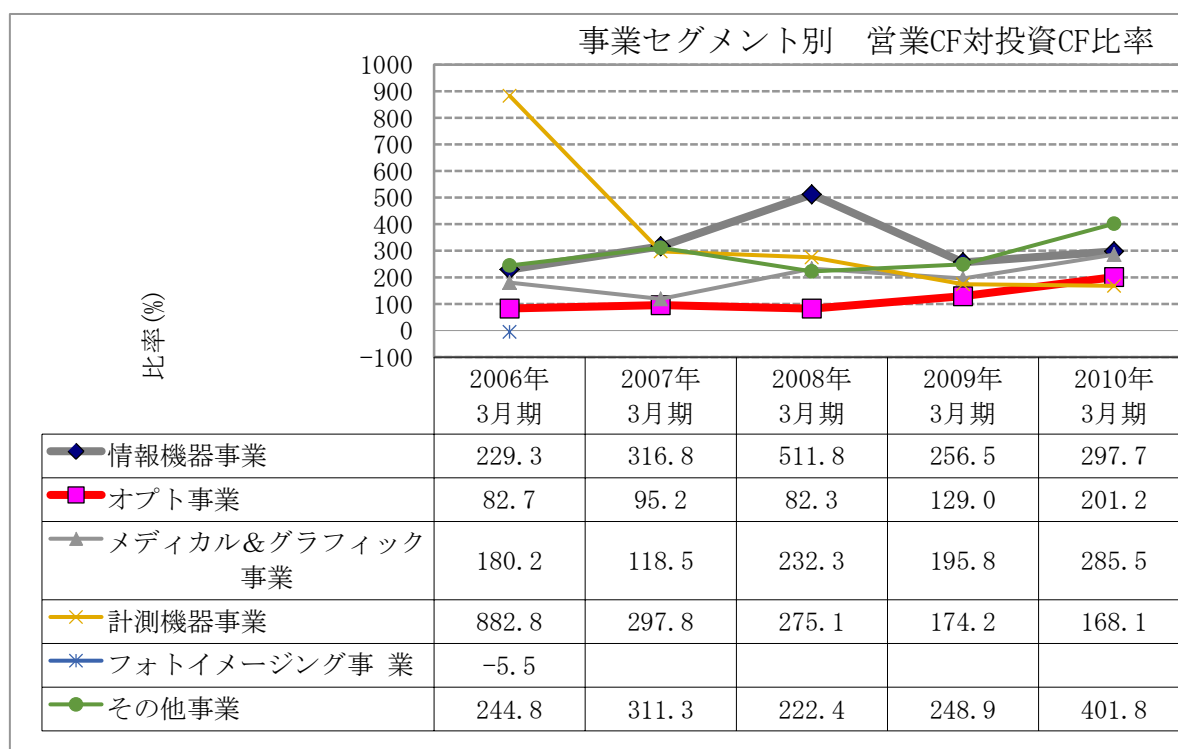
1.2.5 事業種類別CF分析

(1) 営業キャッシュフローマージン



営業キャッシュフローマージンとは売上高から営業キャッシュフローがどの程度の割合でもたらされたかを表す指標。数値が高ければ高いほど、現金の創出能力が高いことを示す。オプト事業が継続して上昇している。

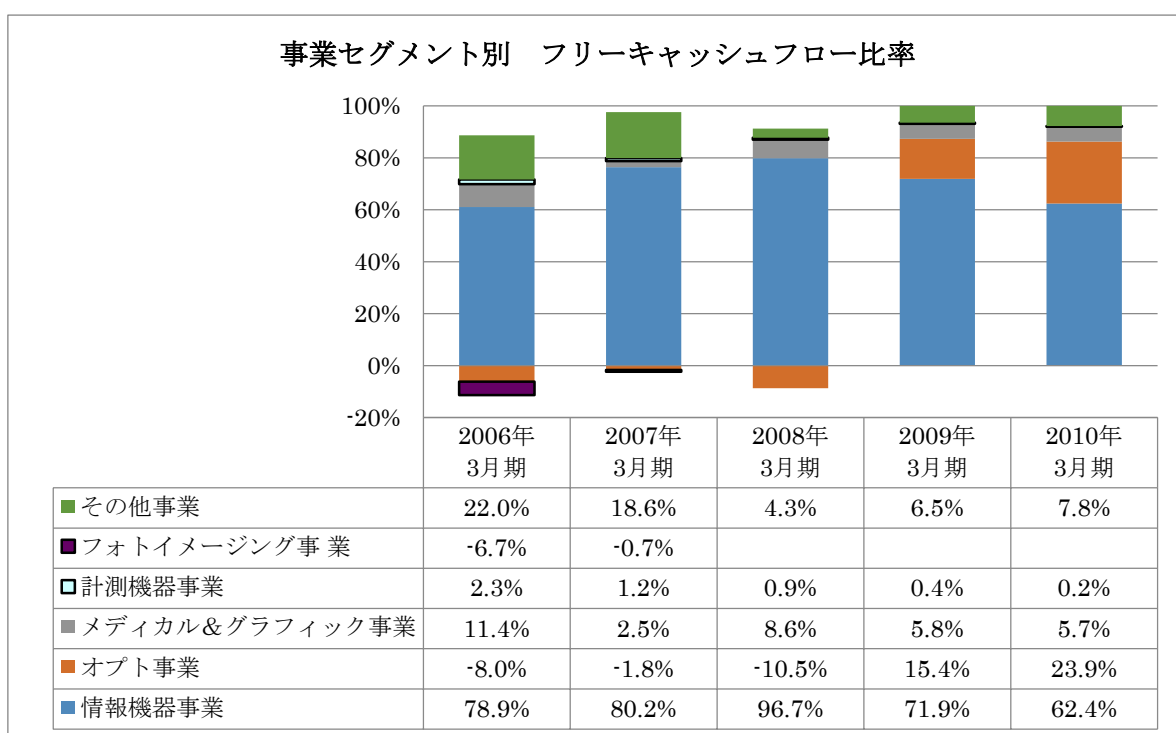
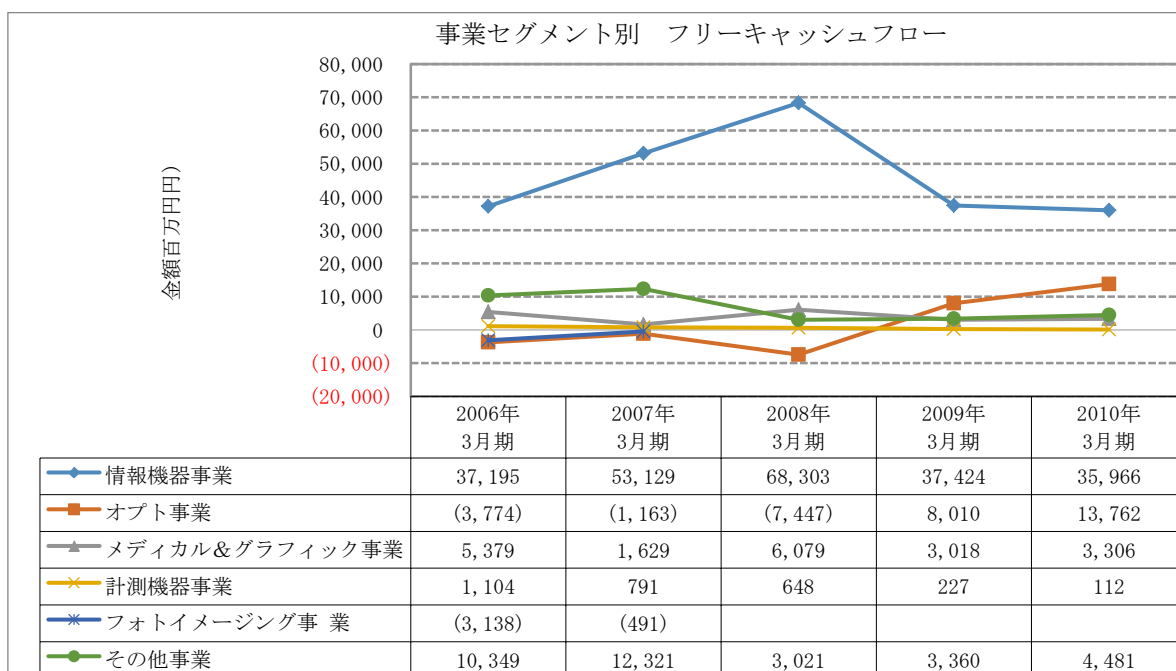
(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率



この比率は、営業キャッシュフローを投資キャッシュフローで割ったもので、投資キャッシュフローを営業キャッシュフローがどの程度カバーしているのかを示す。比率が100%以上ならば、営業キャッシュフローで投資に必要なキャッシュがまかなえており、投資に対し新たな資金調達は不要となる。逆に、100%以下の場合、通常の営業活動だけでは投資に必要なキャッシュが不足となり、資金の流出が常態化している可能性がある。

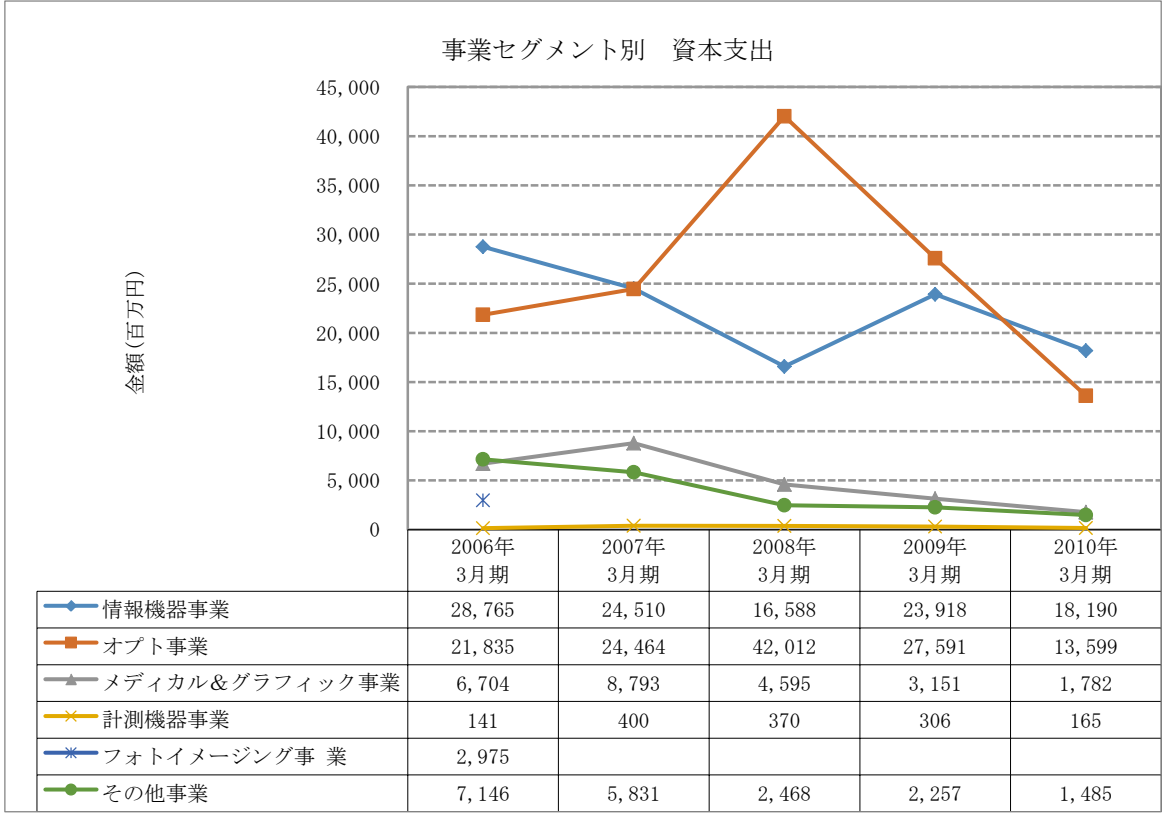
フォトイメージングを除き、全ての事業で100%を越えており問題ない。

(3) フリーキャッシュフロー



情報機器事業が、フリーキャッシュフローの大半を創出している。2008年3月期、97%もの比率にまで上がった。しかし、2009年3月期以降、徐々にその比率は低下して2010年3月期には62%まで減少した。一方、オプト事業の占める割合が、2009年3月期以降増えている。これは、下図の通り、2008年3月期まで、オプト事業の資本支出が多かったために、フリーキャッシュフローが少なかったが、2009年3月期

以降、オプト事業の資本投資が減っているために、フリーキャッシュフローが増えているためである。なお、この期間、オプト事業に資本投資が多かった理由は、光学製品やおよび液晶用偏光板保護フィルム生産工場の建設投資のためである。



情報機器がフリーキャッシュフローの6割以上を占めている。そして、オプトの2008年以降のフリーキャッシュフローの増加が大きい。一方、メディカルグラフィック事業の営業キャッシュフローマージンは年々低下している。フィルムレスの影響が明らかにでており、従来のフィルムという消耗品ビジネスからの脱却が課題である。

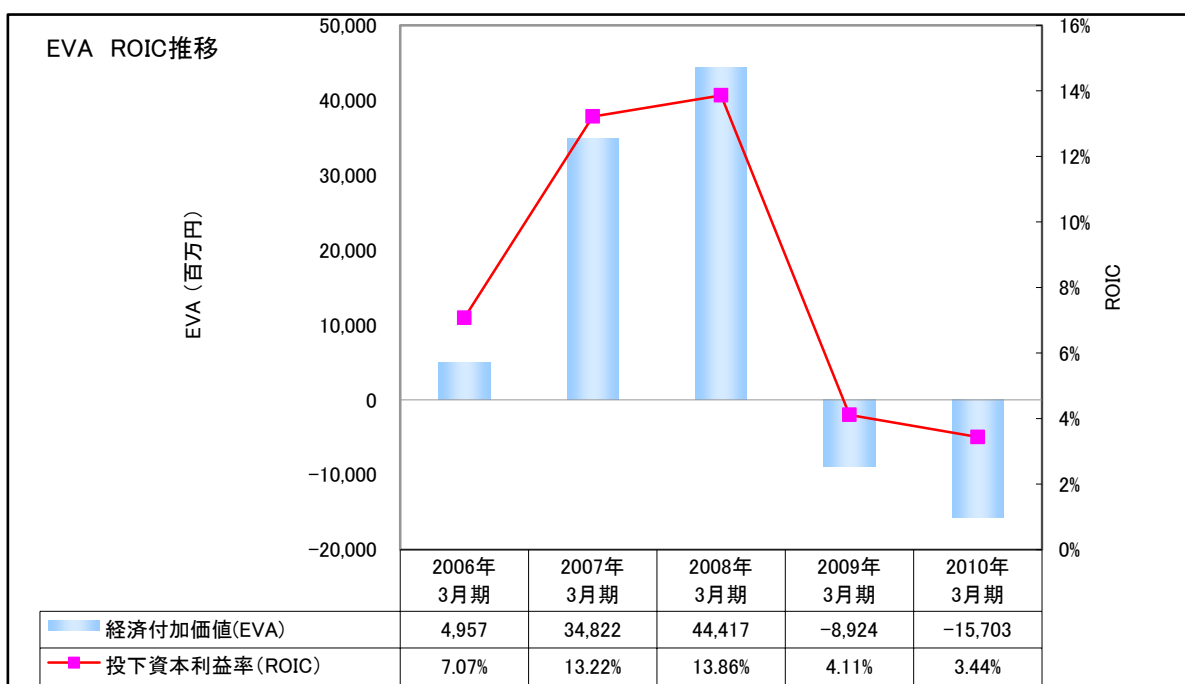
1.2.6 企業価値分析

項目		2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
経済付加価値（EVA）（百万円）		4,957	34,822	44,417	-8,924	-15,703
投下資本利益率（ROIC）（百万円）		7.07%	13.22%	13.86%	4.11%	3.44%
◆EVA算出要素						
有利子負債	（百万円）	236,560	229,362	226,024	230,407	197,357
期中平均有利子負債	（百万円）	241,452	232,961	227,693	228,216	213,882
負債利子	（百万円）	5,427	5,088	4,465	4,866	3,808
負債利子率	（%）	2.25%	2.18%	1.96%	2.13%	1.78%
無リスク利子率	（%）	1.75%	1.70%	1.52%	1.36%	1.27%
リスクプレミアム	（%）	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
β（ベータ）		1.276	1.276	1.276	1.276	1.276
株主資本コスト	（%）	8.13%	8.08%	7.90%	7.74%	7.65%
株主資本の時価	（百万円）	798,560	823,016	719,874	445,535	580,046
投下資本①	（百万円）	1,035,120	1,052,378	945,898	675,942	777,403
加重平均資本コスト（WACC）	（%）	6.51%	6.65%	6.33%	5.43%	5.92%
投下資本②	（百万円）	530,377	585,631	643,027	655,858	631,064
資本コスト	（百万円）	34,533	38,926	40,735	35,630	37,381
みなし税引後営業利益（NOPLAT）	（百万円）	39,490	73,748	85,152	26,706	21,678
経済付加価値（EVA）の算出手順						
項目		説明または計算式				
有利子負債		短期借入金＋長期借入金＋社債				
負債利子		支払利息＋社債利息				
負債利子率		負債利子÷期中平均有利子負債				
株主資本コスト		無リスク利子率＋β×リスクプレミアム				
株主資本の時価		期末株価×発行株式数				
投下資本①		期中平均有利子負債＋株主資本の時価				
加重平均資本コスト（WACC）		$\frac{\text{有債利子率} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{有利子負債}}{\text{投下資本①}} + \frac{\text{株主資本コスト} \times \text{株主資本の時価}}{\text{投下資本①}}$				
投下資本②		有利子負債＋株主資本の時価				
資本コスト		投下資本②×加重平均資本コスト				
みなし税引後営業利益（NOPLAT）		（営業利益＋受取利息＋受取配当金）×（1－実効税率）				
経済付加価値（EVA）		みなし税引後利益（NOPLAT）－資本コスト				
経済付加価値（EVA）算出ためのデータの出所						
項目		説明または計算式				
リスクプレミアム		日本企業のコーポレートファイナンスP34の記述から5％に固定				
無リスク利子率（国債利回り）		財務省 10年物国債応募者利回り				
β（ベータ）		Bloomberg http://www.bloomberg.co.jp				
発行株式数		有価証券報告書 株式等の状況				
期末株価		Yahoo Finance http://quote.yahoo.co.jp				
法定実効税率		（法人税等＋法人税等調整額）÷税金等調整前当期利益				

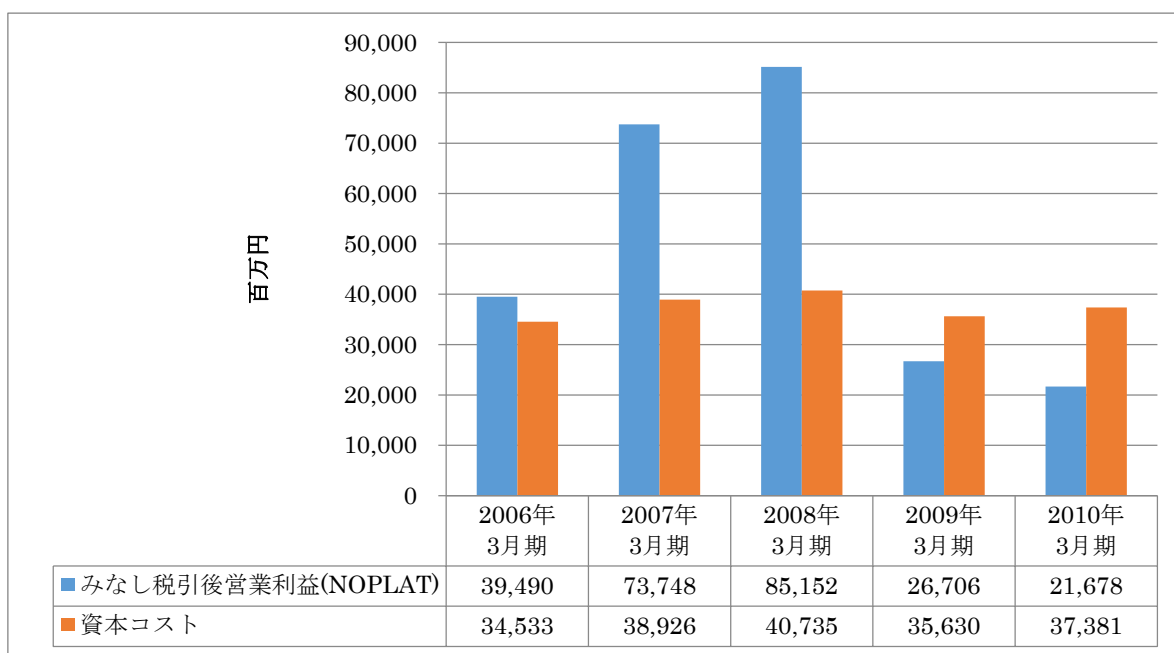
投下資本利益率 (ROIC)		2005年 3月期	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期
項目							
有利子負債	(百万円)	246,344	236,560	229,362	226,024	230,407	197,357
自己資本 (簿価)	(百万円)	339,729	293,817	356,269	417,003	425,451	433,707
投下資本 (簿価)		586,073	530,377	585,631	643,027	655,858	631,064
NOPLAT	(百万円)	15,716	39,490	73,748	85,152	26,706	21,678
実効税率	(%)	77.20%	注 53.63%	30.64%	30.34%	54.30%	52.97%
投下資本利益率 (ROIC)	(%)		7.07%	13.22%	13.86%	4.11%	3.44%

投下資本利益率 (ROIC) の算出手順	
項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債
投下資本 (簿価)	有利子負債＋株主資本の簿価
みなし税引後営業利益 (NOPLAT)	(営業利益＋受取利息＋受取配当金) × (1－実効税率)
投下資本利益率 (ROIC)	NOPLAT (みなし税引後営業利益) ÷ 投下資本 (簿価) の期中平均

注) 2006年3月期の実効税率はフォトイメージング事業終了に伴う減損損失や特別損失で異常な値となった。
そのため、企業価値を算出するに当たり、2009年3月期、2010年3月期の平均値である53.6%とした。
なお、法定実効税率40.7%に対して大きくなっているのはのれんの償却額および評価性引当額によるものである。

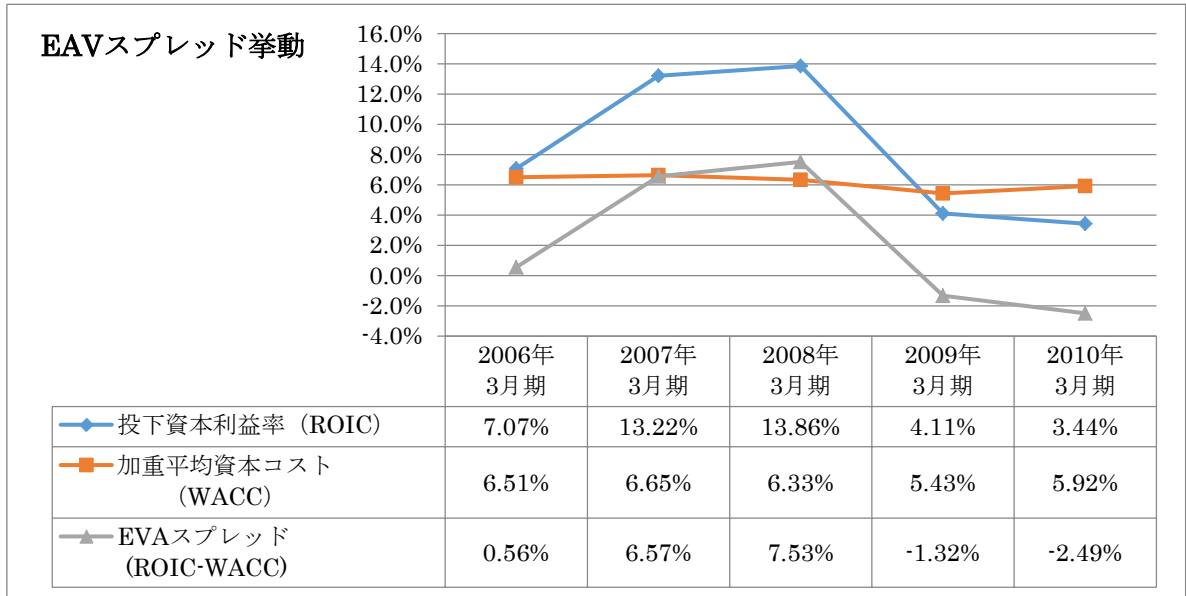


EVA は株主本コストも加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出したかを示す指標であり、みなし税引後営業利益 (NOPLAT) から資本コスト (= 投下資本 × WACC) を差し引いて求められる。従って EVA を向上させるためには、NOPLAT を増加させるか、資本コストを減少させるかの2通りがある。さらに資本コストを減少させるためには、投下資本を減少させるか、WACC を小さくする必要がある。2007年に赤字の続くフォトイメージング事業を終息させ EVA は順調に成長してきた。しかし、2009年3月期以降、世界経済の EVA はマイナスである。この原因を探るために、NOPLAT と資本コストの挙動を以下に確認する。



2006年3月期から2010年3月期まで資本コストの変化は少ない。一方 NOPLAT は2008年3月期までは上昇したが、2009年3月期に大きく減少している。この NOPLAT の減少は営業利益の減少による。従って、EVA の減少は、営業利益の減少が原因である。

ROIC は投下資本に対するみなし税引後営業利益（NOPLAT）の割合を示している。従って ROIC を向上させるには、NOPLAT を増加させるか、投下資本を減少させるかの2通りがある。EVA スプレッドは、ROIC から WACC を差し引くことで求められ、これがプラスであれば企業は付加価値を生み出していると言える。EVA スプレッドの挙動は以下の通りである。



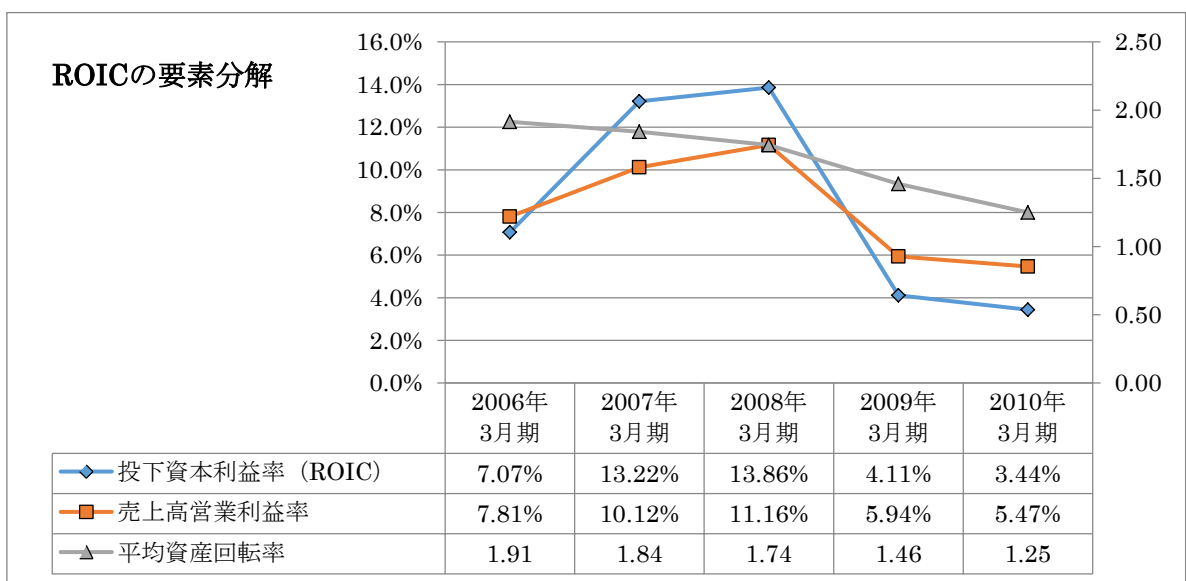
2009年3月期以降、ROICはWACC以下に低下し、EVAスプレッドはマイナスになった。このROICの低下要因を確認するために、ROICを下式のように要素分解する。

$$\text{ROIC} = (1 - \text{実効税率}) \times \frac{\text{EBITA}(*)}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{投下資産}}$$

$$\div (1 - \text{法定実効税率}) \times \text{売上高営業利益率} (*) \times \text{平均資産回転率} (**)$$

(*)ここで簡便的に売上高営業利益率としているが、実際のROICの計算では営業利益に受取利息、配当金を加算している。

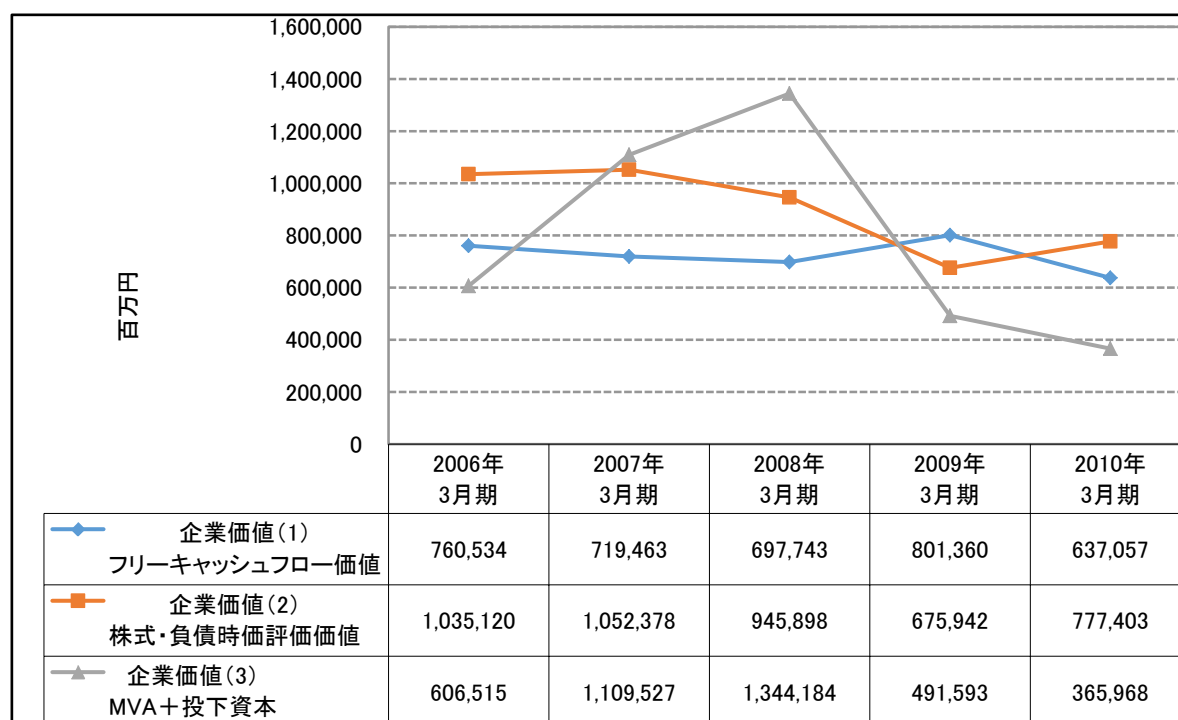
(**)投下資本回転率は期中平均で求める。



この ROIC の要素分解のグラフから明らかなように、ROIC が低下した主因は売上高営業利益率すなわち収益率の低下と、平均資産回転率の低下によるものである。2008年3月期までは、EVA は上昇を続け、ROIC も WACC を上回り順調であった。しかし世界的な景気悪化の影響で EVA は2009年3月期に大きく減少。ROIC も WACC を下回りマイナスである。企業価値を高めるため、利益回復あるいは資本コストを意識した経営が必要である。

1.2.7 企業価値指標の算出結果および算出方法

企業価値指標



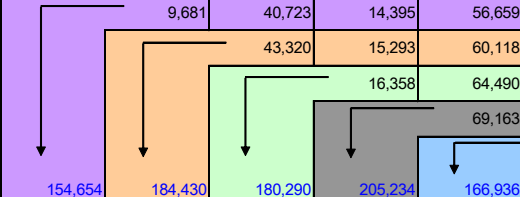
企業価値指標の算出手順は以下の通り。

フリーキャッシュフロー価値：下記資料の通り

株式・負債価値（時価評価）：期末株価×発行済株式数×有利子負債簿価

市場付加価値（MVA：Market Value Added）：EVA÷資本コスト＋簿価投下資本

資料 フリーキャッシュフロー価値算出手順

フリーキャッシュフロー (FCF) 価値の算出方法						単位：百万円					
	2006年 3月期	2007年 3月期	2008年 3月期	2009年 3月期	2010年 3月期	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
営業活動によるCF	78,924	66,712	123,014	107,563	113,377						
投資活動によるCF	-43,146	-56,401	-76,815	-90,169	-40,457						
FCF	35,778	10,311	46,199	17,394	72,920	45,504	42,107	38,963	36,055	33,363	30,872
平均FCF			45,504								
売上高	1,068,390	1,027,630	1,071,568	947,843	804,465						
売上高成長率	0.1	-3.8	4.3	-11.5	-15.1						
平均売上高成長率			-7.5								
06/3の予測期間の価値		9,681	40,723	14,395	56,659	33,196					
07/3の予測期間の価値			43,320	15,293	60,118	35,177	30,522				
08/3の予測期間の価値				16,358	64,490	37,846	32,935	28,660			
09/3の予測期間の価値					69,163	40,936	35,928	31,533	27,675		
10/3の予測期間の価値						42,960	37,529	32,785	28,641	25,021	
予測期間の割引現在価値(A)	154,654	184,430	180,290	205,234	166,936						
加重平均資本コスト	6.51%	6.65%	6.33%	5.43%	5.92%						
FCFの永久成長率 (無リスク利子率)	1.75%	1.70%	1.52%	1.36%	1.27%						
継続価値の割引率	4.76%	4.95%	4.82%	4.07%	4.65%						
継続価値のNPV(B)	605,880	535,033	517,453	596,126	470,120						
企業価値：(A) + (B)	760,534	719,463	697,743	801,360	637,057						

フリーキャッシュフロー算出の前提条件

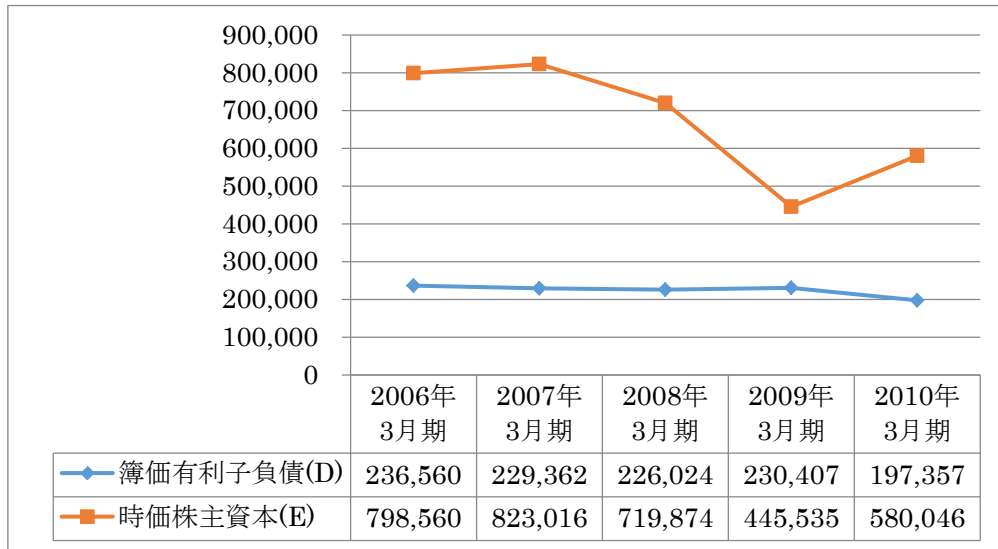
- 平均売上高成長率はフォトイメージング事業終了後の2007年3月期から2010年3月期の平均成長率で増えると仮定
- 平均フリーキャッシュフローも、フォトイメージング事業終了後の2007年3月期から2010年3月期の3年間のフリーキャッシュフローを平均化
- 予測期間を5年と仮定
- 継続価値は6年目のフリーキャッシュフロー／継続価値の資本コスト

(1) フリーキャッシュフロー価値

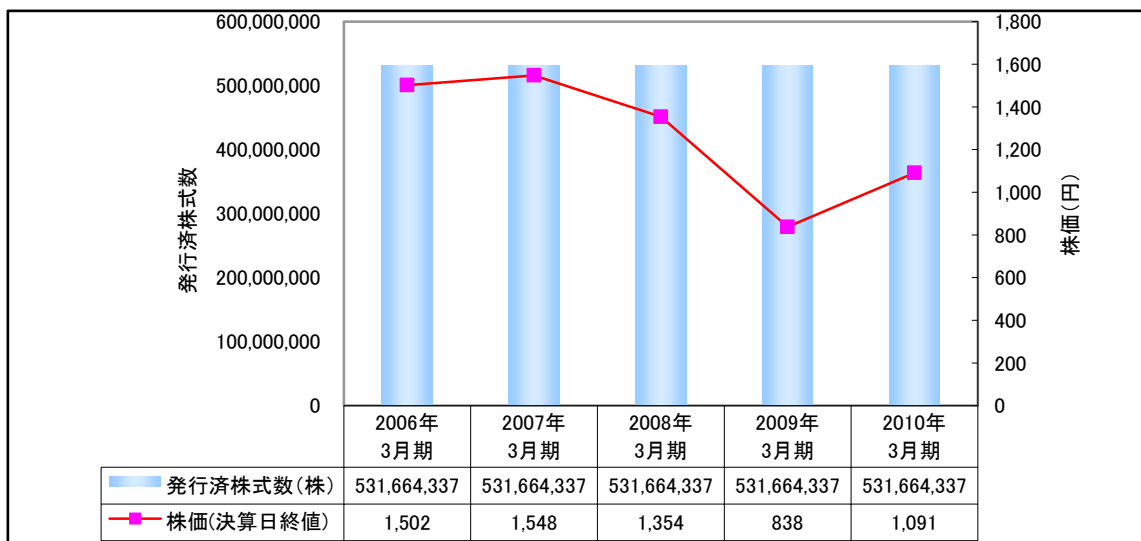
過去5年のコニカミノルタのフリーキャッシュフローはプラスである。従って、フリーキャッシュフローの創出に一定の意識があった。フリーキャッシュフロー価値は、フォトイメージング事業を終了した過去3年の平均を推移すると仮定すると、七千か九千億円の範囲で推移する。なお、2010年3月期、投資活動を抑制したことから、過去最高のフリーキャッシュフローを創出している。また、平均売上高成長率はマイナスで計算をしている。このため、今後、成長路線への投資活動を行い、売上高を成長させながらフリーキャッシュフローを創出する必要がある。

(2) 株式・負債時価評価価値

2009年3月期に低下した。この株式・負債時価評価価値は、時価株主資本＋有利子負債で計算される。この時価株主資本と有利子負債の推移は下図の通り。



この上図より明らかなように、2009年3月期、時価株主資本の減少により、株式・負債時価評価価値が減少する。この時価株主資本は、株式発行数に株価を掛けた値である。発行株式と株価の推移は以下の通り。



上図より株式発行数は一定である。従って、時価株主資本の減少は株価の低下によるものである。また、下図は、コニカミノルタの株価と日経平均の比較である。2005年から2006年にかけては、日経平均よりも低く推移した。低迷したフォトイメージング事業が終息した2007年3月以降、世界的な金融危機により株安となった2008年秋までは、日経平均よりも高い値を推移した。2008年秋の景気悪化以降は、日経平均とほぼ同じ推移をしている。

(3) 市場付加価値 (MVA)

市場付加価値は、絶対値は別にして、キャッシュフロー付加価値と同じ傾向である。

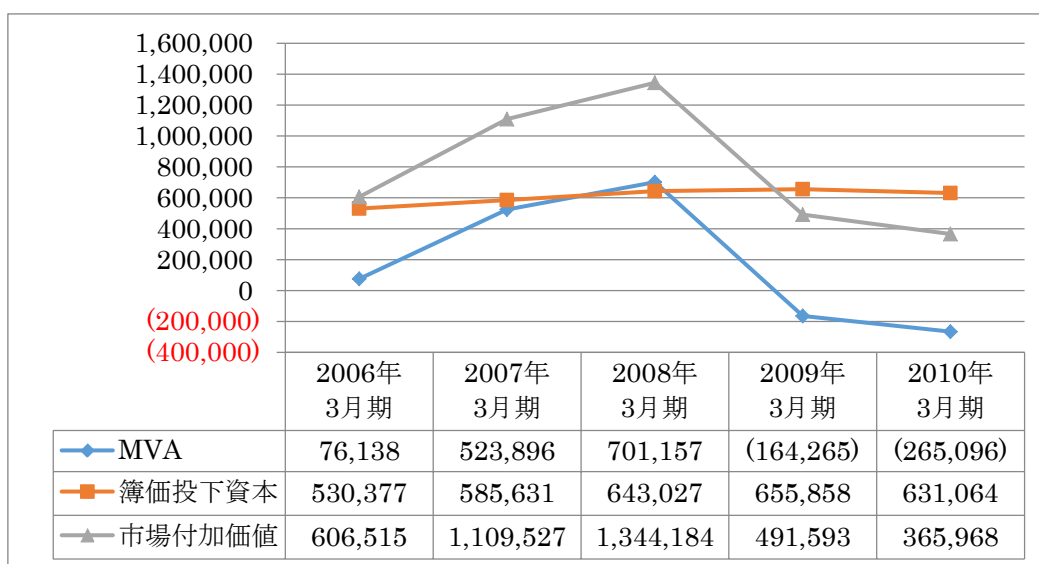
市場付加価値は以下の式で示される

市場付加価値＝MVA＋簿価投下資本

＝EVA÷資本コスト＋簿価投下資本

MVA と簿価投下資本、市場付加価値の関係は下図の通り。

簿価投資資本は微増傾向にあるが変化は少ない。一方、2009年3月期、EVAの減少によりMVAは減少した。このため、市場付加価値は2009年3月期に大きく減少した。



各企業価値指標、すなわち成長性から将来価値を現在価値に割り引いて求める「(1) キャッシュフロー価値」、株式・負債の時価合計を表す「(2) 株式・負債価値」、およびMVAに簿価投資資本を加えた「(3) 市場付加価値」の5期平均の値は以下の通り

企業価値指標	5期平均	
(1) キャッシュフロー価値	723,232	百万円
(2) 株式・負債価値	897,348	百万円
(3) 市場付加価値	783,558	百万円

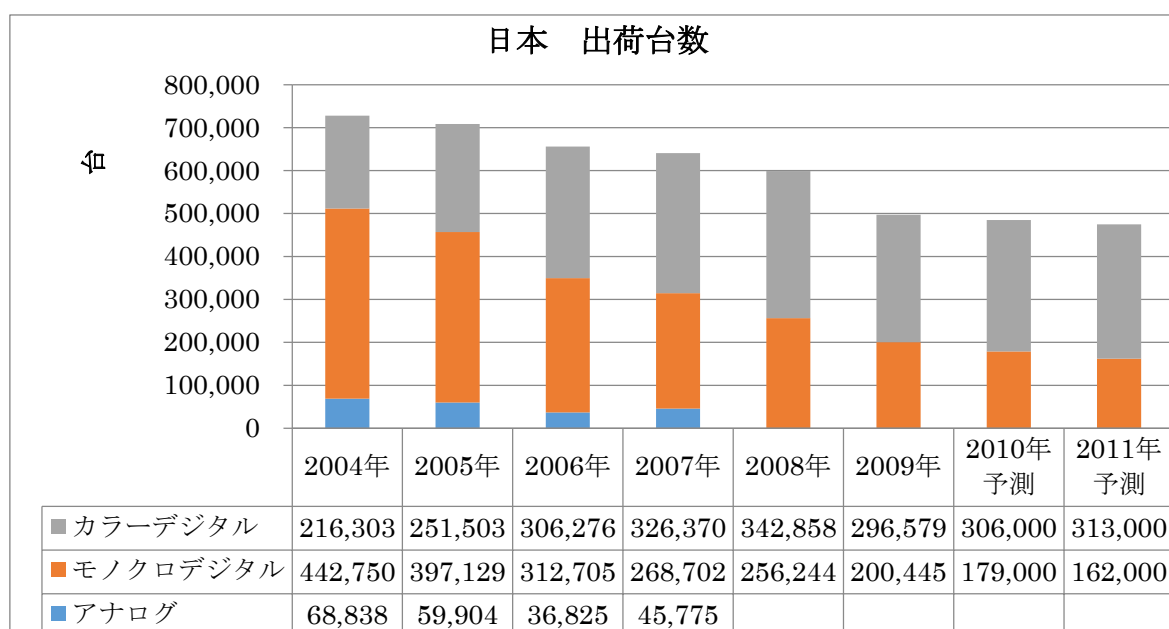
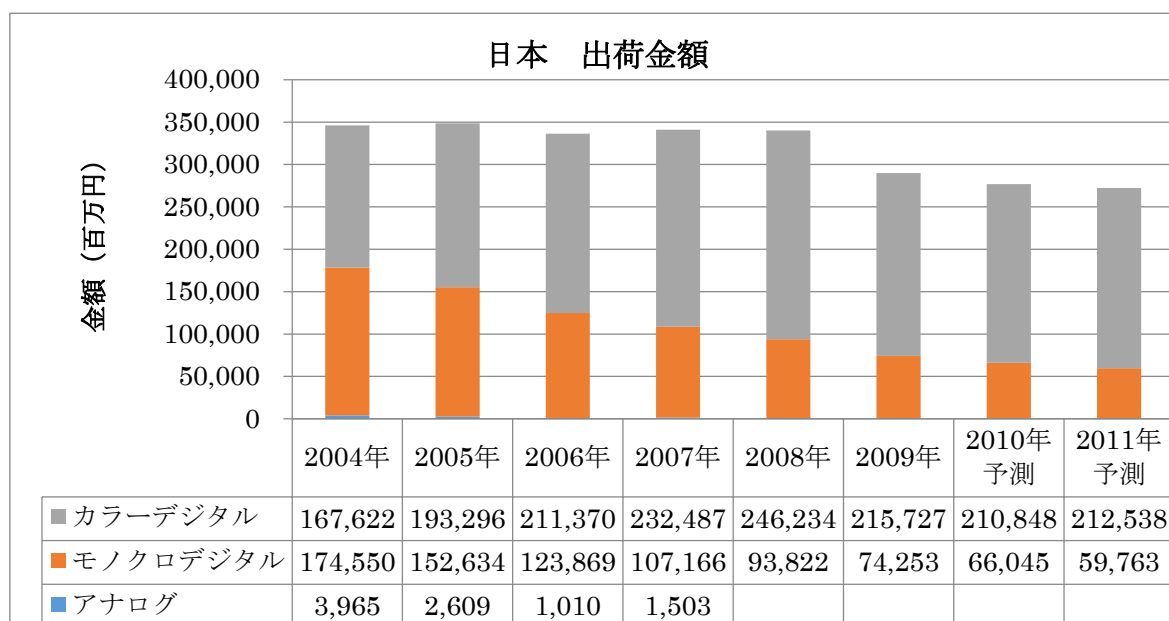
上表から明らかなように(1) キャッシュフロー価値が一番小さな値となっている。キャッシュフロー価値は、計算の前提条件により結果が大きく変動するために、この指標だけによる企業価値評価は好ましくない。(2) 株式・負債価値は、日経平均の上からほぼ同等の挙動をしていることから市場では平均の評価。(3) 市場付加価値は、(1) キャッシュフロー価値のように将来の成長見込みを盛り込まないために、今後の生業次第で変化する。コニカミノルタは、オプト事業は成長過程であるがデジタル家電産業成長に左右される。また主力の情報機器の成長率が鈍化している。このため、情報機器、オプト事業に続く第3の事業の育成が必要である。

1.3 主要事業部門別業績推移

1.3.1 情報機器事業

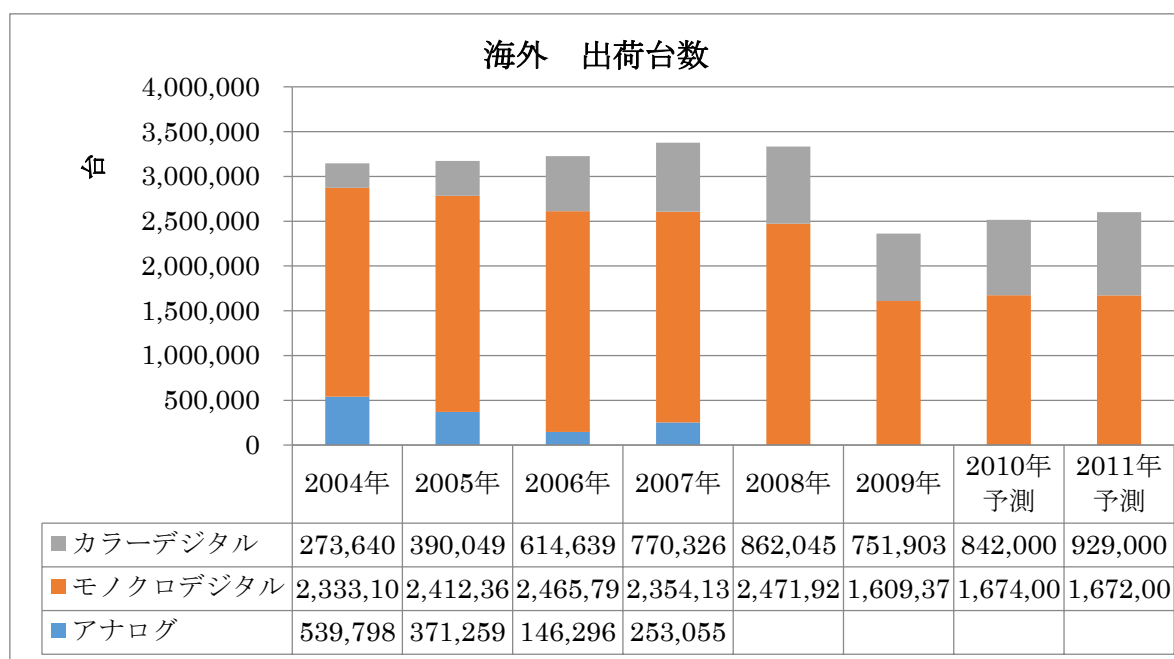
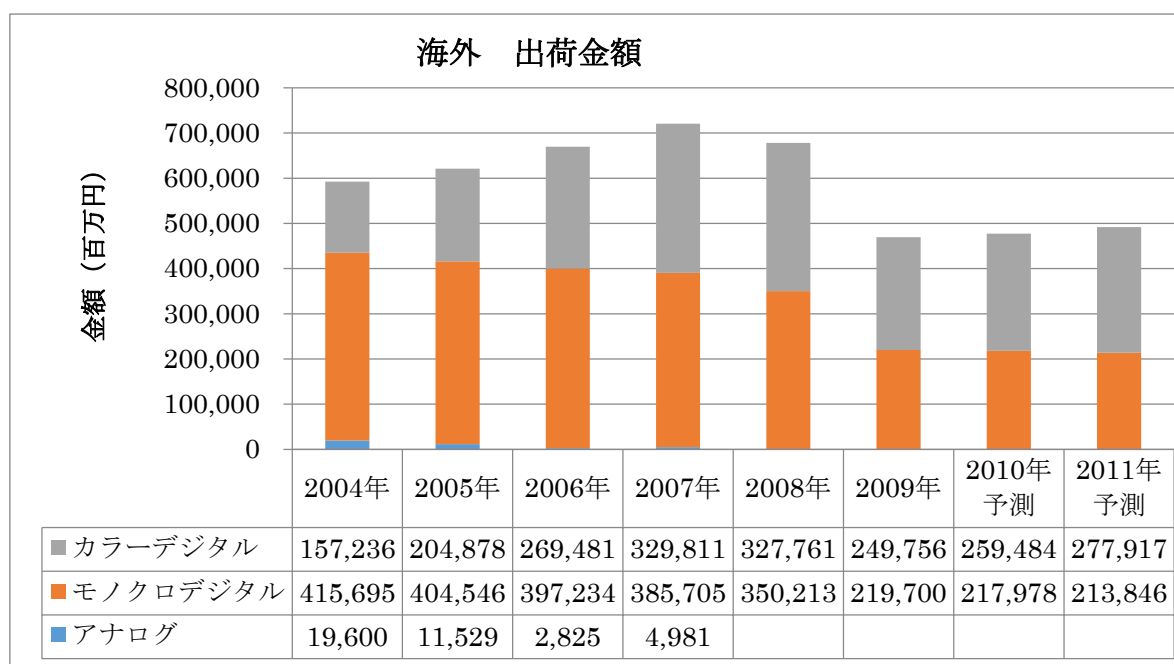
(1) 情報機器市場

社団法人ビジネス機械・情報システム産業協会 事務機械の自主統計品目 出荷実績によれば日本国内の出荷金額、出荷台数の推移は以下の通り。



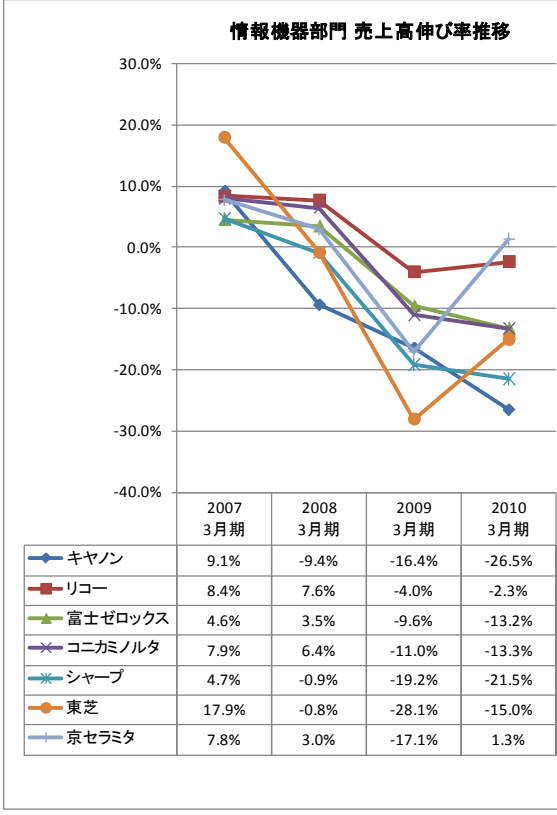
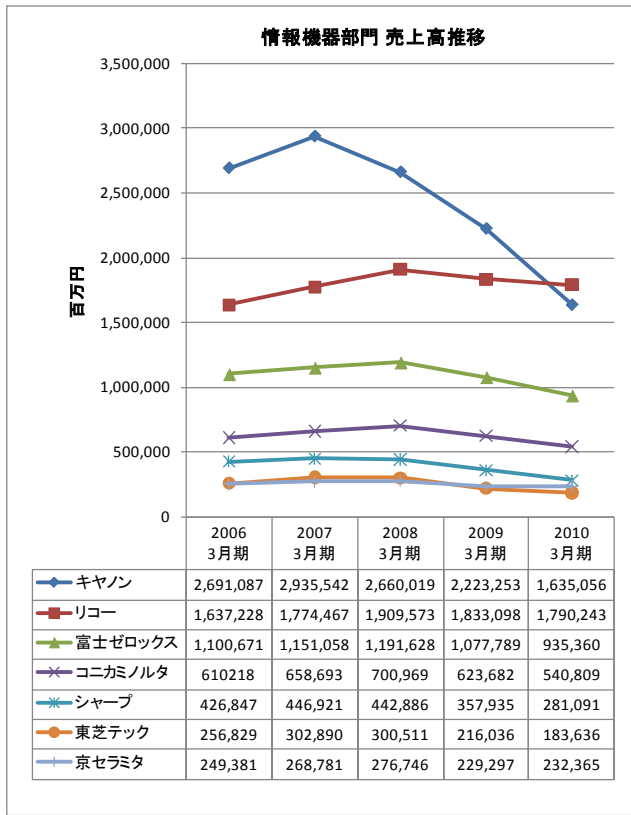
国内の総出荷台数は年々減少している。特にモノクロ機の減少が著しい。一方、カラーは2008年まで台数が伸長した。しかし、2009年に景気悪化の影響を受け出荷台数が減少し

た。金額は付加価値の高いカラー機が増えたために総出荷金額は 2008 年まで横ばい。2009 年には金額も減少した。このように、国内市場は縮小傾向にある。

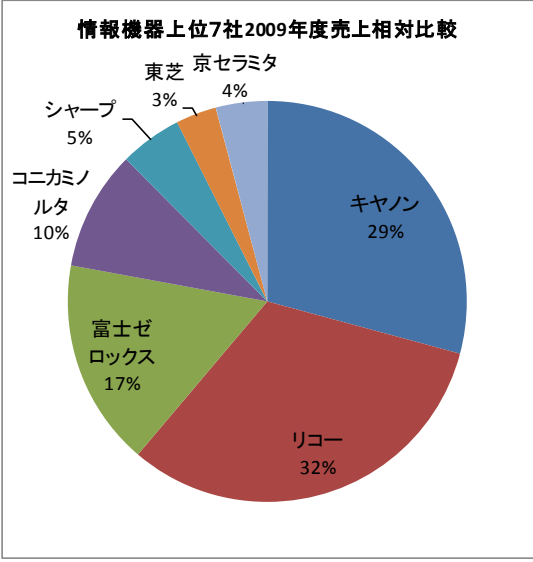


一方、海外の出荷台数は、国内と異なり、モノクロは 2008 年まではほとんど減少なかった。そしてカラーは大きく伸長。しかし、2009 年にモノクロが大きく減少した。金額は 2007 年をピークに、2008 年より減少しはじめ 2009 年に大きく減少した。以上のように、国内、海外共に、市場は 2007 年をピークにして、2008 年秋の世界的不況の影響を大きく受け減少している。そして、国内のモノクロは市場衰退、カラーが微増と総市場は縮小

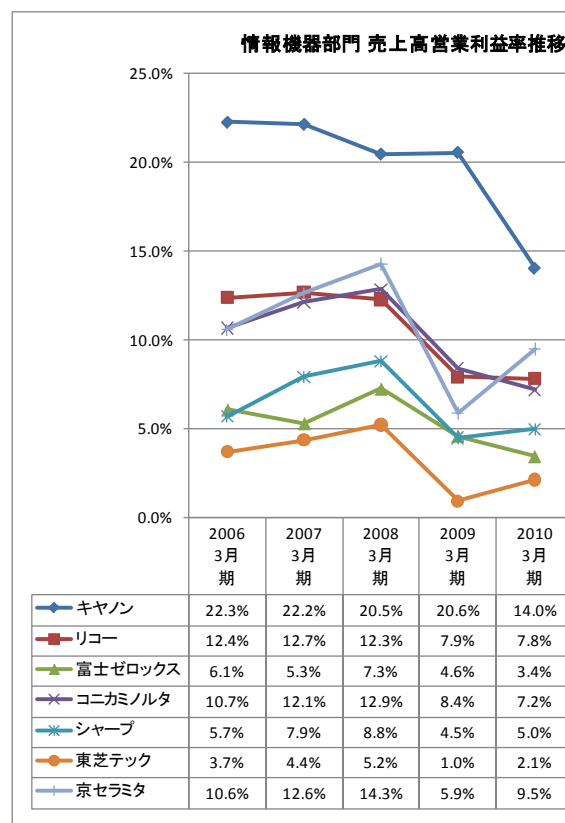
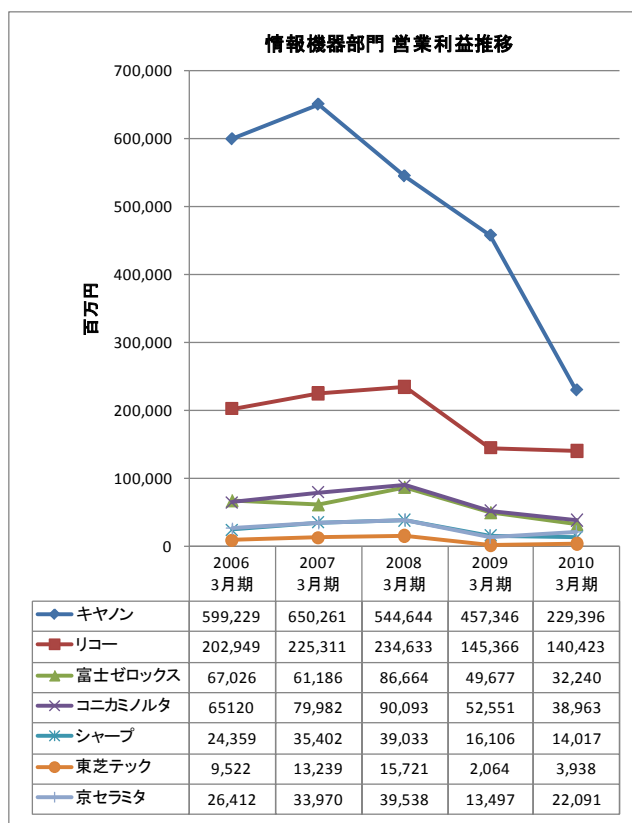
傾向。海外は、モノクロは維持、カラーが成長を継続と、総市場は成長傾向にある。続いて、情報機器メーカーの財務諸表での売上高推移は以下の通り。



キヤノンを除き、各社同じ比率で動いていることが特徴である。そして、世界経済が悪化した 2008 年秋以前の 2008 年 3 月期にて、全社の成長率が低下している。特に、キヤノン、シャープ、東芝は 2008 年の時点でマイナスになっており、前述の社団法人ビジネス機械・情報システム産業協会調べの市場推移と同様に、2008 年秋のリーマンショックの前から縮小方向にあったものと思われる。また、2009 年、2010 年の成長率も、キヤノン、シャープ、東芝の順でマイナスが大きく、シェアトップのキヤノン、そして、下位のシャープ、東芝テックは売上の減少が止められない状態にある。



上位 7 社で、2009 年度の売上高の相対比較をすると左図の通り。キヤノン、リコーが 2 強。富士ゼロックスとコニカミノルタ、シャープの規模の比率は約 2 倍ずつ異なり、簡単には追いぬけない構造となっている。



営業利益では、コニカミノルタは富士ゼロックスよりわずかに上を推移する。売上高営業利益率を比較すると、キヤノンが一位であるが、2位グループとして、コニカミノルタ、リコー、京セラミタが12～7%でほぼ同等な推移をしている。下位グループとして、シャープ、富士ゼロックス、東芝テックが推移する。このように、コニカミノルタは、売上で業界4位。利益率では、業界2位グループにある。そして、下位のシャープ、東芝テックは利益を出しにくい構造にある。

全世界での、カラーレーザー方式の複合機、プリンターの台数シェアではコニカミノルタは、下図 IDC 社調べで、2007年度5位。なお、この順位は、安価なプリンターも含めての数値である。サムソンは安価なレーザープリンターで市場シェアを急速に確保している。

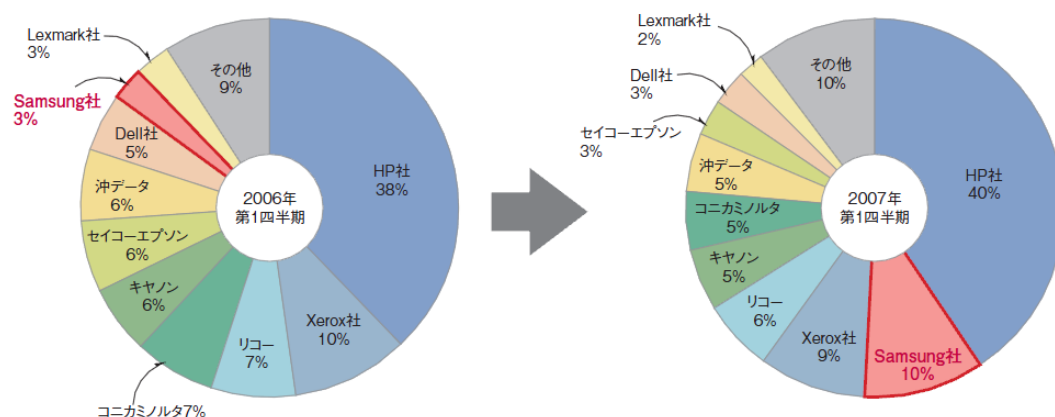


図1 カラー・レーザ方式機で世界2位

Samsung Electronics社は2007年第1四半期に、カラー・レーザ方式機で世界第2位の出荷台数シェアを獲得した。前年同期は、第9位だった。ここでカラー・レーザ方式機とは、単機能プリンター、単機能複写機、単機能ファクシミリ、複合機を合算したものを指す。IDC社が2007年8月に提供したデータに基づく。

出典：日経エレクトロニクス 2007年9月10日号

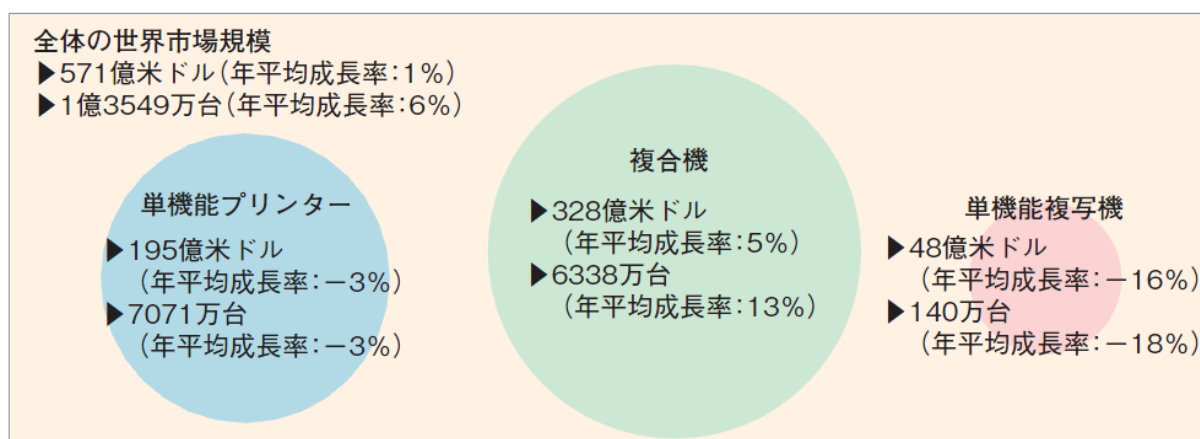


図2 7兆円と莫大な市場

複合機と単機能プリンター、単機能複写機の世界需要は、2006年において571億米ドル(1米ドル120円換算で6.9兆円)だった。図中の年平均成長率は、2006～2011年における予測値。いずれもGartner社が2007年8月に提供したデータに基づく。なお、トナーなどの消耗品を含めたプリンター/複写機/複合機の年間需要は13兆円を超えるといわれている。

出典：日経エレクトロニクス 2007年9月10日号

台数ではプリンターが多いが、上図のように、市場規模は、高機能ゆえに単価が高額な複合機の方が約1.5倍大きい。また市場成長率も複合機の方が高い。このため、HP、サムソン、ブラザー、沖データ、エプソン等プリンター業界は、安価なプリンターを用いて、スキャナーやモデムと組み合わせ、エントリーレベルの複合機市場に参入しはじめている。ここで、印刷速度が44枚以下のモノクロや20枚以下のカラー機は、安価なプリンターベースの複合機と完全に競合するため、競争が厳しく、価格勝負となるためリスクが高いクラスである。速度毎分45枚以上のモノクロは、プリンターと競合せず、かつ印刷枚数が多いためトナー消費量が多いためキャッシュカウとなる。続いて、成長が著しい、毎分

21枚以上のカラー機はグロスと呼ばれる。メーカー分類であり、リコー、キャノン、コニカミノルタ、ゼロックス、その他となっており、各社の売上総数に対する、リスク、キャッシュカウ、グロスの比率を比較できる。コニカミノルタは、グロスのうち最高速のカラー45枚機以上の占める割合が一番高く、高速カラーの販売比率が大きいメーカー、すなわち消耗材で利益を生み出せる企業として認められている。これは、カラー、高速に先行してきたジャンルトップ戦略の結果である。

消耗材（トナー）の販売が、複合機メーカーの利益源泉となっているために、成長著しいカラー機の3年間に累積出荷台数のシェア推移を比較したものが図1-2の通り。45枚機以上でコニカミノルタは台数がトップとなっている。そしてカラー総計でも4位となっている。なお、シャープは中速域（21~30枚、31~44枚）のセグメントでコニカミノルタと同等のシェアにまで上昇している。そして45枚機でもわずかにシェアが上がり始めており、今後、コニカミノルタへの脅威になる可能性がある。なお東芝はカラー機の開発が遅れ、毎分31枚機以上でのシェアがほとんどなく極めて弱い立場にある。

このように、消耗材であるトナー市場は、ケミカルトナーの生産量が増えていく予想となっている。このケミカルトナー（＝以下、重合トナー）とは、化学反応を用いて製造するトナーである。粒径を小さく均一にできるため、インクを砕いて作る従来型の粉砕トナーに比べて画質を高めることができる。特に4色の色を使い分けるカラー画像においては画質影響が顕著である。また、紙に定着させる温度を抑えることができるため、複写機の消費電力の大幅低減や、印刷の高速性に寄与できる。さらには、製造工程での環境排出量とエネルギー量が少なく済むために製造コスト削減可能という特徴があり、省エネルギー、省資源、高画質を両立できる材料技術として注目されている。コニカミノルタは銀塩写真の微粒子形成技術を応用し重合トナーの生産を2000年に開始。図1-4のように、2006年の時点ですでに一位。そして2007年には約1万5千トンと業界一位の生産能力を上げている。その結果、図1-5のようにカラー機ではすでに重合トナーは99・6%、モノクロ機でも96・5%と、業界トップの採用率になっている。

図 -4 重合トナーメーカー別生産量（2006 年 コニカミノルタ調べ）

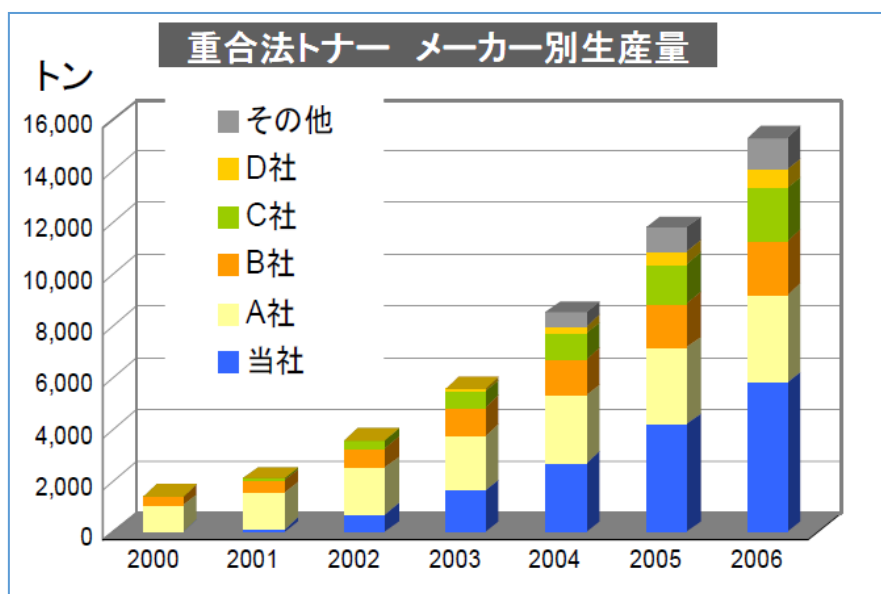


図 -5 重合法トナー採用率

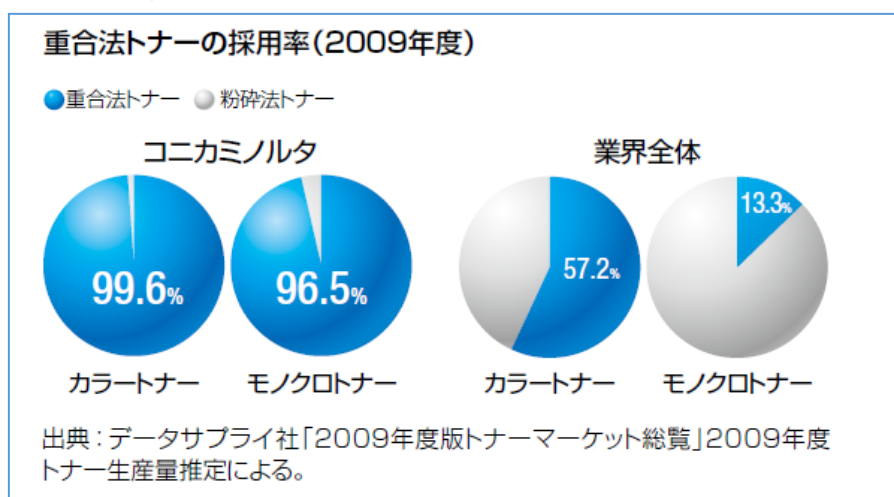


図 -6 重合法トナーの環境負荷低減効果 (2009 年度コニカミノルタ調べ)

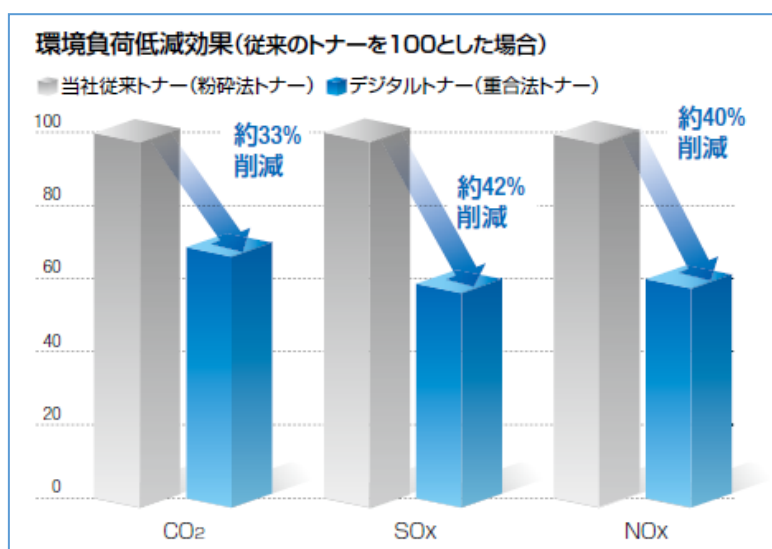


図 -7 重合法トナー搭載機の消費電力 (2009 年度コニカミノルタ調べ)

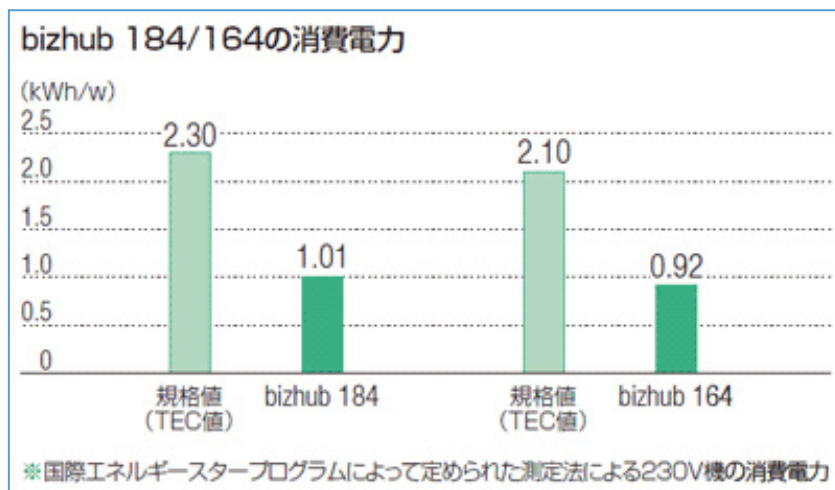


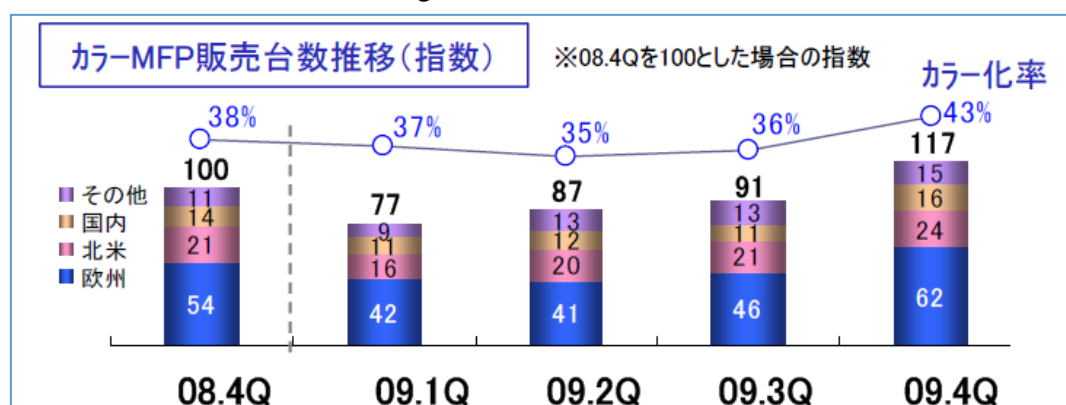
図 1-6、図 1-7 から明らかなように、重合法トナーは製造段階で環境特性、そして、ユーザーが使用時の省エネ特性に優れている特徴がある。さらに、低温で定着できると、より少ない熱量で定着できることになり高速運転が可能となる。このような特徴を持つ重合法トナーを戦略的に他社に先駆けて採用してきた。その他、重合法トナーのメリットをまとめると下表のようになる。

表 1-1 重合法のメリット

特性	粉碎法	重合法	重合法のメリット
微粒子形成原理	機械的	化学的	
小粒径	8～10 μ	◎3～6 μ m	高画質化(精細画像) 低コスト化(消費量低減)
形状、大きさ、 表面特性均一性	不均一	◎均一	画質安定(高画質化) コントロール容易(装置低コスト化)
特殊構造可能 ワックス内包型	× 不可	◎可能	画質ギラツキ低減、書き込み性、 機械信頼性・寿命向上
低温定着	× 劣	◎優	紙のカールの無い出力 準備時間短縮 ヒーター、冷却ファンの小型化 静音化、省電力、運転コスト低減

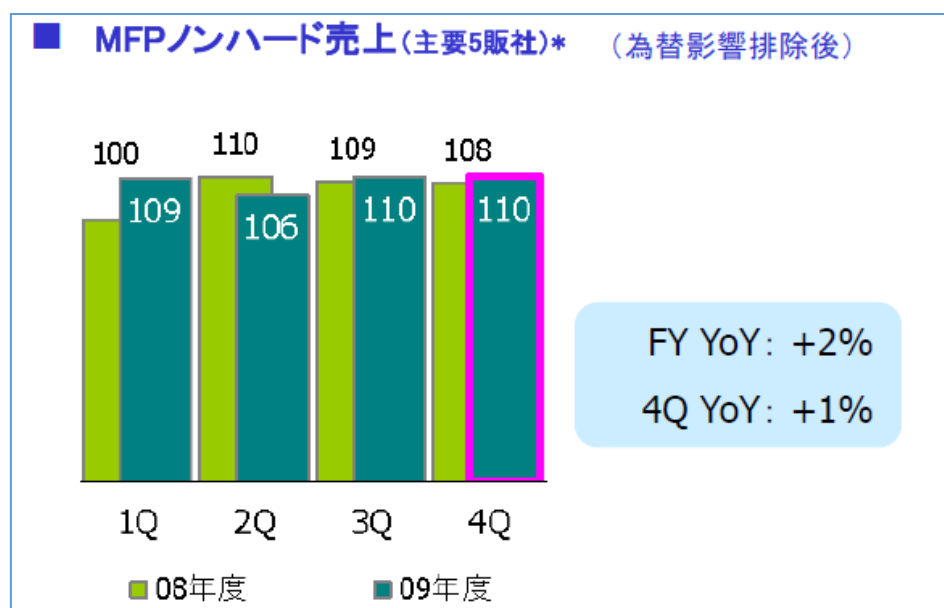
図 1-8、図 1-9 ように、2008 年度から 2009 年度にかけて、複合機の売上は減少したものの、トナーの売上は前年を維持し、消耗材は安定した売上が期待される特徴がある。

図 -1 コニカミノルタ 08 年 4Q からの複合機売上推移；景気悪化で売上低下



出所；2010 年 3 月期決算資料

図 -2 コニカミノルタ 08 年~09 年トナー、感光体売上推移



*日・米・英・独・仏の5販社ベース

09 年度、景気悪化の影響をほとんど受けず前年の売上を維持している

出所；2010 年 3 月期決算資料

(2) 情報機器まとめ

コニカミノルタ複合機の強みのあるセグメント；高速、カラー

小粒径化や均一化を達成した重合法トナー技術、デジタル複写機の開発から長年にわたって培ってきた画像処理技術及びカラー機でもモノクロ機並の高速出力を可能としたタンデムエンジン技術などがコニカミノルタの強み技術である。オフィス用カラーMFP分野では、これら技術によって高速・高画質化を実現しており、国内市場ではシェアは小さいものの、欧米市場において高速カラー部門ではトップグループのポジションを獲得している。さらにより高速印刷が必要な商用印刷分野では、上記強み技術に加えて、低温定着によるカークル抑制を強みとして、多様な紙種に対応した高精度なペーパーハンドリング技術、糊付け製本や中綴じ製本など印刷後における様々な加工が可能な後処理技術を搭載し、同分野の最大市場である欧米市場において、高いシェアを持っている。

複合機やプリンターは、国内ではキヤノン、リコー、富士ゼロックスの「御三家」に大きく引き離され地味な事業である。巻き返しの軸が「高速」「カラー」と「欧州」である。コニカ出身の岩居氏の後を継いだミノルタ出身の太田氏は「カラー、モノクロの全面戦争だと二社を一緒にしても（経営資源が）足りない」として、当時本格的な普及が始まっていたカラー機の開発、特に重合トナーの低温定着を活用できる高速機に重点を置いた。そして安いモノクロ専用機にこだわらずカラー化比率を直近で35%まで上げ、採算を向上させている。欧州ではもともとミノルタの進出が早く、一定の地盤はあった。2005 年からはサッカーのスター選手を起用した広告を展開。日本企業が手薄な東欧でも強く、欧州ではシェア三位で、情報機器売上高の四割強を稼ぐまでになっている。

複写機においては、信頼性の高い製品を作るために、レンズに代表される光学技術、トナーなど化成品に係る化学技術、耐久性が高く正確に紙送りをする機械技術の技術統合が不可欠である。最高級機種デジタルカラー複写機に関しては、部品点数は2万5000点超と、自動車並に多くなっており、工業製品では「すり合わせ型技術」の極地ともいわれる。このため今までは「すりあわせ型技術」に強い日本企業が独占してきた。しかし低価格ページプリンターにおいては、トナー、感光体を購入して水平分業で製造していると言われるサムスン電子が急速に伸びており、脅威となる可能性がある。

1.3.2 オプト事業分野

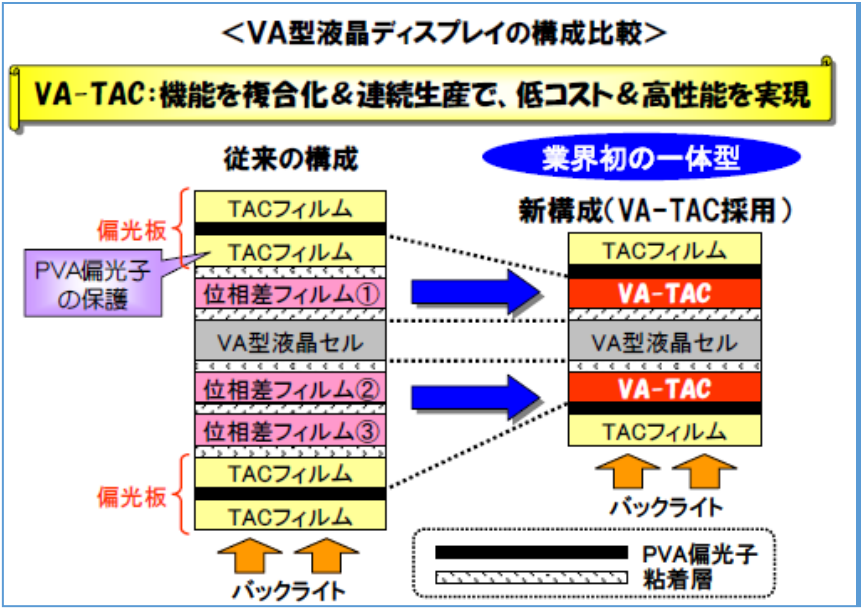
1.3.2.1 光ディスク用対物レンズ市場

1984年に世界で初めてCD用非球面プラスチック対物レンズの開発に成功して以来、光ディスク用対物レンズの市場において、革新的な技術開発を行うことにより、常に市場をリードしている。DVD用システムに比べてより高度な性能が要求されるブルーレイディスク（BD）用システムにおいては、BD、DVD、CDの三つの方式に対応できる2枚玉対物レンズの開発とBD専用単玉対物レンズの開発にいち早く成功し、世界に先駆けて量産供給している。このように、高性能、高品質のレンズを次々に開発することにより、光ディスク用対物レンズの市場において常にトップシェアを維持している。（数値公表なし）2008年8月26日付日経産業新聞記事によれば、BD（ブルーレイ）向けで圧倒的なシェアとのことである。

1.3.2.2 液晶用偏光版保護フィルム市場

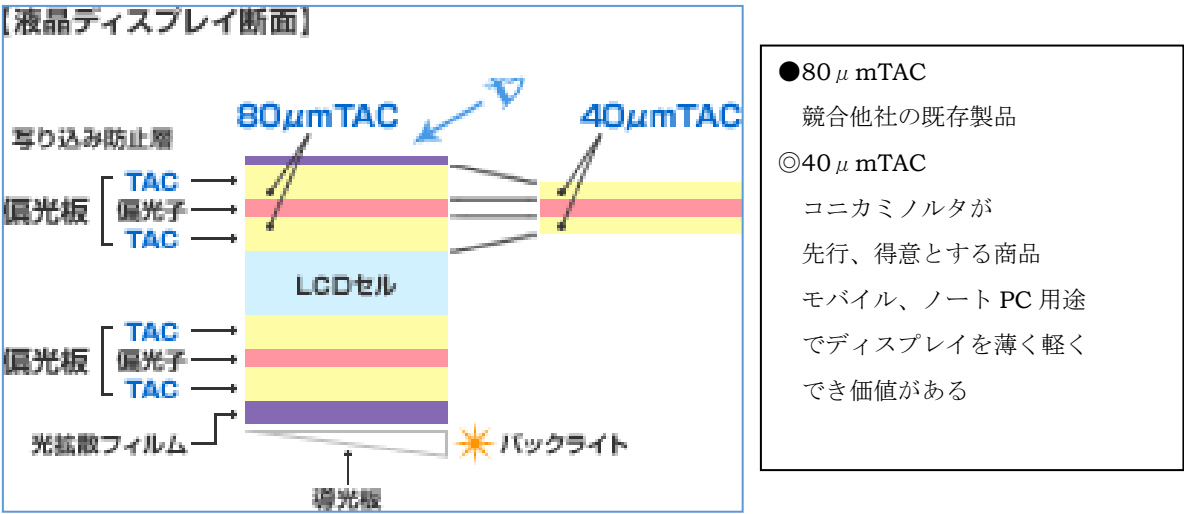
図1-10のように、液晶ディスプレイの偏光板用保護フィルムの市場は、特に液晶TV市場の伸びと液晶TVの大型化で需要面積が年々伸びている。また今後の伸びも予想される。この偏光板保護フィルムとは、液晶ディスプレイに必要な一定方向の光のみ透過させ、ほかの光を遮断する偏光板の保護フィルムとして用いる。偏光板の中核部分である偏光子は強度に劣るため、両面からフィルムで保護する必要がある。水溶性樹脂であるPVA（ポリビニルアルコール）で製造される偏光子は水分を含んでおり、天然素材由来のトリアセートセルロース（TAC）を原料として、吸湿性のあるTACフィルムが保護材として最適とされる。このTACフィルムは元々はカラー写真のフィルム基材として用いられてきた。このため、写真感光材料の製造によって培ってきた材料技術と生産技術を活かし、高機能を維持したまま薄型化を実現したフィルムを製品化し、現在では業界第2位の約30%のシェアを獲得している。全体の市場の中では30%を占めるにすぎないが、市場の中のセグメントでは、特に、図1-12のように、大型TV市場の大半を占めるVA型液晶テレビの画質向上とコストダウンに必須な位相差フィルムや、図1-13のような中小型液晶やノートPC向けの従来の80 μ mに対し、半分の40 μ mの厚みの薄膜品の高付加価値品の出荷比率が、図1-13で示されるように高く、かつ競合他社より圧倒的に高いシェアを持っている。（数値公表なし）

図 -3 VA 位相差フィルムの仕組み



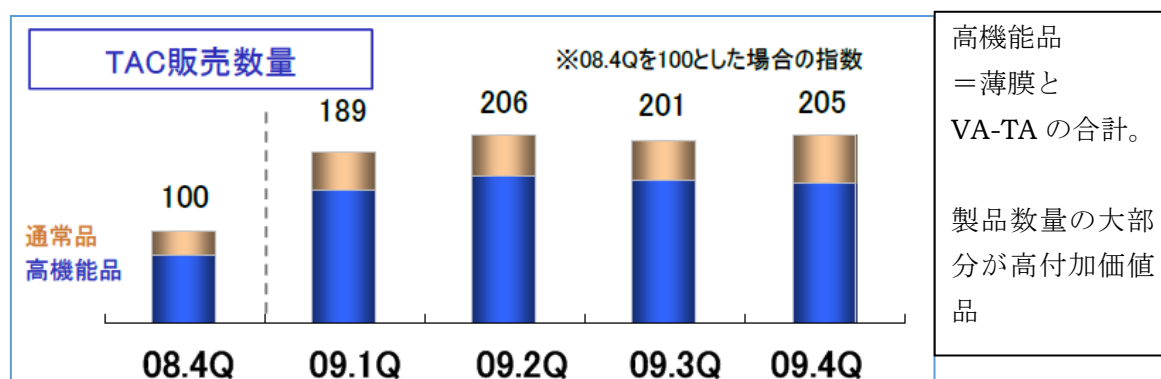
出所 第3回ものづくり日本大賞資料より（経済産業省主催）

図 -4 薄膜フィルムの仕組み~全体を薄くできモバイル用途に有用



出所 2010/01/21 日経産業新聞

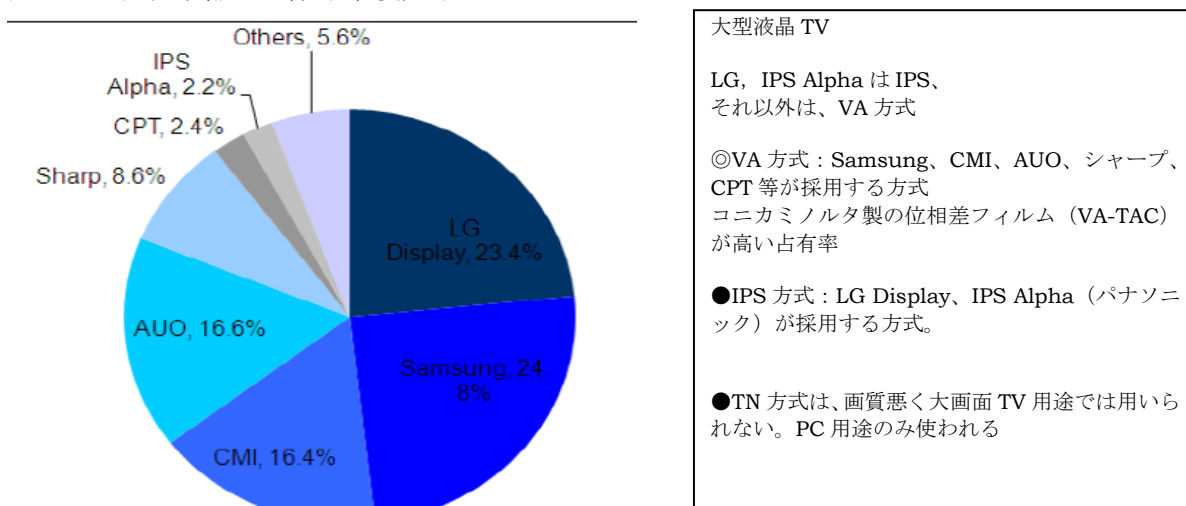
図 -5 コニカミノルタ 高機能品の数量割合



出所 コニカミノルタ 2010 年 3 月期決算資料

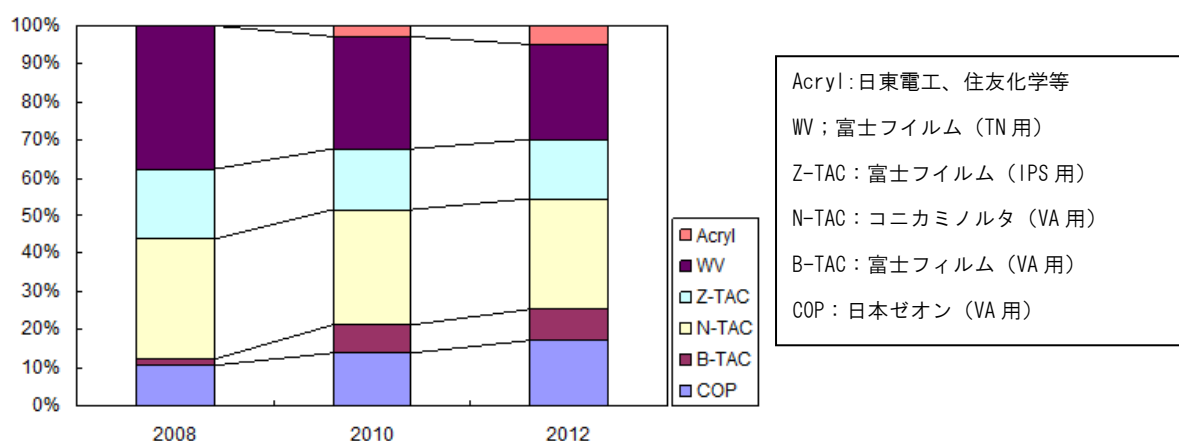
液晶ディスプレイは、液晶駆動方式により、TN (Twisted Nematic)、VA (Vertical Alignment)、IPS (In-Plane Switching) に大別される。図 1-14 のように、VA は、世界トップシェアのサムスン電子をはじめ、ソニー、シャープ、CMO、AUO などを中心に非常に多くのメーカーが液晶テレビ用のパネルとして採用し量産している方式で、世界的にも主流であり量的比率が大きい。IPS は日立が基本特許を持っており、IPS α (パナソニック、日立) と LG 電子が採用している。この VA 方式の画質向上とフィルム枚数を半分に減らしコストダウンを両立させたフィルムが前述のコニカミノルタ独自の VA-TAC であり、VA 方式の液晶ディスプレイに高いシェアを持っている。競合として、富士フィルムの B-TAC、そして日本ゼオンのゼオノアフィルムがある。

図-6 大画面液晶の企業市場優先率



出所 : 2010 年 9 月 14 日 国信証券経済研究所 (中国) レポートより

図 -7 補償フィルムにおける各タイプの比率の推移 (2010 年以降は予測)

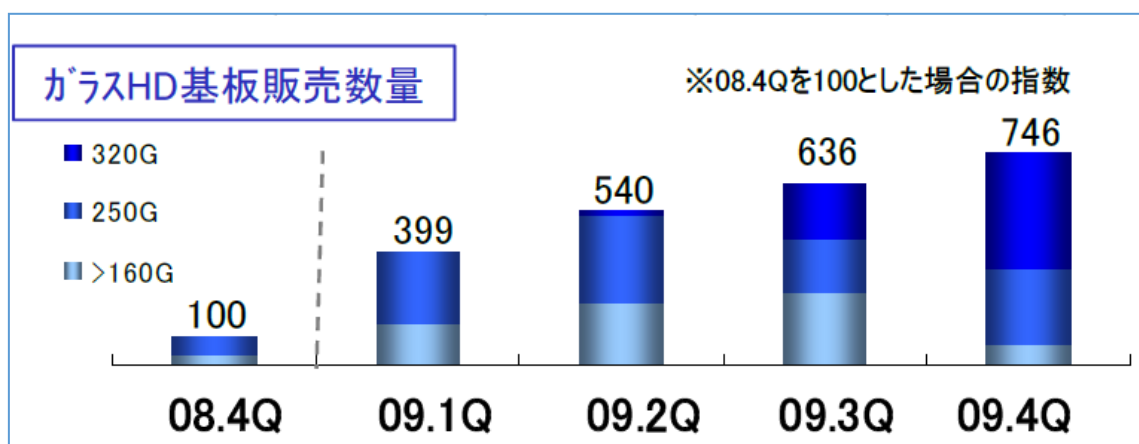


出所: Displaybank、レポート「偏光板とその部材フィルム産業の動向」、2010 年 7 月

1.3.2.3 ガラス製ハードディスク基板市場

図 1-13 のように、コニカミノルタはこの市場にてHOYAの約7割に続き、約25%のシェアを持っている。パソコンや携帯音楽プレーヤー等の記憶装置であるHDDは、新興国のデジタル化による情報量の爆発的な増加に伴い、図1-14のように市場の急拡大が見込まれている。HDDには、磁気ディスクが組み込まれており、その磁気ディスクの基板にはアルミニウム製とガラス製がある。ガラス基板はアルミニウム基板に比べて、耐熱性・耐衝撃性に優れ、記憶媒体の高密度化にも適していることから、ノートパソコンをはじめ小型、可搬性のさまざまなデジタル家電において、採用が急拡大している。コニカミノルタは、カメラ用ガラスレンズの開発・生産で培われた技術をベースに、素材開発から溶融・プレス・研磨まで一貫した開発生産体制を構築し、1990年代から磁気ディスク用ガラス基板事業を手掛けてきた。2007年度にはマレーシアに工場を設立し需要増に対応している。2010年10月には新工場の稼働により、月産約900万枚から約1600万枚に生産能力を增強しシェアを30%に上げる予定である。また、図1-15のように2009年には320G用の高付加価値品の数量を大きく増やしている。このためノートPCにも320Gもの大容量品が普及している。

図 -8 コニカミノルタ出荷数量



出所 コニカミノルタ 2010 年 3 月期決算資料

2 企業環境分析

2.1 PEST 分析

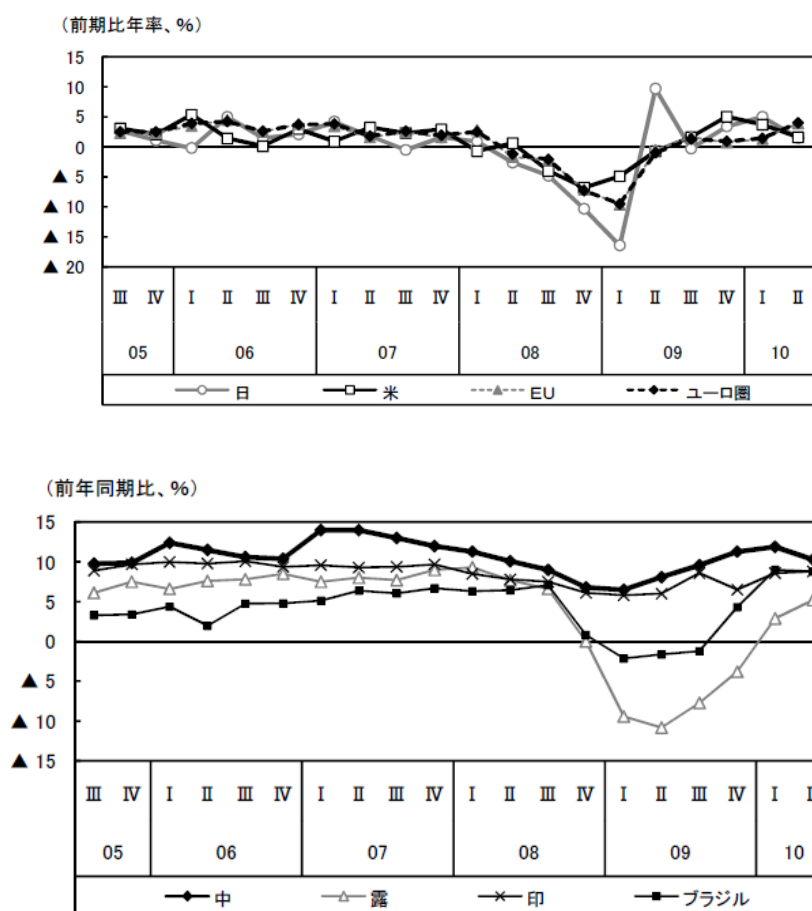
2.1.1 政治的 (P=Political)

グローバルに活動する企業であり、各国の法的規制を受ける。特に、主力事業である情報機器事業およびオプト事業ではコスト競争力を強化するために、中国での生産の拡充を行ってきた。そして情報機器は全世界で販売する MFP（複合機）とプリンターのほとんどを生産している。オプト事業では光学コンポーネントの生産を行っている。このため、中国での法的な変化、労務政策、人民元の切り上げ、輸出入規制、税制の変更等の事態により業績に影響を及ぼす可能性がある。情報機器事業においては消費電力が高いことにより、国等による環境物品等の調達の推進等に関する法律（グリーン購入法）や、エネルギーの使用の合理化に関する法律施行令（省エネ法）、オフィス機器の省エネ性能に対する適合基準を定めた国際的な省エネルギー制度（国際エネルギースタープログラム）など、政府や国際機関が定める環境方針の影響を受ける。例えば、省エネ法は 1997 年に制定され 2006 年に施行された。複写機は基準を遵守する義務が課されて、未達成の製造事業者等には、勧告、公表、命令、罰金（100 万円以下）の措置がとられる。医用画像は、例えば診療報酬の影響を受ける。2008 年度の診療報酬改定から新設された「電子画像管理加算」により、X 線画像をモニターに出力して診断する場合に診療報酬点数の加算が認められた。このため、従来のフィルム出力から画像のデジタル化およびその一元管理が可能になる PACS へと移行するケースが増え、フィルムレスが加速している。これまで、フィルムの消耗材ビジネスを収益として行ってきたが、フィルムレスに対応する必要がある。また、製造工程においては、大気汚染、水質汚濁、有害物質の除去、廃棄物処理、製品リサイクル、土壌・地下水汚染等に関する様々な環境法及び規制の適用を受けている。

2.1.2 経済的 (E=economic)

事業の売上及び損益は各国市場の景気動向に大きく影響を受ける。2008年の金融危機に端を発した世界的な経済危機は、主要市場である日本、北米、欧州における景気後退によって投資抑制や経費削減、信用収縮に伴うリース契約の厳格化、消費低迷となり、売上に大きな影響を与えている。また、2010年度連結の海外売上高比率は71.5%と、グローバルに事業活動を展開しており、為替レート変動の影響を大きく受ける状況にある。

【実質GDP成長率:グラフ】



外務省経済局国際経済課 2010年9月15日付け 主要経済指標より

2.1.3 社会的 (S=social)

オプト事業での光ピックアップや、液晶向けフィルムは家電市場の影響を受ける。この家電市場の需要は、各国の人口動態、人口構成に影響を受ける。日本や欧州では人口は減少傾向であり、アジア、米国、BRICs、新興国では増加傾向にある。

2.1.4 技術的 (T=technological)

MFP やプリンター等情報機器の領域、TAC フィルムや光ピックアップレンズ等当社グループの主要事業分野、また、有機EL照明等今後展開すべき新たな事業分野においては、他社に先んじた技術革新が重要な競争優位の源泉になる。このため、革新的な技術の開発に常に挑戦し、そのための研究開発投資及び設備投資も積極的に行っているが、競合他社が先行して類似技術や代替技術を出してくる可能性もある。デジタル化の進展により、PC や液晶モニター、DVD レコーダー等、情報機器、デジタル家電はモジュール化（組み合わせれば製造できる部品）化が急速に進んでいる。複写機企業は全社トナーを内製しているが、プリンター分野では巴川製紙、三菱化学、DIC といったトナー専門メーカーや、次表の感光体専門メーカーが台頭しモジュール化が急速に進んでいる。例えば、サムソンやブラザーは、レーザービームプリンターの画像形成の原理となる基幹部品の感光体ドラムを自社製ではなく、OME 製を用いて水平分業でプリンターを製造し急成長している。

表 世界の感光体メーカーベスト10（生産量シェア）

※順位は 2009 年実績

順位		2008年(%)	2009年(%)	2010年(見込)(%)
1	キヤノン	35.5	30.4	30.4
2	ゼロックスグループ	12.8	12.3	11.1
3	三菱化学	8.5	8.6	8.6
4	富士電機システムズ	7.1	8.2	8.5
5	Baicsan OPC	5.2	5.9	5.9
6	リコーグループ	3.7	4.0	4.1
7	Lexmark	3.6	3.8	3.3
8	Park & OPC	3.1	3.7	3.7
9	京セラグループ	4.3	3.3	3.5
10	Sinonar	2.9	2.7	2.3
—	その他	13.3	17.1	18.6

2009 年は前年の 6～9 位内で入れ替えがあった。

韓国、中国の会社が急成長している。今後ベスト 10 に顔を出す可能性が高い。

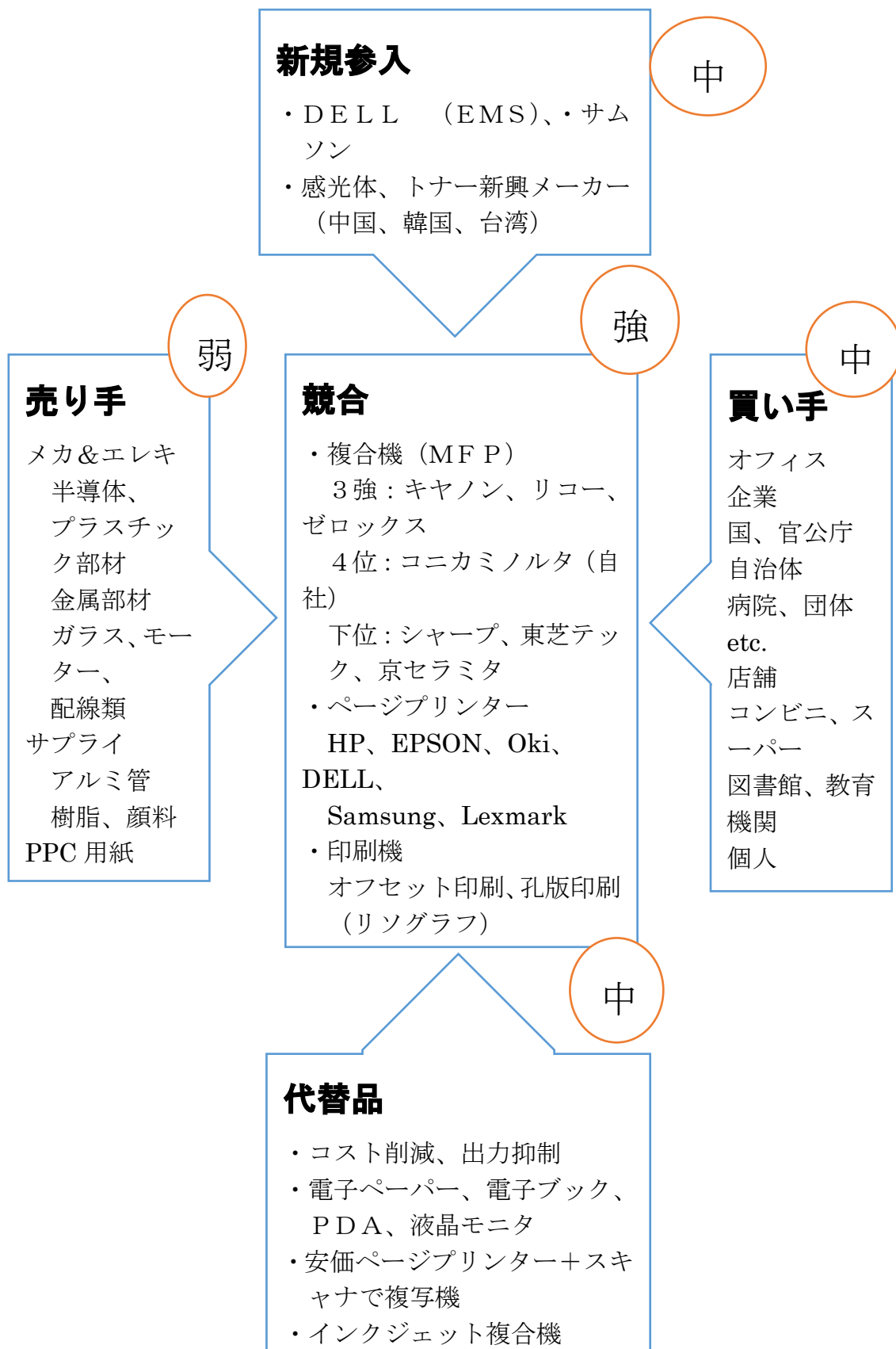
出典：データーサプライ社（2010 年 2 月）

5 位の Baicsan、8 位の Park&OPC は韓国、10 位の Sinonar は台湾メーカー。いずれも OEM で急成長性している。

2.2 ファイブ・フォース分析

情報機器事業の複合機とオプト事業の TAC フィルム、HDD ガラスについて行う。

2.2.1 情報機器事業 複合機



(1) ライバル関係

ライバルは多く業界内の競争は極めて厳しい。デジタル化や通信の普及により、PC から印刷が増えページプリンターと複写機の境界が薄れている。このため、低価格品はページプリンターとの競争となり、さらに価格競争は厳しくなっている。

(2) 新規参入の脅威

Low エンドの低価格品では非常に脅威である。一方、高速、カラーのハイエンド商品では影響は小さい。しかし、イノベーションのジレンマと同じく Low エンドの商品の能力が向上することや、低価格のプリンターで分散処理して印刷する場合には脅威となる。このため、新規参入の脅威はまだ弱いものの、今後脅威となる可能性がある。

(3) 代替品の脅威

コスト削減から紙への印刷を抑制し、モニターで閲覧することが脅威である。また、安価なページプリンターとスキャナーの組み合わせでデジタル複写機にすることも新たな脅威である。特に印字品質が劣っても満足するユーザーは強い脅威になる。また新技術としては電子ペーパーの普及によっては今後脅威となる可能性もある。ただし現在は、まだ能力は低く代替品の脅威は弱い。

(4) 供給業者の交渉力

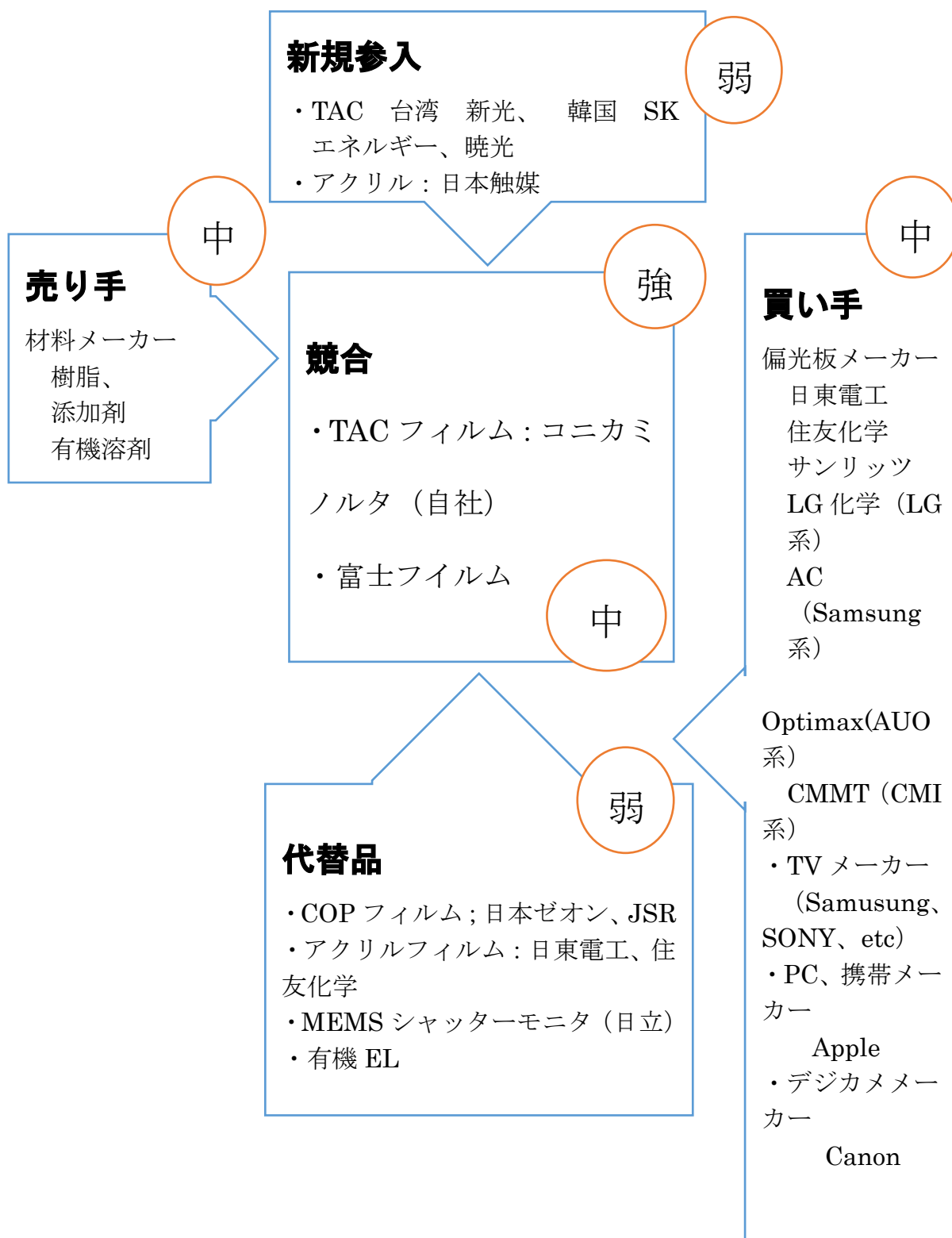
供給業者は、複写機本体を組み立てるために必要な機械、電気部品や、消耗材であるトナーや感光体ドラムを作るための資材の納入業者となる。カラー複合機は、自動車に匹敵する2万5千点もの部品点数といわれている。コニカミノルタは汎用部品、共通部品を大量に仕入れるために、交渉力は強いと言える。

(5) 買い手の交渉力

プリンター、複合機の低価格セグメントのコモディティ化により、ブランド力の影響は小さくなり買い手の脅威は増えている。一方、付加価値の高い高速機は、本体のスペック、価格、メンテナンスサービスの競争となる。コニカミノルタは高速機に注力しているため、低価格品のセグメントより買い手の交渉力は中程度と言える。

カラー高速の高付加価値品で利益をだす方向に進んでいるが、低品質の画質で顧客が満足する可能性がイノベーションのジレンマとなる。デジタル化の進展により、高価な光学系を備えたスキャナーでなく、安価なラインセンサーを用いたスキャナーで高画質に PC へデジタル画像が取り込み可能となった。また複写機のデジタル化で、PC とつないで直接印刷することが可能となり、プリンターと複写機の境界はなくなっている。このため、中国、韓国のトナー、感光体専門メーカーの作る消耗材を用いた低価格プリンターの台頭が脅威である。

2.2.2 オプト事業 偏光板保護フィルム



(1) ライバル関係

液晶用 TAC フィルムは、性能をだすためにノウハウを必要とするといわれている。このため安定した供給が可能なメーカーはカラー写真フィルムを製造していた富士フイルムとコニカミノルタに限られている。同じカラーフィルムメーカー大手のコダックとアグファは参入できていない。競合は1社に限られるが、競争は強い。

(2) 新規参入の脅威

韓国、台湾の新聞情報によれば、韓国、台湾の企業が参入を試みているが、まだ安定に製造しているとの情報もなく脅威とはいえない。特にフィルム製造は巨額の投資を必要とする装置産業であるために、生産量は装置の能力による。このため設備投資を行って生産ライン数を増やさないと生産能力をあげることはできない。今のところ、新聞情報によれば新規メーカーの装置規模は小さいとのことだが、今後、設備投資を進めて生産能力を上げた場合には脅威となりえる。

(3) 代替品の脅威

アクリルや COP（シクロオレフィンポリマー）など、TAC 代替の保護フィルムが上市されているが、偏光板材料の PVA との親和性の低さから、TAC との完全置き換えは難しいと考えられる。また、偏光版を全く用いないディスプレイは偏光板保護フィルムを不要とし重大な脅威となる。たとえばプラズマディスプレイや、有機 EL、そして次世代 TV の本命と言われたキャノン、東芝の SED（Surface-conduction Electron-emitter Display）が該当する。ここで原理的な画質の高さから有力視された SED は、大型液晶の急速な低コスト化により採算が合わないとして 2010 年製品化を断念した。また有機 EL も携帯向け小型は商品化されたが、低コストでの大型化が難しいと言われる。今後、中小型分野では、省電力や低温特性に優れた MEMS シャッターを用いたディスプレイや、有機 EL との競争が進むものと思われる。従って、新規のディスプレイに対する脅威は、まだ液晶代替には見当たらず弱いと考えられる。

(4) 供給業者の交渉力

TAC フィルムの主材料となる樹脂の供給メーカーは世界で数社に限られる。このため代替は容易ではなく供給メーカーの価格交渉力は中程度である。

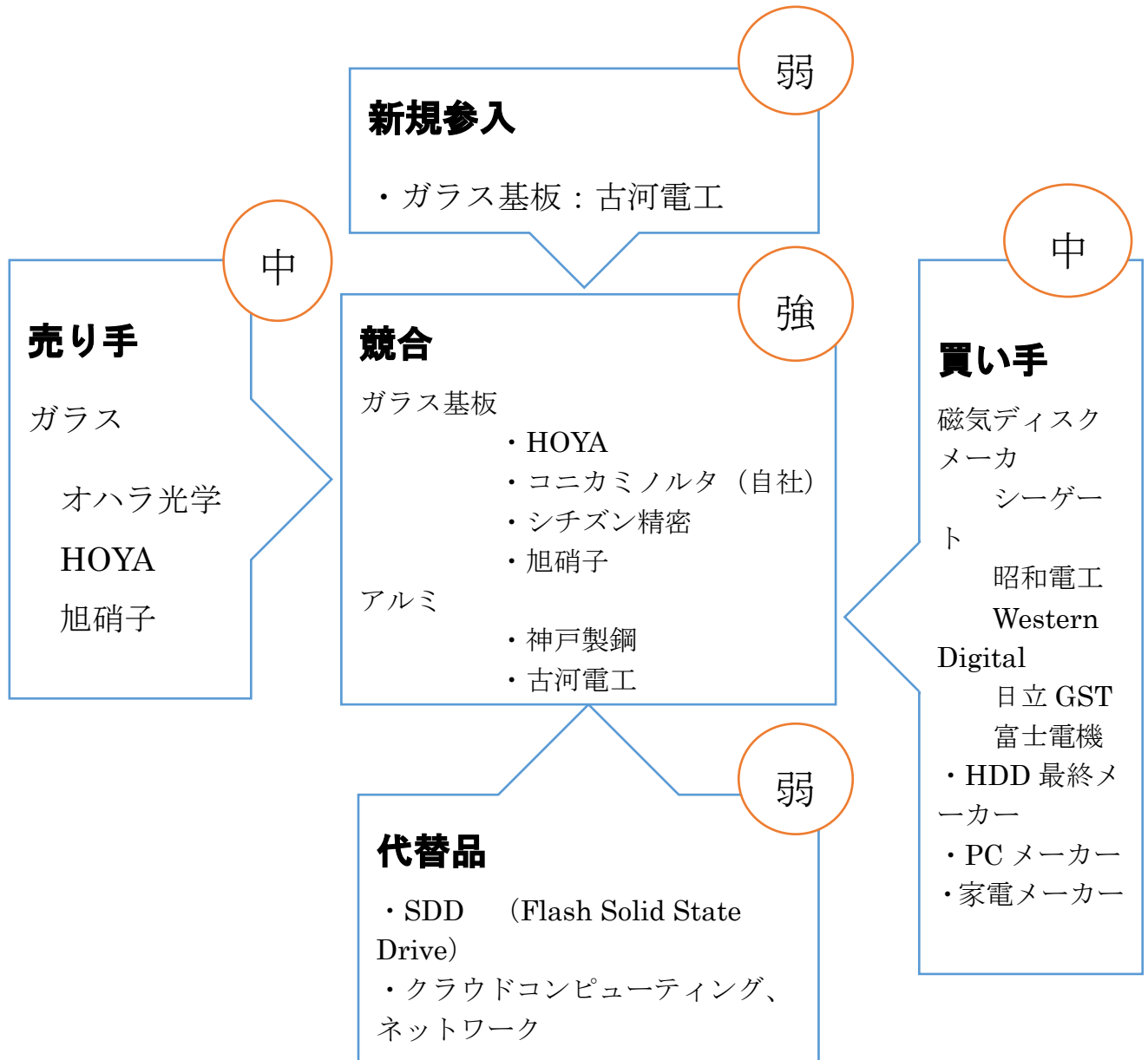
(5) 買い手の交渉力

供給業者がコニカミノルタと富士フイルム 2 社しかないため、買い手との価格交渉力が中程度である。

液晶 TV の爆発的な拡大により、積極的な設備投資を進めたが、まだ供給過剰な状態には至っておらず、競争優位の地位を確保している。今後も市場は拡大すると想定されるが、これまで TAC が独占していたフィルム市場に、代替品の COP やアクリルの参入が進むことが考えられ、競争は激化するであろう。また、偏光板を全く用いないディスプレイ方式は、液晶 TV の大型化、低価格化が予想以上に早く進んだために、大型 TV 用途では次の

本命がまだ見いだせていない。一方、中小型画面では有機 EL や、MEMS シャッターを用いたディスプレイの開発も進んでおり今後の脅威となる可能性がある。

2.2.3 オプト事業 ガラス HDD 基板



(1) ライバル関係

HDD 用基板材料には、ガラス、アルミニウムの2種があるが、記録の高密度化、耐振動性の高さ、引張強さと硬さにおいては、ガラス基板がアルミに対し優位である。これまでの HDD はパソコンの普及により増えた。今後は音楽プレーヤーや携帯電話への搭載により、モバイルを前提としたダウンサイジングが競争力となり、よりガラス基板の適用が加速される。ガラスの供給メーカーは限られ、競争力は強い。

(2) 新規参入の脅威

アルミ基材で半分のシェアのある古河電工が 2010 年 5 月より新規参入した。まだ生産能力は小さく脅威は小さいが、アルミ基板での HDD 向けの販路や表面特性のノウハウと、グラスファイバーでガラスを扱うコア技術を持っており、今後の生産能力の拡大次第では脅威となりえる。

(3) 代替品の脅威

ガラスよりも安価で、比重が軽く、硬い基材はまだ見いだせない。従って、HDD においては代替品の脅威は小さい。また、半導体を用いた SDD が実用化されつつあるが、まだ容量が小さく完全代替は難しい。一方、クラウドコンピューターは脅威になりうるが、今後クラウドのためのハードディスク需要が増えることが予想され、脅威は小さい。

(4) 供給業者の交渉力

供給業者は 3 社に限られ、需要の急増から供給側の価格交渉力があることが予想され中程度と考えられる。

(5) 買い手の交渉力

2010 年 9 月のオハラ光学の中間決算資料によれば、HDD ガラス基材の生産はフル回転とのことであり需要を満たしていない可能性がある。従って、買い手の交渉力は中程度と考えられる。

HDD の用途が従来のコンピューターから、ガラス基板により小型化、耐衝撃性の改良で情報家電へ拡大されたことから今後も需要の伸びが予想される。製造においては、極めて高い表面性が必要であり、参入障壁は高く当面は成長が続くものと思われる。ただし、HDD 業界は常に新しいイノベーションで成長しており、危機感が必要である。

2.3 SWOT分析

	強み(Strength)	弱み(Weakness)
内部環境	●材料(化学)、光学(物理)、微細加工(精密機械)、画像のコア技術 ●重合トナー カラー高速機、プロダクション機 ●欧州販売網 ●写真材料技術の応用	●複写機国内シェア一見劣り ●海外売上比率大(72%) ●のれん代 (ミノルタ負債)
	機会(Opportunities)	脅威(Threats)
外部環境	●新興国経済成長 ●LED照明本格化 ●液晶TV需要拡大	●各国マクロ経済 ●為替相場 ●医用フィルムレス 診療報酬電子画像加算 ●印刷デジタル化 & フィルムレス ●イノベーションのジレンマ、技術革新 ●低価格新興メーカー

(1) 強み

コニカミノルタは銀塩写真フィルム、カメラメーカーとしての長い歴史から、化学系、機械電機系、物理系の技術者を多く擁し、材料、光学、微細加工、画像の4つのコア技術を持っている。そして、早期から重合トナーの高速印刷、高画質、省エネ、低コストという有用性に着目し開発を進めることで、今後の成長と、トナー消費が期待されるカラー高速機、プロダクション機において競争力のある技術、商品を持ち、特に欧州において強い販売網を築いている。また、事業終息した写真フィルム、カメラレンズ材料技術を応用し、液晶用偏光板保護フィルム(TACフィルム)やHDDガラス基板に進出し利益を得ている。

(2) 弱み

情報機器分野で、キャノン、リコー、ゼロックスの3大メーカーに対し市場シェアで負けている。特に国内ではシャープに負け5位である。そして海外での売上比率が大きく為替影響を受けやすい。また、ミノルタとの合併時に、のれん代約1千億円を計上し、以後二十年間にわたり毎年約五十億円の営業減益要因を抱えている。

(3) 機会

アジア諸国、インドでの経済成長において、情報機器、医療画像機器の市場拡大が期待できる。また、アジア地域だけでなく、先進国も含めた全世界での液晶TV、DVDレコーダー、PC普及により、TACフィルムやDVDピックアップレンズ、HDDガラス基板の市場の伸びが期待できる。また、省エネ型照明のLED照明の本格化により、発熱量の大きい

高光量 LED への熱対策が課題となっている。コニカミノルタはガラスレンズ成形の技術に応用し、得意とするガラスモールド成形技術を活用し LED 照明用集光部材を提供始めている。また、今後成長が期待できる環境、省エネ領域において、写真感光材料の有機合成技術に応用し、省エネ照明として期待される有機 EL 材料の合成に成功し、写真フィルムの大量生産技術であるロール to ロール生産技術に応用して有機 EL 照明の大量生産を目指し、米国 GE 社と合弁事業を進めている。また、このロール to ロール技術は、米国コルナカ社と有機太陽電池の生産技術や、アラブ首長国連邦で実証実験を進めようとしている、太陽熱発電所の反射鏡開発に、応用している。

(4) 脅威

長引く円高や、先行き不透明な世界経済、不安定な欧州情勢が脅威である。このため今後ますますグローバル展開をすすめる上では、マクロ経済の動向に十分注意しなければならない。また、医用画像はフィルムレスがグローバルで急速に進んでいる。特に日本では診療報酬での電子画像加算でのフィルムレスの加速が脅威である。このため、医用部門の営業力を生かしたフィルムに代わる医用画像機器販売に転換しているが、競争相手も増えている。印刷においてもデジタル化によりフィルムレスが進んでおり、印刷部門での営業力を活用した新しい分野への転向が課題である。また、液晶 TV 向け偏光板保護フィルムや、HDD ガラスは技術革新により別の材料にとって代わる可能性もあり、複写機複合機においては、安価な新興メーカーによる低価格品、低品質品レーザービームプリンターによるイノベーションのジレンマの可能性もある。

3 戦略分析

3.1 企業価値創造

(1)顧客価値

コニカミノルタは、価値ある製品やサービスの提供を通じて、お客様の満足と信頼を最大にすることを目指している。そのための基本的な考え方を「コニカミノルタ品質方針」として定め、世界各国のグループ会社で共有することで、お客様最優先と品質第一の徹底を図っている。また、お客様の声に真摯に耳を傾けながら、開発から調達、生産、販売・サービスまでの各段階で、さまざまな取り組みを行っている。また、万一品質に関する問題が発生した場合に備えて、迅速かつ的確な対応と、徹底した再発防止策が取れる体制を整備している。

(2)株主価値

コニカミノルタは、企業価値を最大限に高めていくことが、株主・投資家の皆様の期待に応えていくことにつながると考えている。また、株主・投資家の皆様との適切な関係を保ち続けるため、「コニカミノルタグループ行動憲章」に掲げた「企業情報の適時かつ公正な開示」の理念に則し、積極的なIR（Investor relations：投資家向け広報）活動を行うことで、グループ全体の活動を正しくご理解いただくよう努めている。例えば、株式会社東京証券取引所が主催する平成20年度上場会社表彰において、「ディスクロージャー表彰」を受賞した。また、合併前はTOPIXとほぼ同じ推移を示していたが、合併後、2008年秋の世界不況まではTOPIXより上回っていた。これはコニカとミノルタの合併による変革を市場が評価した結果である。2008年秋以降、利益減少し株価が低迷しTOPIXとほぼ同じ動きをしている。今後、株主価値向上のためにも、利益回復と、新事業による成長路線を示す必要がある。

(3)従業員価値

コニカミノルタは、全世界の従業員の雇用と処遇について、“機会均等”と“多様性の尊重”を重視し、人種、国籍、宗教、性別による差別を排除している。さらに、そうした多様な人材が、個々の能力を最大限に発揮し、主体的に挑戦していける職場環境づくりと、“グローバルに活躍できる人材”の育成を推進している。同時に、従業員が健康に生き活きと働けるよう、職場の安全衛生の向上や仕事と生活の両立実現のための、さまざまな施策を実施している。コニカミノルタの人事理念は以下の通りである。この人事理念を実現し、従業員価値を上げるために、コニカミノルタの人事制度は「社員の能力と仕事へのやりがいを大きくし、常に成長し続ける人材を尊重し、育成する」という考え方のもと、年功要素を排除し、社員の能力・成果が公平に評価されて昇格や昇給に結びつくしくみとなっている。つまり、全員に自己実現のチャンスがある一方、社員としては「能力発揮と成果」が問われるという、公正・公平であってかつ緊張感を持ったしくみにしている。そのために社員の能力発揮レベルに応じた「職能グレード」を設定し、グレードに応じた評価・育成・処遇を徹底している。また、イノベーションコースという「成果反映度が高く、自由な働き方ができる」コースを設定し、より高い目標にチャレンジしていく人が大きなやりがい

をもって仕事に取り組める環境を提供している。これらのしくみがコニカミノルタを「チャレンジャブルな人材集団」にしている。

(4)社会的価値

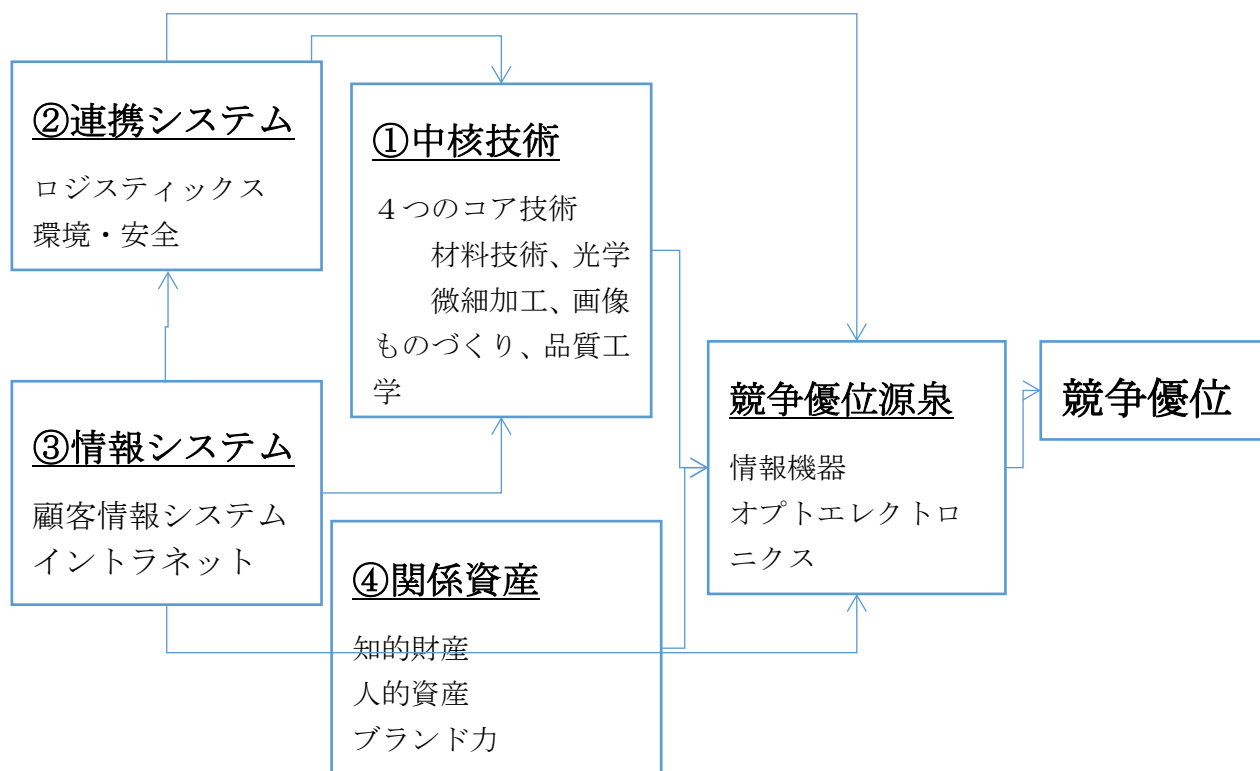
コニカミノルタは、経営理念と行動憲章の実践を、CSR 活動の基本としている。次項で後述する経営理念「新しい価値の創造」には、経済、環境、社会の 3 つの側面から、その時代に必要な「価値」を追求し、実現していく、という意味が込められている。また、「コニカミノルタグループ行動憲章」は、事業活動のあらゆる面において、コニカミノルタで働く一人ひとりが実践する行動のよりどころを示している。さらにコニカミノルタは、CSR への取り組みを一層強化するため、国連が提唱する「グローバル・コンパクト※」に署名している。（※ グローバル・コンパクト：国際社会において持続可能な成長を実現するため、人権、労働、環境、腐敗防止における普遍的な 10 原則を示したもの）2010 年 6 月には、世界の代表的な SRI 評価会社、SAM 社の CSR 格付で「シルバークラス」に選定されている。SAM 社は毎年、世界の時価総額上位 2,500 社を対象に、経済・環境・社会の 3 つの側面から企業の持続可能性についての評価を行い、特に優秀な企業を「ゴールドクラス」「シルバークラス」「ブロンズクラス」の 3 クラスに分類している。2010 年は 97 社（うち日本企業は 4 社）がゴールドクラス、84 社（うち日本企業はコニカミノルタを含む 12 社）がシルバークラス、65 社（うち日本企業は 4 社）がブロンズクラスに選定された。それ以外、英国の FTSE グループによる「FTSE4Good Global Index」、米国のダウジョーンズ社とスイスの SAM 社による「DJSI」(Dow Jones Sustainability Index)のアジア・パシフィック部門、日本のモーニングスター社による「モーニングスター社会的責任投資株価指数」(MS-SRI)、それぞれの構成銘柄に選定されている。このように、コニカミノルタは、経済・環境・社会の 3 つの側面から、その時代に必要な「価値」を追究し、持続可能な社会の実現に向けて CSR 活動を展開し、評価されている。

3.2 企業理念とビジョン

コニカミノルタは、「新しい価値の創造」を経営理念に掲げ、これまで培ってきた材料、光学、微細加工、画像という 4 つの分野におけるコア技術を融合して、イメージングの入出力の領域で、新たな感動を創造する革新的な企業グループを目指し、グローバルに事業を展開することを目指している。

3.3 戦略資産

コニカミノルタの戦略資産と競争優位源泉を下図に示す。



(1) 中核技術

長年の事業によって培ってきた業界で優位である得意技術・差別化技術（コア技術）を「材料」「光学」「微細加工」「画像」の各分野において数多く保有している。以下の表は、これら技術分野ごとに、代表的な 12 のコア技術とその技術事例・事業化分野を示したものである。例えば、機能性有機材料合成技術は、耐久性、画質、感度など様々な機能に優れた有機材料を合成する技術である。この技術の活用によって、有機 EL 発光材料や電子写真用有機感光体などの開発が可能になり、各種事業への展開、製品化に結びつくことになる。コニカミノルタは、これらコア技術を高度化・複合化することにより、情報機器事業とオプト事業を中心にイメージングに関わる革新的な製品・サービスを提供し、新規事業として有機 EL 照明、有機薄膜太陽電池などの「環境・エネルギー」に関わる事業の育成を進めている。

表：コア技術と事業モデル

分野	コア技術	代表的技術事例	【事業化分野】
材料分野	(1)機能性有機材料合成技術	有機 EL 発光材料	【新規事業】
	(2)機能性有機材料設計技術	電子写真用有機感光体	【情報機器事業】
	(3)機能性微粒子形成技術	重合法トナー	【情報機器事業】

	(4)製膜コーティング技術	偏光板用保護フィルム製膜	【オプト事業】
光学分野	(5)光学設計技術	プリンター用回折型素子光源光学系	【情報機器事業】
	(6)光計測技術	3次元計測	【計測機器事業】
微細加工分野	(7)成型技術	光ディスク用ピックアップレンズ	【オプト事業】
	(8)表面加工技術	磁気ディスク用ガラス基板	【オプト事業】
画像分野	(9)画像処理技術	医用画像診断	【ヘルスケア事業】
	(10)プロセス技術	電子写真省エネ定着	【情報機器事業】
	(11)搬送技術	プロダクションプリント向け後処理システム	【情報機器事業】
	(12)精密駆動技術	圧電超音波リニアアクチュエータ	【オプト事業】

(2) 連携システム、情報システム

中核技術を補完するものとして、連携システムや情報システムがある。コニカミノルタは、お客様視点でのものづくりやサービスの提供が最も重要であると考えている。例えば、情報機器を提供するコニカミノルタビジネステクノロジーズでは、お客様のご要望、ご指摘にしっかりと耳を傾けるとともに、そこから得られた情報を全社の各部門が迅速に共有し、改善に活かしていくために、ワールドワイド情報共有システムを構築している。

(3)関係資産

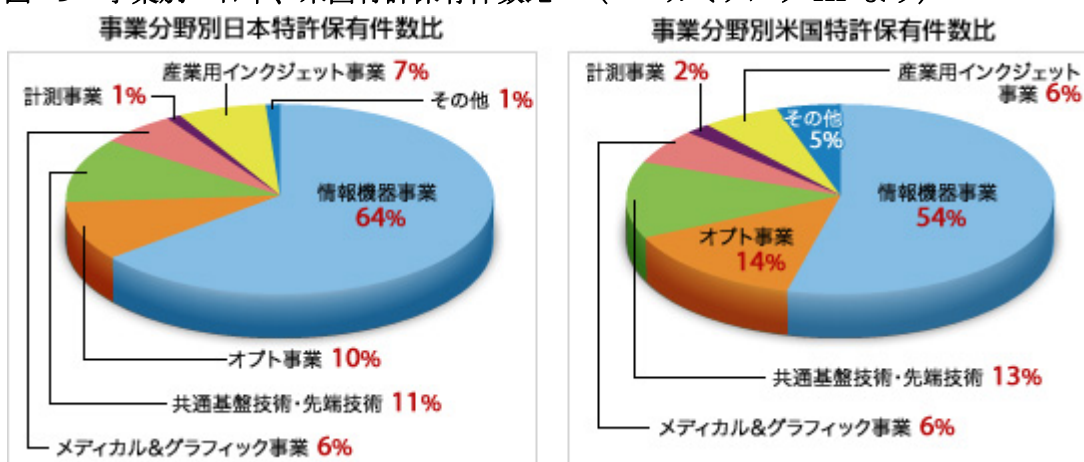
合併後、すぐにブランド名を統一した。シンボルマークは、ミノルタのマークを継続した。シンボルロゴは、ブランド価値と社名をマークと社名ロゴでビジュアル化して表現したものであり、コニカミノルタブランドがお客様に提供する価値を表現している。このシンボルマークは、地球をモチーフにし、世界中のお客様に対する新しい価値の提供を表現し、「グローブマーク」と呼ぶ。この楕円のフォルムはお客様に対する信頼感・安心感の提供と広範囲の技術力の調和を表現し、光をモチーフにした5本のラインは、画像情報分野における広範囲の技術力（光学・化学・電気・機械・ソフトウェア）を表現している。シンボルマークの青いカラーは、独創的なイノベーションを表現し、「イノベーションブルー」と呼んでいる。

コニカミノルタブランドは、かけがえのない無形の資産であり、ブランド価値の維持・向上が重要な課題であるとの認識のもとに、専門の管理組織を設置し、ブランドマネジメン

トを強化し、例えば、全世界においてコニカミノルタブランドを法的に保護するため、約 200 カ国にわたり商標の出願・権利化及び維持を行っている。

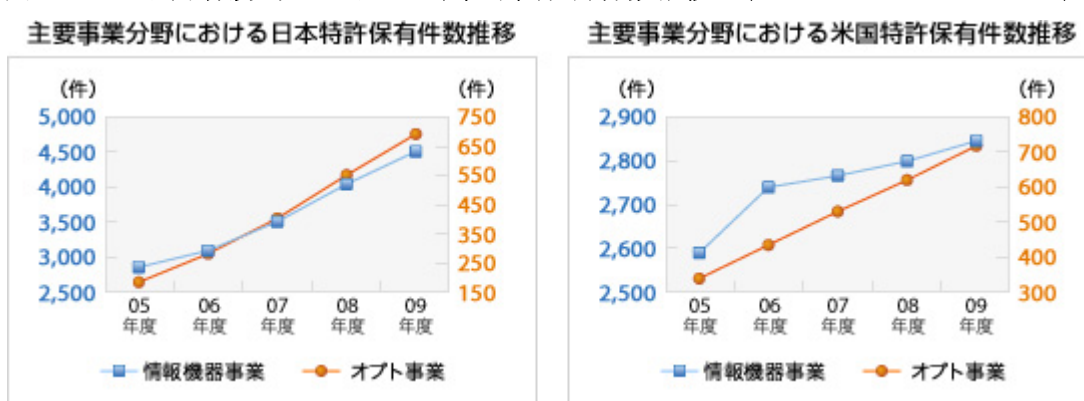
コニカミノルタの保有する特許権は 2010 年 3 月 31 日現在、日本で 7,082 件、米国で 5,244 件であり、次の図 3-4 の通り、主要事業分野（情報機器、オプト）が占める比率が、日本では 74%、米国では 68%となっている。また、これら主要事業以外の分野においては、「環境・エネルギー」など当社グループの将来の成長につながる分野において集中的に特許権の蓄積を図っており、例えば、有機 EL の長寿命、高発光効率を可能とする燐光材料特許の当社グループ保有件数は、国内第 1 位（独自集計）となっている。

図 -9 事業別 日本、米国特許保有件数比 （コニカミノルタ HP より）



コニカミノルタの特許面での優位性は、高品質の特許を数多く保有することにより強化されるものと考えている、特に主要事業分野（情報機器、オプト）では特許権の蓄積に努めている。その結果、次の図 3-5 に示す通り、2005 年度以降、特許保有件数は着実に増加している。

図 -10 主要事業分野における日本、米国特許件数推移 （コニカミノルタ HP より）



日本における 2009 年の特許登録件数は 1,462 件であり、次表のとおり増加している。また、米国における特許登録件数は 438 件であり、日本企業の中では 17 位にランクされた。

このように、各事業分野における研究開発の成果を積極的に特許出願・権利化することにより、それぞれの分野において特許面での優位性を確保している。

表：日本特許登録件数推移（コニカミノルタ HP より）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
日本特許登録件数	898 件	1,071 件	1,290 件	1,462 件
推定順位（コニカミノルタ調べ）	21 位	19 位	18 位	16 位

中核技術を軸に、関係資産、連携システム、情報システムのそれぞれ戦略資産が連携しコニカミノルタの競争優位源泉を創出している。コニカミノルタの競争優位の源泉は、イメージングのドメインでの「コア技術」であり、顧客・社会・環境のニーズに対応した商品を提供している。

3.4 企業成長戦略

3.4.1 事業展開シナリオ

(1) 経営基本方針（中期計画 04－06）

合併直後の中期計画 04－06 は、以下の 5 つを重点方針とした。

- 事業ポートフォリオ経営の徹底
- 透明性の高いグループガバナンス運営
- グループ技術戦略の推進とイメージング領域におけるコニカミノルタブランドの浸透
- 人事理念に基づいた実力人事の実施
- CSR（企業の社会的責任）を重視した経営の実践

各年度を、準備期から基盤準備期、拡大期、飛躍期として、拡大期に「ジャンルトップ分野拡大」を目指し、例えば情報機器では、カラー、高速機種、オプトでは光ピックアップレンズ、高機能保護フィルムとジャンルトップ可能なセグメントに集中を決めた。

(2) FORWARD 08（06－08）

■ 基本方針：

- グループ総力を挙げての成長を図る
- 新たな企業イメージを構築する
- グローバルに通用する CSR 経営を推進する

成長力強化のために、現在の枠組みを越えて事業間シナジーを追求し、事業付加価値の増大を図る。方針としては、MFP（多機能複写機）・プリンターやデジタル印刷機、医療機器などを括りとした「機器・サービス事業群」と、光学コンポーネントやディスプレイ部材からなる「コンポーネント事業群」を両輪としてコア事業を強化・進化させて成長を加速させる。また、コア事業周辺領域での業容拡大や、将来事業の育成の強化をすすめる。

さらに、企業価値を持続的に向上していくためには、社会から信頼される企業であることが重要として、経済面だけでなく社会面・環境面でもグローバルな展開を強化する。そして、コンプライアンスを含むグループ内部統制を強化しつつ、透明性の高い経営を実践し、企業としての社会的責任（CSR）を推進することや、財務基盤や財務体質の強化を方針とした。

その結果、赤字の写真関連事業（カラーフィルム、印画紙、カメラ、現像機）を終息し、情報機器、オプトの成長分野への集中と、カラー、高速機、高機能フィルム、BD 用ピックアップレンズのように「ジャンルトップ戦略」を確実に遂行した。

(3) 経営方針<09－10>

(a) 企業体質改革の実行

厳しい経済環境が予想される 2009 年度においては、売上高の伸びに依存せず確実にフリーキャッシュフローを創出することができる企業体質への改革のため、以下の各施策に重点をおいた。1. 構造改革の実行及び経費管理の徹底を中心とした「固定費削減」、2. 棚卸資産の圧縮及び債権債務サイト改善の推進などによる「バランスシートのスリム化とフリーキャッシュフローの創出」、3. 「既存事業の取捨選択の徹底」による事業採算の改善、の各施策である。さらに、4. 「環境経営の強化」の取り組みを重要な経営課題ととらえ、「環境」を成長のための競争軸に据えた「環境立社」を目指すこととした。環境技術を搭載した商品の提供、環境技術を導入した生産工程、環境プログラムへの対応など全ての事業活動において業界トップクラスの取り組みを進めるとともに、地球環境をキーワードとした新事業の創出に取り組む方針とした。

(b) 強い成長の実現

景気回復の局面において成長軌道を捉えるために、成長の柱となる事業の存在が必須である。そのために既存事業と、新規事業において以下の取り組みを行う。

・既存事業の強化：既存事業は、取捨選択と集中による「ジャンルトップ」を徹底し、現在のポジションや業容を一層拡大することを目指す。例えば、情報機器事業では、オフィス向けカラーMFPやプロダクションプリント分野における競争力を一層強化する。オプト事業では、ディスプレイ部材分野での次世代製品や新領域への展開、レンズ関連分野での徹底したコスト競争力の強化などを行う。

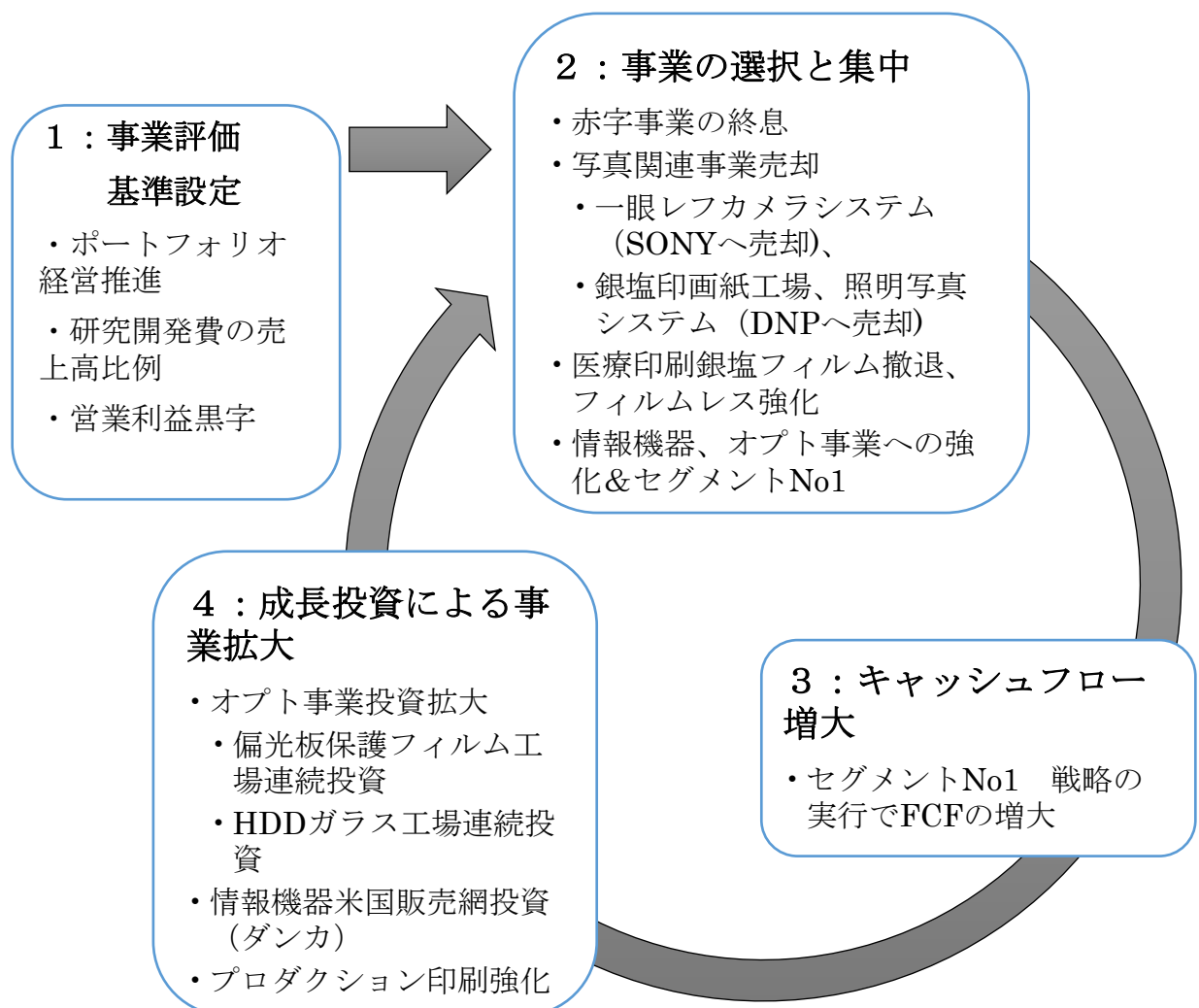
・新規事業の育成：新規事業は、「材料」、「光学」、「微細加工」、「画像」のコア技術を高度化・複合化させた新たな事業を立ち上げ、次の収益の柱とすべく取り組みを進める。具体的には、「環境・エネルギー」及び「健康・安全安心」の分野において、強みを活かした新しい事業を育成する。これらの事業を通して社会貢献を果たすとともに、社会に必要とされる企業へと進化させる考えである。この取り組みのために、外部企業との協業も積極的に活用する。「環境・エネルギー」分野では、米国 GE（ゼネラルエレクトリック）社との

戦略的提携のもと、有機 EL 照明光源事業を 2010 年度（平成 23 年 3 月期）中の立ち上げを目標とする。

事業環境の変化を乗り越え、グローバル競争に勝ち残っていくために、困難を受容しながら次々とイノベーションを実行する活性化した企業風土を構築することが必要である。その実現に向けた強い意志を simply BOLD（「大胆な発想と勇気ある挑戦」の意）の合言葉に、風土改革・意識改革を展開している。これに併せて、人事制度や組織マネジメントを革新させ、新しい「コニカミノルタ」を創りあげていく方針である。

3.4.2 資源循環

下図は、コニカミノルタが企業価値向上につながるための循環状況を 4 つの評価視点で示したものである。以下、コニカミノルタの資源循環状況をそれぞれの視点に基づいて考察する。



(1) 事業評価基準・事業の選択と集中

企業価値向上のためには、事業の状況を評価する基準が明確になっている必要がある。基準は営業利益黒字を掲げ、ポートフォリオ経営を推進。研究開発費の売上高比例を徹底した。そして、デジタル化の加速により銀塩カメラ、フィルムの競争力が落ち、赤字事業となった写真関連事業を終息し、情報機器、オプト事業にポートフォリオを書き換え、その事業の中でも、セグメントNo1戦略で得意とするセグメントに集中した。

(2) キャッシュフロー増大

強みのある事業に集中することで、キャッシュフローの増大が可能となる。セグメントNo1戦略を継続することで、2008年秋の世界経済不況前までは利益を順調に増やしていた。又、キャッシュフロー不景気になってもプラスを続けており、事業集中に効果があった。

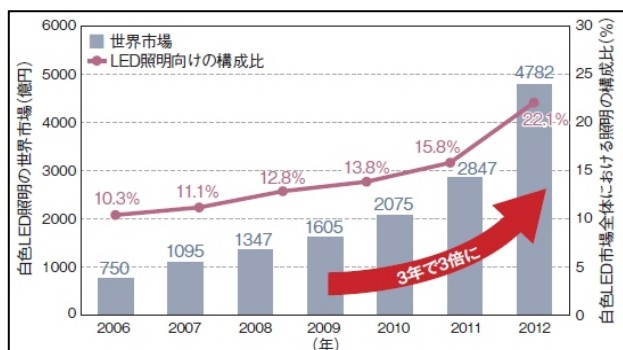
(3) 成長投資による事業拡大

偏光板保護フィルム、HDD ガラス基板工場については、市場拡大に応じて連続して投資を行い事業拡大した。しかし、成熟化に向かっている情報機器やオプトに続く、次の成長の糧となる新規事業が具体的に見えていない。

3.4.3 企業成長戦略の課題

	既存事業	新規事業
新市場	● プロダクション印刷 ● 医用画像診断 ● 高解像度マンモグラフィ	● LED 照明ガラスモールドレンズ ● 有機 EL 照明 ● 有機太陽電池 ● 太陽熱反射ミラー ● 生化学診断装置
既存市場	● 情報機器 MFP カラー、高速 ● 重合法トナー ● 光ピックアップレンズ ● 偏光板保護フィルム ● ガラス HDD 基板 ● マイクロカメラモジュール ● X 線医用画像装置	● 超音波画像診断装置 ● X 線造影剤 ● 産業用インクジェットヘッド

(1) LED 照明市場の伸び

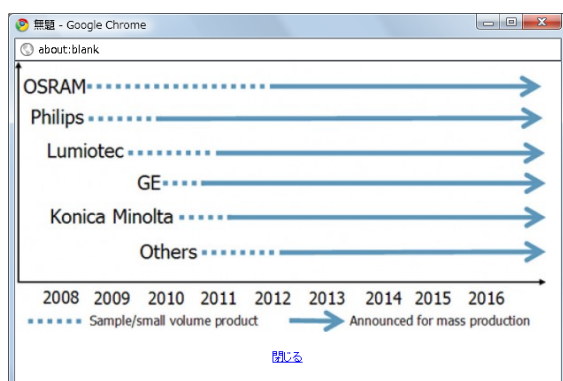


新規事業かつ新市場の商品として、有機 EL 照明の開発に集中しているが、野村総合研究所の調べによると、世界の白色 LED 照明市場は、2012 年には 2009 年の 3 倍近くに急成長する。これは年率 5 割近くの成長である。白色 LED 市場全体に占める割合も 2012 年には照明用が 20% を超す見込みにな

っている。ここで、LED 照明用の高輝度、高光量の LED は発熱が著しく、光路を制御する部材は、耐熱性の高い

ガラス製が優れているとされる。コニカミノルタには、旧ミノルタの DVD ピックアップ向け技術で、ガラスを金型を用いて形成するガラスモールドの技術がある。この技術を応用し安価に LED 照明向け部材に 2010 年上期参入した。

図 -11 有機 EL 製造参入ロードマップ



出典：DisplaySearch 2009 年 3 月 12 日

を実現するためには、ロール to ロールによる製造しかあり得ない」(GE Global Research, Electronic Material Systems, Advanced Technology Leader の Anil R. Duggal 氏) として、コニカミノルタと協業をしている。また、図 3-8 のように、2016 年頃から市場が大きく拡大すると予測されている。また新聞記事では、韓国企業も有機 EL 照明への参入を発表している。このため、本当に市場が拡大するのか、そして、市場に受け入れられるように、ロール to ロールでどこまでコストダウンが可能かの見極めが必要と思われる。

有機 EL 照明は 2011 年から 2013 年に

かけて左図のように、オランダ Royal Philips Electronics 社や米 General Electronic Co. (GE 社)、コニカミノルタ、ドイツ Osram Opto Semiconductors GmbH、三菱重工業やローム、凸版印刷、三井物産が共同で設立したルミオテックが量産を開始する予定である。

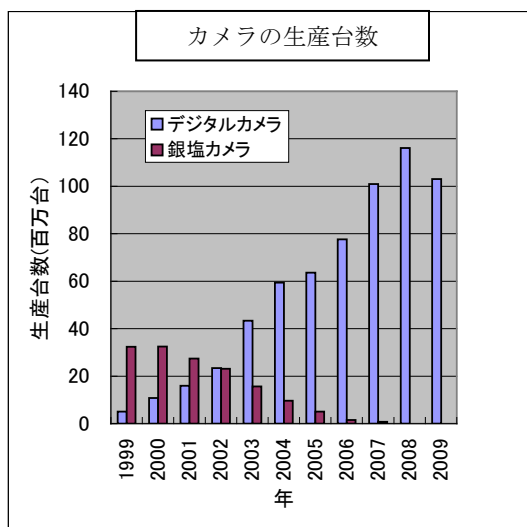
照明最大手の GE は、「有機 EL 照明を普及させる上で最も重要なのが、低コスト化。それ

図 -12 有機 EL 照明の市場予測

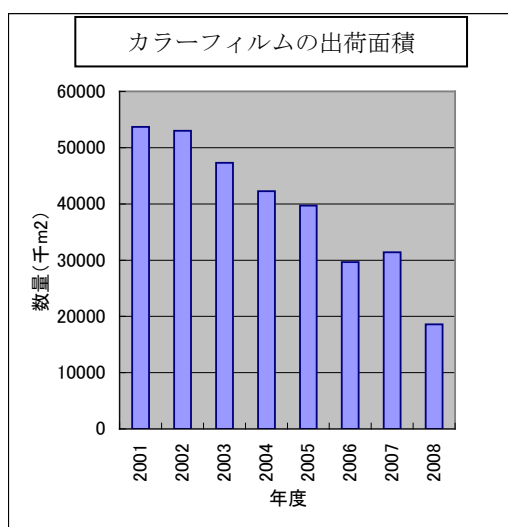


3.5 事業ポートフォリオ

コニカとミノルタが合併した2004年当時、下図の様に写真の急速なデジタル化で銀塩カメラの生産量が激減していた。それに伴い、カラーフィルムの出荷面積は2001年をピークに2002年から減少に転じた。



出展一般社団法人カメラ映像機器工業会 統計値
<http://www.cipa.jp/data/index.html>



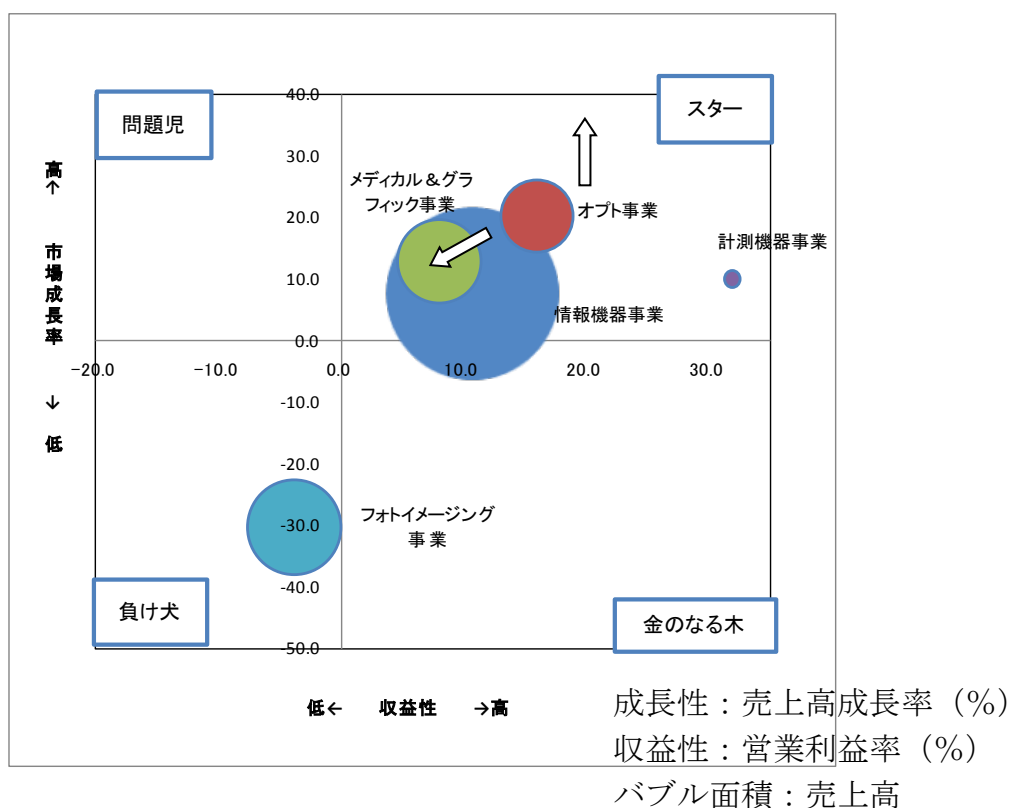
出展：日本写真学会 学会誌
<http://www.spstj.org/book/pickups.html>

2000年に、富士フィルムの写真部門が過去最高売上、利益を達成し、写真業界の今後の発展が期待されたのだが、アナログからデジタルへの転換は急速に進展した。この影響で、コニカミノルタの銀塩写真、カメラ部門の収益は急速に悪化した。特に、現像、写真焼き付けと消耗材で利益を上げていた銀塩写真部門は、カラーフィルムの出荷面積減少で収益悪化は加速した。このような時代背景のなか、2004年にコニカミノルタの中期計

画にて、創業事業のカメラ、フィルムから情報機器事業を中核事業として発展させ、オプト事業を戦略事業とし成長をはかるようにポートフォリオの書き換えを行う、事業ポートフォリオ経営の実践を一番の重点課題とした。2004年当時はまだ、カメラ、銀塩写真部門から撤退は考えておらず、フィルムレス（＝デジタルカメラ）への変更を示唆するものであった。

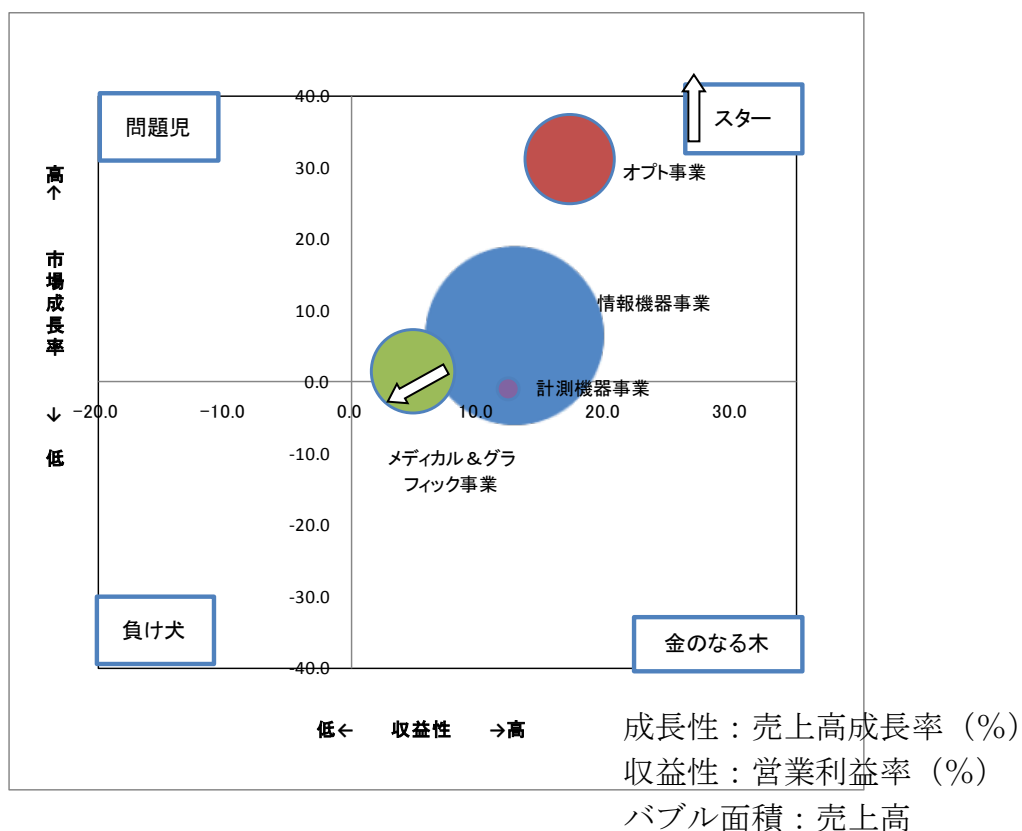
成長性に売上高成長率（％）を、収益性に営業利益率（％）、バブル面積に売上高を用いて、2004年以降の会計上の事業ポートフォリオの変化を以下に示す。

図 -13 2006 年 3 月期の事業ポートフォリオ



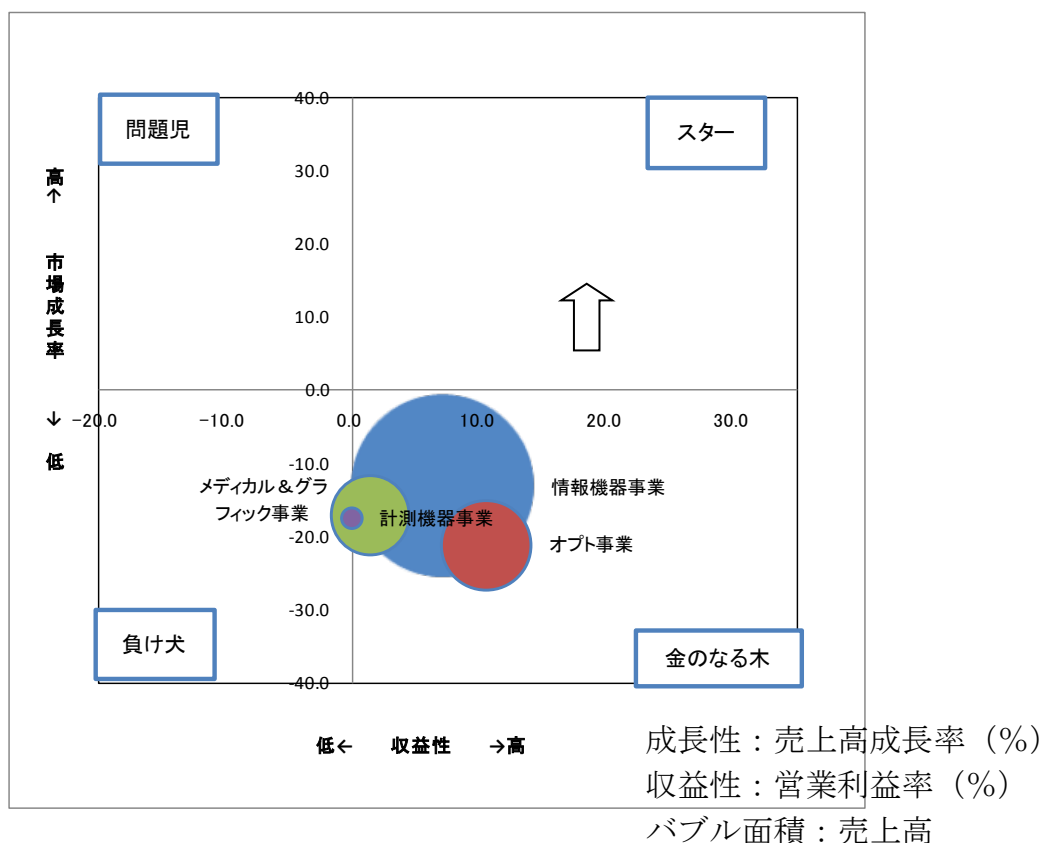
フォトイメージング（カメラ、銀塩写真）部門は完全な負け犬となっており、事業見直し、撤退が必要であった。事業規模を小さくしても黒字事業としていくことは厳しいと判断し2007年上期に事業を終了した。

図 -14 図 2008 年 3 月期の事業ポートフォリオ



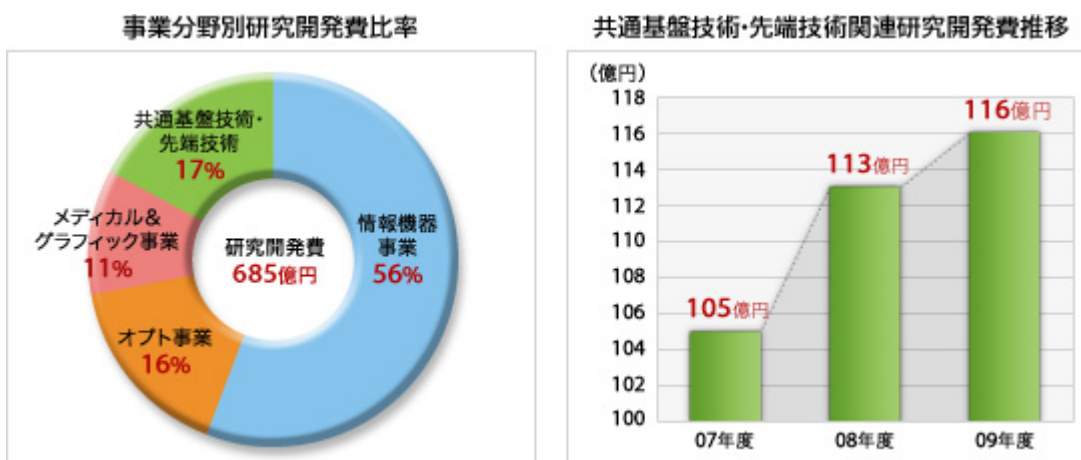
中期計画通り、オプト事業は、戦略事業として高い成長率を維持した。一方、メディカル&グラフィック事業にもデジタル化&フィルムレスの流れが加速し、収益性と成長性の低下が課題となっていた。

図 -15 2010 年 3 月期の事業ポートフォリオ



2008 年秋の世界不況の影響で全ての事業で市場成長性が低下している。このため、既存事業を成長路線に戻すことや、新たな成長事業を起こすことが課題である。

2009 年度における研究開発費は 685 億円。このうち、主要事業分野（情報機器、オプト）の研究開発費が全体の 70%以上を占めている。また、「環境・エネルギー」分野を含む新規事業創出のための研究開発費（下表の共通基盤技術・先端技術）の投資を拡大している。



3.6 M&A 戦略：コニカとミノルタの M&A

コニカミノルタの M&A 戦略の第一は、コニカおよびミノルタの合併である。両社は 2003 年 1 月に経営統合することを発表した後、7 カ月後の 2003 年 8 月に持ち株会社コニカミノルタホールディングスを設立というスピード統合を行った。その後、2006 年 1 月に創業事業であるフィルム・カメラ事業から完全撤退し、情報機器、オプトを主体に経営を強化していくこととした。当時、複写機のデジタル化、カラー化、高速化が進み、単なるコピー機から、情報ネットワークに接続した複合機に変換しつつあった。そのために、競争力の維持のために新製品開発に投資が必要であった。また、写真のデジタル化で従来の銀塩フィルム、銀塩カメラの売上が減少しつつある状況で写真のデジタル化への投資も必要であった。一方、ミノルタは有利子負債を多く抱える財政的課題もあった。このような状況の中、両社はスピード統合をした。合併、統合の目的のひとつとしては、情報機器でグローバルに競争できるように下位グループから抜け出し、キャノン、リコー、ゼロックスに続く 4 位の位置を確保し、経営資源を集中することが考えられる。

他、年度毎の M&A（売却、買収）および提携、出資状況は以下の通りである。フォト事業からの撤退により、事業価値のある、一眼レフカメラシステムは SONY に売却。高耐久で高画質な昇華型材料を用いた証明写真事業と、昇華型印刷材料の生産工場として価値のある銀塩印画紙工場は大日本印刷に売却した。また、米国新聞市場の印刷版材のデジタル化対応のため、2005 年にアメリカンリソを買収したが、2010 年 9 月に印刷事業において複写機を用いたプロダクション印刷に特化するために、印刷版材工場は売却した。情報機器分野では、米国の販売網を強化するために、英国ダンカ社より米国販売網を買収している。そして今後の成長のために、米国 GE と有機 EL 証明開発の提携、米国コルナカ社への有機太陽電池開発、生産への出資を行っている。

年度	種類	案件	相手先	金額
2005	買収	米国アメリカンリソ 印刷用版板メーカー	アメリカンリソ	40 億円
2006	売却	デジタル一眼レフカメラシステム αマウント、レンズ	SONY	発表なし
2006	売却	証明写真事業、昇華型熱転写材料 (自動証明写真機『Ki-Re-i』)	大日本印刷	発表なし
2006	売却	カラー銀塩写真用印画紙を製造する小田原 サイト	大日本印刷	発表なし
2007	提携	有機 EL 照明の商業化加速に向け戦略的提携 契約	ゼネラル・エレクトリック カンパニー (GE)	
2008	買収	米国ダンカオフィスイメージング社 米国情報機器販売会社	Danka Business	240 万 US\$

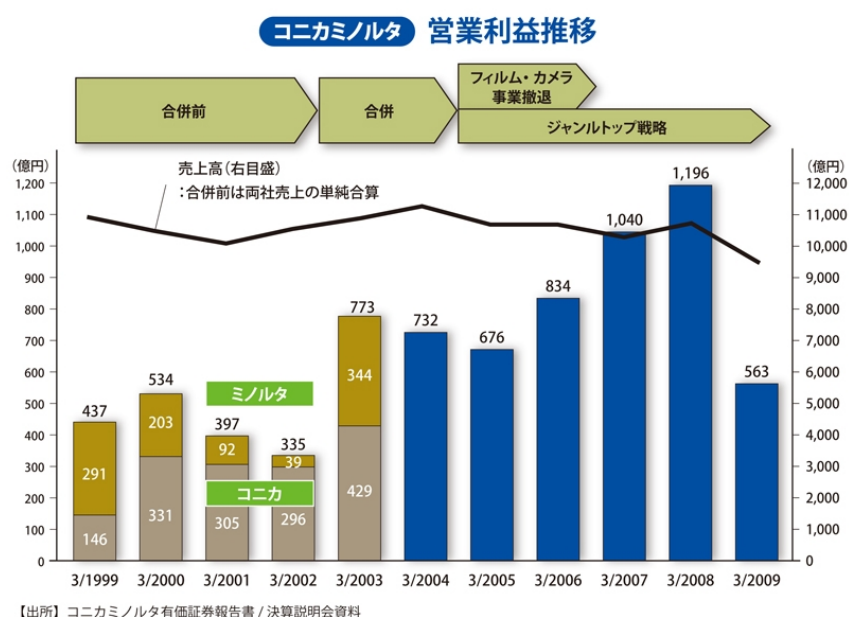
			Systems PLC	
2010	出資	有機薄膜太陽電池の開発・生産・販売に関する包括的な資本・業務提携契約	Konarka Technologies, Inc	2000 万 US\$出資
2010	売却	米国アメリカンリソ 印刷用版板撤退	Southern Lithoplate, Inc	発表なし

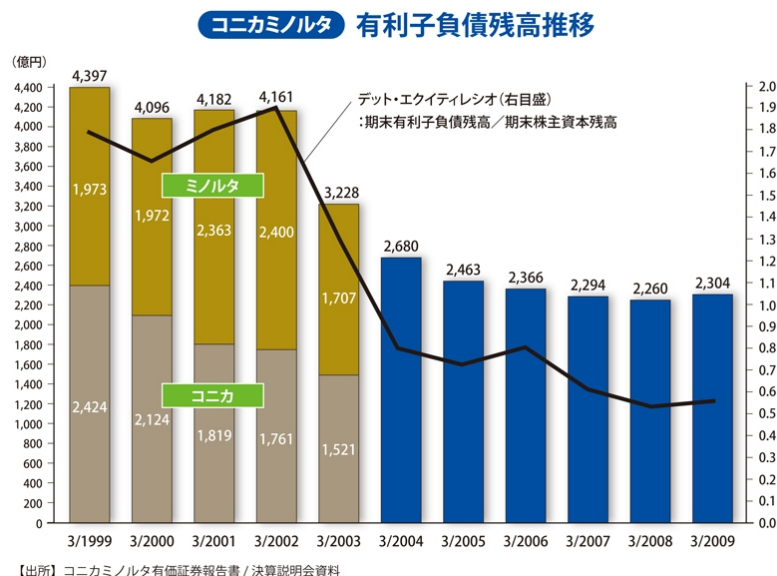
4 戦略の評価と課題

これまで分析したコニカミノルタの戦略を評価し、課題を明らかにする。

4.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

合併前後の営業利益の推移は下図の通り。ミノルタ、コニカともに合併前、営業利益減が続いていた。特に、ミノルタは2001年、2002年度に有利子負債が2300億円～2400億円あり、営業利益水準と比べ過大であった。





(グラフ出所：ソフトバンク ビジネス+IT より)

合併後、予想以上に写真のデジタル化が加速し、カメラ部門は、CCD をソニー、パナソニックという競合相手から購入するという競争上不利な状況になった。またデジタル一眼レフ市場へ参入の遅れからデジタル一眼レフの市場シェアが小さく、利益が出ない状況にあった。さらに、当時2強の富士フイルム、コダックに比べ、市場シェアの小さな銀塩カラーフィルムの収益が急速に悪化した。フィルム2強がリストラして生き残りを図る中、コニカミノルタも規模を縮小し事業継続することも検討した。しかし事業ポートフォリオ経営を重視しており、今後の黒字化は見込めないと判断し、ポートフォリオを大きく書き換えるために、2006年1月に創業事業からの撤退を決定した。この事業撤退と並行してとられた戦略が、ジャンルトップ戦略である。強みのセグメントを明確にして絞り込むもので、経営統合で獲得されたコニカとミノルタの強みを戦略的に組み合わせたものである。例えば、下表のように、複写機部門では、コニカの高速技術とミノルタのカラー技術の統合、コニカの重合トナー工場での生産拡大と規模の経済活用、ミノルタの欧州販売網の活用、そして光ピックアップレンズでは、コニカのプラスチック成型技術と、ミノルタのガラスモールド成形技術での事業拡大、という統合無しでは実現が難しかった競争優位といえる。さらに、ミノルタの持つガラスモールド技術を活用した HDD ガラス基板事業の拡大、コニカの写真材料技術を応用した TAC フィルムの視野角拡大および薄膜の高付加価値品への集中がある。

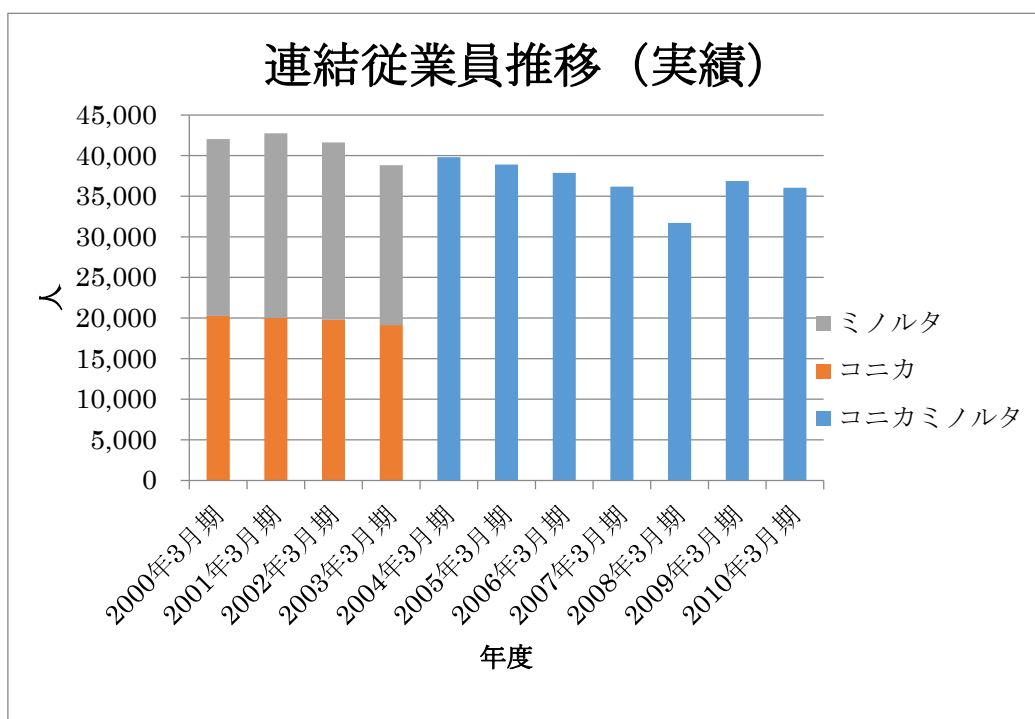
このようにして、M&A 後のポートフォリオ経営の実践による写真事業からの撤退、そしてジャンルトップ戦略により、2008年秋の世界経済悪化までは順調に営業利益を増やした。また財務基盤の強化を施策とし、有利子負債を急速に減らした。なお、この統合は、表向きは対等合併の看板を掲げたものの、会計上はコニカがミノルタを買収する「パーチェス法」を使って処理した。このため、のれん代が約一千億円発生。以後二十年間にわたり毎年約五十億円の営業減益要因を抱え続けることになった。

コニカミノルタ「ジャンルトップ戦略」における主要商品セグメント

事業カテゴリ	商品セグメント	自社の強み・リソース
事務機	カラー複合機	●コニカが「高速機」、ミノルタが「カラー機」に強い ●ミノルタは「欧州」(特にドイツ以東)に強い ●統合前から共同で取り組んでいた「重合トナー」は、粒子がより細かく均一のため、より高画質のカラー印刷が実現可能
	プロダクションプリント (オンデマンド商業印刷)	●後発参入のためコストパフォーマンス重視 (富士ゼロックスが先行、コニカミノルタは価格を4割下げ1200万円程度で提供)
オプト	光ピックアップレンズ	●ガラス/プラスチック両方のレンズ技術を有する唯一のメーカー ・コニカは1984年に世界で初めてCD用の非球面プラスチックレンズの開発に成功 ・ミノルタもカメラレンズで培ったガラスモールド技術を保有 ●DVD/BD向け光ピックアップレンズではトップシェア
	液晶偏光板保護フィルム(TACフィルム)	●液晶テレビ向けに注力 ●高品質フィルム製造技術と光学の経験を活かし広視野角の高機能品を提供
	ガラス製ハードディスク基板	●HOYAが先行していたが、ミノルタのレンズ光学技術を武器に2004年に本格参入 ●素材から研磨まで一貫製造を手掛ける

【出所】コニカミノルタ Web サイト、各種新聞・雑誌記事

(出所：ソフトバンク ビジネス+IT より)



2003 年合併時人員計画

合併後、計画通り連結従業員は 2008 年 3 月期まで毎年削減行った。2005 年までに累計約 4600 人を削減している。これは、営業拠点や間接部門等の重複人員の削減と写真事業終了によるものである。なお 2009 年 3 月期に 5158 名増加しているが、主として情報機器事業における中国製造子会社の設立および欧米での販売会社買収によるものである。

4.2 組織・人事要因

コニカミノルタは、持株会社としてグループ全体の経営を担うコニカミノルタホールディングス（株）（以下、ホールディングス）と、事業会社・共通機能会社による「分社化・持株会社制」をとっている。事業会社は、すべての事業を分社化することで経営判断をスピードアップし、それぞれの専門性を活かして競争力を強化している。共通機能会社は、基礎研究や間接業務を集約することで、グループ全体の業務の効率化と機能強化を図っている。こうした体制によって持株会社は、より統率のとれたグループ経営と企業統治に力を集中することを目指している。また、持株会社・事業会社・共通機能会社にはそれぞれ監査機能が設けられ、互いに連携することで、グループ全体の経営の健全性・効率性・透明性を高めている。コニカミノルタは、持株会社に「委員会設置会社」を採用している。これは、グループ全体の経営のスピードと透明性を高めるために、経営の監督を行う取締役会と、業務を執行する執行役に機能を分ける仕組みである。取締役会には監査・指名・報酬の 3 つの委員会があり、3 委員会の委員長はすべて社外取締役とし、構成メンバーには執行役を加えていない。業務執行の内容は監査委員会の監査と取締役会の監督を受ける。コニカミノルタは、経営のスピードと透明性を高めるため、経営を執行する執行役と経営を監督する取締役の機能の分化、独立性を重視した社外取締役の選任などの施策を早くから進めてきた。さらに持株会社への移行と委員会設置会社への移行を同時に進め、急速な市場環境の変化にも迅速に対応できる事業体へと変革してきた。一例として、左図の 2006 年 2 月 27 日付けの日経産業新聞によれば、この社外取締役は、長い歴史をもつカメラ、フィルム事業からのつらい撤退を早め、ガバナンス改革の意義はあったとしている。このように、持株会社制を十分機能させるためのグループガバナンスの強化と、社会の一員としての存在感をさらに高めるためのコーポレートガバナンスの強化を、重要なグループの経営方針としている。

2003 年、コニカとミノルタの統合の際、コニカミノルタは新しい価値基準を定めた人事理念を制定した。そして翌、2004 年度は、社外コンサルティングを活用し役割評価に基づく新管理職人事制度を策定し運用を開始している。コニカミノルタの一般従業員の新人事制度では、年功要素を排除し、能力・成果に応じて昇格・昇給する実力主義を徹底している。そのために職能グレード制度とイノベーションコースの設定という 2 つの柱を設けている。職能グレード制度は、人材育成・能力開発の基準となる指標（グレード格付け）と、公正・公平かつ適正な処遇を進めていくための基準（人事考課制度）を基本にしている。職能グレードを大きく 4 階層に区分し、発揮される能力に応じて格付けする仕組みと

なっている。また、イノベーションコースは、勤務体系と一体化した成果反映度の高い処遇コースで、本人意志によるコース選択を可能にし、チャレンジャブルな人材集団の形成を狙っている。

4.3 経営管理要因：業績評価・報償など

委員会設置会社であるホールディングスには監査委員会を、事業会社・共通機能会社・関係会社には監査役を設置している。さらに、ホールディングスにはグループ全体の内部監査機能を担う経営監査室が設置されている。監査委員会・経営監査室・各社監査役は、「監査連絡会議」を3カ月に1回開催し、情報の共有化や監査活動の連携を行っている。また会計監査人とも定期的に協議を行い、監査体制・方針、会計監査人の職務遂行が適正に行われる体制ができているかなどの確認を行いながら、実効ある監査を目指している。

取締役及び執行役の報酬等の額又はその算定方法に係る決定に関する方針は、委員会設置会社として社外取締役が過半数を占める報酬委員会を置き、社外取締役を委員長とすることにより透明性を確保し、公正かつ適正に報酬を決定している。役員報酬体系は、役員が継続的かつ中長期的な業績向上へのモチベーションを高め、グループ総体の価値の増大に資するものとしている。報酬の水準は、発展を担う有為な人材を確保・維持できるレベルを目標としている。報酬委員会は、この趣旨に沿い、取締役及び執行役が受ける個人別の報酬決定に関する方針を決定し、この方針に従い取締役及び執行役が受ける個人別の報酬等の額等を決定している。取締役（執行役兼務者を除く）は、経営を監督する立場にあることから短期的な業績反映部分を排し、基本報酬としての「固定報酬」と、中長期的業績が反映できる「株式報酬型ストック・オプション」で構成している。また、社外取締役については「固定報酬」のみとしている。執行役は、「固定報酬」の他、短期のグループ業績及び担当する事業業績をも反映する「業績連動報酬」と、中長期的業績が反映できる「株式報酬型ストック・オプション」で構成している。この「固定報酬」は、定期的に外部の客観的データ、評価データ等を活用しながら、役位別に妥当な水準を設定している。「業績連動報酬」は、当該年度の業績水準及び年度業績目標の達成度に応じ支給額を決定している。目標は当面、利益に重点を置いている。「株式報酬型ストック・オプション」は、株主視点に立った株価連動報酬として、社内取締役及び執行役を対象に新株予約権を付与するものである。権利付与数はグループ業績、担当する事業業績の目標達成度を加味して対象者ごとに決定している。これら執行役に対する「固定報酬」「業績連動報酬」「株式報酬型ストック・オプション」の構成比は60：20：20を目安としている。なお、経営環境の変化に対応して報酬水準、報酬構成等について適時・適切に見直しを行っている。

5 戦略策定

5.1 課題の整理

コニカミノルタの企業戦略策定にあたり、これまでの分析に基づき、重点課題を整理する。

表 5-1；財務諸表分析および企業価値分析の課題

	課題	備考
課題①	情報機器の売上低下	売上の約7割を占める情報機器分野、 2008 年以降、市場の拡大が止まり、売上が低下、利益低迷している。このため、 EVA がマイナスであった。今後は資本コストを考慮した EVA や、 ROIC 、 WACC 等を指標に用いることにより、投資家の期待にこたえていくことが重要である。
課題②	情報機器のシェア	国内5位と低迷。全世界では4位。セグメント NO1 で注力する高速カラー分野も、他社からの追い上げが厳しい。

表 5-2：経営戦略分析の課題

課題③	経営方針＜09－10＞での既存分野の具体的成長方法	情報機器のプロダクション（＝商用印刷）分野、オプトの次世代ディスプレイ分野、新領域への展開により、業容の拡大がもとめられる。
課題④	経営方針＜09－10＞での新規事業	コア技術をつかった「環境・エネルギー」分野での新事業として有機 EL 照明事業への参入を計画しているが、本格市場拡大が2016年以降と遅い。また、多くの競合が参入を表明している。そして、 LED 照明の市場拡大が先行している。

以上のことから、コニカミノルタの戦略策定にあたっては、①戦略策定の基準は資本コストを用いた**EVA**がプラスになること。②情報機器の利益率、シェアアップ、③成長軌道をとらえるための既存事業の拡大 ④新規事業の見極め を考慮しなければならない。

5.2 戦略の立案

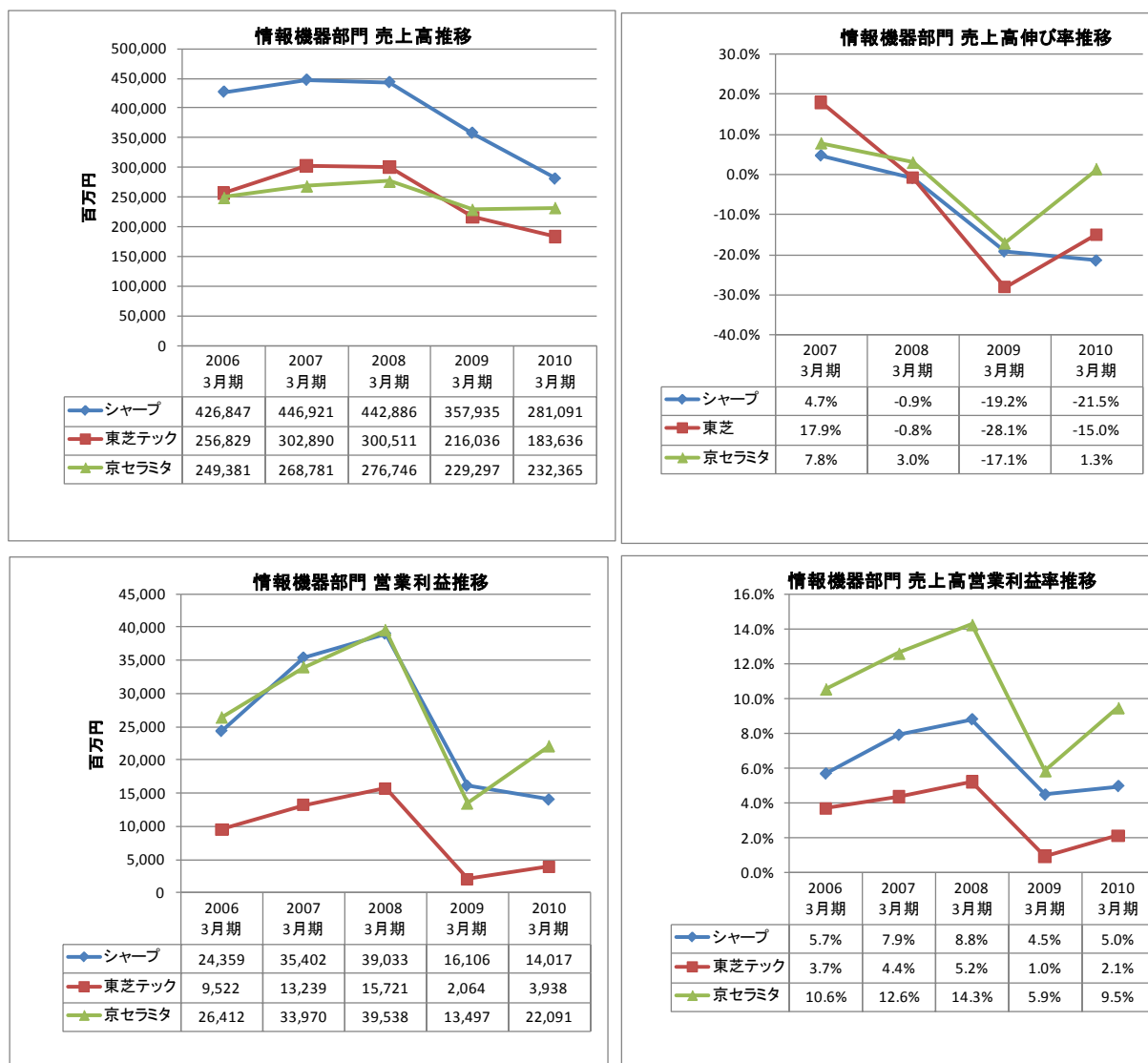
前項、課題の整理の結果を踏まえ、コニカミノルタがとるべき企業戦略のオプションを以下に示す。

5.2.1 戦略1：情報機器下位メーカーの買収（課題①、課題②、課題③）

情報機器事情で前述の通り、国内市場が減少方向である。世界では今後成長が望めるが、プリンター産業、とくに韓国サムソン電子のような新興メーカーからプリンターベースの複写機、複合機市場への参入をしており、プリンターベースの複合機との競争激化が予想される。コニカミノルタの情報機器市場でのシェアは全世界で4位。国内で5位である。

下位メーカーは、シャープ、東芝テック、京セラミタとなる。3社の売上、売上成長率、経常利益率の比較は以下 図5-1の通りである。

図 5-16 情報機器下位3部門の売上、営業利益比較



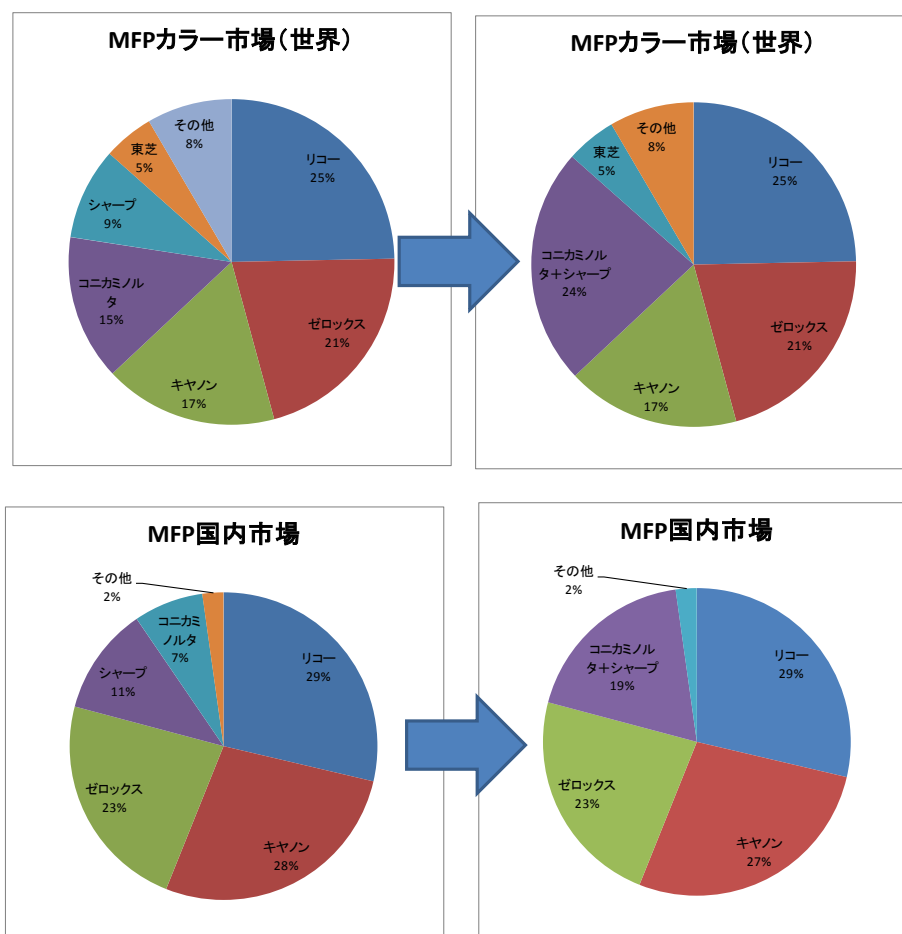
これら、売上、利益の推移と、他の特徴を比較したものが以下 表5-3の通り

表 5-3 下位 3 社との比較一覧

	シャープ	東芝	京セラミタ	コニカミノルタ	備考
開発所在地	奈良	三島	大阪	東京、愛知	
生産工場	華東：常熟	華南：深圳	華南：東莞	華東：無錫、 華南：石龍・深圳	
売上高成長率	-20%	-15%	1%	-13%	2010年3月期
売上高営業利益率	5%	10%	2%	7%	2010年3月期
得意な技術	ベルト低温定着での省エネ、高速化	モノクロ高速	耐摩耗性に優れたアモルファスシリコンドラム	重合法トナーでの高速化、省エネ	
モノクロ高速	○	○	○	◎	
カラー高速技術	△	×	×	◎	
プリンター技術	×	×	◎	○	
重合法トナー技術	×	×	△	◎	
粉砕法トナー技術	◎	○	○	-	
高耐久感光体技術	○	○	◎	○	
国内市場	11%	圏外	圏外	7%	日経新聞
カラー市場	9%	5%	圏外	15%	クレディスイス
コニカミノルタとの補完性	重合法トナー活用	○	○		
	高速技術	○	×		
	市場規模	○	×		
	中国工場活用	○	○		

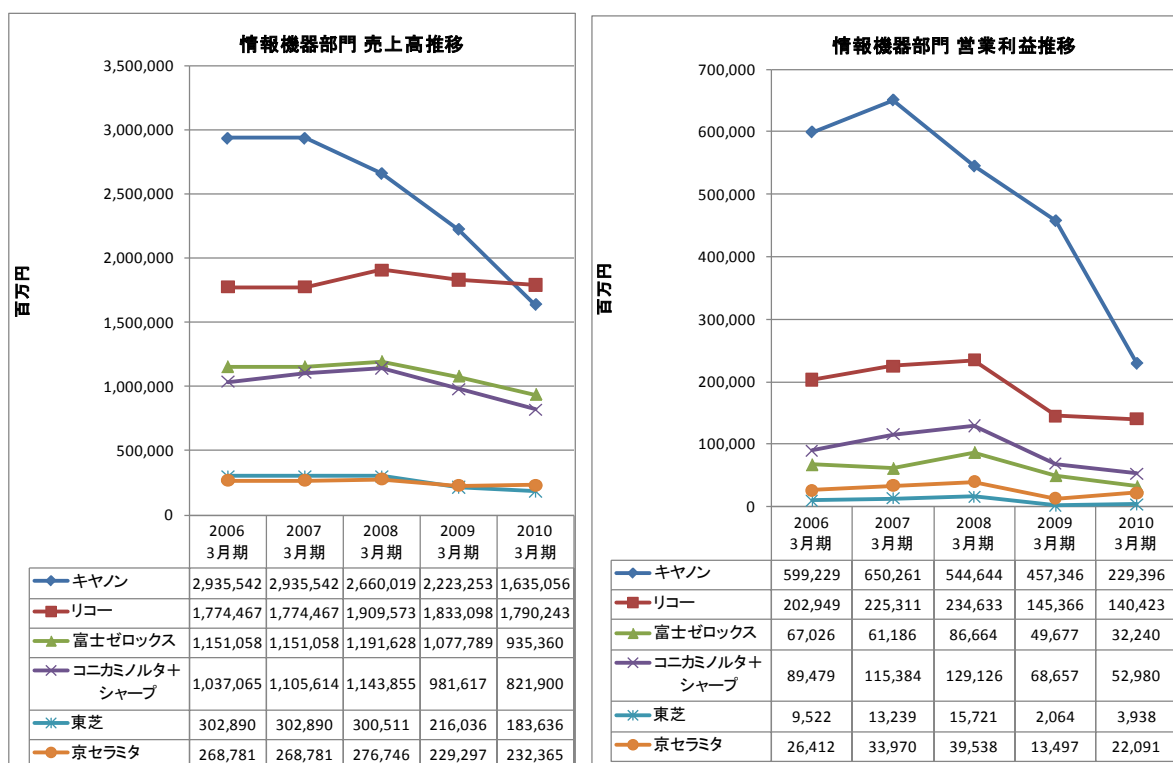
合併後の国内市場、カラー市場での規模確保が期待でき、高速技術を補完しあえるシャープとの合併が最適である。生産工場は、いずれの企業もコニカミノルタの中国拠点と近隣にあり、部品のサプライを含めて活用可能である。シャープは液晶、太陽電池、携帯電話、健康・環境機器（プラズマクラスター、LED 照明）に力を入れており情報機器は企業が向かうドメインから外れている。売上は連続4年低下を続け、今後市場の大きな伸びが期待できないなか、規模の小さいままでは競争力の維持は難しいと思われる。従って、シャープの情報機器部門はシャープ本体から分社しコニカミノルタとの合併が好ましいと思われる。京セラミタは、京セラの指導のもと三田工業の時代から体質改善が進み、小規模でも利益率の高い体質ができています。今後、プリンターを強化することが考えられ、多用なポートフォリオを持つ京セラが手放さないと考える。東芝は、本拠地が東京愛知の中間にあり、従業員の移動には最適であるが、市場シェアが小さく、かつカラー高速に弱く合併後のシェア拡大に期待できない。なお、以下に、シャープとコニカミノルタが合併した場合の、2009 年のシェアの変化を比較した。MFP カラー市場では、リコーに続く 2 位になる。MFP 国内市場ではゼロックスとほぼ肩を並べる 4 位となる。また、売上高も富士ゼロックスとほぼ同等になり、営業利益はゼロックスを抜くことになる。この合併にて、本当の意味での 4 強になり、上位と互角に戦うことができる可能性が考えられる。

図 5-17 コニカミノルタとシャープ合併によるシェア変化



MFP カラー市場はクレディスイス資料、MFP 国内市場は日経新聞から作成。いずれも2009年度の数値

図 5-18 シャープ情報機器部門との合算による売上高推移



5.2.2 戦略2：戦略1のシャープとの合併によるシナジー効果。

シャープとの合併により、開発戦力のシナジー効果と、開発機種の一統化による開発戦力の集中、間接部門や営業部門の統廃合、重合トナー採用機種拡大によるトナーの規模の経済など、戦力のシナジー効果と、コストダウンが期待できる。

5.2.3 戦略3：新規開発事業や、既存製品の業容拡大による利益拡大

LED 照明の拡大により 2012 年より LED 照明用ガラスモールドレンズが大ヒット。さらに、液晶 TV や液晶ディスプレイ市場の拡大により、偏光板保護フィルムの売上が増加。また、2010 年に上市した有機 EL 照明の利益が出始めて、営業利益率に貢献を始める。（課題③、課題④で楽観ケース）

5.3 戦略の財務シミュレーション

5.3.1 ベースケースの設定

ベースケースの前提条件は以下の通り。

予測期間

2011 年度から 2015 年度までの 5 年間。

前提条件

- ベースケースはセグメント情報ではなく、連結指標から算出する
- 年間売上高は、2009年度実績採用。2010年度はコニカミノルタ 第1四半期決算説明会（2010年7月30日）の予測値。以降年率3%成長と仮定。
- 営業利益率は、過去2年間の平均値、5.7%を採用。
- 設備投資額は2010年3月期の設備投資額36,933百万円を一定投資するものとする。
- 資本コストは、設問1で求めた WACC の2010年3月期の値、5.92%を採用し、一定とする。
- 減価償却費は、前年度の90%値と、新規の投資は残存価格10%、6年定額法で償却する。
- 資産（簿価投入資本）には、前年度の NOPAT を繰り入れる。
- 実効税率は2010年3月期有価証券報告書記載の実効税率 53% とする。
(のれんの償却額および評価性引当額による影響による)

以上の条件で、コニカミノルタ連結の今後5年間の EVA を算出した。結果は下表の通り。

表 5-4 ベースケース

ベースケース	算出式	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	単位
売上高		865,797	830,000	854,900	880,547	906,963	934,172	百万円
売上高成長率			3%	3%	3%	3%	3%	
売上高増収値			24,900	25,647	26,416	27,209	28,025	百万円
営業利益率		5.50%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	5.70%	%
資本的支出	年間投資額 =10年3月期予定	36,933	36,933	36,933	36,933	36,933	36,933	百万円
営業利益	売上高×営業利益率	47,619	47,310	48,729	50,191	51,697	53,248	百万円
資産	前年+前年NOPAT+ 資本的支出-減価償却費	631,064	629,781	628,873	629,100	630,435	632,856	百万円
減価償却費	前年×0.9+ 前年資本的支出×0.9/6	61,174	60,597	60,077	59,609	59,188	58,809	百万円
NOPAT	営業利益× (1-実効税率53%)	22,381	22,236	22,903	23,590	24,298	25,026	百万円
ROIC	NOPAT/資産	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.9%	4.0%	%
営業CF	NOPAT+減価償却費	83,555	82,832	82,980	83,199	83,486	83,836	百万円
営業CFマージン	営業CF/売上高	9.7%	10.0%	9.7%	9.4%	9.2%	9.0%	%
FCF	営業CF-資本的支出	46,622	45,899	46,047	46,266	46,553	46,903	百万円
WACC	2010. 3月期で一定	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	%
EVA	NOPAT-資産×WACC	-15,000	-15,069	-14,348	-13,675	-13,046	-12,461	百万円
EVA合計	EVA合計	-15,000	-15,069	-14,348	-13,675	-13,046	-12,461	百万円
MVA	EVA/WACC+資産	377,834						百万円

上表のごとく、ベースケースの前提では、EVA はマイナスとなる。

(1) 戦略1：シャープ情報機器部門との合併

シャープ 情報機器事業のベースケースの設定

戦略1の計算の前に、シャープの情報機器事業部のベースケースの計算を行う。

前提条件は以下の通り。

予測期間

2011年度から2015年度までの5年間。

前提条件

- 年間売上高は、2009年度実績採用。2010年度はシャープ決算説明会の予測値。以降年率3%成長と仮定。
- 営業利益率は、シャープの情報機器事業 過去2年間の平均値、5.25%を採用。
- 設備投資額は2010年3月期のコニカミノルタの設備投資額36,933百万円に対し、売上比比率として、11,396百万円を一定投資するものとする。
- 資本コストは、設問1で求めたコニカミノルタのWACCの2010年3月期の値、5.92%を採用し、一定とする。
- 減価償却費の2010年の値は、コニカミノルタの減価償却費61,174百万円に対し売上比比率として18,860百万円とする。2011年以降は、前年度の90%値と、新規の投資は残存価格10%、6年定額法で償却する。
- 資産（簿価投入資本）は2010年の値は、コニカミノルタの資産631,064百万円に対し売上比比率として194,553百万円とする。2011年以降は前年度のNOPATを繰り入れる。
- 実効税率は40.5%とする。

以上の条件で、シャープの情報機器部門の今後5年間のEVAを算出した。結果は下表の通り。

表 5-5 シャープ情報機器部門ベースケース

シャープ	算出式	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	単位
売上高		266,920	265,000	272,950	281,139	289,573	298,260	百万円
売上高成長率			3%	3%	3%	3%	3%	
売上高増収値			7,950	8,189	8,434	8,687	8,948	百万円
営業利益率		5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	5.25%	%
資本的支出	年間投資額＝コニカミノルタの金額に対する売上比比率	11,386	11,386	11,386	11,386	11,386	11,386	百万円
営業利益	2010. 3月期	14,017	13,916	14,334	14,764	15,207	15,663	百万円
資産	前年＋前年NOPAT＋資本的支出－減価償却費	194,553	195,598	196,743	198,281	200,204	202,507	百万円
減価償却費	前年×0.9＋前年資本的支出×0.9/6	18,860	18,682	18,521	18,377	18,247	18,131	百万円
NOPAT	営業利益×(1－実効税率40.5%)	8,340	8,280	8,529	8,784	9,048	9,319	百万円
ROIC	NOPAT/資産	4.3%	4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.6%	%
営業CF	NOPAT＋減価償却費	27,200	26,962	27,050	27,162	27,295	27,450	百万円
営業CFマージン	営業CF/売上高	10.2%	10.2%	9.9%	9.7%	9.4%	9.2%	%
FCF	営業CF－資本的支出	15,813	15,575	15,664	15,775	15,909	16,064	百万円
WACC	2010. 3月期で一定	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	%
EVA	NOPAT－資産×WACC	-3,184	-3,306	-3,125	-2,961	-2,811	-2,676	百万円
EVA合計	EVA合計	-3,184	-3,306	-3,125	-2,961	-2,811	-2,676	百万円
MVA	EVA/WACC＋資産	140,798						百万円

上表のごとく、シャープのベースケースの前提も、EVAはマイナスとなる。

シャープ情報機器部門との合併シミュレーション

戦略①の前提条件は以下の通り。

予測期間

2011年度から2015年度までの5年間。2011年より戦略①を行う。

前提条件

- 2011年の年間売上高は、各々のベースケースの合算とする。
- 営業利益は、2011年度はベースケースの合算。2012年以降は、2012年の合算の実績値 5.59%で一定とする。
- 設備投資額は2011年度はベースケースの合算とし、それ以降、一定とする。
- 資本コストは、設問1で求めた WACC の2010年3月期の値、5.92%を採用し、一定とする。
- 2011年の減価償却費はベースケースの合算とし、2012年以降は、前年度の90%値と、新規の投資は残存価格10%、6年定額法で償却する。
- 2011年の資産（簿価投入資本）はベースケースの合算とし、2012年以降は前年度のNOPATを繰り入れる。
- 実効税率は2010年3月期有価証券報告書記載の実効税率 53% とする。
(のれんの償却額および評価性引当額による影響による)

以上の条件で、シャープの情報機器部門と2011年に合併した場合の今後5年間のEVAを算出した。結果は下表の通り。

表 5-6 戦略①

戦略1 合併	算出式	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	単位
売上高		865,797	1,095,000	1,127,850	1,161,686	1,196,536	1,232,432	百万円
売上高成長率			3%	3%	3%	3%	3%	
売上高増収値			32,850	33,836	34,851	35,896	36,973	百万円
営業利益率		5.50%	5.59%	5.59%	5.59%	5.59%	5.59%	%
資本的支出	年間投資額＝ベース合計値	36,933	48,319	48,319	48,319	48,319	48,319	百万円
営業利益	売上高×営業利益率	47,619	61,226	63,063	64,955	66,903	68,911	百万円
資産	前年＋前年NOPAT＋資本的支出－減価償却費	631,064	641,168	656,478	671,583	686,614	701,695	百万円
減価償却費	前年×0.9＋前年資本的支出×0.9/6	61,174	60,597	61,785	62,854	63,817	64,683	百万円
NOPAT	営業利益×(1－実効税率53%)	22,381	28,776	29,640	30,529	31,445	32,388	百万円
ROIC	NOPAT/資産	3.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.6%	4.6%	%
営業CF	NOPAT＋減価償却費	83,555	89,373	91,424	93,383	95,261	97,071	百万円
営業CFマージン	営業CF/売上高	9.7%	8.2%	8.1%	8.0%	8.0%	7.9%	%
FCF	営業CF－資本的支出	46,622	41,054	43,105	45,064	46,942	48,752	百万円
WACC	2010.3月期で一定	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	%
EVA	NOPAT－資産×WACC	-15,000	-9,203	-9,247	-9,252	-9,227	-9,177	百万円
EVA合計	EVA合計	-15,000	-9,203	-9,247	-9,252	-9,227	-9,177	百万円
MVA	EVA/WACC＋資産	377,834						百万円

(2) 戦略②：合併時のシナジー考慮

予測期間

2011年度から2015年度までの5年間。

前提条件

- 指定した数字以外は戦略①と同一。
- 戦略①の結果に対し、合併によるシナジー効果や間接部門、営業部門の統廃合によるコストダウン効果、開発機種の縮小による効率化、規模の経済の働き等によって、合併後、1年目、2年目にそれぞれ1%ずつ営業利益率が上昇する。

以上の条件で、シャープの情報機器部門と2011年に合併した場合の、シナジー効果を考慮した場合の今後5年間のEVAを算出した。結果は下表の通り。

表 5-7 戦略②

戦略②:シナジー	算出式	2010年3月	2011年3月	2012年3月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	単位
売上高		865,797	1,095,000	1,127,850	1,161,686	1,196,536	1,232,432	百万円
売上高成長率			3%	3%	3%	3%	3%	
売上高増収値			32,850	33,836	34,851	35,896	36,973	百万円
営業利益率		5.50%	5.59%	6.59%	7.59%	7.59%	7.59%	%
資本的支出	年間投資額＝ベース合計値	36,933	48,319	48,319	48,319	48,319	48,319	百万円
営業利益	売上高×営業利益率	47,619	61,226	74,341	88,189	90,834	93,559	百万円
資産	前年+前年NOPAT+資本的支出-減価償却費	631,064	641,168	656,478	676,884	702,835	729,163	百万円
減価償却費	前年×0.9+前年資本的支出×0.9/6	61,174	60,597	61,785	62,854	63,817	64,683	百万円
NOPAT	営業利益×(1-実効税率53%)	22,381	28,776	34,940	41,449	42,692	43,973	百万円
ROIC	NOPAT/資産	3.5%	4.5%	5.3%	6.1%	6.1%	6.0%	%
営業CF	NOPAT+減価償却費	83,555	89,373	96,725	104,303	106,509	108,656	百万円
営業CFマージン	営業CF/売上高	9.7%	8.2%	8.6%	9.0%	8.9%	8.8%	%
FCF	営業CF-資本的支出	46,622	41,054	48,406	55,984	58,190	60,336	百万円
WACC	2010.3月期で一定	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	%
EVA	NOPAT-資産×WACC	-15,000	-9,203	-3,946	1,354	1,060	781	百万円
EVA合計	EVA合計	-15,000	-9,203	-3,946	1,354	1,060	781	百万円
MVA	EVA/WACC+資産	377,834						百万円

(3) 戦略③：新規事業と既存事業の拡大による売上と利益増（楽観ケース）

予測期間

2011年度から2015年度までの5年間。

前提条件

- 指定した数字以外はベースケースと同一。
- ベースケースに対し、2012年、売上高増収率が5%に上昇する。
- ベースケースに対し、2012年、2013年それぞれ1%ずつ営業利益率が上昇する。

以上の条件で、ベースケースに対し今後5年間のEVAを算出した。結果は下表の通り

表 5-8 戦略③

戦略③	算出式	2010年3月	2011年3月	2012年2月	2013年3月	2014年3月	2015年3月	単位
売上高		865,797	830,000	854,900	897,645	942,527	989,654	百万円
売上高成長率			3%	5%	5%	5%	5%	
売上高増収値			24,900	42,745	44,882	47,126	49,483	百万円
営業利益率		5.50%	5.70%	6.70%	7.70%	8.70%	8.70%	%
資本的支出	年間投資額＝10年3月期予定	36,933	36,933	36,933	36,933	36,933	36,933	百万円
営業利益	売上高×営業利益率	47,619	47,310	57,278	69,119	82,000	86,100	百万円
資産	前年＋前年NOPAT＋資本的支出－減価償却費	631,064	629,781	628,873	633,118	643,348	660,012	百万円
減価償却費	前年×0.9＋前年資本的支出×0.9/6	61,174	60,597	60,077	59,609	59,188	58,809	百万円
NOPAT	営業利益×(1－実効税率53%)	22,381	22,236	26,921	32,486	38,540	40,467	百万円
ROIC	NOPAT/資産	3.5%	3.5%	4.3%	5.1%	6.0%	6.1%	%
営業CF	NOPAT＋減価償却費	83,555	82,832	86,998	92,095	97,728	99,276	百万円
営業CFマージン	営業CF/売上高	9.7%	10.0%	10.2%	10.3%	10.4%	10.0%	%
FCF	営業CF－資本的支出	46,622	45,899	50,065	55,162	60,795	62,343	百万円
WACC	2010.3月期で一定	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	5.92%	%
EVA	NOPAT－資産×WACC	-15,000	-15,069	-10,330	-5,017	431	1,371	百万円
EVA合計	EVA合計	-15,000	-15,069	-10,330	-5,017	431	1,371	百万円
MVA	EVA/WACC＋資産	377,834						百万円

今回検討した3つの戦略は、下表の通り、ベースケースよりも財務的に有効である。ただし、単に漫然と合併しても EVA はプラスとはならない。きちんとシナジー効果を発揮して営業利益率を上げなければならない。一方、戦略3のように、合併をしなくとも、売上高営業利益率を8.7%まであげることでEVAを大きくできる。この営業利益率は、2006年から2008年当時の7.8%～11.2%よりも小さい値であり、不可能な値ではない。今後、地道に業容拡大で売り上げを上げ、セグメントで競争力のある、より高付加価値の商品を継続的に提供しつづけることで利益率を上げることや、新規開発中の次世代事業を成功させることで、成長路線を歩むことができる。従って、戦略2と戦略3を組み合わせると、さらに大きな価値を生むと考えられる。

表 戦略効果の比較

	5年後のFCF(百万円)		5年後のEVA(百万円)	
ベースケース	46,903		-12,461	
戦略1: 合併	48,752	(+1,848)	-9,177	(+3,283)
戦略2: 合併&シナジー	60,336	(+13,433)	781	(+13,241)
戦略3: 新規&既存拡大	62,343	(+15,440)	1,371	(+13,831)

以上

付属資料 3：企業戦略分析

(出所：東口 晃子 「経営戦略応用研究 期末レポート 花王株式会社」 2006 年 11 月 20 日)

花王株式会社 (2006)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

花王は、「清潔で、美しく、すこやかな毎日をめざして」を標語とし、1963 年より、洗剤事業から、その技術を応用し、シャンプー事業、洗顔事業へとカテゴリーを広げていった。1978 年には生理用ナプキン事業への展開も実施し、さらなる事業展開をしている。現在の事業展開としては、毎日の暮らしに欠かせない、“月のマーク”で親しまれている衣料用洗剤やシャンプーなどの「家庭用製品」。花王ソフィーナでおなじみの「化粧品」。そして、さまざまな産業の多様なニーズにきめ細かく対応した「工業用製品」と「業務用製品」。これら各分野で、花王は高品質な製品の製造および販売を中心とした事業活動を進めている。また、1966 年卸店との共同出資により、花王専門販売会社を設立し、花王独自の流通チャネルを構築し、日用品業界の唯一の製販一体会社となった。1985 年には、化粧品事業を展開し、家庭品と同様に、1989 年「花王化粧品販売株式会社」を設立している。グローバルな展開としては、アジア・オセアニアでは、シャンプーや衣料用洗剤、サニタリー製品などの家庭品製品を展開。欧米では、主にプレミアムなヘアケア製品やスキンケア製品を中心とした事業を展開している。また、工業用製品分野においては、世界各国のあらゆる産業界に向けた製品を届けている。

1.2 全社業績推移

1.2.1 売上高・利益・財務内容およびそれらの過去 5 年間の推移

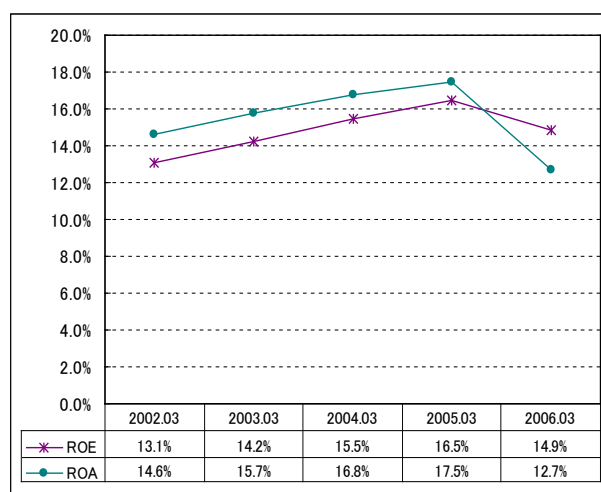
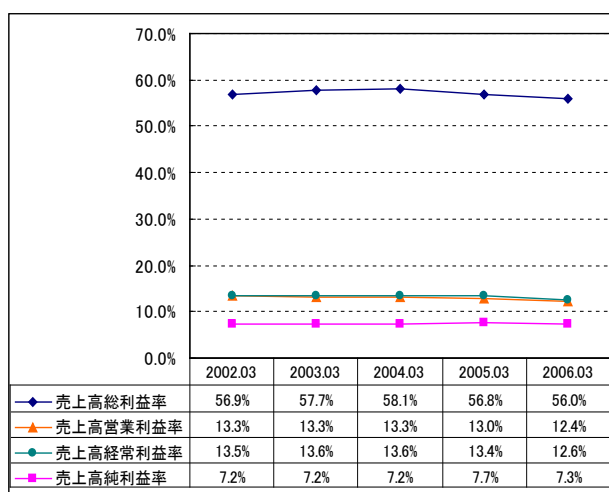
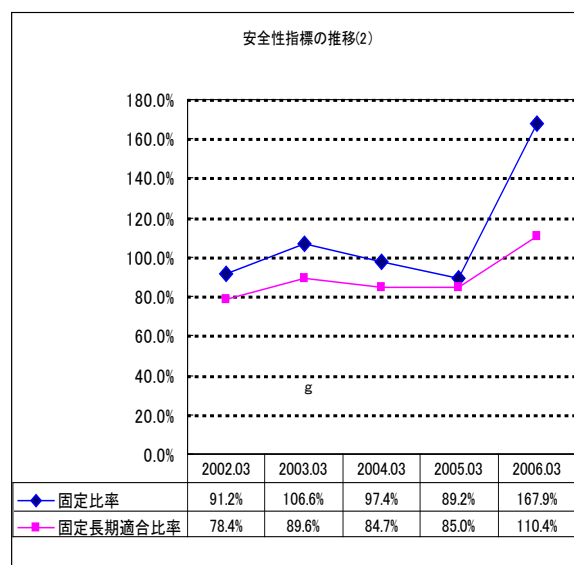
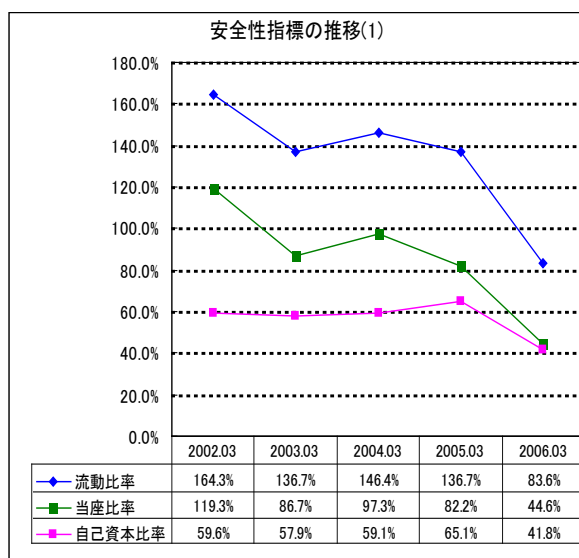
花王 HP より業績、経営指標を引用する。2000 年から 2004 年においては、売上は前年比 2~4%の伸びで推移している。国内家庭品市場が横ばい傾向の中、毎年、前年比ベースをクリアしていることは評価できる。利益については、2000 年から 2004 年までは売上とともに順調に伸ばしてきた。しかし、2005 年度にはマイナス成長となっている。これは、2006 年 1 月 31 日に株式を取得した(株)カネボウ化粧品の影響である。

1.2.2 過去 5 カ年間業績推移を財務諸表分析

(1) 安全性

2006 年は(株)カネボウ取得とモルトンブラウン連結による影響があるので数値は低下している。2002 年以降、流動比率、当座比率は低下している。固定比率、固定長期適合率、自己資本比率は横ばいである。2006 年の(株)カネボウの取得で資産の増加が懸念される中、

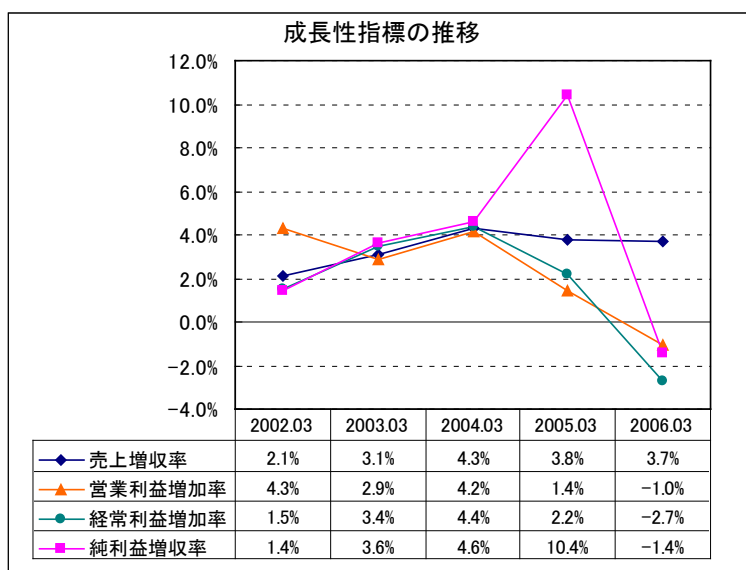
現金比率が低下している。今後は資産の有効的な活用のもと、手持ちの現金を如何に獲得するかが課題である。



(2) 収益性

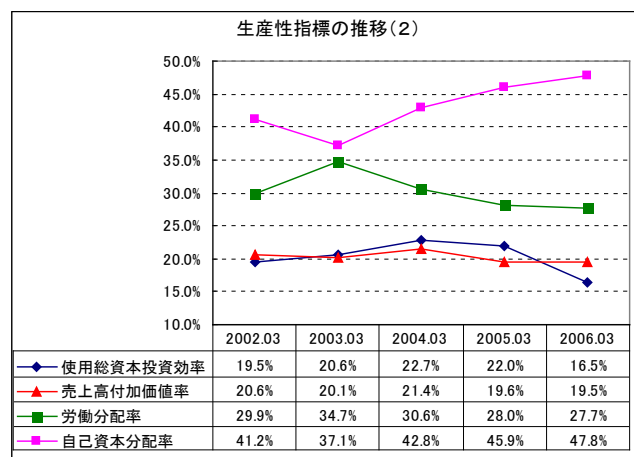
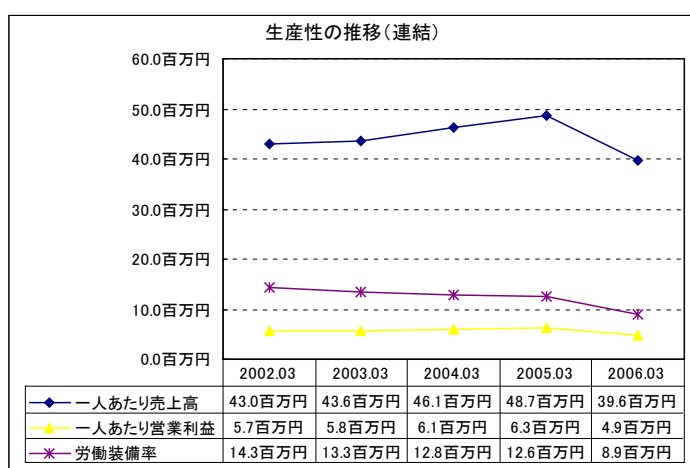
収益性については、過去5年間、安定的に収益を上げている。収益のあがる構造を確立しているといえる。しかし、販売価格の低下と国内市場が伸び悩む中、今後、いかにして売上、利益を上げていくかが大きな課題となる。国内での競争から海外市場での展開の強化も視野に入れておくべきであろう。

(3) 成長性



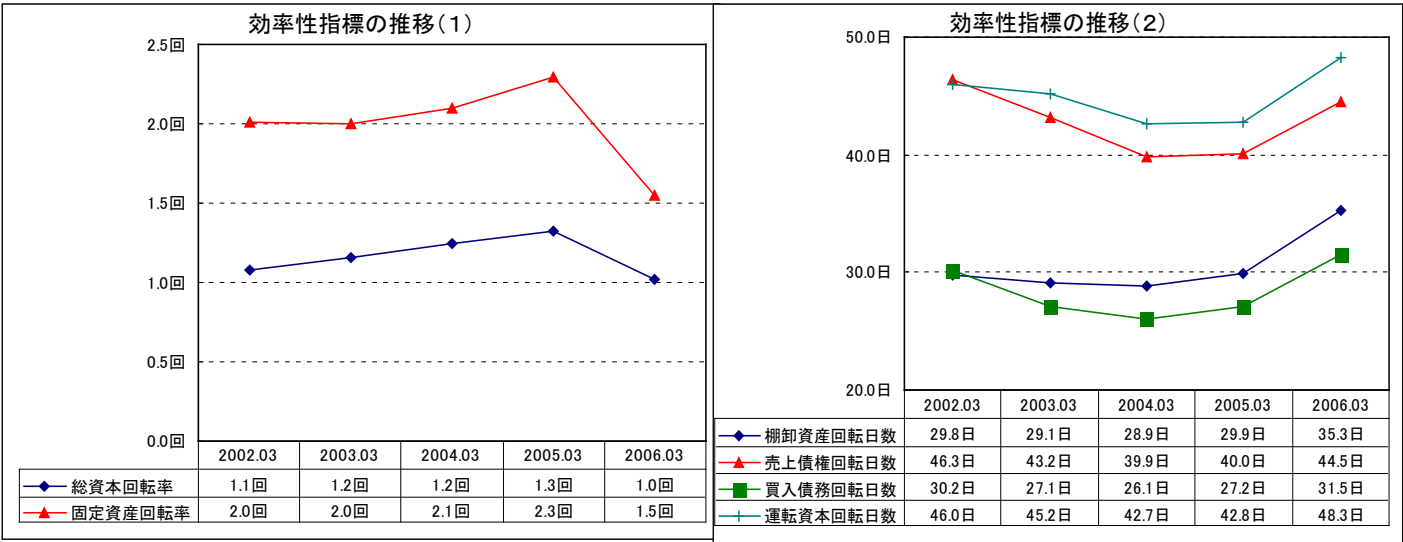
2002 年から 2005 年にかけて連続増収増益を更新してきた。2006 年になり、売上高は伸びたものの、利益はマイナスに転じている。2006 年は販売価格の低下や石油化学製品などの原料価格の上昇を、付加価値の高い新製品の上市やコストダウン活動に注力し、売上原価率を昨年比 0.8 ポイント上昇して 44%となった。現在でも、内部のコストダウンの改善も見られるが、外的要因により利益増収率を低下させる影響が大きい。企業価値を高めていくためには継続的な成長が不可欠である。外部要因に左右されることなく、継続的な内部のコストダウンと高付加価値の新製品の継続的な上市が必須である。

(4) 生産性



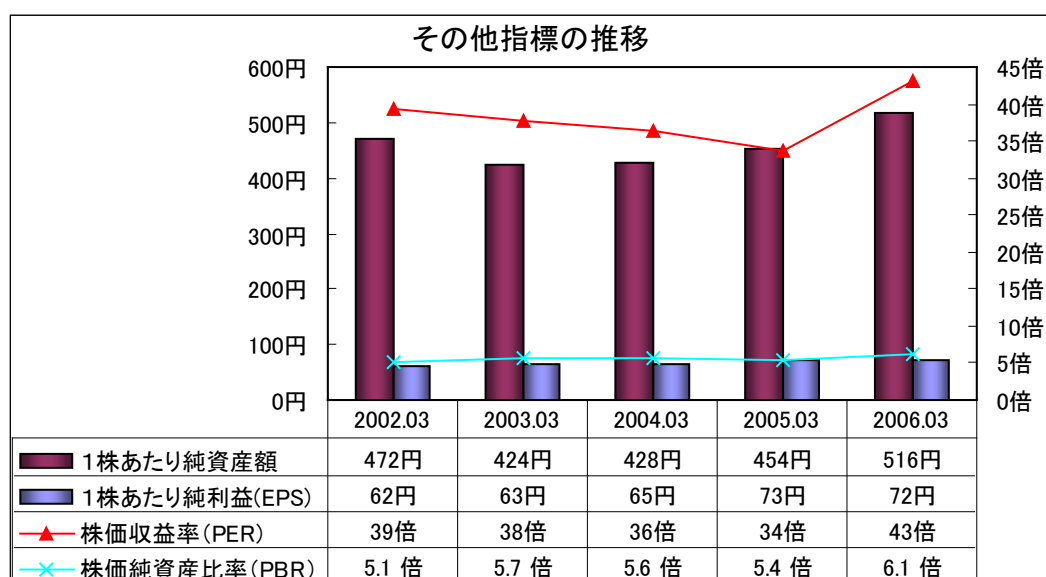
連結に関する生産性は、㈱カネボウ化粧品 M&A の成果を今後どのように出していくかが課題である。2006 年 3 月期が連結貸借対照表のみに数値が反映されている。2007 年 3 月期の連結損益計算書にて M&A のシナジー効果の成果が問われることになる。単体に関する生産性についても連結の生産性と同様である。㈱カネボウの M&A のシナジー効果をきちんと出していく必要がある。

(5) 効率性



総資本回転率、固定資産回転率は㈱カネボウ化粧品の資産の増加もあり、有効に資産を活用するのは 2007 年 3 月期であると考えられる。棚卸資産回転日数・売上債権回転日数・買入債務回転日数・運転資本回転日数は短ければよいが、業界平均なので、良いと考える。

(6) その他



市場評価は **2006** 年の(株)カネボウ化粧品買収に伴い高くなっていると考えられる。今後は、市場の評価を裏切らないようなパフォーマンスをあげることが必要である。

1.2.3 企業価値分析

項目	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
加重平均資本コスト(WACC) (%)	4.57%	3.91%	4.40%	4.61%	4.47%
期中平均有利子負債 (百万円)	62,688	52,505	49,348	36,184	215,360
負債利子 (百万円)	1,689	1,591	1,234	933	1,396
負債利子率 (%)	2.69%	3.03%	2.50%	2.58%	0.65%
株主資本コスト (%)	4.66%	3.96%	4.46%	4.66%	4.76%
市場全体の期待収益率 (%)	6.50%	5.80%	6.30%	6.50%	6.60%
無リスク利率 (%)	1.50%	0.80%	1.30%	1.50%	1.60%
リスクプレミアム (%)	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
β (ベータ)	0.631	0.631	0.631	0.631	0.631
株主資本の時価 (百万円)	2,358,526	2,395,000	2,380,000	2,403,375	3,100,000
投下資本① (百万円)	2,421,214	2,447,505	2,429,348	2,439,559	3,315,360
負債比率 (%)	2.6%	2.1%	2.0%	1.5%	6.5%
株主資本比率 (%)	97.4%	97.9%	98.0%	98.5%	93.5%
実効税率 (%)	42.4%	42.3%	38.0%	36.1%	38.2%
税引後事業利益 (百万円)	65,333	67,807	75,208	78,915	75,006
営業利益 (百万円)	111,727	114,914	119,705	121,379	120,134
受取利息・配当金 (百万円)	1,719	1,399	1,124	902	1,254
持分法利益 (百万円)	0	1,257	494	1,216	0
資本コスト (百万円)	23,591	18,213	20,987	21,713	41,040
投下資本② (百万円)	515,696	466,075	477,406	470,966	917,679
EVA (百万円)	41,742	49,595	54,221	57,201	33,966

EVAの算出手順

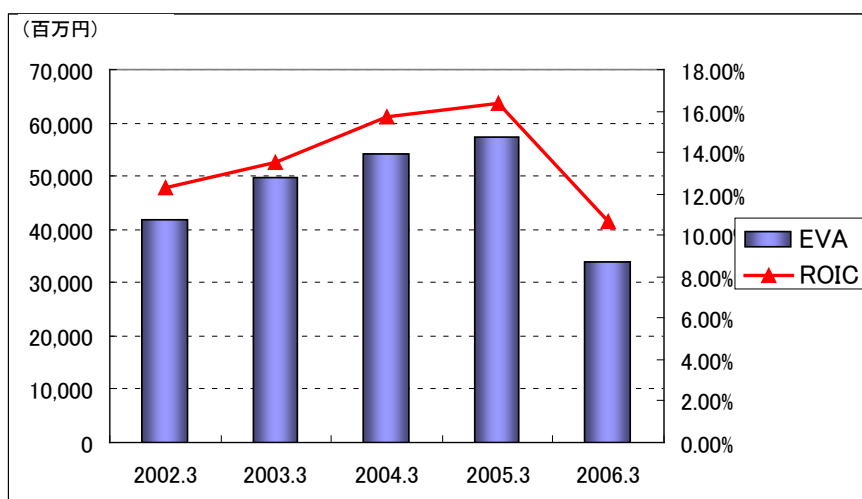
項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債
負債利子	支払利息＋社債利息
負債利子率	負債利子÷期中平均有利子負債
リスクプレミアム	市場全体の期待収益率－無リスク利率
株主資本コスト	無リスク利率＋ β ×リスクプレミアム
株主資本の時価	期末株価×発行済株式数
投下資本①	有利子負債＋株主資本の時価
加重平均資本コスト(WACC)	$\frac{\text{負債利子率} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{有利子負債}}{\text{投下資本①}} + \frac{\text{株主資本コスト} \times \text{株主資本の時価}}{\text{投下資本①}}$
投下資本②	有利子負債＋株主資本の時価
資本コスト	投下資本②×加重平均資本コスト
税引後事業利益	(営業利益＋受取利息＋受取配当金＋持分法利益)×(1－実効税率)
EVA	税引後事業利益－資本コスト

EVA算出のためのデータの出所

項目	データの出所
リスクプレミアム	企業価値評価(ダイヤモンド社)21章に従い5%に固定
無リスク利率(国債利回り)	財務省 http://www.mof.go.jp/jouhou/kokusai/siryou/index.htm
β (ベータ)	Bloomberg http://www.bloomberg.co.jp/
発行済株式数	有価証券報告書 株式等の状況
期末株価	Yahoo Finance http://quote.yahoo.co.jp/
実効税率	有価証券報告書 税効果会計に関する注記

ROICの算出

項目		2001.3	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
有利子負債	(百万円)	69,411	55,965	49,045	49,650	22,717	408,003
自己資本(簿価)	(百万円)	462,987	459,731	417,030	427,756	448,249	509,676
投下資本(簿価)	(百万円)	532,398	515,696	466,075	477,406	470,966	917,679
NOPAT	(百万円)	63,823	64,343	66,275	74,205	77,561	74,231
営業利益	(百万円)	107,098	111,727	114,914	119,705	121,379	120,134
実効税率		40.4%	42.4%	42.3%	38.0%	36.1%	38.2%
ROIC	(%)		12.28%	13.50%	15.73%	16.36%	10.69%
WACC	(%)		4.57%	3.91%	4.40%	4.61%	4.47%
ROIC-WACC(スプレッド)	(%)		7.70%	9.59%	11.33%	11.75%	6.22%



ROIC(投下資本利益率)の算出手順

項目	説明または計算式
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債
投下資本	有利子負債＋株主資本の簿価
ROIC	みなし税引後営業利益(NOPLAT) / 投下資本(簿価)の期中平均
NOPAT	営業利益 * (1－実効税率)

2002年から2005年にかけて、EVAは増加している。企業価値を高めることができているといえる。このことは、「企業活動を行なえば行うほど企業価値が上昇する。」「投下資本活用して付加価値を生み出すことができている。」ということの意味する。4年間、EVA金額が上昇しているのでますます、企業価値が上昇しているといえる。次に、ROICの現状値を見ていく。ROICはNOPLAT(みなし税引後営業利益)を投下資本(有利子負債＋株主資本簿価)で除して算定する指標で、投下資本に対してどの程度本業の利益をあげたのかを測定する指標である。2002年から2005年まで数値は上昇している。ROICの向上は事業に対する投下資本の利用効率が高まることを意味している。企業が持続的に成長していくためには、投下した資本よりも新たに生み出した付加価値が高くなければならない。この視点から見ると、ROICが資本コストであるWACCを上回っていなければ企業価値は創出されないということになる。そこで、ROICとWACCの差(スプレッド)を見ると、過去5年間はいずれもプラスで、2005年までは上昇を続けている。つまり、投下資本を用いて得る収益率は、資本コストよりも高くなっているということである。一言で言うと、「投資に見合う企業価値創出ができている。」ということである。2006年は有利子負債が拡大したため、ROICの数値が低下している。現状では自社は企業価値を高めることができている。今後はさらに、投下資本効率を高めながら付加価値の源泉となる営業利益を高めていくことが必要となる。今後はM&Aによる効果で、投下資本の効率性をさらに追求し、成果をあげていく必要がある。本業の事業活動でいかに効率を高めていくかという点がさらなる飛躍につながる。

次に、企業価値評価を以下の指標で分析する。

(1) フリーキャッシュフロー価値

(2) 株式・負債時価評価価値

(3) 市場付加価値(MVA)

<企業価値の算出方法>

企業価値(1) 下表を参照

企業価値(2) 期末株価×発行済株式数＋有利子負債簿価

企業価値(3) $EVA \div \text{資本コスト} + \text{投下資本}$

<企業価値1算定の前提条件>

今後5年間の予測フリーキャッシュフロー：80,000百万円

今後5年間の平均成長率：6%

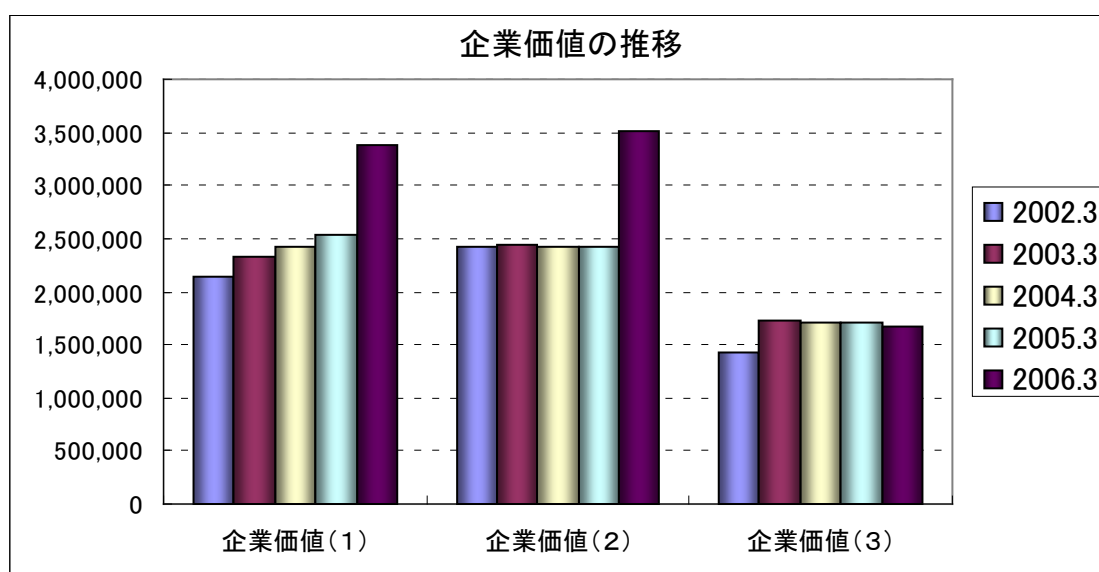
設定理由：

2006年(株)カネボウ化粧品買収の効果で自社が提示している、2010年度までの目標値を参考にした。2007年の売上目標はカネボウ化粧品とのシナジー効果により、12,100億円。

2010 年までの目標 売上高 1 兆 4000～1 兆 5000 億円、フリーキャッシュフロー200 億円以上増加、年間（2006 年～2010 年度）の売上成長率 4～6%/年 としている。
 よって、2007 年フリーキャッシュフローは 2002 年から 2005 年間の平均フリーキャッシュフローにプラス 200 億の 80,000 百万円、2010 年の売上を 1 兆 4300 億に設定するために成長率を 6%と設定した。

	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	2007.3	2008.3	2009.3	2010.3	2011.3	2012.3
営業活動によるキャッシュフロー	130,925	134,179	117,928	109,567	117,292						
投資活動によるキャッシュフロー	-77,647	-77,568	-37,348	-54,407	-479,535						
フリーキャッシュフロー	53,278	56,611	80,580	55,160	-362,243	80,000	84,800	89,888	95,281	100,998	107,058
平均フリーキャッシュフロー					61,407						
売上高	839,026	865,247	902,627	936,851	971,230	1200000	1272000	1348320	1429220		
売上高成長率	2.1%	3.1%	4.3%	3.8%	3.7%	23.6%	6.0%	6.0%	6.0%		
平均売上高成長率					6.0%						
02.3の予測期間におけるFCFのNPV		54,135	73,684	48,233	-302,897	63,967					
03.3の予測期間におけるFCFのNPV			77,550	51,089	-322,892	68,628	70,010				
04.3の予測期間におけるFCFのNPV				52,837	-332,378	70,313	71,394	72,491			
05.3の予測期間におけるFCFのNPV					-346,278	73,104	74,075	75,059	76,056		
06.3の予測期間におけるFCFのNPV						76,575	77,695	78,832	79,984	81,154	
予測期間におけるFCFのNPV(A)	-62,877	-55,616	-65,343	-47,984	394,241						
加重平均資本コスト	4.57%	3.91%	4.40%	4.61%	4.47%						
FCFの永久成長率(無リスク利子率)	1.50%	0.80%	1.30%	1.50%	1.60%						
継続価値のNPV(B)	2,205,302	2,387,990	2,481,924	2,591,932	2,995,098						
企業価値(A)+(B)	2,142,424	2,332,375	2,416,581	2,543,948	3,389,339						

フリーキャッシュフロー＝営業活動によるキャッシュフロー－投資活動によるキャッシュフロー
 継続価値＝予測期間の翌期のフリーキャッシュフロー÷（加重平均資本コスト－FCFの永久成長率）

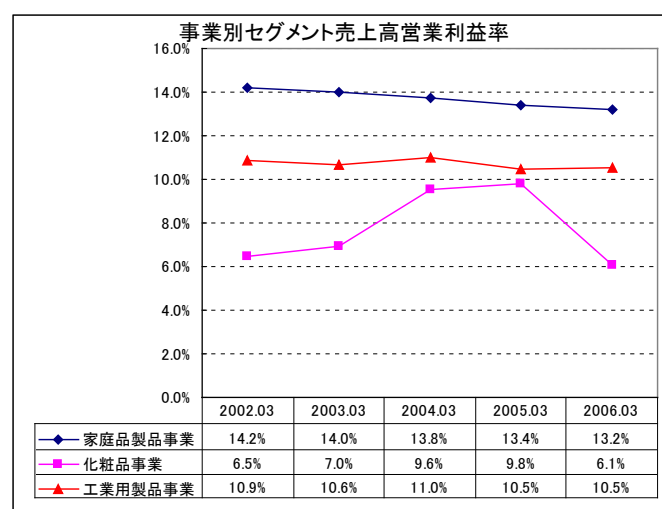
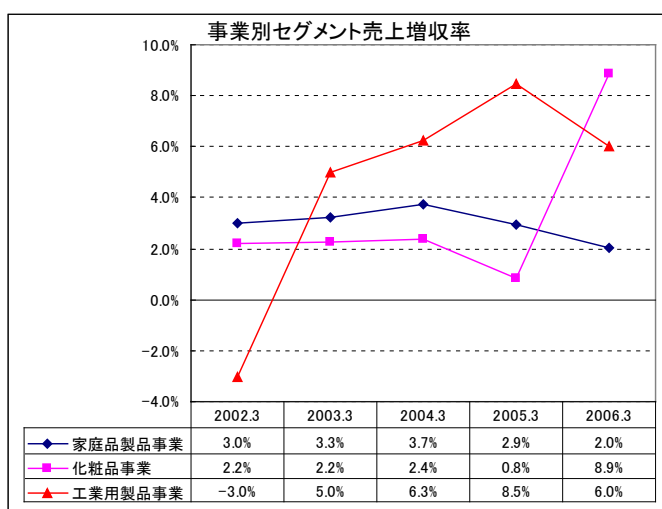
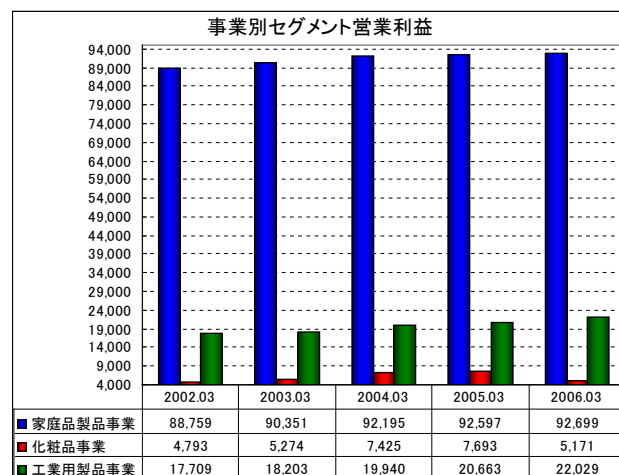
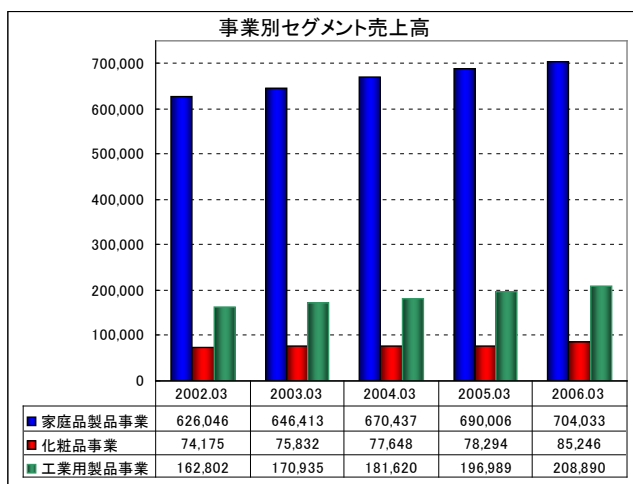


3 つの手法により算定した企業価値に格差はあまりなかった。自社はフリーキャッシュフローを稼ぐ力も EVA を効果的に稼ぎ出すこともでき、資本市場は自社の将来を自社の目標どおりの成長と見てしていると推察される。フリーキャッシュフローを稼いで、今後、戦略的な成長戦略をいかに実践していくかが今後の経営の課題であると考えている。

1.3 主要事業部門別業績推移（特定事業部門の場合）

花王の事業別構成は家庭用製品、化粧品、工業用製品と3つになる。（右図・・・花王HPより **2005** 年度事業別売上高構成比参照）

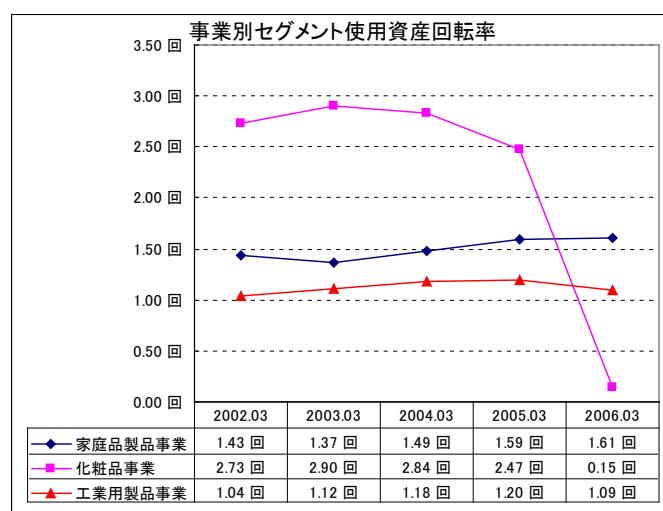
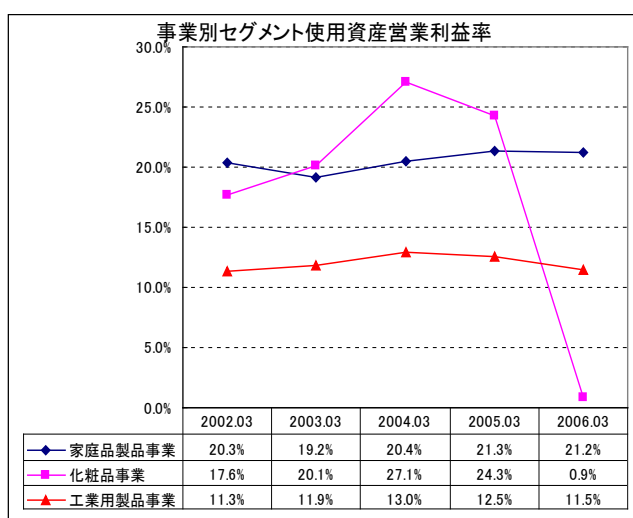
(1) 収益性 (2) 成長性



事業種類別の売上状況を確認しておく。家庭品製品事業売上構成比率は 2002 年時点の 72.5%なのに対し、2006 年時点では 70.5%となっている。家庭品製品事業売上依存度が若干落ちてきている。化粧品事業売上構成比は横ばいで、工業用製品事業の売上構成比が高まっている状況にある。営業利益面においても、売上状況と同様で、家庭品製品事業営業利益構成比が 2002 年時点の 79.8%から 2006 年時点は 77.3%となる。工業用製品事業の売上構成比が高まっている。事業部別売上増収率を検討すると、家庭品製品事業は横ばいである。化粧品事業も横ばいのなか、2006 年にモルトン・ブラウン社の買収で売上増収率を飛躍的にアップさせた。工業用製品事業は 2003 年飛躍的に伸びたのは、インク

ジェットプリンターインク用色材の製品特徴が高く評価された。ハードディスク用研磨剤も顧客のニーズを捉え売上増加に貢献した。2005 年コア事業である油脂、機能材料およびスペシャリティケミカルズで事業拡大に努めた。事業部別営業利益率について、家庭品製品事業と工業用製品事業は横ばい。化粧品事業は 2004 年、2005 年と上昇している。これは、既存ブランドの全面改良とドラッグストア、総合スーパー・マーケット対象にカウンセリングを重視するスキんケアシリーズの発売を実施。また、新しい販路の展開として、通信販売限定のスキんケアシリーズの全国展開を開始したことで利益率を上昇させている。

(3) 生産性 (4) 効率性



生産性、効率性ともに家庭品製品事業、工業製品事業ともに安定している。資産を活用して利益を上げていることがわかる。使用資産回転率も 1 回転以上をキープしているので効率がよいといえる。化粧品事業については、2006 年の㈱カネボウ化粧品の買収とモルトン・ブラウン社の買収で資産が大幅に増加している。そのため、生産性、効率性ともに悪化している。

売上構成比、利益構成比の高い家庭品事業については、国内市場が価格低下と市場停滞の中でいかにして成長させていくかが課題である。国内市場からポジションを変えて、海外市場で販売活動に重点を置き、家庭品事業の成長を目指す必要がある。化粧品事業については、技術力とブランド力が必要である。カネボウ化粧品とのシナジー効果を今後十分に発揮し、成長性と資産効率を高めなければビューティーケアカンパニーとしての将来像を実現することはできない。家庭品製品事業に次ぐ、コアとなる事業へ成長する必要がある。

市場占有率については、詳細なデータは家庭品と化粧品のみである。(以下のデータを参照)
 しかし、家庭品のデータは各商品カテゴリーによって、市場占有率は大きく異なる。化粧品と家庭品の市場占有率を以下に示す。家庭品のシャンプー・リンスカテゴリーでは、ユニリーバに追随し、マーケットシェア 23.8%で 2 位のポジションにある。衣料用合成洗剤ではマーケットシェア 43%と 1 位のポジションにある。多くのカテゴリーを保有している花王ではあるが、すべてのカテゴリーのシェア NO1 を獲得できているわけではない。すべてのカテゴリーにおいて、シェア NO1 を獲得する必要がある。なぜならば、家庭品市場において NO1 シェアを獲得することは、日本市場での競争優位を獲得し、ブランド価値を高めることができ、戦略資産となるからである。化粧品分野において、花王は 4 位のポジションに位置していた。カネボウ化粧品との買収により、資生堂を抜いて NO1 のシェアを獲得できる。今回の買収で、化粧品市場における花王のブランド価値を向上する戦略をとっている。

マーケットシェア上位3社

産業	企業名	マーケットシェア(%)	前年比(%)	備考	データの出所
【国内市場】					
■生活・医療					
化粧品	資生堂	17.5	0.0	2004年出荷額、1.2兆円	経済産業省
	カネボウ化粧品	14.0	-0.3		
	コーセー	12.8	0.6		
	花王	8.1	0.1		
シャンプー・リンス	ユニリーバ・ジャパン	25.0	-1.7	2004年出荷額、1,823億円	経済産業省
	花王	23.8	3.1		
	資生堂	13.7	-0.8		
	P&G	13.6	1.0		
	カネボウ	11.0	-0.9		
練り歯磨き	ライオン	43.0	-0.1	2004年出荷額、626億円	日経推定
	花王	18.1	0.4		
	サンスター	17.7	-0.1		
育毛剤・発毛剤	大正製薬	32.5	-6.2	2004年度小売店への出荷額、395億円	日経推定
	第一製薬	18.2	7.7		
	花王	16.4	-3.2		
	ライオン	10.2	0.5		
	資生堂	9.2	-0.3		
台所用洗剤	P&G	34.8	0.1	2004年出荷額、481.4億円	日本石鹸洗剤工業会
	花王	31.2	0.3		
	ライオン	25.0	-0.2		
衣料用合成洗剤	花王	43.0	0.8	2004年出荷額、1,815.8億円	日本石鹸洗剤工業会
	ライオン	34.0	0.1		
	P&G	22.0	-0.8		

(出所：日経産業新聞 (2005)『市場占有率 2006 年版』(日本経済新聞社)に基づき作成)

1.4 競合他社との業績比較

指 標		花王 2006年	ライオン	資生堂	ユニチャーム	マンダム	P&G
連結	直近 連結売上高	971,230	331,798	670,957	270,380	47,923	56,741
	直近 連結総利益	543,496	168,643	494,073	117,115	27,807	28,937
	直近 連結営業利益	120,134	6,066	38,879	28,531	6,065	10,927
	直近 連結当期純利	71,140	5,473	14,435	15,287	3,099	7,257

指 標		花王 2005年	ライオン	資生堂	ユニチャーム	マンダム	P&G
安全性	流動比率	136.7%	116.1%	179.7%	185.8%	374.3%	81.2%
	当座比率	82.2%	83.6%	115.6%	156.5%	263.6%	23.7%
	固定比率	89.2%	120.6%	99.3%	76.3%	67.6%	236.1%
	固定長期適合比率	85.0%	90.7%	75.6%	70.6%	64.8%	67.0%
	自己資本比率	65.1%	43.8%	55.7%	60.4%	79.0%	28.4%

指 標		花王 2006年	ライオン	資生堂	ユニチャーム	マンダム	P&G
収益性	売上高総利益率	56.0%	50.8%	73.6%	43.3%	58.0%	51.0%
	売上高営業利益率	12.4%	1.8%	5.8%	10.6%	12.7%	19.3%
	売上高純利益率	7.3%	1.6%	2.2%	5.7%	6.5%	12.8%
	ROE	14.9%	3.2%	2.7%	8.3%	7.0%	19.5%
	ROA	12.7%	3.4%	5.8%	12.5%	12.5%	18.4%

指 標		花王 2006年	ライオン	資生堂	ユニチャーム	マンダム	P&G
効率性指標	総資本回転率	1.02回	1.37回	0.98回	1.16回	0.97回	0.96回
	固定資産回転率	1.5回	2.6回	1.8回	2.4回	1.9回	1.4回
	棚卸資産回転日数	35.3日	28.8日	37.8日	19.1日	40.7日	9.2日
	売上債権回転日数	44.5日	68.1日	56.1日	42.0日	41.4日	26.9日
	買入債務回転日数	31.5日	55.6日	97.6日	92.9日	145.4日	55.6日
	運転資本回転日数	48.3日	41.3日	△3.8日	△31.9日	△63.2日	△19.5日

競合他社はライオン、資生堂、ユニチャーム、マンダム、P & Gとする。P & GはHPより、世界の売上で比較した。(単位 十萬ドル) 比率を比較するには問題ないと判断した。花王は競合他社と比較すると、2006 年のカネボウ化粧品買収の影響で、安全性には問題があるが、収益性 (ROE、ROA) は世界の P & Gをしのぐ数値となっている。効率性については、国内企業の方が高い数値を示している。安全性については、カネボウ化粧品買収後の成果を早急に数値として示す必要があることと、効率性については、まずは国内企業 NO1 の成果を出していく必要がある。収益性については、花王がグローバル戦略を打つならば、売上規模を勝ることは難しいが、数値 (比率) は、P & Gに勝る数値を出していく必要がある。

国内市場が横ばいである家庭品市場であるが、今後の戦略として、グローバルな展開が要求される。グローバルな視点で競合他社との売上比較は以下の通りである。世界での家庭品ランキングを以下に示す。日本売上が高い花王であるが、家庭品世界ランキングでは6位に位置する。日本市場で、脅威となる外資の P&G、ユニリーバは1、2位の座を保っている。花王とは3倍から5倍の売上を保有しており、世界で戦う戦略を練る必要がある。

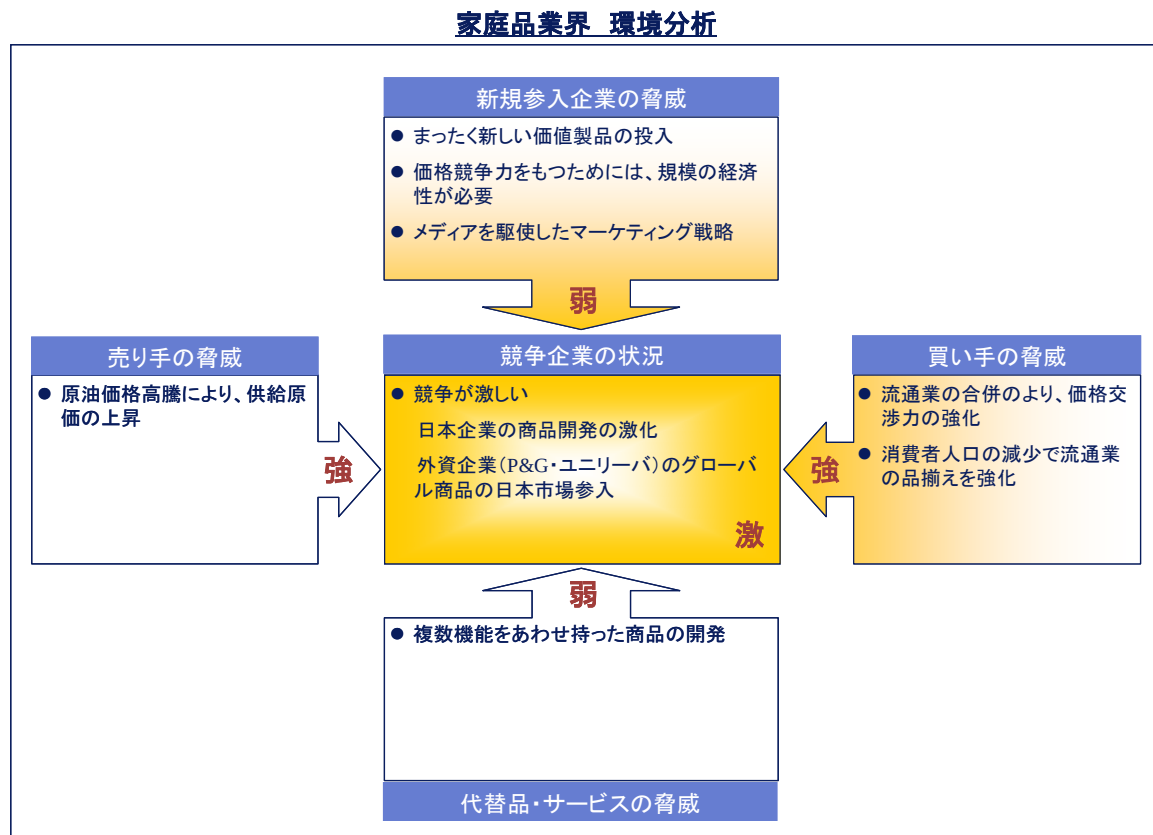
単位：億ドル

順位	社名	国	売上高
1	P&G	米	380.0
2	ユニリーバ	英	216.0
3	ロREAL	仏	180.0
4	コルゲート・バリモリーフ	米	91.0
5	ヘンケル	独	75.0
6	花王	日	71.0
7	リキット・ベンキザー	英	67.0
8	S・C・ジョンソン	米	65.0
9	資生堂	日	60.0
10	エスティローダー	米	58.0
11	エイボン・プロダクツ	米	53.0
12	エコラブ	米	42.0
13	バイヤスドルフ	独	40.0
14	ジョンソン&ジョンソン	米	36.0
15	アルバート・カルバー	米	30.0
16	クロロックス	米	29.0
17	ジョンソン・ダイバーシー	米	28.0
18	アクセス・ビジネス・グループ	米	28.0
19	リミテッド・ブランド	米	27.0
20	LVMH	仏	27.0
21	サラ・リー	米	24.0
22	ライオン	日	21.0
23	コティー	米	19.0
24	グラクソ・スミスクライン	英	19.0
25	メアリー・ケイ	米	18.0

(出所:国際商業 05 年 12 月号、06 年 1 月号より作成)

2 業界分析

業界分析を5フォースで示すと以下の通りになる。



(1) 需要要因：需要量および顧客の行動

買い手の脅威にも提示したように、日本の人口は減少するなか、消費者人口も減少する。国内需要は減少していくので、需要量拡大のために、海外市場での進出が必須である。また、消費者ニーズが多様化しているので、ニーズに対応できるような商品開発をし、市場創造していく必要がある。流通チャネルの小売業は合併、統合が進み、今後、寡占化が進むと予測される。その際に、買い手の価格交渉力は強まり、仕入れ価格の低下が予想される。

(2) 供給要因：業界の開発・生産・流通設備への投資、生産能力、供給量、流通、価格動向

売り手の脅威に明記しているが、現在、原油価格が高騰している。(1)で述べたように、買い手の価格交渉力が強まる中、原材料が高騰しても、原価に反映することは難しい。利益圧迫の傾向が強まる中、売上拡大と付加価値のある商品開発をする必要がある。商品開発のために、研究所の充実と研究開発費の投資を積極的に実施している。また、海外市場進出のために、海外での生産能力の向上のために、工場の設立を実施している。

(3) 競争要因：競合各社の戦略

競合各社は日本市場拡大に向けて、付加価値のついた商品開発を強化している。国内メーカーはライオン、資生堂、マンダム、ユニチャームが競合となる。花王はカテゴリーが多いので家庭品では NO1 のポジションにあるが、資生堂の化粧品、マンダムの男性化粧品、ユニチャームのベビーオムツ、大人用オムツの専門戦略には打ち勝てていない状況である。国内市場でのセグメント化された市場での専門メーカーの台頭には脅威を感じざるを得ない。海外企業（P & G、ユニリーバ）の日本市場参入も脅威である。前章でも述べたが、外資企業の資金力は大きい。外資企業にとって、日本は世界の中のひとつの市場であるにすぎない。日本で利益が稼げなくても、キャッシュを稼いでいる国から資金をフローすることができ、さらに日本市場で競争することができる。一方、花王にとってみれば、日本市場でのポジションを引きずりおろされると、地盤が揺らぐことになる。国内市場では攻めの姿勢で戦わなければならない。また、国内市場が横ばいの中で、海外進出も積極的に進出していかなければならない。

(4) 技術要因：研究・開発、生産技術・製品技術・情報技術開発

商品開発については、花王はマーケティング力で他社より抜きん出ているといわれている。マーケティング環境への変化の対応として、既存の消費者相談センターの活用や、MK 開発センターの設立や生活者研究センターの設立をし、付加価値を高めた商品開発や新規事業の開拓など早期育成を実施している。海外市場進出として、アジア各国を中心として現地の消費者の市場や実態をよく知ることに努めている。その後、商品開発と販売を強化していく方針である。研究開発費は 2005 年度には売上高の 4.1%を投資している。国内では商品開発研究所 7 研究所と基盤技術研究所 7 研究所を保有し、海外進出にともない、海外研究所（中国）の設立にも積極的に実施している。

(5) 外部要因：法・政府規制、マクロ経済・政治・社会動向

外部要因として最も大きいのは、商品認可の問題である。付加価値のついた商品開発で市場創造していくためには特定保健飲料などの商品認可が必要である。その認可を取るための規制が生じ、商品発売のタイミングを逸するときがある。また、基礎化粧品など、新しい商品成分の認可も下りず、商品発売のタイミングを逸している。今後は日本国内にのみならず、グローバルなマーケットに展開するには国内規制と海外の成分規制等を熟知して商品開発に臨まなければならない。

以上、需要要因は厳しい環境にあるといえる。供給要因は原油価格の高騰が長続きすれば、利益の削減の一因となるが、原油価格の高騰が一旦、落ちつけば、持続的な成長につながる投資ができる環境にあるといえる。競合要因については、非常に激しい競争となる。商品ライフサイクルの縮小で市場ニーズを捉えた製品開発力が求められる。それを実現することによって、価格だけに頼らない戦略を遂行することができる。技術要因については、今まで培ってきた戦略資産を発揮することで更なる商品開発を実現することができる。外部要因としては、事前のリサーチと先見性のある商品開発でタイムリーに製品を上市していく必要がある。

3 戦略分析

3.1 企業価値創造

国産ブランドで初めての高品質な化粧石鹸を 1890 年（明治 23 年）に発売してから、花王は「お客様本位」を基本姿勢として、事業を行ってきた。時代の激しい流れとともに、ライフスタイルや価値観、市場環境などが変化しても、お客様に心からご満足いただける「よきモノづくり」の追求は、花王社員一人ひとりの原点であり、企業としての原動力であるとする。「清潔」「美」「健康」に関わる製品をはじめとした事業を通して、国内はもとより、世界の人びとに喜びと共感をお届けし、お客様とともに感動できる会社をめざす。その考えをベースに、花王は、企業活動を進めて、企業価値を創造しようとしている。

3.2 企業理念とビジョン

企業価値を創造するために、花王は「花王ウェイ」という基本理念を定義している。花王ウェイは、

- 「使命・・・私たちは何のために存在しているのか」
- 「ビジョン・・・私たちはどこに行こうとしているのか」
- 「基本となる価値観・・・私たちは何を大切に考えるのか」
- 「行動原則・・・私たちはどのように行動するのか」

で構成され、それぞれは次の内容を表している。

以下に具体的に提示している。（花王HPより）

・使命

私たちは、消費者・顧客の立場にたって、心をこめた“よきモノづくり”を行ない、世界の人々の喜びと満足のある、豊かな生活文化の実現に貢献することを使命とします。私たちは、この使命を達成するために、全員の熱意と力を合わせ、清潔で美しくすこやかな暮らしに役立つ商品と、産業界の発展に寄与する工業用製品の分野において、消費者・顧客と共に感動を分かち合う価値ある商品とブランドを提供します。

・ビジョン

私たちは、それぞれの市場で消費者・顧客を最もよく知る企業となることをグローバルにめざし、全てのステークホルダーの支持と信頼を獲得するとともに、社会の持続的な発展に寄与します。

・基本となる価値観

よきモノづくり・・・ニーズとシーズの融合・個の力の結集・よきモノづくりのサイクル
絶えざる確信・・・改善と革新・健全な危機意識・危機をチャンスに
正道を歩む・・・敬意・公正・誠実・勤勉　・法と倫理の遵守・社会的責任の遂行

・行動原則

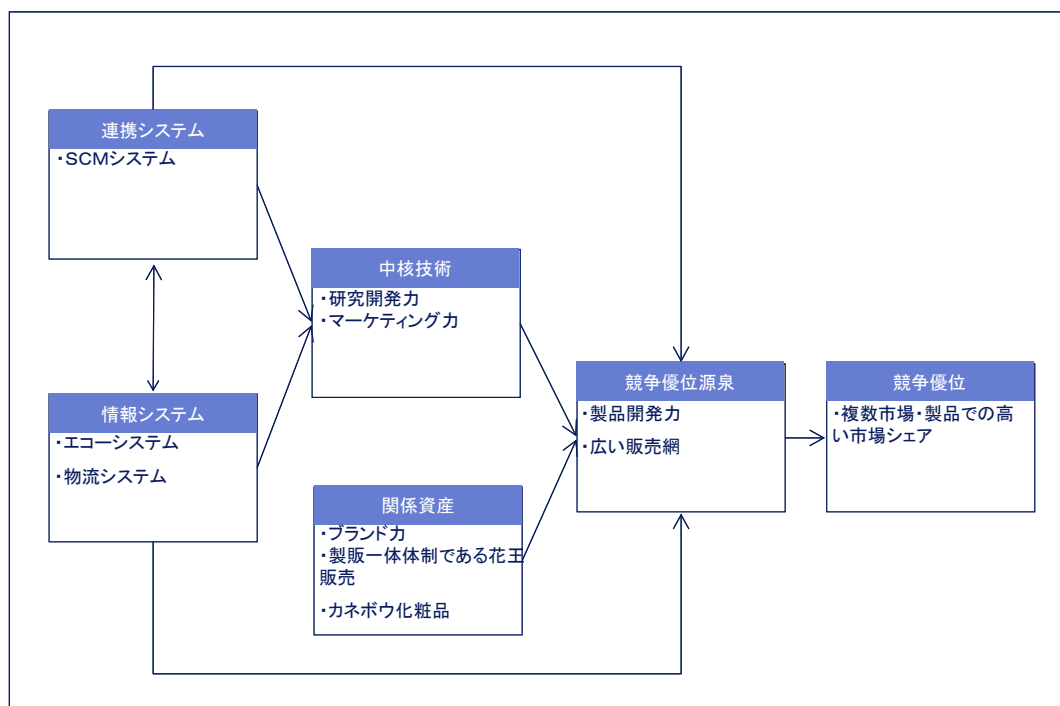
消費者起点・・・消費者第一・消費者理解・消費者との交流
現場主義・・・生活の現場を知る・現場からの一体感。現場からの発想

個の尊重とチームワーク・・・多様性の尊重・個の力の発揮・自由闊達なコミュニケーション・ビジネスパートナーとの協働
グローバル視点・・・ローカルニーズの熟知・ローカルマーケットに対応した仕事・オープンに学ぶ姿勢・グローバル最適

「花王ウェイ」はHPに掲載され、で企業理念を内外ともに浸透させ、花王という会社がどのようなもので、どこに向っているのかを明確に提示している。企業理念から、顧客価値・社会価値の向上の明確なメッセージが発信されている。使命の中の「消費者・顧客の立場にたって、心をこめた“よきモノづくり”を行ない、世界の人々の喜びと満足のある、豊かな生活文化の実現に貢献する」という表現から顧客価値（消費者）向上がわかる。

3.3 戦略資産

花王の戦略資産を示すと以下のようなになる。それぞれについて述べてみる。



連携システムでは **SCM** システムがある。これは、製販一体、および物流機能を持っていることを活かして、高品質と低コストを追求した独自の運営体制をもっている。生産コストを下げるのはメーカーとして下げるのは当然のことだが、在庫の削減で効率的な **SCM** システムを運営している。これは、製販一体だからこそできるシステムであり、販売会社から出荷データ以前に、販売見込みデータを収集する。これによっておおよその発注数量が見込め、数量不足のときは生産ラインを増設し、生産数が多いときは生産ラインを止めてほかの生産を強化するシステムをとっている。情報システムでは、エコーシステム、物流システムがある。エコーシステムは商品クレームに対して直接消費者がメーカーである

花王に連絡をとり、商品改善を要求するシステムである。クレームの窓口と生産、研究と一気通關しているのも、商品の改善スピードが非常に速いのが特徴である。また、物流システムについて。自社で物流会社を持っている。そのため、顧客（小売店）との接点を持ち、川下での情報を入手することができる。また、小売業の物流センターの運営も実施できる。それによって、小売業との協働関係を築くことができ、変化の激しい市場環境にスピーディーな対応ができる。

中核技術では、研究開発力、マーケティング力があげられる。マーケティング力は、「商品開発 5 原則」に基づき、消費者ニーズと革新的な技術を融合して“よきモノ”をつくる。そして、商品のベネフィットを正しく伝え、選びやすく買いやすい売場をつくる。それが、花王のマーケティング活動の基本である。各事業本部は、関連部門と連携をとりながら、商品開発から店頭展開までを実践。商品とそのブランド価値を永続的に高めることを使命として、事業活動に取り組んでいる。消費者の視点から、感動を生み出す商品づくりを実施している。研究開発力は、「多様性の融合」をキーワードに、革新的な商品の創造に取り組んでいる花王の研究開発部門。「商品開発研究」と「基盤技術研究」の 2 つの研究機能をテーマに応じて組み合わせ、両者が共同して研究活動を推進している。こうしたマトリックス運営によって、それぞれの専門領域の知がダイナミックで柔軟に交わり、その融合から消費者満足を実現する「よきモノづくり」を生みだしている。多様性の融合で革新的な商品の融合を目指す。

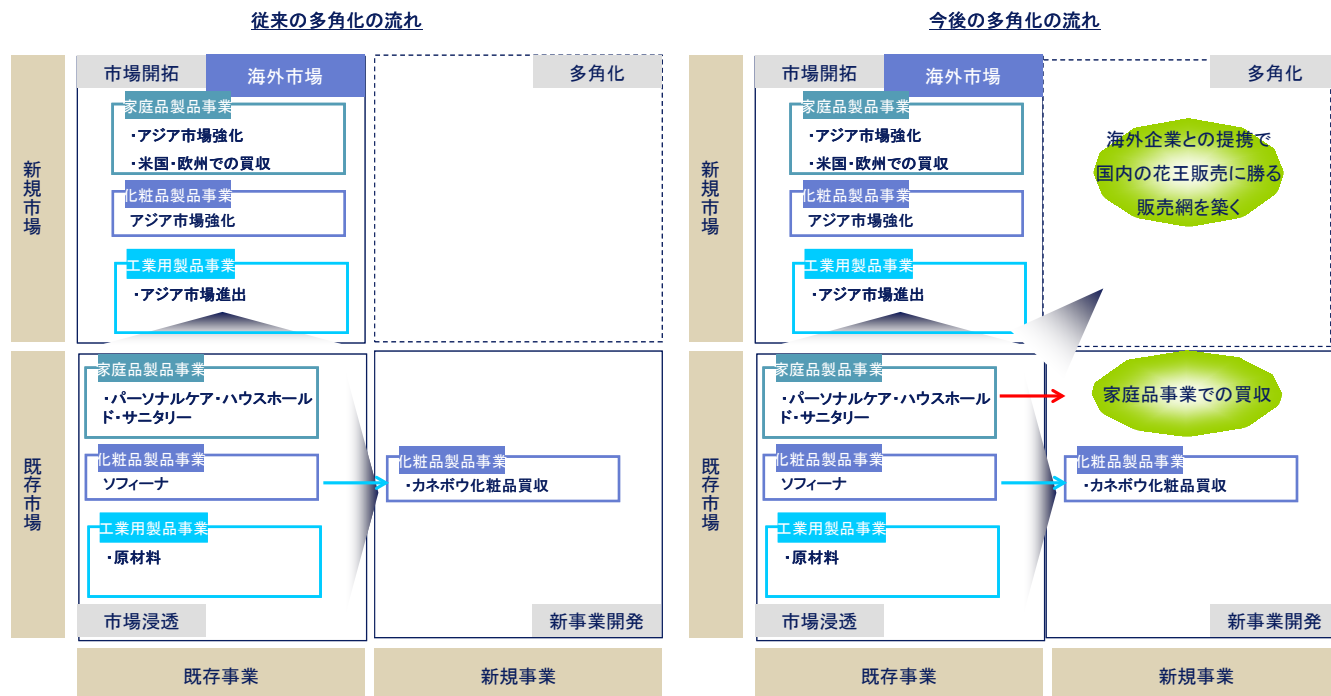
関係資産はブランド力、全国販売網を持つ花王販売とカネボウ化粧品である。ブランド力は長年にわたり、消費者に愛され続けてきた各商品である。これは、時間とともに蓄積されてきたもので、まさに、戦略資産といえる。花王販売は製販一体の卸で、流通業との接点をもつ。日本全国を販売網として持っており、流通チャネルにおいてもほぼすべての小売業と取引をしているといつてよい。これは、花王商品を販売する上で、不可欠な存在である。2006 年にカネボウ化粧品を買収した。化粧品事業が低迷する中、カネボウ化粧品を買収したことにより、資生堂に次ぐ業界 2 位のポジションとなった。花王ソフィーナがもつブランド価値とカネボウ化粧品が持つブランド価値は雲泥の差がある。花王が苦手としている若い世代を取り込む化粧品ブランドをカネボウ化粧品は保有している。2007 年 4 月に正式に合併という形をとるので、現段階においては、関係資産として取り扱うことにする。

これらの戦略資産を持つことによって、競争優位の源泉である、製品開発力と広い販売網を持つことができる。製品開発力はシェア NO1 商品がいくつかあることで証明できる。また、広い販売網は花王販売が存在しているから可能である。しかし、ただ、卸としてのみ機能しているわけではない。川下の生の情報をメーカーである花王に伝えることにより、激しい市場環境をいち早く察知でき、情報収集できる。それにより、競争優位性を保つことができる。競争優位は国内家庭品メーカーシェア NO1 である。複数の市場において、花王商品がシェア NO1 を示している。

3.4 企業成長戦略

(1) 事業展開シナリオ

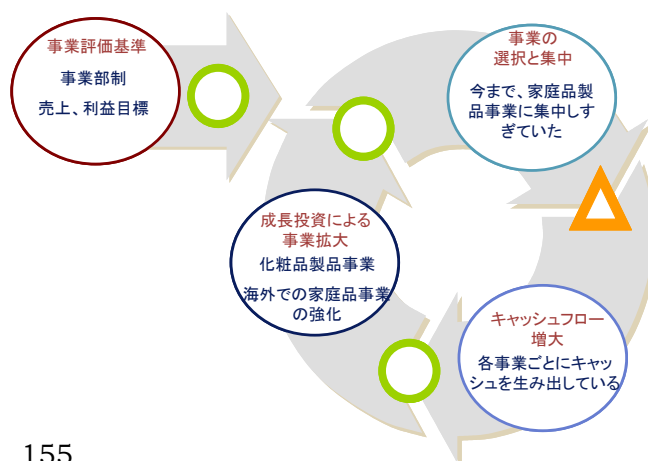
沿革とこれまでの事業展開シナリオについて述べる



現在まで、家庭品製品事業を軸として国内市場で成長を遂げてきた。家庭品製品事業、国内事業ともに70%以上を占める。国内市場の価格低下と市場停滞の中で、2002年よりようやく、新規市場である海外（米国・欧州）に進出した。また、2006年には国内の既存市場で、化粧品製品事業のさらなる地位確立を目指して、カネボウ化粧品の買収に踏み切った。その結果、現在の花王とカネボウの化粧品の売上は資生堂に次ぐ2位となった。今後の事業展開としては、国内市場が価格低下と市場停滞するのは確実なので、家庭品製品事業においては、国内専業メーカーの買収も視野にいれる必要がある。また、海外市場の基盤を強化しなければならない。アジア市場においては、日本ブランドの受け入れ性が高いので、既存のブランドの海外展開を実施する。米州、欧州については、日本ブランドの受け入れ性は低いので、M&A または提携で、時間とブランドを購入し、海外販売網の基盤作りに努める必要がある。

(2) 資源循環

花王の事業は、家庭品製品事業、化粧品事業、工業用製品事業に分けられる。セグメント別のキャッシュフロー分析からでもわかるように、各事業フリーキャッシュフローを生み出してきた。これは、



花王が事業部制をひいていること、売上、利益の目標設定が各事業部、さらには、家庭品製品事業においては、各カテゴリー事業で売上、利益目標設定がなされていることである。しかし、今まで、家庭品製品事業に集中しすぎていた。国内市場が価格低下と市場停滞するので、今後、今までのように、キャッシュを増大させていくことは難しいと考える。各事業のキャッシュをいかにして有効に活用していくかが今後の成長戦略の鍵となる。成長投資の事業拡大は、2006年にカネボウ化粧品買収で化粧品事業の成長と、家庭品製品事業の海外市場への進出に向けて事業拡大を実施しなければならない。

(3) 戦略資産蓄積

戦略資産は、顧客の求めていることを充足し、競合企業による複製が困難で、生み出す利益を企業が専有できるとき、その資産は価値を創造できる。花王の有形資産はキャッシュフローである。フリーキャッシュフローを2002年から2005年までは毎年、550億から800億生み出してきた。しかし、2006年のカネボウ化粧品の大型買収で-3622億となった。今まで蓄積された有形資産を一気に吐き出した形となっている。しかし、今までキャッシュを友好的に活用した、成長投資による事業拡大を行ってこなかったということでもある。2002年にジョン・フリーダの買収や2005年にモルトン・ブラウンの買収も実施しているが、成長投資による事業拡大とはいいがたい。なぜなら、市場評価が物語っている。株価が2002年から2005年まで2400円前後で推移していたからである。2006年の買収効果は市場が反応し、3000円台まで値を上げている。無形資産は、ブランド力と技術開発力、マーケティング力が上げられる。

事業分野として、以下の分野がある。毎日の暮らしに欠かせない、「月のマーク」で親しまれている衣料用洗剤やシャンプーなどの「家庭用製品」。花王ソフィーナでおなじみの「化粧品」。そして、さまざまな産業の多様なニーズにきめ細かく対応した「工業用製品」と「業務用製品」。これら各分野で、花王は高品質な製品の製造および販売を中心とした事業活動を進めている。家庭用製品の中に、パーソナル製品・ハウスホールド製品・サニタリー製品・ヘルスケア製品に分けられる。それぞれに、商品としてのブランドを保有している。ヘアケア製品なら「アジエンス」「メリット」ファブリックケア製品なら「アタック」などがある。

また、研究開発力は、「商品開発研究」と「基盤技術研究」の2つの研究機能をテーマに応じて組み合わせ、両者が共同して研究活動を推進している。マーケティング力については、エコシステムの強化と製品開発時の消費者の声のデータである。特に、無形資産の蓄積は重要であるが、無形資産の連携、相乗効果が今後は課題となってくる。ブランド力のある商品により高い商品技術力をつけて、マーケティング力で販売していくことで戦略資産の蓄積につながる。組織のケイパビリティは製販一体の卸企業である、花王販売、自社物流機能、KMSという店頭支援会社である。

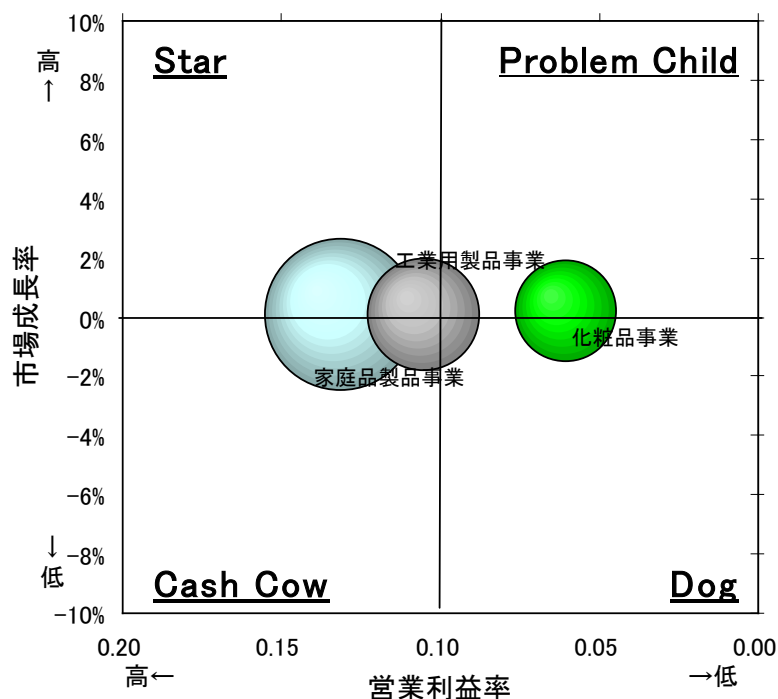
(4) 企業価値の持続的創造

花王として企業価値を高めていくためには、戦略資産の活用はもとより、各事業から製品に落とし込んだときの個の製品の力を高めていかなければならない。国内市場の価格低下

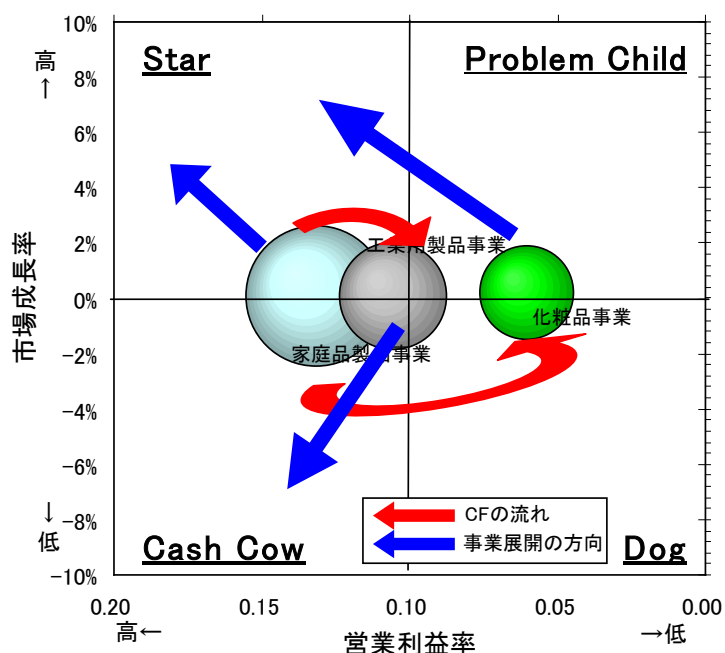
と市場停滞のなか、それぞれのカテゴリーにおいて、シェア NO1 の商品でないとキャッシュが生み出せない状況になっている。戦略資産である技術力とブランド力、マーケティング力をうまく活用していくことが今後の大きな課題となる。

3.5 事業ポートフォリオ

現在の各事業のポートフォリオを示すと左図のようになる。円の大きさを営業キャッシュフロー、縦軸は市場成長率、横軸は営業利益で示している。家庭品製品事業、工業用製品事業ともに、金のなる木とスターのポジションの中間にある。家庭品事業でキャッシュを生み出し、工業用製品事業と化粧品事業に投資している。カネボウ買収にともない、問題児と負け犬に位置する化粧品事業をスターへと育てなければいけない。



今後の事業ポートフォリオ戦略は左図のようになる。家庭品事業は国内市場からかい外市場に進出することにより、市場拡大が見込めるので、スターのポジションへ。工業用製品事業は国内市場が主に取引され、差別化された市場への確固たる地位確立に向けて、金のなる木のポジションへ。化粧品事業はカネボウ化粧品の買収を足がかりに、スターのポジションへ持っていくことである。



花王の事業ポートフォリオ・マネジメントの問題点は以下の通りである。

- ・家庭品製品事業の売上、営業利益の偏り

- ・化粧品事業の今後の成長
- ・工業用製品事業のさらなる効率化

セグメントごとに **2006 年 3 月期**の財務状況をまとめると以下の通りになる。

		家庭品製品事業	化粧品事業	工業用製品事業
売上高		704,033	85,246	208,890
営業利益		92,699	5,171	22,029
資産		436,320	573,398	191,629
減価償却費		42,522	6,449	11,755
資本的支出		24,939	154,127	24,528
営業キャッシュフロー	営業利益×(1-実効税率)+減価償却費	99,801	9,644	25,367
フリーキャッシュフロー(百万円)	営業キャッシュフロー-資本的支出	74,862	-144,483	839

財務状況からも問題点を指摘することができる。家庭品事業は研究開発費を積極的に投入しながら、国内、海外市場でのシェアを高め、キャッシュを化粧品事業、工業用製品事業に投入する。化粧品事業はカネボウ化粧品とのシナジーを早急に発揮することで第二の事業へと確立していき、花王が目指している、ビューティーカンパニーへの第一歩を踏み出していかなければならない。工業用製品事業はニッチ市場での差別化戦略で優位性を獲得していかなければならない。売上、利益を上げているものの、設備投資を積極的に実施しているため、フリーキャッシュフローが少ないのが懸念事項である。事業部制をとっているため、自事業での採算を明確にしていく必要が今後は求められる。

4 戦略の評価と課題

4.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

(1) ヒト

単体従業員数 5652 人（連結対象会社合計 29908 人）となる。カネボウ買収に伴い 10501 人が加わった。今まで大きな買収、合併がなく花王の企業文化を築いてきた。今回は、まったくの違い分野である繊維業界（元）の企業文化との買収である。ヒトを戦略資産として活用していくためには、ビジョンを共有し、規律ある文化を構築しなければならない。企業文化を再構築するために、適材適所に人材を配置し、交流をしていく必要がある。

(2) モノ

商品開発については、さらに深いマーケティングが必要で、停滞している日本市場において、市場創造できるような、高付加価値の商品開発が求められる。商品開発力は戦略資産として蓄積されているが、ビューティーケアカンパニーとしての販売手法は未熟である。カネボウ化粧品買収のシナジー効果を出すために、化粧品の販売手法を学び、独自の販売戦略を見出す必要がある。

(3) カネ

FCF を毎年コンスタントに生み出してきて、活用が不十分であった。カネボウ化粧品買収に伴い、資金を調達し、有利子負債を抱えている。当面は有利子負債削減に向けての返済が目標であるが、海外市場進出に向けての先行投資も同時並行に実施しなければグローバ

ル戦略を達成することは難しい。カネボウ化粧品買収で国内市場を確固たる地位を築き、海外市場（特にアジア）での地位確立を早急に実現する必要がある。ライバル企業は世界のP & G、ユニリーバであることを意識した投資決定をしなければならない。

4.2 組織・人事要因

花王は家庭品事業において事業部制を導入している。事業部制ではP / Lのみの責任でしかなく明確ではなかった。今回のカネボウ買収に伴いビューティー部門（化粧品、パーソナルケア商品）トータルの戦略を打つために、組織の変更が必要である。各部門の責任と権限（P / L、B / S、人事権）を明確にするために、カンパニー制を導入する必要がある。人事権も部門ごとに責任を持たせ、個人の能力充分に把握し、最大限に発揮できる環境を創出する必要がある。

4.3 経営管理要因：業績評価・報償

業績評価については、各セクションに評価基準を変えている。制度は、職務別等級制度ではあるが、職能資格制度も評価をする際に加味される。年功序列を排除し、終身雇用は約束する風土であるため、報酬制度にも大きな差をつけていない。能力が高い者が、転職していくこともある。評価に大きな差が出ないため、報酬についてもそれほど大差はない。報酬だけが基準ではないが、個人の業績に応じた報酬制度を見直さないと優秀な人材が流出していく可能性が高いので懸念される。ビジョンを共有し、戦略が明確でも、人材が乏しければ、高いパフォーマンスは望めない。従業員価値を高める経営戦略を再考する必要があると思われる。花王は市場創造できる商品開発とビューティー部門での強化を推進し、国内市場での確固たる地位を築き、積極的に地盤を固めながら、海外市場、まずはアジア市場へ進出し、キャパシティの拡大戦略で持続可能な発展を目指さなければならない。ヨーロッパ、アメリカの買収企業に関しては、将来、グローバルなビューティーケアカンパニーとして成長する戦略資産となるであろう。設立 100 年を迎える花王は海外市場で戦える戦略を新たに立てることにより、P & Gと互角になれるくらいのグローバルで認められる企業として成長していかなければならない。

以上

付属資料 4：企業戦略分析

(出所：鈴木 康嗣 「経営戦略応用研究 課題レポート No.1」 2007 年 8 月 27 日)

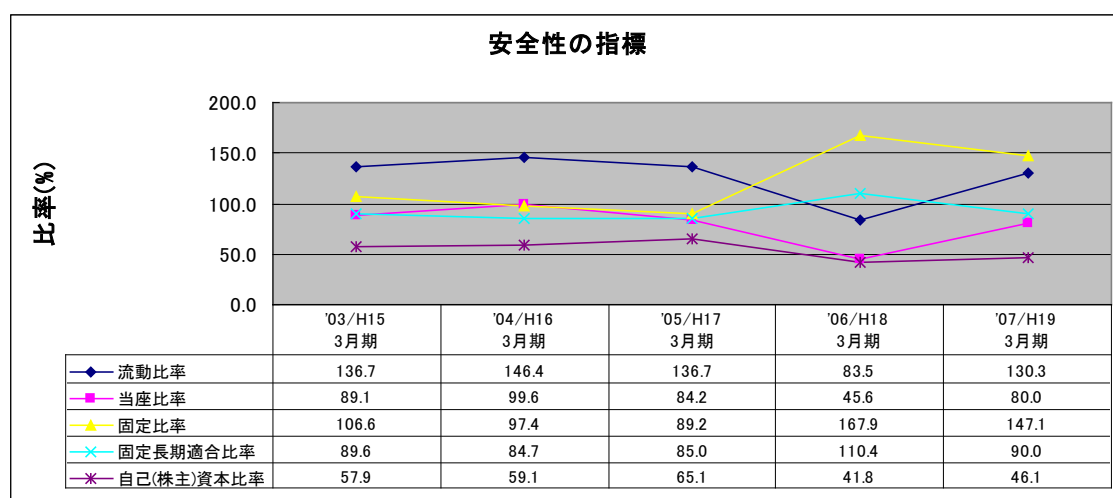
花王株式会社 (2007)

1 財務分析

1.1 経営分析

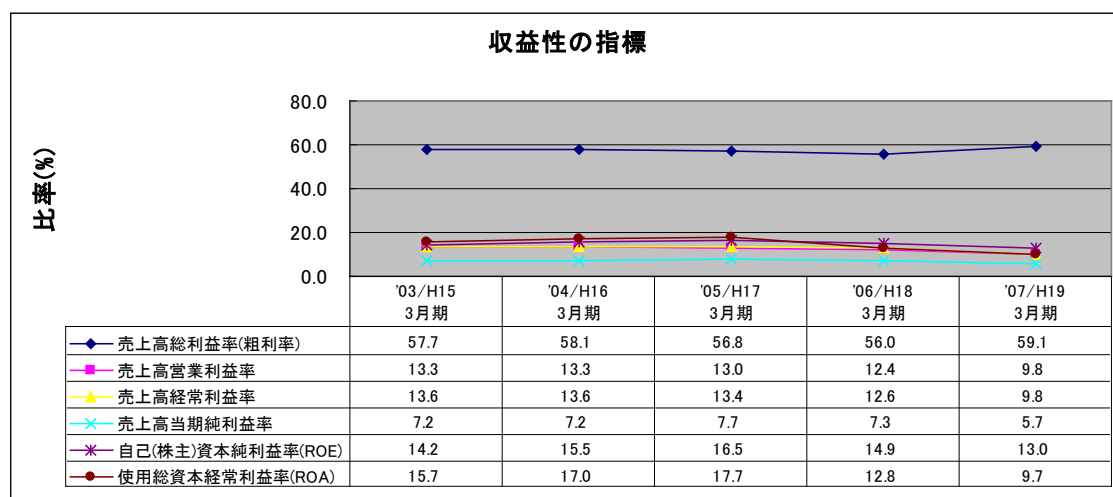
(1) 安全性

流動比率、当座比率は企業の短期的な支払い能力を図る指標である。ともに200%、100%が理想とされているが、製造業においては平均133%、85%であり、これに比べて良好な水準といえる。2006年の極端な数値の悪化は、英国のモルトン・ブラウンに関わる買収費用に起因し、この年流動負債が倍増している。しかし2007年には短期借り入れ債務の返還等がなされ、流動負債の圧縮により数値は以前の値に回復してきている。固定比率、固定長期適合比率は固定資産の資金調達の安全性を示す指標である。固定比率は100%以下が望ましいといわれており、2005年まで良好な数値を保っていた。しかし、カネボウ化粧品を買収した2006年に、カネボウ化粧品から取得した無形固定資産である商標権等を加えた資産増加、また国内外の新製品対応等の設備投資が減価償却費を上回り、有形固定資産が増加したこと等により両指標ともに100%を超えた。2007年には固定資産の圧縮、自己資本の増加によりこの数値が回復してきており、固定長期適合率に関しては安定したが、固定比率の改善が今後の課題である。自己資本比率とは総資本に占める自己資本の比率であり、資本の安定性を示す指標である。これは50%あれば理想といわれているが、花王の場合カネボウ買収等により総資本が増加の割合に、利益剰余金の増加による自己資本の増加が追いつかず2006年に41%となっているが、その後回復してきており、今後買収事業で利益を確保し、従来の指標まで戻していくことが必要である。



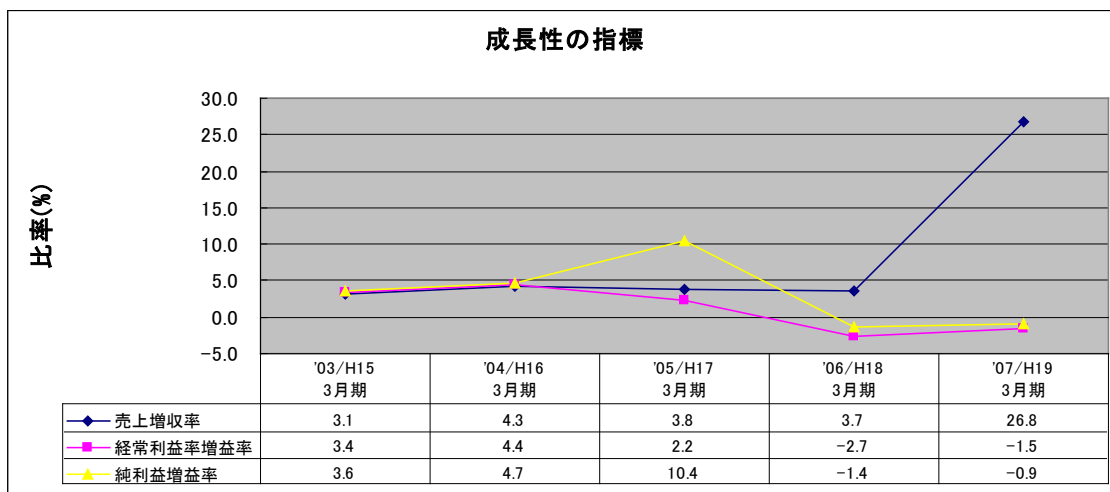
(2) 収益性

売上高総利益率はほぼ横ばい一定水準で推移している。売上高営業利益率に関しては、全業種平均3.7%に比べて圧倒的に高いものの主に家庭用製品の市場における販売価格の低下、市場競争の一層の激化、工場用製品の市場は、世界的な原材料価格の上昇の影響を受け、売上原価の増加や販促費等の増加により2007年大幅に落ち込んでいる。同様に売上高経常利益率、売上高純利益率も落ち込んでおり、今後売上原価を吸収する更なるコスト削減や買収事業での利益確保が必要である。ROEは自己資本を活用して純利益をどの程度上げたのかを測る指標であり、株主にとっては最重要の指標の一つである。ROEはこれまで順調に増加を続けていたが、純利益が自己資本増加に追いつかず、2006年以降漸減している。ROAは総資本を活用して事業利益をどの程度上げたのかを測る指標である。これもROEと同様これまで順調に増加を続けていたが、総資産の増加に純利益の増加が追いつかず、2006年以降漸減している。ROEと併せて、同社が今後一層資本を効果的に活用して収益を確保していく必要がある。



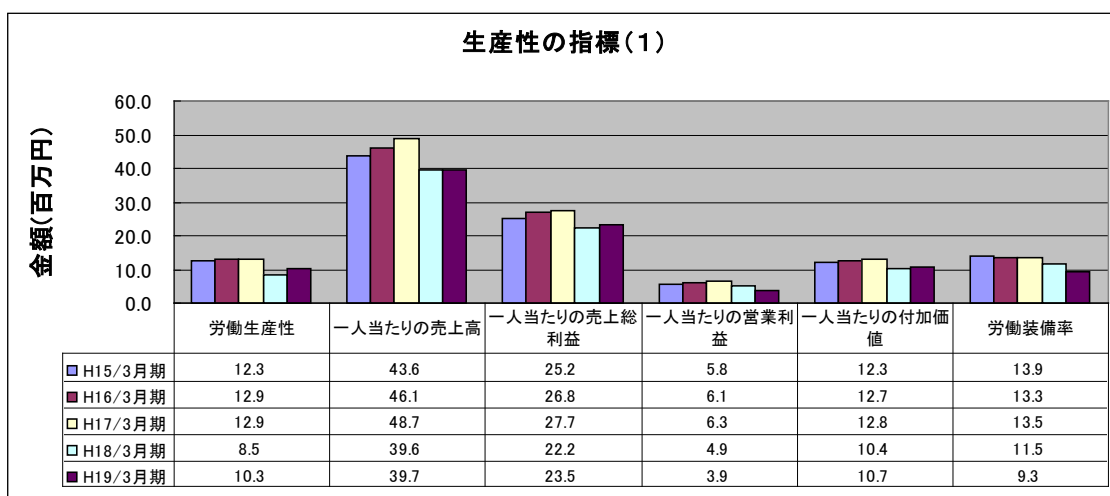
(3) 成長性

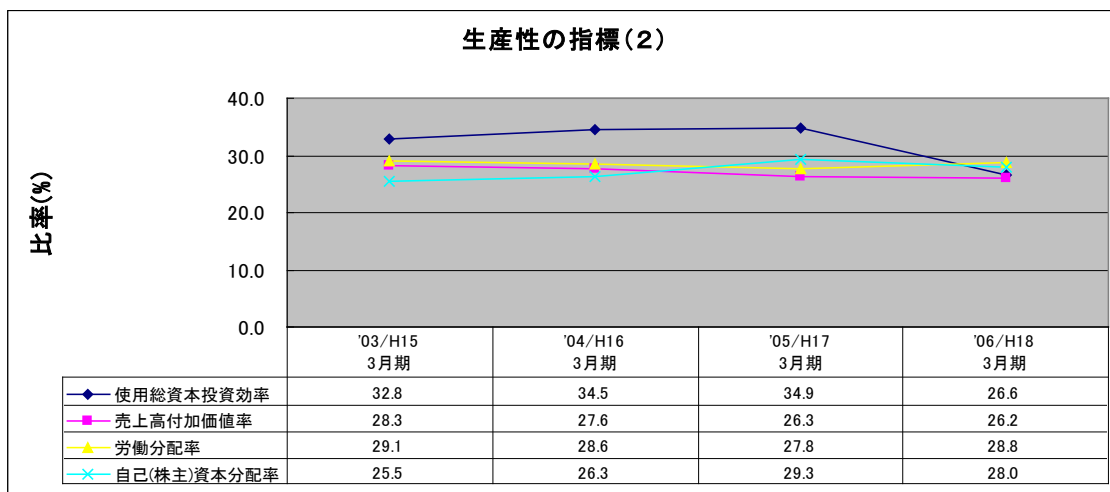
売上高増収率が2007年に飛躍的に増加しているにも関わらず、経常利益率増配率及び純利益増配率は2006年以降マイナスとなっている。この相反する2つの指標は、カネボウ買収等により売上高が伸びたにも関わらず、売上原価、販売費の増加等により経常利益や純利益が確保できなかったこと示している。今後更なるコスト削減や買収事業での利益確保が必要である。



(4) 生産性

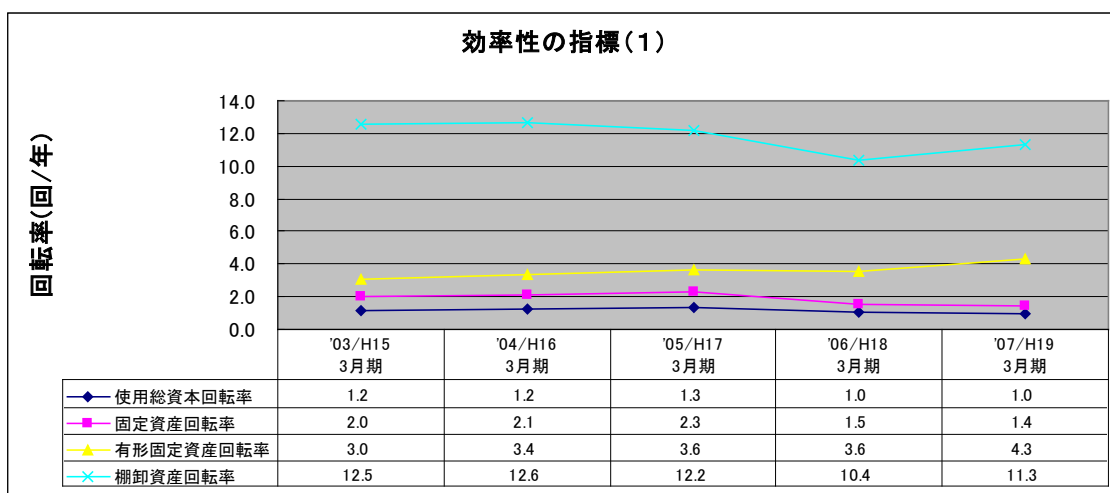
カネボウ買取等により2006年以降従業員数が約1万人増加しており、労働生産性、一人当たりの売上高、一人当たりの営業利益、一人当たりの付加価値がそれぞれ低下している。今後、増加した従業員を効率良く配置するか若しくはリストラ等を進め、これらの指標を以前の値に戻す必要がある。





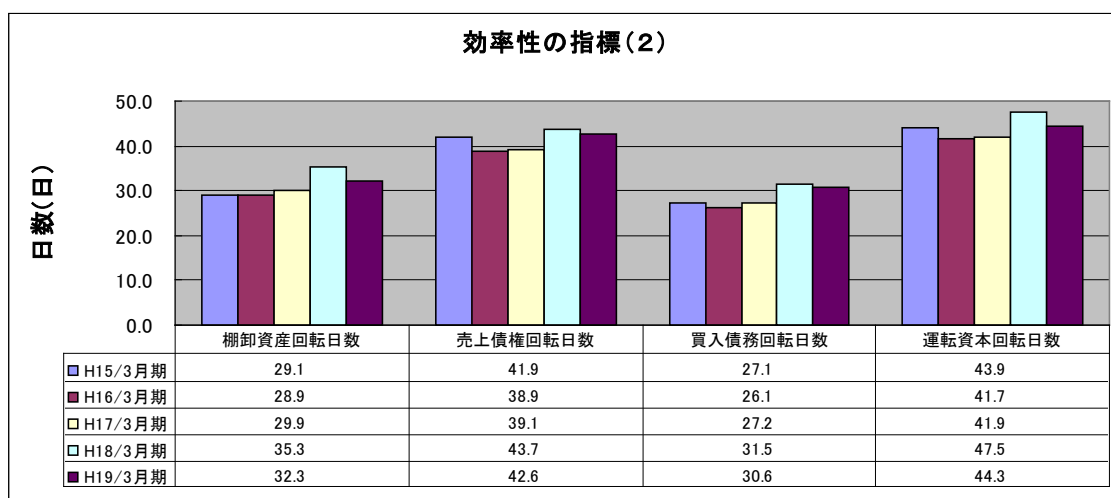
(5) 効率性

総資本回転率は売上高を得るのに期中平均総資本を何回転させたかを示す指標であり、資本の利用効率を測定するものである。2006年以降漸減したのは、カネボウ買収等により増加した資本に比して、そこまで売上高が伸びなかったことが考えられる。固定資産回転率は売上高を得るのに期中平均固定資産を何回転させたかを示す指標であり、固定資産の効率的使用度を示す指標である。これも上記の理由により、2006年以降低下している。有形固定資産回転率は上記2つの指標とは相反して、2006年以降増加している。これはカネボウ買収等により増加したのはのれん代等を含めた無形固定資産であることに起因している。棚卸資産回転日数は棚卸資産が売上高の何日分程度あるのか、つまり平均的な在庫日数を示す指標である。これも上記の理由により2006年に低下しているが、その後持ち直している。



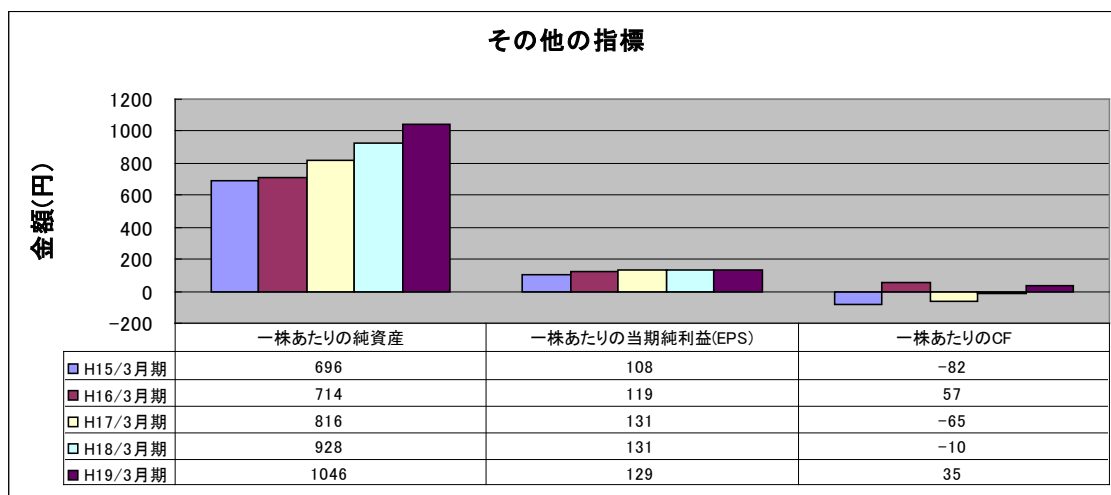
棚卸資産回転日数は棚卸資産が売上高の何日分程度あるか、つまり平均的な在庫日数を示す指標である。また売上債権回転日数は資金回収に要する期間を示し、借入債務回転日数

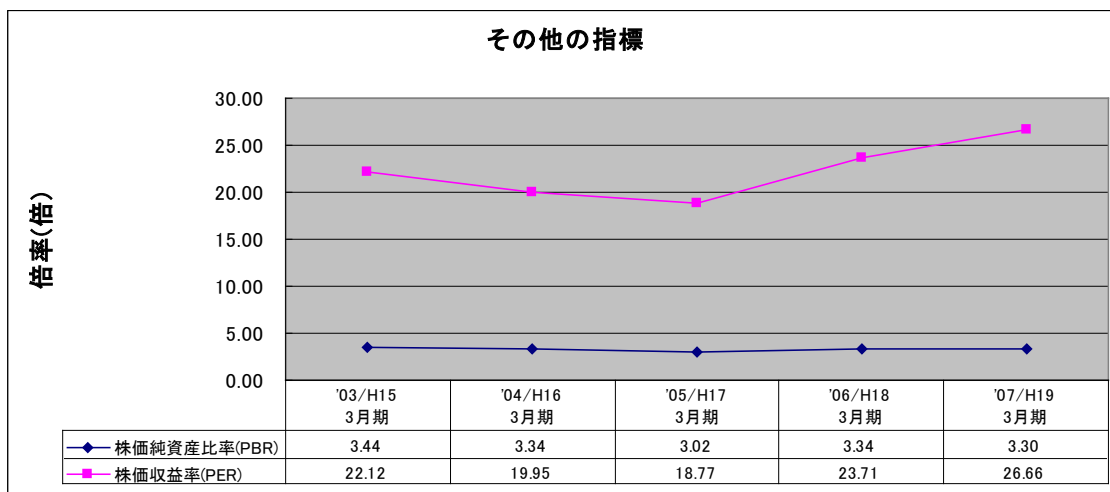
は仕入れ債務の支払い要する期間を示す指標である。ここでも2006年以降回転日数が増加しており、カネボウ買収等の影響が大きいと思われる。



(6) その他

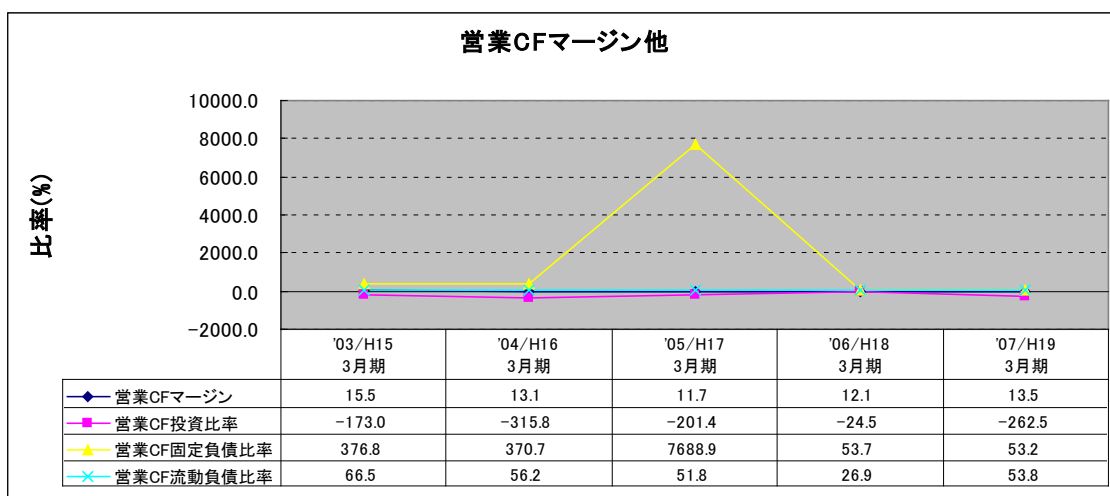
一株あたりの純資産額は、自己株式の取得処分を少しずつ繰り返し、その結果一株あたり純資産額は向上している。一株あたり純利益はほぼ横ばいである。株価純資産比率が漸減している一方で、株価収益率が増加しているのは、株価が増加しているからである。

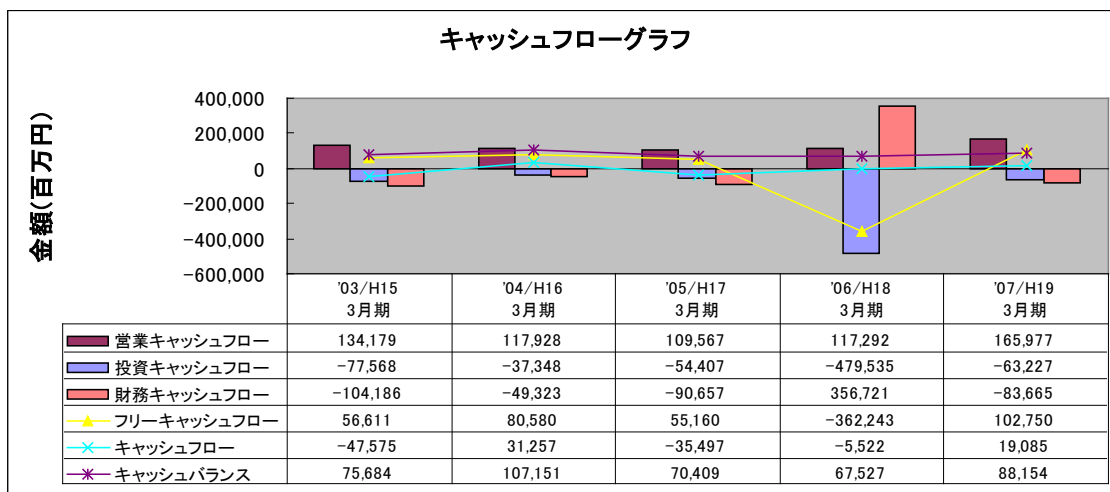




1.2 CF分析

キャッシュフローベースの営業利益率に当たる営業キャッシュフローマージンは2005に一度落ち込んでいるが、これは営業キャッシュフローの減少によるものである。その後回復してきている。営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率は営業キャッシュフローの範囲内で投資キャッシュフローに資金を投下できたかどうかを判断する指標である。カネボウ買収により2006年に一度大きく落ち込んでいるが、その後回復しており、ほぼ営業キャッシュフローの範囲内で投資が行われており、過剰投資等は発生しておらず、健全な財務状態が保たれていると判断できる。営業キャッシュフロー固定負債比率は固定負債の返済能力を測る指標である。これも上記の理由により2006年以降大きく落ち込んでおり、今後は固定負債の圧縮が必要であると考えられる。キャッシュフローに関しては、2006年を除いて、営業（+）、財務（-）、投資（-）の安定的なトレンドを示している。2006年の投資キャッシュフローの増大はカネボウ買収等によるものであり、また財務キャッシュフローの+転換は短期・長期借入金の純増加による収入である。



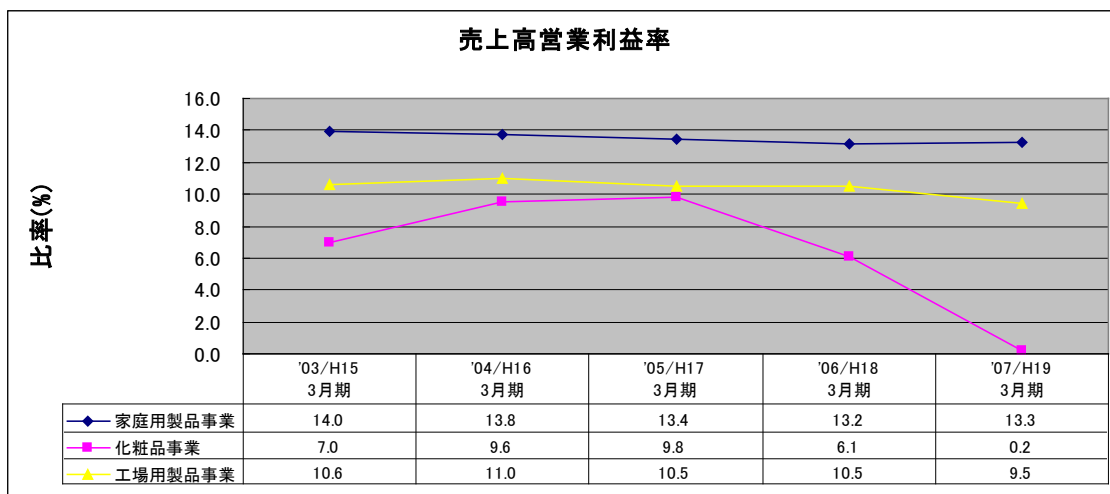


1.3 セグメント分析

<事業種類別セグメント>

(1) 収益性

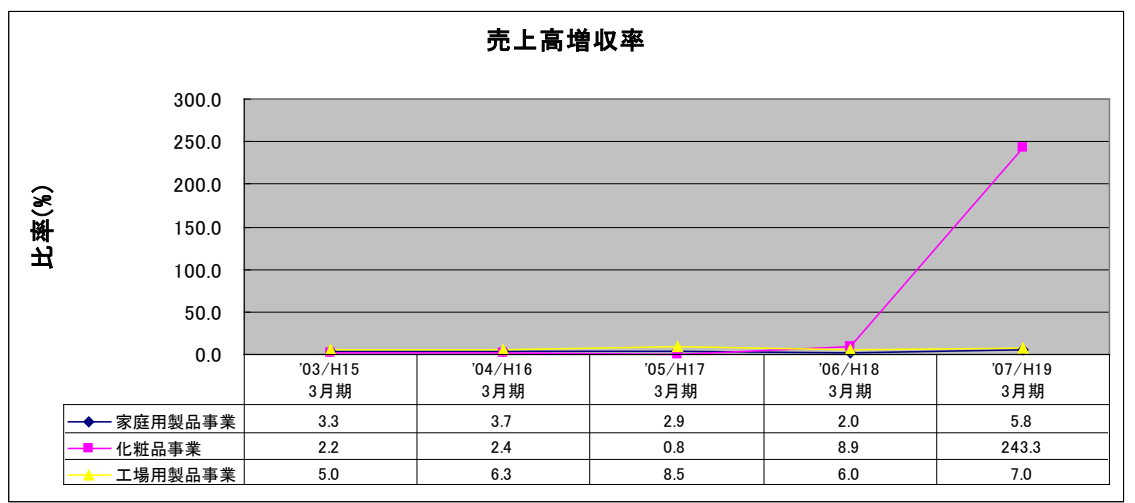
家庭用製品事業及び工場用製品事業は他の企業と比較して高い利益率を保っている。近年の売上原価の増加により特に工場用製品事業は利益率が低下している。化粧品事業に関しては3事業の中で最も営業利益率が低かったが、2006年にカネボウ等を買収して、カネボウ関連の商標権等の知的財産権及びのれんの償却等の影響を受けたためさらに大きく低下している。



(2) 成長性

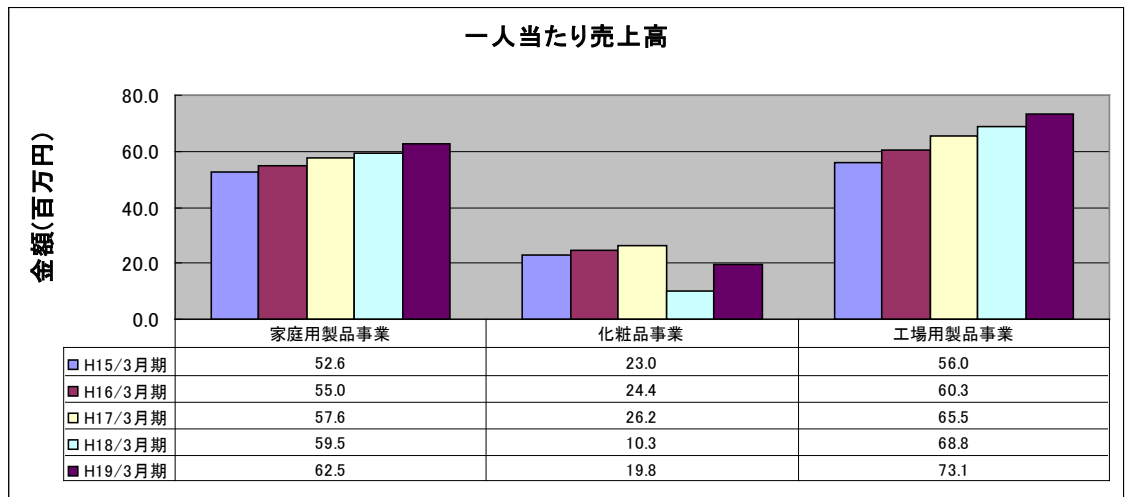
ここでも家庭用製品事業及び工場製品事業は安定的な成長を続けている。家庭用品製品事業に関しては、パーソナルケア製品、ハウスホールド製品、サニタリー製品がそれぞれ堅調に伸張り、またアジア事業において「アジエンス」等の売上が伸び過去5年で最も高い

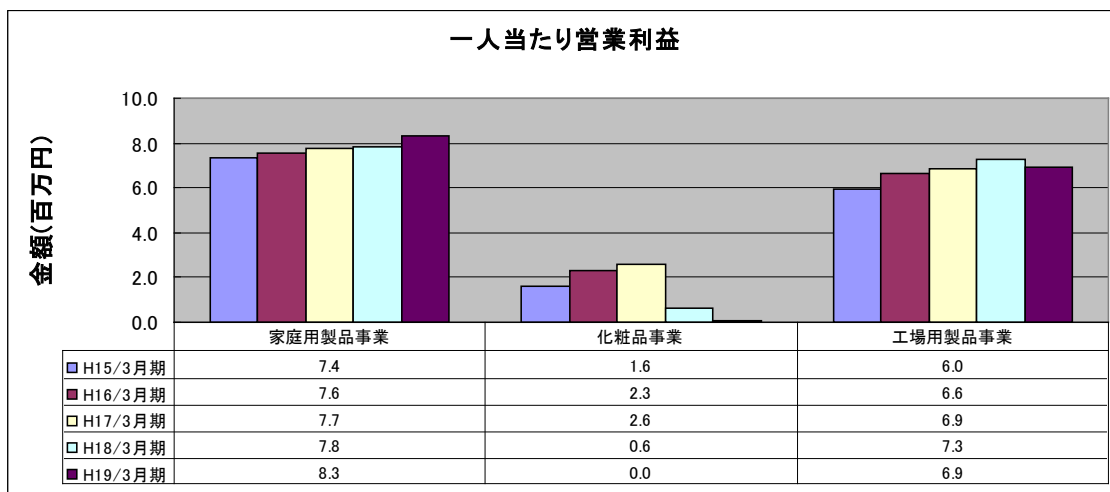
成長率を示している。化粧品事業に関しては、カネボウ等の買収により２００７年その売
上が大幅に伸張した。



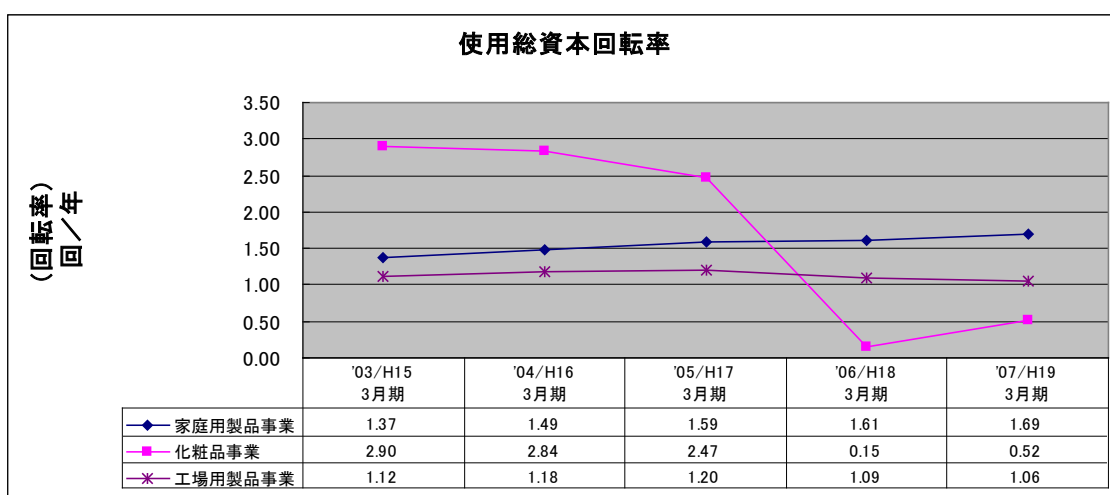
(3) 生産性

ここでも家庭製品用事業及び工場製品事業が高い率を示している。化粧品事業に関しては、
特に、一人当たり営業利益が２００６年以降激減しており、営業利益を増大させるか、リ
ストラ等をして生産性を上げる必要がある。





(4) 効率性

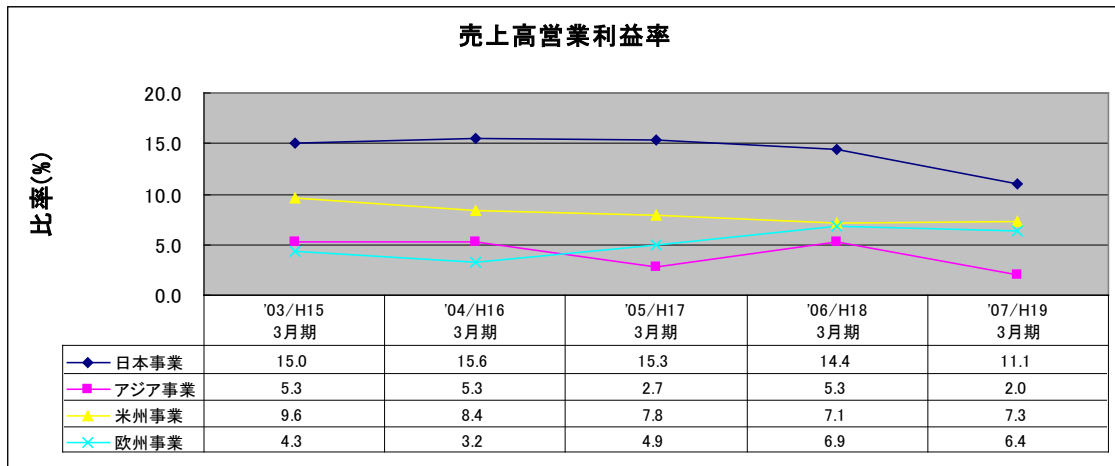


化粧品事業の使用総資本回転率が2006年に極端に下がっており、今後業務統合化・分担化を通じて主にサプライチェーンにおけるシナジー効果を発現させ、効率性を高めていくことが急務である。

<所在地別セグメント>

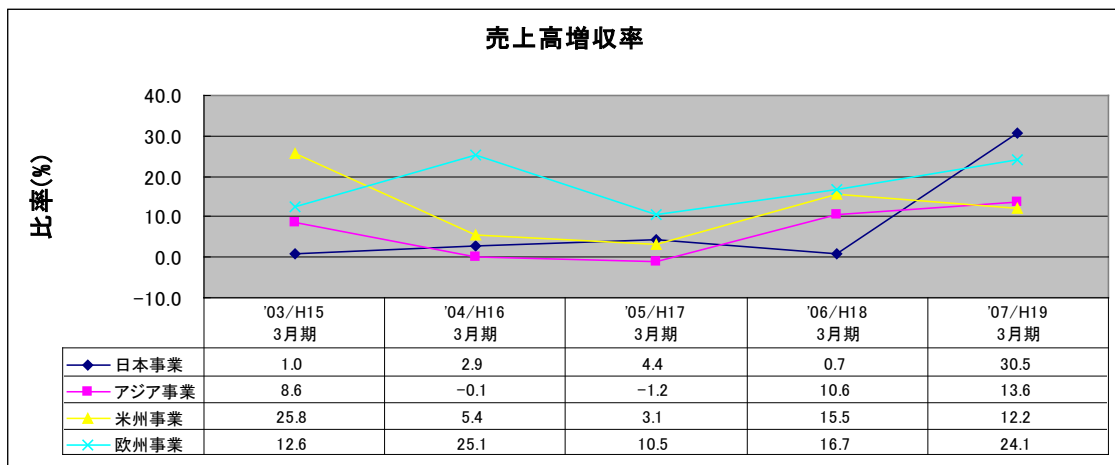
(1) 収益性

日本事業の営業利益率が最も高く、それに米州、欧州が続いている。アジア事業に関しては、原材料価格の上昇の影響などで営業利益がマイナスとなり、営業利益率も2.0%と低くなっている。アジア事業は日本に次ぐ売上高を誇ることから今後営業利益率の上昇が必要である。



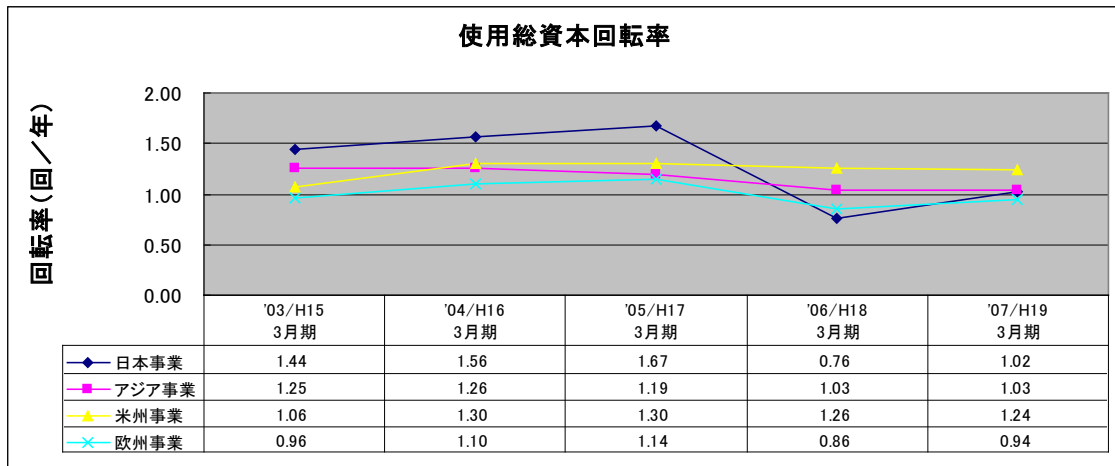
(2) 成長性

日本事業は、カネボウを買収したことにより2007年大きな増収率を示している。今後は成長率が一定と見込まれる日本事業においては、特に化粧品事業で営業利益率を確保し、またアジア、米州、欧州においても高い売上高増収率を続けていくことが必要である。



(3) 生産性

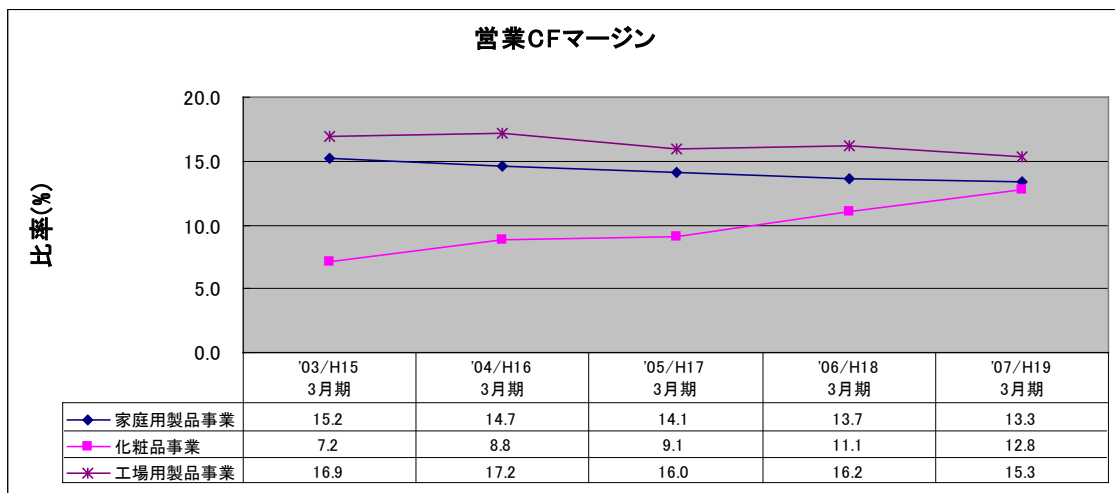
ここでも日本事業は、カネボウを買収したことにより2006年以降回転率が低下している。今後成長が期待されるアジア事業において、更に回転率を上げていくことが必要である。



1.4 セグメントCF分析

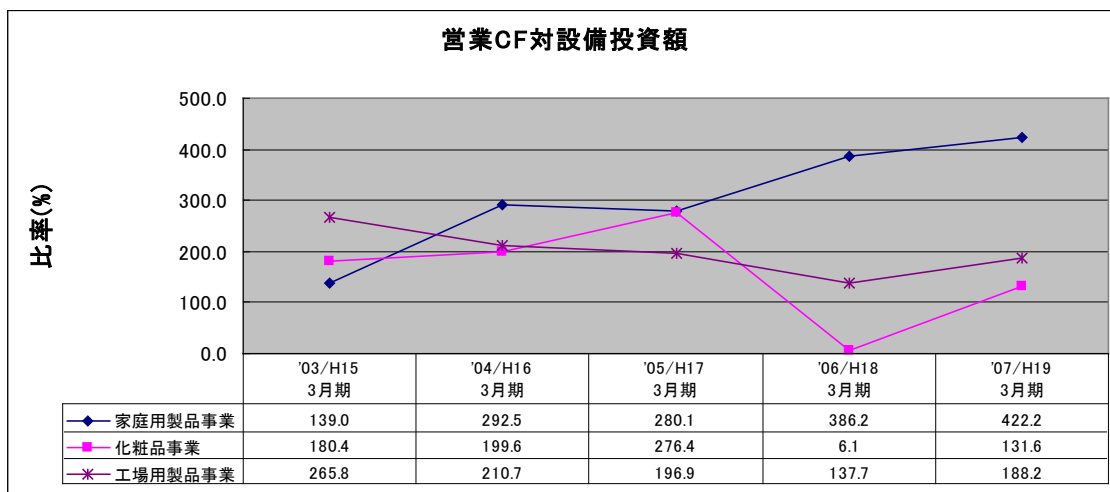
(1)営業キャッシュフローマージン

営業キャッシュフローマージンは、営業 CF／売上高で、企業の収益力、特に、キャッシュ獲得能力の強さを表し、収益性の分析に用いる。家庭用製品事業及び工場用製品事業は原材料価格等の上昇により漸減しているが、依然高い数値を示している。化粧品事業がここで堅調な理由としては、営業キャッシュフローが営業利益と減価償却費で構成されていることから、カネボウののれん代の償却等により減価償却費が増加したことが挙げられる。



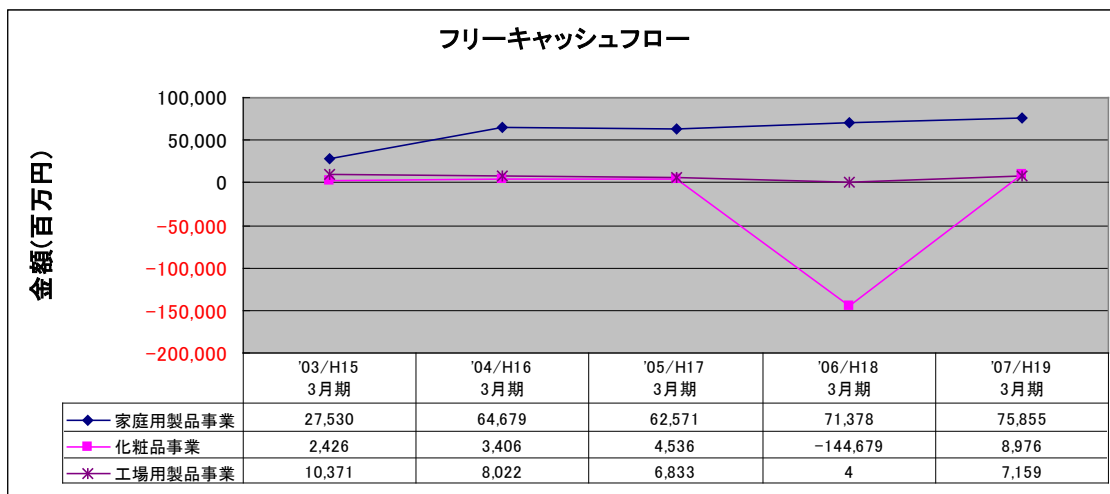
(2)営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

営業キャッシュフロー資本支出比率は、営業キャッシュフローが資本支出に対してどの程度の割合であり、営業 CF／資本支出で算出する。投資に対する姿勢が現れる指標で、企業の安全性を見るものである。家庭用製品事業及び工場用製品事業は安定的に投資がなされている一方で、化粧品事業は2006年に大きく落ち込んでいる。これはカネボウ買収等に伴い、資本的支出が大幅に増加したためである。



(3)フリーキャッシュフロー

家庭用製品事業はここでも安定的な成長を続けており、花王にとって金のなる木であることが分かる。工場用製品事業が２００６年に一度大きく落ち込んでいるのは、事業拡大に対応するための生産能力の増強のためフィリピンで工事を開始するなどして、資本的支出が増大したことに起因する。化粧品事業の２００６年の大幅な落ち込みについては、カネボウの買収に起因する。



2 企業価値分析

2.1 資本コスト・経済付加価値（EVA）・投下資本収益率（ROIC）

（出所：データは、有価証券報告書より入手。有価証券報告書以外の出所は、[]内に記載）

➤ $WACC = \text{投下資本負債比率} \times (1 - \text{実効税率}) \times \text{他人資本（負債）コスト} + \text{投下資本株主資本比率} \times \text{株主資本コスト}$

- ◇ 投下資本負債比率＝固定負債（簿価） / { 固定負債（簿価） + 株主資本（時価） }
- ◇ 投下資本株主資本比率＝株主資本（簿価） / { 固定負債（簿価） + 株主資本（時価） }
- ◇ 他人資本（負債）コスト＝長期借入金と社債の平均利率
- ◇ 株主資本コスト＝無リスクプレミアム + $\beta \times$ 株式リスクプレミアム
 - 無リスクプレミアム
 - ◇ 10年物国債利回りを適用 [出所：財務省 HP より取得]
 - β 値
 - ◇ 2007年7月17日時点のベータ値 [出所：Bloomberg HP]
 - 株式リスクプレミアム
 - ◇ 5.0%を適用 [出所：(財務分析入門)、日本経済新聞社 p550]

➤ EVA=NOPAT - 投下資本 $\times$ WACC

- ◇ NOPAT＝営業利益－法人税等の支払額
- ◇ 投下資本＝有利子負債（期中平均）＋株主資本（期中平均）

営業利益
 ＋ リース料に含まれる潜在的金利費用
 ＋ 後入先出法による在庫勘定減少効果
 ＋ 営業権償却額
 ＋ 引当金増加額
 ＋ 研究開発費のうち、資産計上すべき額

 － 支払ベース法人税

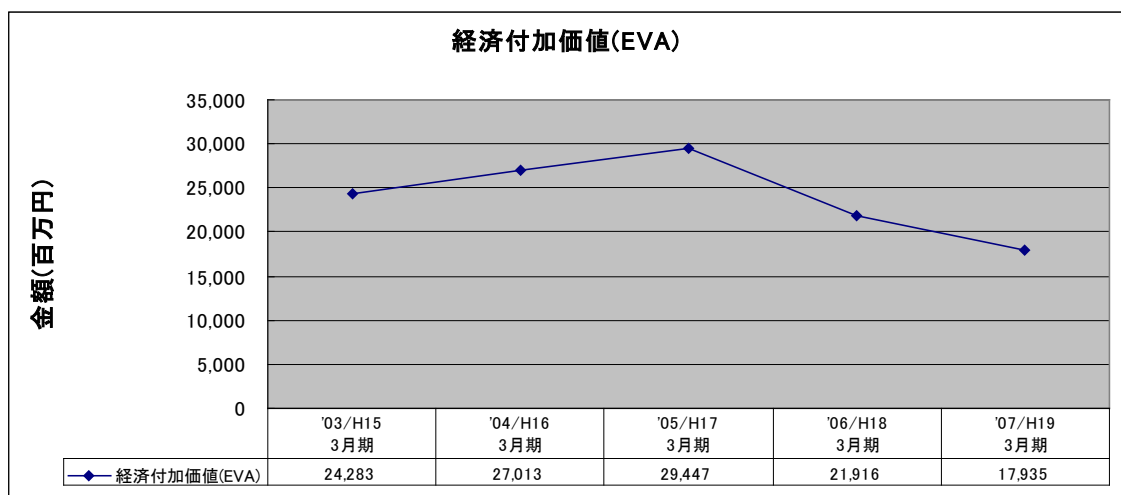
 ＝ 税引後営業利益（＝NOPAT）

➤ ROIC=NOPAT / 投下資本

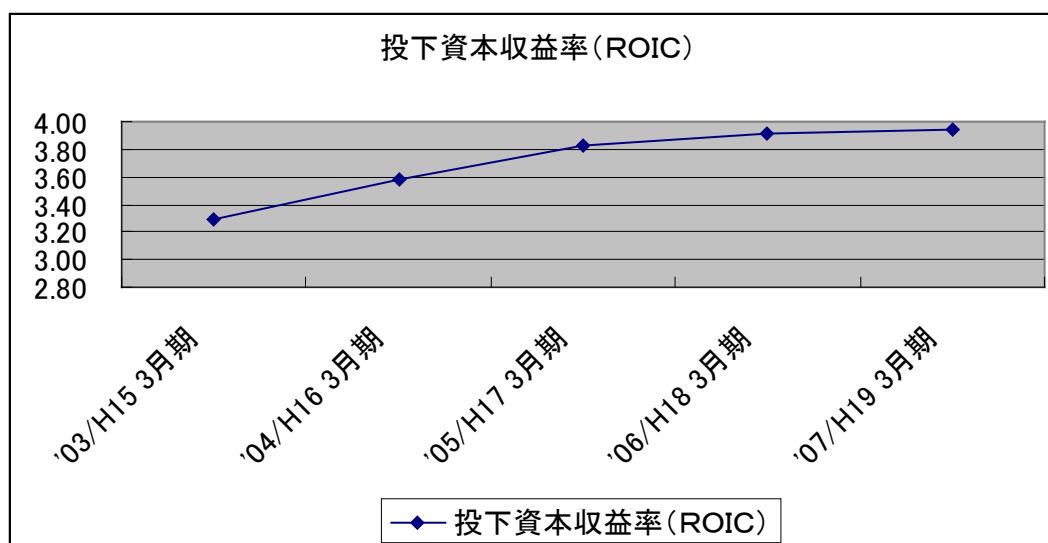
以下花王の WACC、EVA、ROIC の値を示す。

	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	単位
経済付加価値						
簿価有利子負債(D)	1,629,827	1,530,528	1,407,440	1,289,495	1,235,915	百万円
時価株主資本(E)	1,435,668	1,426,674	1,354,377	1,703,273	1,895,581	百万円
負債コスト(RD)	0.10%	0.08%	0.06%	0.10%	0.40%	%
リスクフリーレート	1.38%	1.45%	1.46%	1.63%	1.67%	%
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	%
株主資本コスト(RE)	4.44%	4.51%	4.52%	4.69%	4.73%	%
D/(D+E)	53.17%	51.76%	50.96%	43.09%	39.47%	%
E/(D+E)	46.83%	48.24%	49.04%	56.91%	60.53%	%
加重平均資本コスト(WACC)	2.11%	2.20%	2.24%	2.70%	2.95%	%
簿価投下資本	2,046,857	1,958,284	1,855,689	1,799,171	1,810,666	百万円
資本費用	43,178	43,068	41,481	48,489	53,495	百万円
税引き後営業利益(NOPAT)	67,462	70,081	70,928	70,405	71,429	百万円
経済付加価値(EVA)	24,283	27,013	29,447	21,916	17,935	百万円
投下資本収益率(ROIC)	3.29%	3.57%	3.82%	3.91%	3.94%	%
【参考指標】						出典
法定実効税率	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%	有価証券報告書
10年物国債応募者利回り	1.380%	1.450%	1.460%	1.630%	1.670%	財務省HP
対指数β値	0.612	0.612	0.612	0.612	0.612	Bloomberg
リスクプレミアム	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	Ibbotson Associates Japan, 2006

花王経済付加価値（EVA）の推移



花王投下資本収益率



EVA (Economic Value Added (経済付加価値)) は、当期純利益から株主に対するコスト (すなわち配当金及び配当金以外の期待投資リターン) を差し引いた場合の残余利益なので、「企業が生み出した真の利益」といわれる。企業活動によって創出された付加価値が投下資本コストを上回るかを表す指標であり、企業の EVA がプラスとなるときに、当該企業が付加価値を創造していると判断できる。2005年以降EVAが下がり続きえている理由としては、WACCの上昇により資本費用が増加していることにある。EVAを改善するためには、

- ① 税引き後営業利益 (NOPAT) を増加させる
- ② 投下資本を減少させる
- ③ WACC を減少させる

という方法がある。

①、②については花王の実績はそこに向かっており、③のWACCの改善が今後の課題となる。

ROIC は NOPLAT(みなし税引後営業利益)を投下資本 (有利子負債+株主資本簿価) で除して算定する指標で、投下資本に対してどの程度本業で利益をあげたのかを測定する指標である。ROIC を改善するには、税引き後営業利益 (NOPAT) を増加させるか、投下資本を減少させるかである。先に述べたように、これらの数値は改善に向かっており、上昇傾向を示している。なお、余談ではあるが、花王は日本企業に先駆けてEVAを企業価値の指標として導入した企業であり、EVAを導入後、数値を月ごとに確認して、それを元に収益性の向上や無駄なコストの削減に努めたり、賞与に反映させたり、従業員に教育を徹底したりと、自社の経営システムにうまく取り込んでいる。

2.2 企業価値指標

ここではデータの順序の関係から、下記の通り企業価値指標を並び替える。

企業価値（１）株式・負債時価評価価値

➤ 株式・負債価値（時価評価）の算定方法

- 時価株主資本と有利子負債を合計し、企業価値を算出した。

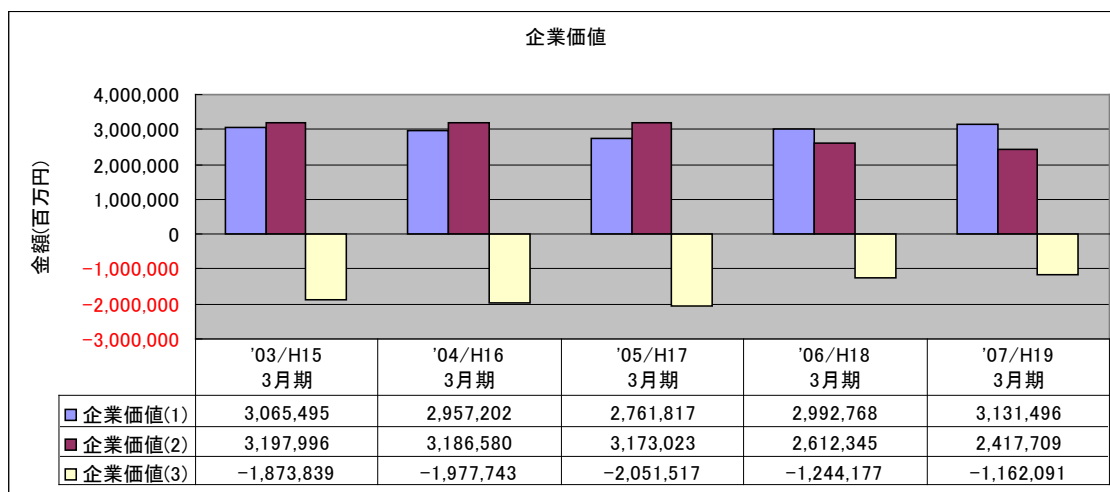
企業価値（２） 市場付加価値(MVA)

➤ 市場付加価値の算定方法

- MVA とは市場付加価値のことであり、企業が発行した株式や債券などの時価総額から、投資家が支払った資金の総額を差し引いたものである。よって、将来の期待される EVA の現在価値を加重平均資本コストで割り引いて求め、簿価投下資本を足し戻して企業価値を算出した。
- $MVA = \text{企業の市場価値} - \text{投下資本にかかる資本コスト} = (\text{有利子負債の時価} + \text{株式時価総額}) - (\text{投下資本} \times WACC) = EVA / \text{加重平均資本コスト} + \text{簿価等価資本}$

企業価値（３）フリーキャッシュフロー価値算定方法

フリーキャッシュフロー、資本コストを算出し、DCF 法を使って、割引現在価値と TV（継続価値）を計算し、その合計値を求めて企業価値を算出した。なお、平均成長率は、カネボウ買収により飛躍的に成長した 2007 年のデータを除き、2006 年以前の平均成長率 3.7% 程度と仮定した上で将来のキャッシュフローを予想した。



花王キャッシュフロー分析

	'03/H15 3月期	'04/H16 3月期	'05/H17 3月期	'06/H18 3月期	'07/H19 3月期	'08/H20 3月期	'09/H21 3月期	'10/H22 3月期	'11/H23 3月期	'12/H24 3月期	13/H25 3月期
フリーキャッシュフロー分析											
営業キャッシュフロー	134,179	117,928	109,567	117,292	165,977						
投資キャッシュフロー	-77,568	-37,348	-54,407	-479,535	-63,227						
フリーキャッシュフロー	56,611	80,580	55,160	-362,243	102,750	-13,929	-14,448	-14,986	-15,545	-16,124	-16,725
平均フリーキャッシュフロー					-13,428						
売上高	865,247	902,627	936,851	971,230	1,231,808						
売上高成長率	3.1	4.3	3.8	3.7	26.8						
平均成長率					3.7						
H12/3の予測期間		78,915	52,904	-340,253	94,519	-12,548					
H13/3の予測期間			53,973	-346,820	96,258	-12,768	-12,959				
H14/3の予測期間				-354,323	98,306	-13,035	-13,225	-13,418			
H15/3の予測期間					100,053	-13,529	-13,631	-13,733	-13,836		
H16/3の予測期間						-13,529	-13,631	-13,733	-13,836	-13,940	
予測期間の割引現在価値(A)	-126,463	-222,316	-295,695	46,423	-68,668						
加重平均資本コスト	2.11%	2.20%	2.24%	2.70%	2.95%						
リスクフリーレート	1.38%	1.45%	1.46%	1.63%	1.67%						
継続価値の資本コスト	0.73%	0.75%	0.78%	1.07%	1.28%						
継続価値(B)	-1,747,376	-1,755,427	-1,755,822	-1,290,600	-1,093,423						
企業価値: (A) + (B)	-1,873,839	-1,977,743	-2,051,517	-1,244,177	-1,162,091						

企業価値（１）と（２）は同様の動きとなっている。WACCの上昇により（２）の値が漸減しているが、トレンド及び値が近いことから算定結果は信頼してよいものと推察する。他方、（３）については２００６年のカネボウ買収等により、フリーキャッシュフローがマイナスになり、これが全ての数値をマイナスとしている。（１）及び（２）の値と大きく異なることから、（３）の値については無視しても良いと思われるが、いずれにしてもカネボウ買収等により落ち込んだキャッシュフローの今後増加させていくことは必要である。

3 経営課題抽出

これまでの予備設問で明らかになった問題点をまとめると以下の通りとなる。

- ２００６年のカネボウ買収等により膨らんだ長期借入金、社債の増加による固定比率、固定長期適合比率の改善
- ROE、ROAの低下
- カネボウ買収等により落ち込んだ営業利益率、経常利益率、純利益率の改善
- 化粧品事業における収益性、成長性、生産性、効率性の低下
- 日本事業一本柱の所在別セグメント
- 海外事業（アジア、米州、欧州）、主にアジア事業における収益性低下

<主要な課題と対策>

- 財務体質の更なる強化

カネボウ買収等により固定負債が増加し、またWACCの上昇により、株主価値の指標となるROE、ROAが低下している。今後海外事業への展開を視野に入れた場合、まず以前のような強い財務体質を取り戻す必要がある。

- 化粧品事業における収益性、成長性、生産性、効率性の向上

カネボウ買収等により、化粧品事業における足がかりが出来たものの、企業全体の営業利益率等の低下を招いている。今後シナジー効果を発揮させ、収益性、成長性、生産性、効率性の向上を図ることが必要である。

- 海外事業への多角化

少子高齢化が進む日本市場において売上の多くを稼ぐ状態では将来の見通しは暗い。今後海外事業での更なる売上の向上及び日本事業並みの収益性を確保することが必要である。

4 企業価値創造

4.1 企業価値創造と経営戦略

花王は2006年から「商品の高付加価値化による“利益ある成長”の達成」に向けて、「中期重点事業目標」として次の3つを掲げ、目標達成のために積極的な事業活動を行っている。

1. ビューティケアとヒューマンヘルスケアの事業領域での成長の加速
2. 基盤事業であるファブリック&ホームケア事業のさらなる強化・発展
3. グローバルに特徴ある強いケミカル事業への注力

このようなプライオリティをつけた重点事業目標を設定し、「人・モノ・資金」などの経営資源を、より戦略的に効率的に投入していく、としている。

<事業推進体制改編>

先に述べた3つの「中期重点事業目標」を迅速かつ確実に達成していくために事業推進体制を改編し、新たに4つの事業ユニットを導入することとした。

- ・ビューティケア事業ユニット
- ・ヒューマンヘルスケア事業ユニット
- ・ファブリック&ホームケア事業ユニット
- ・ケミカル事業ユニット

従来は、どちらかと言えば、商品カテゴリーの積み上げで組織がつくられていたが、今回は、“ビューティケア”や“ヘルスケア”といった言葉に表れているように、あくまで“消費者起点”に立って、消費者にどのようなベネフィットを与えられるのか、どのような貢献ができるのかということを基本にして、組織体制を改編している。

<研究、生産、販売などの機能部門の運営>

さらに先に述べた事業推進体制を確かにするために、研究、生産、販売などの機能部門の運営を見直した。もともと花王の最大の強みは、事業部門と機能部門の「マトリックス運営」にある。今回も、その強みをより一層強化するために、事業推進体制の改編に際して研究、生産、販売などの各機能部門においても、4事業ユニットに即した組織改編を行っている。研究については、基盤研究を一層深める中で、4つの事業ユニットとのマトリックス運営をより有機的に行い、付加価値の高い商品をスピーディに創り出していく仕組みをつくった。また、生産については、アジア・欧米までも含めたグローバル・サプライ・チェーン・マネジメントの基盤を固め、4つの事業ユニットとの効果的・効率的なマトリックス運営を実行していくこととした。さらに販売については、この4月から、花王販売株式会社と花王化粧品販売株式会社が合併し、花王カスタマーマーケティング株式会社と

して新たにスタートさせた。花王販売株式会社が長年培ってきた総合的な提案力と売り場実現力、そして花王化粧品販売株式会社が磨き上げてきた推奨・カウンセリング力という両社の力を組み合わせ、さらに強固な当社グループの販売力の構築・実践を目指している。

<カネボウ化粧品との連携>

「カネボウ化粧品」と「ソフィーナ」を独立したブランドとして、それぞれに一層強化していくことを基本として、事業活動を行っていく。その上で、研究開発面での共同研究や、販売面での販促キャンペーンの共同提案など、連携を強化しつつある。また効率化、コスト削減の面においても、共通原料の共同調達などを順次実行しつつあり、また物流拠点の再配置等についても中期的視野に立って検討を進めている。

<問題点と課題>

これら中期事業重点目標は、ある程度現在花王の抱える課題を解決するものが含まれているものの、その方向性の記述が具体性に欠け、Where to play は分かるもの、How to win が分からないものとなっている。また具体的数値が表されておらず、一部資料において、2008 年以降に過去最高営業利益 1 2 1 3 億円を超える、とされているだけである。また、重点事業は明らかであるが、グローバル展開の記述に乏しいのも気になるところである。競合であるグローバル企業の P & G やユニリーバは BRICs、特にアジアにおける市場拡大に最も力を入れているが、この中期事業重点目標からどのような形でグローバル展開を目指していくのか分からない。他方で、この中期事業重点を達成するため事業改編を実施していく方向性は評価できる。また最大の優先事項であるカネボウ化粧品とのシナジーについては、別添資料においてその具体的なアクションが明記されている。

4.2 企業価値創造の経営プロセスと具体化

花王の企業価値創造の経営プロセスを順に見ていく。花王は、企業活動の根底をなす企業理念について、従来の『花王の基本理念』をグローバルな視点で見直し、2004 年 10 月に花王独自の企業文化、企業精神を明示した『花王ウェイ』として策定した。それは、「使命」「ビジョン」「基本となる価値観」「行動原則」で構成され、それぞれは次の内容を表している。

“使命”：私たちは何のために存在しているのか
“ビジョン”：私たちはどこに行こうとしているのか
“基本となる価値観”：私たちは何を大切に考えるのか
“行動原則”：私たちはどのように行動するのか

この花王ウェイは「花王の基本理念」（1995 年策定、1999 年一部改定）を、花王の事業と社内外の事業環境の変化を考慮し、全面的に見直し、再構成したものである。

(1) 使命

私たちは、消費者・顧客の立場にたって、心をこめた“よきモノづくり”を行ない、世界の人々の喜びと満足のある、豊かな生活文化の実現に貢献することを使命とします。

私たちは、この使命を達成するために、全員の熱意と力を合わせ、清潔で美しくすこやかな暮らしに役立つ商品と、産業界の発展に寄与する工業用製品の分野において、消費者・顧客と共に感動を分かち合う価値ある商品とブランドを提供します。

(2) ビジョン

私たちは、それぞれの市場で消費者・顧客を最もよく知る企業となることをグローバルにめざし、全てのステークホルダーの支持と信頼を獲得するとともに、社会の持続的な発展に寄与します。

(3) 価値観

よきモノづくり

- 私たちは、消費者の心を打つ満足を実現するために、消費者のニーズを見極め、独創的なシーズと組み合わせ、革新的な商品とブランドを開発します。(ニーズとシーズの融合)
- 私たちは、よきモノづくりのために、全員、全部門の創造性と力を結集します。よきモノづくりの推進力は私たち一人ひとりの熱意であり、これこそが花王の強さの源です。(個の力の結集)
- 私たちは、よきモノづくりを通じて得た利益を、さらに価値ある商品とブランドの創造に投じます。このよきモノづくりのサイクルにより、消費者、社員、取引先、地域社会、株主を含む全てのステークホルダーの支持と信頼を得て、利益ある成長を達成します。(よきモノづくりのサイクル)

絶えざる革新

- 私たちは、消費者の暮らしや事業環境の変化を機敏に感じ取り、常に商品と仕事の改善、革新を推進します。(改善と革新)
- 私たちは、現状に満足することなく、常に健全な危機意識を持ち、新たな発展と挑戦の機会を求めて、たゆまず前進を続けます。(健全な危機意識)
- 私たちは、危機や困難を自己革新のチャンスととらえ、それを乗り越えることで個人と会社のさらなる成長を達成します。(危機をチャンスに)

正道を歩む

- 私たちは、互いに敬意と公正さをもって接し、誠実、勤勉を心がけ、組織ならびに個人として成果を高めるよう努めます。(敬意、公正、誠実、勤勉)
- 私たちは、法と倫理に則って行動し、健全で実直な事業活動によって全てのステークホルダーの支持と信頼に応えます。(法と倫理の遵守)
- 私たちは、社会への責任を全うする企業として、商品と事業活動における安全性を確保し、環境保全に配慮するとともに、社会の持続的な発展に貢献します。(社会的責任の遂行)

(4) 行動原則

消費者起点

- 私たちは、日常業務の遂行にあたっては、消費者の視点に立ち、常に消費者にどのように貢献できるかを第一に考えます。(消費者第一)
- 私たちは、消費者に密着し、消費者をよく知ること、真のニーズをとらえ、より価値のある商品を開発します。(消費者理解)
- 私たちは、消費者と積極的に交流し、その声や視点を日々の活動に活かします。(消費者との交流)

現場主義

- 私たちは、商品を買、使う消費者の生活の現場に足を運び、肌で感じ、実態の背後にある本質を捉えます。(生活の現場を知る)
- 私たちは、互いの仕事の現場を知ること、組織力の強化およびグループの一体感の醸成を図ります。(現場からの一体感)
- 私たちは、生活の現場と、日々の仕事の現場から生まれる発想を大切にして、商品と仕事の改善、革新につなげます。(現場からの発想)

個の尊重とチームワーク

- 私たちは、文化、国籍、信条、人種、性別や考え方の多様性を尊重します。(多様性の尊重)
- 私たちは、日々の仕事の熱意ある実践を通して自己の能力を高め、高い成果を追求します。(個の力の発揮)
- 私たちは、自由闊達に意見を交わし、情報を共有し、チームとして力を合わせます。(自由闊達なコミュニケーション)
- 私たちは、取引先をはじめとするビジネスパートナーと、互いを理解、尊重しながら強い協力関係を築き、共栄を実現します。(ビジネスパートナーとの協働)

グローバル視点

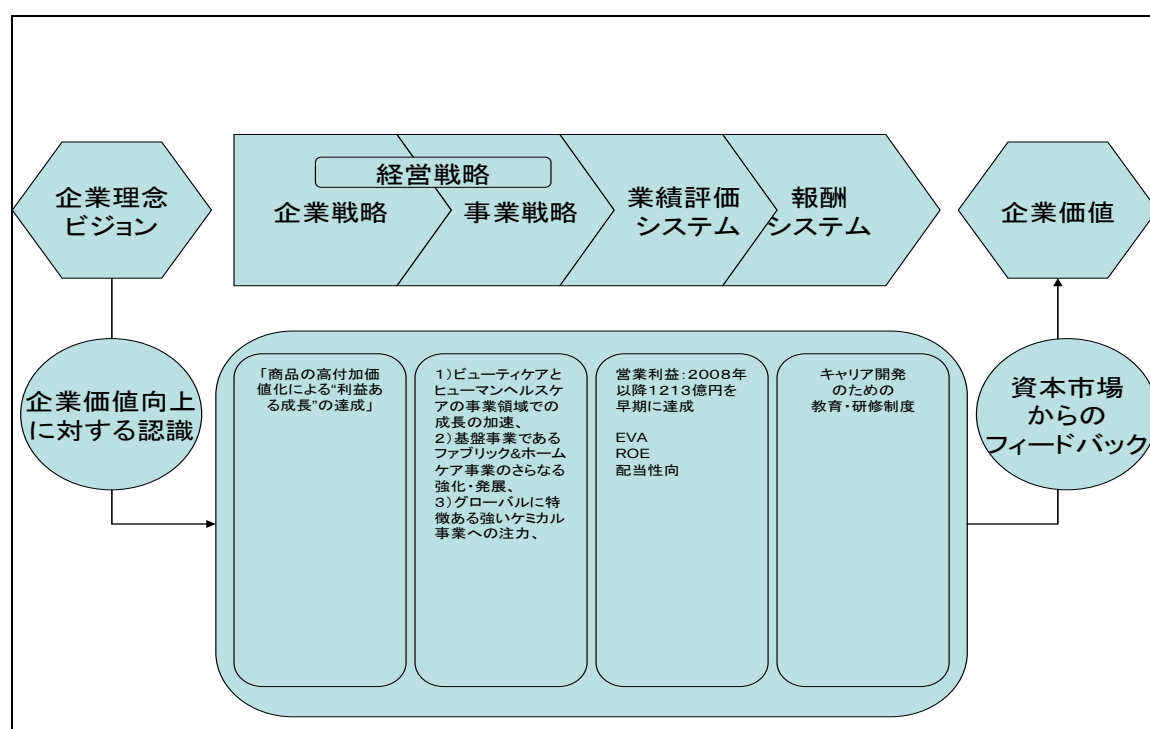
- 私たちは、各々の市場の異なる文化や習慣を熟知し、各地の消費者ニーズに合致した商品とブランドを提供します。(ローカルニーズの熟知)
- 私たちは、マーケティング、販売など、それぞれの市場に最も適した仕事の仕方を開発します。(ローカルマーケットに対応した仕事)
- 私たちは、常にグローバルな広い視点に立ち、社内外を問わず多様な発想や技術に目を向け、優れたものには素直に学びます。(オープンに学ぶ姿勢)
- 私たちは、ローカルな事業の自主性を尊重しながら、花王グループのグローバルな効率と利益を追求します。(グローバル最適)

この花王ウェイからは、花王が顧客、従業員、社会全体を意識した企業経営を目指していることが分かる。株主価値については、EVAを他の日本企業に先駆けて導入し、これを常に意識した企業経営を実施している。更に、CSRや環境方針を明示して、顧客及び社会全体に対する自らの責任を明確にしている。次に企業戦略を見てみる。先に述べたように、花王は「商品の高付加価値化による“利益ある成長”の達成」を掲げている。事業戦略においては、1) ビューティケアとヒューマンヘルスケアの事業領域での成長の加速、2)

基盤事業であるファブリック&ホームケア事業のさらなる強化・発展、3) グローバルに特徴ある強いケミカル事業への注力、を掲げている。しかしながら、これらは先に述べたとおり、具体性に欠ける総花的な内容になっている。企業価値を高めるために事業戦略の遂行結果を評価し修正をかけていくのが業績評価システムである。先に述べたように花王は「商品の高付加価値化による“利益ある成長”の達成」とし、2008 年以降に過去最高営業利益1213億円を超える、と掲げている。ここから推察するに、1) 営業利益、2) EVA、3) 配当性向及び4) ROEを意識した経営をしていくのであろう。

最後に報酬システムについては、自律的なキャリア開発を促す教育・研究体系が構築されている。この研修システムは直接的に金銭報酬を支給するものではないが、従業員に対して非金銭報酬を付与しうるものであり、従業員価値を高める策としては有益であろう。花王は研修について、1) 意欲と能力ある人材に質の高い教育機会を提供する、2) 個人のキャリアステージに応じた教育をタイムリーに実施する、3) 社員の「自ら学ぶ」姿勢を大切にし、自己啓発を支援する、としている。こうしたことを受けて、平均勤続年数も20年と非常に社員高いものとなっている。

全体を振り返ってみると、企業価値創造プロセスに必要な個別要素は一通りあるものの、その中身、特に企業戦略及び事業戦略には不満が残る。事業の選択と集中、個別事業の中期計画の具体的な内容について再考が必要であると考ええる。



4.3 企業価値創造に基づいた顧客価値・株主価値・社員（従業員）価値の持続的向上

花王を取り巻く顧客・株主・社員・社会に対して、同社がどのようにして持続的に価値を向上しているのかについて考察する。まず顧客価値については、創業1887年の花王は、その花王ウェイの使命に掲げる通り、「豊かな生活文化の実現」を果たしてきている。例えば「髪洗い」を提唱したシャンプーの開発、「快適な洗濯」を手伝う洗剤の開発等々花王がこれまで顧客に与えた影響は計り知れない。次に株主価値について考察する。先に述べたとおり花王はEVAの経営指標を他の日本企業に先駆けて導入した点からも、株主価値を意識した経営を実践していると評価できる。また1981年から2004年まで23期連続増益を続け、配当性向も現在40%に設定し、株価も2004年に一度落ち込むがその後上昇を続けている。他方、1株当たり利益及びROEは2004年以降漸減していることから、今後の改善が必要である。

■ 1株当たり利益／ROE

従業員価値はどうであろうか。前節で見た王に同社は入社直後から従業員個々人が自らキャリアを開発していくことを支援する教育・研修制度がある。また福祉制度も充実しており、さらに仕事と家庭生活の両立を支援する制度が、きちんと活用されていることを評価され、2004年にファミリー・フレンドリー企業表彰「厚生労働大臣優良賞」を受賞している。以上のことより、花王は従業員価値の向上を意識した企業経営を行っている判断できる。

最後に社会価値を見てみる。花王は、豊かな社会の実現とその持続に貢献するために、以下の活動方針のもと、「次世代の育成」を主要テーマとした活動に取り組んでいる。また環境への取り組みも積極的であり、花王は社会的価値を向上させる企業経営を行っている判断できる。

活動方針

- ・ 次世代の育成に役立つ活動を行います。
- ・ 地域の社会・文化の発展に貢献することを目指した活動を行います。
- ・ 持続可能な社会に向けて、環境を守り育てる活動を行います。
- ・ 社会的支援として、バリアフリー社会を推進する活動を行います。
- ・ 花王の持つ資源を有効に活かせる活動を行います。
- ・ 一人ひとりの社員が良き市民として、社会的活動に参加できるような風土をつくれます

全体を通してみると、それぞれの価値向上を意識した経営が行われていると判断できる。今後はROEの向上等を意識した企業経営が必要である。

5 企業理念とビジョン

5.1 企業理念・ビジョンの企業経営に対する位置づけ

企業理念とは「企業が社会において存在する上での普遍的なミッション（存在意義）とミッションを実現する上で自ら持つ普遍的な価値観や信念」でえであると理解している。同様に、ビジョンとは「外部環境の変化を想定した上で企業が到達したい独自のあるべき姿や将来像」である。先に述べたように、花王ウェイは、基本的にこのコンセプトに沿って、「使命」「ビジョン」「基本となる価値観」「行動原則」で構成されている。この点について特に問題はないと思われる。

5.2 企業理念・ビジョンと経営戦略との関連

中期事業重点目標は、「花王ウェイ」を具現化するための経営戦略として位置づけられていると考えられる。先に述べたように具体性に及び数値目標に乏しい。しかし、企業理念に近い考え方を持った上でビジョンに当たるイメージを持ち、その上で経営戦略を策定しているプロセスは、企業価値の創造を図る上で適切なプロセスであるといえるし、価値創造のための手段としての経営戦略のあり方に合致するものである。従ってこの点について特に問題はないと判断する。

5.3 企業理念・ビジョンの策定プロセス

通常企業理念は、通常会社設立時や大きな節目を迎えたときに、ビジョンは中長期の戦略を見直しする際に、各々検討・策定されるものである。先に述べたように花王は、企業活動の根底をなす企業理念について、従来の『花王の基本理念』をグローバルな視点で見直し、2004年10月に花王独自の企業文化、企業精神を明示した『花王ウェイ』として策定した。これにはビジョンも含まれている。通常その策定プロセスはボトムアップとトップダウンの2つのケースが想定されるが、今回残念ながら公開情報から判断材料となる情報を入手することはできなかった。ここでは判断を差し控えたい。

5.4 それらの全社組織への浸透と徹底

策定された企業理念やビジョンを効果的に末端組織まで浸透させる方法にはいくつかの手法がある。社内ホームページや配布物、メール等の媒体を通じてアナウンスする、トップマネジメントが自らの言葉で発信する、等が代表的な方法であろう。

残念ながら公開情報から必要な判断材料となる情報を入手することはできなかったため、ここでは判断を差し控えたい。

全体をまとめると、企業理念・ビジョンに関しては、明確に定義されていることから問題はないと考える。他方、経営戦略との関係においては、先に述べたように具体性に欠ける点が課題である。

6 企業成長戦略

6.1 事業展開シナリオ

通常、企業は事業のライフサイクルを見極めながら単一の事業から複数の事業に展開を広げていくことにより持続的な成長を遂げていく。より現実的には、企業の経営者は企業の持続的成長のために、主に次のような点につき検討を重ねることが求められる。

- 企業理念に基づいたビジョンを実現するに当たり、将来何をやらなければならないのか。
- 現状の主力事業が何でありこの事業はいつくらいまで現状の成長を維持することができるのか。
- 現在は主力ではないが将来主力事業になりうる事業はなにか。
- 現状の主力事業の生長期間を見据えた場合、いつごろから主力事業の切り替えを行わなければならないのか。
- 主力事業の切り替えを行う際にはどのようなリソースがどのくらい必要か。
- そのリソースは社内で確保できるのか。

これらの事項について検討を行い、どのような成長の経路をとっていくのかを具体的にシナリオとして取りまとめたものが事業展開シナリオである。ビジョン実現に向けた事業の組み合わせを考え、それを実現していくためのストーリーを明示することをさす。従って、事業展開シナリオの検討の際には、アマゾフの多角化マトリクスや、ボストンコンサルティンググループの事業ポートフォリオ分析、あるいは事業のライフサイクルの考え方等を組み合わせ、多角的な視点からその妥当性を検証し、シナリオ化していくことが求められる。

<過去の事業展開シナリオ>

花王の事業展開シナリオを過去と将来に分けて確認する。

1887 年（明治 20 年）6 月 - 長瀬富郎が日本橋馬喰町に「長瀬商店」を創業（石鹼や輸入文房具などを販売）

1923 年（大正 12 年） - 「吾嬬町工場」（現在の東京工場）操業開始、石鹼の生産に乗り出す

1925 年（大正 14 年） - 「花王石鹼株式会社長瀬商会」設立

1935 年（昭和 10 年） - 吾嬬町工場を独立させ「大日本油脂株式会社」を設立

1940 年（昭和 15 年） - 株式会社鉄興社（現・東ソー）との折半出資で「日本有機株式会社」設立

1946 年（昭和 21 年） - 「花王石鹼株式会社長瀬商会」が「株式会社花王」に改称。

1949 年（昭和 24 年） - 日本有機が旧・「花王石鹼株式会社」に社名変更。一方、花王と大日本油脂が合併し「花王油脂株式会社」となる

1954 年（昭和 29 年） - 花王石鹼と花王油脂が合併し、新・「花王石鹼株式会社」となる

1968 年（昭和 43 年） - ドイツのバイヤスドルフ社との提携により「ニベア花王株式会社」を設立

1976 年（昭和 51 年） - 日本コルゲートパルモリーブとの合併で「花王コルゲートオーラルプロダクツ株式会社」を設立。翌 1977 年より花王のオーラルケア品の販売を開始(社名変更の 1985 年まで)

1985 年（昭和 60 年） - 社名を「花王株式会社」に変更

● 第一期：創業－1970 年

長瀬富郎が 1887 年に花王の前身の洋小間物商「長瀬商店」を創業。馬喰町 2 丁目通称板新道で、アメリカ製の化粧石鹸を中心に国産石鹸や輸入文房具などを販売。戦後は戦後、石鹸・シャンプー・家庭用洗剤だけでなく住宅用洗剤・食器用洗剤等を発売し、また 1964 年からはアジア市場への進出を開始する。

● 第二期：1971 年－現在

1971 年に 5 代目社長の丸田芳郎が就任してから花王は飛躍的な成長を遂げることとなる。この間に「ロリエ」「ビオレ」「メリーズ」「バブ」「アタック」等のヒット商品を数々世に送り出し、また米州・欧州にも進出を果たしている。丸田氏在任中の間に売上高は 661 億円から 6204 億円に、経常利益は 32 億円から 379 億円となり、丸田氏は花王の「中興の祖」と呼ばれている。また 1981 年から 2004 年まで 23 期連続増益を重ねていることは先に述べた。

また、この時期石鹸・シャンプー・家庭用洗剤のみならず、化粧品事業や家庭用食品にも進出している。

<将来の事業展開シナリオ>

花王は 2006 年「中期重点事業目標」を策定して、目標達成のために積極的な事業活動を行っていることは先に述べた。同時にそれが具体性に欠けていることも述べた。事業展開シナリオが企業理念に基づきビジョンを達成するためのシナリオであるとするならば現状の問題点が明確になっており、先に示した事業展開シナリオが備えるべき要件を備えておくことが望ましい。しかしながら、今回の中期重点事業目標それらを読み取ることは難しい。

これまで述べた点を踏まえると、事業展開の方向性は見えるものの、方向性を実現する上での具体性のあるシナリオが見えない点が問題点であると言えよう。

6.2 資源循環

事業展開シナリオを実現していくためには、そのためのリソースが不可欠となる。資源循環はいわば「既存事業あるいは外部調達により得た資源を他の成長が見込まれる事業に他の事業を成長させていくこと」、「このプロセスを継続（＝循環）させていくことで企業を永続的に成長させ続けること」である。ここでいう資源とは、いわゆる人・物・金・情報の経営資源が相当するが、主には金、より具体的には既存事業から得られたフリーキャッシュフローである。ここで花王の資源循環状況を確認する。下図は花王における近年のキャッシュフロー循環状況を表したものである。キャッシュフローを円滑に循環し企業価値向上に結び付けていくためには、次の 4 つの視点でのチェックが必要になる。

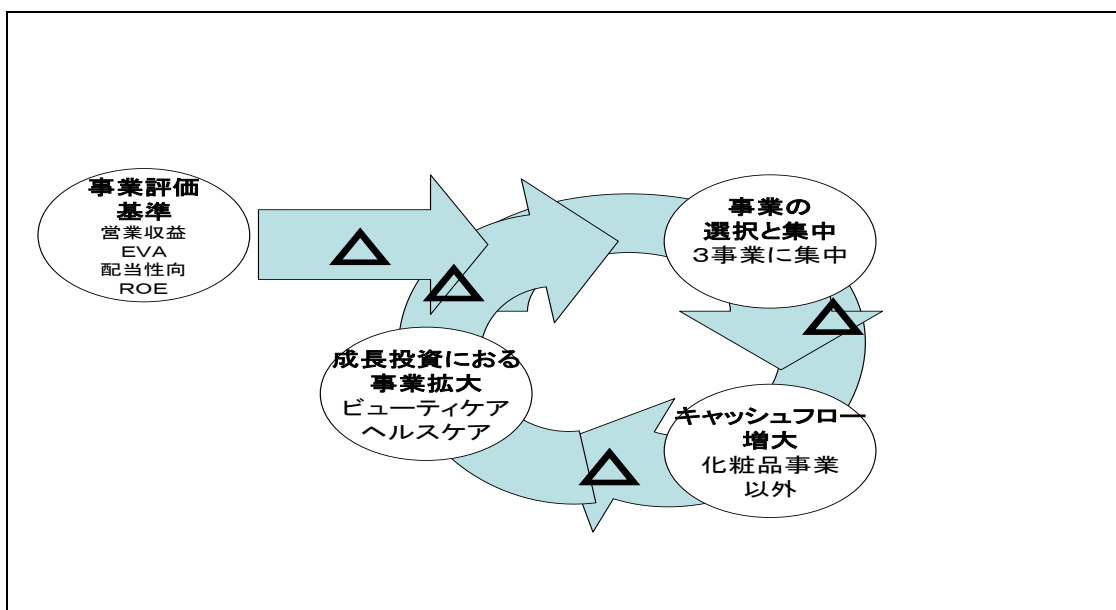
- ① 事業評価基準の有無：資本コストを上回る成長がなければ企業価値の向上はありえない。企業価値向上のためには、事業の状況を的確にモニタリングするための判断指標が明確になっていることが必要不可欠である。
- ② 事業の選択と集中の状況：①に従って選択と集中を行うことがキャッシュを生み出す上での分岐点となる。この選択と集中の判断こそがトップマネジメントの要諦である。
- ③ キャッシュフローの状況：②により選択した事業について必要な策を打ち、キャッシュフローを更に増加させることが求められる。程々のキャッシュではなく、莫大なキャッシュを稼ぐ事業に育て上げることで、次の4の投資機会を更に広げる。
- ④ 成長投資による事業拡大の状況：③までを実行することにより、潤沢にキャッシュフローが創出されることになる。しかし、持続的な企業価値向上を図るためには、新たな投資機会を探索し、この生み出されたキャッシュフローを更に活用することが求められる。即ち、事業レベルでのポートフォリオの概念が必要になってくる。

これらの視点に基づき、同社のキャッシュフロー循環について検証する。まず①についてであるが、「商品の高付加価値化による“利益ある成長”の達成」を掲げており、営業利益がその指標であると推察される。またEVA、ROE、配当性向もそれに当たると考えられる。但し、この事業評価指標に対する具体的な数値は、営業利益を2008年いこう1213億円以上とする、配当性向を40%以上としかされておらず、より事業毎に落とし込んだ具体的な数値を持つ必要があると考える。②はどうであろうか。先述したが、2006年策定した「中期重点事業目標」として次の3つを掲げ、すでに目標達成のために積極的な事業活動を行っている。

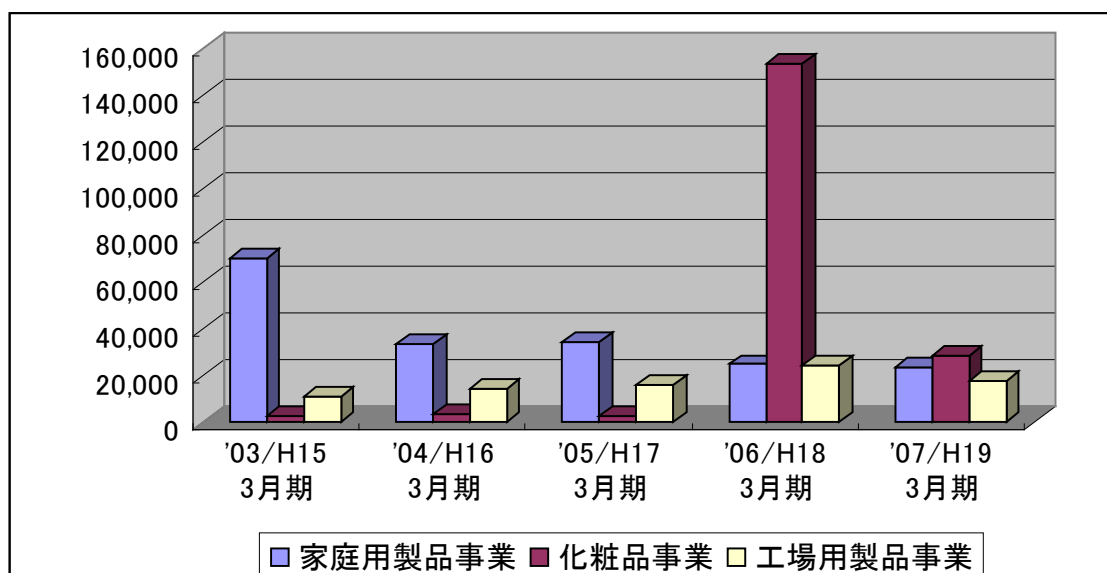
1. ビューティケアとヒューマンヘルスケアの事業領域での成長の加速
2. 基盤事業であるファブリック&ホームケア事業のさらなる強化・発展
3. グローバルに特徴ある強いケミカル事業への注力

しかし、ここには結局全ての事業が重点事業として含まれており、これからはどこに「選択と集中」していくのかは定かではない。また、グローバル展開において、どこに注力していくかも明らかではない。

③については、過去5年間化粧品事業以外については堅調にフリーキャッシュフローを増加させてきた。④についてはどうか。ここでは事業成長機会に対する適切な投資が行われているかどうかのポイントとなる。事業ポートフォリオについては後述するが、下図のとおり化粧品事業に対して特出した資本的支出をおこなっている。しかし、その結果会社全体の収益性等が低下してしまったことから、今後その成長を確実としていくためには、化粧品事業において収益性等を高めていくことが必要である。



セグメント別資本的支出（過去5年）



6.3 戦略資産の蓄積

ここでは戦略資産の概要を確認し、戦略資産の蓄積について述べる。戦略資産とは「過去から現在に渡り事業展開を繰り返してきた中で築かれた自社の競争優位の源泉となる自社独自の資産であり、かつ、将来の事業展開に活用可能な資産」と定義付けられるものである。（2）で触れたリソースがいわゆるフローであるとするれば、戦略資産とはフローであるリソースを投入した結果確立されたストックである。戦略資産とは、読んで字の如く、戦略的な資産、つまり、自社の競争優位の源泉となりうる資産でなければならない、しかも、自社の独自性を持つものでなければならない。創業1887年の花王には、まずその長い歴史で培われた「花王ブランド」がまず戦略資産となりうる。また、それを支えてきた「消

費者起点の企業風土」、「革新的な商品開発能力」、「現場主義のマーケティング力」はいずれも花王の強みであり、戦略資産である。

6.4 企業価値の持続的創造

戦略資産は、蓄積されることで自社の強みとなる。しかし、単なる強みで終わらせるのでは意味がない。今後の事業展開シナリオにいかに関与資産を移転し、蓄積された戦略資産を活用していくかを考えることこそが戦略資産を定義する真の意味である。戦略資産を新たな事業展開に移転していくことで、新たな企業価値が生まれ、企業の永続的な成長が実現すると考える。企業価値の持続的創造を展開する上でのより具体的なポイントとしては、次のような視点を持つことが必要不可欠である。

① 自社の事業ポジションの把握：

現時点における事業の状況を正しく理解し、個別事業に戦略資産が活用できているのかどうかを理解することがスタートポイントである。

② 戦略資産の活用状況の把握と入手経路の確定：

個別の事業において戦略資産が活用できているのかどうか、不足しているものは単なるリソースなのか戦略資産なのか、今後新たに事業を展開しようとするならばどのような資産が新たに必要となるのか、新たに必要となる戦略資産は自社内で蓄積できるのかどうか、自社内で蓄積できないのであればどのような方法でこれを入手するのか、等を見極めなければ、戦略資産の活用は掛け声倒れになってしまう可能性が高い。

③ 実行組織の構築：

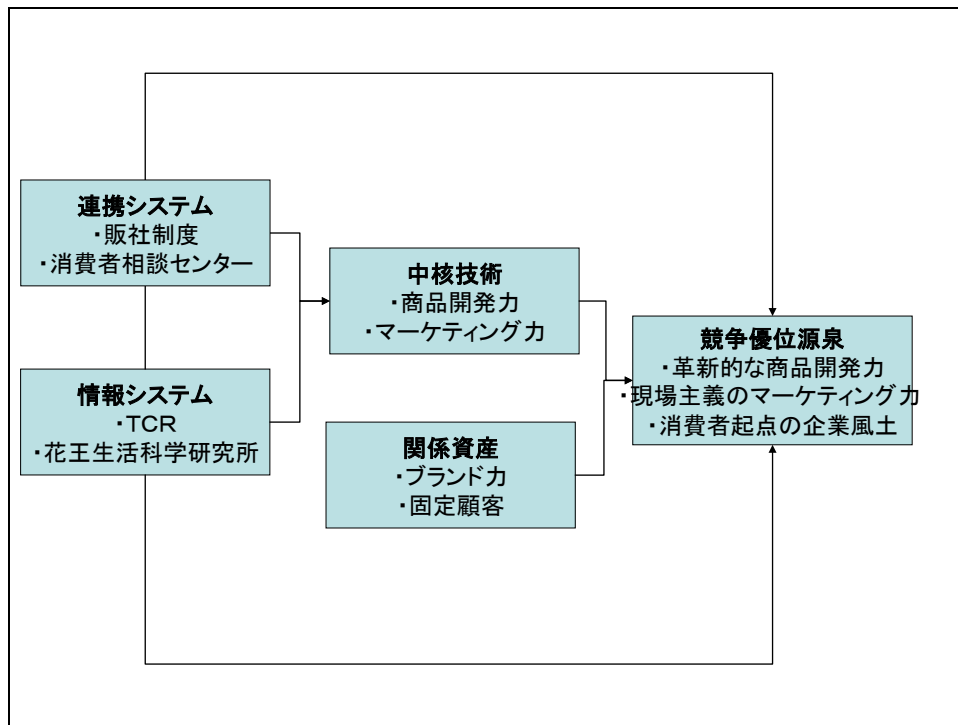
②までは論理的に展開できたとしても、それを実行に移すのは組織であり人である。組織と人には責任と権限がついて回る。M&Aやアライアンス等による戦略資産の入手を行おうとした場合、事業部単位や子会社レベルでは決裁権限がなく実行できない、といったことが生じると②までのプロセスは水泡と帰すことになる。

以上、①、②、③に沿って現在の花王を分析してみると、「中期重点事業目標」より、①については明らかであり、また②については、強みのあるファブリック&ホーム事業は自社内での蓄積、化粧品事業に関してはM&A等でいったように状況を把握した上で入手経路を確定している。さらに③については、それに伴う事業推進体制の改善、事業部門と機能部門の「マトリックス」の一層の強化等から、実行組織の構築にも既に着手しており、問題ないと思われる。

7 戦略資産

7.1 現状で、戦略資産と呼べるもの

現状における花王の戦略資産をまとめると次のようになる。その概要は次の通りである。



7.2 今後の投資で戦略資産と成り得るもの

既に戦略資産と位置づけられるかもしれないが、今後戦略投資と成り得るものとして、①経営哲学と②M&Aノウハウが挙げられる。

①経営哲学

2003年6月、りそなホールディングスの社外取締役役に渡辺正太郎氏が迎えられた。渡辺氏は25年にもわたって花王の役員を勤め上げた人物である。彼には花王時代から、りそなグループに決定的に欠けていた「顧客思考」染み付いている。そこでりそな会長が「コスト意識、品質、サービスなどのあらゆる面」で、花王を参考にして経営再建を図ろうとした。

先にも述べたように、これまでの花王の長い歴史、またその成長を支えてきたのはこの花王の経営哲学にあったということは言うまでもなく、既に戦略資産と位置づけられていると言っても良い。しかし、今後本件のように、花王出身者達が優秀な経営者として社外に輩出されていくことにより、より花王にとっては望ましい経営環境が整っていくという意味において、この経営哲学を今後の戦略資産と考えた。

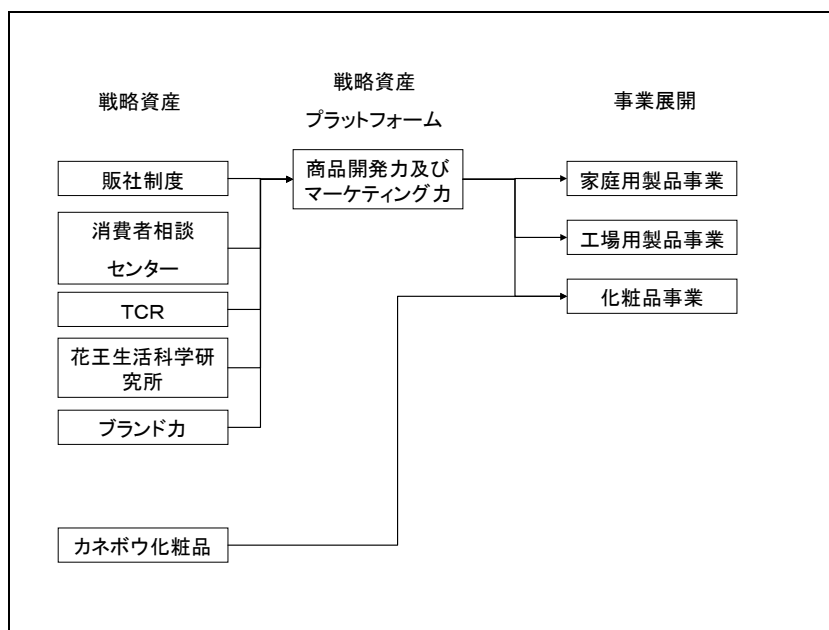
② M&Aノウハウ

2006年カネボウ化粧品を買収した花王であるが、その前にも英国モルトン・ブラウン社を買収しており、積極的にM&Aを推し進めている。カネボウ化粧品は今まで化粧品事業に特化してきたために、その企業文化も花王のそれと全く違うと言われ、こうした企業統合はM&Aで最も難しい点と言われている。また、英国モルトン・ブラウンは海外企業である。日本企業としてこの2つのポストM&Aを成功させ、化粧品事業を軌道に乗せる

ことが出来た場合には、今後その他の事業分野や海外展開する際の大きな戦略資産となりうる。

7.3 戦略資産プラットフォームと事業展開

花王における戦略資産プラットフォームとしては、商品開発力とマーケティング力にある。これら自体は複数の戦略資産から構成される。これらを起点に、家庭用品製品事業、化粧品事業、工場用製品事業に事業展開が行われている。



<問題点・課題>

戦略資産プラットフォームと事業展開における問題点・課題は、この戦略資産プラットフォームが日本国内だけしか通用しないものである可能性が高いことである。例えば現場の声を商品開発に活かすことができる販社制度はその顕著たる例であり、海外展開する際にその国に同様の制度を構築していたら莫大な費用がかかる。また、世界一品質にうるさいといわれる日本の消費者に対し、今まで花王は高付加価値・高品質の商品を提供してきたが、これらの商品が海外においても受け入れられるとは限らない。例えば高品質が故に世界市場でシェアを伸ばすことが出来なかった携帯電話事業はその顕著たる例であろう。日本の消費者に受け入れられるためことを前提とした戦略資産プラットフォームであるが故に、海外事業展開が困難になるというジレンマを有している。

<今後の展開>

花王は既に、商品開発・製造・物流・アフターサービスまで現地販売を除く垂直方向の事業展開は極めてしている。しかし、上記に述べたようにこれは国内であっては戦略資産プラットフォームに乗るものであるが、海外展開困難性があり、地理的な水平展開を阻むものとして存在している。しからば、どのように今後の戦略的資産プラットフォームと事業展開を構築・蓄積すれ

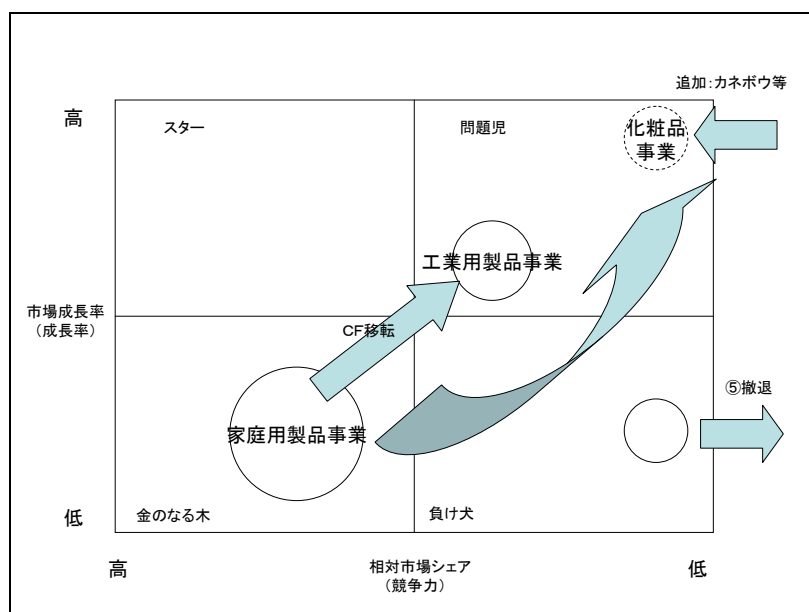
ばよいのであろうか考えていく必要がある。

8 事業ポートフォリオ

8.1 事業ポートフォリオ

花王における事業ポートフォリオを、下記P P Mを用いて説明する。なお、使用データは課題1における事業別セグメント分析をもとにした。横軸の市場シェアは明確なデータがないため過去3カ年の営業利益率(=12.9%)を用い、縦軸の市場成長率は過去3カ年の売上高増収率(=3.9%)(ともにカネボウ買収により数値が著しく高低した2007年除く)を用いた。また円の、円の大きさは過去4カ年平均のF C Fの大きさを示す。

家庭用製品市場に関しては今後も大きな成長は期待できないであろう。しかしながら、ヒューマンヘルスケアの事業等においては、「ヘルシア」、「エコナ」等の新商品の開発により収益機会が期待できることから、営業キャッシュフローの増大は期待できる。工業用製品事業は、現在問題児となっているが、現在家庭用製品事業に続きキャッシュフローを生み出す柱となっていることから、今後は海外での事業展開を含め営業利益率を高めていくことが必要である。化粧品事業については、これまで負け犬であったが、カネボウ等の買収により問題児に格上げされた。今後は営業利益率の向上が絶対的に必要である。



8.2 事業ポートフォリオでのシナジー効果

花王の3つの事業間のシナジー効果について、考察する。基本的に花王の場合全事業において、研究、生産、販売、コーポレートは全て事業ユニットと機能ユニットのマトリックス組織になっており、シナジー効果を生むべく組織が形成されている。そのなかでも特に研究・生産シナジーは過去の例を見ても高いと思われる。また販売においては花王の販社

がケミカル以外に関しては一括して行っており、ここでもシナジーレベルが高いと推察される。

① 家庭用製品事業・工業用製品事業

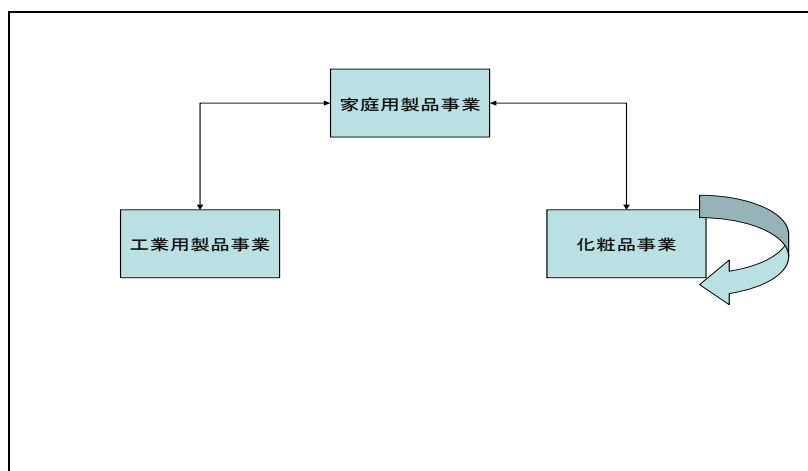
主に製品開発の段階でシナジー効果が高いと思われる。例えばヒューマンヘルスケア事業の「エコナ」はもともと花王が得意としていた工業用製品事業の「油脂科学」の研究から生まれたものである。

② 家庭用製品事業・化粧品事業

ここではマーケティングや販売シナジーが見込まれる。ともにターゲットは主婦層・女性であり、その消費者動向等含めたマーケティングの分野においては家庭世製品と化粧品事業のシナジーが見込まれる。また販売チャネルが百貨店を除くと同じであることから、販売シナジーも見込まれる。

③ 化粧品事業内

カネボウ買収に伴い、化粧品事業は拡大した。その分カネボウ化粧品及び花王の中で、シナジー効果の発揮が見込まれる。例えば、研究段階におけるインフラの共有化、シーズの共有化、生産段階における原材料調達の一元化、マーケティングにおけるメディアの最適化、販売段階における拠点の最適化等シナジーポテンシャルは様々であり、花王は累計コストシナジーを2010年までに100－150億円と見込んでおり、利益創出を果たすとしている。



9 企業戦略策定

9.1 環境分析および自社分析を行って、企業成長戦略分析

(1)外部環境分析

消費財メーカーの競合分析をファイブ・フォース分析すると、以下の通りである。全体的には買い手、売り手の交渉力は強く、既存企業間の競争も激しいことから業界の今日は非常に大きいということが出来る。

消費財メーカーの5F分析

	競争要因の内訳	競争要因
新規参入の脅威	研究開発が一朝一夕ではなされないことから、参入障壁が高いとみなされていたが、近年では異業種での技術を使って新規参入を果たす例が目立つ（富士フィルムの化粧品事業進出等）	技術革新による参入障壁の低下
既存企業間のライバル関係	P & Gやユニリーバといった大手外資消費財メーカー、ライオン・資生堂等国内企業とのとの激しい争い	外資の攻勢 国内企業との争い
代替製品からの圧力	特になし。	
買い手の交渉力	競合との激しい価格争いにより、買い手に選択権が増えている。	ライバル企業との価格競争
売り手の交渉力	原油高に代表されるように、世界的な原材料高で売り手の交渉力は強まっている。	原油価格等の原材料費の高騰

(2)SWOT分析

これに基づき、SWOT分析を行う。

内 部 環 境	強み(Strength)	弱み (Weakness)
	- 長年培われた研究開発力 - メーカーと消費者の距離を縮める販社制度 - 消費者の声を集め研究するシステム（消費者窓口センター等） - ブランド力	- 少子高齢化が進む中で収益の多くを日本事業に依存している - 化粧品事業における収益性の低さ - 花王ブランドが今後力を入れる化粧品事業においては逆にマイナス
外 部 環 境	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	- 日本の景気の回復により価格の下げ止まり - アジアにおけるビューティケアの市場浸透	- 原材料価格の高騰 - 競合（外資・国内）との激しい争い

(3)企業成長戦略の方向性

SWOT分析の結果及びこれまでの分析で明らかになった課題に基づき、花王が採りうる方向性を考察する。

＜強み・弱み・機会・脅威への対応の方向性＞

前節で明らかになった強み・弱み・機会・脅威は同社の企業戦略に大きな影響を及ぼす。これらの影響への対応として、主に4つの方法が考えられる。

① 強みを伸ばす：従来蓄積してきた自社の強みを更に強化する、必要に応じて投資する消費者の価値観や販売チャンネルが多様化する中において、消費者や現場の声を直接商品開発にフィードバックできるシステムを持つ花王は、ここにおいては将来の伸張のチャンスがあると考えられる。

② 弱みを克服する：自社が持つ弱みを認識し、弱みがロックアウトファクターにならないように補強する

カネボウを買収したことにより、化粧品事業において最も必要な「美的センス」とも言うべき戦略資産を取得できた。今後は逆にカネボウブランドを前面に出す、若しくは全く新しいブランドを構築していく必要がある。

③ 機会を活用する：将来にわたり収益に結びつけることができる機会を見極め、自社の強みを活用してビジネスチャンスを取り込む。

日本における景気回復により、消費者の購買意欲が回復し、「高くても売れる」という、高付加価値商品を送り出す花王にとって、好ましい状況になってきた。

同時にアジア市場において、主にビューティケア事業の商品がヒット（アジェンス等）するなどしていることから、この機会を成長に生かすことが必要である。

④ 脅威に備える：来るべき脅威を認識し、強みの活用・弱みの克服・機会の活用を含めつつ脅威に打ち勝つ準備を進める

花王の一つの強みであるTCR（Total Cost Reduction）を徹底し、原材料高を吸収し、逆に競合との価格競争に打ち勝つことが必要である。

9.2 次の手順で企業成長戦略を立案してください。

1 ステップ： 今後3－5年間の企業目標を設定する。企業環境分析と自社分析より、目標としての企業価値指標を設定する。

ここでは、2008年度から2010年度までの3年間を対象期間として設定する。企業価値指標としては、花王が他社に先駆けて導入したEVAとする。

2 ステップ： 上の目標の下に戦略案選択基準を設定する

戦略オプションをスクリーニングするための選択基準として、次の9点を設定する。

- 1) 市場成長性：市場は成長が期待できるか？
- 2) 競争度：戦略オプションを実施する上での競合の状況はどうか。参入障壁はどうか。
- 3) 競争優位度：戦略オプション実施後期待できる競争優位度は。
- 4) 理念・ビジョンとの適合度：企業理念、ビジョン実現に資するオプションであるか。
- 5) 戦略資産の活用度：自社の強みである戦略資産を活用できるか。
- 6) 期待収益改善度：当面の課題である収益改善がどの程度期待できるか。
- 7) 実行能力：5)を活用してオプションを遂行するケイパビリティは十分にあるのか。
- 8) 実行タイミング：自社や外部環境と照らし合わせた上でタイミングは適切であるか。

9) シナジー効果：オプション実行後に事業間シナジーがどの程度期待できるのか。

3 ステップ： 選択対象になる複数戦略案を立案する

ここでは、前節で見た外部環境・内部環境分析から導き出された企業成長戦略の方向性をベースとして、企業成長戦略のオプション案を下記の通り抽出する。

- 1) オプション1：家庭用製品事業のCF増加
- 2) オプション2：工業用製品事業の収益性強化
- 3) オプション2：化粧品事業の収益性改善戦略
- 4) オプション2：アジア市場のさらなる市場浸透戦略

4 ステップ： それぞれの選択案ごとに、定性選択基準をもとにスクリーニングを行う

戦略案	成長性	競争度	企業理念	戦略資産蓄積	事業運営能力	コスト優位性	差別化	シナジー	平均
家庭用製品事業	3	5	5	5	5	5	5	5	4.8
工業用製品事業	4	4	4	5	4	4	3	4	4.0
化粧品事業	4	3	5	5	4	4	3	5	4.1
アジア市場	5	4	5	5	4	4	5	4	4.5

一次スクリーニングの結果として、ここでは上位2つの戦略を採用することとする。

5 ステップ： スクリーニングで残った選択案を財務諸表分析をもとに今後3～5年の企業価値シミュレーションを行う。P/Lの収益性、成長性の指標も用いる。さらに必要に応じて連結レベルとセグメントごとに行う。

(1) 前提条件

- ・ 予測期間：2008年から2010年までの3ヵ年とした。
- ・ 売上予測成長率：過去3年間の平均成長率
- ・ 営業利益率：過去3年間の平均利益率

(2) 企業価値シミュレーション結果

企業価値シミュレーション結果は以下の通りである。

オプション1：家庭用製品事業強化

	算出式・条件	2008.3	2009.3	2010.3
売上高	2007.3に売上高増収率(3.58)をかける	729,237	755,344	782,385
営業利益率	過去3年平均(13.29)で一定	13%	13%	13%
資本的支出	過去3年平均資本的支出	27742	27742	27742
営業利益	売上高×営業利益率	96916	100385	103979
資産	過去3年平均資産	436771	436771	436771
原価償却費	過去3年平均減価償却費	42726	42726	42726
NOPAT	営業利益×(1-実効税率42%)	56211	58223	60308
ROIC	NOPAT/資産	13%	13%	14%
営業CF	NOPAT+資本的支出	83953	85965	88049
営業CFマージン	営業CF/売上高	12%	11%	11%
WACC	2007.3で一定	0.03	0.03	0.03
EVA	NOPAT-資産×WACC	43326	45339	47423

オプション2：アジア市場強化

	算出式・条件	2008.3	2009.3	2010.3
売上高	2007.3売上高に過去平均増収率(7.68)をかける	135,665	146,084	157,303
営業利益率	過去3年平均(3.35)で一定	3%	3%	3%
資本的支出	2007.3資本的支出×アジア事業売上高割合(10%)	7014	7014	7014
営業利益	売上高×営業利益率	4545	4894	5270
資産	過去3年平均資産	104656	104656	104656
原価償却費	原価償却費 前年+前年資本的支出×0.9/20	631	631	631
NOPAT	営業利益×(1-実効税率42%)	2636	2838	3056
ROIC	NOPAT/資産	3%	3%	3%
営業CF	NOPAT+資本的支出	9650	9852	10070
営業CFマージン	営業CF/売上高	7%	7%	6%
WACC	2007.3で一定	0.03	0.03	0.03
EVA	NOPAT-資産×WACC	-451	-249	-31

6 ステップ： 上の業績数値の比較検討を行い、特定案を選択する

上記シミュレーションの結果より、花王が選択すべきは家庭用品事業の更なる強化ということになる。しかしながら、アジア事業の前提条件の資本的支出の算定根拠が曖昧であるということ、かつそれを一定継続投資ということとしているため、算出されたEVAはマイナスであるが、その投資額によって大きく改善する可能性がある。また、市場成長が大幅に見込まれる中において、現在の算定根拠においてもEVAは改善に向かっていることもあるため、オプション2もやはり捨てがたいオプションであるといえる。

以上

付属資料 5：企業戦略分析

(出所：高村 健一 「経営戦略応用研究 期末レポート キリンホールディングス」 2009 年 10 月 26 日)

キリンホールディングス株式会社 (2005)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

1.1.1 会社概要

キリンホールディングス株式会社の会社概要は以下の通りである。キリンホールディングスは 2007 年 7 月 1 日に持株会社制に移行したことに伴い、「麒麟麦酒株式会社」より商号が変更してできた純粋持株会社である。

商号 キリンホールディングス株式会社 Kirin Holdings Company, Limited

設立 1907 年(明治 40 年)2 月 23 日

本社所在地 〒104-8288 東京都中央区新川 2-10-1

代表取締役社長 加藤 壹康 (かとう かずやす)

資本金 102,045,793,357 円

売上高 2,303,569 百万円

(2008 年 12 月期キリンホールディングス連結業績)

主な事業 グループの経営戦略・経営管理ならびに専門サービスの提供

従業員数 263 人

(キリンホールディングス連結従業員数：36,554 人 (2008.12.31 現在))

1.1.2 主要なグループ会社

以下、キリンホールディングス傘下の主要なグループ会社の概要を示す。

1.1.2.1 キリンビール株式会社

キリングループ国内酒類事業の中核となる事業会社。ビール・発泡酒・新ジャンル（第 3 のビール）をはじめ、チューハイ・洋酒・焼酎・中国酒や、メルシャン社ワインなど総合酒類の豊富なラインアップを揃えている。

商号 麒麟麦酒株式会社 Kirin Brewery Company, Limited

資本金 300 億円

株主 キリンホールディングス株式会社 (出資比率 100%)

主な事業 酒類の製造・販売

従業員数 3,501 名（受入出向者含む）（2008 年 12 月末日現在）

1.1.2.2 メルシャン株式会社

日本最初のワイン会社「大日本山梨葡萄会社」（1877 年創立）を源流とし、1934 年に昭和酒造株式会社として設立。数回の社名変更を経て、1990 年にメルシャン株式会社となる。ワインのリーディングカンパニーとして、国産ワインで存在感を示してきた。2006 年に麒麟ビール（現：麒麟ホールディングス）の連結子会社となる。

商号	メルシャン株式会社/Mercian Corporation
資本金	209 億 7,293 万円（2008 年 12 月 31 日現在）
株主	麒麟ホールディングス株式会社（出資比率 50.12%）
主な事業	ワイン、加工用酒類、医薬・化学品、飼料の製造・販売
従業員	849 名（2008 年 12 月 31 日現在－単独）
売上高	927 億円（2008 年 12 月期）

1.1.2.3 キリンビバレッジ株式会社

1963 年、清涼飲料市場の開拓を目的に「自動販売サービス株式会社」設立。2 度の社名変更を経て、1991 年に「キリンビバレッジ株式会社」となり、商品企画から研究開発、製造、販売までを一貫して行う総合清涼飲料メーカーである。2006 年に上場廃止。

商号	キリンビバレッジ株式会社 Kirin Beverage Company, Limited
設立	昭和 38 年 4 月
資本金	84 億 1,650 万円
株主	麒麟ホールディングス株式会社（出資比率 100%）
事業内容	清涼飲料の製造および販売
従業員数	連結：4,658 名 単体：1,580 名（2008 年 12 月 31 日現在）

1.1.2.4 協和発酵キリン

医療用医薬品の製造・販売を行う事業持株会社。医薬事業を核として、バイオケミカル事業、化学品事業、食品事業などを協和発酵キリングループとして展開している。2008 年に協和発酵株式会社とキリンファーマ株式会社の合併により、商号変更。

商号	協和発酵キリン株式会社
資本金	26,745 百万円（2009 年 3 月 31 日現在）
株主	麒麟ホールディングス株式会社（出資比率 50.8%）
従業員数	7,256 人（連結ベース、2009 年 3 月 31 日現在）
売上高	4602 億円（2009 年 3 月期）

1.1.2.5 ナショナルフーズ

100年以上の歴史をもつオーストラリア最大手の乳製品・果汁飲料会社である。オーストラリアでの圧倒的基盤とともに、ニュージーランド、マレーシア、インドネシアにも製造拠点を広げ、キリンググループの重点地域であるアジア・オセアニアでの事業拡大に貢献している。

商号	ナショナルフーズ社 National Foods Limited
設立	1991 年
所在地	オーストラリア ビクトリア州 メルボルン市
資本金	552,390 千豪ドル
株主	キリンホールディングス株式会社（出資比率 100%）
事業内容	牛乳・乳飲料事業、ヨーグルト・デザート事業、果汁飲料事業等
従業員数	約 3,500 人
売上高	約 20 億豪ドル（2007 年 12 月期）

1.1.2.6 国際酒類関連会社

キリンググループ長期経営構想「KV2015」では、2015 年に売上高の海外比率 30%実現を目指しており、海外で総合酒類事業を展開している。アジア・オセアニア地域を重点市場と位置づけ、オセアニアでは豪ライオンネイサン社、アジアではフィリピンのサンミゲルビールを傘下におさめている。また、中国では上海に拠点を置く麒麟（中国）投資有限公司を核に、各地域の特性に合わせた事業を展開している。

1.1.3 会社沿革

キリンググループの主な沿革は以下の通りである。

1870 (明治 3) 年 W.コーブランド、横浜山手にスプリングバレー・ブルワリーを開設
 1885 (明治 18) 年 在留外国人が発起人となり、ジャパン・ブルワリー・カンパニー
 (以下 JBC) 設立
 1888 (明治 21) 年 JBC、明治屋の磯野計と一手販売契約を締結。
 「麒麟ビール」の名称で発売
 1899 (明治 32) 年 JBC、ザ・ジャパン・ブルワリー・カンパニー (JBC) に改組
 1907 (明治 40) 年 麒麟麦酒株式会社創立、JBC の事業を継承
 1928 (昭和 3) 年 横浜工場に清涼飲料工場完成
 「麒麟レモン」、「麒麟シトロン」、「麒麟サイダー」発売
 1954 (昭和 29) 年 ビール出荷量の市場シェアが業界トップとなる
 1963 (昭和 38) 年 自動販売サービス (株) (現・麒麟ビバレッジ (株)) を設立
 1966 (昭和 41) 年 ビールの年間市場シェアが 50%を越える
 1972 (昭和 47) 年 キリン・シーグラム (株) (現・キリンディスティラリー (株)) 設
 立
 ビールの年間市場シェアが 60%を越える
 1976 (昭和 51) 年 小岩井農牧社との共同出資で小岩井乳業 (株) を設立
 1982 (昭和 57) 年 売上げ 1 兆円を突破
 1986 (昭和 61) 年 「麒麟 午後の紅茶」発売、(株) 横浜アリーナ設立
 1988 (昭和 63) 年 自社ブランド「麒麟ワインクラブ」でワイン市場に参入
 1990 (平成 2) 年 「麒麟一番搾り生ビール」発売
 1992 (平成 4) 年 グループ経営システムを導入
 1996 (平成 8) 年 中国で麒麟ビールの現地生産を開始
 1998 (平成 10) 年 「麒麟 淡麗<生>」(発泡酒) 発売、ライオンネイサン社に資本参加
 1999 (平成 11) 年 「麒麟・グループ・ビジョン 21 (KG21)」を発表
 2001 (平成 13) 年 「新麒麟宣言」を発表
 2002 (平成 14) 年 サンミゲル社 (フィリピン) に資本参加
 武田薬品工業 (株) と合併で武田麒麟食品 (株) 設立
 2003 (平成 15) 年 取締役会の機能強化と執行役員制導入
 2005 (平成 17) 年 「麒麟 のどごし<生>」(第 3 のビール) 発売
 2006 (平成 18) 年 キリングループ長期経営構想「KV2015」を発表
 メルシャンを連結子会社化
 2007 (平成 19) 年 創立 100 周年 純粋持株会社制導入に伴い会社分割、麒麟ホール
 ディングス (株) に商号変更
 サントリー社と資材調達について協力開始
 2008 (平成 20) 年 協和発酵工業社を連結子会社化、「協和発酵麒麟」が発足
 ナショナルフーズ社が、オーストラリア第 2 位の乳業事業会社であ
 るデアリーファーマーズ社との全株式売買契約に同意
 2009 (平成 21) 年 フィリピン・サンミゲル社のビール事業会社の株式取得
 オーストラリア、ライオンネイサン社の完全子会社化

1.2 業績分析

麒麟ホールディングス（以下：麒麟）の業績分析を行うにあたり、国内食品大手で、ビール系飲料トップの座を争うアサヒビール株式会社（以下：アサヒ）と比較することによって、麒麟の優位性や問題点を明らかにしていく。

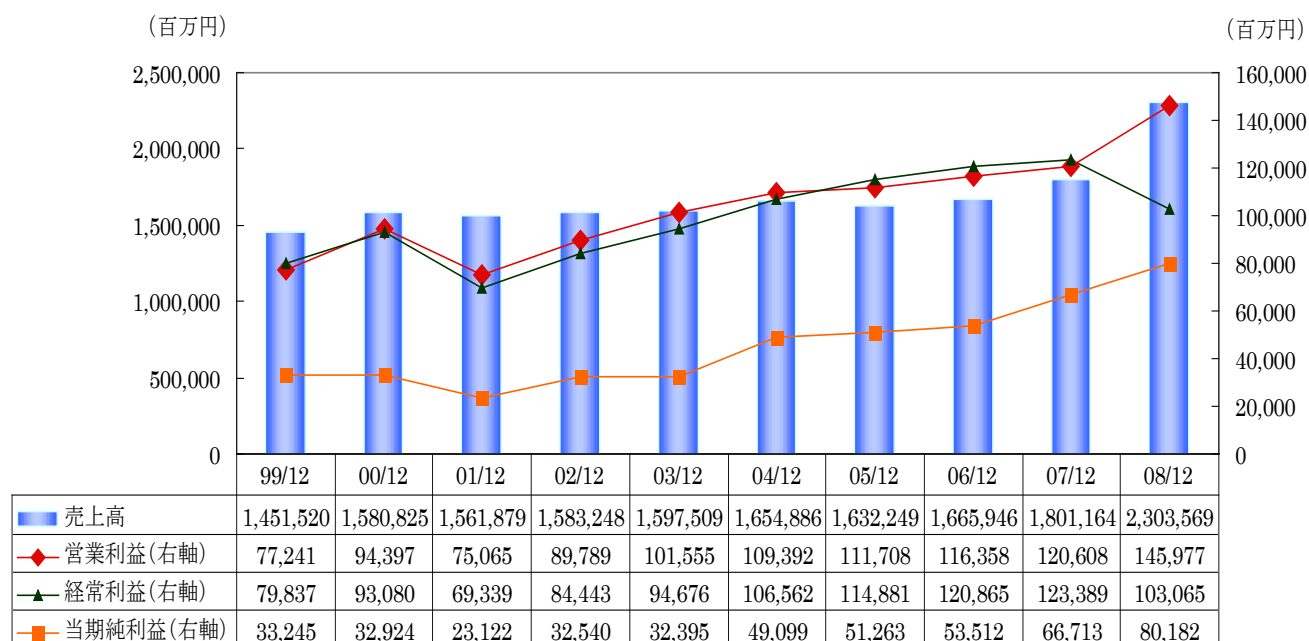
アサヒビール株式会社 概要

商号	アサヒビール株式会社 ASAHI BREWERIES, LTD.
設立	1949 年(昭和 24 年)9 月 1 日
本社所在地	〒130-8602 東京都墨田区吾妻橋 1-23-1
代表取締役社長	荻田 伍
資本金	182,531 百万円 (2008 年 12 月 31 日現在)
売上高	1,019,613 百万円 (2008 年 12 月期)
従業員数	3,713 人 (2008 年 12 月 31 日現在)

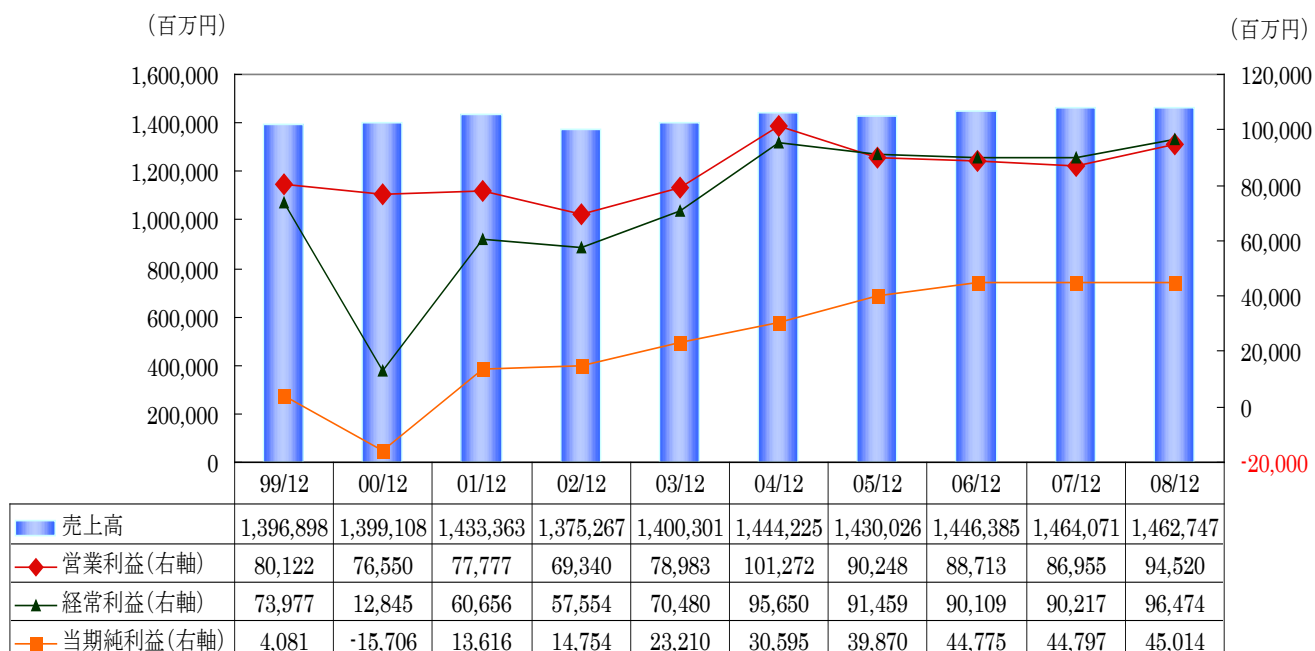
1.2.1 業績概要

麒麟とアサヒの過去 10 年の売上高と利益の推移は以下の通りである。麒麟は 2002 年以降、順調に売上高、利益を伸ばしているのに対し、アサヒは横ばいで推移している。

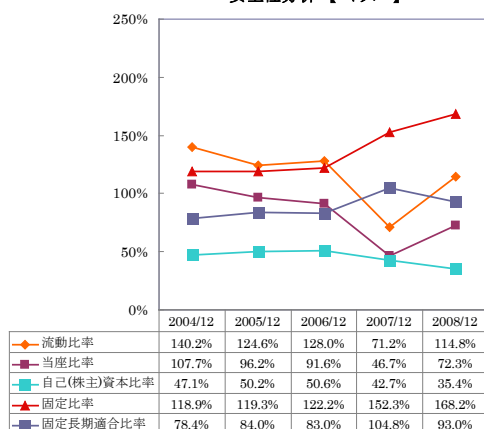
(資料 1.2.1.1) 麒麟ホールディングス業績推移



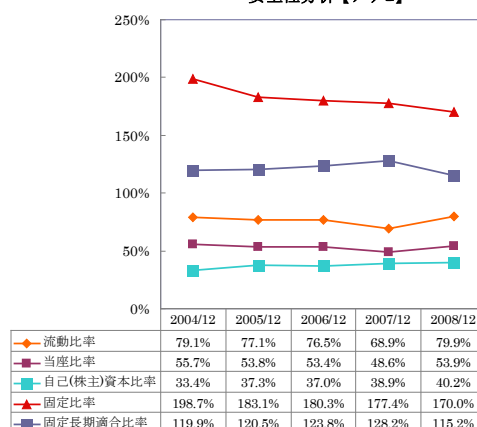
(資料 1.2.1.2) アサヒビール業績推移



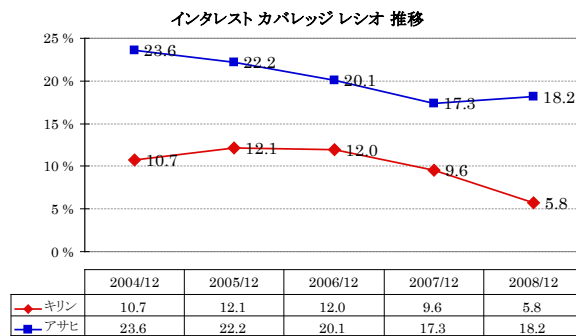
安全性分析【キリン】



安全性分析【アサヒ】



流動比率、当座比率ともに、企業の短期的な支払能力を測る指標であり、一般的には流動比率は 200%以上、当座比率は 100%以上が望ましいといわれている。キリン、アサヒともに望ましい水準を超えてはいないものの、流動比率は 100%を超えており、危険視するレベルではない。固定比率、固定長期適合率は長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する比率であり、一般的に固定比率は 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が望ましいといわれている。キリンは積極的な M&A を実行するための資金を主に負債調達によって賄っているため、同指標は悪化傾向にある。自己資本比率は、調達資金の安定性を測る指標で、自己資本（純資産）は返済義務のない資本なので、この比率が高いほど資金の安定性が高い。両社は、日本の全業種平均の 40% とほぼ同等の水準である。

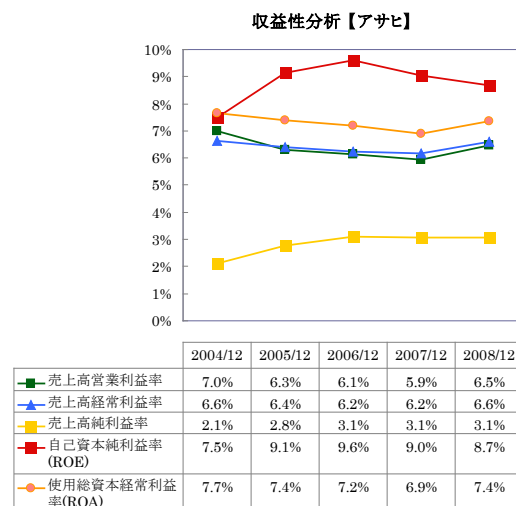
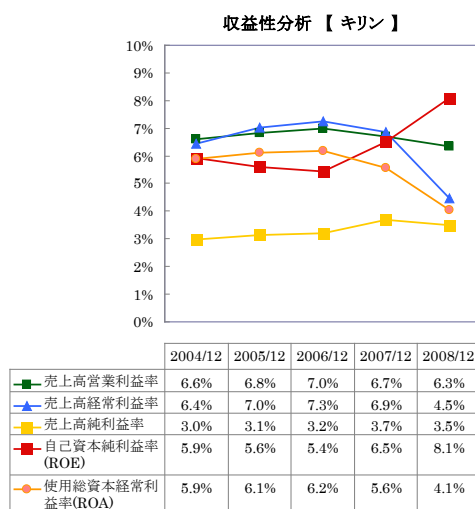
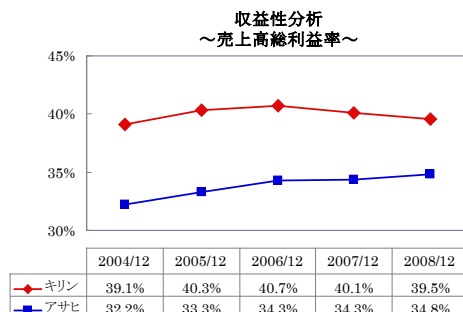


インタレストカバレッジレシオ（ICR）は利息支払い前の利益が支払利息の何倍あるかを表す。キリンは、積極的に負債調達をしているため（財務レバレッジを高めている）、利息負担が膨らみ、同指標は低下傾向にあるが、問題視する水準ではない。長期債務の返済能力を表す格付会社による財務格付は安定した業績と財務の健全性を反映して、高いレベルにある。

（資料）キリン・アサヒ長期債務格付比較

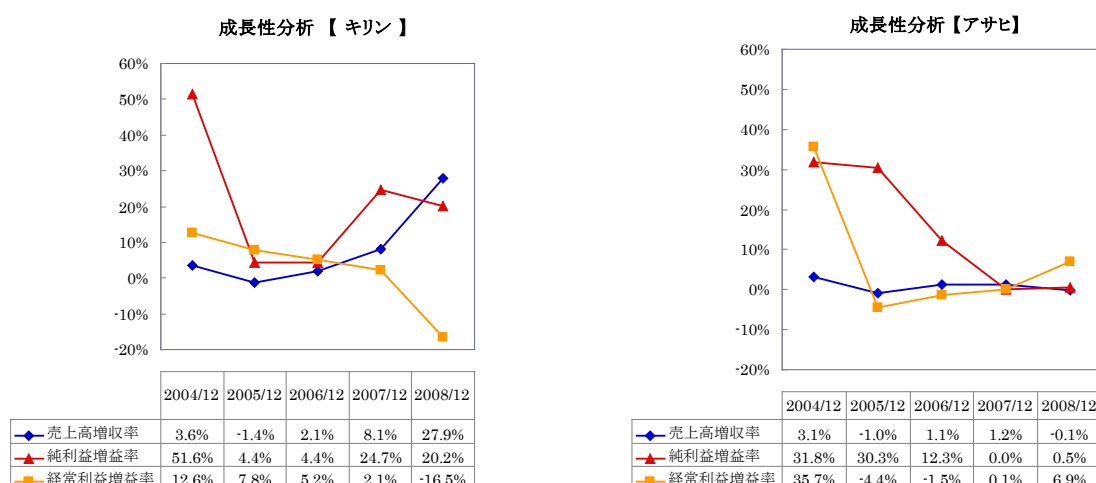
	Moody's	R&I	JCR
キリン	A2	AA-	
アサヒ	—	A+	AA-（2009年10月21日現在）

1.2.2.2 収益性



売上高総利益率について、キリンは利益率の高い医薬事業の規模が大きいため、アサヒよりも優位になっている。また、両社とも原材料価格（コーン・大麦・原油等）の上昇を受けて、売上高総利益は低下傾向にある。その他の収益性を示す指標では、過去5年で見るとアサヒの方が優位であるといえる。キリンは、積極的な M&A により売上、利益ともに伸ばしているが、買収に伴うのれんの償却や負債調達による支払利息の増加が利益率を低下させる要因となっている。

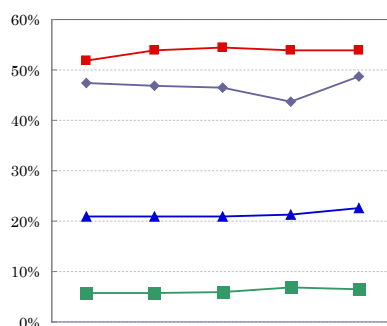
1.2.2.3 成長性



アサヒの成長性が横ばいであるのに対し、キリンは売上高増収率、純利益増益率において、順調に成長している。2008年12月期は、豪州ナショナルフーズ社及び協和発酵キリンの連結や海外酒類事業の好調によって売上高が増加した。また、純利益については、協和発酵工業社とキリンファーマ社との株式交換により発生した特別利益等により増加した。一方、キリンの経常利益増益率はマイナスとなっている。これは積極的な M&A をするための資金を負債調達（社債発行・借入）したこととともない、支払利息が大幅に増加したことと、対豪ドルの急激な円高による為替差損の発生によるものである。

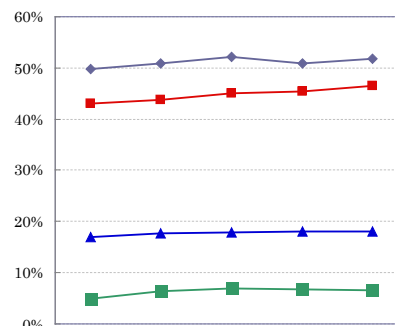
1.2.2.4 生産性

生産性分析 1 【麒麟】



	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
使用総資本投資効率	47.5%	46.8%	46.5%	43.8%	48.7%
売上高付加価値率	51.8%	53.9%	54.5%	53.9%	53.8%
労働分配率	20.8%	21.0%	20.9%	21.3%	22.5%
自己(株主)資本分配率	5.7%	5.8%	5.9%	6.9%	6.5%

生産性分析 1 【アサヒ】

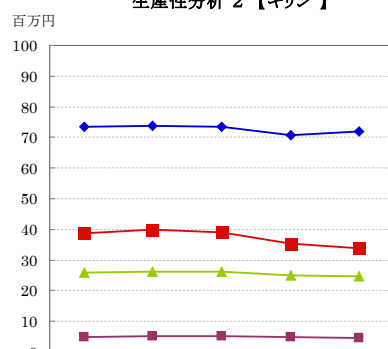


	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
使用総資本投資効率	49.8%	50.8%	52.1%	50.9%	51.8%
売上高付加価値率	43.0%	43.9%	45.1%	45.4%	46.4%
労働分配率	17.0%	17.7%	17.8%	18.1%	18.0%
自己(株主)資本分配率	4.9%	6.4%	6.9%	6.7%	6.6%

総資本もしくは売上高と、そこから生み出された付加価値の割合が使用総資本投資効率 と売上高付加価値率 である。使用総資本投資効率においてはアサヒが優位となっており、アサヒの方がより効率的に生産設備等を活用していることが伺える。

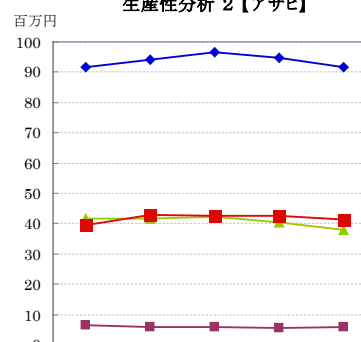
労働分配率（人件費/付加価値）と 自己資本分配率（当期純利益/付加価値）を比較すると、どちらも麒麟の方が優位である。麒麟はアサヒに比べて、賃金が高いため労働分配率は麒麟の方が高い。

生産性分析 2 【麒麟】



	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
一人あたり売上高	73.5	73.8	73.4	70.8	71.9
一人あたり営業利益	4.9	5.0	5.1	4.7	4.6
労働生産性	26.0	26.3	26.1	25.0	24.7
労働生産性	38.7	39.8	38.9	35.2	33.9

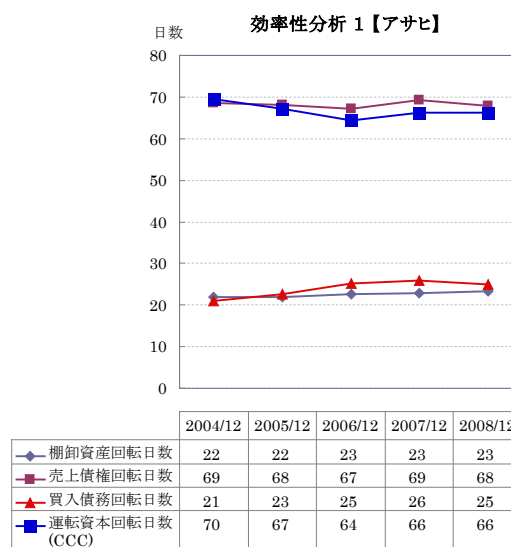
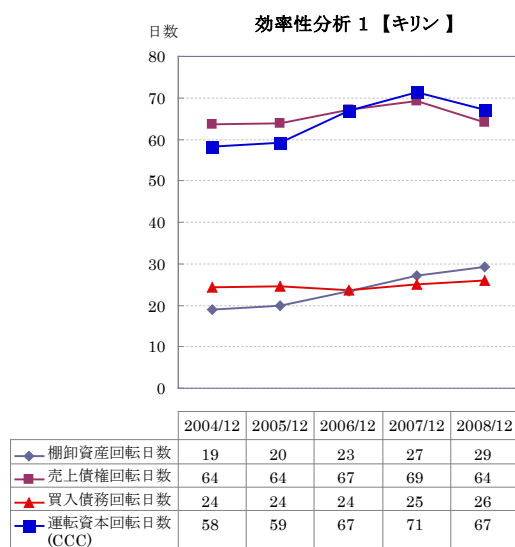
生産性分析 2 【アサヒ】



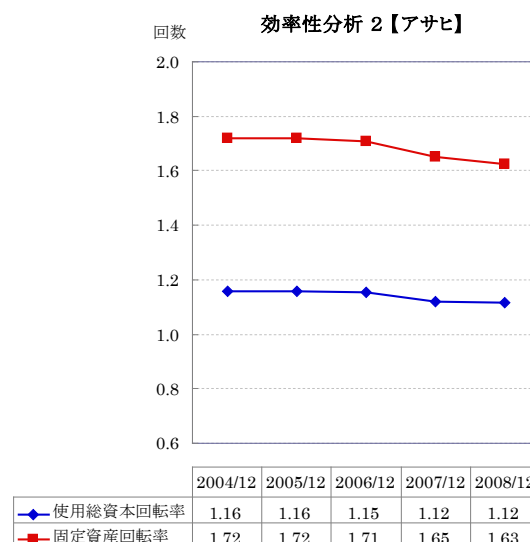
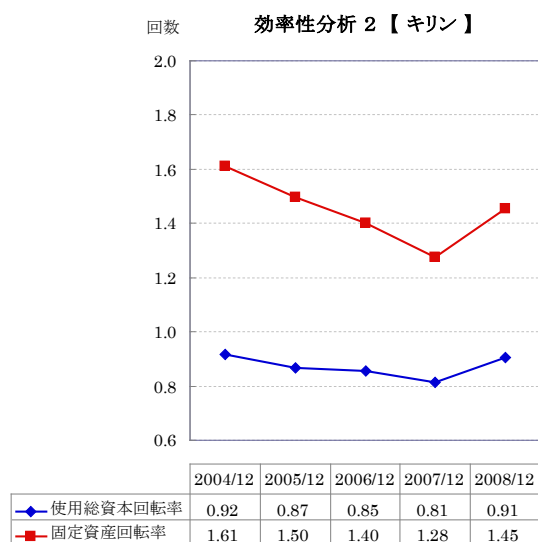
	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
一人あたり売上高	91.7	94.1	96.6	94.8	91.5
一人あたり営業利益	6.4	5.9	5.9	5.6	5.9
労働生産性	41.7	41.7	42.4	40.3	38.0
労働生産性	39.4	42.8	42.7	42.6	41.5

全社レベルで生産性を比較した場合、アサヒは麒麟に比べ効率的に生産・営業活動をしていることが示されている。麒麟は、海外 M&A で事業拡大を狙う際には、従業員一人当たりの生産性も考慮すべきである。

1.2.2.5 効率性



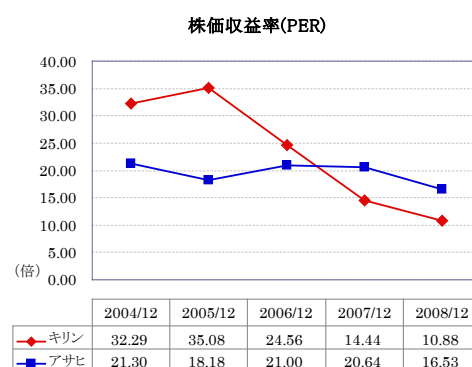
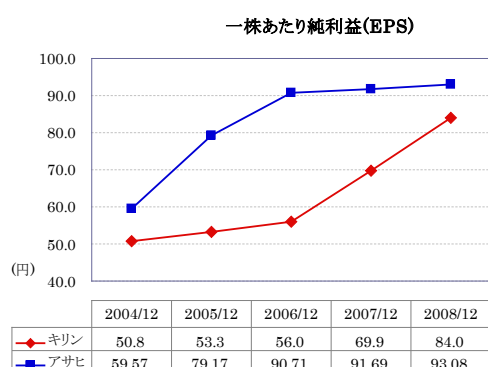
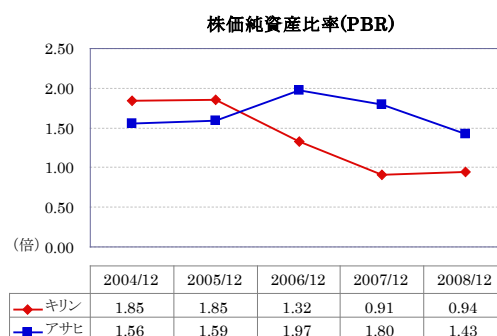
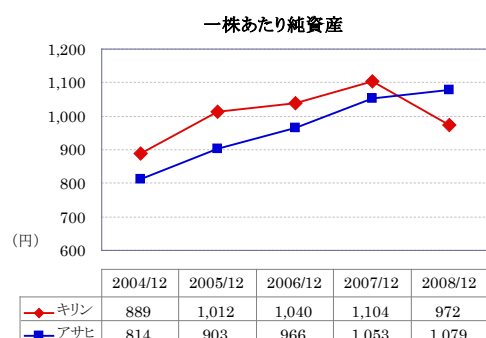
仕入れから販売、回収に至るビジネスサイクルを、一定期間内に何回繰り返したか測定して事業の効率性を評価したのが、効率性分析 1 である。これらを比較すると、麒麟とアサヒは同程度で大きな差は無い。



使用総資本回転率（売上高/総資本）と 固定資産回転率（売上高/固定資産）は、それぞれの資産をどれだけ有効に使って売上を達成したかを示す指標である。生産性と同様に、アサヒの方が優位である。

1.2.2.6 その他分析

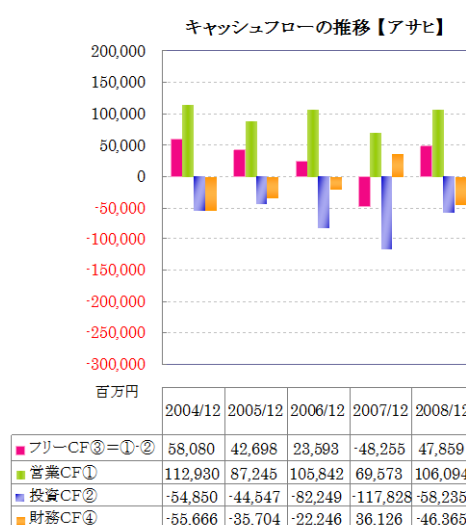
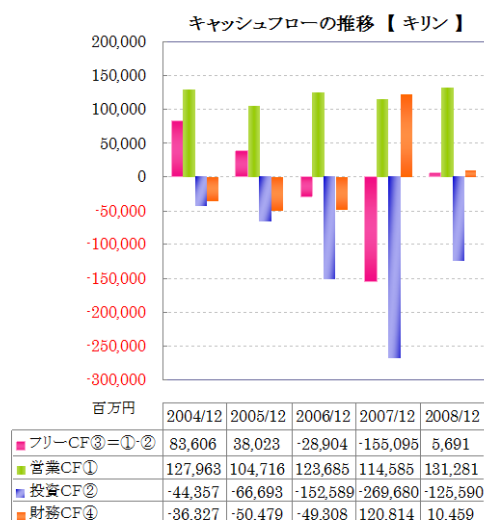
株式投資家の視点から、キリンとアサヒを比較する。一株あたり純資産（＝純資産／株式の期中平均発行済株式数）と 一株あたり純利益（EPS＝当期純利益／株式の期中平均発行済株式数）は、共に一株あたりの投資効率を測る指標である。



一株当たりの純資産や純利益は両社とも近年改善傾向にあるが、アサヒの方が優位である。株式投資家は PER や PBR 等の指標や定性情報を勘案して、株式投資の意思決定をするため、キリンは資本性策を含め検討策を講じなければならない。

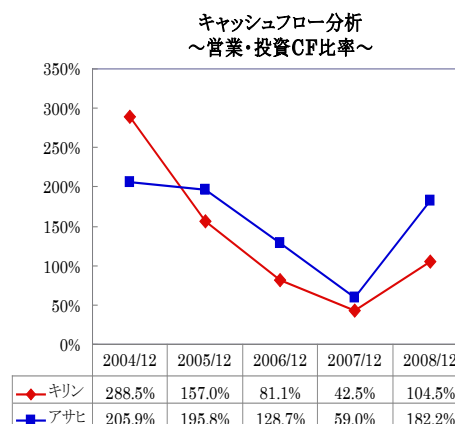
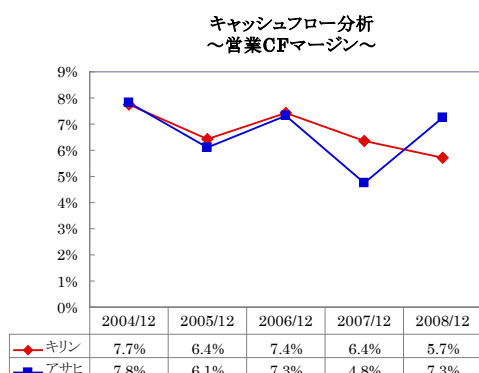
1.2.2.7 キャッシュフロー分析

次にキャッシュフローについて、両社を比較する。



両社とも営業キャッシュフローを安定的に獲得しているが、キリンの方が、金額が大きく、年々成長しており、評価できるだろう。両社の差が特に出ているのが投資キャッシュフローと財務キャッシュフローである。キリンは、近年積極的な M&A をしているため、投資キャッシュフローが大幅なマイナスになっている。そして、投資資金の調達を負債によって賄っているため、財務キャッシュフローはプラスの状態が続いている。一方、アサヒは、財務キャッシュフローはマイナスの年が多く、負債返済により財務体質を強化していることが分かる。

上記のキャッシュフローの状況を踏まえ、以下の 2 つの指標で分析する。営業キャッシュフローマージン は、売上高に対する営業キャッシュフローの割合を示しており、キャッシュフローの収益性を表している。営業 CF 投資 CF 比率 は、営業キャッシュフローが投資をどれだけカバーしているかを見る指標である。算出結果は以下のとおりである。

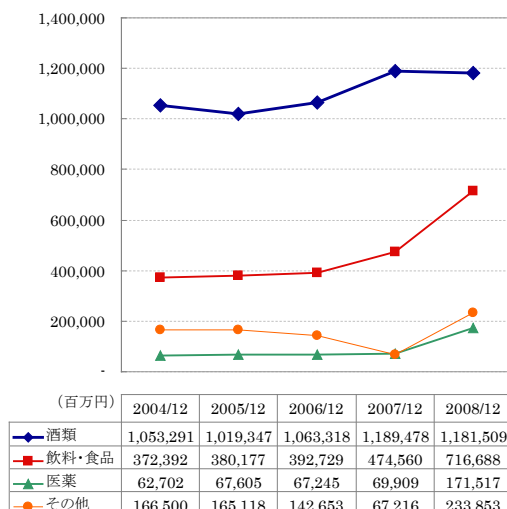


営業 CF マージンについては両社とも安定しているが、2007 年、2008 年と麒麟の水準は低下傾向にある。M&A によって売上高は順調に伸びているが、収益率やキャッシュフローマージンの水準が低下しており、投資先企業（事業）の収益性の強化が求められる。営業 CF・投資 CF 比率について、麒麟は 2006 年と 2007 年に 100%を切っているが、2008 年にはプラスに転じている。麒麟は近年、積極的な投資をしているが、営業キャッシュフローの水準を踏まえて無理の無い水準で行っていることがわかる。

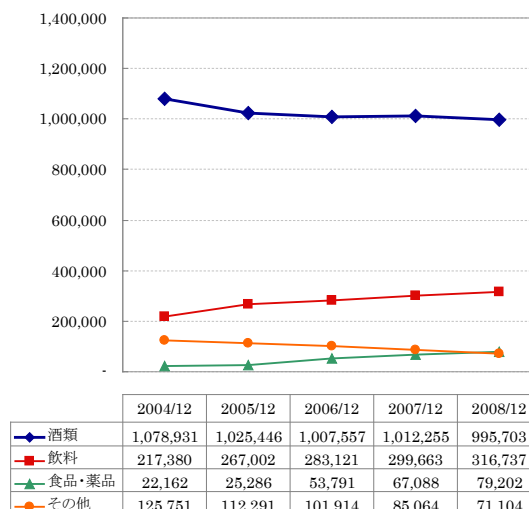
1.2.2.8 事業セグメント別分析

1.2.2.8.1 事業セグメント別売上

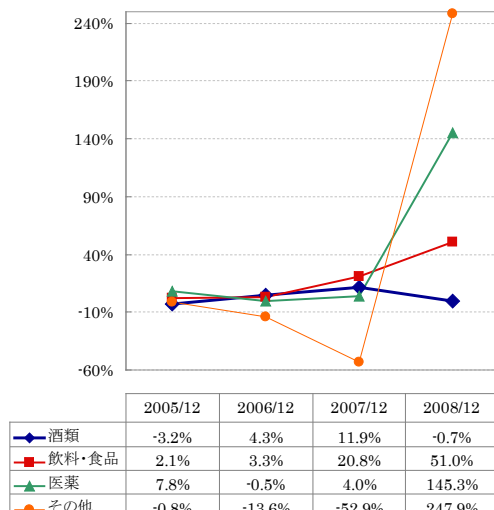
事業セグメント別 売上高 【麒麟】



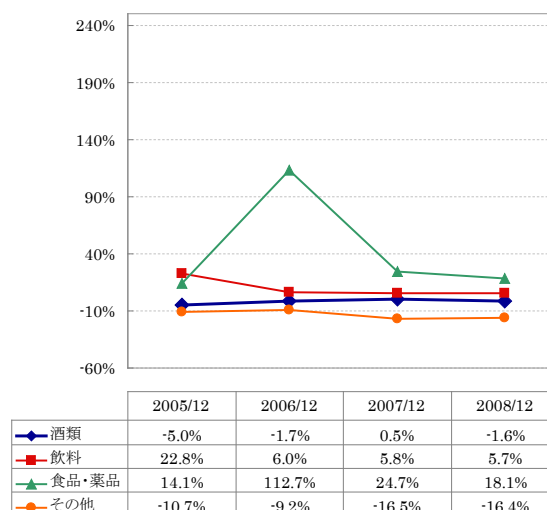
事業セグメント別 売上高 【アサヒ】



事業セグメント別 売上高増収率 【麒麟】



事業セグメント別 売上高増収率 【アサヒ】

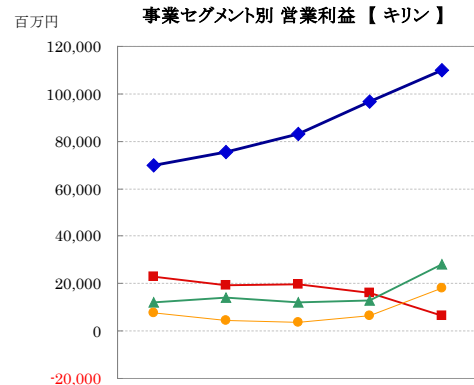


事業セグメント別の売上高を比較すると、アサヒは酒類事業が占める割合が大きいのに対し、麒麟は、飲料・食品・その他事業についても売上を伸ばしている。特に伸びが大きいのが飲料・食品部門で、2008 年に豪ナショナルフーズ社を傘下に収めたことが寄与し

ている。また、協和発酵を子会社化したことにより、医薬事業・その他事業（バイオケミカル事業）も大きく伸びている。酒類中心の事業ポートフォリオから、「総合酒類・食品メーカー」へ成長していることが伺える。

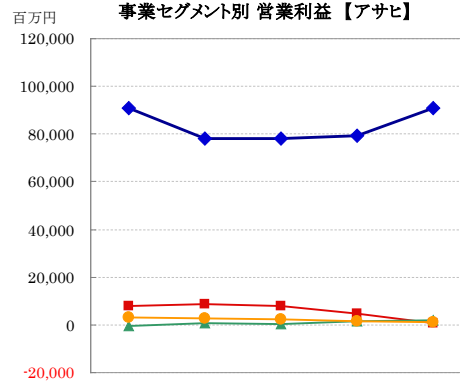
1.2.2.8.2 事業セグメント別 収益性分析

事業セグメント別 営業利益【キリン】



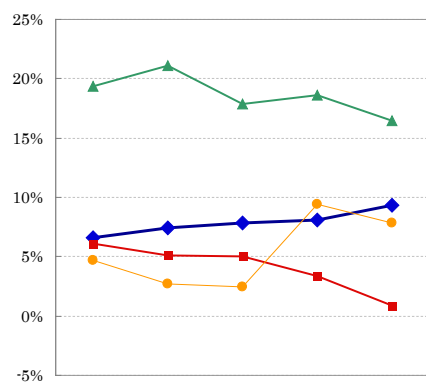
	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	69,721	75,666	83,275	96,563	109,989
飲料・食品	22,751	19,370	19,714	16,030	6,431
医薬	12,142	14,248	12,044	13,001	28,200
その他	7,866	4,419	3,563	6,329	18,280

事業セグメント別 営業利益【アサヒ】



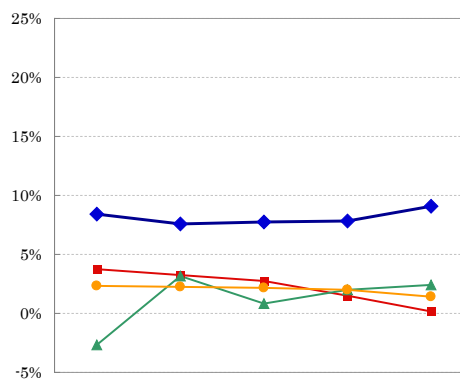
	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	90,871	78,089	78,185	79,284	90,762
飲料	8,113	8,631	7,745	4,593	615
食品・薬品	-598	804	445	1,343	1,944
その他	2,935	2,559	2,173	1,724	1,006

事業セグメント別 売上高営業利益率【キリン】



	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	6.6%	7.4%	7.8%	8.1%	9.3%
飲料・食品	6.1%	5.1%	5.0%	3.4%	0.9%
医薬	19.4%	21.1%	17.9%	18.6%	16.4%
その他	4.7%	2.7%	2.5%	9.4%	7.8%

事業セグメント別 売上高営業利益率【アサヒ】

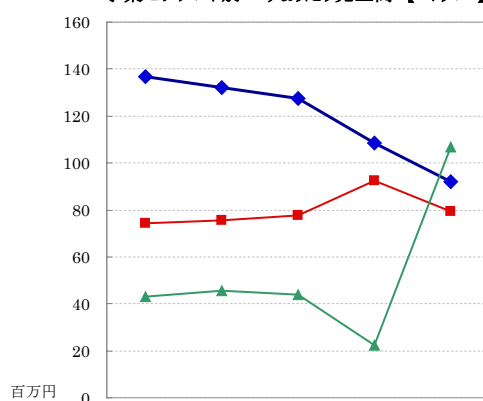


	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	8.4%	7.6%	7.8%	7.8%	9.1%
飲料	3.7%	3.2%	2.7%	1.5%	0.2%
食品・薬品	-2.7%	3.2%	0.8%	2.0%	2.5%
その他	2.3%	2.3%	2.1%	2.0%	1.4%

事業セグメント別の営業利益を見ると、キリンは飲料・食品事業以外の事業は成長している。酒類事業では、2008 年にビールの価格改定（値上げ）を実施したことや、販促費・広告費を削減したこと、発泡酒や新ジャンル（第3のビール）の好調等により増益となった。飲料・食品事業では、酒類事業と対照的に販促費・広告費が増加したこと（ブランドの定着に向けた投資）や、豪ナショナルフーズ社の原材料調達コストの増加、円高等によって営業利益は低下した。医薬事業は、2008 年 4 月以降、協和発酵を連結しているため、営業利益は大幅に増加している。事業別の利益率を見ると、酒類事業が堅調であるのに対し、それ以外の事業は低下傾向にあり、買収した企業の収益力改善が求められる。

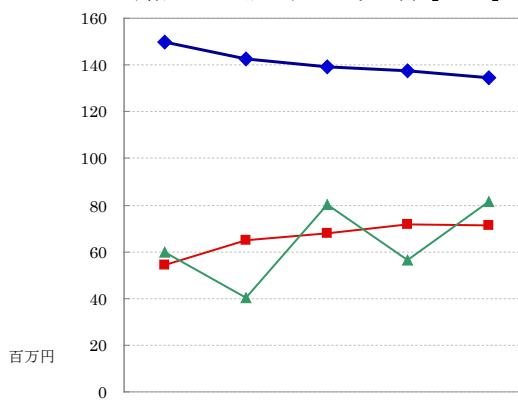
1.2.2.8.3 事業セグメント別 生産性分析

事業セグメント別 一人あたり売上高【キリン】



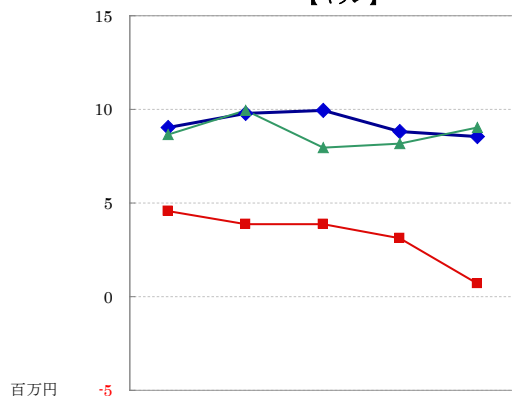
	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	136.8	132.1	127.3	108.5	92.1
飲料・食品	74.5	75.6	77.6	92.3	79.5
医薬	43.0	45.5	43.9	22.6	106.7

事業セグメント別 一人あたり売上高【アサヒ】



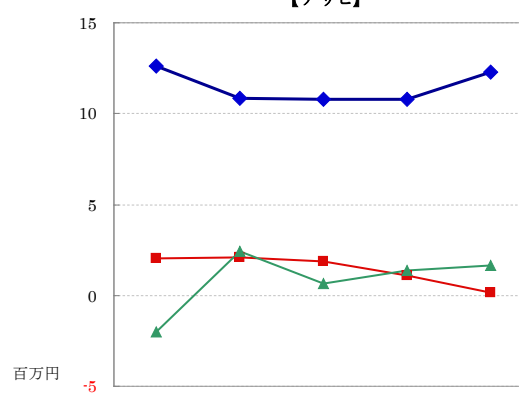
	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	149.9	142.5	139.1	137.5	134.6
飲料	54.3	64.9	67.9	71.6	71.2
食品・薬品	59.9	40.2	80.1	56.6	81.4

事業セグメント別 一人あたり営業利益【キリン】



	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	9.05	9.81	9.97	8.81	8.57
飲料・食品	4.55	3.85	3.89	3.12	0.71
医薬	8.67	9.97	7.96	8.19	9.05

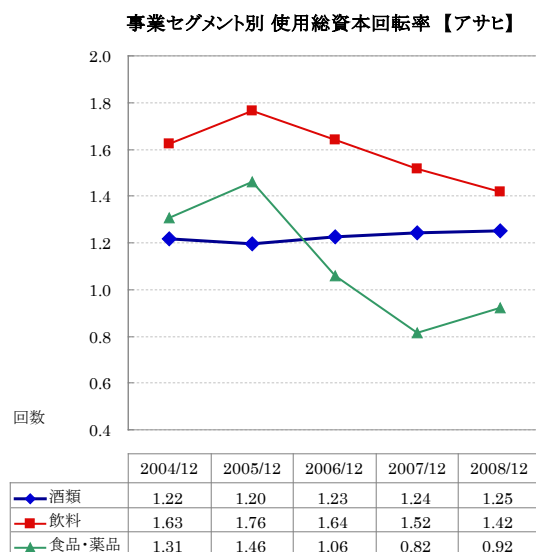
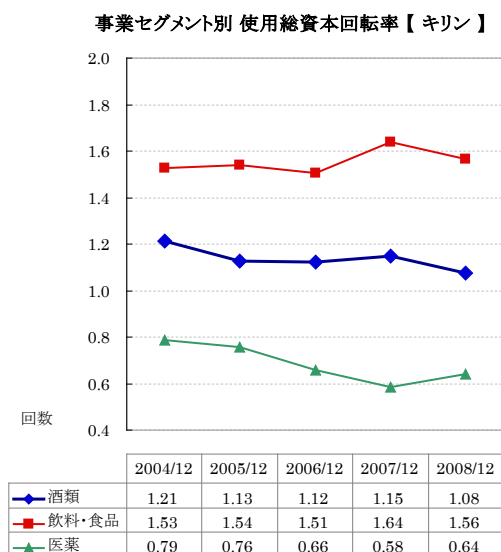
事業セグメント別 一人あたり営業利益【アサヒ】



	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
酒類	12.62	10.85	10.79	10.77	12.27
飲料	2.03	2.10	1.86	1.10	0.14
食品・薬品	-1.99	2.40	0.67	1.39	1.63

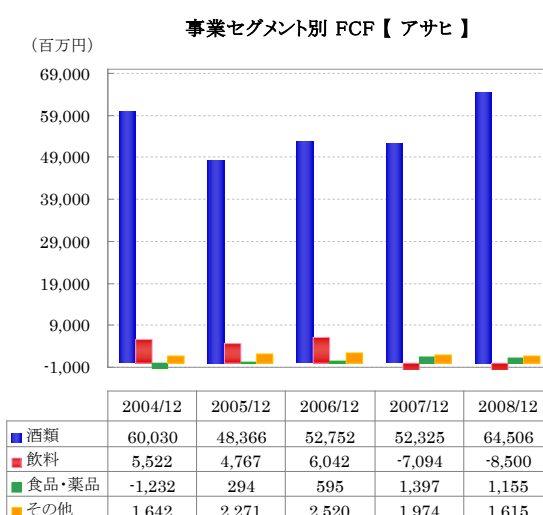
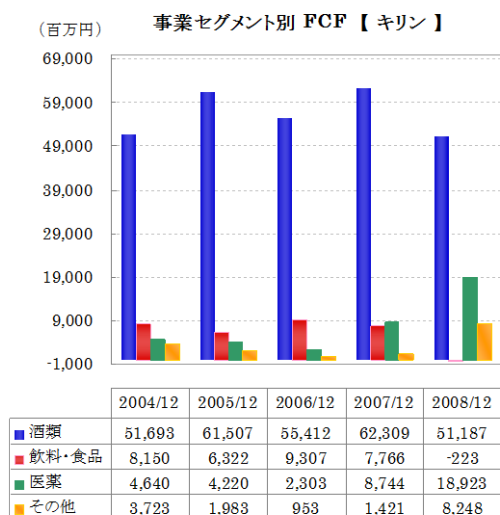
事業セグメント別の生産性を分析すると、医薬事業は一人当たりの売上高・営業利益ともに伸ばしていることが分かる。これは協和発酵を連結したことが大きく寄与している。一方で、酒類、飲料・食品事業については低下傾向にあり、買収先企業の人材マネジメントの向上が求められる。

1.2.2.8.4 事業セグメント別 効率性分析

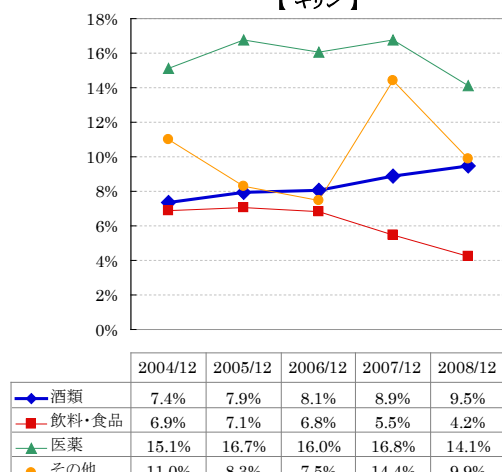


事業セグメント別の効率性は、やや低下傾向にあるものの、過去5年は横ばいで推移している。事業によって適正な水準は異なるが、既存事業に加え買収先企業でのバランスシートを重視した効率性の改善が求められる。

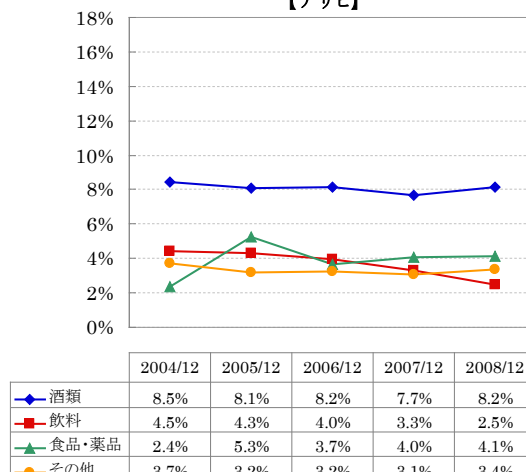
1.2.2.8.5 事業セグメント別 キャッシュフロー分析



事業セグメント別 営業CFマージン
【キリン】

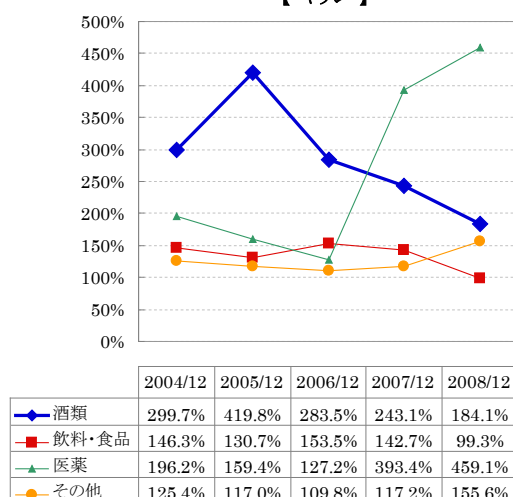


事業セグメント別 営業CFマージン
【アサヒ】

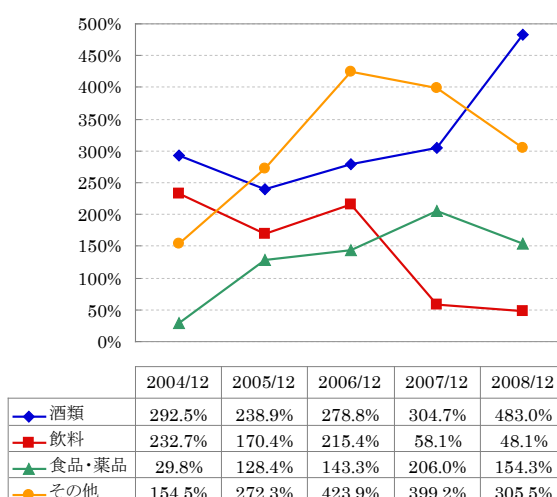


事業セグメント別のキャッシュフローを比較すると、キリン、アサヒともに酒類事業のキャッシュフローが大きいことが分かる。キリンについては、事業セグメント別の売上高や営業利益で見たとおり、酒類事業以外の割合が大きくなっており、医薬事業のキャッシュフローが大きく伸びている。また、医薬事業は営業 CF マージンも酒類事業を上回っており、売上・収益に加え、キャッシュフローの面からも事業の柱となりつつある。

事業セグメント別 営業CF投資CF比率
【キリン】



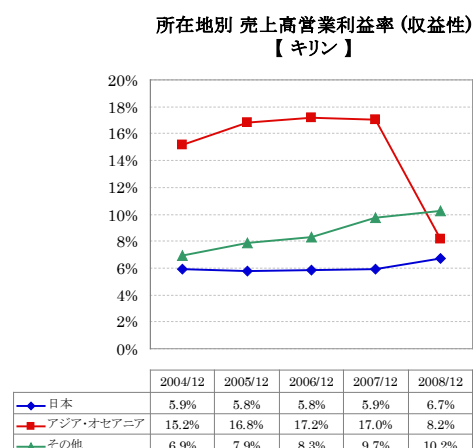
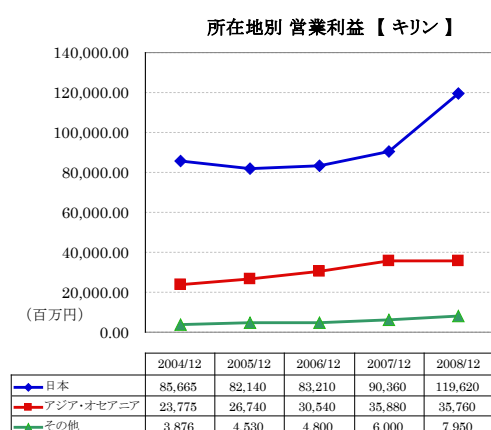
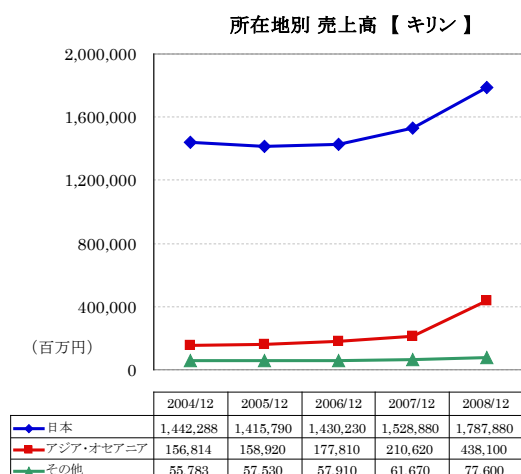
事業セグメント別 営業CF投資CF比率
【アサヒ】



事業セグメント別の営業 CF・投資 CF の比率を見ると、2008 年に協和発酵を子会社化したことに伴う投資によって、医薬事業の数値が大きくなっている。その他事業についても 100%を超える水準が続いており、全ての事業セグメントにおいて、積極的な投資をする姿勢が表れている。

1.2.2.9 所在地セグメント別分析

アサヒは海外事業の売上高・資産規模が10%以下であるため、所在地別セグメント情報を開示していない。



所在地別の売上高・営業利益を見ると、全ての所在地セグメントにおいて、増加していることが分かる。最も伸び率が高いのは日本で、協和発酵の子会社化が大きく寄与している。アジア・オセアニア地域については、売上高・利益ともに伸ばしているものの、2008年の利益率は大きく落ち込んでおり、豪ナショナルフーズ社の収益率の低下・円高傾向がマイナスに寄与している。

1.2.3 企業価値分析

キリン・アサヒの2004、05、06、07、08年12月期の財務諸表を用いて、企業価値分析を行う。

1.2.3.1 経済付加価値（EVA）および投下資本収益率（ROIC）

EVA および ROIC の算出結果は以下の通りである。

（資料 1.2.3.1.1）キリンの EVA および投下資本収益率（ROIC）

指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
経済付加価値(EVA)	百万円	-318	-5,504	-10,761	-2,581	4,544
投下資本収益率(ROIC)	%	4.71%	4.75%	4.63%	4.70%	4.78%

■EVA算出要素

NOPAT	百万円	56,439	61,543	63,313	73,325	85,738
資本コスト	百万円	56,757	67,047	74,074	75,906	81,195
WACC	%	4.74%	5.18%	5.42%	4.86%	4.53%
負債コスト	%	3.78%	3.60%	3.98%	2.97%	3.99%
株主資本比率	%	72.9%	81.7%	86.4%	79.8%	67.9%
有利子負債	百万円	270,753	256,106	244,846	425,423	636,845
株主資本コスト	%	5.77%	5.89%	5.94%	5.64%	5.57%
投下資本	百万円	1,198,424	1,294,873	1,366,239	1,560,426	1,792,580

■ 計算式要素

株主資本(時価)	百万円	974,624	1,314,961	1,787,465	1,566,711	1,122,316
B	倍	0.854	0.854	0.854	0.854	0.854
リスクプレミアム	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
無リスク金利	%	1.504%	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%
実効税率	%	48.41%	44.91%	45.59%	39.20%	41.27%

(資料 1.2.3.1.2) アサヒの EVA および投下資本収益率 (ROIC)

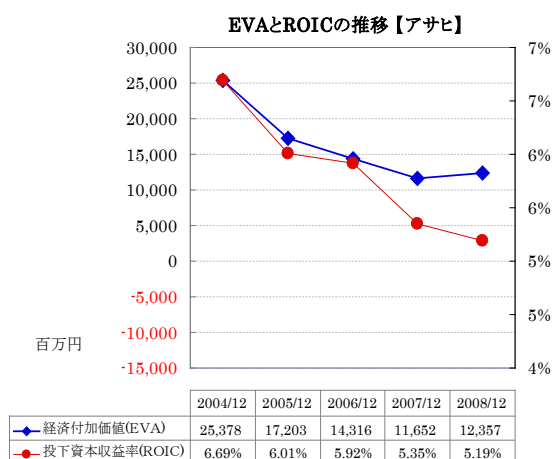
指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
経済付加価値(EVA)	百万円	25,378	17,203	14,316	11,652	12,357
投下資本収益率(ROIC)	%	6.69%	6.01%	5.92%	5.35%	5.19%

■EVA算出要素

NOPAT	百万円	54,719	49,705	50,104	47,840	47,655
資本コスト	百万円	29,340	32,502	35,788	36,187	35,299
WACC	%	3.59%	3.93%	4.23%	4.05%	3.84%
負債コスト	%	1.35%	1.38%	1.57%	1.65%	1.64%
株主資本比率	%	63.4%	68.9%	73.9%	74.7%	71.7%
有利子負債	百万円	316,935	294,394	279,956	303,334	317,358
株主資本コスト	%	5.24%	5.36%	5.41%	5.11%	5.04%
投下資本	百万円	817,309	826,892	846,720	893,962	918,063

■ 計算式要素

株主資本(時価)	百万円	615,784	687,973	896,678	893,896	715,364
β	倍	0.748	0.748	0.748	0.748	0.748
リスクプレミアム	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
無リスク金利	%	1.504%	1.622%	1.666%	1.371%	1.296%
実効税率	%	45.97%	44.92%	43.52%	44.98%	49.58%



(資料 1.2.3.1.3) EVA・ROIC 計算 データ入手方法

指 標	説明または計算式
経済付加価値(EVA)	NOPAT－資本コスト
投下資本収益率(ROIC)	NOPAT／投下資本

■EVA算出要素

NOPAT	営業利益×(1－実効税率) (金融資産は事業利益と考えることにし、含めない)
資本コスト	WACC×投下資本
WACC	負債コスト×(1－実効税率)×(1－株主資本比率) ＋株主資本コスト×株主資本比率
負債コスト	支払利息/有利子負債
株主資本比率	資本合計÷(有利子負債＋資本合計) 【期首期末平均】
有利子負債	短期借入金＋長期借入金＋社債 【期首期末平均】
株主資本コスト	無リスク金利 ＋β(株式期待収益率－無リスク金利)
投下資本	期中平均：正味運転資本 ＋ 固定資産

■ 計算式要素

株主資本(時価)	株価×発行済み株式数
β	ブルムバーグ社ホームページより
リスクプレミアム	『企業価値評価 4版』下巻26章 p.367 より
無リスク金利	財務省HP：10年もの長期国債利回りより
実効税率	(法人税等＋法人税等調整額)÷税金等調整前当期純利益

1.2.3.2.1 経済付加価値（EVA）の評価

EVA は株主資本コストも加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出したかを表す指標であり、税引後事業利益（NOPAT）から資本コスト（＝簿価投下資本×WACC）を差し引いて求められる。従って、EVA を向上させるためには、NOPAT を増加させるか、資本費用を減少させるかの 2 通りの方法がある。さらに資本費用を減少させるためには、簿価投下資本を減少させるか、加重平均資本コスト（WACC）を低下させる必要がある。

アサヒが安定的に EVA を獲得しているのに対して、キリンは 2007 年 12 月期までマイナスの状態が続いていた。これは、NOPAT の水準は上昇しているものの、積極的な M&A の実施に伴って、資本コストが増加したことに因る。しかし、2008 年 12 月期はプラスに転じており、過去数年に投資してきた事業が、今後成長することによって、EVA も回復することが期待される。ただし、前提の数値をどうおくかによって、計算結果が大きく変わってくることは留意が必要である。

1.2.3.2.2 投下資本収益率（ROIC）の評価

ROIC は、簿価投下資本に対する税引後事業利益（NOPAT）の割合を示している。したがって、ROIC を向上させるには、NOPAT を増加させるか、簿価投下資本を減少させるか、という 2 つの方法がある。両社の過去 5 年の ROIC を分析すると、アサヒは投下資本が上昇しているのに対して、NOPAT が低下傾向にあり、ROIC も低下している。キリンは、投下資本が増加しているが、それ以上に NOPAT が上昇しているため、ROIC は改善傾向にあり、優位性がある。

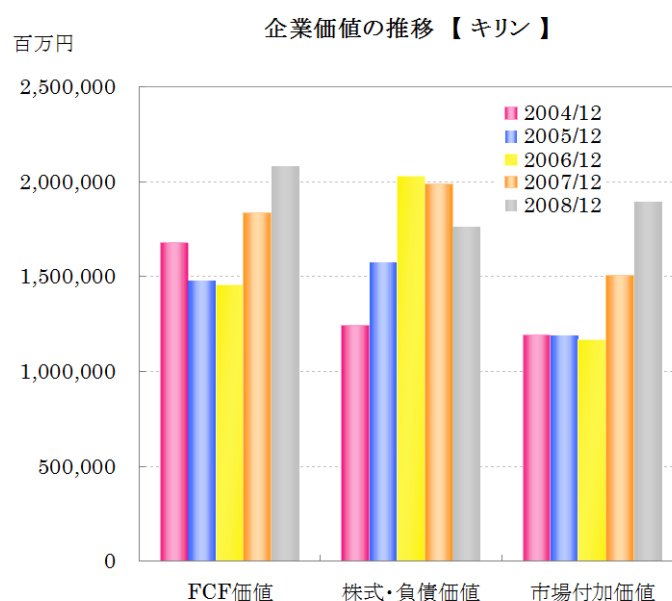
1.2.3.3 企業価値指標計算結果および算定方法

次に、「フリーキャッシュフロー価値」「株式・負債時価評価価値」「市場付加価値（MVA）」を算出する。

1.2.3.3.1 キリンの企業価値評価指標

（資料 1.2.3.3.1.1）キリンの企業価値評価指標

指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
企業価値Ⅰ ～フリーキャッシュフロー価値～	百万円	1,675,536	1,480,856	1,453,132	1,839,556	2,081,799
企業価値Ⅱ ～株式・負債価値(時価評価)～	百万円	1,245,377	1,571,066	2,032,310	1,992,133	1,759,161
企業価値Ⅲ ～市場付加価値(MVA)+投下資本～	百万円	1,191,706	1,188,582	1,167,757	1,507,359	1,892,894



企業価値指標の算出手順は次の通りである。

フリーキャッシュフロー価値 : (資料 1.2.3.3.1.2) の通り

株式・負債価値 (時価評価) : 期末株価×発行済株式数+有利子負債簿価

市場付加価値 : EVA/資本コスト+簿価投下資本

(資料 1.2.3.3.1.2) キリン フリーキャッシュフロー価値算出手順

キリンホールディングス	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
フリーキャッシュフロー	百万円	83,606	38,023	-28,904	-155,095	5,691	-100,000	80,000	80,064	80,129	80,194
平均フリーキャッシュフロー	百万円					-11,336					
売上高	百万円	1,654,886	1,632,249	1,665,946	1,801,164	2,303,569					
売上高成長率	%	3.6%	-1.4%	2.1%	8.1%	27.9%					
平均成長率	%					8.1%					
2004/12月期に係る予測期間の価値	百万円		36,304	-26,349	-134,993	4,729	-79,345				
2005/12月期に係る予測期間の価値	百万円			-27,481	-140,200	4,891	-81,715	62,154			
2006/12月期に係る予測期間の価値	百万円				-147,119	5,121	-85,351	64,769	61,488		
2007/12月期に係る予測期間の価値	百万円					5,427	-90,938	69,375	66,210	63,190	
2008/12月期に係る予測期間の価値	百万円						-95,667	73,217	70,101	67,117	64,261
予測期間の割引現在価値(A)	百万円	-199,654	-182,351	-101,092	113,265	179,029					
加重平均資本コスト:WACC	%	4.74%	5.18%	5.42%	4.86%	4.53%					
リスクフリーレート	%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%	1.30%					
継続価値の資本コスト	%	3.23%	3.56%	3.76%	3.49%	3.23%					
継続価値(B)	百万円	1,875,190	1,663,207	1,554,224	1,726,291	1,902,770					
企業価値(A)+(B)	百万円	1,675,536	1,480,856	1,453,132	1,839,556	2,081,799					

注:2009年のフリーキャッシュフローは、ライオンネイサンの完全子会社化(2300億円)等を踏まえ、▲1000億円と仮定

注:2010年のフリーキャッシュフローを800億円、2011年以降のフリーキャッシュフローは売上高の平均成長率で増えると仮定

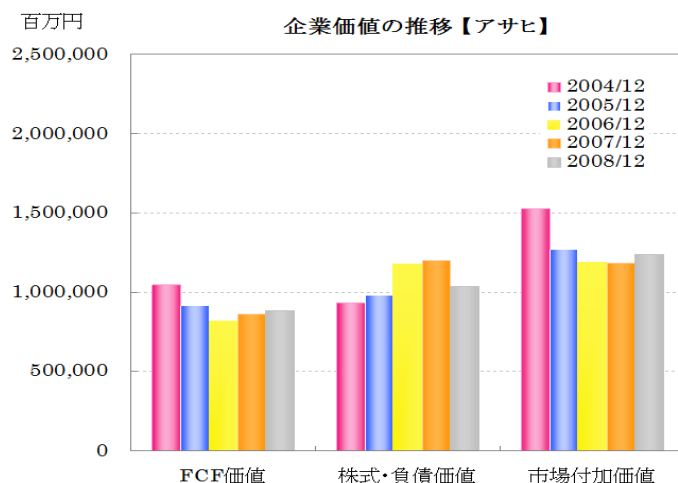
注:予測期間を5年と仮定

注:継続価値は6年目のフリーキャッシュフロー/継続価値の資本コスト

1.2.3.3.2 アサヒの企業価値評価指標

(資料 1.2.3.3.2.1) アサヒの企業価値評価指標

指 標	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12
企業価値Ⅰ ～フリーキャッシュフロー価値～	百万円	1,044,325	914,815	816,426	862,733	887,015
企業価値Ⅱ ～株式・負債価値(時価評価)～	百万円	932,718	982,367	1,176,634	1,197,230	1,032,722
企業価値Ⅲ ～市場付加価値(MVA)+投下資本～	百万円	1,524,262	1,264,555	1,185,417	1,181,812	1,239,443



(資料 1.2.3.3.2.2) アサヒ フリーキャッシュフロー価値算出手順

アサヒビール	単位	2004/12	2005/12	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12
フリーキャッシュフロー	百万円	58,080	42,698	23,593	-48,255	47,859	24,797	24,799	24,802	24,804	24,806
平均フリーキャッシュフロー	百万円					24,795					
売上高	百万円	1,444,224	1,430,026	1,446,385	1,464,071	1,462,747					
売上高成長率	%	3.1%	-1.0%	1.1%	1.2%	-0.1%					
平均成長率	%					0.9%					
2004/12月期に係る予測期間の価値	百万円		41,218	21,986	-43,410	41,562	20,788				
2005/12月期に係る予測期間の価値	百万円			22,701	-44,674	42,632	21,253	20,451			
2006/12月期に係る予測期間の価値	百万円				-46,298	44,056	21,901	21,015	20,164		
2007/12月期に係る予測期間の価値	百万円					45,997	22,905	22,016	21,161	20,340	
2008/12月期に係る予測期間の価値	百万円						23,879	22,997	22,147	21,329	20,541
予測期間の割引現在価値(A)	百万円	82,144	62,365	60,838	132,420	110,894					
加重平均資本コスト:WACC	%	3.59%	3.93%	4.23%	4.05%	3.84%					
リスクフリーレート	%	1.50%	1.62%	1.67%	1.37%	1.30%					
継続価値の資本コスト	%	2.09%	2.31%	2.56%	2.68%	2.55%					
継続価値(B)	百万円	962,180	852,452	755,588	730,313	776,121					
企業価値(A) + (B)	百万円	1,044,325	914,815	816,426	862,733	887,015					

注: 平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定
 注: 平均フリーキャッシュフローは5年間のフリーキャッシュフローを平均化
 注: 平均成長率は6年間の成長率を平均化
 注: 予測期間を5年と仮定
 注: 継続価値は6年目のフリーキャッシュフロー／継続価値の資本コスト

1.2.3.4 企業価値算定結果からの考察

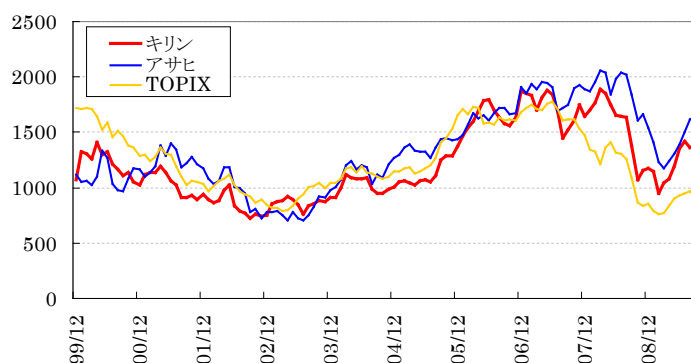
1.2.3.4.1 フリーキャッシュフロー価値

キリンのフリーキャッシュフロー算出において、ライオンネイサンの完全子会社化に伴う投資（2,300 億円）を反映して、2009 年は▲1,000 億円とし、2010 年以降は大規模な投資がないと仮定した。近年の積極的な M&A によって、営業キャッシュフローは増加傾向にあり、将来のフリーキャッシュフローの増加期待を踏まえて、2008 年時点では 2 兆円を超える水準となっている。ただし、新たな大規模投資が発生する場合には、フリーキャッシュフロー価値が大きく変動することには留意が必要である。

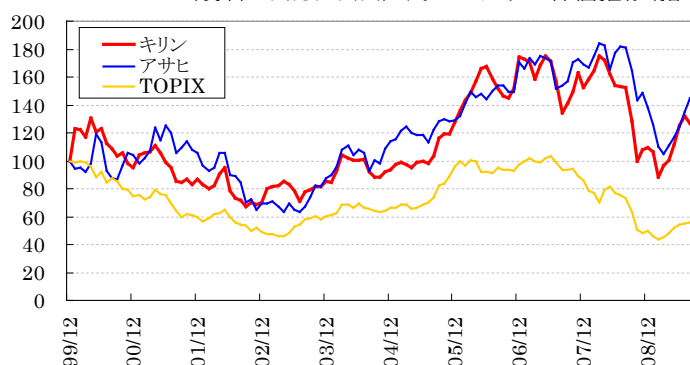
1.2.3.4.2 株式・負債価値

キリンは M&A 資金を負債調達(社債・借入)しているため、有利子負債は 2004 年の 2,708 億円から 2008 年には 6,368 億円に急増している。しかし、それ以上に株価が大きく変動しているため、株式・負債価値は 2006 年をピークに減少している。

(資料 1.2.3.4.2.1) キリン・アサヒ株



(資料 1.2.3.4.2.2) キリン・アサヒ株価推移(指)



※1999 年 12 月末を 100 として指数化

1.2.3.4.3 市場付加価値 (MVA)

MVA は将来の EVA 期待値の現在価値であり、これに投下資本を加えたものが企業価値として表される。アサヒが安定的に EVA を獲得しているのに対して、キリンの EVA は 2008 年にプラスに転じたが、それ以前はマイナスが続いていた。したがって、市場付加価値における投下資本の占める割合が大きくなっている。キリンは投下資本が 2004 年の 1.2 兆円から 2008 年には 1.8 兆円と 1.5 倍に拡大しており、これを反映してキリンの市場付加価値が増加傾向にある。

1.2.3.4.4 企業価値評価 まとめ

麒麟、アサヒの企業価値について、3つの指標から算出した結果、アサヒの企業価値は横ばいであるのに対して、麒麟は増加傾向にある。それぞれの指標を過去5年の平均で見ると、アサヒの企業価値は0.9兆円から1.3兆円であるのに対し、麒麟は1.4兆円から1.7兆円となっている。2008年は、株式相場全体が大幅に下落したこともあり株式・負債価値は減少したものの、フリーキャッシュフロー価値と市場付加価値は過去最高の結果となっている。

これまでの分析によって、麒麟は売上高や利益の成長率では圧倒的に優位であるものの、生産性や効率性等でアサヒに対して劣っている事業があることが明らかになった。今後、過去に行った投資の課題（生産性や収益性の向上）を克服し、キャッシュフローを安定的に獲得できるようになれば、さらなる企業価値の向上が期待できるだろう。

1.3 主要事業部門 市場占有率推移

ビール事業と清涼飲料事業について、市場占有率を分析する。

1.3.1 ビール事業

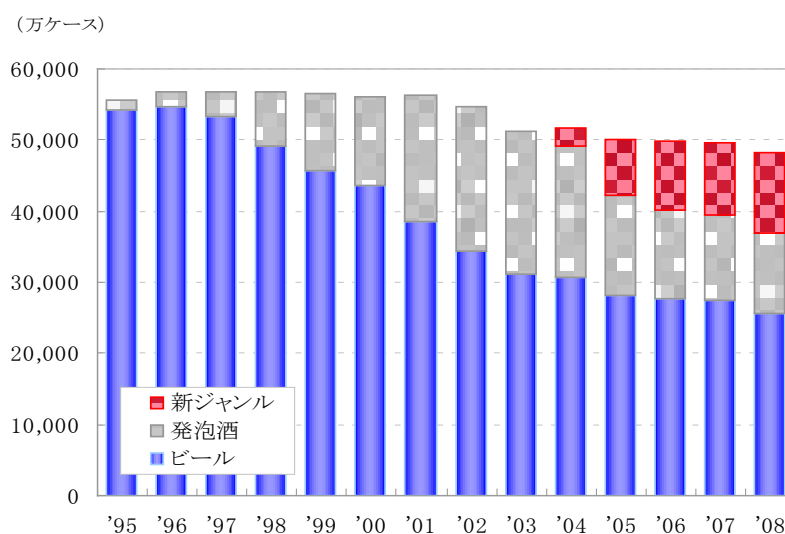
1.3.1.1 ビール系総市場

日本のビール業界の総市場規模は3.1兆円（4億8000万ケース（注1））で、麒麟、アサヒ、サッポロビール、サントリーの大手4社で総市場の99%を占める寡占市場である。ビール系飲料は酒税法により、原材料における麦芽の比率によって、ビール、発泡酒、その他の発泡性酒類[新ジャンル（第三のビール）]に区分される（注2）。近年、若年層の飲酒離れ、ニーズの多様化等を背景に、ビール業界の市場規模は縮小傾向にあるが、節約志向から低価格の新ジャンルが伸長している。

（注1）1ケースは大瓶（633ml）の20本換算

（注2）[350ml 缶1本あたりの酒税] ビール：77円、発泡酒：47円、新ジャンル：28円

(資料 1.3.1.1) ビール系飲料の総市場推移 (2008 年)

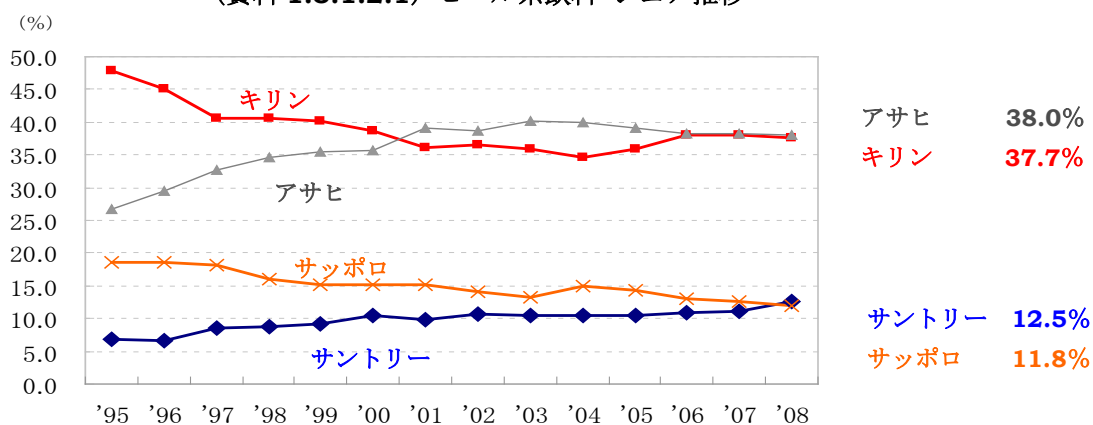


(出所) 各社広報発表資料

1.3.1.2 ビール系飲料シェア

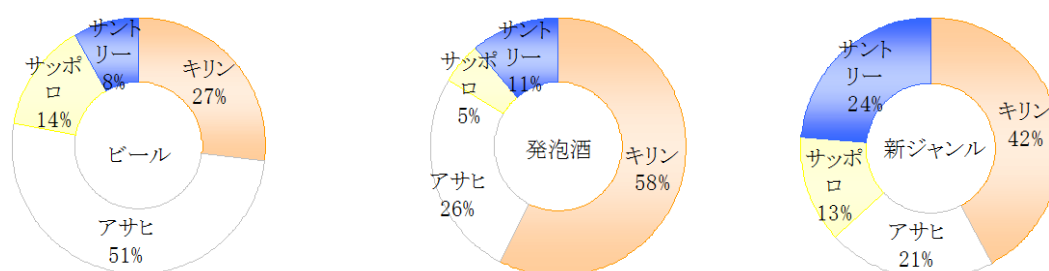
2007 年のビール系飲料(ビール・発泡酒・新ジャンルの合計)のシェアは、アサヒ:38.2%、キリン:38.1%、サッポロビール:12.6%、サントリー:11.1%で、キリンとアサヒの2社のシェアが合計 75%であった。アサヒはビールでシェア第 1 位、キリンは発泡酒・新ジャンルでシェア第 1 位を獲得していた。2008 年は、ビール系飲料の総市場が前年比 97%と縮小とする中で、消費者の健康意識の高まりから、糖質・カロリーオフの商品の販売数量が伸び、「麒麟 ZERO」(ともに発泡酒)がヒットしたほか、生活防衛意識の高まりから低価格の新ジャンル商品「のどごしく生>」が前年比で 7%の販売増を達成した。一方、ライバルのアサヒはビール系飲料売上 1 位の「アサヒ スーパードライ」の販売数量は落ち込んだものの、新発売の「クリアアサヒ」(新ジャンル)や糖質ゼロの発泡酒「スタイルフリー」がヒットした。その結果、2008 年のビール系飲料のシェアはアサヒ:38.0%、キリン:37.7%、サントリー:12.5%、サッポロ:11.8%となり、アサヒとキリンのシェアの差はわずかに広がった。

(資料 1.3.1.2.1) ビール系飲料 シェア推移



(出所) 各社広報発表資料

(資料 1.3.1.2.2) ビール系飲料 ジャンル別シェア (2008 年)



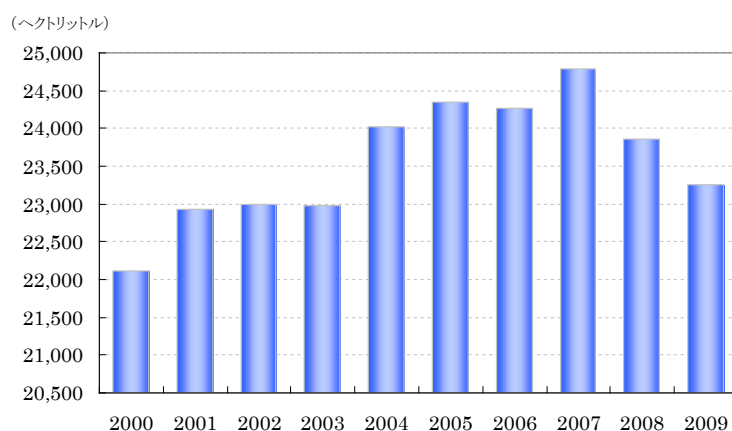
1.3.1.3 2009 年の動向

2009 年 1 月から 9 月のビール系飲料（ビール・発泡酒・新ジャンル）の出荷量（課税ベース）は、消費者の生活防衛意識の高まりや、夏の天候不順の影響により、前年同期比 2.4% 減となり、統計開始後の過去最低となった。各社別のシェアでは、麒麟ビールが 37.9% となり、上半期よりもシェアを拡大して、同期間では 3 年ぶりに第 1 位となった。3 月にリニューアルした「一番搾り」は、1～9 月期ベースでは 04 年以来 5 期ぶりにプラスとなったほか、「のどごしく生」(新ジャンル) も好調を維持した。アサヒビールは 37.3%、サントリーが 12.4%、サッポロビールが 11.5% となった。酒類別の出荷量は、ビールが前年比 7.3% 減、発泡酒が同 15.5% 減となった一方で、新ジャンル（第 3 のビール）は同 21.9% 増と大きく伸びた。この結果、ビール系飲料全体に占める酒類別の構成比は、ビールが 49.9%、発泡酒が 20.7%、新ジャンルが 29.4% となった。

1.3.2 清涼飲料事業

日本の清涼飲料市場は、2007 年は猛暑の影響により、販売数量がプラス成長に転じたものの、全体のトレンドとしては、2005 年以降、人口の減少等が大きな要因となり、飽和しつつある。

(資料 1.3.2.1) 日本の清涼飲料 販売数量推移

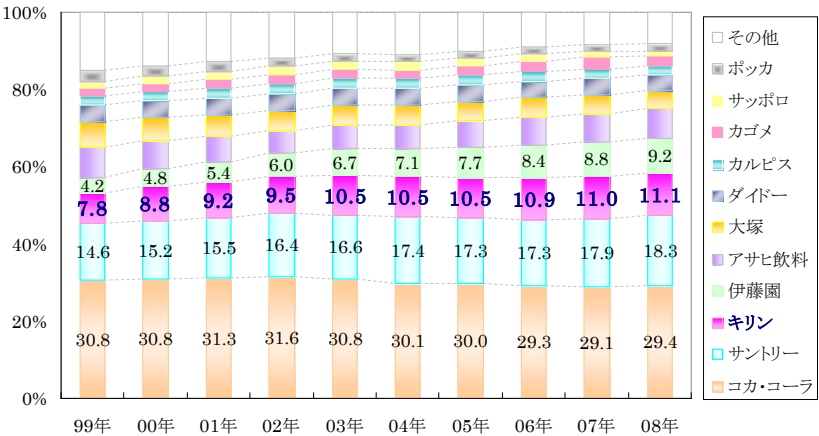


(出所) 富士経済

(見込み)

麒麟の清涼飲料事業は、「麒麟 生茶」、「麒麟 午後の紅茶」、「麒麟レモン」や、缶コーヒー「麒麟 ファイア」などブランド力のある商品を取り揃えている。国内の清涼飲料市場では、コカ・コーラが3割のシェアを持つマーケットリーダーで、2位がサントリー、3位麒麟となっており、この順位は過去10年に渡って変わっていない。麒麟の清涼飲料のシェアは、1999年は7.8%であったが、2008年には11%となり、少しずつではあるが、着実にシェアを上昇させている。また、上位5社のシェア合計は、1999年の65%から2008年には76%となり、上位メーカーへの寡占化が進んでいる。

(資料 1.3.2.2) 国内清涼飲料シェア推移(グラフ)



(出所) 飲料総研

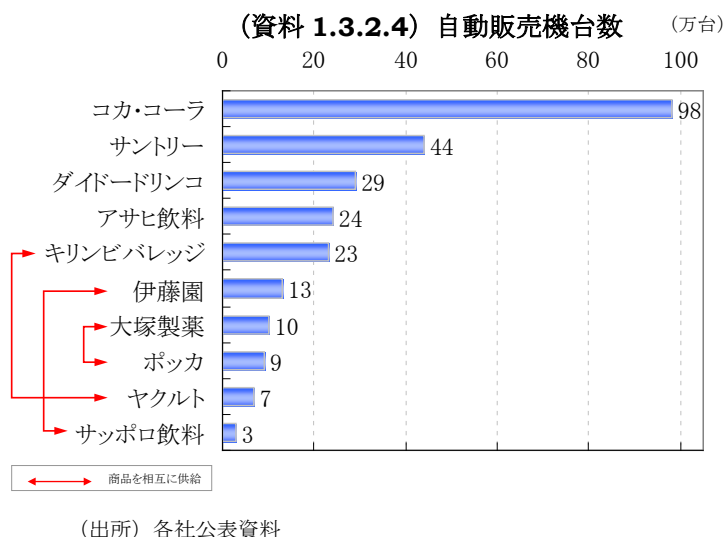
(資料 1.3.2.3) 国内清涼飲料 数量・シェア推移

(単位:百万ケース、%)

		99年		00年		01年		02年		03年	
		数量	シェア	数量	シェア	数量	シェア	数量	シェア	数量	シェア
1	コカ・コーラ	483.0	30.8	490.0	30.8	504.0	31.3	508.0	31.6	491.0	30.8
2	サントリー	229.0	14.6	241.2	15.2	250.2	15.5	263.6	16.4	264.1	16.6
3	麒麟	123.2	7.8	139.7	8.8	148.1	9.2	153.5	9.5	167.2	10.5
4	伊藤園	66.0	4.2	77.0	4.8	86.4	5.4	96.0	6.0	106.2	6.7
5	アサヒ飲料	120.8	7.7	113.2	7.1	104.2	6.5	93.0	5.8	99.2	6.2
6	大塚	103.0	6.6	95.4	6.0	90.0	5.6	85.8	5.3	84.7	5.3
7	ダイドー	68.5	4.4	69.0	4.3	70.0	4.3	70.0	4.3	67.7	4.2
8	カルピス	36.0	2.3	37.0	2.3	39.5	2.5	41.5	2.6	41.5	2.6
9	カゴメ	31.0	2.0	34.5	2.2	38.7	2.4	37.9	2.4	36.5	2.3
10	サッポロ	30.0	1.9	31.0	1.9	33.5	2.1	34.5	2.1	32.0	2.0
11	ポッカ	44.5	2.8	43.0	2.7	41.0	2.5	33.9	2.1	32.4	2.0
	その他	235.0	15.0	219.0	13.8	204.4	12.7	192.3	11.9	172.5	10.8
合計		1,570.0	100.0	1,590.0	100.0	1,610.0	100.0	1,610.0	100.0	1,595.0	100.0
		04年		05年		06年		07年		08年	
		数量	シェア	数量	シェア	数量	シェア	数量	シェア	数量	シェア
1	コカ・コーラ	506.0	30.1	512.0	30.0	497.0	29.3	511.0	29.1	511.5	29.4
2	サントリー	292.3	17.4	295.9	17.3	294.7	17.3	315.4	17.9	318.5	18.3
3	麒麟	176.8	10.5	178.9	10.5	184.5	10.9	193.4	11.0	192.9	11.1
4	伊藤園	120.0	7.1	131.7	7.7	142.4	8.4	154.0	8.8	160.0	9.2
5	アサヒ飲料	106.2	6.3	117.0	6.9	121.9	7.2	131.2	7.5	133.8	7.7
6	大塚	87.3	5.2	86.9	5.1	89.0	5.2	88.6	5.0	82.0	4.7
7	ダイドー	70.4	4.2	72.7	4.3	72.0	4.2	72.5	4.1	69.8	4.0
8	カルピス	43.0	2.6	44.0	2.6	43.0	2.5	44.5	2.5	41.0	2.4
9	カゴメ	38.0	2.3	40.7	2.4	48.4	2.8	54.4	3.1	44.1	2.5
10	サッポロ	34.5	2.1	34.5	2.0	32.0	1.9	29.0	1.6	23.5	1.4
11	ポッカ	32.1	1.9	32.7	1.9	29.8	1.8	30.8	1.8	30.8	1.8
	その他	173.4	11.0	161.0	10.1	144.3	9.0	133.2	8.3	132.1	8.3
合計		1,680.0	100.0	1,708.0	100.0	1,699.0	100.0	1,758.0	100.0	1,740.0	100.0

(出所) 飲料総研

清涼飲料事業において、有力な販売経路は自動販売機による販売である。下図は、主要各社の自動車販売機の保有台数であるが、清涼飲料業界トップのコカ・コーラが圧倒的な台数を誇っていることがわかる。キリンの保有台数は23万台で5番手であるが、自動販売機ビジネスは一度設置したら、すぐに他社のものに変えるということではなく、短期間で設置台数を急激に増やすことはできない。メーカー各社は、競合他社と手を組み、商品を相互に供給することで、販路の拡大を図っている。



2 企業環境分析

キリンの企業環境を、PEST 分析、ファイブ・フォース分析、SWOT 分析により、明らかにする。

2.1 PEST 分析

キリンを取り巻く政治的 (P=political)、経済的 (E=economic)、社会的 (S=social)、技術的 (T=technological) の側面から分析をする。

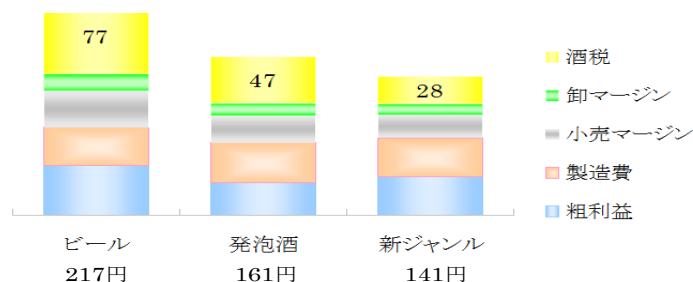
(資料 2.2.0) キリンの PEST

外部環境要因	政治的 (Political)	◆ 酒税法、食品衛生法、薬事法、独占禁止法等の法的規制 ◆ アルコールに関する広告・販売規制 ◆ 移転価格税制の取扱い
	経済的 (Economic)	◆ 世界経済の動向 ◆ BRICsにおける需要増大 ◆ 為替相場の変動 ◆ 原材料価格の高騰
	社会的 (Social)	◆ 少子高齢化による需要減 ◆ 若年層のアルコール離れ ◆ 新型インフルエンザ等伝染病の流行による社会的混乱 ◆ 気象条件、自然災害
	技術的 (Technological)	◆ 競合他社による新技術開発(特定保健用食品の認可・特許取得) ◆ 国内外の新興企業の技術力強化

2.1.1 政治的要因 (Political)

キリングループは、国内においては、酒税法、食品衛生法、薬事法、独占禁止法等の法的規制の適用を受けている。また、事業を展開する各国においても、当該国の法的規制の適用を受けている。例えば、酒税への増税が実施された場合、価格の上昇による酒類の消費が減少するリスクがあり、薬事法等の改定が、商品開発の進捗に遅延が発生させるリスクがある。酒税に関しては、2009 年 9 月に発足した民主党政権がアルコール度数に比例した課税の検討を打ち出し、ビールや発泡酒、新ジャンル（第 3 のビール）などで構成されるビール系飲料に対する税率の抜本変更を検討している。現在の酒税制度では、ビール系飲料（ビール、発泡酒、第 3 のビール）に対する課税は、麦芽の量で決まっている。350 ミリリットル缶で見ると、麦芽の使用比率 67%以上のビールには 77 円、発泡酒（麦芽 25%未満のタイプ）で 47 円、麦芽を一切使用しない第 3 のビールで 28 円の税金がかかっている（資料 2.2.1）。民主党の酒税制度の改正が実現した場合、ビールは減税になる一方で、第 3 のビールは増税になる可能性が高い。その場合、売上高に占めるビールの比重の高いアサヒにとってメリットが大きい一方で、発泡酒、新ジャンルでシェアトップのキリンにとっては相対的に不利に働く可能性がある。

(資料 2.2.1) 350ml 缶の価格構造

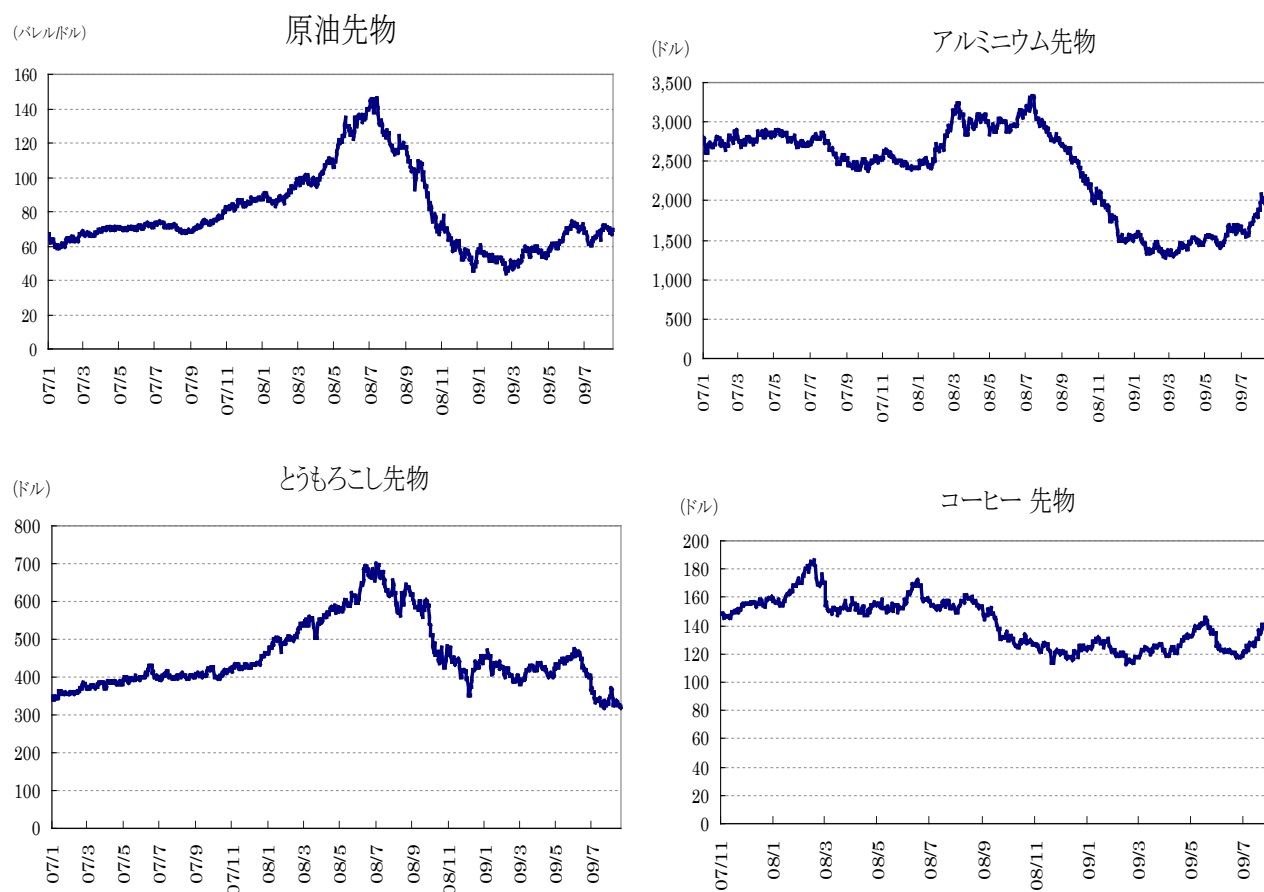


(注) コンビニエンスストア

2.1.2 経済的要因 (Economic)

麒麟の商品は、自動車や電機に比べて景気変動の影響を受けにくいものの、日本のマクロ経済動向、所得環境は業績に影響をもたらす。また、アジア・オセアニア地域で事業拡大をしているため、特に中国やオーストラリアの経済動向の影響を受ける。為替相場については、事業を積極的に展開している国（オーストラリア等）の通貨に対して円高が進めば収益を圧迫する要因となる。また、原油や主要な原材料（アルミニウム缶、麦芽、とうもろこし、豪州での原乳）等が高騰することによって、調達、製造コストが上昇し、収益を圧迫する要因となりうる。2008 年は原油価格をはじめ、商品価格が過去最高値を更新したことを受け、原価率が上昇し、利益を圧迫した。直近では、ピーク時から下落しているものの、再び上昇傾向にあり、留意が必要である。

(資料 2.2.2) 原材料価格の動向



(出所) NYMEX、London Metal Exchange、Chicago Board of Trade、NYB

2.1.3 社会的要因 (Social)

日本市場を考えた場合、人口減少・少子高齢化の進展により、総需要が減少することや、若年層のアルコール離れによって、売上が減少することが懸念される。2009年に世界的に流行している新型インフルエンザのような伝染病が流行することによって、外食産業が打撃を受け、麒麟製品の飲食店での売上が減少することも考えられる。さらに、気象条件が業績に与える影響が大きい。ビールが最も売れる夏に、梅雨や台風、冷夏等になった場合は、ビール・清涼飲料の売上は落ち込む。

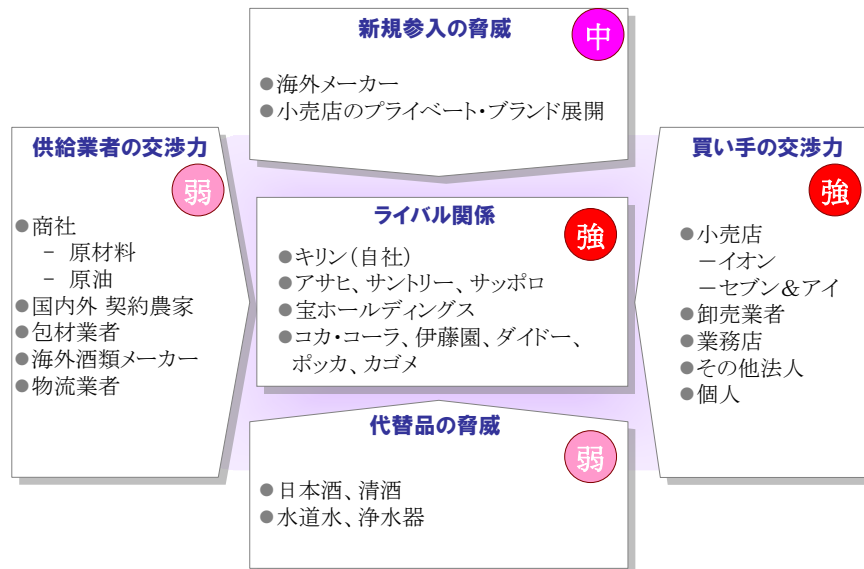
2.1.4 技術的要因 (Technological)

麒麟には競争力の源泉となる高い技術力がある。しかし、競合他社によって、特定保健用食品（トクホ）や特許を獲得した新技術が開発された場合や、国内外の新興企業が技術力向上させてきた場合は、脅威となりうる。

2.2 ファイブ・フォース分析

キリンの酒類事業と食品・飲料事業の競争構造を M.E.ポーターのファイブ・フォース分析で検証する。

(資料 2.2) キリンのファイブ・フォース分析



2.2.1 業界内のライバル関係

国内のビールメーカーは、キリンの他、アサヒビール、サントリー、サッポロビール、オリオンビール（沖縄）と、地ビールメーカーが存在するが、キリン、アサヒ、サントリー、サッポロの大手 4 社の売上が総市場の 99%を占める寡占市場である。人口減少と若年層のアルコール離れによって、総市場の拡大が期待できない中、各社は熾烈なシェア争いを繰り広げている。また、4 社はワイン、ウイスキー、焼酎等、ビール以外の酒類のほか、清涼飲料事業も手がけている。飲料事業では、業界トップのコカ・コーラや、伊藤園、ダイドー、ポッカ、カゴメ、大塚製薬をはじめ、数多くのメーカーが乱立し、競争は激しい。したがって、寡占市場であるがゆえに、業界内のライバル関係は極めて強いものになっている。

2.2.2 新規参入の脅威

酒類に関する事業を営むためには、酒税法により酒類の製造・販売・保管等のあらゆる免許を取得する必要があることや、ビール事業でいえば、すでに 4 社の寡占市場であるために、新規参入は容易ではない。しかし、近年、急速に力を強めた小売大手業者（イオン、セブン&アイ等）によるプライベート・ブランド（PB）の展開は、ナショナル・ブランド（NB）を展開するメーカーにとって、脅威となりうる。景気低迷によって消費者の生活防

衛意識が高まる中、NB よりも価格の安い PB 市場は拡大傾向にある。現在のところ、PB の脅威は中位程度であるが、今後さらに影響力を持つことが予想される。

2.2.3 代替品の脅威

ビール・ワイン・ウイスキー・焼酎等を取り扱う麒麟にとって、日本酒や清酒は酒類という観点からは代替品となりうる。清涼飲料事業においては、ほとんど全てのカテゴリーの商品ラインアップを取り揃えているが、「水分補給」という観点からいえば、浄水器を取りつけることによって、おいしい水を飲めるようになったこともあり、水道水も脅威といえる。しかし、代替品の脅威は相対的に弱いといえる。

2.2.4 供給業者の交渉力

供給業者としては、原材料（麦芽・とうもろこし・コーヒー豆・原油等）の供給業者、または取引を仲介する商社や、アルミ缶を供給する東洋製罐、包材を供給するレンゴー（ダンボール）やフジシール（ペットボトル用ラベル）等が挙げられる。原材料の取引価格は、供給業者との価格交渉ではなく、市場での取引価格を反映することになるが、その他の原材料を取り扱う供給業者にとっては、麒麟は大量に取引をする重要顧客であるため、価格交渉力は弱いといえる。

2.2.5 買い手の交渉力

買い手として近年、最も交渉力を持っているのが、イオンとセブン&アイの小売大手2社である。食品メーカーにとっては、大量に自社の商品を販売できる重要取引先であるが、大量に仕入れるため、価格交渉力は小売業者が強い。その他の販路では、業務店（レストラン・居酒屋・その他飲食店）がある。各社の営業マンは、人気の飲食店に自社の製品を取り扱ってもらえるよう熾烈な営業競争を繰り広げている。また、清涼飲料については、自動販売機による販売比率が4割程度と推測される。飲料各社は、パーマシン（一台当たりの売上高）の高い立地を獲得するために、学校や法人、病院等に営業活動を行っている。全国の自動販売機設置台数は、コカ・コーラが90万台、サントリーが44万台、麒麟が23万台であり、コカ・コーラの競争優位の源泉が自動販売機台数にあることが分かる。以上より、買い手の価格交渉力は強いといえる。

2.2.6 ファイブ・フォース分析まとめ

麒麟のファイブ・フォース分析をしたところ、麒麟にとって最も脅威となるのが業界内のライバル関係と買い手の交渉力である。今後プライベート・ブランドの拡大によって新規参入がさらなる脅威となる可能性があるものの、供給業者や代替品も含め、その他の競争要因については現在のところ大きな脅威となるには至っていない。

2.3 SWOT 分析

(資料 2.3) キリンの SWOT 分析

内部環境	強み (Strengths)	弱み (Weakness)
	◆ 発酵・バイオの先進技術 ◆ 上質なものづくり技術 ◆ リサーチ・マーケティングの技術 ◆ 資金力・財務基盤 ◆ 関係システム ◆ 情報システム ◆ 上記を支える経営管理体制	◆ 従業員の官僚的意識 ◆ 国内事業への依存度が高い ◆ 食品・清涼飲料のシェアが、酒類事業に比べて低い
外部環境	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	◆ 新興国経済の成長 ◆ 健康への意識の高まり ◆ 為替相場の変動(円高) ◆ 金融危機によるファンドの経営体力の低下	◆ 業界内での競争激化 ◆ 各国マクロ経済、為替相場、原油相場の変動 ◆ 少子高齢化による需要減 ◆ 若年層のアルコール離れ ◆ 新型インフルエンザ等伝染病の流行による社会的混乱 ◆ 気象条件、自然災害

2.3.1 強み (Strengths)

キリンの強みは、「発酵・バイオの先進技術」「上質なものづくり技術」「リサーチ・マーケティングの技術」という中核技術を軸に、関係資産、連携システム、情報システムのそれぞれ戦略資産が連携しあい、キリンの競争優位源泉を創出していることである。さらに、これらの強みを最大限に発揮するための優れた経営管理体制が構築されていることである。

2.3.2 弱み (Weakness)

キリンは「三菱」グループに属しており、組織風土が官僚的と評される。キリンビール元社長・荒蒔康一郎氏はピーク時で 60% あったビールシェアが 2001 年にアサヒに逆転された背景について、「ビールシェアで抜かれても、トータルではキリンの方が大きい」「我々は No.1 で強いのだ」という意識が消えておらず、「キリンがつくったものだから、売れないはずがない」とか「態度の悪い店には売らない」という意識があったことを振り返る。近年、国内酒類事業中心のポートフォリオから、多角化を進展させ、アジア・オセアニア地域を中心に海外展開を推進しているが、依然として国内事業への依存度が高いことが指摘される。また、酒類事業では国内トップであるが、清涼飲料事業では、コカ・コーラ、サントリーに次ぐ第 3 位というポジションが続いており、シェア向上が課題である。

2.3.3 機会 (Opportunities)

機会としては、新興国経済の成長が挙げられる。日本・米国・欧州の潜在成長率が 1~2% であるのに対して、中国の 8%をはじめ、新興諸国の経済成長率は先進国に比べて高く、将来的には、さらなる経済成長が期待できる国・地域に事業展開することが期待される。外国為替相場の変動については、実需取引では、対豪ドルの円高が、海外事業の収益悪化の要因となるなど脅威となりうるが、2008 年の金融危機後の円高進行は、海外事業の買収を狙う日本企業にとって、大きな機会といえる。さらに、金融危機でファンドの経営体力が低下したことで、M&A 入札時の価格高騰が抑制されたり、ファンドが保有する資産（会社）が従来よりも安い価格で売りに出されたりすることが考えられ、キリンにとって海外企業買収の機会となる。

2.3.4 脅威 (Threats)

脅威については、PEST 分析で指摘したとおり、マクロ経済、為替相場、原材料価格の変動や、人口減少・少子高齢化の進展、若年層のアルコール離れ、新型インフルエンザの流行、気候条件等、様々な要因が挙げられる。国内酒類・飲料事業においては、景気変動よりも夏場の天候により大きく売上が左右されることがある。2009 年 8 月は冷夏と雨天の日が続いたことで、ビール系飲料の出荷数量は前年同月に対して 94%と大幅に落ち込み、統計発表開始後、最低の出荷数量を記録した。

3 キリンの経営計画

戦略分析をするにあたり、長期経営計画、中期経営計画、単年度経営計画を示す。

3.1 長期経営計画「キリン・グループ・ビジョン 2015」

キリンは 2006 年 5 月に、2015 年に向けたキリングroup長期経営構想「キリン・グループ・ビジョン」（略称：KV2015）を策定、発表した。

3.1.1 策定の背景

キリンは 2006 年までの 10 年間に於いて、総合酒類会社への進化、飲料事業の成長、アジア・オセアニアを中心に海外事業を拡大、多角化の進展（医薬事業・機能食品）、コスト構造改革等の経営革新を続け、一定の成果を出してきた。そのような環境の下、キリンが長期経営構想を策定するに至った背景として、国内ビール系総市場の縮小、海外の大手ビールメーカーの再編と統合、国内飲料事業の競争激化、酒類・飲料間のボーダレス化と消費者ニーズの多様化という国内外の業界の動きがあった。そして、少子高齢化時代の到来、事業者間の競争激化、グローバル化、市場・流通の構造変化等、予想を超えて加速する経営環境の変化に対応するためには、現状のビジネスの延長線上では成長できないと考え、

環境を自ら変えていく攻めの姿勢が必要だと考えた。その結果、10年先を見据えた飛躍的な成長シナリオが必要だとして、長期経営構想を策定することとなった。

3.1.2 KV2015 概要

3.1.2.1 2015 年のビジョン

2015 年のグループビジョンとして以下の 3 つの成長シナリオを掲げた。

- いつもお客様の近くで様々な「絆」を育み、「食と健康」の喜びを提供する
- 「発酵・バイオ」「モノづくり」「リサーチ・マーケティング」の技術を総合し、独自の価値と最上の品質を追求する
- 酒類・飲料・医薬を主力事業として、アジア・オセアニアのリーディングカンパニーを目指す

3.1.2.2 目指す姿

グループビジョンのもと、キリンの目指すべき姿を以下のとおり示した。

- 「信頼」と「躍進」のブランドとして、KIRIN ブランドの価値向上を図る
- 各事業は独自の強みを基盤に自立し、3 つの成長シナリオの実現を目指す
 - 酒類事業と飲料事業の総合的な連携を強め、確固たる収益基盤を築く
 - アジアの複数市場において、グループ内やパートナー企業との連携により事業成長基盤を築く
 - 技術力を結集し、酒類・飲料と医薬をつなぐ「食と健康」領域において新たな主力事業を築く
- 大地の恵みを糧に業を営む企業グループとして、地球環境保全をはじめとした社会的な役割を主体的に果たし、安心して快適な社会の維持発展に貢献する
- 「挑戦」「達成責任」「協働」を基本姿勢として、一人一人が能力をいかんなく発揮し、競争優位の原動力となる

3.1.2.3 2015 年の到達目標（連結）

- 売上高 3 兆円（酒税込み）、2 兆 5 千億円（酒税抜き）
- 営業利益率 10%以上（酒税抜き）
- 海外比率（売上高および利益） 約 30%（酒税抜き）

（資料 3.1.1.3）到達目標

到達目標		2006年(見込み)	2015年
売上高	酒税込み	1.6兆円	3兆円
	酒税抜き	1.2兆円	2.5兆円
営業利益率	対酒税抜き	9%	10%以上
海外比率	売上高(酒税抜き)	19%	約30%
	営業利益	27%	約30%

3.1.3 KV2015 基本方針

キリンは、目指すべき姿・財務目標の達成に向けた基本方針として以下の 5 つの基本方針を掲げた。

3.1.3.1 「技術力」と「顧客関係力」を両輪としたキリングループの強みづくり

「お客様本位」「品質本位」を追求する上で、キリングループの強みの両輪を「技術力」と「顧客関係力」と考え、それぞれを強化するとともに、相互連鎖を高める。「技術力」とは、発酵・バイオの先進技術やモノづくり・品質へのこだわりと、顧客ニーズを商品・サービスに反映させるリサーチ・マーケティング力を合わせたものと考え、「顧客関係力」は顧客との双方向コミュニケーションを全ての業務に組み込むことと、顧客の心理・嗜好の研究により、顧客を常に感じ信頼関係を構築していることと捉えた。これらを強みとして、キリングループならではの価値提案を実現することを目指す。

3.1.3.2 KIRIN ブランドへの貢献視点を加えたグループ経営の推進

KIRIN が「信頼」と「躍進」のブランドとして顧客から支持されるとともに、グループの求心力としての役割を果たすべく、一層のブランド価値向上に取り組む。そのために、財務的な視点にブランド貢献の視点を加え、各事業がキリングループの企業価値向上に果たす役割を明確にしたグループ経営を推進する。また、2007 年の創立 100 周年に向けて、KIRIN ブランドのあるべき姿を明確にし、新たな経営理念やグループスローガンなどの理念体系について再構築を進める。

3.1.3.3 基盤事業の強化と、飛躍的な成長のための 3 つのシナリオの実現

キリングループの基盤事業である国内酒類事業を磐石な体制にするとともに、グループ R&D や生産技術の強化、積極的な投資などにより、総合飲料グループ戦略と国際化の推進、健康・機能性食品事業の構築といった 3 つの成長戦略に取り組むことで、飛躍的な成長の実現を目指す。

3.1.3.3.1 基盤事業である国内酒類事業の再成長

キリングループの強みとして「技術力」と「顧客関係力」を発揮し、魅力的な商品提案や販売方法の開発のほか、将来の市場環境の変化を捉えて新たな需要を創出するカテゴリーを提案するなど、進化した総合酒類戦略を展開する。

3.1.3.3.2 総合飲料グループ戦略の推進

事業を取り巻く市場のボーダレス化に対応し、グループシナジーの最大化を実現するため、市場を酒類と飲料を合わせた全体で捉え、酒類事業と飲料事業の連携を拡大する総合飲料グループ戦略を推進することとした。ブランドマネジメントや国際事業、外部との連携、新規事業開発といった経営戦略面をはじめ人事、R&D のほか、事業におけるバリューチェーン全体での連携を強化し、顧客の期待に応える価値の創造を目指す。さらに、成長分野に積極的に資源投入し、よりダイナミックな事業展開で顧客の支持最大化を目指す。

3.1.3.3.3 国際化の進展

アジア・オセアニアでのリーディングカンパニーとなり、2015 年の目標海外比率 30%を実現することを目指し、国際化を推進する。アジア・オセアニアの中でも高い成長性が期待される中国および ASEAN を中心に事業拡大を進め、新たな成長基盤の確保と、海外グループ会社との連携によるグループシナジー拡大を目指す。また、「技術力」と「顧客関係力」をキリングループの強みとして現地化を推進し、地域の文化やニーズを反映した顧客にとって魅力のある商品・サービスを提供することで、「食と健康」領域で顧客の生活価値向上に貢献することを目指す。

3.1.3.3.4 酒類、飲料、医薬に次ぐ健康・機能性食品事業の構築

飛躍的な成長を実現するために、「食と健康」領域の中で、酒類・飲料事業と医薬事業をつなぐ中間領域となる健康・機能性食品事業を次なる主力事業として位置付ける。健康食品という従来の事業領域に留まらず、発酵・バイオの先進技術をはじめとした技術力をいかし、味覚や健康に関する独自の食品素材を開発するとともに、素材を活かした“食を通じての健康維持”を提供価値とする商品・サービスを提案する。

3.1.3.4 純粋持株会社制の導入による新たなグループ経営体制の構築

「KV2015」で掲げている飛躍的な成長を実現するため、各事業とグループ本社の役割と責任を明確にしたマネジメントスタイルとして、2007年7月に純粋持株会社制を導入し、国内酒類事業、飲料事業、医薬事業などの各事業会社を並列に配し、成長戦略の推進に適した組織構造を構築する。持株会社では、機能をグループ全体の経営戦略機能とそれに伴う専門サービス機能に絞り込んでスリム化し、成長機会となる投資案件の発掘と適正な優先順位付けによるグループ最適の投資判断、R&D の技術成果や知的財産のグループ全体での活用推進、新規事業の創出と育成、事業間シナジーの促進を狙う。各事業会社では、権限の委譲と同時に責任を明確化し、市場に密着して環境変化への対応スピードを向上させることで自律的な成長を図る。あわせて、柔軟な資源配分とそれに伴う投資などにより、一層の成長を目指す。また、複数の事業に関わる汎用性のある専門サービス機能と標準化

されたグループ共通業務は、分社する機能分担会社を集約し、人材やスキル面でのグループ経営効率とコスト効率の向上を図る。

3.1.3.5 グループ CSR の推進とグループ組織運営改革

キリンは、大地の恵みを糧に事業を行う企業グループとして、地球環境保全をはじめとした社会的な役割を主体的に果たし、安心して快適な社会の維持発展に貢献することを目指した。CSR を“社会から信頼をいただくための取り組み”と捉えて、グループ全体で推進する。また、組織運営においては、「挑戦(Challenge)」「達成責任 (Commitment)」「協働 (Collaboration)」の 3C を基本姿勢として、社員一人一人が能力を遺憾なく発揮し、2015 年に向けた成長の原動力となることを目指す。

3.2 中期経営計画「KV2015 ステージ I」

キリンは、2006 年 12 月、長期経営構想「KV2015」を実現するための第 1 ステージとして、「2007－2009 年キリングroup 中期経営計画」を策定した。

3.2.1 「2007－2009 年中期経営計画」の骨子

2007 年は、キリン創立 100 周年を迎えるとともに KV2015 の実現に向けた最初の中期経営計画がスタートする重要な年である。“攻めの姿勢”とスピード感を持って、従来の延長線ではない飛躍的な成長に向けた取り組みを推進する。2004 年からの中期経営計画では、「お客様本位」「品質本位」に基づいて開発提案型企业への転換を図り、「のどごしく生>」をはじめとした様々な新しい商品提案とともに価値営業を推進し、酒類事業の復活と国内外での酒類と飲料事業の連携強化を実現してきた。2007 年からの中期経営計画では、これまでの成果を活かして、すでに進行中の取り組みを加速させるとともに、企業価値の最大化を実現させるための構造改革やグループシナジーの拡大、必要な資源の積極投入により、グループプレミアムの創出と成長の実現を図った。また、新たなグループスローガン「おいしさを笑顔に」を掲げ、KIRIN が「信頼」と「飛躍」のブランドとして顧客に支持されることを目指す。

3.2.2 目標

「KV2015 ステージ I」の目標は以下の通りである。

- KIRIN ブランドがあらゆる企業活動を通じて、「信頼」「躍進」のブランドとして評価を得る
- 各事業の商品・サービスを通じて、「食と健康」の新たな喜びを提供する
- 安心して快適な社会の維持発展に貢献し、社会との共生を重んじる企業グループとして高い評価を獲得する

定性目標として、2015 年で売上高 3 兆円・ROE10%を視野に、2009 年に売上高 2 兆円超、ROE7%以上を達成することを挙げた。

(資料 3.2)「KV ステージ I」定性目標

定量目標		2009年 目標	2006年(見込み)	2006年比	2015年目標水準
連結売上高	酒税込み	21,500億円	16,800億円	+28.0%	30,000億円
	酒税抜き	17,000億円	12,700億円	+33.9%	25,000億円
営業利益		1,500億円以上	1,170億円	+28%以上	2,500億円
営業利益率	対酒税込み	7%以上	7.0%	Even	8%以上
	対酒税抜き	9%	9.2%	Even	10%以上
ROE		7%以上	5.4%	+1.6ポイント	10%
ガイドライン		2009年 目標	2006年(見込み)	2006年比	
セグメント別 売上高	酒類事業	13,400億円	10,749億円	+24.7%	
	飲料事業	5,300億円	3,993億円	+32.7%	
	医薬事業	900億円	650億円	+38.5%	
	その他事業	1,900億円	1,408億円	+34.9%	
売上高 計	酒税込み	21,500億円	16,800億円	+28.0%	
売上高 計	酒税抜き	17,000億円	12,700億円	+33.9%	
海外比率	酒税抜き売上高	22%程度	18%	—	
既存事業ベースの売上高		18,500億円	16,800億円	+10.1%	

3.2.3 基本方針の具体的取り組み

上記目標を達成するための基本方針として、大きく 4 つの基本方針と具体的な取り組みを示した。

3.2.3.1 基盤事業強化と飛躍的な成長の実現

3.2.3.1.1 国内酒類事業の再成長

グループの基盤事業である国内酒類事業を磐石な体制にするため、顧客の多様なニーズに応える価値提案を推進する。総合酒類事業を強化するとともに、ビール・発泡酒・新ジャンル計で総市場が減少傾向と予想される中、顧客から最も高い支持の獲得と定着を目指し、業界を大きく上回る増加率を達成することを目指した。ワインでは、メルシャンと業務提携を積極的に進め、商品ラインアップを拡充することにより、総合酒類事業の強化に努める。

また、設備投資に約 1,000 億円の投資を行い、生産量の増加や高付加価値商品の多品種製造に対応することで、新しくグループに加わったメルシャンも含めて長期的な安定供給体制と品質の優位性を確保し、再成長を確実なものにするとした。

3.2.3.1.2 総合飲料グループ戦略の推進

酒類・清涼飲料事業を包括した観点でとらえ、グループシナジーを最大化することで、飛躍的な成長を支える。キリンビール社とキリンビバレッジ社がそれぞれの事業の枠を越え

て、全てのバリューチェーンでの連携を強化し、酒類・飲料双方の競争力を強化するとともに、顧客の期待に応える新たな価値を創造していく。既に取り組んでいる商品開発や製造、営業面での連携を強化し、キリンビール社のリサーチ・マーケティング力を飲料事業にも活用することで、画期的な商品開発や先進的な営業活動を実現し、競争優位な事業体制づくりを行う。また、国内外での戦略的提携を積極的に展開することで、清涼飲料業界で国内No.2に迫るポジションの獲得を目指す。

3.2.3.1.3 国際化の推進

2015年に売上高海外比率30%の実現を目指し、アジア・オセアニアを重点市場に「食と健康」領域でキリングroupの存在感を高める取り組みを行う。ライオンネイサン社（オーストラリア）、サンミゲル社（フィリピン）との戦略的な事業提携を推進するとともに、新たな事業基盤として、酒類だけでなく飲料や医薬事業を含め高い成長性が期待されるASEANでの事業展開を進める。中国市場では、麒麟(中国)投資有限公司を飛躍的な成長を実現するための要と位置付け、戦略的提携を積極的に展開する。重点地域（長江デルタ、珠江デルタ、東北三省）では、ビール会社である杭州千島湖酒有限公司社への資本参加契約を締結し、長江デルタでのキリンブランドの製造拠点の確保と両社の強みをいかした商品展開を実現する。珠江デルタでは、2007年6月に珠海市内に完成予定の新ビール工場を活用して事業規模の拡大を目指す。

3.2.3.1.4 健康・機能性食品事業の展開

健康・機能性食品事業を酒類、飲料、医薬に次ぐ第4の柱と位置付け、キリン ヤクルト ネクストステージ社を中核に、新たな価値を持つ健康・機能性食品を提案していく。健康食品という従来の事業領域にとどまらない商品提案を実現するため、キリングroupのR&Dにおける重点領域を健康・機能性食品事業と位置付け、優先的な資源配分による研究開発を進める。発酵・バイオの先進技術をいかし、ヤクルト社との共同研究を強力に推進し、キリンビバレッジ社とも連携して、新たな食品素材の開発をスピードアップする。また、必要な食品加工技術をもつ企業との提携も検討し、事業基盤の強化を図る。武田キリン食品社では、発酵・生産技術をベースに、おいしさと健康を訴求した調味料や食品素材の開発・提供を推進する。2007年に、インドネシアに世界トップクラスの生産性と品質を有するうま味調味料の製造拠点が本格稼動することで、キリングroupの重点エリアであるアジア・オセアニアでの事業拡大を図り、競争力を強化する。

3.2.3.1.5 医薬事業の成長加速と独自の強みを生かしたアグリバイオ事業の展開

医薬事業では、腎臓、がん（血液分野を含む）、免疫・感染症の重点領域を強化するとともに、将来を担う柱と位置付けている抗体医薬品、細胞医薬品の開発を進め、新たな医療価値の創造を目指す。また、MR（医療情報担当者）を増員して国内販売体制を強化するとともに、海外では、ASEANでの事業拡大やさらなる成長に向けて米国での開発体制の構

策に取り組む。アグリバイオ事業では、花き・バレイショを中心とする植物分野で種苗事業に資源を集中し、先進的な育種と増殖技術をいかした事業展開により、高品質・高付加価値商品を提供していく。

3.2.4 企業価値の最大化に向けた財務戦略

企業価値の最大化に向けて、株主重視の経営および飛躍的な成長を実現するための財務戦略を推進する。株主還元策は、成長戦略の実現による配当の増額を基本と位置付け、2007年度から、従来の単社ベース 30%から連結ベースで 30%以上の配当性向を新たな指標とする。また、資産の見直しを進め、バランスシートを改善するとともに、自己株式取得を機動的に行う。成長戦略の実現に向けて、約 2,500 億円の設備投資を行うとともに、飛躍的な成長に必要な事業投資として 3,000 億円程度を備え、必要な資金については有利子負債の活用を検討する。目標利益を達成し、資本効率を改善することにより、2009 年までに ROE7%以上を達成し、2015 年には ROE10%を目指す。

3.2.5 新グループ経営体制による運営

2007 年 7 月に純粋持株会社制を導入し、キリンホールディングス社のもと、国内酒類事業のキリンビール社、メルシャン社、飲料事業のキリンビバレッジ社、医薬事業のキリンファーマ社、健康・機能性食品事業のキリン ヤクルト ネクストステージ社などの事業会社と併せて、グループ共通の間接業務を担う機能分担会社であるキリンビジネスエキスパート社を並列に配する新たなグループ経営体制をスタートし、国内酒類事業の再成長や総合飲料グループ戦略、国際化、医薬事業の成長加速などの成長戦略を着実に実行する。（内容は 2006 年 5 月発表の長期経営構想「KV2015」と同じ）

3.2.6 KIRIN ブランドの価値向上とキリングroup C S R の確立と実践

KIRIN が「信頼」と「躍進」のブランドとして顧客から支持されるとともに、グループの求心力としての役割を果たすべく、新たなグループ経営理念、グループスローガン、CI 体系を導入し、社員一人一人が KIRIN ブランドの価値向上を担っていく。経営においても、財務的な視点にブランド貢献の視点を加え、各事業がブランドの価値向上に果たす役割を明確にしたグループ経営を推進する。CSR においては、社会からの信頼性向上を目指し、コンプライアンスのさらなる徹底と内部統制の基盤としてのリスクマネジメントをグループで推進するとともに、食の安全・安心に応える品質や、適正飲酒などのアルコール問題を酒類メーカーとして正面からとらえ、基盤的な取り組みを徹底する。

3.3 2007-2009 年キリングroup 修正中期経営計画

2008 年 8 月、キリンは協和発酵工業社やナショナルフーズ社などへの大型投資を成立させた結果、「大胆な資源配分による成長」を実現させ、中期経営計画の売上高と営業利益の

目標については、2008 年中に前倒しで達成できる見通しになったことをうけ、一部目標を上方修正するとともに、目標達成に向けた修正計画を策定した。

3.3.1 修正中期経営計画の概要

本中期経営計画の後半は、経営の質的向上を実現することで、残る目標である ROE および営業利益率を達成すると同時に、次期中計のゼロ年度としてもとらえ、一足早く新たな課題にも着手し、長期経営構想「KV2015」のより早い実現を目指す。します。最重点課題として、基盤となる事業会社の自律的な成長をより磐石なものにするとともに、グループシナジー創出に適したグループ組織体制へと改善する。そして新たなステージに向け、シナジー効果の高い投資も引き続き探索する。

3.3.2 修正中期経営計画における強化ポイント

2006 年に策定した当初の中期経営計画から、修正中期経営計画では、以下の強化ポイントが修正された。特筆すべきは、当初の中計で設定していた 3,000 億円の事業投資(M&A)を修正中計発表時までには使い果たしていたので、次期中計と合わせて 2012 年までに新たに 3,000 億円を投じると決定したことであり、キリンの積極的な経営姿勢が現れている。

- 「事業会社の自律的な成長」⇒ 総合飲料グループ戦略推進に向けた事業構造改革
- 「グループ内シナジーによる成長」⇒ 機能強化のためのグループ組織体制の改善
- 「大胆な資源配分による成長」⇒ 次期中計とあわせ総額 3,000 億円規模の事業投資

3.3.3 修正中期経営計画 定量目標

キリンは、定量目標を上方修正し、2010 年中期経営計画（次期中計）を見据え、早期に 2009 年中計をクリアーし、長期経営構想「KV2015」の早期達成を目指すとした。

3.4 2009 年単年度経営計画

2009 年は、前述の「2007-2009 年キリングループ中期経営計画」の最終年であり、次期中計のゼロ年度として位置づける年である。2009 年は、修正中期経営計画で強化ポイントとして掲げた「事業会社の自律的な成長」「グループシナジーによる成長」「大胆な資源配分による成長」の“3つの成長パターン”を軸に経営に取り組み、“量的拡大”から“質的拡大”への変革を実現することで、キリンブランドの価値向上を目指すとした。

3.4.1 2009 年基本方針

2009 年の事業計画を実行するにあたっての基本方針として、以下の 4 点を挙げた。

- “3つの成長パターン”を軸とした、基盤事業の強化と飛躍的な成長の実現

[1]国内酒類事業の再成長

- [2]国内総合飲料グループ戦略の推進
- [3]国際総合飲料グループ戦略の推進/国際化の推進
- [4]健康・機能性食品事業の展開
- [5]医薬事業の成長加速
- [6]既存各事業の展開
- [7]コスト競争力の強化

- グローバルな競争環境下での強みとなるグループシナジーの創出
- 企業価値の最大化に向けた、最適なグループ経営体制の構築と運営力強化
- キリングループ CSR の推進

3.4.2 具体的な取り組み

3.4.2.1 事業会社の自律的成長

キリングループは、グループシナジーからプレミアムを創出することで、企業価値を高め、アジア・オセアニアのリーディングカンパニーとなることを目指している。その基盤となる「事業会社の自律的成長」を加速するためには、各事業においてシナジーを最大化することが重要である。グループ全体を牽引するキリンビール社は、引き続き総合酒類提案力の向上や、グループ連携強化により顧客から支持されるとともに、厳しい事業環境の中でも安定した利益を生み出す強い企業体質を構築することを目指す。メルシャン社は、ワイン・加工用酒類へ経営資源を集中し、収益性の改善に取り組むとともに、ワイン事業では「ストロング NO.1」に向け、「選択と集中」、顧客を重視した戦略を展開する。キリンビバレッジ社は、顧客本位の原点に立ち戻り、“量的拡大”から“質的拡大”へと大きく戦略を転換する。中長期的な成長をにらみ、まずは「収益基盤の構築」と「新たな競争軸の強みづくり」に取り組む。海外事業では、2015年の海外売上高比率30%実現に向けて、引き続きアジア・オセアニアを中心に各事業の“質的拡大”を目指す。医薬事業でも統合シナジーを最大化すべく、「がん」「腎」「免疫疾患」を中心とした領域で、抗体技術を核とした最先端のバイオテクノロジーを駆使し、世界の人々の健康と豊かさに貢献するグローバル・スペシャリティファーマを目指す。

3.4.2.2 グループシナジーによる成長

「売上シナジー」と、効果的活用や整理統合することで生み出す「コストシナジー」の創出を2009年から次期中計にかけて最重要課題として取り組む。「売上シナジー」については、キリンビール社およびキリンマーチャンダイジング社とメルシャン社の連携による販売チャネル強化、キリンビール社とキリンビバレッジ社による業務用市場や自販機設置での協働、医薬事業での統合による販売強化などを、具体的施策と定量目標で進捗管理する。「コストシナジー」では、すでに一部開始しているグループでの調達コスト削減施策や製造における協働、グループ最適の観点からの生産・物流拠点の見直しなどに取り組む。

同様に海外グループ戦略においてもシナジー目標を設定し、中国では麒麟（中国）投資有限公司を中心に、豪州でもさらなる成長に向けた戦略を推進する。

3.4.2.3 大胆な資源配分による成長と財務戦略

「事業会社の自律的成長」と「グループシナジーによる成長」をより高次元で実現するために、既存の中核事業と商品やエリア的にシナジー創出効果が高い分野への投資を引き続き探索する。

<投資計画の基本方針>

1. 独自の成長戦略である「総合飲料グループ戦略」推進
2. 売上/コストシナジーを創出する飛躍的な成長
3. コストシナジーを創出するためのインフラ・機能強化

これらの施策を支えると同時に企業価値の最大化に向けて、株主重視の経および飛躍的な成長を実現するための財務戦略を推進する。飛躍的な成長に向けた事業投資に必要な資金については、引き続き保有資産の整理や事業ポートフォリオの見直しを進めるとともに、格付けや財務健全性を考慮したうえで、必要に応じて借入金・社債などの負債による資金調達を主体として検討する。配当については、連結配当性向 30%以上を指標とし、安定的な配当を基本に実質的利益水準の向上にともなう配当の増額を目指す。

3.4.2.4 CSR の推進

キリングroupは、企業価値の継続的拡大のために、すべての企業活動に CSR の視点を組み込み、「事業を通じての CSR」と「企業市民としての CSR」の2つの面から積極的に推進し、自然・社会との共生を図ることを目指す。「事業を通じての CSR」では、日々の事業活動の中で CSR を常に意識することで、より高いレベルでの CSR を実現する。「企業市民としての CSR」では、事業活動の領域を超えたステージで、環境・スポーツ支援などの社会貢献活動を推進する。

3.4.3 2009 年定量目標

キリンは、2009 年の定量目標を下表の通り発表した。修正中計発表時（2008 年 8 月）から世界経済は大きく変化しており、特に円高（豪ドル安）はキリンの想定を超えるものであった。売上や営業利益については、2008 年実績では当初目的をほぼ達成したが、厳しい経済情勢をふまえ、2009 年目標を再設定し、長期経営構想「KV2015」の早期達成を目指すとした。

3.5 キリンの経営計画の評価

キリンの長期経営計画、中期経営計画、単年度経営計画を見てきたが、それぞれの期間ごとの戦略が明確に明示されており、かつ的確に実行されている点において、高く評価できる。長期経営計画の中での中期経営計画の位置づけ、中期経営計画の中での単年度経営計

画の位置づけが、戦略ごとにブレークダウンされており、ステークホルダー（従業員・株主・取引先・社会）に対して経営の説明責任（Accountability）を十分に果たしている。

4 戦略分析

キリンの経営戦略を分析するにあたり、経営理念とビジョン、企業価値創造、戦略資産、成長戦略、事業ポートフォリオ戦略を明らかにする。

4.1 経営理念

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」の新たなよこびを広げていきます。』というグループ経営理念を掲げて事業を行っている。グループ行動宣言をステークホルダーとの約束とし、事業を通じた CSR 活動をすすめる一方で、企業市民としての CSR 活動を推進することで、グループ経営理念の実現を目指している。

また、従業員に対しては価値観・行動の基本姿勢を示した「KIRIN WAY」が存在している。

「KIRIN WAY」では、会社が成長するためには従業員一人ひとりが挑戦（Challenge＝チャレンジ）し、立てた計画や目標を着実にやり抜く（Commitment＝コミットメント）と共に、互いに協力・協働し合う（Collaboration＝コラボレーション）という基本姿勢を行動として実践することが重要であるとし、会社や従業員自身の活動が、「お客様本位」「品質本位」「先駆」「誠実」という価値観に基づいて行われているかどうか確認している。

4.2 企業価値創造

4.2.1 顧客価値

キリンでは、健康志向のさらなる拡大を踏まえ、「定番商品強化」「健康志向への対応強化」「総需要拡大」の3つの課題に取り組んでいる。また、グループの技術力を活かした「エビデンスマーケティング（商品を通じて、わかりやすい根拠・裏づけのある価値を顧客に提案していくマーケティング手法）」の考え方にに基づき、商品を通じて明確な価値提案を行うことで、多様化する顧客ニーズへの対応を積極的に取り組んでいる。ビール業界では、単一銘柄が定番として市場に定着し、利益面で貢献する数量の目安が1000万箱といわれている。2008年に販売量1000万箱を超えた上位11銘柄のうち、キリンは5銘柄を占め、ビール、発泡酒、新ジャンルのそれぞれのカテゴリーでヒット商品を有している。また、2009年1月から9月までの販売実績において、3年ぶりにアサヒから首位の座を獲得したことは、顧客価値創造の成果であろう。

(資料 4.2.1) 販売量 1000 万箱超のビール系飲料 (2008 年)

ブランド	分	メーカー	販売量 (万)	前年比伸び率 (%)
スーパードライ	ビール	アサヒ	12,530	▲ 4.1
のどごし<生>	新ジャンル	麒麟	4,090	7.1
一番搾り	ビール	麒麟	3,650	▲ 4.9
麒麟淡麗<生>	発泡酒	麒麟	3,370	▲ 6.9
麒麟ラガービール	ビール	麒麟	2,650	▲ 12.8
黒ラベル	ビール	サッポロ	2,155	▲ 4.7
淡麗グリーンラベル	発泡酒	麒麟	1,730	▲ 8.9
クリアアサヒ	新ジャンル	アサヒ	1,412	-
金麦	新ジャンル	サントリー	1,196	133.0
ザ・プレミアム・モルツ	ビール	サントリー	1,149	21.0
スタイルフリー	発泡酒	アサヒ	1,138	37.1
エビス	ビール	サッポロ	1,082	▲ 9.7
ジョッキ生	新ジャンル	サントリー	1,038	▲ 8.0

(出所) 各社広報発表資料

4.2.2 株主価値

麒麟では IR 室を設置し、株主・投資家に対して、透明性、公平性、継続性を基本に、迅速な情報提供に努めている。また、情報発信するだけでなく、株主・投資家から寄せられた意見を「市場の声」として定期的に経営陣へフィードバックし、経営への提言も交えるなど、市場と経営陣の双方向コミュニケーションを重要なミッションと位置づけている。決算説明会、株主総会、投資家向け説明会のほか、ホームページを通じた情報提供を積極的に行っている。これらの取組みの結果、日本アナリスト協会が発表している「ディスクロージャー優良企業選定」では、継続的な IR 活動が評価され「高水準でのディスクロージャー維持企業」の 1 社として表彰を受け、世界の機関投資家向け専門情報誌「Institutional Investor」(本社：米国)において、2008 年の日本の飲料・食品・タバコセクターの IR 部門で、「Most Shareholder Friendly Companies」に選出された。麒麟は、配当と自己株式の取得を株主還元と位置づけている。配当については、連結配当性向 30%以上を指標とし、安定的な配当を基本に実質的利益水準の向上に伴う配当の増額を目指している(2008 年の配当性向は 27%)。自己株式の取得についても、成長戦略に向けた投資の進捗と財務健全性を鑑み、機動的に実施するとしている。株価は(1.2.3.4.2 株式・負債価値)で見たとおり、市場平均(TOPIX)を上回る水準で推移しており、配当性向についても上場企業の平均(20%)を超えて実施している。以上から、麒麟が株主価値向上に積極的に取り組んでいることが分かる。

4.2.3 従業員価値

(4.1 経営理念) で説明したキリングroup経営理念の下に「KIRIN WAY」と「グループ行動宣言」がある。「グループ行動宣言」では従業員に対して「人間性の尊重」という考え方を示している。これは、「自ら成長し、発展し続けようとする従業員一人ひとりの努力と個性（人間性）を尊重し、完全燃焼できる場を提供する」というものである。また、グループで働くすべての従業員に求める「価値観」と「行動の基本姿勢」である「KIRIN WAY」を示し、これに基づく企業活動を志向していくこととしている。キリンビールなどでは、「KIRIN WAY」を人事考課のしくみにも取り入れて定着を図っている。従業員一人ひとりがいきいきと働ける職場づくりのひとつに、ワーク・ライフ・バランスの充実を掲げている。キリンビールでは、男女問わず、従業員が仕事と家庭生活を両立できる環境を整えることを目標に、育児・介護休業の有給化や配偶者の転勤・自己啓発等により会社籍を置いたまま一定期間休職できる仕組みなどを導入している。キリンホールディングス、キリンビール、キリンビジネスエキスパート（グループ全体に共通する総務、経理、人事、調達などの間接業務を担当）の年間平均給与は 895 万円（2008 年、3992 人）となっている。アサヒビール（892 万円）、サッポロホールディングス（860 万円）、食品業種平均（643 万円）、1 部上場会社平均（644 万円）に比べて高い水準となっている。以上より、報酬面でも従業員価値を高めている姿勢がうかがえる。

4.2.4 社会的価値

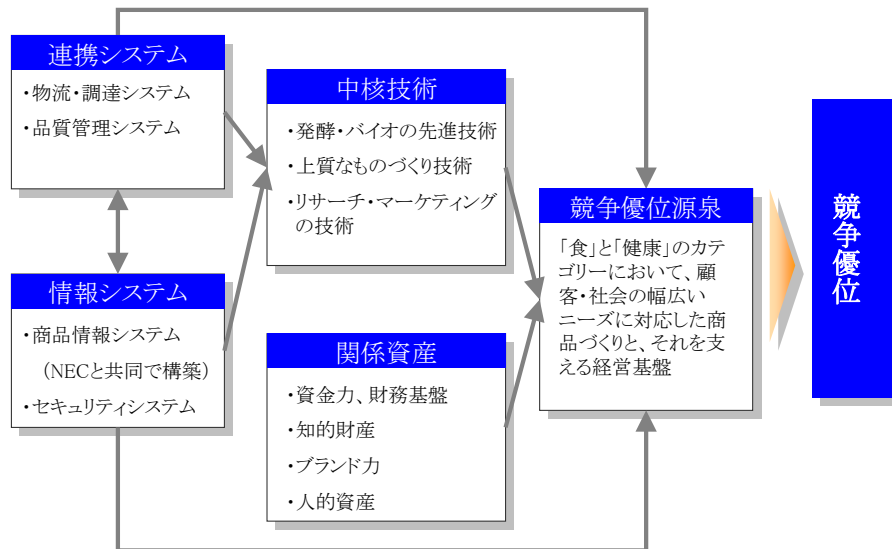
キリングroupは、これまで CSR を（1）企業として基盤となる取組み（2）社会とのコミュニケーションを深める取組み（3）社会との共生をめざす取組みという大きく 3 つの取組みで進めてきたが、これらを「事業を通じての CSR 活動」と「企業市民としての CSR 活動」の 2 つの取組みに大別し、事業を通じての CSR 活動の重要性と顧客・従業員・株主・社会というステークホルダーへ価値を提供していくことを明確にした。事業を通じての CSR 活動としては、品質への取組みがある。顧客が安心して楽しむことの出来る商品を提供するために、商品開発の段階から顧客に商品を届けた後まで、一貫した品質保証システムの高度化に取り組んでいる。企業市民としての CSR 活動としては、環境への取組みがある。「地球環境の保全」を最重要の経営課題と認識し、事業活動のあらゆる場面において、環境保全施策を内在化させた取組みを推進している。容器のリサイクルや環境に配慮した容器開発のほか、全国での森林保全に取り組む「水の恵みを守る活動」や、工場の再資源化率 100%達成などの環境保全活動を継続し、地球温暖化の防止に積極的に取り組んでいる。

顧客が口にする商品を扱っているからこそ、安心・安全な商品作りはもちろんのこと、社会的価値を高める環境や社会貢献活動の重要性は高い。キリンはグループを挙げて、積極的な CSR 活動に取り組んでおり、社会価値創造について評価できる。

4.3 戦略資産

現状におけるキリンの戦略資産を図示すると次の通りである。

(資料 4.3) キリンの戦略資産



4.3.1 中核技術

キリンの中核技術は、長年培ってきたグループの DNA ともいえる「発酵・バイオの先進技術」、安全で洗練された商品を作る「上質なものづくり技術」、および顧客のニーズをつかみ、新しい価値を提案する「リサーチ・マーケティングの技術」であり、キリングループの競争力の源泉となっている。

4.3.2 連携システム・情報システム

中核技術を補完するものとして、連携システムや情報システムがある。キリンは、温室効果ガス排出の削減に向けサプライチェーンを改善し、共同配送・トラックの積載効率向上・モーダルシフトによって、CO2 削減に取り組むとともに、サッポロと共同配送を実施することでコストを削減してきた。また、調達においても、2007 年からサントリーと共同調達を開始し、コスト削減を進めている。食の安全性の向上をキリングループ各社にわたって支援する「キリンホールディングス フロンティア技術研究所 食品安全科学センター」は、製品・原料の安全性を保証するための高度な分析・評価法を整備し、グループ全体の品質保証レベルを向上させている。システム関連会社のキリンビジネスシステムは NEC と共同で、「商品情報システム」を構築している。約 1000 点に上る商品の原材料や包装材、産地などの情報を一元管理し、特定の原材料を用いた商品などを瞬時に検索でき、食品の安全性の向上に役立っている。

4.3.3 関係資産

キリンの関係資産としては、豊富な資金力と財務基盤、ブランド力、人的資産等が挙げられる。キリンは、2000 年まで無借金経営を続けていたが、2008 年末では 6,400 億円の有利子負債がある。近年の積極的な M&A 戦略を支えてきたのは、強固な財務基盤と資金調達能力である。商品開発の際に得られた技術性を着実に知的財産権として蓄積し、キリングループの優位性を獲得する資産として活用している。キリングループの国内特許権保有件数は 848 件（2008 年末）。キリングループは、長期経営構想「キリン・グループ・ビジョン 2015」において、「KIRIN ブランドの価値向上」を経営上の重要課題の一つとして掲げている。「KIRIN」をグループブランドとして位置づけ、信頼の躍進のブランドとして顧客から支持を得るとともに、グループの求心力としての役割を果たしている。グループ内においては、グループ経営理念や KIRIN WAY、グループ行動宣言などの理念体系のもと、従業員一人ひとりが日々の事業活動において、「KIRIN」ブランドの向上に努めている。

4.3.4 競争優位源泉

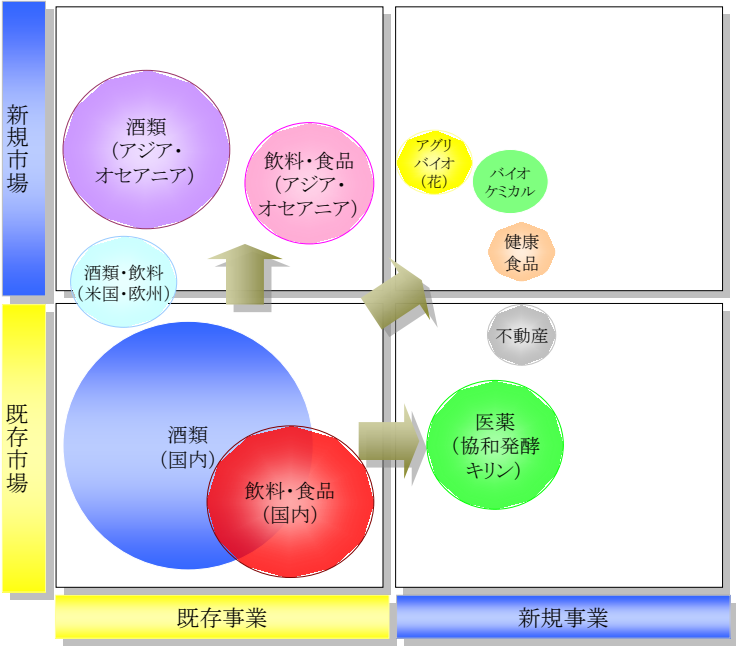
中核技術を軸に、関係資産、連携システム、情報システムのそれぞれ戦略資産が連携しあい、キリンの競争優位源泉を創出している。キリンの競争優位の源泉は、「食」と「健康」のカテゴリーにおいて、顧客・社会の幅広いニーズに対応した商品作りと、それを支える経営基盤である。

4.4 企業成長戦略

キリングループは、ビール系飲料・ワイン・ウイスキーを中心とした国内酒類事業で得たキャッシュフローを、アジア・オセアニア地域の酒類、飲料・食品事業を中心に積極的に投資することによって、アジア・オセアニア地域でのトップ総合飲料メーカーになることを目指している。米国や欧州での売上は、アジア・オセアニアに比べると小さく、グローバル化を進展させる上で課題である。また、2008 年に協和発酵を連結子会社化して、大幅に拡大した医薬事業は、収益率が既存の酒類・飲料事業に比べて高く、キリングループの事業の核となりつつある。成長分野として、健康食品事業、アグリバイオ事業（花ビジネス）、バイオケミカル事業にも進出している。これらはビールや飲料の研究開発で培ったコア技術を応用しており、将来的には事業の一つの核になることが期待される。また、規模は小さいながらも、不動産事業として、㈱横浜アリーナ、㈱横浜赤レンガ等で不動産事業を展開しているが、2009 年 10 月に JR 尼崎駅北口の工場跡地に複合商業施設「COCOE（ココエ）」をオープンした。キリンは 2009 年度の事業方針において、「事業会社の自律的成長」「グループシナジーによる成長」「大胆な資源配分による成長」の 3 つの成長パターンを質的拡大の実現に向けて集中させるとしている。酒類事業で獲得したキャッシュをどの分野にいくら配分するか、また、シナジー効果が働かず、収益を獲得できない事業か

らどう撤退するのか、明確な基準を設けて、将来の企業成長に向けた事業の「選択」と「集中」をすることが重要である。

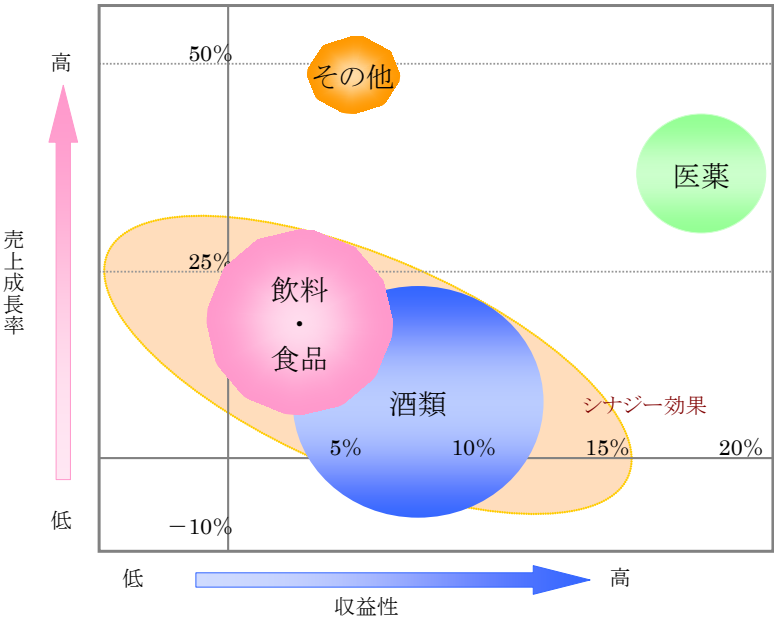
(資料 4.4) キリンの企業成長マトリックス



4.5 事業ポートフォリオ

下図にキリンの事業セグメントに基づく事業ポートフォリオを示す。

(資料 4.5) キリンの事業ポートフォリオ (2008 年末)



- ・ 売上成長率は 2004 年 12 月期から 2008 年 12 月期の売上高増加率の平均値
- ・ 収益性は 2004 年 12 月期から 2008 年 12 月期の営業利益率の平均値
- ・ パブルの面積は 2008 年 12 月末時点での売上規模を示している

キリンの主力事業である酒類事業、飲料・食品事業、医薬事業、その他事業を対象として、収益性（営業利益率）、市場成長率（売上高伸び率）及び売上高を示している。キリンの主力事業であり、キャッシュフローの源泉となっている酒類事業は着実に成長し、利益率も安定している。飲料・食品事業については、豪ナショナルフーズを買収するなど売上を大きく伸ばしているが、2008 年は原材料価格の高騰や対豪ドルの円高によって、営業利益率が低下したことをうけ、5 年平均の営業利益率は 4%と、収益率の改善が求められる。2008 年に協和発酵を連結子会社化したことで急激に拡大した医薬事業は、酒類事業や飲料事業に比べて利益率が高く、今後キャッシュフローの源泉（Cash Cow）になることが期待される。キリンは 21 世紀に入ってから積極的な M&A によって、国内酒類中心の事業ポートフォリオから、アジア・オセアニアを中心とした海外酒類・飲料事業や、医薬事業を拡大することによって、ポートフォリオの多角化を図ってきた。今後、アジア・オセアニアでトップ総合飲料メーカーになるためには、国内酒類事業はもちろんのこと、多角化した事業の自律的な成長と、事業間のシナジー効果の発揮が求められる。

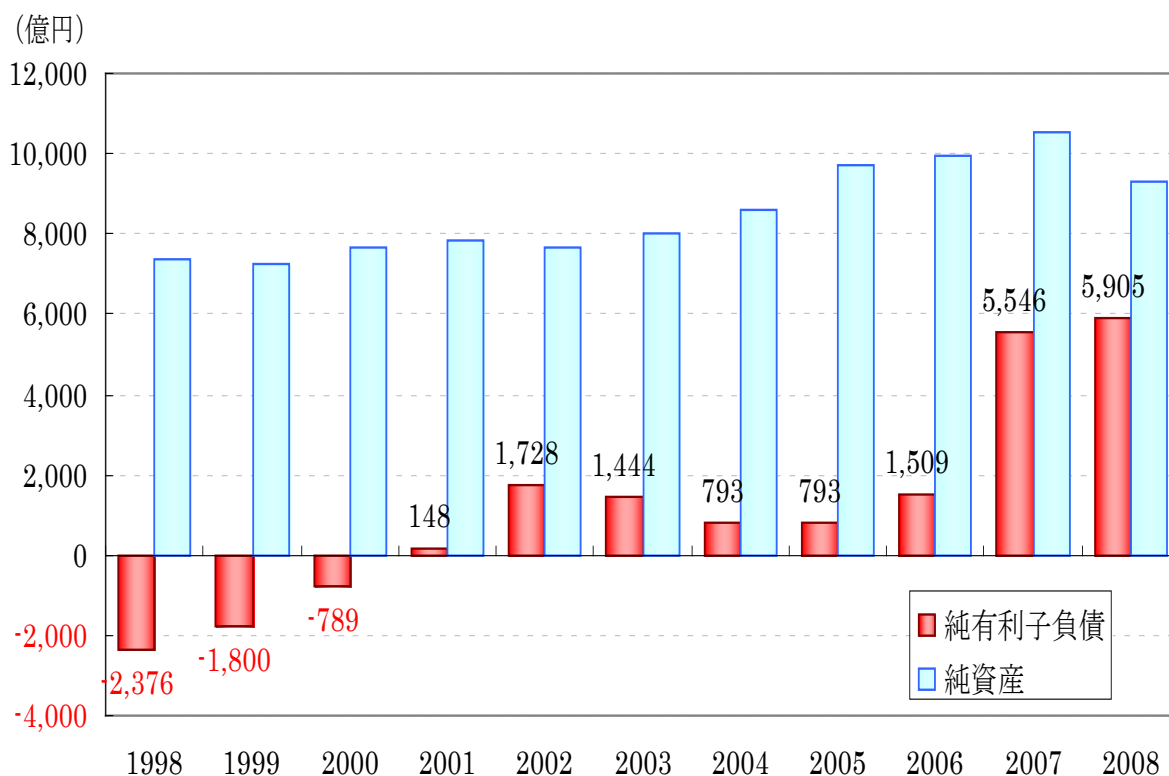
5 戦略の評価と課題

5.1 経営資源要因（カネ要因）

5.1.1 無借金経営からの借金会社へ

豊富な手元資金と安全性に優れた財務内容を持ち、「眠れる麒麟」といわれたキリンが、2000 年代に入り、有利子負債を利用した積極的な資金調達を行うようになった。転換の起点は 1998 年である。この年、キリンが長年守ってきた国内ビール販売のシェア・トップの座をアサヒに明け渡したこと、そして、ライオンネイサン（豪州）に資本参加を行うという象徴的な出来事が 2 つあった。ライオンネイサンへの資本参加によって、キリンの純有利子負債（有利子負債から現預金等を差し引いた額）は大幅に増加し、キリンは無借金経営から有利子負債を活用した資金調達へ方向転換した。

(資料 5.1.1) キリンの純有利子負債・純資産推移



無借金経営は従業員や債権者に安心感を与える。毎日の生活の糧を製造・販売する食品企業の安定した財務内容は、消費者にとっても安心感がある。経営者は様々な手段で企業内容や経営方針に関するメッセージを伝える。キリンの場合、経営陣が有利子負債にこめた従業員に対するメッセージは、「眠れる麒麟」とまで言われた保守的な企業文化からの決別である。従来通り、あまり冒険をしない安定路線という選択肢もあったが、キリンは「成長のために借金をする」という財務戦略を打ち出した。無借金に慣れていた社員の意識は変わり、経営陣の意気込みも伝わった。「保守的な企業文化を脱してグローバル市場で総合飲料企業として戦う」という経営陣のメッセージが、積極的な事業展開と有利子負債の活用によって裏づけられている。有利子負債を活用して事業投資を拡大するという方針は、2006年に発表された長期経営構想「KV2015」、中期経営計画に引き継がれ、本レポート(3.2.4)で指摘したとおり、企業価値の最大化に向けた基本フレームのポイントとして、「必要に応じて有利子負債により調達」と明示されている。負債調達によって、直接的に資本コストを低減させる効果のほかに、経営陣から従業員に対するシグナリング効果が働いたことで、近年のキリンの事業拡大を支えてきたという点において、無借金経営から負債調達へのシフトは評価できる。

5.1.2 負債調達の今後の課題

2008 年末現在、キリンのデットエクイティレシオ（D/E レシオ）は 0.64 と、この 10 年で相当な負債調達をしたのにも関わらず、適正な水準に収まっている。キリンの財務格付けは Moody's で A2 と高い水準を維持しており、少なくとも有利子負債と純資産が均衡するレベルまで、つまり 3,000 億円程度は問題なく資金調達できるだろう。しかし、2008 年 9 月のリーマンブラザーズが破綻して半年間ほどは、金融市場が混乱し、格付けの高い優良企業でも高いクレジットスプレッドを負担しなければ資金調達をできない環境にあった。2009 年 10 月現在、金融市場は一時の混乱が収まり、資金調達をする環境は平時に戻りつつあるが、今後また同じような金融危機が起こることも考えられる。キリンにとって有利子負債が過去最大まで膨れ上がった現在、今まで以上に負債と資本のバランスを熟慮する必要がある。

5.2 組織・人事要因（持株会社化）

キリンは 2007 年 7 月に純粋持株会社制に移行した。以下、キリンの持株会社化を評価する。

5.2.1 持株会社のメリット

持株会社のメリットとして、戦略と事業の分離、経営構造変革のスピードアップ、経営責任の明確化等が挙げられる。「戦略と事業の分離」は、持株会社が、企業グループ全体の戦略と経営管理・リスクマネジメントを行い、事業会社は担当する事業に集中できるというものである。経営機能の推進母体の分離により企業グループ全体の経営効率を向上させることができる。「経営構造変革のスピードアップ」については、M&A、事業譲渡・事業譲受等の大規模な経営機構変革は、法的手続きに加え、関係者のコンセンサスを得るのに時間を要し、また困難を伴うものである。持株会社化することでこれらの経営機構変革のスピードアップを図ることができる。「経営責任の明確化」については、純粋持株会社傘下の事業会社は自立した法人として独立採算の経営が行われる。事業部制、カンパニー制などの従来の我が国の組織形態では不十分であった経営責任の明確化を純粋持株会社組織で実現することができる。

5.2.2 キリンにおける持株会社化の目的

キリンの持株会社制への移行に際し、株主通信（2007 年 12 月期）で加藤社長は以下の通りコメントしている。「ホールディングス体制は、より競争力を持ったダイナミックなグループ経営の実現を目的としています。事業会社にビジネスチャンスがあれば大胆な資源配分を行い、各事業会社には大きく権限を委譲し、お客様への対応を独自の判断でスピーディーに行えるようになります。これにより、各事業会社の市場への密着度が高まり、今まで以上に成長が期待できると思います。さらには、各社の技術やノウハウを共有すること

でグループ内シナジーの拡大を図るとともに、今後の成長の源泉も開拓していきたいと考えています。飛躍的な成長を遂げて行くには、今までの事業の連続や延長線上だけではない新たな成長も加えて、キリングループ全体が躍進していくことが重要になります」そして、持株会社制移行後、加藤社長は「持株会社制でなければ、協和発酵やナショナルフーズの買収はあそこまで迅速にはできなかった。カンパニー制の時とはスピードがまるで違う。担当者もなんとしてもやり通すんだという気概にも満ちている」とコメントした。(2008年3月)

5.2.3 キリンの持株会社化の特徴

キリンの持株会社の最大の特徴は、持株会社と事業会社の役員を原則兼務させず、遮断したことである。体制移行の前、キリンビールの経営会議では月次のビール売上高やシェアが必ず話題の中心に上っていた。営業本部長が毎月の実績を報告、飲食店開拓をどう進めるのか、販売奨励金をもっと上げるべきでは、といった細かな議論に時間を要していた。経営会議は本来、グループ全体の長期的な戦略を議論すべき場ではないのか、という問題意識の下、持株会社と事業会社の役員は原則兼務させないことにした。また、事業会社の利益の100%を持株会社に吸い上げ、投資効果についてはEVAで管理、ブランドについても各事業会社に対して経営目標を課しているという特徴もある。キリンの持株会社は、グループ全体の戦略を決め、事業会社の戦略を共同で策定、財務は収益目標(EVA)と定性目標(BSC)の両面を課しており、計画管理型の持株会社といえる。

5.2.4 持株会社制移行の評価

持株会社制移行後に次々と発表されるキリンのM&A案件の規模とそのスピードを見ると、明らかに持株会社制のメリットの一つである「経営機構変革のスピードアップ」の効果が出ているといえる。小さな持株会社の傘下に事業会社が並び、階層が多い組織からフラットな組織にしたため迅速な意思決定ができる。また、資金の流れも明確にし、持株会社が大胆に資源配分し、事業会社は自律的に運営するという持株会社制のメリットは、今のところ発揮されているだろう。

5.2.5 持株会社化の課題

キリンの持株会社制移行は、今のところメリットを享受し、うまく機能していると評価できる。しかし、持株会社制には経営の求心力低下というデメリットもある。事業会社から見ると持株会社は「ロイヤルティーを吸い上げるだけ」と映り、また事業会社が業績不振になった場合、責任の所在でもめる可能性もある。どちらも持株会社のモチベーションは低下する。キリンの持株会社傘下には、酒類・食品・飲料・医薬・その他事業の様々な事業会社が存在している。組織が大きくなったからこそ、グループ全体で競争優位を構築できるように、持株会社が主導して、経営の求心力をさらに高めていくことが課題であろう。

5.3 経営管理要因：業績評価

5.3.1 EVA

5.3.1.1 EVA の導入

キリンググループは 1999 年 9 月に 2006 年を目標とする長期ビジョンである「KG21」を発表した。EVA は 2001 年に KG21 アクションプランにおける企業運営の革新の一環として、グループ共通の指標となった。当時、多角化戦略をとり、カンパニー制へと組織変革したキリンググループには、グループ全体で用いることのできる統一的な指標が必要になっていた。キリンググループでは EVA 導入時の問題意識として、①社内カンパニー・グループ会社の業績に関する共通指標がない、②PDS(Plan-Do-See)を貫く統一指標がない、③資本コストに関する意識が弱い、という 3 つの要因があった。そして、その期待した効果は、①ビジョン策定から業績評価まで一貫したシステムであること、②資本効率を加味した真の経済的利益が測定されること、③社内カンパニーとグループ会社が同じ指標で測定できること、であった。キリンググループでは、EVA キリンググループでは EVA の考え方をを用いた経営システムのことを「KVA(Kirin Value Added)経営システム」と呼んでいる。

5.3.1.2 EVA の活用方法

EVA は導入した 2001 年から 2003 年ごろまで、次のように活用されていた。第 1 に、グループ業績評価制度としての利用である。社内カンパニーの社長をはじめとする事業グループ長の業績評価などにおいて、EVA が評価指標として採用された。なお、業績評価を EVA にあたって、キリンでは EVA の前年度からの改善率を評価している。第 2 に、M&Aをはじめとする事業投資の意思決定モデルとして EVA の現在価値を採用している。第 3 に、上記に加え、当年度の EVA がマイナスかつ前年度より悪化、営業キャッシュフローが 2 年連続マイナス、あるいは債務超過の事業グループに対して、再建検討委員会が設置され、そこで再建計画が吟味される。さらに、モチベーションを向上させるため、KVA 経営表彰制度と KVA ボーナス制度が定められた。KVA 経営表彰制度は、従来からの経営表彰制度における評価指標を EVA に変更したものである。これはグループ企業や社内カンパニーなどが対象となる。一方、KVA 連動の報酬制度の対象者は、キリンビールの会長・社長以下の役員と一部幹部社員であり、賞与の一部を連結業績もしくは担当事業業績あるいはその両方と連動させていた。連動割合は賞与の 10%から 25%程度である。(2007 年末までに賞与と EVA との連動は廃止) 尚、キリンの EVA の計算で用いられる資本コストの値は、5%である。その理由は、5%がキリンググループにとって純利益ベースで妥当な資本コストよりも少し高い値であり、最低限この値を上回らないハードルレートとして機能しているためである。

5.3.1.3 EVA 活用の評価

2007 年に持株会社制に移行し、事業会社の投資効果において EVA が活用されている。したがって、持株会社制における事業会社のコントロールでは EVA は一定の役割を果たし

ているだろう。また、導入から 8 年が経ち、事業会社の事業部や営業では、EVA を改善させるために現場では何をすべきかが浸透していると推察される。

5.3.1.4 EVA 活用の課題

近年、EVA を導入した企業において、その働きを見直す動きがでてきている。麒麟においても、2007 年末までに、賞与と EVA の連動は廃止された。EVA と賞与を直接的につなげることは、非常に短期的な行動を促進させる。つまり、賞与を得るため、短期的に当期の EVA を向上させることだけに努力することになる恐れがある。また、EVA は結果を評価する指標であり、実行プロセスを評価することには適さない。さらに、現在麒麟は成長戦略をとっているが、新規事業では投下資本の額は大きくなり、それに見合った収益が最初から生じるとは限らない。すなわち、成長戦略をとっている場合、EVA は会社全体としては大きな目標となり、前述したとおり麒麟の成長戦略に貢献してきたが、個々の事業会社の目標として唯一の存在には成り得ない。麒麟では、上記のような問題意識を踏まえ、より戦略とつながった事業評価を行うため、EVA を補完する仕組みとして、戦略マップ(BSC)を利用した方法を導入した。

5.3.2 BSC (Balanced Score Card)

5.3.2.1 BSC 導入

5.3.2.1.1 国内酒類営業本部における BSC 導入

2001 年 11 月の「新麒麟宣言」に先立ち、2002 年 3 月に麒麟ビール経営企画部は、酒類営業本部で Plan-Do-See(以下 PDS と略称)のマネジメント・プロセスがうまく回っていないこと、販売チャネルは激変したのに営業部門の体質は旧態依然であること、に大きな危機感を抱いていた。この問題を解決するため、プロジェクト・チームを立ち上げた結果、酒類営業本部はコンサルティング会社と契約し、BSC を導入するに至った。新麒麟宣言を受け、酒類営業本部では「お客様本位」とは何かを問い続け、BSC の「顧客の視点」を「お客様の視点」と呼び換え、「お客様=最終消費者」ということを徹底させた。その導入の初期段階の成果として、酒類営業本部の各地区本部長と営業マンとの間のコミュニケーションが活発化し、共通認識を持てるようになった点が挙げられる。

5.3.2.1.2 全社的な導入

2003 年に「2004 年中期経営計画」を考えるにあたって、これまでの PDS プロセスでは次のような問題があると指摘された。まず、Plan の面では「お客様の視点が計画に盛り込まれていない」、「部門内で十分な議論が尽くされていない」、「戦略課題に抜け漏れがある(特に中長期的視点)」、「部門間の連携が弱い」、などの問題点が挙げられた。そして、Do から See の面では「部門の課題と個人の課題がリンクしていない」、「目標の達成度を測る指標が明確でない」、「人事考課と処遇が不明瞭で、やってもやらなくても差がつかない」、といった点が問題であった。そこで、酒類営業本部で一定の成果をあげたと判断されたこ

ともあり、事業計画をお客様の視点から策定することを企図して、中期経営計画の策定段階から、キリンビール全体(各カンパニー部門単位)で BSC を導入することが決定された。

BSC の中期経営計画の設計プロセスにおける導入効果として、各カンパニー社長は以下のようなメリットを挙げている。まず、企画部門主導ではなく、各セクションの部門長が主体となって、中期経営計画を策定するようになったことである。次に、「新キリン宣言」で重視されているグループ間の連携やシナジーを発揮するにあたって、各部門長が自部門の戦略マップを使って相手と直接検討を行うため、理解・合意・実行に至る進展が速いという点もある。さらに、戦略マップを使ったことで、組織内・組織間のコミュニケーションが促進されたことなどもメリットとして挙げられていた。

5.3.2.2 BSC の活用方法・評価

キリングroupの戦略マネジメントシステム(PDS プロセス)は戦略マップを中心に運営されており、社内では KISMAP(Kirin Innovative&Strategic Management Action Program) と総称されている。その概要と流れは次のとおりである。まず、計画策定段階では、①SWOT 分析によって内外環境を認識したうえで、②ビジョン「ありたい姿」を設定し、「ありたい姿」へ到達するための「成功のためのシナリオ」を立案する。そして、③戦略マップおよび④指標・目標記入シートを作成し、「成功のためのシナリオ」を具体化する。各戦略課題を具体的に実行するために、成果指標ごとに、課題遂行計画・目標の到達水準が設定される。そして、月次、四半期、半期のレベルで、戦略の実行状況のモニタリングが行われている。キリングroupでは、すべての価値はお客様の満足を通じて生み出されると考えているので、「戦略の幹」は基本的に「お客様の視点」を通る。このように最もお客様を重視しているのに、戦略マップの最上位に「お客様の視点」を置かなかった理由は、①お客様へ製品・サービスを提供し、お客様にご満足いただいた結果として財務目標が達成される、という基本的な考え方、また、② 最上位に「財務の視点」を置かなければ、企業として Going Concern(継続企業)が成り立たなくなる、という理由からである。

それぞれの視点について、財務の視点では EVA、お客様の視点ではブランドのイメージ評価などが成果指標として用いられる。財務の視点より下の視点の各戦略課題を達成することにより、将来の EVA の向上につながり、最終的には中長期的な業績向上の実現-ビジョンの実現につながることが期待されている。

キリングroupの戦略課題は、キリングroup全体の戦略マップから、各事業会社・各部門の戦略マップへと、そして最終的には個人の目標管理(MBO-S : Management By Objective and Self-control)へと戦略が縦に連鎖している。すなわち、戦略マップの内容は、全社レベルから下位の組織単位までブレイクダウンされている。現在、キリングgroupにおいて BSC はグループ全体のマネジメントシステムの主要なツールとして機能しており、導入の効果について評価できるであろう。

5.3.2.3 BSC の問題点

キリンググループでは目標水準の設定において、ストレッチな目標を達成するために、前年度比など、過去の実績や事実のみから考察するのではなく、市場環境の変化や市場の需要予測など、将来の予測も踏まえた考察を前提としている。ただし、目標水準を具体的な活動にブレイクダウンするにあたって、ストレッチな目標水準を維持することは容易ではない。ブレイクダウンの過程で甘い目標水準が設定されてしまうと、年度末までその水準に基づき、活動が行われてしまう可能性があるからである。業績評価については、各事業会社の社長、キリンホールディングスの各部門長の年度末の人事考課につながる。その評価の基準として、指標・目標記入シートにそれぞれの視点の評価を加重するための点数が割り振られるが、その点数は各社・部門ごとに行なっている仕事の性質によって異なる。キリンの経営企画部のスタッフも、業績評価のもととなる KPI（Key Performance Indicator：重要成果指標）や、成果指標の設定が難しいと認識している。また、設定した個々の成果指標の達成だけに目を向けてしまい、時として「手段が目的化」してしまう可能性もある。EVA と同様、BSC の活用にあたっては、持株会社であるキリンホールディングスが主導し、自社の状況と市場環境の変化に対応し、その仕組みと役割を継続的、かつ柔軟に改善していくことが求められる。

6 戦略策定

これまでの分析を踏まえ、重要なキリンの経営課題を抽出し、企業戦略を策定する。

6.1 課題の整理

キリンの企業戦略策定にあたり、これまでの分析に基づき、重点課題を整理する。

課題① 少子高齢化・若年層のアルコール離れによる需要減

PEST 分析や SWOT 分析でも述べたとおり、日本市場を考えた場合、人口減少・少子高齢化の進展により、総需要が減少することや、若年層のアルコール離れによって、売上が減少することが懸念される。そのため、既存事業の強化だけでなく、新たな需要創出が必要である。

課題② 収益性の向上

事業セグメント別の財務諸表分析で述べたとおり、キリンの事業ポートフォリオにおいて最もキャッシュを創出するのが酒類事業である。さらに協和発酵を買収したことによって、足元では医薬事業の売上、利益、キャッシュフローが改善している。しかしながら、酒類に次ぐ 2 番目の事業規模を誇る飲料・食品事業については、売上こそナショナルフーズ（豪州）の買収等で増収を続けているものの、2008 年 12 月期の営業利益率は 0.9% と非常に苦戦している。事業ごとの収益性の改善はもちろんのこと、事業間のシナジー創出は重要な課題である。

課題③ 事業環境の変化

企業環境分析（PEST 分析・ファイブ・フォース分析）で述べたとおり、キリンを取り巻く事業環境は変化している。原油や主要な原材料（アルミニウム缶、麦芽、とうもろこし、豪州での原乳）等が高騰することによって、調達、製造コストが上昇し、収益を圧迫する要因となっている。また、イオンやセブン&アイなどの大手量販チェーンは、M&A 等を通じて規模拡大を実現し、食品メーカーに対する交渉力を高めているほか、プライベートブランド（PB）商品を積極的に展開するなど、買い手であると同時に、有力な競争相手になりつつある。食品業界を取り巻くこのような事業環境の変化は、近年の食品関連企業の M&A が増加した大きな要因である。

課題④ 国際化の進展

キリンは経営計画において、「総合飲料メーカー」「アジア・オセアニアのリーディングカンパニー」を目標として掲げ、海外売上高比率 30%を目指している。近年、ライオンネイサン、デアリーファーマーズ、ナショナルフーズ（いずれも豪州）や、サンミゲル（フィリピン）等、海外の M&A を積極化しているが、現状の所在地セグメント別の売上高を見ると、日本が 77%、アジア・オセアニアが 19%、その他地域が 4%（2008 年）となっている。仮に日本の事業規模が 2008 年と同水準とした場合に、海外売上高が 30%にするためには、2008 年よりも海外事業売上を 2,200 億円増やさなければならない。そのためには、引き続き M&A が重要な役割を担うだろう。

6.2 企業戦略の立案

6.2.1 企業戦略案

キリンが抱える課題に対する企業戦略を策定するにあたり、事業環境分析で行った SWOT 分析マトリックスを再掲する。

（資料 6.2.1）キリンの SWOT 分析

内部環境	強み (Strengths)	弱み (Weakness)
	◆ 発酵・バイオの先進技術 ◆ 上質なもののづくり技術 ◆ リサーチ・マーケティングの技術 ◆ 資金力・財務基盤 ◆ 関係システム ◆ 情報システム ◆ 上記を支える経営管理体制	◆ 従業員の官僚的意識 ◆ 国内事業への依存度が高い ◆ 食品・清涼飲料のシェアが、酒類事業に比べて低い
外部環境	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	◆ 新興国経済の成長 ◆ 健康への意識の高まり ◆ 為替相場の変動(円高) ◆ 金融危機によるファンドの経営体力の低下	◆ 業界内での競争激化 ◆ 各国マクロ経済、為替相場、原油相場の変動 ◆ 少子高齢化による需要減 ◆ 若年層のアルコール離れ ◆ 新型インフルエンザ等伝染病の流行による社会的混乱 ◆ 気象条件、自然災害

これらを踏まえ、麒麟の企業戦略案を 5 つ策定した。策定戦略は以下のとおりである。

戦略案① 非飲料食品メーカー（A 食品）の買収（多角化）（課題①、②、③に対応）

麒麟の事業ポートフォリオは、酒類・飲料をコアとして医薬・バイオ等に多角化しており、非飲料の食品事業については、ナガノトマトや麒麟協和フーズなどで、調味料や食品素材事業を行っているが、規模は小さい。非飲料の食品であっても、開発・調達・製造・販売・マーケティングのバリューチェーンにおいて、シナジー効果を発揮できると考えられる。そこで、非飲料食品メーカーの中で、事業内容やポートフォリオから、麒麟と最もシナジー効果を創出できると考えられる A 食品の買収を検討する。

戦略案② 競合他社との自動販売機の提携（課題②、③に対応）

主要事業部門分析やファイブ・フォース分析で述べたとおり、国内飲料事業において、自動販売機の台数は競争優位の大きな源泉となる。麒麟の自動販売機の台数は 23 万台と 5 番手であり、飲料事業の強化のためには、自動販売機による販路の拡大が重要である。麒麟はすでにヤクルトと提携をしているが、さらなる提携相手として競合であるコカ・コーラ社等と提携することを検討する。

戦略案③ 医薬事業強化（課題①、②に対応）

麒麟の医薬事業の売上規模は 1700 億円程度であるが、酒類や飲料事業に比べて、収益力が高く、医薬事業の強化が重要である。医薬品メーカーにおいては、規模の大きさが研究開発費の資金力として競争力の源泉となるため、買収等で規模を拡大することを検討する。

戦略案④ アジア・オセアニア地域での M&A 戦略継続（国際化）（課題①、②、③、④に対応）

豪州のナショナルフーズ、デアリーファーマーズ、ライオンネイサン、フィリピンのサンミゲル等、積極的に買収を実現させてきた。麒麟は、アジア・オセアニアでのリーディング・カンパニーになることを目標としているため、この地域での M&A 戦略の強化を検討する。

戦略案⑤ 欧州・米国での M&A 戦略（国際化）（課題①、②、③、④に対応）

麒麟は日本、アジア・オセアニア地域以外の売上高は全体の 4%程度しかなく、規模を拡大させる余地は十分にあると考えられる。したがって、マーケットが大きい欧州・米国の企業を買収することによって、欧米の事業規模を拡大することを検討する。

6.2.2 戦略案の選定

以上の戦略案をスクリーニングする選択として、以下の評価項目を設定する。

評価項目		内容
市場成長性		一定のマーケット規模があり、魅力的な市場であるか マーケットは将来的に成長が期待できるか
競合度		競合状況は厳しいか 競合企業による参入障壁は厳しいか
経営理念・ビジョンとの整合性		経営理念・ビジョンとの整合性はあるか
競争優位	戦略資産	活用できる戦略資産はあるか
	能力(Capability)	活用できる能力はあるか
	ローコスト戦略	コスト優位性は発揮できるか
	差別化戦略	独自優位性が発揮できるか
	シナジー効果	既存事業とシナジー効果は期待できるか

評価項目にもとに、戦略案をスクリーニングしたのが以下の表である。戦略案選択基準は、大きくプラス影響する時は◎、プラス影響する時は○、影響が小さいときは－、マイナス影響する時は△、大きくマイナス影響する時は×と 5 段階評価を行い、◎:2 点、○:1 点、－:0 点、△:－1 点、×:－2 点でスコア化し、評価する。結果は以下のとおり。

	成長性	競合度	経営理念	戦略資産	能力	コスト	差別化	シナジー	総合評価	採否
①非飲料食品メーカー買収	○	△	○	○	○	－	－	◎	5	採択
②自動販売機の提携	－	×	－	○	○	－	－	◎	2	否
③医薬事業強化	○	△	－	－	△	△	×	－	-2	否
④アジア・オセアニア地域でのM&A	◎	×	◎	◎	○	－	－	◎	7	採択
⑤欧州・米国でのM&A	○	×	△	－	△	△	－	○	-3	否

スクリーニングの結果、戦略案として、「非飲料食品メーカーの買収」、「アジア・オセアニア地域での M&A」を採択、検討することとする。

6.2.3 戦略案の財務シミュレーション

6.2.3.1 キリンのベースケース設定

財務シミュレーションに先立ち、キリンの既存事業の財務シミュレーションを行う。

- 予測期間は、2009 年 12 月期から 2013 年 12 月期まで 5 年間
- 売上高、営業 CF は年 1%ずつ成長
- 売上原価率、販管費率は、2008 年 12 月期の水準で横ばい
- FCF の予測は (1.2.3) で行った企業価値分析に基づく
- 減価償却費、支払利息、株主資本、負債コスト、無リスク利子率、株式ベータ、マーケットリスクプレミアム、株主資本コストは 2008 年 12 月期の水準で推移
- NOPAT は営業利益×(1－税率 0.4) で計算

本シミュレーションは、あくまでも戦略案実行の効果を明確に測定するために、2008 年 12 月期の財務データをベースに 1%成長、または横ばいという前提をおいている。

(資料 6.2.3.1) キリンの財務シミュレーション (ベースケース)

	←-----実績		-----→予測					(単位: 百万円、%)
	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	
売上高(既存事業)	1,801,164	2,303,569	2,326,605	2,349,871	2,373,369	2,397,103	2,421,074	
売上原価	1,078,614	1,392,895	1,406,824	1,420,892	1,435,101	1,449,452	1,463,947	
販売費・一般管理費	601,942	764,696	772,343	780,066	787,867	795,746	803,703	
営業利益	120,608	145,978	147,438	148,912	150,401	151,905	153,424	
減価償却費	79,361	95,948	95,948	95,948	95,948	95,948	95,948	
支払利息	12,618	25,385	25,385	25,385	25,385	25,385	25,385	
営業CF	114,585	131,281	200,000	202,000	204,020	206,060	208,121	
投資CF	-269,680	-125,590	-300,000	-122,000	-123,956	-125,931	-127,927	
FCF	-155,095	5,691	-100,000	80,000	80,064	80,129	80,194	
有利子負債(簿価)	609,800	663,890	663,890	663,890	663,890	663,890	663,890	
株主資本(時価)	1,566,711	1,122,316	1,122,316	1,122,316	1,122,316	1,122,316	1,122,316	
負債コスト	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	
無リスク利子率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	
株式ベータ	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	
マーケット・リスク・プレミアム	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
株主資本コスト	5.64%	5.57%	5.57%	5.57%	5.57%	5.57%	5.57%	
負債比率	20.2%	32.1%	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%	37.2%	
株主資本比率	79.8%	67.9%	62.8%	62.8%	62.8%	62.8%	62.8%	
WACC	4.86%	4.53%	4.39%	4.39%	4.39%	4.39%	4.39%	
NOPAT	73,325	85,739	88,463	89,347	90,241	91,143	92,055	
投下資本(簿価)	1,560,426	1,792,580	1,792,580	1,792,580	1,792,580	1,792,580	1,792,580	
資本コスト	75,906	81,195	78,625	78,625	78,625	78,625	78,625	
投下資本収益率(ROIC)	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	
経済付加価値(EVA)	-2,581	4,544	9,837	10,722	11,615	12,518	13,429	

6.2.3.2 戦略案のシミュレーション

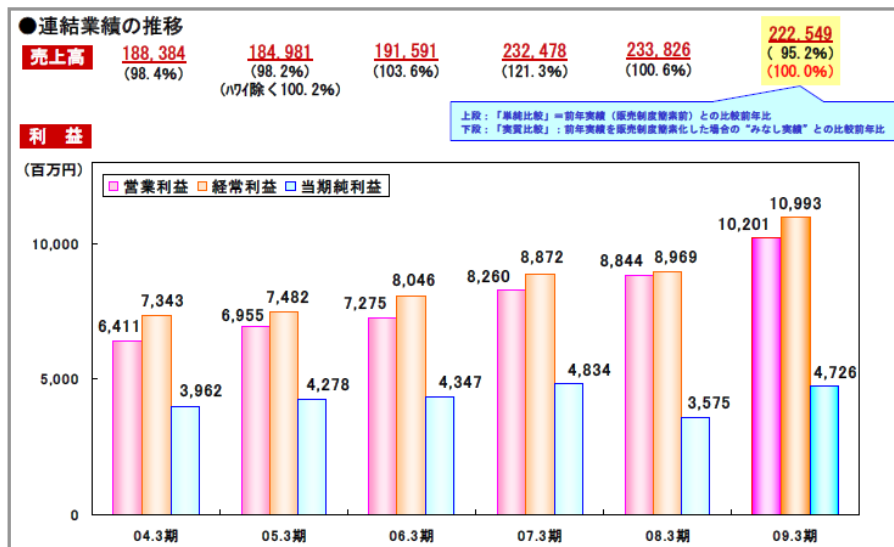
6.2.3.2.1 非飲料食品メーカー (A 食品) の買収

6.2.3.2.1.1 A 食品概要

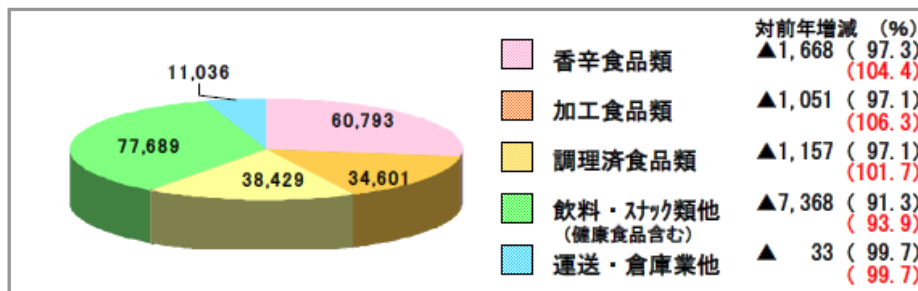
A 食品の概要を以下に示す。

商号	A 食品株式会社
創業	大正 2 年
設立	昭和 22 年
主な事業	食品製造加工ならびに販売、その他
従業員数	2,231 名 (平成 21 年 3 月現在)
主な商品	カレー、シチュールー、調味料、レトルト食品 ミネラルウォーター、ウコン飲料、ニンニク飲料、目覚まし飲料

(資料 6.2.3.2.1.1) A 食品の経営成績推移



製品別売上高（2009年3月期）



(出所)A 食品 2009年3月期決算説明資料

6.2.3.2.1.2 戦略案の財務シミュレーション

財務シミュレーションを行うにあたっての前提条件は以下のとおりである。

(前提)

- A 食品の 2009 年 10 月 23 日時点での時価総額は 1,630 億円、TOB で 30%のプレミアムをつけて総額 2,100 億円で 100%買収する
- 買収資金はすべて負債調達をする。買収資金の負債調達にかかる利率は、無リスク利率に信用スプレッド 0.5%を加えた値 (1.8%) とし、既存の負債コストと加重平均して 2009 年以降の負債コストを 3.5%とする。(2008 年 12 月期のキリンの負債コストは海外での相対的に日本よりも金利の高い海外での調達等の要因を反映して、4%と高い水準となっている)
- A 食品の決算期は 3 月、キリンは 12 月であるが、A 食品の 2009 年 3 月期をキリンの 2008 年 12 月期として扱う
- A 食品の 2012 年 3 月期の売上高は中期経営計画の目標である 2,600 億円程度まで伸びると仮定 (直近の好業績を受け、達成は可能であると判断)

- 買収によるシナジー効果を反映して、売上原価、販売費・一般管理費は年 0.3%ずつ削減すると仮定
- A 食品の有利子負債、投下資本は 2009 年 3 月期の値を使用する。

(資料 6.2.3.2.1.2) 戦略案① 財務シミュレーション

	←-----実績		-----→予測					(単位:百万円、%)
	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12	2012/12	2013/12	
売上高(既存事業)	1,801,164	2,303,569	2,561,605	2,594,371	2,628,869	2,657,103	2,686,074	
売上原価	1,078,614	1,392,895	1,528,521	1,553,167	1,565,934	1,574,781	1,583,893	
販売費・一般管理費	601,942	764,696	859,397	863,069	867,211	868,678	870,246	
営業利益	120,608	145,978	173,686	178,134	195,724	213,644	231,936	
減価償却費	79,361	95,948	103,148	103,148	103,148	103,148	103,148	
支払利息	12,618	25,385	30,518	30,518	30,518	30,518	30,518	
営業CF	114,585	131,281	218,200	220,000	222,420	224,460	226,521	
投資CF	-269,680	-125,590	-518,000	-130,000	-131,956	-133,931	-135,927	
FCF	-155,095	5,691	-299,800	90,000	90,464	90,529	90,594	
有利子負債(簿価)	609,800	663,890	879,490	879,490	879,490	879,490	879,490	
株主資本(時価)	1,566,711	1,122,316	1,122,316	1,122,316	1,122,316	1,122,316	1,122,316	
負債コスト	3.0%	4.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	
無リスク利子率	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	
株式ベータ	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	0.85	
マーケット・リスク・プレミアム	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	
株主資本コスト	5.64%	5.57%	5.57%	5.57%	5.57%	5.57%	5.57%	
負債比率	20.2%	32.1%	40.9%	44.1%	44.1%	44.1%	44.1%	
株主資本比率	79.8%	67.9%	59.1%	55.9%	55.9%	55.9%	55.9%	
WACC	4.86%	4.53%	4.14%	4.03%	4.03%	4.03%	4.03%	
NOPAT	73,325	85,739	104,212	106,880	117,435	128,186	139,161	
投下資本(簿価)	1,560,426	1,792,580	1,975,980	1,975,980	1,975,980	1,975,980	1,975,980	
資本コスト	75,906	81,195	81,813	79,629	79,629	79,629	79,629	
投下資本収益率(ROIC)	4.7%	4.8%	5.3%	5.4%	5.9%	6.5%	7.0%	
経済付加価値(EVA)	-2,581	4,544	22,398	27,251	37,805	48,557	59,532	

改善効果

ROIC	0.3%	0.4%	0.9%	1.4%	1.9%
EVA	12,561	16,529	26,190	36,039	46,103

6.2.3.2.1.3 戦略案の財務シミュレーション結果考察

以上の財務シミュレーションにより、ROIC、EVA とともにベースケースよりも改善できるという結果になった。A 食品は、レトルトカレーやシチューのルー等が長い間主力商品であったが、近年ではウコン飲料、ニンニク飲料、目覚まし飲料等の飲料事業の伸張が著しく、2004 年 3 月期では、売上構成比が全体の 21%だったのに対して、2009 年 3 月期は 35%にまで成長した。ウコン飲料は、肝臓機能を改善・回復させる効能を持っているため、

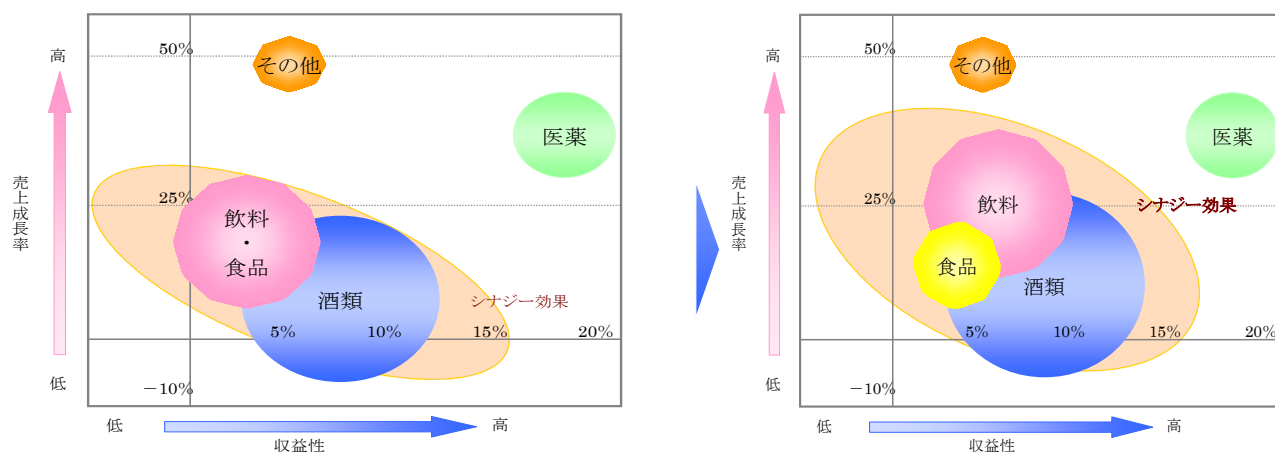
キリンの主力事業である酒類事業と大きなシナジー効果が期待できるのではないかと考える。

原材料や包装材を共同で調達、物流機能を統合し、間接部門を合理化することによって、財務シミュレーションで想定したシナジー効果（売上原価率・販売費・一般管理費率を年0.3%ずつ削減）よりも大きな効果が期待できる可能性がある。また、事業ポートフォリオの観点からも、現在よりもバランスのよいポートフォリオを構築でき、また事業間のシナジー効果の拡大も期待できる。

(資料 6.2.3.2.1.3.1) A 食品 製品別売上高

		2004年3月期		2005年3月期		2006年3月期		2007年3月期		2008年3月期		2009年3月期	
		通期		通期		通期		通期		通期		通期	
		売上高	構成	売上高	構成	売上高	構成	売上高	構成	売上高	構成	売上高	構成
	香辛食品類	63,176	34%	62,647	34%	61,995	32%	60,862	26%	62,462	27%	60,793	27%
	加工食品類	37,007	20%	35,345	19%	37,122	19%	35,067	15%	35,652	15%	34,601	16%
	調理済食品類	40,170	21%	40,716	22%	41,009	21%	40,168	17%	39,586	17%	38,429	17%
	飲料・スナック類他	39,521	21%	37,128	20%	41,705	22%	85,735	37%	85,057	36%	77,689	35%
	食料品 計	179,874	96%	175,836	95%	181,831	95%	221,832	95%	222,757	95%	211,512	95%
	運送・倉庫業他	8,510	5%	9,145	5%	9,760	5%	10,645	5%	11,069	5%	11,036	5%

(資料 6.2.3.2.1.3.2) 事業ポートフォリオの改善



6.2.3.2.2 アジア・オセアニア地域での M&A

キリンのアジア・オセアニア戦略は長期経営構想「KV2015」や、それに基づく中期経営計画、単年度の事業計画でも明らかであり、近年、サンミゲル、ナショナルフーズ、デアリーファーマーズなど相次いで大型投資を実現してきた。しかし、M&A 案件は極めてコンフィデンシャルなものであり、アジア・オセアニア地域での案件については、特定の企業

(事業)を想定することができず、財務シミュレーションをするのが困難である。したがって、以下は、アジア・オセアニアでの M&A 投資における留意点を述べたい。

キリンは国際化戦略について、「酒類と飲料を併せ持つ独自のビジネスモデルをグローバルビール会社との差別化戦略として追求」、「アジア経済圏とオセアニアで事業拡大を進める」、「パートナーとの連携でシナジーを拡大、独自の事業展開モデルを構築」「現地化を一層推進、各地域の文化やニーズの反映、商品・サービスの提供」を基本方針として掲げている。国内事業と同様にここでも「シナジー効果」を意識しているのがわかる。そして、海外の M&A の場合、国内の事業に比べて買収後のマネジメントが困難である。例として、ナショナルフーズ(豪州)を挙げる。ナショナルフーズは、オーストラリアなどにおいて乳製品・果汁飲料でシェア No.1 をもち、「ヨープレイト」などのブランド力のある商品を扱う大手食品メーカーである。キリンとしては、現状においても大きな収益を確保できるだけでなく、シェア No.1 の商品を多く抱えていることやブランド力のある商品を有していることが、将来、市場が成熟し、競争が激化しても、ナショナルフーズは競争優位を保つという考えがあったと推察される。しかし、キリンの既存事業との組み合わせについて考えると、ナショナルフーズの乳製品事業はキリンにとってシナジー効果を働かせることは難しい。確かに、キリンは健康・機能性食品事業に注力し、乳製品事業では国内に小岩井乳業を傘下に持っている。しかし、乳製品の消費期限の短さと日本とオーストラリアの距離の問題がある。技術面や販売面を含めても、キリン(小岩井乳業)とのシナジー効果は生まれない。

このような課題に対し、キリンは 2009 年 10 月 21 日に、オセアニアでの新事業体制の発足を発表した。豪州での総合飲料グループ戦略をさらに推進すべく、豪州の事業会社であるライオンネイサン(LN) おおびナショナルフーズ(NFL)を、キリンホールディングス(KH) 100%子会社であるキリンホールディングスオーストラリア(KHAU)のもとに一元化し、同時に 10 月 21 日付けで KHAU を「ライオンネイサン ナショナルフーズ社」(LNNF)に社名変更した。これによって、LNNF がキリングroupのオセアニア事業を一元的に統括することになった。キリンのオセアニア戦略は、新持株会社 LNNF を核に、総合飲料事業をさらに推し進め、LN、NFL それぞれの自律的成長と両社間のシナジー創出のスピードを加速させるとともに、キリンの海外事業の収益力向上を目指すとした。

キリンは 2007 年に持株会社化をしており、機動的な M&A や事業戦略の遂行によって、事業を拡大させてきた実績がある。シナジー効果は、複数の会社が集まれば集まるほど働きやすくなるものである。前述したナショナルフーズのシナジーにおける課題は、豪州事業の持株会社化によって、解決する方向に向かうと考えられる。

キリンホールディングスの加藤壹康社長は、キリンにとって必要なのは、「非連続」の発想と実行、つまり従来の発想や展開の延長線上ではない、新たな夢と意志を持ってチャレンジすることであると語る。21 世紀に入ってからからのキリンの経営は、まさに「非連続」のチャレンジの連続であったといえるだろう。そして、サントリーとの経営統合についても従

来の発想では実行することはできなかったに違いない。「非連続」の発想、いいかえれば危機感を常に持ち続けることが、麒麟の企業成長を支える大きな原動力となっている。

以上

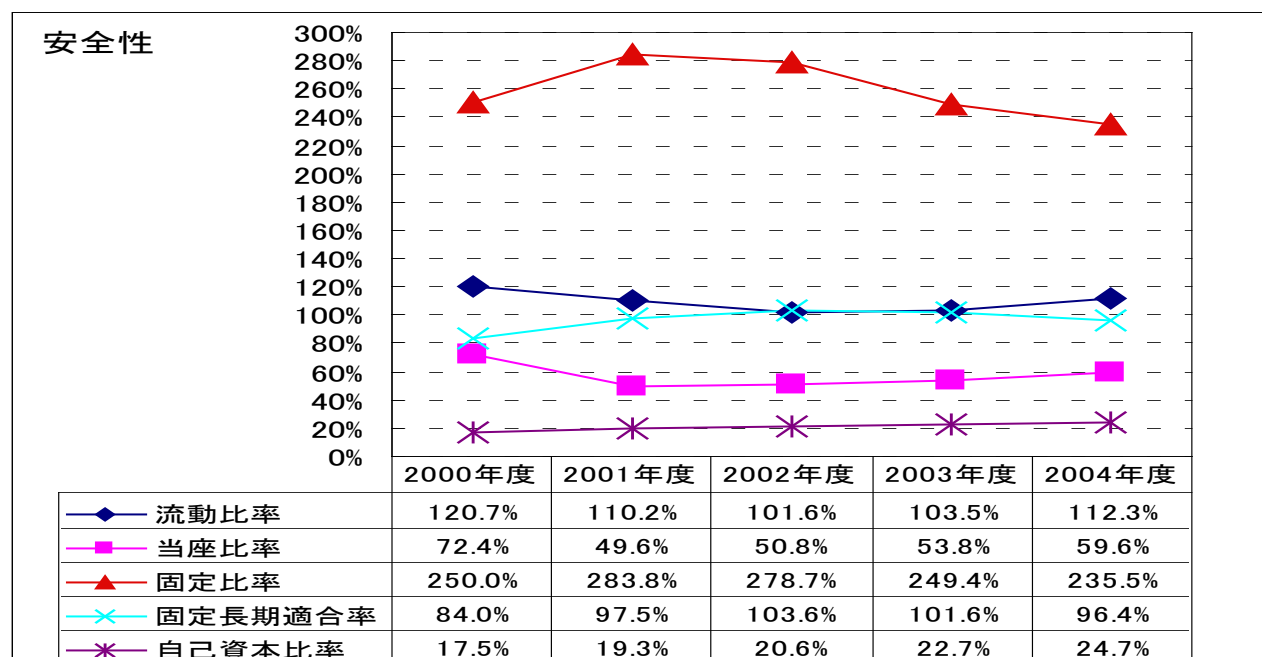
付属資料 6：企業戦略分析

(出所：飯島 勝「経営戦略応用研究Ⅰ ケースレポート サントリーホールディング株式会社」 2005年8月27日)

サントリーホールディング株式会社 (2005)

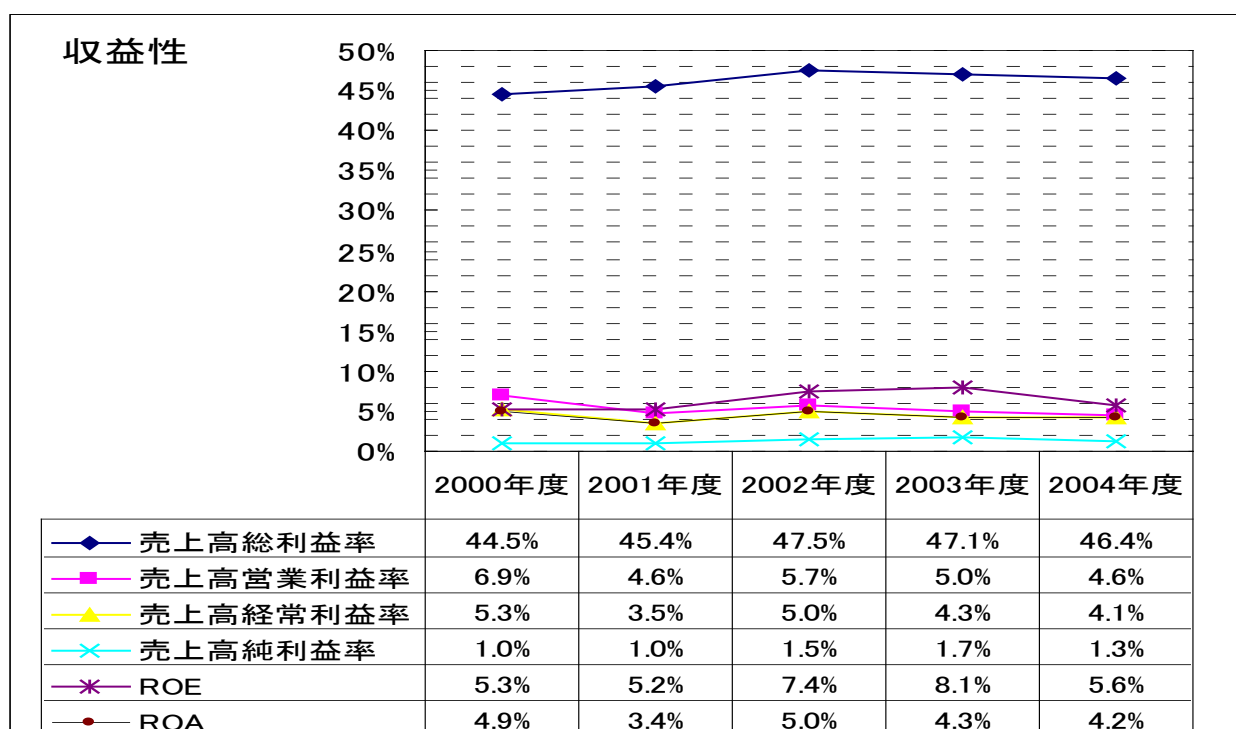
1 財務諸表分析

(1) 安全性



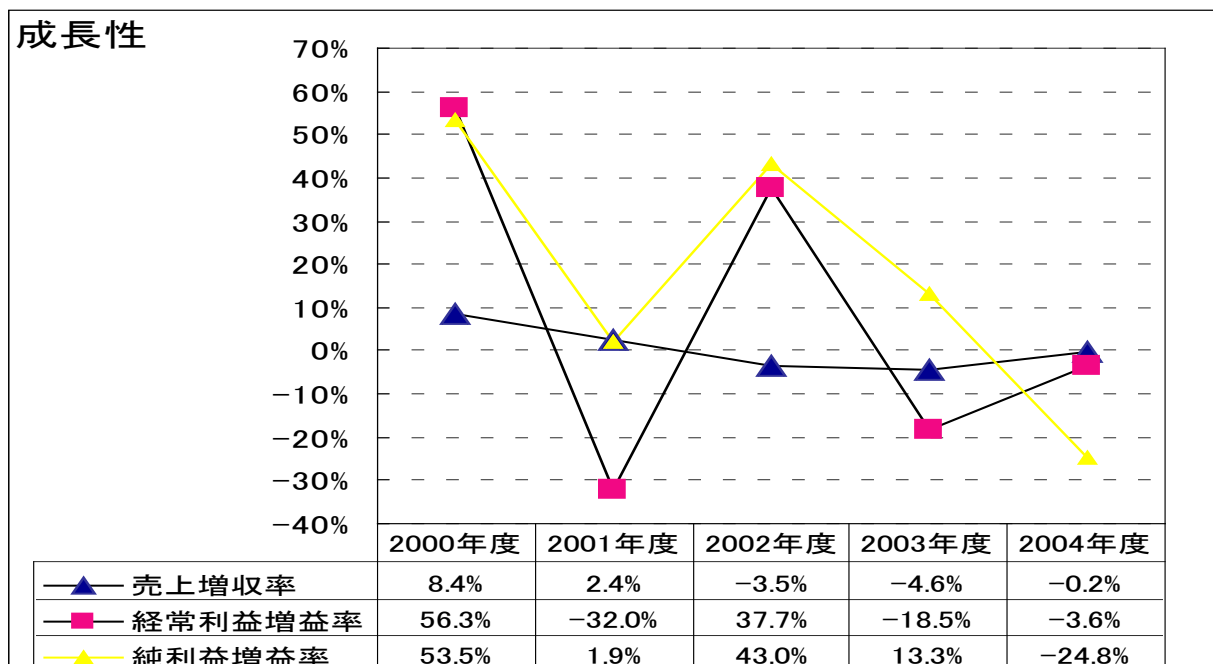
流動比率および当座比率は、2001 年から低下の傾向にあったが、そこから徐々に回復しており、流動比率が 100%を上回っていることから、大きな問題は無いと考えられる。固定比率は、200%を超える水準であり非常に高く、さらに 2001 年に大きく上昇している。これは、非上場であるために直接金融からの資金調達がないために自己資本比率が低く、株主資本が利益の内部留保による増加しかしないためである。また、2000 年から 2001 年にかけて固定資産が約 1,000 億円増加しているためである。固定資産の増加は、有価証券の評価を移動平均による低価法・原価法から時価法に変更したことによる影響が大きい(約 500 億円)。固定比率の低下に対し固定長期適合率が横ばいになっているのは、固定負債が徐々に減少しているためである。自己資本比率は、製造業の平均=35% (経営分析入門、日本経済新聞社 2004) と比較して低い水準であるが、これは非上場であるためだと考えられる。なお、2005 年 6 月時点での格付は、同業のアサヒビールと同じ A+である。安全性については、現状では大きな問題はないと考えられるが、やはり非上場であるがゆえの自己資本比率の低さがきになるところである。

(2) 収益性



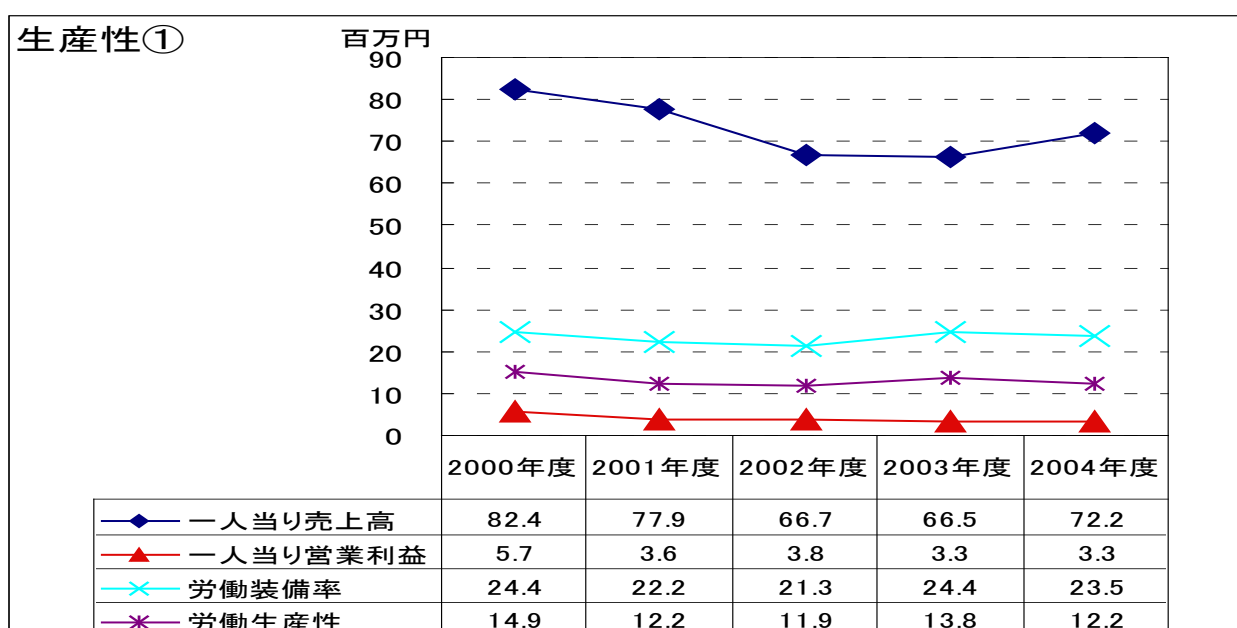
売上高総利益率は微増の傾向にある。これは SCM の推進によるコスト削減の影響であり、評価できる。売上高営業利益率および売上高経常利益率・純利益率は、若干の波はあるものの、低い水準を停滞している。これは酒類事業の売上減少による利益率低下の影響である。売上高総利益率が微増であるのに対して、営業利益以下の利益率が減少傾向にあるのは、売上高が減少傾向にあるなか固定費の負担が大きくなっていることをあらわしている。ROA は利益が低下の傾向にあるなか、資産を圧縮することで、一定の水準を保っている。ROE は非上場企業につき割愛。収益性については、コスト構造の改善が売上高の減少によって打ち消されている状態であり、更なる改善（例えば、コストの変動費化を図る等々）が必要である。

(3) 成長性

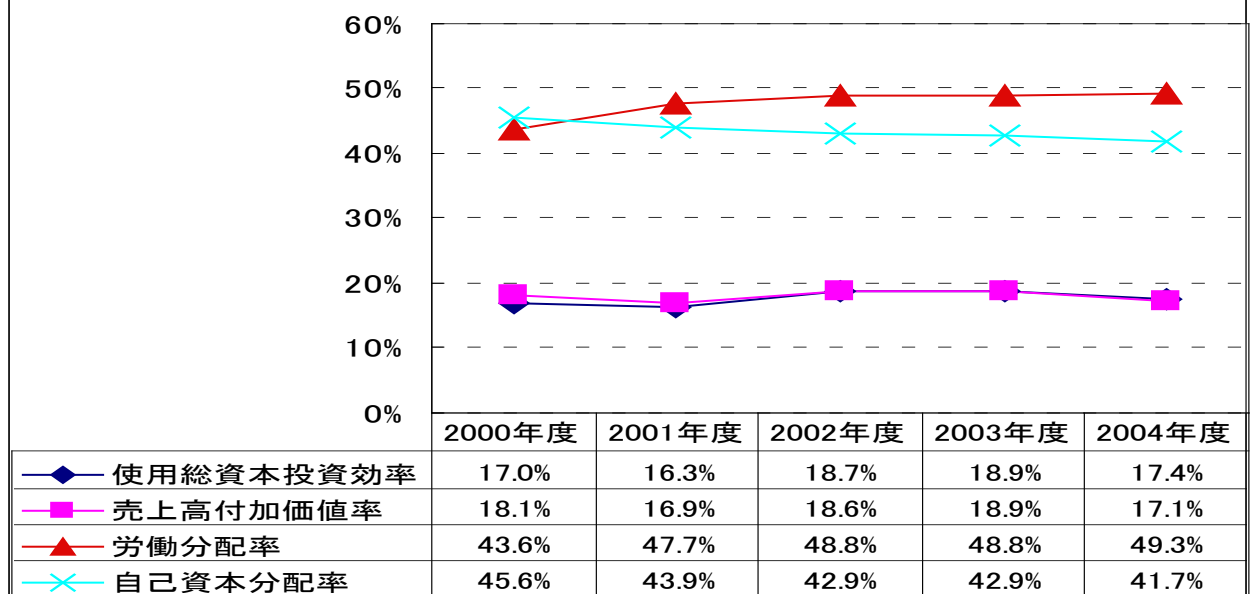


売上高増収率は減少の傾向にある。特に2002年以降はマイナス成長となっている。経常利益増収率は5年中3年がマイナスとなっており、酒類事業の伸び悩みが顕著に現れている。なお2002年の利益増は、SCMの推進によるコスト削減と、販促コストの効率化の成果である。成長性については、売上高の減少に歯止めをかけることが最優先課題であるといえる。

(4) 生産性



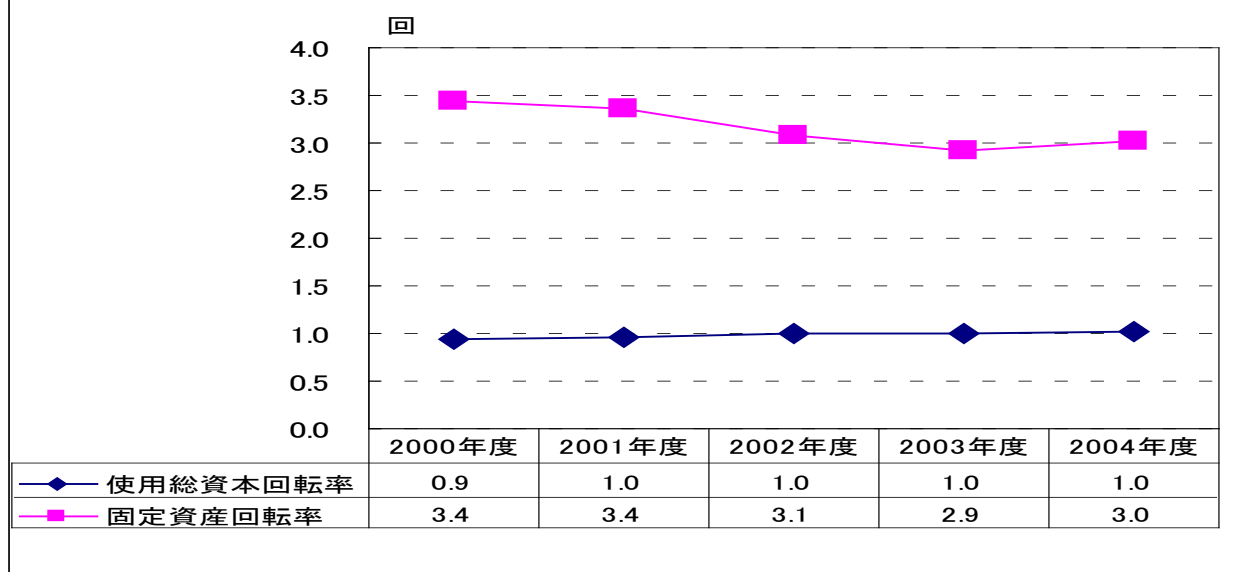
生産性②



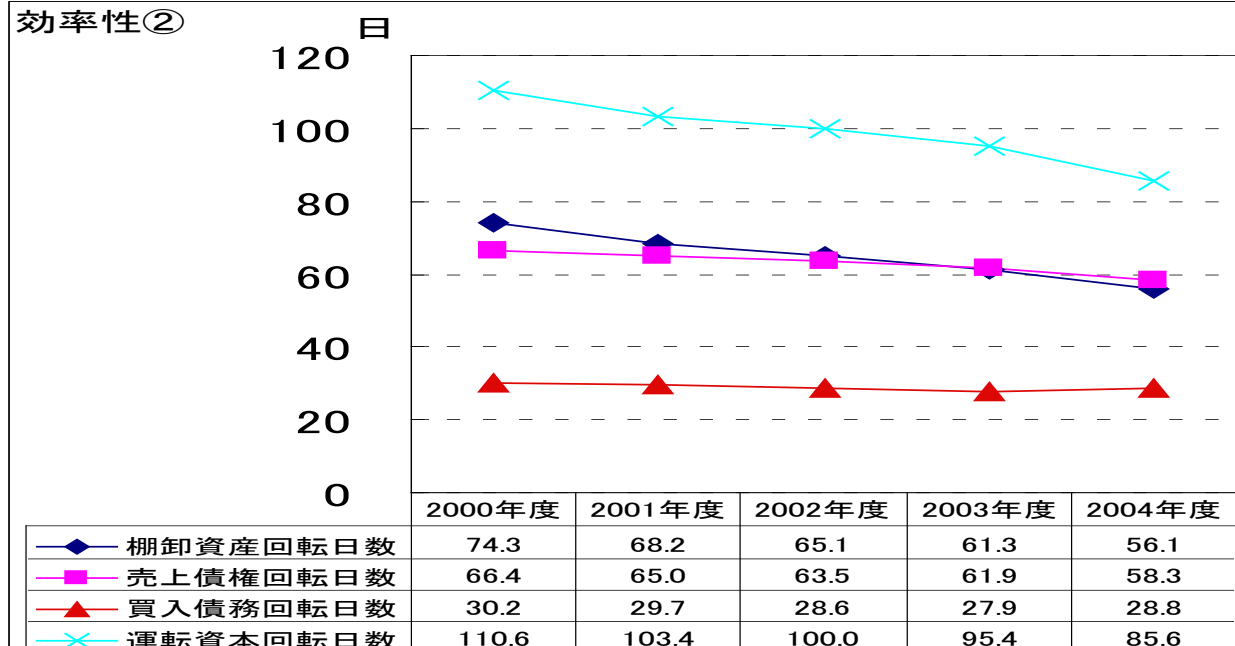
一人当たり売上高は2004年に若干の回復があるものの、減少傾向にある。これは製品構成差すなはち事業の主軸が酒類から食品にシフトしてきている影響が大きい。一人当たり営業利益は微減の傾向にある。これは従業員数がほぼ横ばいなのに対して売上高が増加せず、営業利益が減少傾向にあるためである。これは労働分配率の増加が如実に表している。労働設備率、労働生産性はほぼ同水準を推移している。使用総資本投資効率はほぼ横ばいである。これは総資本を少しずつ圧縮することにより実現しており、それ自体は評価できるが、付加価値の増加によるものではないことは課題である。生産性については、全体に低下の傾向にあり、特に人件費負担の相対的な増加が問題である。

(5) 効率性

効率性①

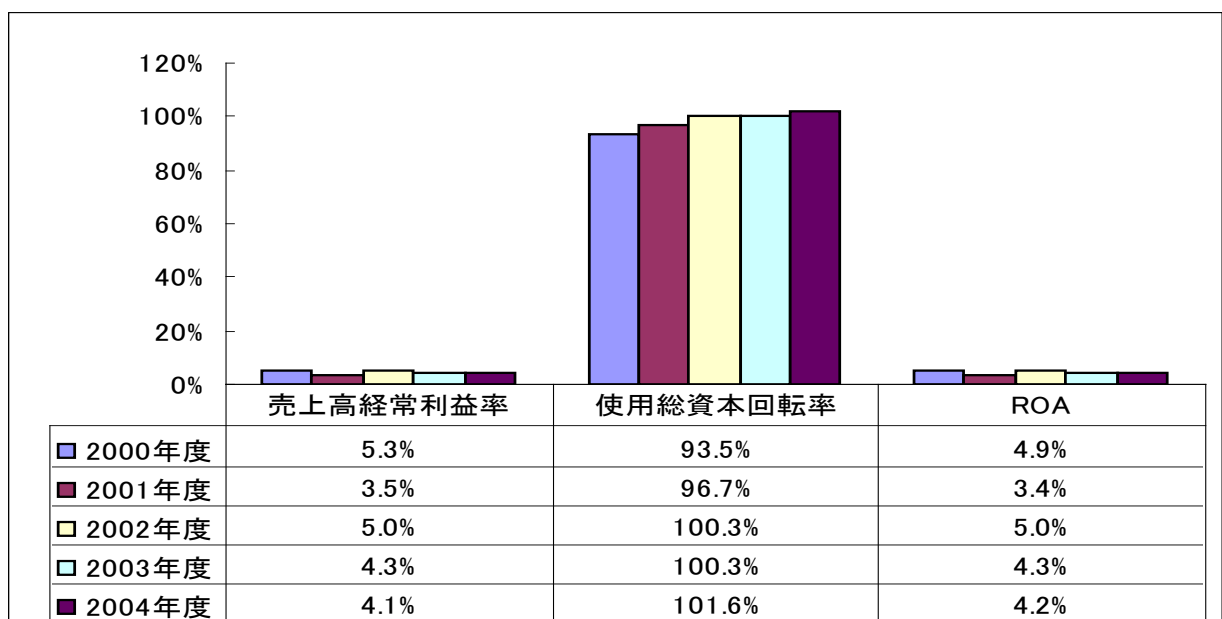
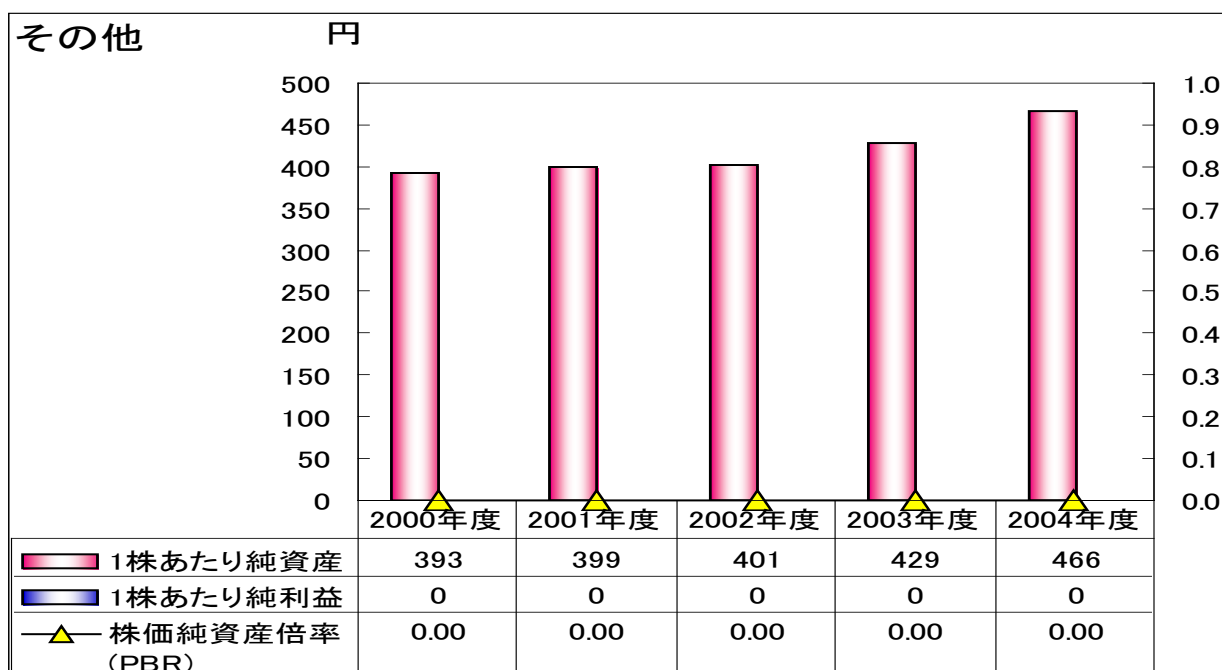


効率性②



使用総資本回転率はほぼ横ばいである。これは売上高の減少に対し、資産を圧縮して維持している状態である。それに対し、固定資産回転率は微減の傾向にある。これは有形固定資産の規模は変わらない中で売上高が減少してきていることが響いている。棚卸資産回転日数は大幅に減少してきている。これは、SCM 推進による在庫圧縮の効果が如実に成果を挙げていることによる。売上債権回転日数は順調に改善してきており、一方で買入債務の回転日数は横ばいである。これとあわせ棚卸資産を圧縮してきていることにより、運転資本回転日数が大幅に改善してきている。効率性については、改善の傾向にあるが、今後も継続的な改善が望まれる。

(その他)

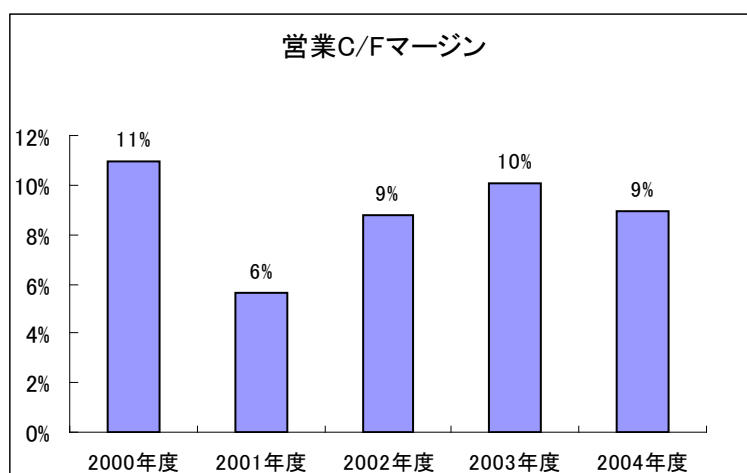


使用総資本回転率は年々改善の傾向にある。一方で売上高経常利益率、ROA は横ばいの傾向にある。資産の有効活用度合いは良い傾向にあるが、それによる利益が出ていない。収益性の改善が必要である。

1.2 CF分析

(1) 営業キャッシュフローマージン

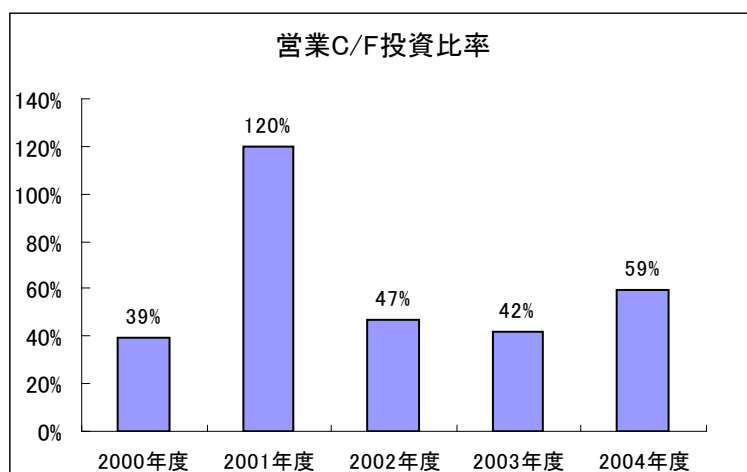
営業キャッシュフローマージン＝営業キャッシュフロー／売上高



営業 C/F マージンは、売上高の減少に伴い営業キャッシュフローも減少傾向にあるため、10%前後の水準となっている。

(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率

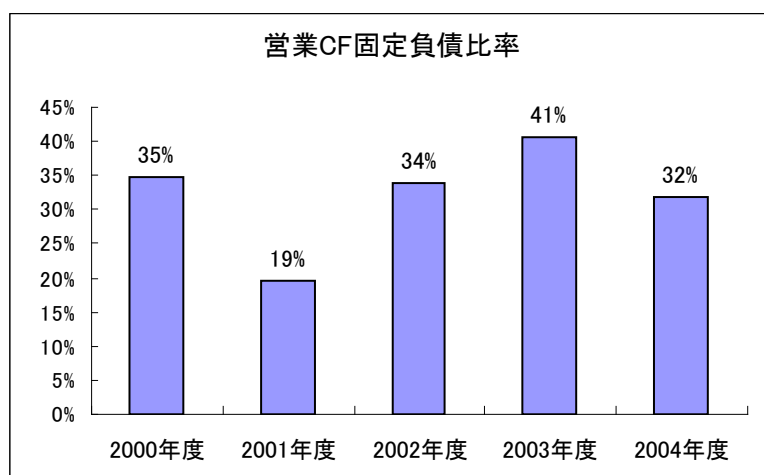
営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率＝投資キャッシュフロー／営業キャッシュフロー



営業 CF 投資 CF 比率は、事業活動で得たキャッシュである営業 CF と比べてどれくらいのキャッシュを投資に使っているか、を測る指標である。2001年に120%と大きな値となっているが、これは〇〇である。その他の年度は60%以下と低い水準になっており、有望な投資先がない可能性が指摘できる。前述でも再三ふれたが、売上高減少に歯止めがかからず利益率も低下している状況で、有望な投資先が無いとすれば、今後の成長が望めないばかりか、企業そのものが危機的状況に陥る可能性すらあり、大きな問題であるといえる。

(3) 営業キャッシュフロー固定負債比率

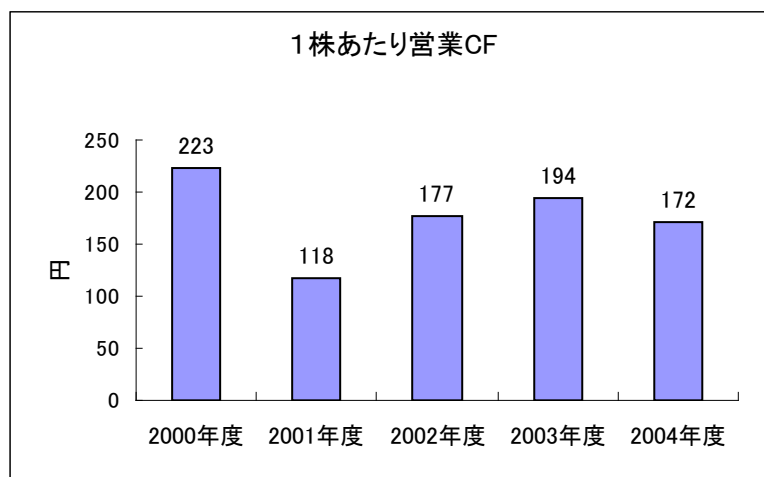
営業キャッシュフロー固定負債比率＝営業キャッシュフロー／長期負債（社債＋長期借入金）



営業 CF 固定負債比率は、固定負債による資金調達からどれくらいの営業 CF を上げているかを示す指標である。当社の場合、2001年に19%と非常に大きく落ち込んでいるが、その他の年度は30～40%程度の水準にある。

(4) 1株あたり営業キャッシュフロー

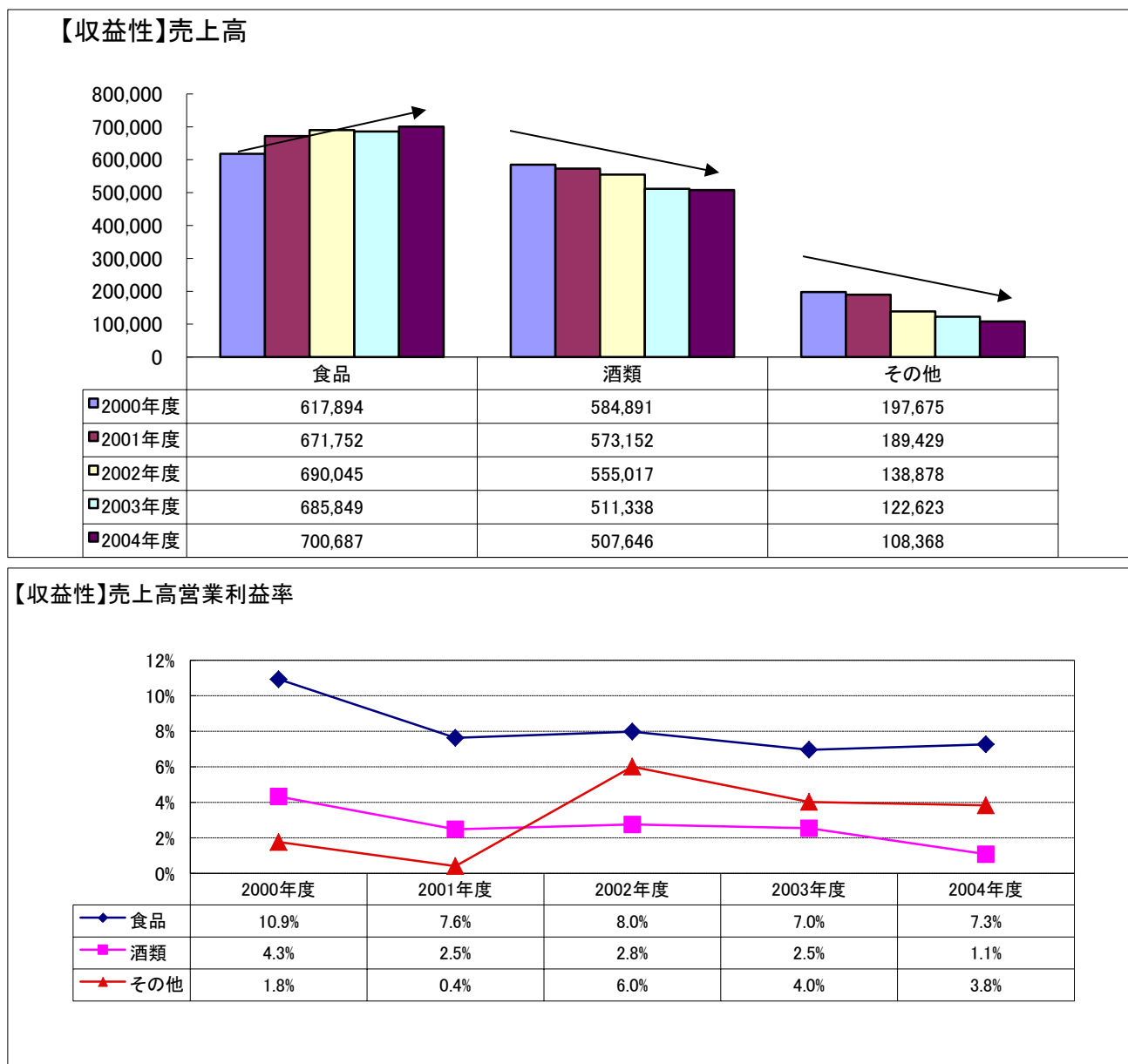
1株あたり営業キャッシュフロー＝営業キャッシュフロー／期中平均発行済株式数



1株あたり営業 CF は、1株にたいしてどれくらいの営業 CF を稼いだかを示す指標であり、株主の利益に比較的直結する指標であるといえる。当社では、2001年に営業 CF が大きくへこんだ影響で低い値となっており、その他の年度は200円前後を推移している。

1.3 事業種類別および所在地別セグメント経営分析

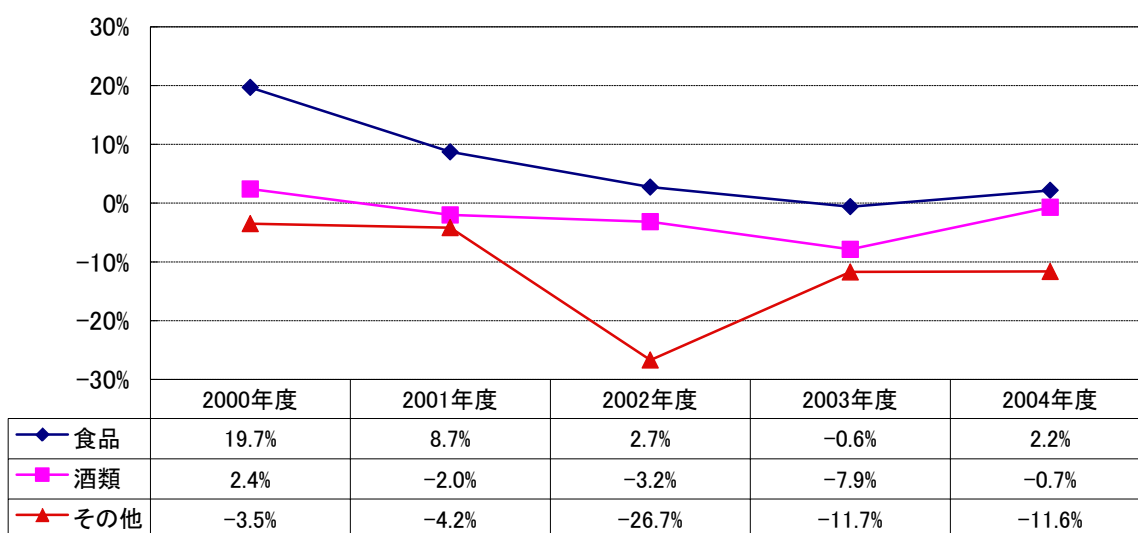
(1) 収益性



食品については、売上高こそ年々伸びているに関わらず、営業利益率は低下の傾向にある。これは規模の拡大にともなって収益構造自体が悪化してきている可能性が高く、注意が必要である。酒類については、売上高のダウントレンドとともに営業利益率も低下してきており、売上減少にあわせて費用の削減が行えていないことを示しており、大きな課題である。今後更に売上高が落ちるようであれば、最悪の場合営業利益率がマイナスになる可能性まで見える水準に達しており、抜本的な収益構造の変革が強く望まれる。その他事業の売上高減少・営業利益率の増加は、不採算事業であった医薬部門売却の影響が大きい。酒類の収益性低下が極めて深刻な問題である。売上高の拡大かコスト構造の改善が急務である。

(2) 成長性

【成長性】売上高増収率

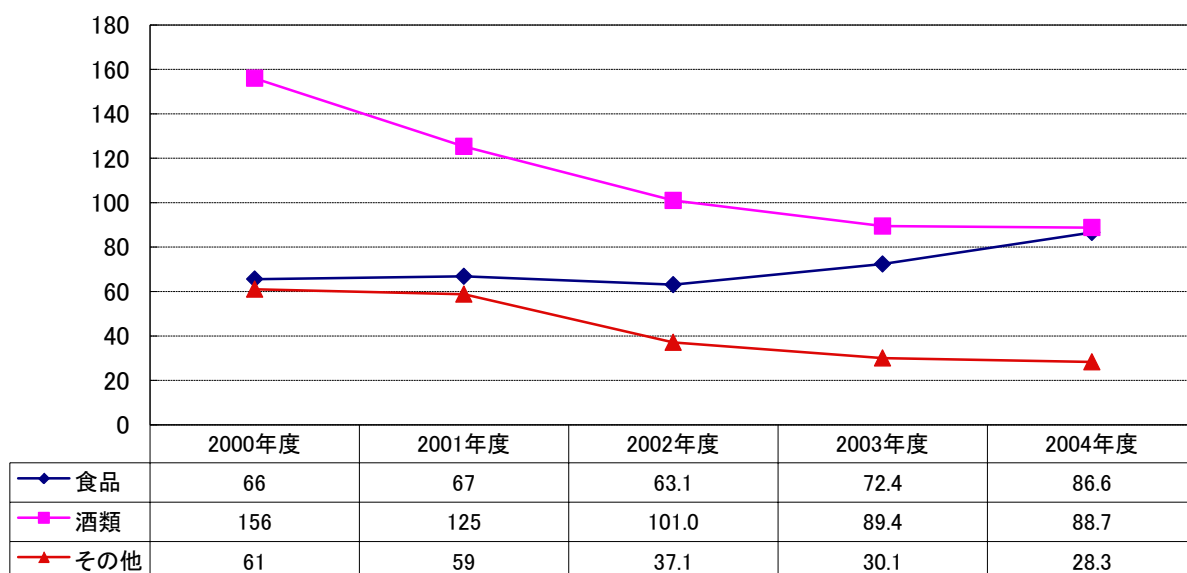


食品については、プラス成長は果たしているものの、成長のスピードに陰りが見えてきている。酒類については、年々規模がシュリンクしてきている。酒類事業の抜本的な見直しが必要である。

(3) 生産性

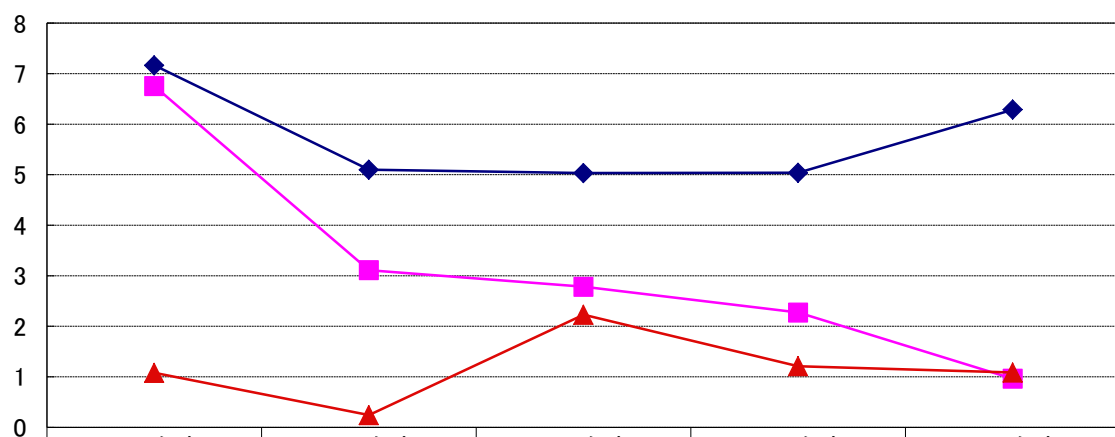
【生産性】一人あたり売上高

百万円



【生産性】1人あたり営業利益

百万円



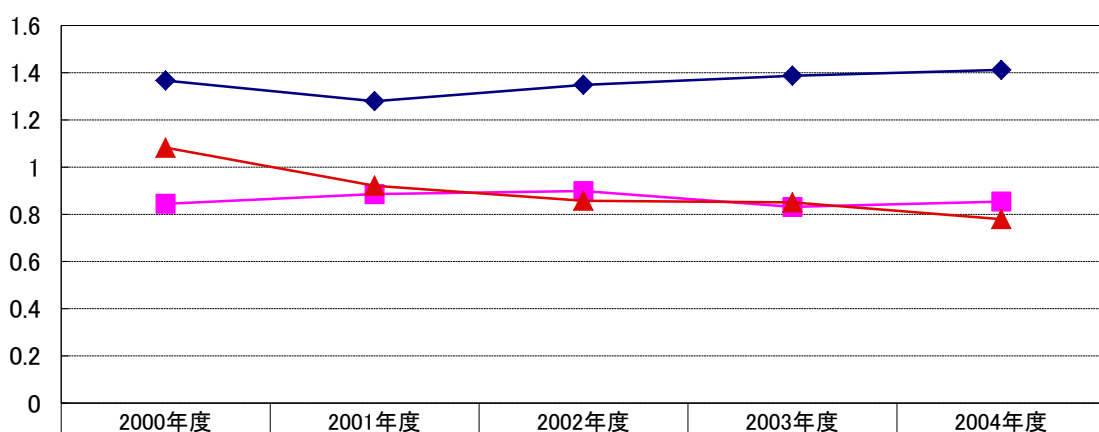
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
食品	7.2	5.1	5.0	5.0	6.3
酒類	6.8	3.1	2.8	2.3	1.0
その他	1.1	0.2	2.2	1.2	1.1

食品事業は、1人当り売上高は順調に増加の傾向にある。1人当り営業利益は2001～03年に低下したものの2004年には回復の兆しが見え、効率よく事業を行えているといえる。一方酒類は、1人当り売上高・1人当り営業利益ともに低落傾向が目立つ。組織まで含めた酒類の抜本的な改善が求められる。

(4) 効率性

【効率性】使用総資本回転率

回



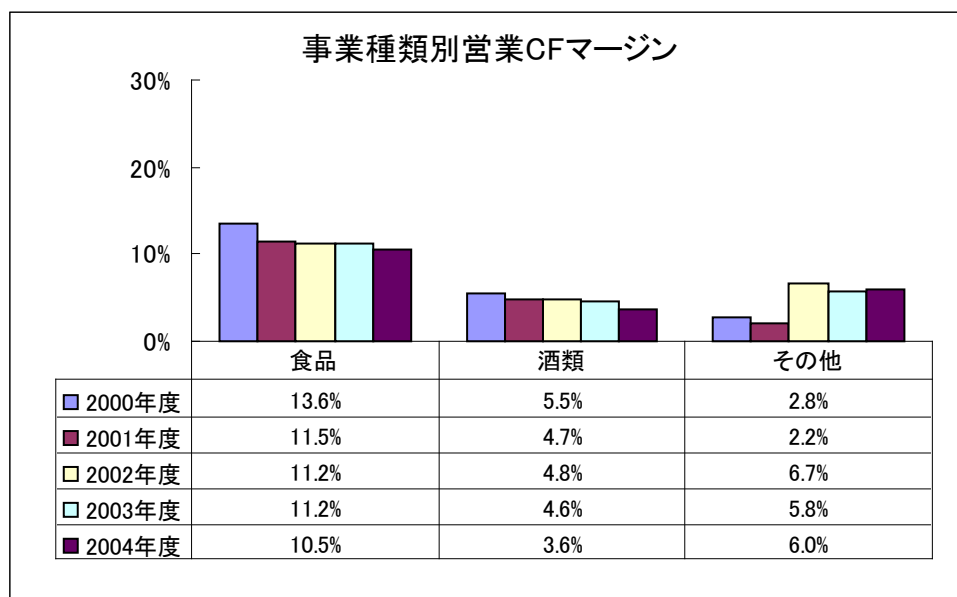
	2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
食品	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
酒類	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9
その他	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8

食品は、2001 年の低下以降、順調に効率性を高めていることがわかる。酒類は、同水準で推移しているものの決して高い水準とはいえず、改善が望まれる。酒類の改善が必要である。

1.4 業種別セグメントCF分析

(1) 営業キャッシュフローマージン

営業キャッシュフローマージン＝営業キャッシュフロー／売上高



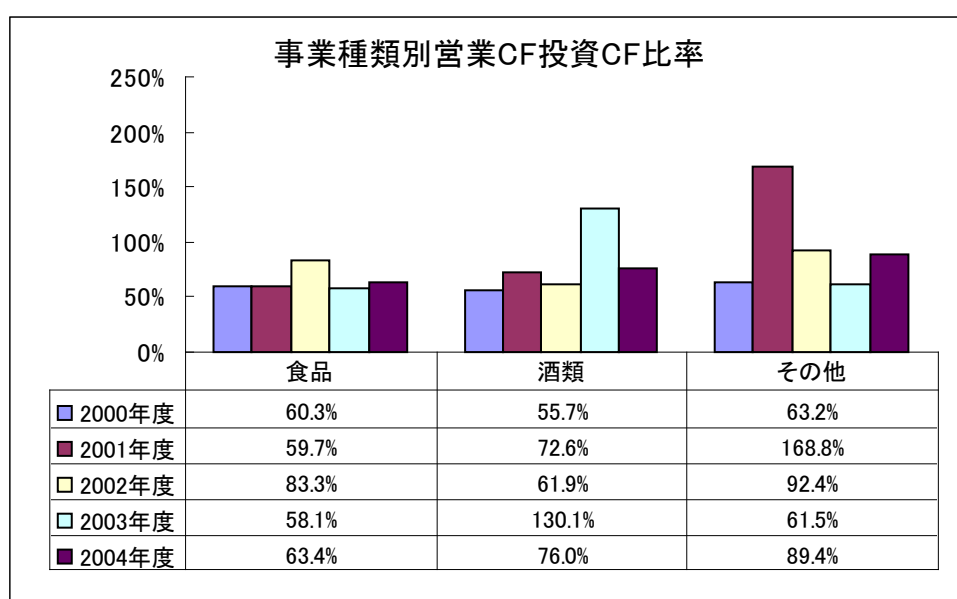
営業 CF マージンは、キャッシュの収益性を示す指標である。全体の水準をみると、当社の場合、明らかに食品セグメントが収益の柱となっており、10%程度の高い水準となっている。しかし、この比率が年々減少傾向にあり課題である。食品セグメントの主な製品は、缶コーヒーのボス、ウーロン茶に代表される清涼飲料であるが、この売り場の変化が食品セグメントの収益構造を圧迫しているものと考えられる。つまり、かつてはベンダーと呼ばれる自動販売機による売上が非常に大きなウェートをしめていたが、最近ではコンビニ、スーパー、量販店等にウェートが高まっているのである。ベンダーは基本的に定価販売であり人的コストも低いため高い利益が見込めるが、スーパー、量販店等は競争がより激しく、安売りが常態となっているため、利益が圧迫されるのである。この状況をいかに克服して更なる成長シナリオを描くかが、食品セグメントの課題になると考えられる。

酒類セグメントの営業 CF マージンは、年々低下の傾向にあり、直近の 2004 年には 3.6%と非常に低い水準となっている。これは競争の激化による売上高低迷が響いているが、長年多大な CF を生み出してきた洋酒の不調によるものが大きい。当社の酒類事業は、洋酒・ビール・焼酎・ワイン・リキュールといった幅広い商品を扱っているが、かつてその大部分を占めていたのが洋酒であった。

ビール事業は、事業を始めてから現在まで黒字を出したことがない事業である。ワイン・リキュールは、収益性はそこそこ高いものの、市場規模が小さく、これ自体が酒類事業の柱となるのは難しいものと思われる。一方、焼酎事業は市場が大きく伸張しており、当社における焼酎事業は市場の成長を上回る年率10%前後の成長を遂げており、今後の酒類事業の柱となれる可能性がありそうである。

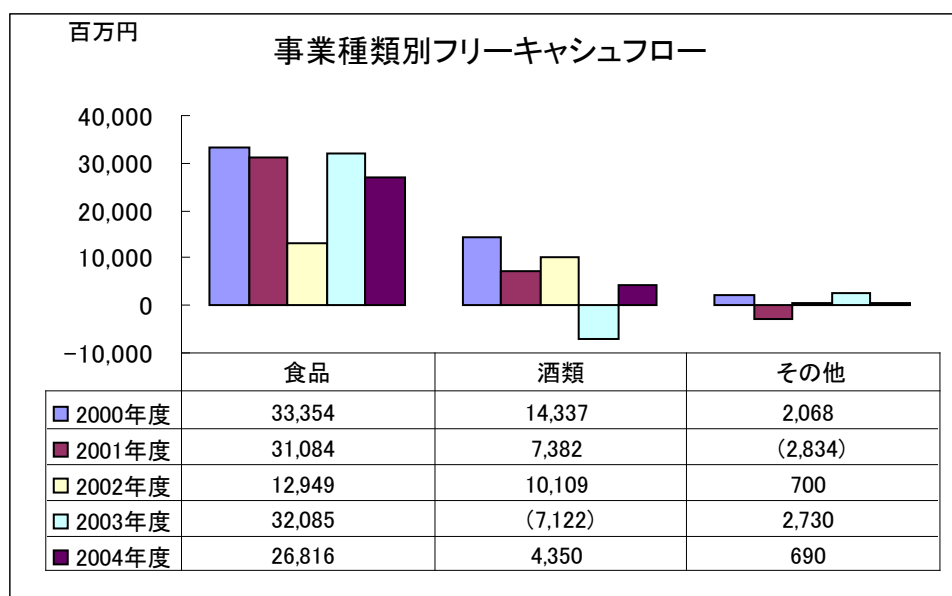
その他事業は、医薬部門の売却、花事業の分社化、卸会社である祭原（株）の連結除外、等々、積極的な事業の組替えにより、2002年より大きく改善している。ただこのセグメントにはまだまだ不採算な事業も残されており、更なる改廃が望まれる。

(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率



2001年のその他セグメント（168.8%）と2003年の酒類セグメント（130.1%）が突出して高い値となっている。2001年のそのセグメントについては、外食を営む子会社「ダイナック（株）」が株式を上場したことによる影響と思われる。2003年の酒類セグメントについては、全国で4つめのビール工場を熊本に建設したことによる。

(3) フリーキャッシュフロー



当社にとってキャッシュを生み出しているのは食品セグメントであり、酒類セグメントはビール工場新設の2003年以外は、かろうじてプラスのFCFを出しているが、その規模は年々小さくなっている。その他セグメントは様々事業を一つにくくっているセグメントであるため、一概には言えないが、全体ではかろうじてプラスのFCFを出している状況である。ただ、このセグメントには将来有望と思える花事業やフィットネスクラブ等を擁しており、一方で企業価値を高めているとはいいがたい事業も存在するため、今後の統廃合によって改善できる余地が十分にあるものと推測できる。

2 業価値分析

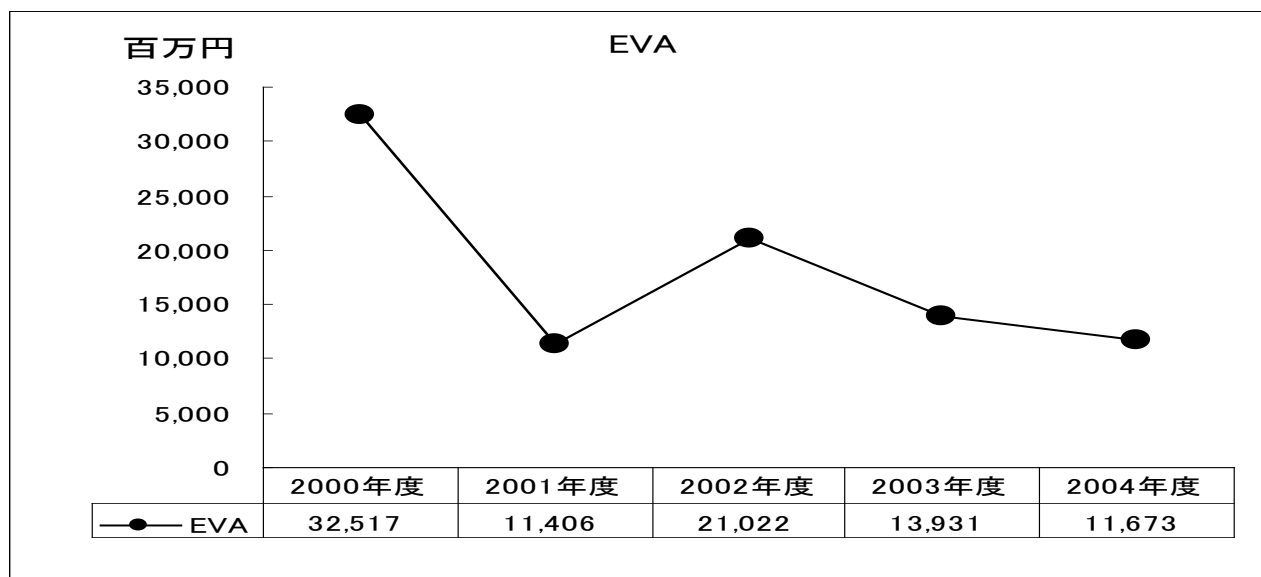
2.1 VA

EVAを算出は以下の仮定を設けておこなった。

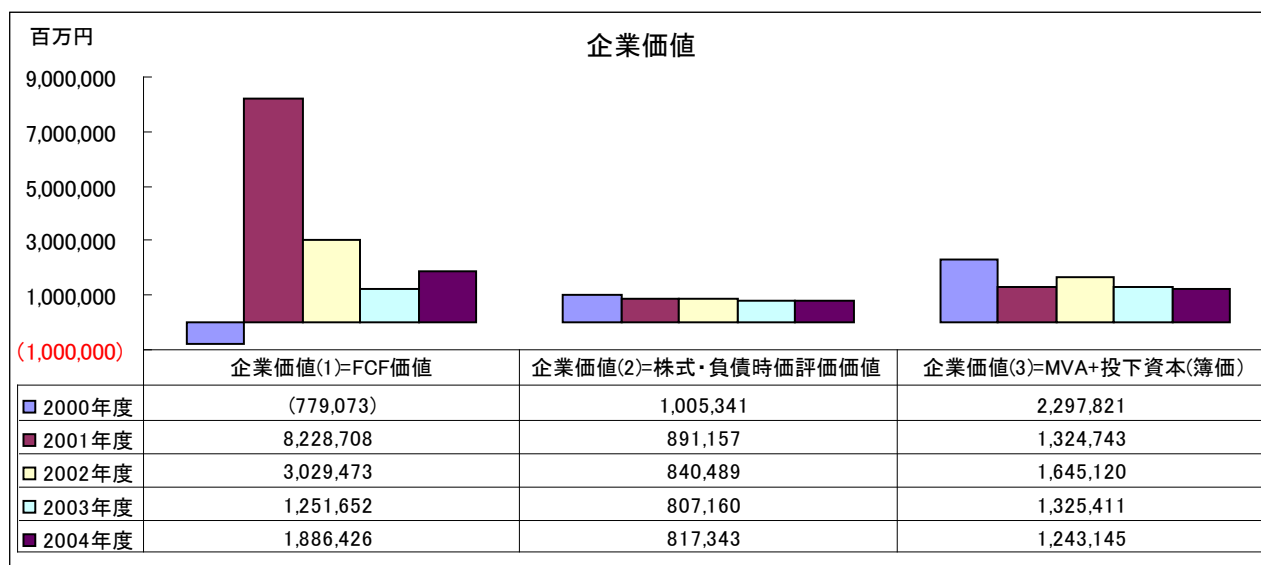
- ・株主資本の時価＝簿価
- ・株価＝株主資本の時価（＝簿価）／発行済株式数
- ・リスクフリーレート：1.55% ＜企業価値評価 実践編より＞
- ・リスクプレミアム：5.00% ＜企業価値評価 実践編より＞
- ・ β （ベータ）：麒麟ビール、アサヒビール、サッポロホールディングスの β の平均値を用いる

＜Bloombergより 2005.8.18時点＞

指標の名称	計算式	単位:百万円				
		2000年度	2001年度	2002年度	2003年度	2004年度
EVA	税引事業利益(NOPAT)-期首投下資本(3)*WACC	32,517	11,406	21,022	13,931	11,673
税引事業利益(NOPAT)	(営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-実効税率)	58,493	40,774	48,147	40,357	37,447
営業利益		96,355	66,268	78,698	65,676	60,571
受取利息		2,043	2,219	1,862	1,125	1,216
受取配当金		2,278	1,692	2,310	2,661	2,665
実効税率		41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%
資本コスト	投下資本(1)×加重平均資本コスト	25,293	23,444	21,959	21,698	22,407
投下資本(1)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(簿価)	1,005,341	891,157	840,489	807,160	817,343
投下資本(2)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)	1,005,341	891,157	840,489	807,160	817,343
投下資本(3)	流動資産-流動負債+短期有利子負債+固定資産	1,116,334	1,038,206	983,051	940,162	939,245
短期借入金	CPおよび1年内償還社債含む	295,000	200,370	206,569	185,638	126,518
長期借入金+社債	キャッシュフロー分析の長期負債と一致	440,166	416,507	358,535	326,688	370,908
株主資本(簿価)		270,175	274,280	275,385	294,834	319,917
株主資本(時価)	発行済株式数×株価	270,175	274,280	275,385	294,834	319,917
発行済株式数	自己株式控除後	687,136,196	687,136,196	687,136,196	687,136,196	687,136,196
株価		393	399	401	429	466
加重平均資本コスト(WACC)	負債コスト×(1-実効税率)×投下資本負債比率 +株主資本コスト×投下資本株主資本比率	2.52%	2.63%	2.61%	2.69%	2.74%
負債コスト	短期借入金、長期借入金、社債の平均利率	2.22%	2.06%	1.78%	1.49%	1.27%
投下資本負債比率	短期借入金+長期借入金+社債 投下資本(2)	73.13%	69.22%	67.24%	63.47%	60.86%
株主資本コスト(CAPM)	リスクフリーレート+β×リスクプレミアム	5.86%	5.86%	5.86%	5.86%	5.86%
投下資本株主資本比率	株主資本(時価) 投下資本(2)	26.87%	30.78%	32.76%	36.53%	39.14%
リスクフリーレート		1.550%	1.550%	1.550%	1.550%	1.550%
β(ベータ)		0.86	0.86	0.86	0.86	0.86
リスクプレミアム		5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%



2.2 業価値指標



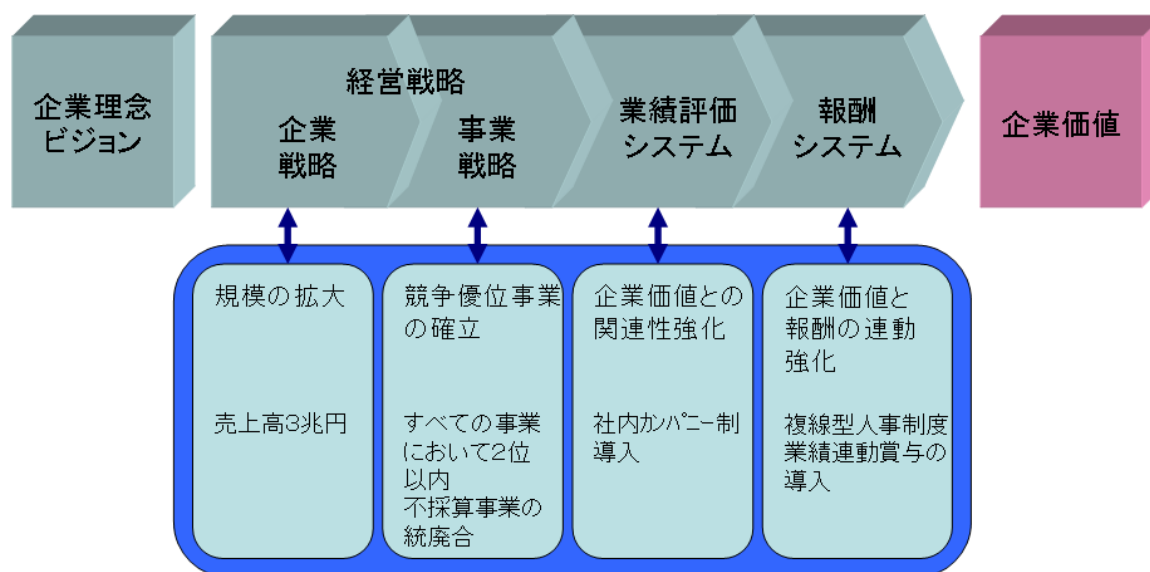
FCF 価値で 2001 年が飛びぬけてよくなっているのは、短期借入金の返済したために運転資本が大きく低下できたためである。この要素を除くと、3つの企業価値は全体に同様の傾向になっており、過去 5 年間で微減の傾向にある。フリーキャッシュフロー価値は、単年度のフリーキャッシュフローが将来にわかって生み出されるという前提の下で算出しているため、計算の方法上、年度ごとのばらつきが大きくなる。

3 業価値創造経営

3.1 業理念

サントリーの企業理念は「人と自然と響き合う」である。このシンプルな言葉が表す意味は、「人々のニーズにもとづいた生活文化の豊かな発展と、その存続基盤である地球環境の健全な維持をめざして、企業活動に邁進し、人間社会に貢献する」であり、サントリーグループの存在理由と到達目標を示している。同社ではこの企業理念のもと、よき企業市民として優れた品質の製品やサービスを提供し、世界の生活文化の発展に貢献することを目指している。2004年からは、上記の企業理念を一步進めたコーポレートメッセージとして「水と生きる SUNTORY」という言葉を新たに掲げ、同社のロゴマークをあわせて一新し、サントリーという企業のアイデンティティを示している。

3.2 業価値創造経営



・事業戦略

同社では全ての事業において2位以内という目標を掲げ、将来性が見込めない不採算事業の統廃合を積極的におこなっている。2002年に医薬事業を会社分割し、その後、第一製薬に株式を譲渡し、2003年には子会社である「(株) TBS ブリタニカ」を阪急電鉄グループに譲渡、同じく子会社の「マグレガー・ジャパン (株)」をマグレガー・ゴルフカンパニー (USA) に譲渡している。

・業績評価システム

2004年に社内カンパニー制を導入し、カンパニーの業績責任を明確にした。新たな組織は、本社機能としての意思決定機関となるコーポレートと経理や総務などの共通業務をおこなうビジネスサポート、食品、ビール&RTD、ワイン&スピリッツ、外食・開発、海外の5つのカンパニーである。

・報酬システム

同社では、2004年～2005年にかけて報酬システムの抜本的改革をおこなっており、与えられる役割や責任の大きさによって報酬が決定する「役割等級制度」、部門ごとに評価や報酬をより公正におこなうための「複線型人事制度」、会社の業績を社員の報酬を直接リンクさせる「業績連動賞与」を導入している。

企業価値を高めるためには、株主価値、顧客価値、従業員価値、社会価値の4つの視点における価値を高めることが重要である。サントリーでは、上述した企業理念のもと、同社には「利益三分主義」という考え方が脈々と受け継がれている。これは、創業者の鳥井信治郎氏が唱えた強い信念であり、利益の3分の1はお客様へ、そしてもう3分の1は社会に還元すべきという考えである。このことから、同社の顧客価値、社会価値を高める意

識の高さが伺える。同社の4つの価値（顧客、従業員、社会、株主）を具体的に検証してみる。

・顧客価値

サントリーは、1899年の創業以来100年を超える歴史を歩んできているが、それは顧客価値を高めてきた歴史であるといえる。甘味葡萄酒「赤玉ポートワイン」を生み出して日本の洋酒文化を拓いたこと、わが国初のウイスキー事業に着手したこと、さらにビールや食品・清涼飲料事業に進出するなど、顧客の声に絶えず耳を傾け、顧客一緒に市場を創りだし醸成させ成長させてきた、顧客志向の精神と共に発揮されたものであるといえる。

また同社は、2004年にサントリーグループ品質方針を定め、「All for The Quality」のスローガンの下、安全で心に響く商品・サービスをお届けし、お客様の夢と信頼に応え続けます、としている。

2005年からは、全てのビール、発泡酒、第3のビールの原料を100%天然水にするなど、より高品質の商品作りを具体的におこなっている。また、ここ数年の学生の就職人気ランキングにおいても、同社は常に上位に位置しており（2005年は総合1位）、同業他社よりも高く評価されている。最終消費財である酒や食品を扱う同社にとっては顧客である学生からも、このような高い評価がされていることから、同社がいかに顧客価値を高めているかが伺える。

・従業員価値

同社には世間にも広く知られる「やってみなはれ」という言葉に象徴される、任し任される主風が遺伝子のごとく受け継がれている。この言葉は1960年頃、当時専務であった故佐治敬三氏が、父親である創業者にビール進出希望を伝えた際に言われた言葉であると伝えられており、現在でもその精神が新入社員に至るまで浸透している。同社は、このような社風を背景に、これまでの歴史の中で数々の新市場、新商品を開発してきており、そのような環境で働く従業員にとっては、前向きな気持ち仕事にチャレンジすることができるため、より高い次元へ自分を向上させられるとともに、やりがいや自己実現の場の提供にもつながっている。そのような従業員価値を高める仕組みも同社には備わっており、例としてセクションを越えた異動が挙げられる。同社では自己申告制度を取り入れており、半年に1度上司との1対1の面談が義務付けられている。そこでは今後のキャリア形成についても重要な話題の1つとして挙げられており、今後やりたい、やってみたい業務を自己申告できる仕組みとなっている。この情報は本社人事部によって取りまとめられ、異動を検討する際の重要な資料となり、実際、セクションを越えた異動も頻繁におこなわれている。また、これをさらにサポートする制度として、社内公募制度やキャリアデザイン制度がある。各種調査によっても、サントリー社員は愛社精神が強い、とされているようである。これは、いかに従業員価値が高いかを如実に示しているものであると考えられる。ただ、これらはサントリー（株）の話であり、今後170社あるグループ会社（2004年12月31日時点）全体では当然ながら従業員価値にバラツキがあるものと考えられ、グループ全体での従業員価値をいかに高めるかは、同社にとっての今後の課題であると思われる。

・社会価値

サントリーでは、利益三分主義の考え方からもわかるとおり、社会に対する貢献は極めて高いといえる。具体的には、サントリーホールやサントリー美術館、サントリーミュージアムに代表される各種文化事業や、様々な環境保全活動などがある。環境保全活動においては、水資源の保全や地球温暖化防止、資源のリサイクルなど、商品のライフサイクルにあわせ、様々な活動を積極的におこなっている。さらに、同社では様々な義援金（スマトラ沖地震、新潟地震）や助成金による文化活動の援助など、多岐にわたる社会活動をおこなっており、社会価値は極めて高いものと考えられる。しかし一方で、このような活動は一度おこなうと縮小することが難しく、利益が出ていないときにもおこなう必要が出てきてしまうものである。そうなってしまうと、利益三分主義の考えによる三分の一以上を社会に還元することになり、他のステークホルダーの価値である顧客価値や従業員価値、株主価値を損ねる域にまで達してしまう可能性がある。これらの各ステークホルダーの価値をいかにバランスよく保つ仕組みを構築するか、が同社にとっての今後の課題であると考えられる。

4 企業環境分析

サントリーは、自社の事業ドメインを HP にて以下のように表現している。「サントリーグループは、酒類、食品事業をはじめ、花、健康食品事業など新規分野にも取り組み、さらに海外でもアジア、中国での事業展開や、アメリカにおける飲料ビジネスなど、日本国内だけでなく、世界各国でも幅広く事業を展開しています。」これからもわかるように、同社の主要な事業は、酒と食品（清涼飲料）であり、加えて新規事業として花、健康食品への取り組みを目指している。また、日本にこだわらず、積極的に海外に展開することも標榜している。この観点で、同社の機会と脅威をまとめると以下ようになる。

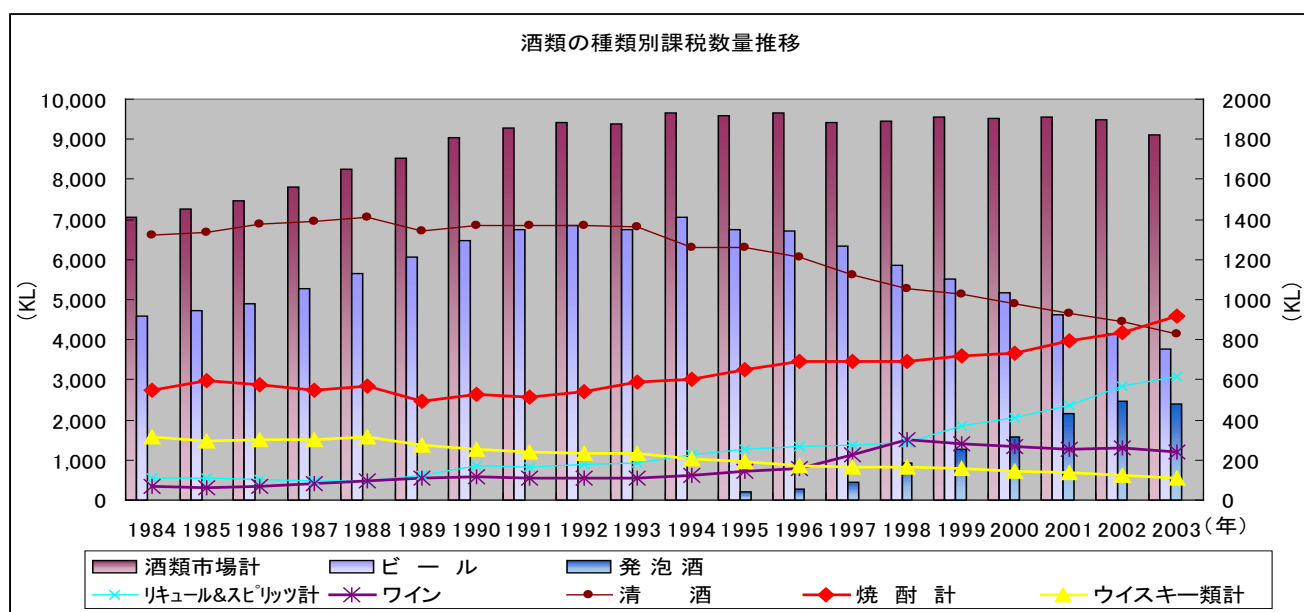
【機会】

- ・ビール市場の変化（ビールから発泡酒、さらに第3のビールの比重の高まり）
- ・消費者の嗜好変化
- ・ワインの潜在ニーズ
 - ・焼酎ブーム
 - ・酒類販売免許の緩和による売り場の拡大
 - ・健康ブーム
 - ・海外への展開

【脅威】

- ・ビール大手企業（麒麟、アサヒ）の総合酒類メーカー化
- ・競争激化による価格競争
- ・ブームの終焉
- ・商品の品質、安全性
- ・法改正（酒税法、食品衛生法、独占禁止法関連法規、環境・リサイクル関連法規、等）

下図は1982年～2003年の酒類市場全体の動向である。



(出所：国税庁)

酒類全体でみると、長期的には増加しているものの、ここ数年は横ばいから微減傾向にあり、種類別にみると以下のことがわかる。ビールは1994年を境に減少しつづけており、その分だけ発泡酒が伸びている。なお、本データには反映されていないが、2004年頃からは第3のビールが誕生したことから発泡酒市場も縮小してきており、その分を第3のビールが埋める形となっている。まとめると、ビールカテゴリー（ビール、発泡酒、第3のビール）の総市場は横ばい～微減傾向にあるといえる。

ウイスキーはこの20年間減少し続けており、それを埋めるようにリキュール&スピリッツが伸びている。ワインは、ワインブームにのり1997年から急増したが、1998年をピークに微減の傾向にある。清酒（いわゆる日本酒）は、1994年を境に急落しており、一方で焼酎が伸びている。このような酒類市場において、ウイスキーを酒類事業の柱としてきたサントリーにとっては、非常に厳しい状況にあることがわかる。一方、ビールカテゴリーにおいては、発泡酒や第三のビールの出現によって、ここ数年で市場が大きく変化してきており、後発メーカーである同社にとっては大きなチャンスである。なお、同社のビールカテゴリーのシェアは約10%で業界4位、1963年に参入してからの約40年間、一度も黒字をだせていない。

消費者の嗜好が多様化してきている、ということである。かつてはビールと清酒が市場の大半を占めていたが、近年では各カテゴリーにおける消費量が均等になる方向へ動いてきている。これは消費の傾向が徐々に多様化してきていることを現しており、この傾向は今後も進みそうである。そのように考えたとき、ワイン市場については、ブーム終焉にともない市場規模は縮小の傾向にあるが、一方で、国別1人あたりワイン消費量をみると、日本の消費量は非常に小さく、日本の酒類市場全体においても、割合は小さい。今後消費の

多様化がより進んだ場合、非常に不確定ではあるが、ワイン市場が伸長する余地は十分にあるものと思われる。

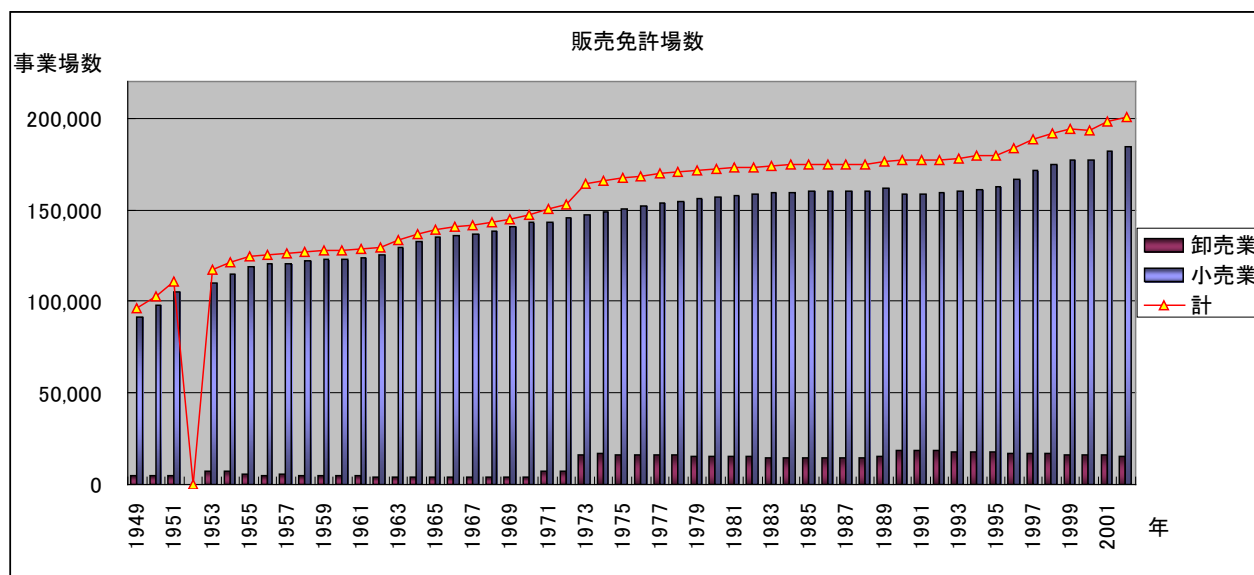
国別1人当たり（総人口）ワイン消費量

（単位：L）

1位	ルクセンブルク	63
2位	フランス	57
3位	イタリア	54
4位	ポルトガル	50
5位	スイス	41
6位	アルゼンチン	38
...		
	日本	2

（出所：サントリー推定値）

2004年の焼酎市場は、焼酎ブームによって対前年8～9%程度の伸びを見せており、その中で、韓国焼酎市場は7～8%程度の伸長、乙類焼酎市場については、いも焼酎の牽引もあり14～15%程度伸長している。市場の伸びに対し、サントリーの焼酎事業は、対前年で114%程度伸長しており、今後の更なる伸びが期待される。ただ、1997年～1998年のワイン市場においても見られたように、ブームは一過性のものであり、いつかは終焉する懸念がある点は指摘しておきたい。酒類の売り場の点では、近年の規制緩和の流れの中で、酒類の販売免許の緩和が進んでおり、例えば、コンビニエンスストアはもちろん、ドラッグストアでも酒が買える時代がくるかもしれない。そのように売り場が拡大されると、既存の市場が一変する可能性も秘めており、現時点では唯一といえる総合酒類メーカーであるサントリーの総合力が発揮できる可能性を秘めている。



（出所：国税庁）

ただ、ビール大手企業である麒麟ビール、アサヒビールが、ビール市場の伸び悩みから総合種類メーカーへの成長を標榜しており、ウィスキー、ワイン、リキュール&スピリッツ、焼酎の強化を図ってきており、総合力によるサントリーの強みが弱まるのとともに、

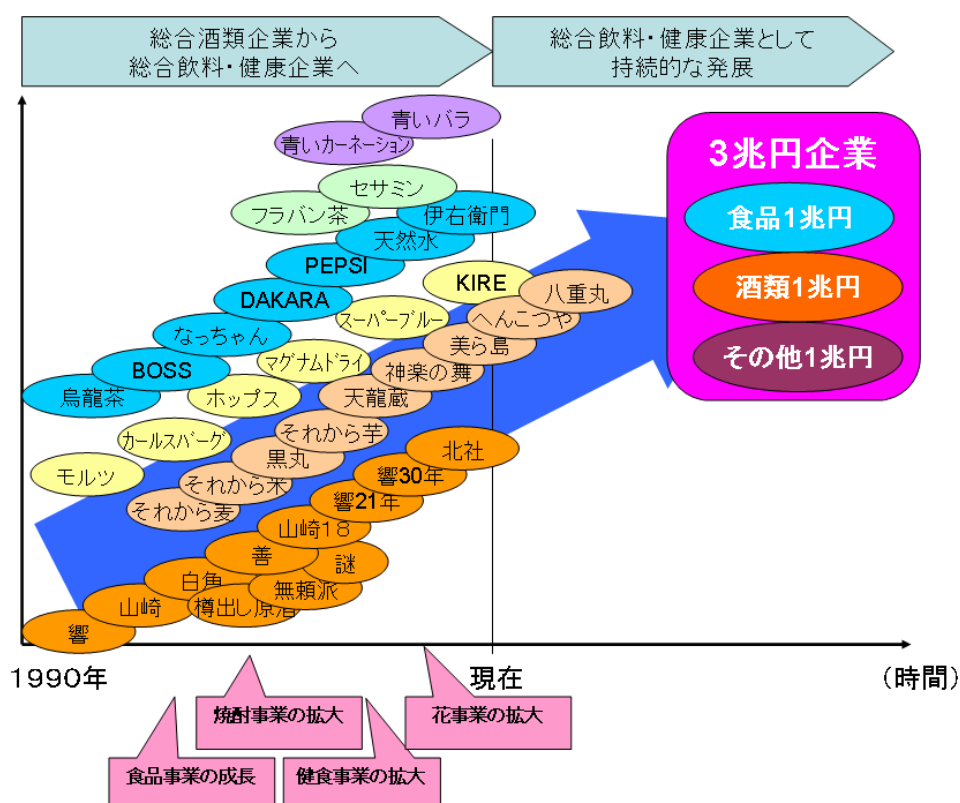
競争が今以上に激化する懸念がある。近年の健康志向の高まりにより、健康関連グッズが目覚ましい伸びを見せている。同社では、「セサミン」や「自然のちから」などの有力な商品を有する健康食品事業をかかえており、まだまだ規模は小さいものの、2004年の売上高は対前年比約150%と、著しい成長を遂げてきている。

海外においては、中国の発展が目覚ましい。サントリーでは、1984年、江蘇省連雲港市に外資として初のビール合弁会社「中国江蘇三得利食品有限公司」を設立し、中国でのビール事業をスタートした。1995年には、江蘇省でのビール事業を通じて蓄積してきた中国ビジネスのノウハウを活かし、発展目覚ましい上海でのビール事業に進出、1999年には上海 No.1 の座を獲得。その後も、上海で初めての生ビールの製造、発売など積極的な事業、地域展開により順調な成長を続け、現在では上海市区で4割を超えるシェアを獲得している。中国の市場は今後まだまだ伸びる可能性を大きく秘めており、今後の発展が期待できる。

最後に食の安全におけるリスクについて触れておく。同社が扱う商品は基本的に口に入るものである。このような商品を扱う以上、品質におけるトラブルは、過去の雪印の例でもわかるとおり、企業の存亡の危機にまで陥るリスクをはらんでいる。このようなリスクを排除するため、同社では多大なコストをかけながら徹底的な品質強化をおこなっているが、そのようなリスクがある業種を事業ドメインとしている点については指摘しておく。

5 企業成長戦略

5.1 事業展開シナリオ



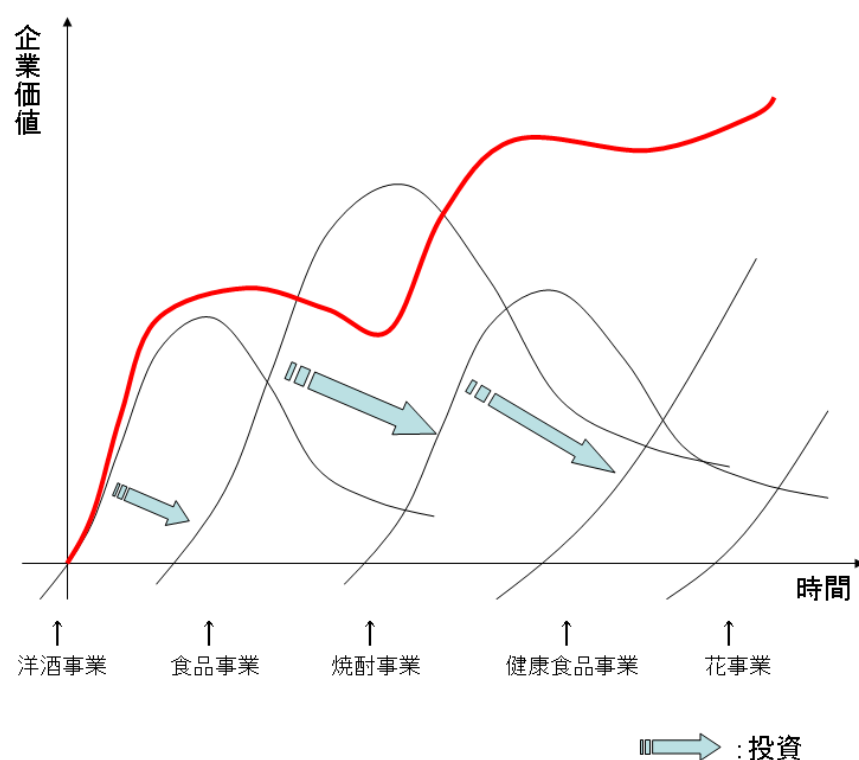
(1) 1990年～現在

事業の柱であるウィスキー事業が1983年をピークに低落の一途であり、これまで潤沢な資金を生み出していた事業が先細りにあり、あせったウィスキー事業は1990年台後半に商品を乱立させるとともに、酒税法改正にあわせ大幅に価格を下げた。これが災いしたのか、ウィスキーの市場が拡大するどころか、販促費の増大により、一層収益性が落ちることになる。その後、ウィスキー製品のカテゴリーをハイクラス、ミドルクラス、エコノミークラスに整理し、更なる成長に向けての整備ができた。この間、ウィスキー市場の低落を助けるように、食品事業が大きく育った。烏龍茶市場で圧倒的なブランドを確立した「サントリー烏龍茶」に始まり、缶コーヒーの「BOSS」、機能性飲料「DAKARA」、新たなカテゴリーを開拓した「天然水」、緑茶市場のトップを狙える「伊右衛門」などがその代表である。加えて、焼酎市場の伸長以上の成長率で成長している焼酎、健康ブームにのって急成長を見せる健康食品、不可能の代名詞と言われた「青いバラ」に代表される花事業も育ってきている。また、連結子会社の外食企業であるダイナックや、フィットネスクラブのティップネスなど、グループ会社の伸長も大きい。一方で、不採算事業の整理・統廃合もおこなっており、先にもふれた医薬事業や出版事業を行う連結子会社のTBSブリタニカ、ゴルフ用品メーカーのマグレガー・ジャパンを売却している。1990年代～現在は、総合酒類企業から総合飲料・健康企業への脱皮をしたステージであるといえる。

(2) 現在～将来

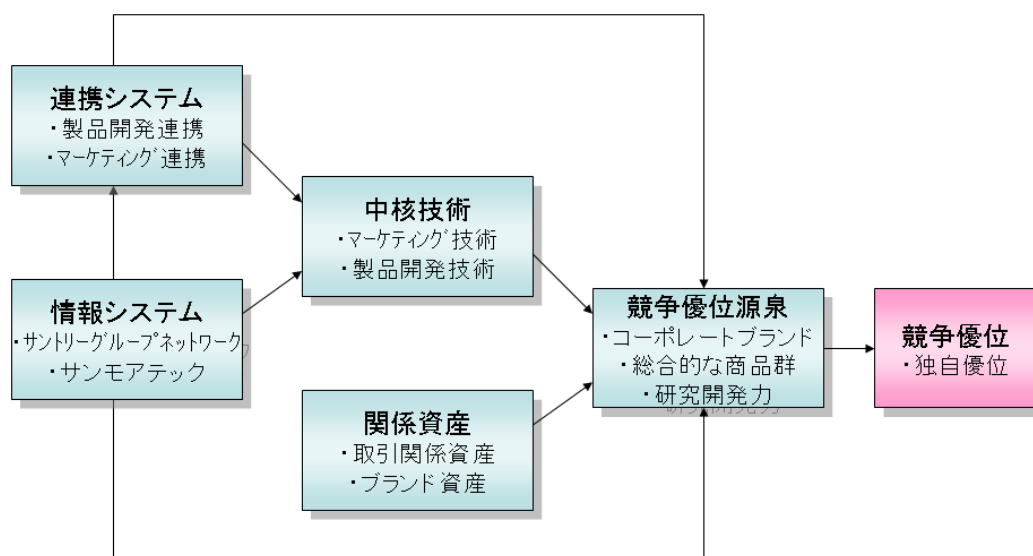
同社の現在の目標は売上高 3 兆円である。食品事業で 1 兆円、酒類事業で 1 兆円、その他事業で 1 兆円である。食品事業の売上高はこの 1999 年に約 5 千億円だったが現在約 7 千億円にまで成長してきており、同社の長年の研究の成果である健康食品事業も擁していることから、目標に到達できる可能性はありそうである。しかし、酒類事業はこの 5 年間、売上高は下がり続けており、2004 年時点では約 5 千億円である。市場規模が圧倒的に大きいビール市場と、現在市場が拡大している焼酎事業が鍵を握ることになりそうだが、目標到達には多少懐疑的にならざるをえない。また、その他事業については、同社の研究開発力を生かした花事業に加え、グループ会社のダイナックやティップネスなど、有力な事業を要しているが、現在はまだ 1 千億程度の規模であり、目標を達成するためには、大規模な M&A 等が必要になるものと考えられる。

5.2 資源循環



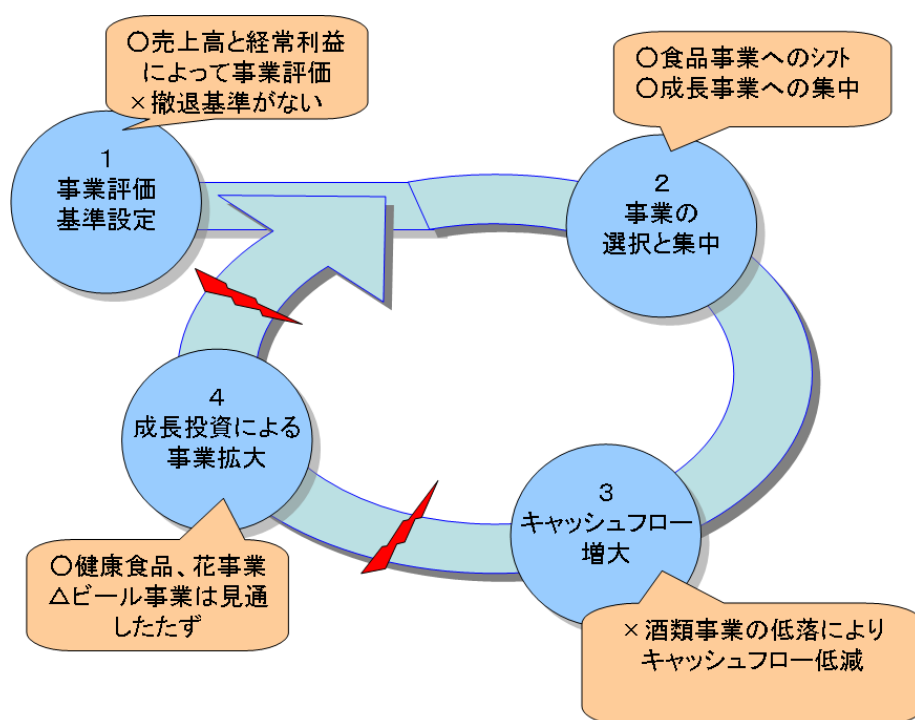
同社はこれまで洋酒で生み出した資源をうまく食品事業に投入し、食品事業を大きく伸長させることに成功しており、現在では最大の資源を生み出す事業は食品となっている。今後は、食品事業で生み出した資源を焼酎事業や健康食品事業、花事業に投入し資源を循環させることで企業成長が図れるものと考えられる。ただ、40 年間にまだに黒字化できていないビール事業が問題である。多大な資源を投入しているにも関わらず新たな資源が生み出されていず、この事業の建て直しが急務であると考えられる。

5.3 戦略資産蓄積



同社の戦略資産は、高い社会価値やマーケティング技術などから生み出されるコーポレートブランドであると考えられる。また、清涼飲料と酒類全般を扱う総合力も競争優位の源泉となっており、創業時の赤玉ポートワインに始まり、ウィスキー事業を開始、その後ビール事業、食品事業、焼酎事業と新規事業を重ねるにつれ、バイオテクノロジーにおける高い研究開発力など、徐々に模倣が困難な戦略資産が地区先されてきている。

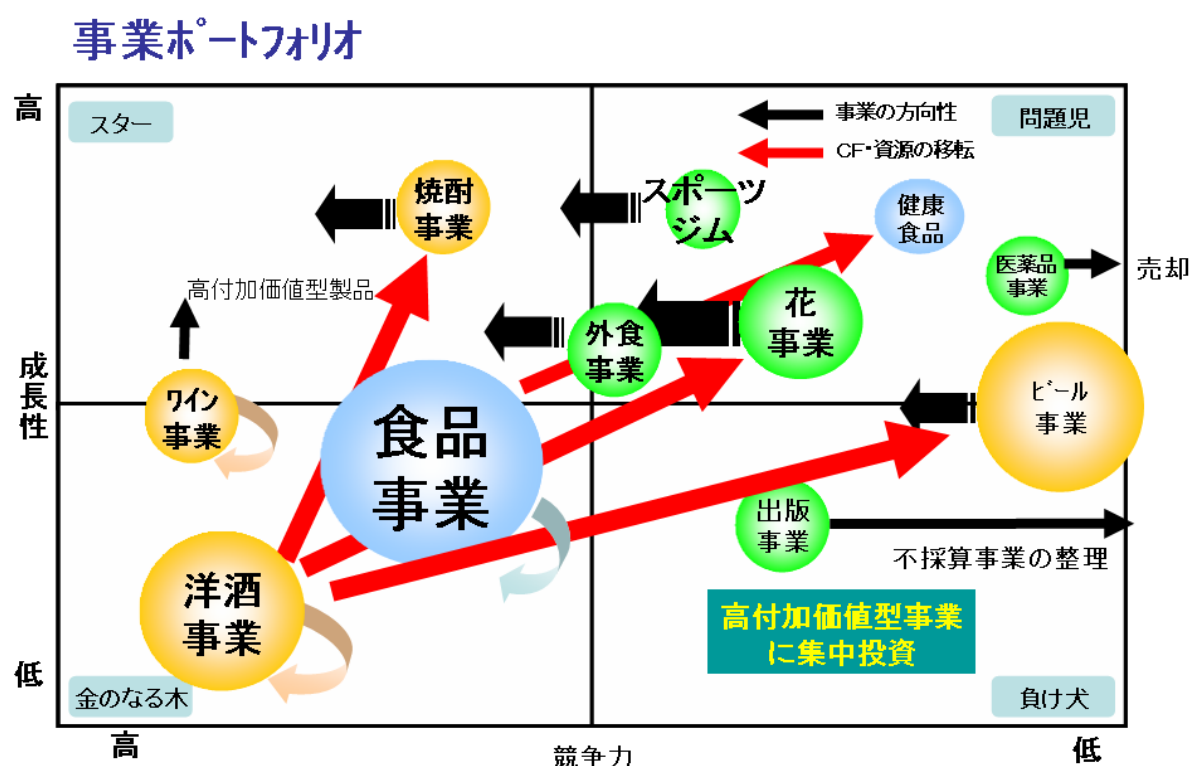
5.4 企業価値持続的創造



同社は、公表している事業の評価基準として、売上高と経常利益を用いている。近年は EVA 等、株主価値を重視した指標を用いる企業が多い中珍しいかもしれないが、同社は非上場であり、また本社に財務機能を擁しているため、大きな問題はないものと考えられる。ただ、事業を撤退する際の明確な基準は何も公表されていないため、そもそもの基準がない可能性もあり、そうであればこれは問題である。事業の選択と集中については、食品事業へのシフトや不採算事業の売却をスムーズに実現していることから評価できる。ただ、現在でも全社の約 4 割を占める酒類事業が低落傾向にあり、特に金のなる木の洋酒事業が大きく落ち込んでいるため、キャッシュフローの増大が現時点においては図れていない。

酒類事業の変革が必要である。成長投資による事業拡大については、伸長市場である健康食品などにおいて一定の成果を挙げており評価できるが、一方でビール市場においては市場が大きく変化しているチャンスをものにできているとは言いがたく、問題である。今後ビール事業をどのように扱うのか、判断が問われるところであるが、上述のとおり明確な撤退基準がないため、負のサイクルになる恐れがある。

6 事業ポートフォリオ



(1) 過去から現在

洋酒事業で生み出したキャッシュを食品事業やビール事業、焼酎事業に移転することで成長を遂げており、一方で多角化事業へは積極的な資源の移転はおこなわず、自立自走を前提としてきている。また多角化事業のなかで同社において将来性が見出せない事業については売却している。

(2) 現在から今後

洋酒事業については、生みだせるキャッシュが減少してきているが、まだ余力は残されており、自らの再投資により市場の規模の縮小をおさえ、残りをビール事業、焼酎事業および選択したその他事業へ投資し、更なる柱の育成をおこなうものと考えられる。ワイン事業については、規模は小さいもののシェアトップであり、自らの成長への再投資をおこなうものと思われる。これまでに大きく育った食品事業については、生み出したキャッシュを自らの成長のための再投資に加え、今後伸び行く健康食品事業への投資をおこなうことが十行になる。

7 今後の課題や問題点

収益性の改善が最大の課題であると考えられそうである。しかし、同社は非上場企業であるため、株主の要求期待利益は上場企業と比較して低いと考えられるため、競合他社と比較して資本コストは低いはずである。このメリットを活用すれば、競合となる大手企業が手をだせない ROIC の低い事業にも着手が可能となる。よって同社における最大のバリュードライバーは売上高であり、財務の安全性を担保したうえで、選択した事業の規模拡大を目指すことが肝要であると考えられる。ただし、扱う商品が基本的に最終消費財であり、消費者の嗜好は多様化の一途をたどっていることから、市場の変化に合わせて方向転換できるように、撤退コストが高くないよう、ニッチな事業への過剰な投資は避ける必要があると考える。その際には、事業を撤退する明確な基準が必要となるが、同社には公表された明確な指標は存在せず、規模の拡大を目指しながら撤退基準を定めるという、矛盾したようなルールをいかにして制定するかが、同社の今後の課題であると思われる。一方で、同社は不可能といわれた青いバラの開発に代表される高い研究開発力を保有しており、この貴重な資産を活用した高収益事業を強化し、成長投資へのキャッシュを生み出す努力も必要である。

もう一つの重点課題と思われるのが海外展開である。同社の海外事業規模は 1 千 3 百億円程度と、国内と比べて非常に小さいが、同社には世界的（もしくは世界的になりつつある）自社ブランド「響」「山崎」「ミドリ」「ボウモア」「ラグランジュ」を保有しており、これらの商品は十分に海外に展開できうるものであると考えられる。海外展開にあたっては、まずはコーポレートが確立されつつある中国市場にいかに関売網を構築するか、が当面は鍵を握ることになると思われる。

以上

付属資料 7：企業戦略分析

(出所：飯田 豊彦 「経営戦略応用研究Ⅱ ケースレポート アサヒビール」 2006年8月26日)

アサヒビール株式会社 (2006)

1 財務諸表分析

1.1 経営分析

表・グラフへのコメントは青（点線）で示した領域は評価できる、良いと考えるポイントであり、赤（実線）で示した領域は、問題点・改善すべきと考えるポイントである。

(1) 安全性

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ流動比率	66.68%	67.75%	72.52%	79.14%	77.10%
キリン流動比率	125.21%	113.54%	127.51%	140.19%	124.61%
アサヒ当座比率	45.28%	46.06%	50.54%	55.69%	53.79%
キリン当座比率	93.30%	82.24%	94.11%	107.71%	96.24%

極端に低い

アサヒビールの流動比率・当座比率は一般の基準から言うと非常に悪い。ただし、ビール会社の場合、業界の商習慣を考慮し評価する必要がある。一つは、流動負債に未払い酒税と預かり金が計上されておりこれが、比率に影響すること、もう一つは、売上の回収が旬締めで行われており、定期的に現金が入ってくることである。特に、第一のポイントの未払い酒税であるが、ビール会社の原価に占める酒税の割合は非常に高い。2005年のアサヒビール単独の決算書を見ると、売上の45.5%が製造原価であり、その63.4%、酒税である。この酒税は、製造免許を受けている場所から出荷した（業界内では課税移出と呼ぶ）月の翌々月末が納付期限であり、75日の平均サイドがある。05年のアサヒビールの売上債権の回転日数は65日であるので、この分について大きな資金を手当てする必要がない。また、預かり金は、05年の決算で437億円計上されているが、この中身はビール券販売に伴う預かり金が大い。ビール券の販売は、従前、安定的に販売できていたので、固定負債の色彩が強かった。ただし、同社は2005年1月、ビール券の販売を中止しており、(預かり金が637億円から437億円へ200億円減少しているのはこの影響である。) 今後は交換が進むにつれ、更に減っていくものと考えられる。ここで、仮に未払い酒税と預かり金を固定負債と考えた時の当座比率は、次のようになっている。

	200112	200212	200312	200412	200512
流動比率(酒税・預かり金調整後)	103.75%	107.77%	120.98%	131.77%	119.32%
当座比率(酒税・預かり金調整後)	70.46%	73.27%	84.32%	92.73%	83.25%

この数字であっても決して、良い数字ではないが、両勘定の上記の性格から当面の資金繰りに問題のある状況ではないと判断する。ただし、麒麟の05年期末の現・預金1693億円は多すぎるとしても、期末の現預金154億円は、わずか売上げ4日分であり、運転資本ぎりぎりである資金繰りとはいえない。また、格付投資センターによる8/22現在の格付はA+であり、麒麟麦酒のAAに比べれば見劣りするが、資金調達は容易であると判断する。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ固定比率	240.56%	229.78%	213.77%	198.66%	183.07%
麒麟固定比率	141.61%	158.67%	152.08%	140.10%	138.08%
アサヒ固定長期適合率	128.55%	127.57%	121.23%	115.42%	115.94%
麒麟固定長期適合率	90.87%	95.13%	90.93%	87.11%	91.96%

格差 大きい
(自己資本の差)

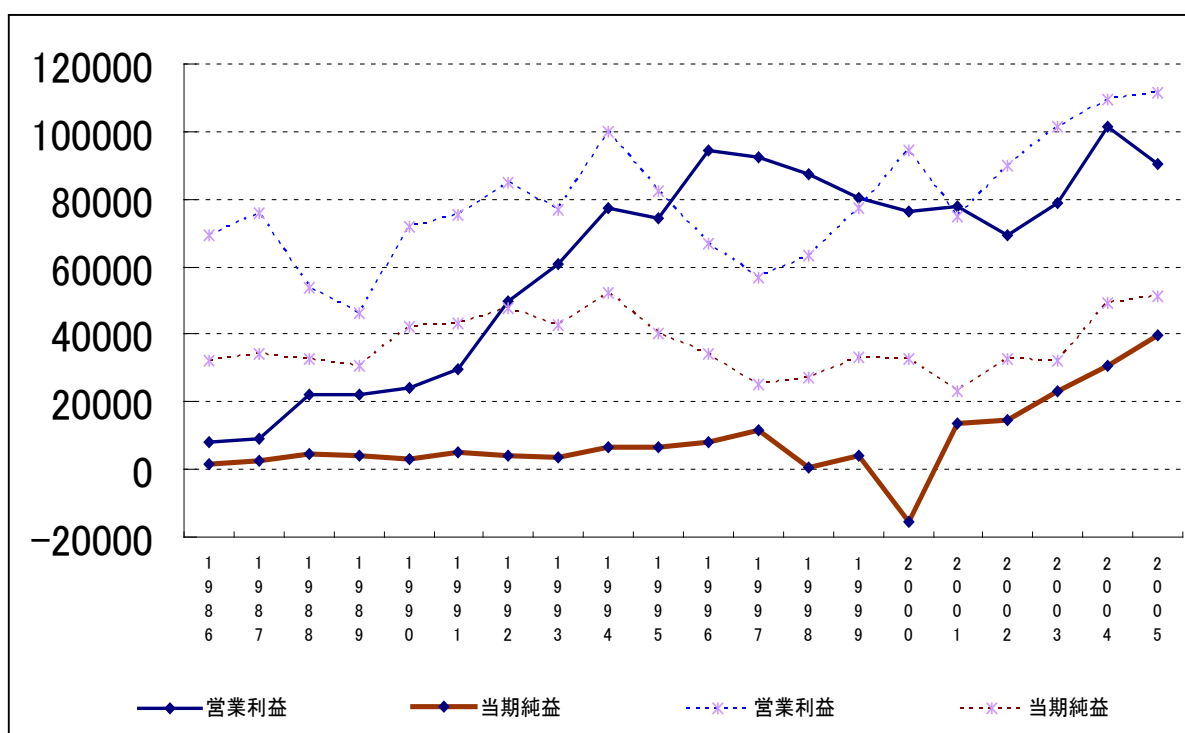
固定比率・固定長期適合率ともに、麒麟に大分遅れをとっている。これは自己資本比率の差によるところが大きい。ただし、固定比率はこの5年間の自己資本の成長により、かなり改善している。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ自己資本比率	28.78%	29.93%	32.00%	33.40%	37.34%
麒麟自己資本比率	47.12%	44.10%	44.96%	47.08%	50.19%

急速に改善

自己資本の推移は、上表のとおりである。この5年間急速に改善しているが、麒麟にくらべれば、まだ13%の開きがある。このことを、検証するために、スーパードライ発売以

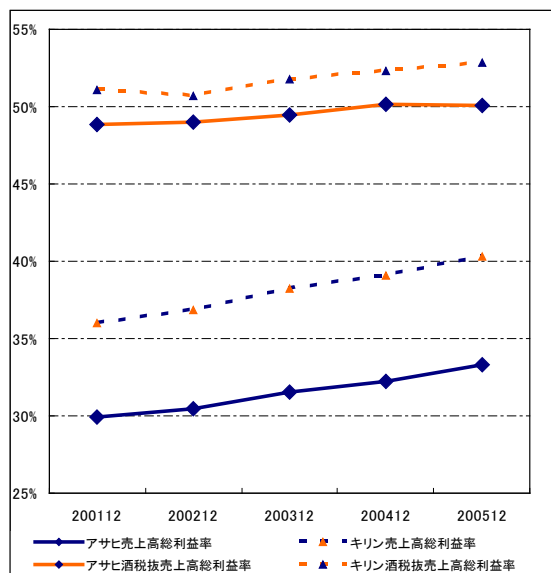
来のアサヒと麒麟の営業利益と当期純益の推移をグラフ化する。



グラフからわかるように、スーパードライの爆発的ヒットにより同社の営業利益は急速に上昇している。特に、1991年～1996年にかけて、毎年200億円に近い急速な拡大を見せている。しかし、この間、当期純利益はごくわずかな伸びしか示していない。これは1992年まで、社長であった樋口廣太郎氏が、スーパードライの好調とバブルに乗って、本業への投資と同時にM&Aやと営業特定金銭信託による財テク行い、大きな負債をつくり、その穴埋めをしつづけたからである。実際、1996年期末の自己資本は、1991年期末の自己資本に比べ、301億円しか増えていない。この間、転換社債の資本組入れにより、資本金は170億円増えているので、この営業利益が最も成長した5年間でわずか、132億円しか自己資本を増やしていない。麒麟が一番苦戦したのが、主力のラガーを生ビールに変更した1996年から2001年の5年間であるが、この5年間でも、自己資本は388億円増やしている。しかも、これは、資本の組み入れなどのない、純粋な内部留保である。現在の両社の自己資本比率の差は、この辺に由来すると思われる。アサヒは2000年に、765億円の営業黒字を出しながら、営業外と特別損益で合算して947億円の損失を計上、結果157億円の当期損失を計上する赤字決算を断行した。これにより、ようやく、その財テクによる負債を一掃、負の遺産から解き放たれ、高い営業利益に相応の当期純利益を計上できるようになった。2001年以降、内部留保もでき、自己資本比率が急速に改善してきているのは、この理由による。アサヒのROEは麒麟より高く、この5年間の平均の配当金額は（少数株主への配当も含め）、麒麟が175億円なのに対し、アサヒは68億円であるので、今後も更に差は詰まっていくと考える。

手持ちの現預金は絞り込んでおり、見かけの安全性は低いが、酒類事業の特殊性を考えると、資金繰りに問題はない。格付はA+であり、投資案件があれば、資金調達は可能。樋口時代の過剰投資のつけを清算し、ようやく、営業利益が当期純利益に回るようになり、自己資本比率が急速に改善している。更なる成長に向けて投資のチャンスである。

(2) 収益性



	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ売上高総利益率	29.96%	30.43%	31.50%	32.24%	33.29%
キリン売上高総利益率	35.98%	36.83%	38.22%	39.09%	40.33%

アサヒビールと、麒麟の売上総利益率の推移を見ると、この5年間で売上総利益率は改善しているものの、麒麟とアサヒでは、相利益率に大きな差があるように見える。しかし、ビール会社にとっては酒税が大きな要因であることを忘れてはならない。アサヒビールの主力製品は、スーパードライであり、ビールであるため、高率の酒税

がかけられているが、麒麟は、発泡酒の端麗や第3のビールののどごしが中心で、酒税負担が少ないことを考慮に入れる必要がある。そこで、両社の売上高から、当該年度の酒税を控除した、酒税抜き売上高に対する売上総利益率を計算すると、次のようになる。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ酒税抜き売上高総利益率	48.81%	48.97%	49.43%	50.12%	50.07%
キリン酒税抜き売上高総利益率	51.05%	50.70%	51.75%	52.29%	52.86%

両社の差は極めて小さく、また改善幅もごくわずかであることがわかる。すなわち、改善に見えたのは、売上が、ビールから酒税の安い、発泡酒や第3のビールへシフトしたことの影響が大きいことがわかる。それでも、両社の差はまだ、2%近くある。これが、製造原価の差よりでているのか、事業ポートフォリオの差が出ているのかは、判断はむづかしい。セグメント別の売上総利益は公表されていないため、これ以上の分析はさけるが、麒麟は、最近医薬事業が好調で、既に連結売上高4%を占めている。医薬品業界の平均の売上総利益率は70%近いので、その影響ではないかと考えられる。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ酒税抜き売上高営業利益率	8.84%	8.12%	8.85%	10.90%	9.49%
キリン酒税抜き売上高営業利益率	6.30%	7.34%	8.02%	8.61%	9.22%
アサヒ酒税抜き売上高経常利益率	6.90%	6.74%	7.90%	10.30%	9.62%
キリン酒税抜き売上高経常利益率	6.30%	7.34%	8.02%	8.61%	9.22%
アサヒ酒税抜き売上高純利益率	1.55%	1.73%	2.60%	3.29%	4.19%
キリン酒税抜き売上高純利益率	2.10%	2.83%	2.75%	3.97%	4.12%

キリン
より若干
高い

続いて、売上高に対する、営業利益・経常利益・純利益率の推移である。これも上述の理由で、酒税抜きの売上高に対する、比率を検討する。まず、一概していえるのは、両社の指標が非常に近似しており、その動向も非常に似ていることである。これは、ビール業界が、サッポロ・サントリーを加えた4社による寡占状況であり、その中でも特に、この2社の寡占状況であること、また、非常に規制の強い業界であり、監督官庁である財務省の指導が、免許行政を通じて厳しいため、両社の販売施策や、価格体系に大きい差がないこと。或いは装置産業で、しかも、両社ともに全国に効率的に工場を配置しており、この面でも差がつきにくいことなどが、原因として考えられる。両社の数字はともに、この5年間改善している。これは、アサヒ社のばあい、売上原価の低減の効果が大きい。単体の決算書を見ると、特に2001年から2003年の3年間で酒税抜き売上高が5.4%増えたにもかかわらず、製造原価が逆に300億円落ちた効果が大きい。表中、青印をつけた、売上高営業利益率がキリンより若干高いことについて、その原因を分析することはできなかった。04年12月期の利益率が高く、05年の利益率が悪化している点は、販売奨励金及び手数料が1%約121億円伸びていることが原因である。尚、2001年から2004年の年間の広告費と販売奨励金の推移を見ると、酒税抜き売上高に対する両者合計の数字はほぼ安定しているが、中身は広告費から販売奨励金へ内容をシフトさせている。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ自己資本純利益率(ROE)	3.67%	3.81%	5.91%	7.50%	9.14%
キリン自己資本純利益率(ROE)	2.98%	4.19%	4.12%	5.91%	5.60%
アサヒ使用総資本経常利益率(ROA)	4.44%	4.37%	5.55%	7.67%	7.41%
キリン使用総資本経常利益率(ROA)	4.22%	4.96%	5.36%	5.90%	6.11%

ROE、ROAであるが、アサヒは特に、ROEの比率が高い。これをデュポンシステムで分析すると次のようになる。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ売上高純利益率	0.95%	1.07%	1.66%	2.12%	2.79%
アサヒ使用総資本回転率	1.05	1.04	1.10	1.16	1.16
アサヒ財務レバレッジ	3.68	3.41	3.23	3.06	2.83
麒麟売上高純利益率	1.48%	2.06%	2.03%	2.97%	3.14%
麒麟使用総資本回転率	0.95	0.93	0.90	0.92	0.87
麒麟財務レバレッジ	2.12	2.19	2.25	2.17	2.05

麒麟との比較では使用資本回転率が非常に良いことが分かる。麒麟は安全性でも述べたように、05年12月期で1693億円もの現預金を保持している。これをアサヒ並とまで行かないにしても、300億円ぐらいに設定し、資産・負債の両たてでの圧縮を図れば、使用総資本回転率は0.1回転ほど改善し、ROE・ROAは0.5%ほど回復する。麒麟がこれほどの現預金を保持する理由は、不明であるが、2006年5月に発表した長期経営構想で、飛躍的成長を目指す「攻め」の経営に転ずると宣言している。そのために積極的な投資の準備のためとも考えられ、アサヒとしての対抗策が重要になると考える。

利益構造については、酒税抜き売上高ベースで考えると、麒麟とアサヒで大きな差は無い。アサヒは使用総資本回転率が高く、財務レバレッジも利いているためROEは麒麟より随分高い。麒麟は手元に余剰の現金を1000億円用意している。長期経営構想で「攻め」を宣言しているだけに、どのように対抗するのか麒麟の出方を探りながら対抗策の検討が必要。

(3) 成長性

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ売上増収率	0.00%	-4.05%	-2.31%	0.76%	-0.23%
麒麟売上増収率	0.00%	1.37%	2.28%	5.95%	4.51%
アサヒ酒税抜き売上増収率	0.00%	-2.87%	1.46%	5.62%	8.08%
麒麟酒税抜き売上増収率	0.00%	4.48%	7.18%	12.39%	13.14%
アサヒ経常利益増収率	0.00%	-5.11%	16.20%	57.69%	50.78%
麒麟経常利益増収率	0.00%	21.78%	36.54%	53.68%	65.68%
アサヒ純利益増益率	0.00%	8.35%	70.45%	124.69%	192.80%
麒麟純利益増益率	0.00%	40.73%	40.10%	112.35%	121.71%

見かけ上の売上はほとんど成長していない

酒税抜き売上は成長しているが麒麟より劣る

純利益は順調に成長

成長性を2001年を0としての成長率で検証する。アサヒの見かけ上の売上の伸びは、ほとんど止まっている。しかし、この間、ビールから発泡酒、第3のビールへのシフトがあり、酒税の低い商品の構成が高まっている。そこで、酒税抜き売上高の検証をすると、2%程度成長していることがわかる。旭化成や協和発酵の種類事業を取り込んだ成果と思われる。しかし、海外で積極的な展開を行った麒麟麦酒に比べるとその伸びは小さく見劣

りする。次のグラフは、麒麟麦酒が、国税庁の都道府県別酒類消費数量をもとに、推計した国内アルコール市場の動向である。2003年までのデータであるが、この10年間、市場が縮小し続けているのがわかる。麒麟ビールも売上を伸ばしているのは、医薬事業と海外事業であり、国内酒類事業はほとんど伸びていない。この市場環境を前提として、どのような成長戦略を描くかが、大きな経営課題である。一方、利益の面では、アサヒは順調に成長している。特に、純利益は、大きな成長を見せている。ただし、これは、安全性で分析したように、過去の負の遺産の清算のための特別損失が、ようやくけりがついたからである。ようやく、営業利益にふさわしい純利益を計上できる状況になっているので、今後どのような戦略をとるかは、大きな課題となる。

国内酒類市場は、人口の伸び悩みと若年層のアルコール離れのため、縮小傾向である。これに伴い、アサヒの売上も、旭化成や協和発酵の酒類事業のM&Aで伸びているが、医薬事業や海外事業で成長する麒麟に比べれば小さい。次の成長戦略の早期の策定が必要である。

(4) 生産性

単体決算分析(千円)	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ一人当たり売上高	302,772	280,671	284,790	298,532	288,535
麒麟一人当たり売上高	157,706	155,195	158,757	170,735	176,017
アサヒ一人当たり酒税抜き売上高	264,223	245,622	247,044	258,780	252,092
麒麟一人当たり酒税抜き売上高	139,409	137,554	139,426	149,849	155,782
アサヒ一人当たり営業利益	21,150	17,913	18,617	24,531	21,490
麒麟一人当たり営業利益	5,362	6,833	9,229	9,446	10,940

生産性を、単体決算をもとに比較すると。アサヒの生産性は麒麟に比べ非常に高いように見える。

連結決算分析(千円)	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ連結一人当たり売上高	98,493	92,807	94,220	95,005	93,383
麒麟連結一人当たり売上高	70,928	69,987	69,575	73,531	73,759
アサヒ連結一人当たり酒税抜き売上高	60,445	57,658	60,050	61,116	62,083
麒麟連結一人当たり酒税抜き売上高	49,987	50,836	51,383	54,968	56,279
アサヒ連結一人当たり営業利益	20,990	17,793	20,320	27,082	24,702
麒麟連結一人当たり営業利益	11,511	13,936	16,762	19,517	21,016

連結決算の数字を下に分析すると、アサヒは麒麟より高いが、大きな差があるとはいえない。これは、アサヒがニッカウヰスキーなどを、製造子会社にして、製造を委託していることによるところが大きいと思われる。このことは、後述のセグメント別の分析で

も検証できる。同時に麒麟は医薬や海外の事業のウエイトが高いため、本当の生産性の分析は、もう少し内部情報がないと難しいと判断する。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ使用総資本投資効率	14.84%	14.76%	14.30%	18.58%	18.05%
麒麟使用総資本投資効率	12.96%	13.53%	13.91%	13.74%	12.29%
アサヒ労働装備率(千円)	153,831	143,707	139,726	140,322	137,472
麒麟労働装備率(千円)	64,693	63,730	65,537	68,386	71,389

生産性の分析は基本的に、単体決算のものを使用する。ただし、先述のように、アサヒは、製造子会社を持っていることもあり、人数に関する指標には、若干疑問があり、労働装備率の差は、更に検証を要するものとする。2004年12月期より、アサヒはの使用総資本投資効率は大きく改善している。これは、純利益の回復に伴い借入を返済し総資産を圧縮することによる効果と、旭化成・協和発酵の酒類事業の譲受による付加価値の増加によるものと考えられる。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ売上高付加価値率	15.09%	15.35%	14.24%	17.61%	17.29%
麒麟売上高付加価値率	15.29%	17.13%	18.87%	19.73%	19.25%
アサヒ自己資本分配率	4.29%	6.29%	10.39%	14.34%	19.48%
麒麟自己資本分配率	12.33%	15.40%	19.22%	21.44%	24.36%
アサヒ労働分配率	24.60%	26.27%	28.74%	21.70%	22.08%
麒麟労働分配率	48.03%	44.79%	42.07%	38.54%	38.36%
アサヒ労働生産性(千円)	45,696	43,096	40,553	52,567	49,889
麒麟労働生産性(千円)	24,114	26,581	29,960	33,683	33,889

アサヒは高い労働生産性を下に、低い労働分配率を達成している。しかし、この辺は製造子会社の問題などもあり、正確には、連結ベースでの分析が必要であると考え。2001年2002年は、樋口時代の遺産一掃のため、高い特別損失を計上しており、自己資本分配率は引くかったが、2005年には、大きく改善している。また、売上高付加価値率については、麒麟に劣るが、酒税の影響を考慮して検討する必要がある。

(5) 効率性

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ使用総資本回転率(回)	1.05	1.04	1.10	1.16	1.16
麒麟使用総資本回転率(回)	0.95	0.93	0.90	0.92	0.87
アサヒ固定資産回転率(回)	1.58	1.51	1.61	1.72	1.72
麒麟固定資産回転率(回)	1.48	1.36	1.31	1.36	1.28

アサヒは一貫して麒麟より高くしかも改善している

アサヒの総資本、固定資産に対する回転率は、一貫して麒麟より高く、しかも改善している。ただし、この指標についても、酒税の効果を抜いて検証してみる必要がある。

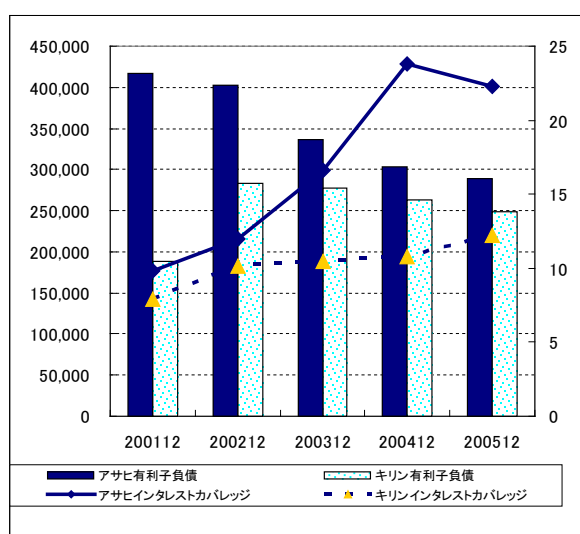
	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ棚卸資産回転日数(日)	24.03	25.23	24.15	22.02	21.90
キリン棚卸資産回転日数(日)	15.01	17.25	19.74	18.98	19.84
アサヒ売上債権回転日数(日)	64.48	66.66	64.96	65.64	65.56
キリン売上債権回転日数(日)	57.65	59.69	61.92	62.48	64.37
アサヒ仕入債務回転日数(日)	21.80	22.42	21.30	20.93	22.68
キリン仕入債務回転日数(日)	23.96	23.48	23.75	24.34	24.47
アサヒ運転資本回転日数(日)	66.71	69.46	67.81	66.73	64.78
キリン運転資本回転日数(日)	48.70	53.46	57.90	57.13	59.74

運転資本の回転日数を見ると、両社に大きな差は見られない。キリンの棚卸資産の回転日数が02年03年に悪化しているのは、海外でのビール事業の買収の影響と考える。アサヒビールは、鮮度を強調しているが、メーカー段階では大きな差が無く、逆にキリンの方が、回転が良いといえる。

(6) その他

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ1株あたり純資産	752.25	770.86	810.46	861.06	951.48
キリン1株あたり純資産	795.29	795.71	832.10	888.90	1017.01
アサヒ1株あたり純利益	26.94	29.05	46.70	62.66	82.77
キリン1株あたり純利益	23.49	33.36	33.52	50.83	53.34
アサヒ株価純資産比率(PBR)	1.57	1.01	1.21	1.47	1.51
キリン株価純資産比率(PBR)	1.18	0.95	1.10	1.14	1.35

アサヒはその高い営業利益によって常にキリンを上回るPBRという高い市場評価を受けてきた。資産効率が高く、一株あたりの純資産が変わらない中で、キリンよりかなり高いEPSは魅力である。キリンの1株あたりの純資産が2005年に大きく改善しているのは、この年に1千万株株式が減っている影響であり、自社株買いの効果と思われる。



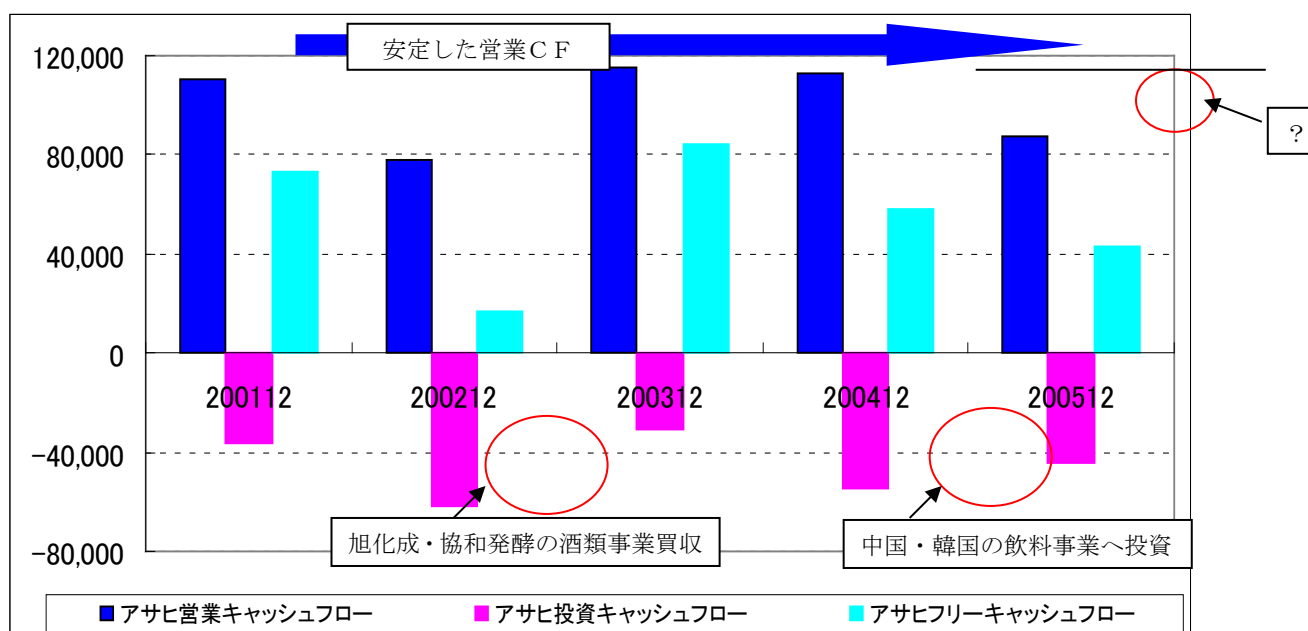
	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ有利子負債	417,167	402,206	336,286	303,089	289,201
キリン有利子負債	188,044	282,920	277,940	263,565	248,646
アサヒインタレストカバレッジ	9.79	11.97	16.60	23.77	22.32
キリンインタレストカバレッジ	7.88	10.15	10.42	10.78	12.22

アサヒはこの5年間大幅に有利子負債の削減に取り組んできた。その効果で、インタレストカバレッジレシオは22倍と非常に高い水準になっている。キリンとの体力差はまだ大きい。過去の清算、負債の削減の時期から、積極的な投資へ変更する時期は来ていると考えられる。

アサヒは、生産性が高く、資産の効率性も高い。負債の返済も順調に進んでおり、インスタントカバレッジレシオも高く、新たな投資を考える局面に来ているといえる。

1.2 分析

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ営業キャッシュフロー	110,107	77,951	115,358	112,930	87,245
キリン営業キャッシュフロー	71,144	87,750	118,430	127,963	104,716
アサヒ投資キャッシュフロー	-36,701	-61,508	-30,753	-54,850	-44,548
キリン投資キャッシュフロー	-12,108	-175,377	-62,867	-44,252	-66,693
アサヒフリーキャッシュフロー	73,406	16,443	84,605	58,080	42,697
キリンフリーキャッシュフロー	59,036	-87,627	55,563	83,711	38,023



CFの実額の流れを見る。アサヒの営業CFはかなり安定している。しかし、05年に少し悪化している。CF計算書を見ると、その他の項目での180億円の減少と法人税の増100億円が大きい。この項目、特にその他の項目は実際に何が影響しているのか、調べる必要がある。投資CFは2002年の旭化成・協和発酵の酒類事業買収、2004年の中国・韓国の飲料事業への投資が、大きい。問題はこれらの投資が、確実に営業CFの増大に結びつくかである。残念ながら、今のところ結果があらわれているとはいいがたい。ライバルキリンは02年に、ニュージーランドのビール会社のライオンネイサンの株式取得に1千億円を投資している。その後順調に営業CFを改善しており、営業CFの額で、逆転されている。投資が営業CFの増大につながり、更に再投資につながる資源循環につながるよう、更なる努力が必要と考える。

	200112	200212	200312	200412	200512
アサヒ営業CFマージン	7.7%	5.7%	8.2%	7.8%	6.1%
キリン営業CFマージン	4.6%	5.5%	7.4%	7.7%	6.4%
アサヒ営業CF投資CF比率	300.0%	126.7%	375.1%	205.9%	195.8%
キリン営業CF投資CF比率	587.6%	50.0%	188.4%	289.2%	157.0%
アサヒ営業CF固定負債比率	33.7%	25.4%	39.6%	40.3%	34.2%
キリン営業CF固定負債比率	20.2%	21.6%	26.3%	28.2%	24.6%

積極投資を
検討すべき

アサヒは2002年に旭化成と協和発酵の酒類事業を取得している。大きな投資と思われたが、好調な営業CFから見ると、そう大きな投資ではない。既に、樋口時代の負の遺産の整理は終わっているので、そろそろ戦略的な投資が必要である。キリンは2002年のライオンネイサンへの1000億円の投資をてこに営業CFマージンを改善してきている。アサヒとしても今後の成長を考えた、しっかりとしたシナリオの作成と実行が求められる。

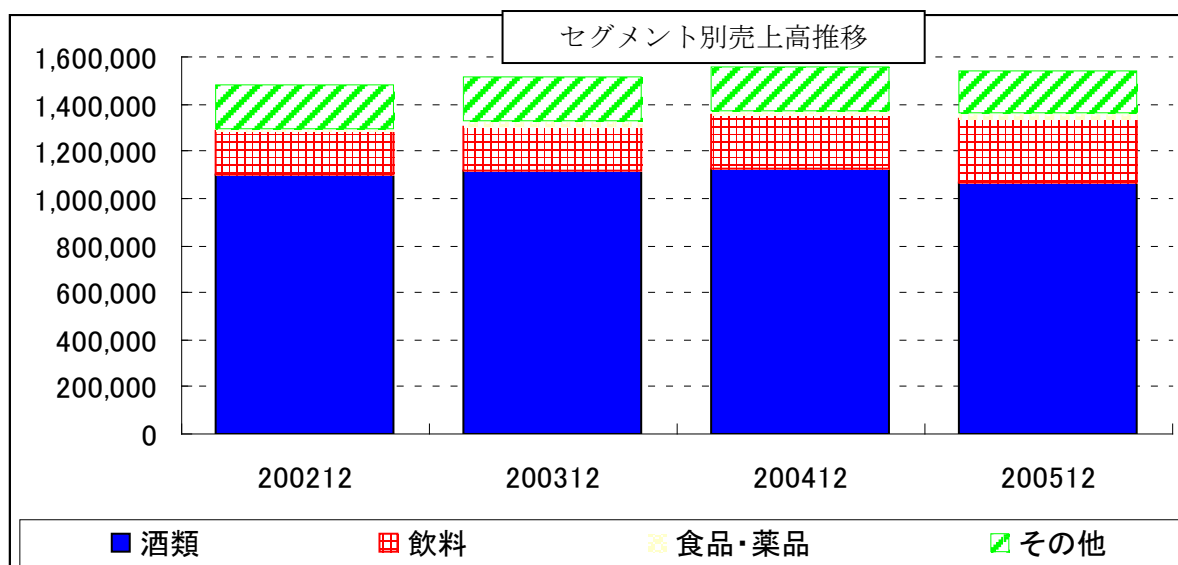
アサヒの営業CFは安定して高い。負の遺産の一掃も終わったので、早期に事業展開シナリオを作り直し、成長の見込める投資を積極的に行うべきである。

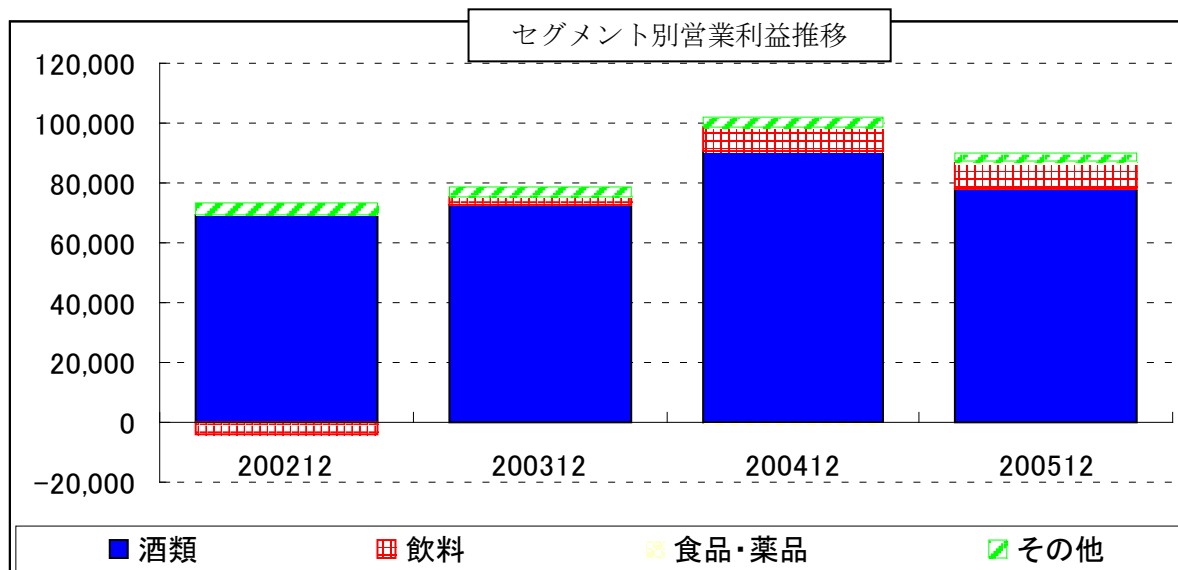
1.3 事業種類別および所在地別セグメント経営分析

アサヒビールは日本国内の売上が90%を超えるため、所在地別セグメントの情報ならびに海外売上高を公表していない。したがって、事業種類別セグメント情報に基づく分析を行う。

また、2003年のアサヒフードアンドヘルスケア発足に伴い、食品のカテゴリーをそれまでの飲料と同じカテゴリーから薬品・食品のカテゴリーへ変更している。したがって、2003年の有価証券報告書で確認できる2002年12月期以降の4期について分析する。

まず、セグメント別の売上高、営業利益の推移について見る。





セグメント別の売上では、その他の部門や飲料のウエイトがあるが、営業利益では、その殆どを酒類事業に頼っていることがわかる。

(1) 収益性

アサヒ売上高営業利益率	200212	200312	200412	200512
酒類	6.26%	6.49%	8.05%	7.31%
飲料	-2.29%	1.39%	3.66%	3.18%
食品・薬品	0.05%	0.77%	-2.67%	3.00%
その他	2.09%	1.81%	1.55%	1.48%

キリン売上高営業利益率	200212	200312	200412	200512
酒類	5.51%	6.50%	6.60%	7.40%
飲料	5.51%	5.12%	6.11%	5.09%
医薬		20.34%	19.36%	21.08%
その他	5.33%	2.79%	2.92%	1.58%

飲料と医薬の売上高営業利益率がキリンに比べて大きく劣っている

まず、売上高営業利益率についてキリンと比較しながら、検討する。売上高営業利益率は、酒類では大きな差が無いが、飲料と薬品では、大きくキリンに劣っている。飲料は、キリンが早くから事業として取組み、生茶、午後の紅茶など、多くのヒット商品を持つのに対し、アサヒ飲料は広告による単発の傾向が強く、事業として強みを持つにいたっていない。しかし、04年・05年に営業利益率はかなり改善している。これは営業出身の荻田社長が就任し、意思決定が早くなり、前向きのマーケティングが成功したからといわれている。荻田社長は、この功績が認められ、本年、ビール本体の社長に就任した。しかし、まだキリンとの差は大きく、更なる事業改善が求められる。薬品の営業利益の差は、キリンが医家向けの薬品を販売しているのに対し、アサヒは食品やサプリメントが中心で、わずかにある薬品もOTCであるための差であり、別の種類の事業と考えるべきである。04年は

ポーラ化粧品から買収したポーラフーズを合併し、その主力商品であった「ミンティア」に大きなマーケティング投資を行ったため、赤字になったが、売上は順調に拡大した。今後は、アサヒの持つ「健康的で若々しいイメージ」をうまく活かした商品を開発していけるかが、ポイントである。

アサヒ総資産営業利益率	200212	200312	200412	200512
酒類	7.51%	7.95%	10.25%	9.45%
飲料	-4.20%	2.82%	6.07%	5.11%
食品・薬品	0.05%	1.06%	-3.53%	4.54%
その他	2.25%	2.04%	2.27%	2.42%

総資産の
圧縮効果

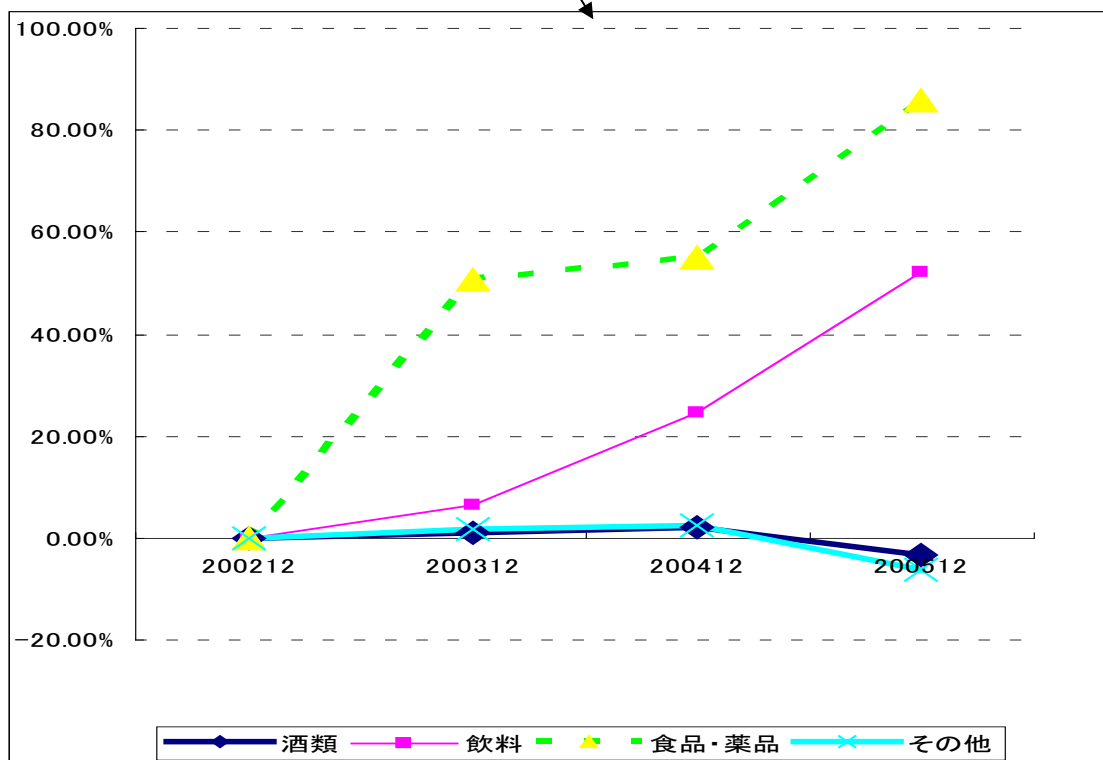
キリン総資産営業利益率	200212	200312	200412	200512
酒類	6.59%	7.59%	8.03%	8.02%
飲料	7.92%	7.43%	9.33%	7.73%
医薬		14.75%	15.25%	14.36%
その他	4.70%	2.66%	2.84%	1.75%

飲料は改善しているが
いまだ、キリンに大きく遅れている

総資産に対する営業利益率では、酒類が特に、この2年総資産の圧縮効果で非常に高い水準になり、キリンより 1.5%-2%良い結果となっている。しかし、飲料事業は02年の赤字から随分改善はしているが、いまだに 2.5%程度キリンとは差がある。この辺の強化が今後必要である。

積極的なマーケティングの成功

(2) 成長性

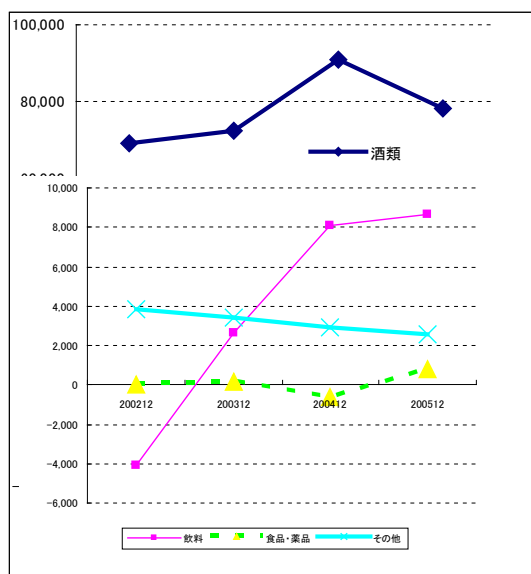


アサヒ売上増収率(2002年=0)	200212	200312	200412	200512
酒類	0.00%	1.11%	2.20%	-3.30%
飲料	0.00%	6.55%	24.43%	52.23%
食品・薬品	0.00%	50.78%	54.99%	85.77%
その他	0.00%	1.73%	2.65%	-6.33%

キリン売上増収率(2003年=)	200212	200312	200412	200512
酒類	0.00%	-2.30%	-1.56%	-4.66%
飲料	0.00%	4.76%	8.33%	10.58%
医薬		0.00%	0.38%	25.11%
その他	0.00%	-18.97%	-3.85%	-0.20%

2002年をベースにした売上の増収率は、酒類が伸び悩む中、飲料と食品薬品が大幅に成長していることが分かる。飲料は朝専用のコーヒー「モーニングショット」、食品・薬品では、「ミソチア」など、積極的なマーケティング投資が、成果を上げていることが分かる。営業利益の増益率は、2002年12月期に飲料は赤字であるし、食品・薬品は非常に小さいので営業利益のグラフで、示す。この4年間、飲料の営業利益が、大きく改善していることが分かる。

(3) 生産性



営業利益の推移

アサヒ一人当たり売上高(千円)	200212	200312	200412	200512
酒類	133,127	130,719	133,409	139,367
飲料	77,147	84,077	70,407	65,230
食品・薬品	42,955	59,786	57,066	70,373
その他	52,650	55,399	59,088	55,462

キリン一人当たり売上高(千円)	200212	200312	200412	200512
酒類	113,129	113,361	126,805	132,974
飲料	76,253	78,964	77,619	75,712
医薬		41,878	44,915	46,997
その他	32,655	28,465	35,949	37,362

酒類の一人当たり売上高はビールから発泡酒や第3のビールへのシフトの影響が考えられる。人数はかなり減っており、その意味で、生産性は向上していると考えられる。

生産性を一人あたりの売上高で検証する。酒類については、酒税抜き売上高を検証する必要があると感じる。食品薬品は、ほぼ同じ人員で売上を急拡大していることが読み取れる。飲料は、悪化しているが、これは、04年、05年と約1000名ずつ増加している影響である。アサヒ飲料の有価証券報告書を見ると、ほぼ一定の人員で変化がないので、これは04年に合併設立、或いは株式を取得した、中国と韓国の飲料会社が連結に組み込まれた影響と考える。

アサヒ一人当たり営業利益(千円)	200212	200312	200412	200512
酒類	8,335	8,481	10,741	10,190
飲料	-1,768	1,171	2,576	2,075
食品・薬品	21	459	-1,526	2,110
その他	1,102	1,005	917	823

キリン一人当たり営業利益(千円)	200212	200312	200412	200512
酒類	6,236	7,364	8,374	9,840
飲料	4,201	4,045	4,740	3,856
医薬		8,517	8,698	9,905
その他	1,741	793	1,051	591

飲料事業と食品・薬品事業の生産性はまだまだ低い。利益より成長を求めているためと考えられる

一人あたりの営業利益を見ると、飲料と食品・薬品セグメントがキリンと比べても、酒類セグメントと比べても非常に悪い。各セグメントの事業が、飲料については成長前期、食品・薬品セグメントについては開発期にあるためと考えられる。

(4) 効率性

アサヒ総資産回転率	200212	200312	200412	200512
酒類	1.20	1.22	1.26	1.25
飲料	1.83	1.99	1.95	1.79
食品・薬品	1.09	1.51	1.37	1.55
その他	1.08	1.11	1.28	1.47

総資産回転率	200212	200312	200412	200512
酒類	1.20	1.17	1.20	1.13
飲料	1.44	1.48	1.51	1.54
医薬		0.73	0.79	0.76
その他	0.88	0.82	1.05	1.05

総資産回転率は、酒類事業については、両社にあまり大きな差は無く、数字もほぼ横ばいである。アサヒは、飲料の回転率がよく、また食品・薬品は大きく改善してきている。この両事業は、委託製造も多く、売上の伸びが、回転率の向上に寄与しているからと考えられる。

(5) EVA

アサヒ・キリン両社の、セグメント別のEVAを計算する。資本コストは、両社のWACCが全社に共通すると仮定する。投下資本は、全社の投下資本/総資産が一定であると仮定して、各部門の総資産から計算する。

アサヒEVA	200303	200403	200503	200603
酒類	26,383	27,269	35,539	26,075
飲料	-4,045	-82	2,489	1,425
食品・薬品	-212	-151	-682	55
その他	-492	-909	-1,240	-1,344

キリンEVA	200212	200312	200412	200512
酒類	6,076	9,937	15,666	11,493
飲料	3,039	2,682	6,128	2,531
医薬		4,341	4,529	4,381
その他	-510	-3,536	-2,070	-5,118

両社のEVAを比較すると、キリンは、各事業が、かなり貢献しており、多角化がかなり成功しているのに対し、アサヒは、いまだ酒類事業偏重であるのが分かる。事業がまだ、ライフサイクルの成長時期にあると考え、しっかり成長させていくことが重要である。

1.4 事業種類別セグメントCF分析

(1) 営業キャッシュフローマージン

アサヒ営業CFマージン	200303	200403	200503	200603
酒類	7.44%	7.76%	8.42%	8.12%
飲料	1.54%	3.18%	4.52%	4.40%
食品・薬品	4.52%	4.14%	2.23%	5.09%
その他	3.29%	2.80%	2.53%	2.15%

キリン営業CFマージン	200212	200312	200412	200512
酒類	7.20%	7.93%	7.78%	8.23%
飲料	7.78%	7.26%	7.31%	7.31%
医薬		16.33%	16.37%	17.69%
その他	8.59%	7.16%	7.01%	4.96%

両社の営業CFマージンを比較すると、種類事業については、殆ど差が無いことが分かる。強い規制や寡占的競争の結果、構造が非常に同質化していると考えられる。飲料の事業は大きな差がある。アサヒの飲料事業は、モーニングショットのヒットにより大分持ち直しているが、まだまだ基盤は脆弱である。

(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

(3) フリーキャッシュフロー

（営業キャッシュフロー＝営業利益＊（１－実行税率）＋減価償却費）

（フリーキャッシュフロー＝営業キャッシュフロー－資本的支出）

アサヒ営業CF投資CF比率	200303	200403	200503	200603
酒類	243.80%	365.04%	304.62%	249.08%
飲料	88.98%	145.54%	240.86%	176.12%
食品・薬品	60.75%	93.38%	28.41%	131.93%
その他	179.79%	56.44%	158.55%	281.12%

アサヒフリーCF	200303	200403	200503	200603
酒類	48,486	62,940	63,818	51,899
飲料	-339	1,888	5,860	5,157
食品・薬品	-422	-64	-1,257	330
その他	2,687	-4,055	1,764	2,387

キリン営業CF投資CF比率	200212	200312	200412	200512
酒類	231.69%	354.56%	317.51%	437.66%
飲料	130.52%	171.32%	154.89%	134.87%
医薬		181.35%	212.85%	168.50%
その他	79.85%	71.11%	128.98%	118.69%

キリンフリーCF	200212	200312	200412	200512
酒類	43,908	59,676	56,300	64,922
飲料	6,259	10,882	9,653	7,189
医薬	0	4,215	5,443	4,863
その他	-6,068	-6,600	4,243	2,182

両社ともに、酒類事業は、大きなCFを生み出している。営業CF投資CFを見ても、大きなプラスが続いており、適当な投資機会を見出せないでいるという見方もできる。国内酒類消費の伸び悩みが明瞭になっているだけに、今後、どのような事業展開シナリオを描くかが非常に重要である。また、そのためには、そういった事業を運営できる人材の育成が重要である。しかし、アサヒのHPを見る限り、ここに力をいれているようには見えない。麒麟麦酒は、すでに20年以上運営するCCNEC（アメリカ北東部のコカコーラのボトラー）の運営や子会社の経営を通じて、或いはキリン経営スクールなどそのための人材育成に着手しており、国内酒類が中心のアサヒとの差は大きいと考える。早急な、育成プログラムが重要と思う。

アサヒのセグメントは酒類が、中心であり、その他の事業は、いまだ開発期か成長前期である。しっかりした、投資により一層の成長が必要である。国内酒類事業に特化してきたため、多角化に成功し、ぶ厚い人材をかかえるキリンとの差は大きい。外部からの登用も含めて、人材・能力の開発に努める必要がある。

2 企業価値分析

2.1 資本コスト・経済付加価値（EVA）・投下資本収益率（ROIC）

(1) アサヒビールの資本コスト

資本コスト	根拠	200112	200212	200312	200412	200512
支払利息	有価証券報告書より	8,136	5,861	4,800	4,284	4,069
有利子負債	有価証券報告書より 期首・期末の平均	460,269	409,687	369,246	319,688	296,145
負債コスト	支払利息/有利子負債	1.69%	1.35%	1.23%	1.24%	1.32%
時価総額	期末株価 * 期末株式数(決算短信より)	604,923	391,128	479,970	615,783	687,973
負債比率	負債は簿価を採用	43.69%	45.83%	46.31%	37.67%	33.93%
株主資本比率		53.73%	52.47%	51.79%	59.91%	66.07%
無リスク利率	財務省HPより 各年度決算期末直近の10年国債入札の平均	1.311%	1.007%	1.380%	1.445%	1.456%
リスクプレミアム	「企業価値」 東洋経済社	5%	5%	5%	5%	5%
株式β	ブルームバーグHPより(8/2)	0.610	0.610	0.610	0.610	0.610
実効税率	有価証券報告書注記より	41.80%	41.80%	41.80%	41.80%	40.40%
WACC		2.77%	2.49%	2.63%	2.97%	3.24%

(2) 麒麟麦酒資本コスト

資本コスト	根拠	200112	200212	200312	200412	200512
支払利息	有価証券報告書より	9,733	8,955	9,822	10,221	9,231
有利子負債	有価証券報告書より	188,044	282,920	277,940	263,565	248,646
負債コスト	支払利息/有利子負債	5.85%	3.80%	3.50%	3.78%	3.60%
時価総額	期末株価 * 期末株式数(決算短信より)	922,400	729,869	883,008	974,625	1,314,961
負債比率	負債は簿価を採用	13.85%	20.83%	24.11%	21.19%	22.65%
株主資本比率		80.30%	73.08%	69.34%	72.68%	77.35%
無リスク利率	財務省HPより 各年度決算期末直近の10年国債入札の平均	1.311%	1.007%	1.380%	1.445%	1.456%
リスクプレミアム	「企業価値」 東洋経済社	5%	5%	5%	5%	5%
株式β	ブルームバーグHPより(8/2)	0.804	0.804	0.804	0.804	0.804
実効税率	有価証券報告書注記より	42.0%	42.0%	42.0%	40.5%	40.5%
WACC		4.75%	4.13%	4.23%	4.45%	4.72%

麒麟麦酒のWACCがアサヒより、大きく高いのは、負債コストが非常に高いからである。キリンは格付センターの格付けがAAという超優良会社であるのに、これだけ負債コストが高いのは、その借入の内容による。すなわち、麒麟麦酒が単体では、ほとんど有利子負債を持たない会社であるのに対し、ニュージーランドの子会社、ライオンネイサンが多く、の負債を持つため、ニュージーランドドル建ての負債であるこの利率が高いため全体の利率が高くなっている。従って、EVAなどのアサヒとの比較は、必ずしも適当でないと考える。アサヒは負債比率もキリンより高いためかなり低い資本コストで資金を調達できていると判断する。

(3) アサヒビールのEVA、ROIC、EVAスプレッド

EVA	根拠	200112	200212	200312	200412	200512
営業利益	有価証券報告書より	77,777	69,341	78,984	101,273	90,249
受取利息	有価証券報告書より	1,877	790	672	539	569
事業利益	営業利益＋受取利息＋受取配当金	80,306	71,032	80,538	102,778	91,602
実効税率	有価証券報告書注記より	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%	40.4%
税引き後事業利益	営業利益＊（1－実効税率）	46,738	41,341	46,873	59,817	54,595
WACC		2.77%	2.49%	2.63%	2.97%	3.24%
投下資本	短期借入＋固定負債－年金費用＋株主資本＋少数株主資本	865,226	846,721	792,007	787,837	811,182
資本コスト	投下資本＊WACC	25,005	21,298	21,519	23,426	25,938
EVA	税引後事業利益－資本コスト	21,733	20,042	25,354	36,391	28,657

ROIC、EVAスプレッド		200112	200212	200312	200412	200512
事業利益		80,306	71,032	80,538	102,778	91,602
NOPAT	事業利益＊（1－実効税率）	46,738	41,341	46,873	59,817	54,595
ROIC	Nopat/前期投下資本	5.18%	4.83%	5.72%	7.57%	6.83%
ROIC－WACC	= EVA/投下資本	2.41%	2.34%	3.09%	4.61%	3.58%

アサヒビールは、200億円を超えるEVAを生み出しており、しかも04年まで、少しずつ拡大させてきた。好調な営業利益によるところも大きい。投下資本を順調に圧縮してきた効果も大きい。ROICも非常に高い水準にあり、順調な経営であり、高く評価できる。

2.2 企業価値指標

(1) フリーキャッシュフロー価値

2006年については、中間決算発表時の、着地見通しの結果を採用し、その後の各項目は以下のように仮定して計算した。2011年以降は、酒類消費の厳しい現状をふまえて、0.5%成長とした。

		200512	200612	200712	200812	200912	201012
売上高	2006年は中間決算時の見込みその後の成長率を2%とする	1,430,027	1,495,000	1,524,900	1,555,398	1,586,506	1,618,236
営業利益	2006年中間決算時の見込みその後は2%成長	90,249	95,500	97,410	99,358	101,345	103,372
減価償却	現在の水準が続くと仮定	50,028	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
営業CF	営業利益*(1-実効税率)+減価償却	87,245	106,918	108,056	109,217	110,402	111,610
投資CF	2006年は和光堂買収を繰り込む その後は、積極投資を想定し過去の平均+100億円を想定	-44,548	-80,000	-50,000	-50,000	-50,000	-50,000
フリーCF	中間決算発表時の自社株買いを繰り込む	42,697	16,918	48,056	49,217	50,402	51,610
割引率	WACCIによる資本コスト。 2006年におきかえるため複利計算。	3.24%	103.24%	106.59%	110.05%	113.62%	117.31%
2012年以降の企業価値							
	2012年以降2011年のフリーキャッシュフローが以下の予測成長率で、定率成長すると仮定						
予測成長率	2011年の現在価値=2012年予測フリーCF/(割引率-予測成長率) 0.50%						1,880,673
	各年度の部分の現在価値		16,386	45,084	44,722	44,359	1,647,183
フリーキャッシュフロー価値		1,797,735					

次に、悲観的シナリオとして、酒類事業の競争の激化や和光堂の経営がうまくいかず、営業利益が見通しより50億円減り、次年度以降も成長できないケースを考える。投資額も、現状維持のためベースシナリオより50億円多く必要と仮定する。

		200512	200612	200712	200812	200912	201012
売上高	2006年は中間決算時の見込みその後の成長率を2%とする	1,430,027	1,495,000	1,495,000	1,495,000	1,495,000	1,495,000
営業利益	2006年中間決算時の見込みその後は2%成長	90,249	85,000	85,000	85,000	85,000	85,000
減価償却	現在の水準が続くと仮定	50,028	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
営業CF	営業利益*(1-実効税率)+減価償却	87,245	100,660	100,660	100,660	100,660	100,660
投資CF	2006年は和光堂買収を繰り込む その後は、積極投資を想定し過去の平均+100億円を想定	-44,548	-80,000	-55,000	-55,000	-55,000	-55,000
フリーCF	中間決算発表時の自社株買いを繰り込む	42,697	10,660	35,660	35,660	35,660	35,660
割引率	WACCIによる資本コスト。 2006年におきかえるため複利計算。	3.24%	103.24%	106.59%	110.05%	113.62%	117.31%
2012年以降の企業価値							
	2012年以降2011年のフリーキャッシュフローが以下の予測成長率で、定率成長すると仮定						
予測成長率	2011年の現在価値=2012年予測フリーCF/(割引率-予測成長率) 0.00%						1,099,185
	各年度の部分の現在価値		10,325	33,454	32,403	31,385	967,403
フリーキャッシュフロー価値		1,074,970					

(2) 株式・負債時価評価価値

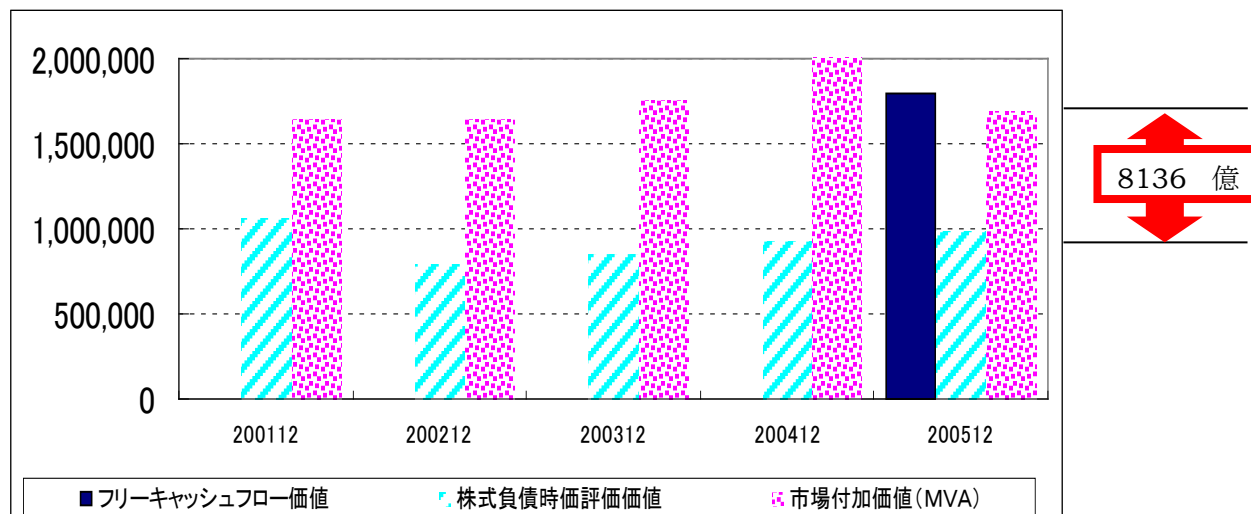
	200112	200212	200312	200412	200512
株主資本(時価)	604,923	391,128	479,970	615,783	687,973
負債	460,269	409,687	369,246	319,688	296,145
株式・負債時価評価額価値	1,065,192	800,814	849,216	935,471	984,118

(3) 市場付加価値 (MVA)

投下資本	短期借入+固定負債-年金費用+株主資本+少数株主資本	200112	200212	200312	200412	200512
		865,226	846,721	792,007	787,837	811,182
MVA	投下資本+EVA/WACC	1,649,119	1,652,216	1,757,375	2,014,952	1,694,503

2.3 総括

まず、2.2 の分析した、各方法による企業価値をグラフ化する。



グラフからわかるように、市場価格をベースに株式負債時価評価価値は、FCF 価値より 8136 億円も低い。EVA をベースとする MVA 価値からも 7104 億円低い。また、悲観的シナリオの FCF 価値より 900 億円低い。明らかに、市場は過小評価しているか、アサヒ社の経営に問題ありと感じていると思われる。実際、アサヒビールの株は本年に入って上昇し、現在 (8/23) の株価は 1738 円で、この株価であれば、ベースシナリオの FCF 価値との差額は 6154 億円程度であり、悲観的シナリオを 520 億円上回る。従って、期末時点では、ある程度過小評価されていたものとするが、それでも悲観的シナリオは、現在の戦略がほとんど失敗するとのシナリオである。市場では、和光堂の買収の発表以来、株価はさがっており、買収価格が高すぎると見られている可能性が強い。それを織り込んだとしても、今後、全く成長しないという悲観的シナリオ程度に評価されるのは、問題があると考えられる。

一方で、計算した資本コストが、市場が考えている資本コストより若干低いという見方も考えられる。この前提の FCF 価値の計算であると、資本コストが 4.82% ならば、FCF 価値と株式負債時価評価価値はほぼ等しくなる。マーケットのリスクプレミアム 5% は少し低い見方なのかもしれないが、FCF 価値と株式負債時価評価価値が等しくなるためには、マーケットリスクプレミアムが 9% となるので、市場はやはりきつめに見ていると考えられる。

その理由として、まず第一に酒類市場の先行きの不透明感があげられるだろう。先述したように、国内酒類市場は、人口の減少と若年層の酒類離れから、減少に転じている。アサヒ自体も、ここ数年ほとんど成長していない。また、アサヒは麒麟と比べて、多角化の事業が育っていない。この辺を市場は厳しく見ていると考える。もう、一点は、流通の疲弊である。アサヒは過去最高の利益を上げているが、規制緩和のなかで過当競争している流通は、卸も小売もほとんど全てが、アサヒビールの製品から利益を獲得できていない。赤字で販売している先も多い。寡占企業であるので、簡単に価格転嫁を求められるわけではないが、このような状況が、いつまでも続くはずはない。将来なんらかの負担をせざる得ないと市場は判断していると、考えられる。

アサヒビールの現在の収益力は、05年に286億円のEVAを創出するなど非常に高い。しかし、市場は、現在のEVAやFCFに見合う評価はしていない。これは、今後の同社の成長性や、収益性に疑問を感じているからと考えられる。

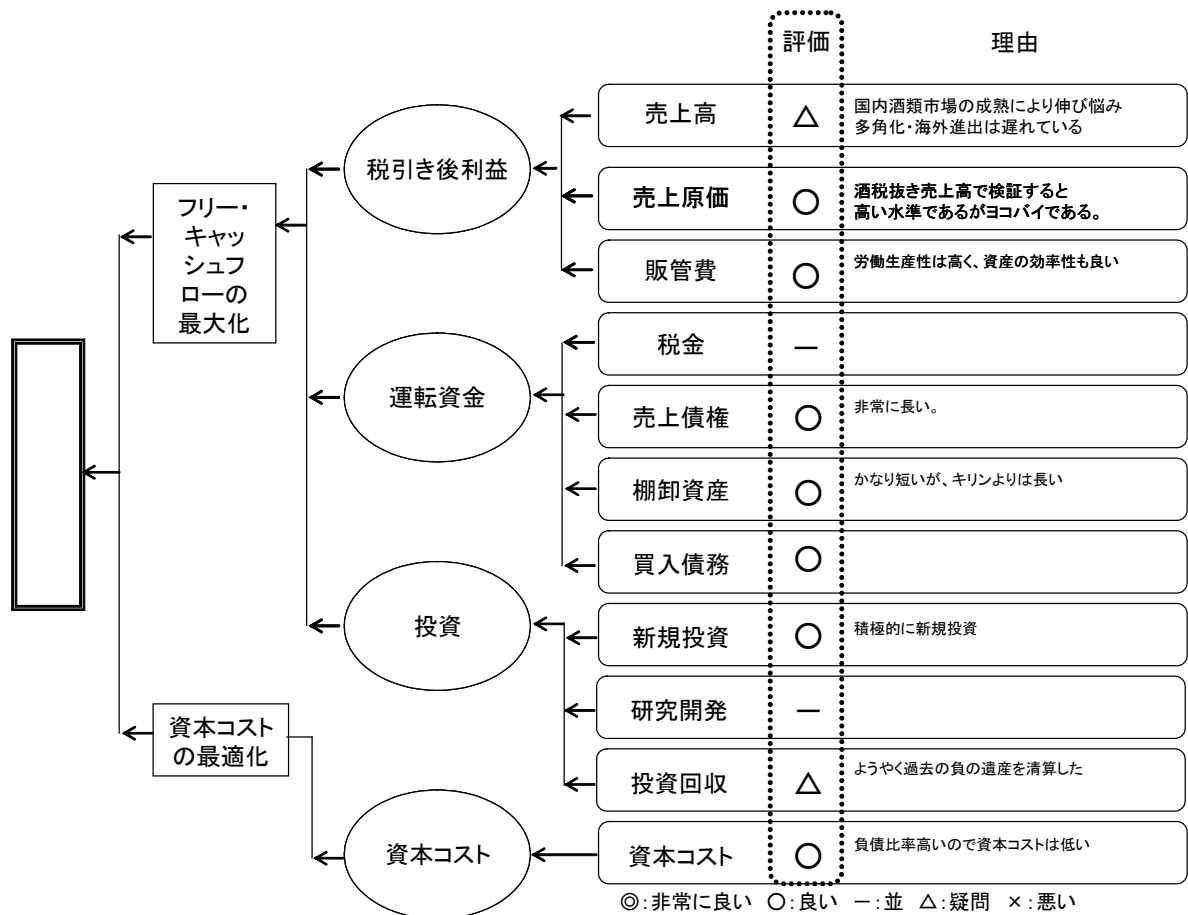
3 企業価値創造経営

3.1 経営理念

企業価値の根本にあるのは、経営理念である。アサヒビールの企業理念は、「最高の品質と心のこもった行動を通じて、お客様の満足を追求めし、世界の人々の健康で豊かな社会の実現に貢献します」。というもので、非常にわかりやすい理念である。そして、「すべてはおお客様の『うまい!』のために」を行動基準に常にお客さまに視点を合わせ、信頼と満足の拡大を目指し、魅力溢れる商品の提供や、心のこもった行動をグループ全体で展開しようとしている。イメージの実際の活動に差はあるかと思うが、この単純で分かりやすいメッセージは企業によく浸透していると考えられる。

3.2 現況の評価

企業価値とは、企業が今後生み出す、フリーキャッシュフローの現在価値の総和である。したがって、企業価値創造経営とは、様々な戦略を立案実行し、将来のフリーキャッシュフローの最大化を目指すとともに、経営財務戦略により、資本コストを最適化することが求められる。そこで、アサヒビールの現在の経営を、予備設問の結果の経営指標を用いて整理し、評価する。



個別の項目を見た時、アサヒビールの経営は、企業価値創造に向かっているが、本当にそれを意識しての経営かは、疑問を抱く点もある。和光堂の発表の際に、荻田社長は、「社内の投資基準で評価した上で判断した」と発言されているが、高い価格といい、本当にどう評価をしているのか疑問に感じる。一つ一つの項目は、意図してというより、結果としてそうになっている感じが強く、◎をつける項目がなかった。

3.3 価値創造

企業は、多くのステークホルダーに支えられ存在する。言葉を変えれば、資本市場から資金という経営資源を、労働市場から従業員という経営資源を調達し、製品やサービスを生み出し、製品市場で顧客に提供する。従って、それぞれの市場でどのように魅力のある提案ができるかは、それぞれのステークホルダーの立場からの企業価値の評価を意味し、それらが調和し発展することが、企業全体の価値を高めていくことになる。まず同社の経営理念が従業員の活動を通じて、どのように顧客価値・株主価値に貢献しているかを図示する。そして、それに基づき、各面からの価値を分析し評価する。

3.4 顧客価値

アサヒビールの顧客価値は、同社の行動基準、「すべてはお客様の『うまい！』のために」に集約されている。同社のCSRのHPでは、企業行動指針として、お客様の満足をあげ、「すべての企業活動の原点を「お客様の満足」におき、「高品質でオリジナリティあふれる商品・サービスを提供します。思考と行動の革新を通じて、お客様の期待に応える新たな価値を提案します。」と宣言している。そして、具体的に2005年の事例として、開けやすい缶蓋への改善や栄養成分の表示、或いは6缶単位の放送の廃止などを上げている。HPは、一方的で、本当にそれが顧客指向の結果なのか疑問に思う面もあるが、(例えば、6缶単位の包装の廃止は、コストダウンが目的の可能性はある。)すくなくとも、しっかり開示しようという姿勢は評価できる。しかし、本当にその企業の姿勢が評価できるのは、問題が起こった時の対応である。HPが宣伝でなく、顧客指向が、宣言どおりに、全社に浸透していることを期待したい。また、同社はアルコールを販売する企業として、適正飲酒推進にも力をいれている。基本方針として、「アサヒビールグループは、酒文化の健全な発展を目指すとともに、アルコール飲料の特性を認識し、適正飲酒の推進に組織的かつ継続的に取り組むことにより社会的責任を果たし、人々の健康で豊かな社会の実現に努力してまいります。」と宣言している、しかし、これも本当に行動しているのか、疑問である。厚生省の強い指導を受けた、本社の広報部門だけの活動で、HPだけの宣言ではないかと思う。お酒は、人生を楽しむために人類が開発した英知である。日本は非常に暑い国で、冷たく冷えたビールののど越しは得がたいものがある。日本を代表するメーカーが本当にHPにあるように、考え行動する集団となることを心より期待したい。

3.5 従業員価値

アサヒビール社のHPでは、次のような基本方針を掲げ、従業員がいきいきと働き、能力を伸ばしていける職場づくりに努力していると宣言している。その基本方針とは、

(1) 挑戦・革新社員に対し、成長と能力発揮の場を積極的に提供する

自ら挑戦し続ける意欲の高い革新社員に対して、業務に合わせて多様な成長と能力発揮の場を積極的に提供していきます。「失敗を恐れず自ら変わろうとすること、行動を起こそうとすること」を賞賛し、意欲に応えていきます。

(2) 能力を十分に発揮し、やりきり、成果を上げた社員に、厚く報いる

自らの業務に強い責任感を持ち、能力を高め、業績向上に向け、それぞれの目標に取り組む、それを完遂し成果を上げた社員に、厚く報いていきます。

(3) 社員の成長を推進し、グループ全体の競争力を向上させる

社員の能力を高め、その能力の発揮を推進することにより、少数精鋭化を実現し、グループ全体の競争力を強くしていきます。

(4) 雇用確保に努める

人材流動化、適材適所を促進し、グループ全体で、雇用の確保に最大限努めます。

ということである。しかし、こういった人事政策が本当に機能するかは、全て運用がどのようになされているかにかかっている。HPからの情報、しかも広報が建前のために作ったことがありおありと感じさせるHPでは、評価することはむづかしい。ただ、有価証券報告書によると、同社の平均賃金は、40.3歳、勤続13.7年で、856万円とのことである。この平均は職種についての記述が無いので、ホワイトカラー・ブルーカラーの構成などわからないが、3607名の平均であり、賃金については、かなり高い水準で、この面での従業員価値は高いと評価できると考える。尚、麒麟麦酒の平均は、40.5歳、勤続16.4年で885万円であり、規制・寡占のもとビール業界はかなり高い賃金となっていると考えられる。また、両社がほぼ同じ平均年齢でありながら、勤続年数が3.3年違うのは注目に値する。アサヒビールの方が、中途採用が多いということであり、それが、公正に評価されているのであれば、従業員価値は高いといえる。

3.6 株主価値

アサヒビールは、過去の負の遺産の一掃のため、その高い営業利益を株主の価値に還元することができてこなかった。この5年間の株価の推移を、日経平均、麒麟麦酒と比較すると次のようである。ほぼ日経平均に近い動きをしている麒麟に対して、アサヒはかなりした回る評価をされていることが分かる。尤も2005年期末のPBRは麒麟が1.35であるのに対し、アサヒは1.51と上回っている。8/25現在でも、麒麟が1.58倍であるのに、アサヒは1.77倍である。予備設問の2.2でも見たように、株式市場は、アサヒビール社の株を過小評価していると考ええる。これは、国内酒類市場の成熟化を、市場が厳しく見ているという見方もできるが、同時に、アサヒビールにもう少し明確な戦略の説明を求めているとも考える。これだけの企業のHPでありながら、IRでの今後の事業計画の提示は、2003年の中期計画の資料だけで、しかも内容的に貧弱に感じる。株主価値は、自社株買いや、高い配当からだけ生じるものではない。株主の企業の行動、特に経営陣の行動や戦略への信頼感から生まれるものである。せつかくの高い営業利益を誇る企業であるだけに、積極的な情報開示と、納得性の高い戦略により、より企業価値を高め、高い株主価値を提示することを期待したい。

4 企業環境分析

4.1 SWOT分析

アサヒビールの企業環境を国内酒類事業についての業界分析をもとに明らかにする。まずSWOT分析を行う。

内 部 環 境	強み(Strengths)	弱み(Weaknesses)
	・スーパードライの商品力 ・若々しく好感度の高い企業イメージ ・全国に展開する生産性の高い工場 ・酒類フルラインの品揃え ・業務用市場で積み上げてきた販売チャネルとの関係	・発泡酒・第3のビールの弱さ ・スーパードライへの一局集中 ・売れなかった時代を知らない社員の増加(70%) ・缶チューハイの弱さ
外 部 環 境	機会(Opportunities)	脅威(Threats)
	・規制緩和 ・セルフの売り場の増加 ・中国などアジア市場の拡大 ・海外の日本食ブーム	・国内酒類市場の収縮 ・麒麟・サントリーとの全面的な競争 ・大手量販店の交渉力の拡大 ・ビールの目玉商品化

内部環境の強みであるが、なんと言っても、「スーパードライ」の商品力である。来年発売20周年を迎えるが、イメージは新鮮でビールの代名詞となっている。このスーパードライの積み上げてきた広告からくる、清新でわかかわしく好感度の高い企業イメージと全国に展開する生産性の高い工場、日本酒を除く酒類全般の品揃えも強みである。逆にスーパードライが強すぎて、他の商品、特に発泡酒や第3のビール市場が弱みとなっている。また、発売20年になり、スーパードライが売れる前の非常に苦労した時代を知らない社員がほとんどとなったことも弱みである。一方、外部環境の機会としては、酒類免許の規制緩和が進み、お客様自身が商品を選ぶセルフの売り場が増えたことがあげられる。また、アジア特に中国で電気冷蔵庫が普及し、ビールの売上げが飛躍的に増えていることも大きな機会である。一方、外部環境の脅威としては、人口減と若年層の酒類消費量の減少が脅威である。また、ビールが目玉商品化し、流通業者が誰も儲からない状況であることも、今後は大きな脅威になると考えられる。

4.2 脅威の分析

業界の脅威について、ポーターの5フォースを用いさらに詳しく分析する。分析の結果として、ビール戦争と揶揄される厳しい競争を行っているが、競争の程度は高くなく、トップメーカーとして、その恩恵を強く受けている。

4.2.1 業界内の競合 中

各地に地ビールができていますが、大半がレストランでの消費であり、国内ビール市場は、麒麟・サッポロ・サントリーとの4社での寡占状況である。ビール戦争と呼ばれる、激しい競争を繰り返しているのは事実であるが、協調するところは協調しており、業界内での競合は中程度とする。

4.2.2 新規参入の脅威 小

ビール事業は、巨大な装置産業であり、しかもブランドを浸透させるためには、巨額の広告投資が必要である。また、販売免許は緩和されたが、製造免許の制限はきびしい。従って、参入障壁は高く、新規参入の脅威は小さい。

4.2.3 代替の脅威 大

我が国酒税体系の矛盾を突いた、発泡酒や第3のビールが急拡大しているように、代替品の脅威は大きい。現在では、缶チューハイもビールの代替品となっており、特に女性には大きな商材となっている。したがって、代替の脅威は大とする。

4.2.4 買い手の交渉力 大

ビールメーカーの直接の得意先である、卸業者は最近急速に集約化が進んでいる。しかし、それでも強い交渉力を持つわけではなく、脅威では全くない。しかしその先のスーパー・CVSのチェーンは巨大化、大きな交渉力を持つようになってきている。卸業者の帳合いはについても商談はメーカー直のケースもあり、脅威は大きい。

4.2.5 売り手の交渉力 小

特に交渉力を持ちそうな売り手はなく、売り手の脅威は小さい。

4.3 企業戦略への影響

以上をとりまとめると、業界は、厳しい規制のため、激しいが協調はできる競争をしている。新規参入はほとんど考えられないため、業界は真に競争的なわけではない。ただし、国内の酒類消費は、人口の老齢化と若年者の消費量が減っており、減少けいこうである。従って今後は、その影響が出てくる可能性が大きく、アサヒとしての戦略が必要である。酒類事業をキャッシュカウとしての多角化の早期実現のための戦略が求められる。また、アジア特に中国で電気冷蔵庫が急速に普及しておりビールの消費量が急拡大している。油を多く使う中国料理は、日本でもビールがよく出る業態であり、この市場でどのように展開するかは大きな戦略上のポイントである。アサヒは伊藤忠商事と組んで、いくつかの工場を持っているが必ずしも成功していない。麒麟のライオンネイサン買収の大きな動機は、ライオンネイサンの持つ、中国での販売網であったとの観測もある。世界各国のビールメーカーも、虎視眈々と市場制覇をねらっており、アサヒとしての戦略的対応が求められている。

5 企業成長戦略

5.1 事業展開シナリオ

(1)創業～現在まで

アサヒビールは、1889年に生まれた大阪麦酒会社として、堺の酒造家鳥井駒吉などの出資により創業された。当時の麦酒会社の大手は、三菱の麒麟、三井出身の馬越恭平率いる日本麦酒、渋沢栄一、大蔵喜八郎の札幌麦酒など大実業家と関係が深かったが、大阪麦酒は、小資本ながら、外国ビールに遜色ない味と品質で気を吐き、1903年には生産高でトップになっている。1900年にビールに酒税がかけられ、日清戦争の景気後退もあり、麦酒業界は大変な不景気に陥った。そこで、渋沢栄一の仲介で、1906年大阪麦酒は、日本麦酒、札幌麦酒と3社合併、大日本麦酒となっている。大日本麦酒は会社は一つになっても、それぞれの地域で強いブランド、すなわち大阪のアサヒ、東京のエビス、札幌のサッポロを使い、市場に浸透していき70%を超えるシェアを持っていた。その後、東武の根津嘉一郎率いる日本麦酒釀泉の猛迫にあい、一時は50%を割込むところまでシェアを落とすが、1933年、その日本麦酒釀泉と合併、再び圧倒的なトップシェアを獲得している。現在の朝日麦酒の設立は1949年、集中排除法により、大日本麦酒が2社に分割されたことに始まる。分割時のシェアは、日本麦酒（後にサッポロビールに社名変更）が38%、朝日麦酒が36%、麒麟麦酒が26%であった。しかし、大日本麦酒が、地域ごとにブランドを使い分けていたことが災いし、アサヒは東日本で、サッポロは西日本でまったく売れなかった。その間に麒麟麦酒が急進、アサヒ・サッポロのシェアは急落していった。特にアサヒビールは、1962年、ビール事業に再参入したサントリーに特約店網を開放したため、同じチャンネル内の争いがおき、大きく足を引張り、さらに業績を悪化させたといわれている。1982年には、シェアは、10%になり、度重なるリストラで、企業体力は非常に落ちていた。

そこで主力銀行の住友銀行は、マツダの再建に成功した村井勉を再建の切り札として、社長に派遣した。村井は読書会などで、ミドルの活性化に尽力し、C Iを実施し、プロゴルファーの青木と尾崎を使ったCMで少し業績は持ち直したが、本格的な回復までは至らなかった。東京、吾妻橋にあった工場も売却、殆ど売れる資産は処理してしまった状況であった。そんな状況であった1986年に、村井の後に、住友銀行が社長として送り込んだのが副頭取の樋口廣太郎であった。住友銀行は、当時、アサヒビールの買収をサントリーに持ちかけていたという。しかし、当時サントリーの社長の佐治敬三はこれを断ったため、樋口は、アサヒビールの幕引きをするために送り込まれたといわれている。シェアは10%を切った。しかも、当時のアサヒビールは、飲食店で売られるのが7割であったことから、一般家庭用のシェアは3%を切っていたといわれている。そのどん底の中で、樋口は、社内で開発されていた一つのビールに注目した。「スーパードライ」である。幕引きをするはずであった、樋口はそのコンセプトと村井が活性化させていたミドルの実力に驚き、最後の勝負のつもりで、このビールを大々的に売り出すことにした。やると決めた以上は、思い切った資源投入をするのが、樋口の身上であった。それまで、会社の状況もあって、抑え気味であったTV広告も発売前から大量に投入された。こうして、日本の食品史上トッ

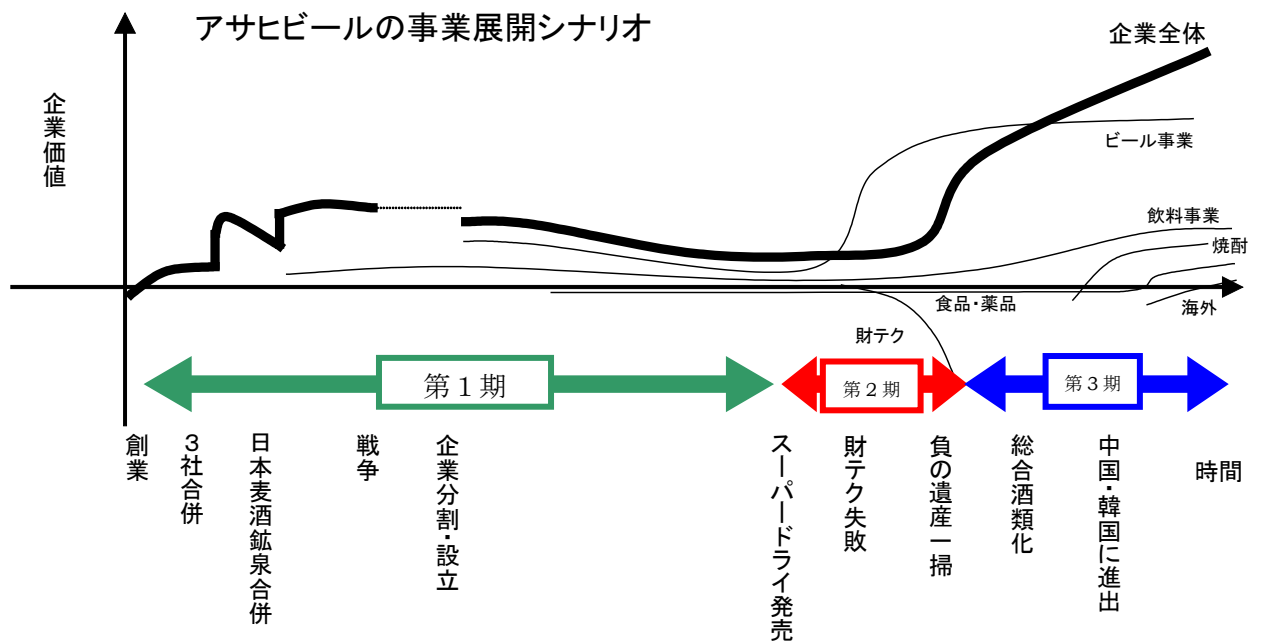
プクラスのヒット商品「スーパードライ」が誕生した。辛口、若々しく、エネルギッシュなイメージの「スーパードライ」は、品切れが続出する状況であった。

翌1987年にキリンをはじめとする他社ごドライビールを発売し、ドライ戦争を起こしたのも、ドライの本家アサヒにはプラスになり、品切れが続出する状況になった。そこで、樋口はすかさず、大幅な生産増強に乗り出す。果敢な生産増強は、最新の設備による高い生産性を実現し、高まる一方のスーパードライの需要に応えていった。

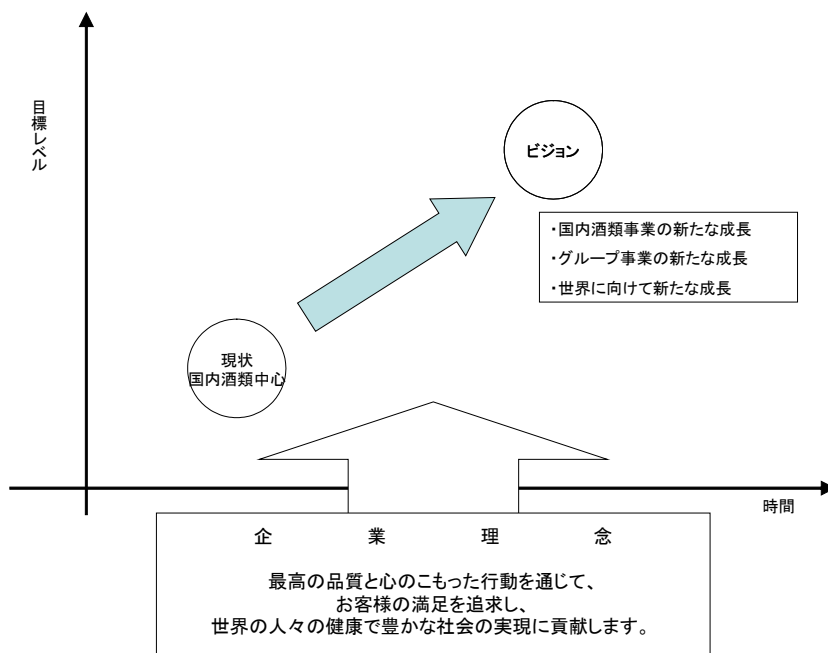
一方、スーパードライの大成功に酔いしれた樋口は、一気に持論の大型投資に走っていった。吾妻橋の工場跡地を買い戻し新本社ビルを建設した。バブル景気にあわせ、多額の特定金銭信託による財テクの深みにはまっていた。オーストラリアのフォスターズを買収し失敗もしている。この結果は、予備設問1で見たように、1990年代前半、スーパードライの記録的な大ヒットにさ支えられ、製造への多大な設備投資の償却負担も乗り越えて、営業利益が急速に拡大するにもかかわらず、当期純利益が全くでない状況となったのであった。2000年福地社長の時代に、765億円の営業利益をだしながら、411億円の有価証券売却損を計上するなど、多額の営業外と特別委損失を計上し、最終利益は157億円の赤字決算という決断を見て、初めてこの負の遺産から脱却できたのであった。これ以降、巨額の営業利益は当期純利益につながるようになり、前向きの投資を加速することになる。2002年には、旭化成と協和発酵の酒類事業を買収、すでに子会社化していたニッカの事業と事業創造型の再編成を行いビールメーカーから総合酒類メーカーへと飛躍したのであった。更に2003年にはポーラフーズを買収、食品とビール酵母をベースに薬品を作っていた事業を統合し、薬品・健康食品を次の主力事業に育てる決断をしたのであった。さらに、2005年には、ベビーフーズ大手の和光堂を買収し、この路線の強化を図っている。また、2004年には中国や韓国で合弁を設立、アジア市場への開拓にも乗り出している。

以上のアサヒビールの歴史を整理すると、アサヒビールの事業展開シナリオは次の3つの時期に区分することができる。第1期は創業からスーパードライ発売前、この時期はビール事業が事業展開の全てであった時代である。第2期はスーパードライ発売～バブル投資～負の遺産一掃（赤字決算）の期間であり、スーパードライのもたらす莫大なCFを、大きな投資に投入し、製造能力の拡大では成功したが、バブル投資では大きな負の遺産を背負い込んだ、事業展開シナリオ迷走期である。第3期は、負の遺産一掃～現在、ビール事業の限界から、M&Aにより焼酎事業を手に入れ伸ばしたり、健康食品の市場や海外市場への展開をし始めた明確な、事業展開シナリオを描いた時代である。

これを、図示すると次のように表現できる。



(2)現在～将来



アサヒビールは、「すべてはお客様の『うまい！』のために」という発想行動の価値基準を定めている。それは「最高の品質と心のこもった行動を通じて、お客様の満足を追求し、世界の人々の健康で豊かな社会の実現に貢献します」という企業理念の実現するための基準である。そして、そのためには、国内酒類部門の総合酒類化、グループ事業の成長基盤の整備、中国・アジア事業での大きな成長というビジョンをもとに、酒類事業の更なる充実と、健康食品・薬品分野とアジア市場での拡大を重点に将来の事業展開を開こうとしている。

5.2 資源循環

企業は、持てる経営資源を投入し事業を行う。的確に事業が運営されれば、その結果として投入前より多くの経営資源を得る。この経営資源を、再び事業に投入することにより、企業はどんどん成長していく。このプロセスが資源循環である。特に、普遍性があり、どの事業にも必要な経営資源は、カネである。企業は、資金投入について明確な評価基準を作り、その評価基準に基づいて分野別に成長・維持・撤退の戦略を明確にし、実行することで、そのキャッシュフローを最大化し、新たな事業に投入していくことが必要である。これが、キャッシュフロー循環であり、このサイクルを的確に回していくことができれば、企業は成長する。アサヒビールの資源循環を各時期について次のように分析する。

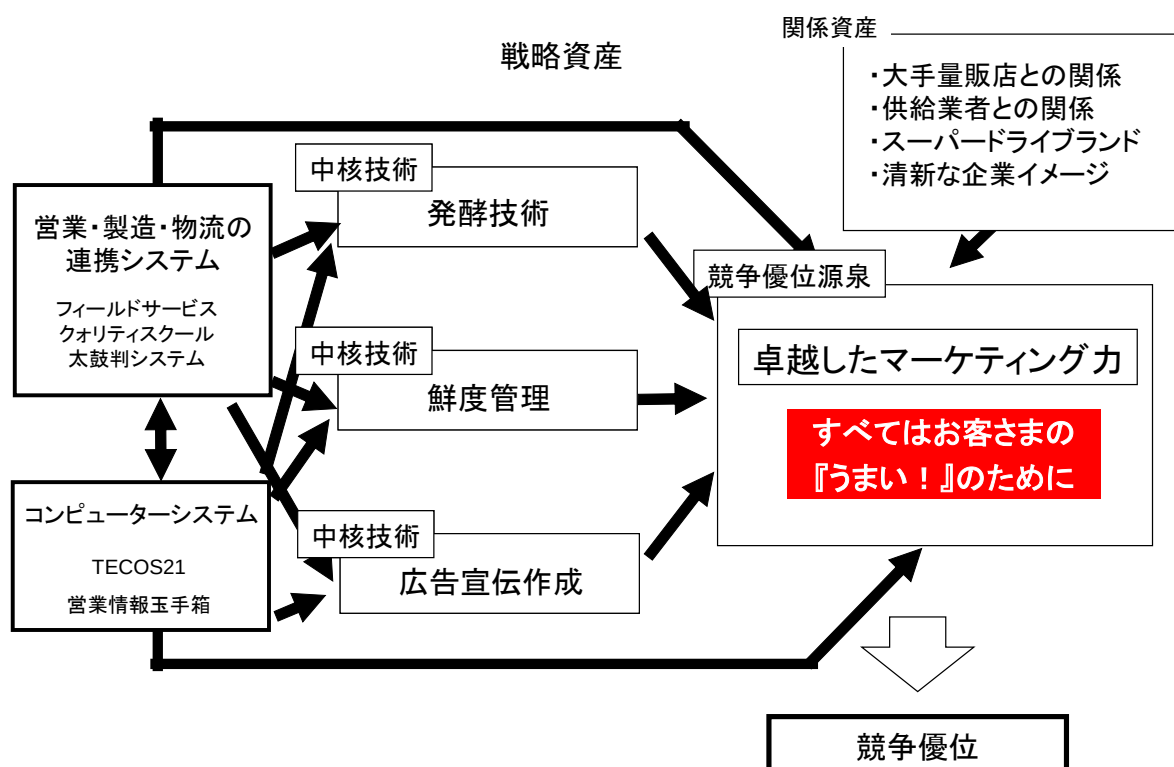


すなわち、第1期では売上・利益の拡大がマーケ投資に回り更に売上が拡大する良い循環となっていたが、終盤では、売上・利益の縮小が、マーケ投資の縮小を生み、短期指向の営業政策と投資の縮小が更に売上縮小につながる、悪の循環に陥っていた。しかし、スーパードライの発売が同社を大きく変えた。第3期には、思い切ったマーケ投資が、需要を生み、更に生産への迅速な投資が、需要へのキャッチアップを可能とし、更に売上拡大をしていった。しかし、得られた多くの経営資源が、財テクへの投資へ回り、社外流出してしまったのは非常に残念なことであった。第3期～将来にかけては、売上拡大・利益拡大の資源循環を的確にまわすとともに、国内酒類市場が飽和状況にあることから、企業成長マトリクスのどこに投資をしていくかを明確に定め資源を循環させていくことが期待される。

5.3 戦略資産蓄積

戦略資産とは、その企業固有の有形・固定資産で、他の企業では模倣できない独自のものであり、競争優位源泉を生み出す資産のことである。企業の成長戦略の視点から、戦略資産を拡大するため、経営資源（ヒト・モノ・カネ）を長期にわたって、投入（投資）する

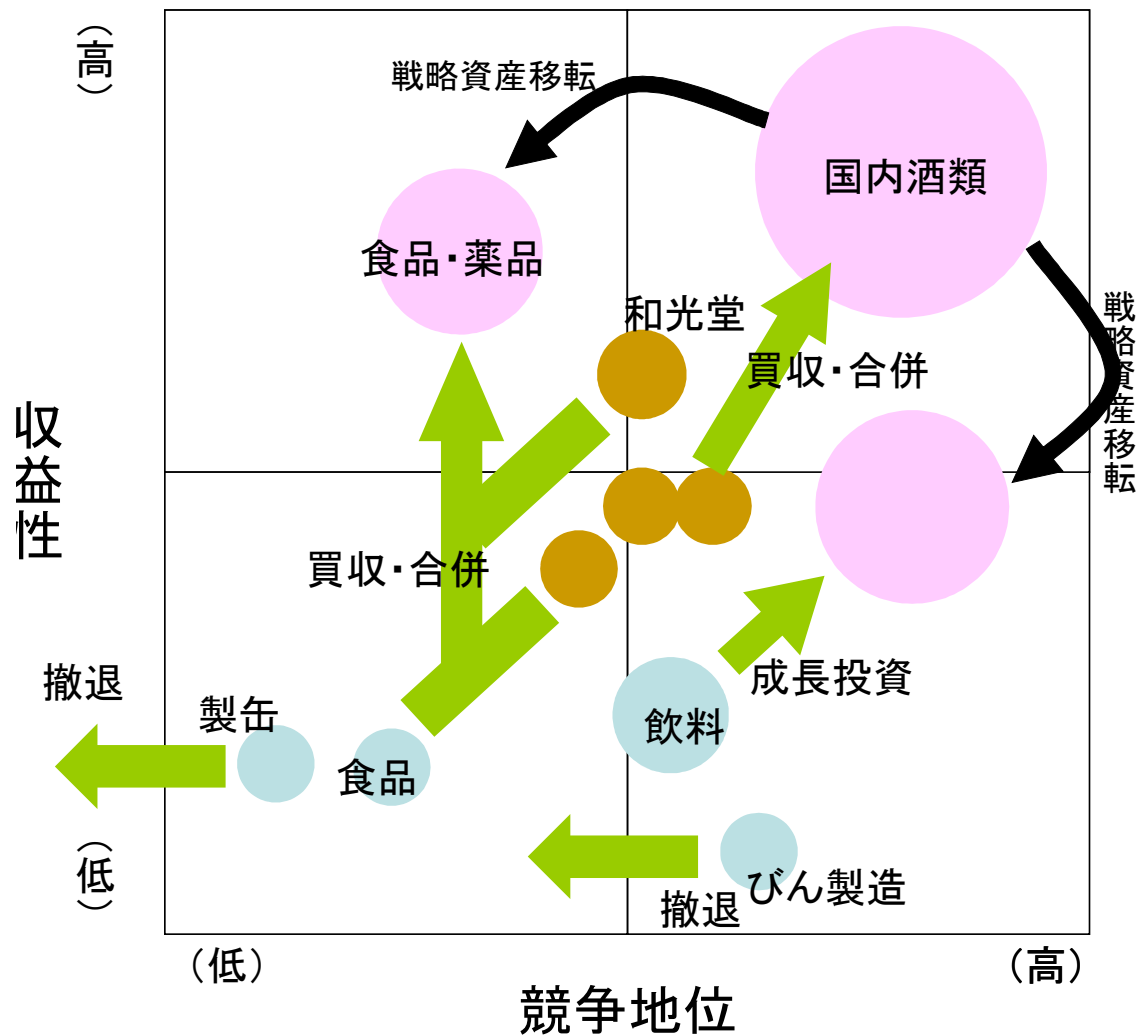
ことが重要である。このことを戦略資産蓄積という。アサヒビールの戦略資産を次のように分析する。



同社の競争優位源泉は、その卓越したマーケティング力による。それは、蓄積してきたブランドイメージであり、元気がよく活動的で潑刺としている。それはスーパードライ発売以来、多くのCMを通じて蓄積されてきたものである。今後も、このイメージを更に強化するとともに、このイメージがプラスに働く商品を持つ企業をM&Aや新事業開発により開拓し、その商品を通じて、全体のイメージを上げていくことが、今後の同社の企業成長戦略上、非常に重要であると考える。

5.4 企業価値持続的創造

企業成長戦略とは、企業価値を高めていくための戦略である。そしてそのためには、企業価値を持続的に創造していくことが求められている。企業は、個々の事業について収益性や競争地位を評価し、成長投資を行うか、自社の戦略資産を移転するか、或いはM&Aにより他社から戦略資産を獲得し一つ一つの事業を、競争地位が高くしかも収益性のあるセグメントへ移転させることにより、持続的に企業価値の創造を図ることが重要である。そこで、アサヒがこの5年間企業価値の持続的創造をどのように行ってきたかを図示するとこのようになる。



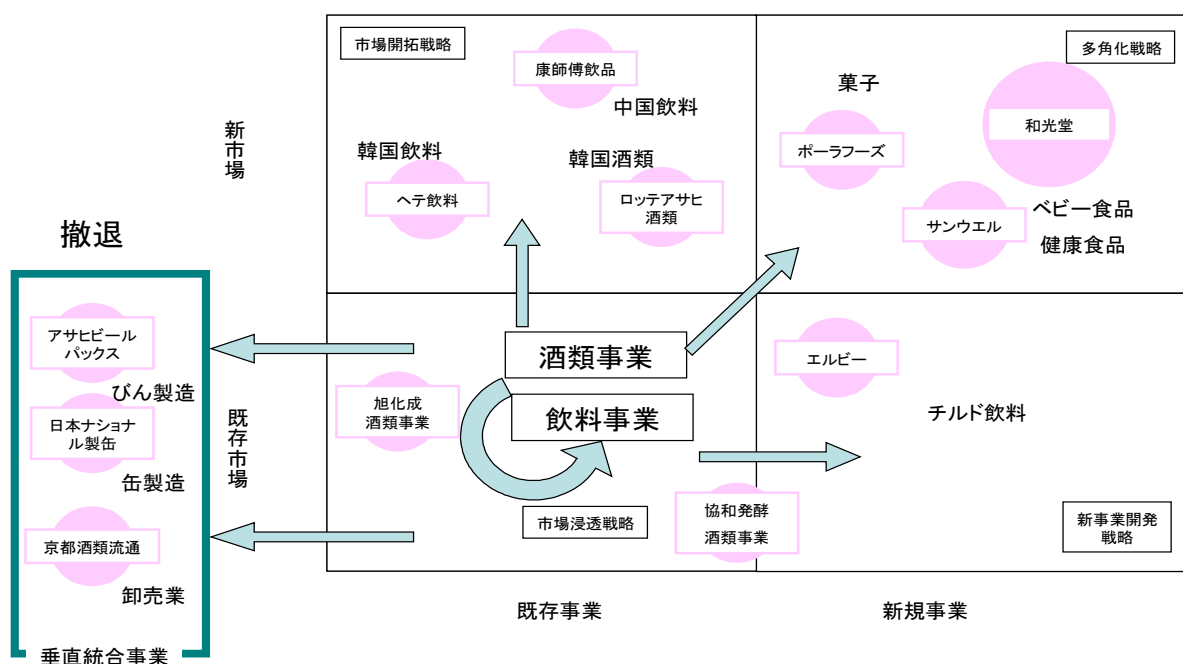
圧倒的な強みを持つ、ビール事業に、旭化成や協和発酵の酒類事業を買収し合併させ、総合酒類化を図るとともに、飲料には成長投資をし、日本だけでなく、アジア市場でのブランド化を目指している。食品・薬品の分野では和光堂やポーラフーズ、サンウエルなど積極的な買収による参入をし、アサヒの企業イメージを活かした、マーケティング戦略で競争地位の向上と収益性の確保を目指している。

6 事業ポートフォリオおよびM&A

有価証券報告書より、この5年間のアサヒビールの行ったM&A並びに合弁会社の設立について、一覧表を作成した。

	買収	売却
2002(平成14年)	協和発酵工業(株) 酒類事業	アサヒビールパックス(硝子ビン製造)
2002(平成14年)	旭化成(株) 酒類事業	
2003(平成15年)	ポーラフーズ(株)	
2003(平成15年)		
2004(平成16年)	「康師傅飲品控股有限公司」設立(50%出資)	
2004(平成16年)	「ヘテ飲料株式会社」連結子会社化	
2004(平成16年)	株式会社ロッテアサヒ酒類(韓国)設立	
2004(平成17年)		
2005(平成17年)	健康食品販売会社「(株)サンウエル」	
2005(平成17年)	「(株)エルビー(埼玉)」 「(株)エルビー(名古屋)」	
2006(平成18年)	「和光堂(株)」	日本ナショナル製缶
		京都酒類流通

これを、企業成長マトリクスで図示すると以下になる。協和発酵の酒類事業は、酒類事業ではあるが、それまで、アサヒビールにとってはほとんど取り扱っていなかった焼酎の事業であり、新事業開発に近いポジションにある。旭化成の酒類事業は缶酎ハイ事業で、これは既存事業既存市場への市場浸透戦略である。エルビーのチルド飲料事業は、飲料という意味では、市場浸透戦略に近いが、チルドとドライの商品ではチャンネルが全く違うため、新事業開発に分類した。



この成長マトリクスでわかるように、アサヒはかなり積極的にM&Aを実施し、各分野での成長戦略を展開している。しかし、同社の過去の大きなM&Aを見ると、持ち込まれるものを、買っているケースが多かったと判断する。例えば、オーストラリアのビール会社であった、フォスターズを、アサヒは買収し、結局300億円ほどの損を出して整理している。この案件は、麒麟に最初に持ち込まれ、高すぎることを理由として断った案件であったそうである。また、販売部門の強い鳥居薬品も買収したが、販売するシーズをほとんど持っていなかったため、その後、研究開発の充実したJTに売却している。明確な事業展開シナリオのもとに、事業ポートフォリオを考え、成長マトリクスに乗せた買収ではなかったと判断する。しかし、負の遺産一掃以降の第3期のM&Aについては、事業展開シナリオに基づき、ポートフォリオの充実を目指しているように変わってきているように考える。例えば、和光堂の買収は、市場には、高い買物だったのではないかという評価もあるようであるが、ポーラフーズのミィンティアで成功したように、積極的なマーケティング投資で売上を拡大できれば、十分に回収できる。国内酒類市場が成熟化し、成長が期待できない中、健康食品・薬品を次の主力事業に行こうという、事業展開シナリオは十分に評価できると考える。一方で、ライバルの麒麟は20年以上も前に買収したコカコーラのアメリカでのボトラーを着実に育てるとともに、そこで、グローバルな経営管理のできる人材を育て戦略資産化し、ニュージーランドのライオンネイサンやフィリピンのサンミゲルの資本参加、買収につなげている。今後、多角型のM&Aを行う際は、しっかりした事業展開シナリオの立案が必要で、それに基づいた人材などの資産を十分に準備する必要があると考える。

7 企業戦略策定

まず、各予備設問でまとめとして指摘した項目を再度取り上げる。各分析での問題点が指摘されており、そこから経営課題が抽出できると考える

- ・ 手持ちの現預金は絞り込んでおり、見かけの安全性は低いですが、酒類事業の特殊性を考えると、資金繰りに問題はない。格付はA+であり、投資案件があれば、資金調達は可能。
- ・ 樋口時代の過剰投資のつけを清算し、ようやく、営業利益が当期純利益に回るようになり、自己資本比率が急速に改善している。更なる成長に向けて投資のチャンスである。
- ・ 利益構造については、酒税抜き売上高ベースで考えると、麒麟とアサヒで大きな差は無い。
- ・ アサヒは使用総資本回転率が高く、財務レバレッジも利いているためROEは麒麟より随分高い。
- ・ 麒麟は手元に余剰の現金を1000億円用意している。長期経営構想で「攻め」を宣言しているだけに、どのように対抗するのか麒麟の出方を探りながら対抗策の検討が必要。

- ・ 国内酒類市場は、人口の伸び悩みと若年層のアルコール離れのため、縮小傾向である。これに伴い、アサヒの売上も、旭化成や協和発酵の酒類事業のM&Aで伸びているが、医薬事業や海外事業で成長するキリンに比べれば小さい。次の成長戦略の早期の策定が必要である。
- ・ アサヒは、生産性が高く、資産の効率性も高い。
- ・ 負債の返済も順調に進んでおり、インスタントカバレッジレシオも高く、新たな投資を考える局面に来ているといえる。
- ・ アサヒの営業CFは安定して高い。負の遺産の一掃も終わったので、早期に事業展開シナリオを作り直し、成長の見込める投資を積極的に行うべきである。
- ・ アサヒのセグメントは酒類が、中心であり、その他の事業は、いまだ開発期か成長前期である。しっかりした、投資により一層の成長が必要である。
- ・ 国内酒類事業に特化してきたため、多角化に成功し、ぶ厚い人材をかかえるキリンとの差は大きい。外部からの登用も含めて、人材・能力の開発に努める必要がある。
- ・ アサヒビールの現在の収益力は、05年に286億円のEVAを創出するなど非常に高い。
- ・ しかし、市場は、現在のEVAやFCFに見合う評価はしていない。これは、今後の同社の成長性や、収益性に疑問を感じているからと考えられる。

このまとめから、アサヒビールは、国内酒類事業は順調で高いFCFを創出しているが、市場としては飽和であり、今後の成長のための戦略立案が必要であるということが、経営課題として抽出できる。同社の、現在のFCFは約400億円である。配当と自社株買いの原資として、200億円必要と考ええると、5年で1000億円程度の投資は、FCF範囲内で可能と考える。このことを前提に、企業戦略制定のステップに則り、企業戦略を決定する。

1 ステップ： 今後3－5年間の企業目標を設定する

本設問2の企業環境分析と本設問3の企業成長戦略の分析より、今後3－5年の企業価値目標として、成長性のある市場に参入し、アサヒ社の持つ「元気が良く活動的な」企業ブランドをさらに伸張させ、企業全体を成長させるとともに、100億円の営業利益を創出する。

2 ステップ： 上の目標の下に戦略案選択基準を設定する

戦略案選定基準として、1次スクリーニングは、定性での評価を行う。

定性選択基準として、次の項目を考える。

リスク：その戦略のリスクの大きさ？

リスクの大きいものは不利（危険）とする。

成長性：市場が成長する可能性があるか？

ある程度の市場規模があるか？

競合度：競合、新規参入の脅威は強いのか？

企業理念との整合性：企業理念との整合性は高いか？

戦略資産の蓄積：その事業を行うことで戦略資産の蓄積が望めるか？

事業遂行能力：既存の能力を活用してその事業を行うことができるか？

コスト優位：その事業にコスト優位を築く戦略資産を持つか？

差別化：その事業で他社差別化による競争優位を築く戦略資産を持つか？

シナジー：他の事業とのシナジー効果が望めるか？

評価は3段階で行い、企業価値のプラスに影響するものに○、中立的なものに△、マイナスの影響が出ると考えるものには×をつけた。評価は、○を3ポイント、△を2ポイント、×を1ポイントとし、合計ポイントにより、順位付けを行う。リスクのみ他の項目3倍のポイントをつける。定性評価の上位3つのプランについて、5年間の財務シミュレーションを行いそのベストプランを選択する。

3 ステップ： 選択対象になる複数戦略案を立案する

戦略案の立案はグループで討議したものを筆者が、少しアレンジした。本来は、1次スクリーニングを共同で行う予定であったが、時間が十分でなく、筆者単独で行った。

Plan 1：海外進出強化

成長著しい中国市場を中心に、海外の拠点を作っていく。

Plan 2：雪印乳業買収

バター・チーズ最大手の雪印乳業を買収する。官僚体質を一掃し、アサヒビールの企業イメージを注入することで、過去の悪いイメージを一掃し、食品の分野での飛躍を図る。チルド分野の酒類・飲料で、雪印の低温物流のノウハウを活かして新たな商品開発やチャネル開発を行い、シナジー効果を出す。

Plan 3：ファンケル買収

通販で大きくなった、無添加化粧品、健康食品大手のファンケルを買収する。アサヒフードアンドヘルスケアと合併させ、健康食品を中心に積極的なマーケティング投資でこの分野でのブランドを確立する。

Plan 4：ワタミ買収

居酒屋大手のワタミを買収する。垂直統合効果によりシナジー効果を発揮するとともに、ワタミの現場からの意見を商品開発に活用する。

Plan 5：サッポロHLD買収

ビール事業の不振の続くサッポロHLDを買収する。買収後、不動産事業を売却して、買収資金を回収するとともに、本業の工場をリストラ、転用することで、規模の経済によるシナジー効果を目指す。アサヒビールとサッポロビールは、集中排除法で戦後分割された会社であり、再統一により、キリンへの反撃とする。

Plan 6：食品企業多角化（明星食品、丸大食品、エバラ食品買収）

中堅で、歴史のあるブランドを持ちながら、最近マーケティング投資の余力が減り、ジリ貧傾向の食品会社を買収し、アサヒのマーケティングノウハウと資金力で再活性化する。「元気が良く活動的な」イメージがプラスに働く、企業を選び、「Asahi」とのダブルブランドで、企業グループ全体の活性化につなげる。

Plan 7 : 日本酒、有名地酒蔵元買収

アサヒが、総合酒類メーカーを目指しながら、唯一ラインナップに無いのが日本酒である。日本酒は、市場は衰退しており、過剰設備で収益性に乏しい業界であるが、それだけに、買収コストは非常に安い。そういった蔵を、アサヒのマーケティング力とチャネルを活かせば、活性化でき、企業価値の向上に貢献すると考える。

Plan 8 : カルピス買収

飲料部門強化のため、確固たるブランドを持ちながら、単品商売のため伸び悩んでいるカルピスの買収、アサヒ飲料との経営統合を目指す。同じ飲料メーカーであるので、統合のシナジー効果を期待すると共に、カルピスやエビアンが入ることにより、アサヒ飲料のポートフォリオが充実し、サントリー、キリンを追っかける体制ができあがる。

4 ステップ：それぞれの選択案ごとに、定性選択基準をもとにスクリーニングを行う

定性スクリーニングの結果は次のようであった。

Plan	投資規模 上場している 買収予定企業の 時価総額	リスク	成長性	競合度	経営理 念との 整合性	戦略資 産の蓄 積の可 能性	遂行能 力	コスト 優位性	差別化	シナ ジー	合計点	順位
1 海外進出強化		×	○	×	○	○	△	△	△	△	20	3
2 雪印乳業買収	95,702	×	△	○	○	△	×	×	×	△	17	8
3 ファンケル買収	118,248	×	○	△	○	○	×	△	△	△	20	3
4 ワタミ買収	71,283	×	△	×	○	△	×	△	△	○	18	7
5 サッポロHLD買収	217,743	×	×	×	○	△	○	○	×	○	19	5
6 食品多角化	丸大 41,481 明星 28,751 エバラ16,738	△	△	△	○	○	△	×	△	△	21	2
7 日本酒買収		△	×	×	○	△	○	×	×	○	19	5
8 カルピス買収	70,639	○	△	△	○	○	○	○	×	○	26	1

定性スクリーニングの詳細な内容について、Plan4 ワタミ買収について記す。その他も同様に検討した。

● リスク ×

事業規模とて、時価総額713億円、総資産608億円で、それほど大きな規模ではないので、買収のリスクは中程度。事業としては、渡邊社長の個人的な経営手腕によるところが大きく事業継承のリスクは高い。競合する居酒屋が、アサヒビールの取り扱いを再考したりするリスクがある。総合的に勘案して、リスクは高いとする。

● 成長性 △

外食業界は、現在縮小傾向である。その中でも居酒屋は、過去は成長していたが、ここに来て伸びは止まってきている。特にワタミの位置する、低価格ゾーンはデフレに併せて伸びてきたが、景気の回復と、若年層の減少により、今後の成長はあまり期待できない。ワタミ自体の過去3期の業績も、売上げは585億円→658億円→826億円と伸びているが、営業利益は、30億円→33億円→33億円と横ばいであり、成長力があるとは言えない。従って並（△）とする。

- 競合度 ×

居酒屋は、多数乱立の非常に競合の激しい業界である。参入障壁が非常に低く、新規参入が非常に容易である。従って競合度は高く、企業価値増に対し、×と評価する。

- 経営理念との整合性 ○

アサヒビールの経営理念は、「最高の品質と心のこもった行動を通じて、お客様の満足を追求め、世界の人々の健康で豊かな社会の実現に貢献します。」であり、ワタミの事業との整合性は高い。

- 戦略資産蓄積の可能性 △

居酒屋の経営を実際に行うことで、ビールの主要な顧客の経営ノウハウは得られるが、ワタミ独自のものが多く、それが、アサヒビールの戦略資産になる可能性は高いとは言えない。したがって、中程度と評価する。

- 遂行能力 ×

居酒屋の経営は、ヒトの管理が大きく、しかも長時間労働の現場である。アサヒビールのようなメーカーで育った人材には、非常にむづかしいマネジメントであると判断する。従って、既存の能力ではこの事業の運営はむづかしいと判断する。

- コスト優位性 △

ビールを中心とする酒類は、居酒屋の売上の2－3割を占めると考えられる。従って、居酒屋事業にコスト優位を築ける可能性はあるが、現実には、この規模の居酒屋には、激しい競争の結果酒類は、ほとんど利の無い価格で納入されているので、これ以上ワタミの経営にプラスになる可能性は大きくないと判断する。総合的に勘案して△とする。

- 差別化 △

アルコール商品の開発で、ワタミオリジナルを作り、(かつての養老の滝の養老ビールのように)、その商品がワタミの差別化に貢献する可能性はあるが、この規模チェーンなら、メーカーと連動してのオリジナル商品の開発は既に十分に取り組んでいるので、△とする。

- シナジー ○

ワタミは、サントリービールを使用している。したがって、買収により、これが全てアサヒに変わることは、アサヒの酒類事業を中心に大きなシナジー効果をもたらすと考える。

5 ステップ：スクリーニングで残った選択案を予備設問の財務諸表分析をもとに今後3－5年の企業価値シミュレーションを行う。P/Lの収益性、成長性の指標も用いる。さらに必要に応じて連結レベルとセグメントごとに行う。

Plan 1 の海外進出強化であるが、根拠となるデータが、外部からではほとんど手に入れることが難しかった。参考となるのは、麒麟の所在地別セグメント情報であるが、麒麟の場合、既にできあがったブランドの企業を買収していること、地域がニュージーランドなどオセアニアが中心であることからシミュレーションが作りやすく、今回は同じ点のファンケル買収でシミュレーションを作成する。資本コストは、どのケースも共通で、2005年のWACC、3.24%であるとする。基本的に、2006年中に行動を実施し、2007年よりフルに戦略が寄与すると仮定する。上場企業の買収には、現在の時価評価の2

割をのれん代として上乗せすることにする。のれん代は10年均等償却とする。実効税率は40.4%とする。

Plan 8：カルピス買収

カルピスの過去3年の決算書は次の通りである。

	200312	200412	200512		200312	200412	200512
売上高	120,203	122,526	122,775	短期借入	2,440	2,440	2,440
売上総利益	58,495	61,640	61,374	固定負債	5,032	6,256	6,272
販管費	54,620	56,608	56,136	退職給付引当	4,036	4,303	3,387
営業利益	3,875	5,032	5,237	投下資本	3,436	4,393	5,325
				総資産	85,728	93,997	94,910

ここで、この統合により、アサヒのチャネル力、マーケティング能力により、カルピスの売上げは当初3年間は4%成長し、その後は2%成長することと予測する。営業利益率は、シナジー効果などで、4.27%からキリンの飲料事業並の5.09%になるとする。また、アサヒビールの飲料事業も統合効果で合理化が進むとし、5年後に同じ営業利益率5.09%が達成できるとする。（5年間均等に改善するとする。）売上げは、前年維持とする。以上の前提の下で、各年度のEVAを計算し、5年分を資本コストで割り引いて現在価値を計算する。

	200712	200812	200912	201012	201112
売上高	127,686	132,793	138,105	140,867	143,685
売上総利益	63,829	66,382	69,037	70,418	71,827
販管費	57,330	59,623	62,008	63,248	64,513
のれん代	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413
営業利益	5,086	5,346	5,617	5,757	5,901
営業利益*(1-実効税率)	3,032	3,186	3,348	3,431	3,517
のれん償却	1,413	1,413	1,413	1,413	1,413
NOPAT	4,444	4,599	4,760	4,844	4,930
投下資本	90,092	90,092	90,092	90,092	90,092
EVA	8,136	1,525	1,680	1,841	2,011
本体のEVAの増加	4,913	368	736	1,104	1,839
計	13,049				

現在価値
8,136
4,913
13,049

Plan 6：食品企業買収

まず丸大食品の過去3年間の決算書の要約は下記の通りである。

	200403	200503	200603		200403	200503	200603
売上高	224,500	213,610	207,882	短期借入	1,872	1,622	1,690
売上総利益	48,097	44,993	45,098	固定負債	24,296	21,087	21,035
販管費	46,261	46,309	46,598	退職給付引当	10,677	8,307	6,567
営業利益	1,835	-1,315	-1,500				
				総資産	129,558	121,795	118,848

この３年間の売上げ総利益率はほぼ安定しているので、２００６年の売上総利益率が継続するとする。売上高は、アサヒのマーケティング力や、量販店との関係で、当初の３年間は４％成長し、その後は２％成長とする。販管費はこの３年間、売上げの減にもかかわらず、ほぼ変わっていないので、２００６年３月期の数字が継続するとする。本体への影響は無いとする。以上の前提で計算した５年間のＥＶＡの現在価値は１２８０百万円である。

	200703	200803	200903	201003	201103	
売上高	216,197	224,845	233,839	238,516	243,286	
売上総利益	46,902	48,778	50,729	51,744	52,779	
販管費	46,598	46,598	46,598	46,598	46,598	
のれん代	830	830	830	830	830	
営業利益	-526	1,350	3,301	4,316	5,351	
営業利益*(1-実効税率)	-313	805	1,968	2,572	3,189	
のれん償却	830	830	830	830	830	
NOPAT	516	1,634	2,797	3,402	4,019	
投下資本	65,935	65,935	65,935	65,935	65,935	
	現在価値					
EVA	1,280	-1,620	-502	661	1,266	1,882

次に明星食品の過去３年間の決算書の要約は下記の通りである。

	200309	200409	200509		200309	200409	200509
売上高	75,622	77,467	76,087	短期借入	1,838	1,688	1,778
売上総利益	37,699	39,702	39,115	固定負債	4,442	4,478	3,957
販管費	36,513	38,333	37,792	退職給付引当	3,122	3,107	2,903
営業利益	1,185	1,368	1,323				
				総資産	47,279	46,240	45,687

０４年９月期と０５年９月期の売上げ総利益率はほぼ安定しているので、２００５年の売上総利益率が継続するとする。売上高は、アサヒのマーケティング力や、量販店との関係で、当初の３年間は４％成長し、その後は２％成長とする。販管費は当初は合理化をすることを前提に毎年２％増とする。本体への影響は無いとする。以上の前提で計算した５年間のＥＶＡの現在価値は４７０８百万円である。

	200709	200809	200909	201009	201109
売上高	79,130	82,296	85,588	87,299	89,045
売上総利益	40,680	42,307	43,999	44,879	45,777
販管費	38,548	39,319	40,105	40,907	41,725
のれん代	575	575	575	575	575
営業利益	1,557	2,413	3,319	3,397	3,476
営業利益*(1-実効税率)	928	1,438	1,978	2,024	2,072
のれん償却	575	575	575	575	575
NOPAT	1,503	2,013	2,553	2,599	2,647
投下資本	37,333	37,333	37,333	37,333	37,333
	現在価値				
EVA	4,708	293	804	1,343	1,390
			1,437		

エバラ食品工業の過去3年間の決算書の要約は下記の通りである。

	200403	200503	200603		200403	200503	200603
売上高	46,972	46,678	47,059	短期借入	1,131	2,132	2,702
売上総利益	22,980	22,361	22,260	固定負債	2,632	2,684	2,320
販管費	20,728	20,272	20,797	退職給付引当	2,193	2,306	2,171
営業利益	2,252	2,089	1,462				
				総資産	29,274	305,131	27,807

この、エバラ食品工業についても明星食品と同じように、2006年の売上総利益率が継続するとする。売上高は、アサヒのマーケティング力や、量販店との関係で、当初の3年間は4%成長し、その後は2%成長とする。販管費は当初は合理化をすることを前提に毎年2%増とする。本体への影響は無いとする。以上の前提で計算した5年間のEVAの現在価値は4485百万円である。

	200703	200803	200903	201003	201103
売上高	48,941	50,899	52,935	53,994	55,074
売上総利益	23,150	24,076	25,039	25,540	26,051
販管費	21,213	21,637	22,070	22,511	22,962
のれん代	335	335	335	335	335
営業利益	1,603	2,104	2,635	2,694	2,755
営業利益*(1-実効税率)	955	1,254	1,570	1,606	1,642
のれん償却	335	335	335	335	335
NOPAT	1,290	1,589	1,905	1,940	1,977
投下資本	22,937	22,937	22,937	22,937	22,937
	現在価値				
EVA	4,485	547	846	1,162	1,197
			1,233		

この結果の3社合計のEVAの現在価値の合計額は10472百万である。本体への好影響は全く計算に入れなかったが、ビールに関係の深い焼き肉やラーメンに関係するメーカーであり、キャンペーンなどで、相乗効果がでるし、被買収企業同士のシナジー効果も期待できると考える。

Plan 3：ファンケル買収

ファンケルの過去3年間の決算書の要約は下記の通りである。

	200403	200503	200603		200403	200503	200603
売上高	84,956	87,937	95,322	短期借入			
売上総利益	55,696	57,905	62,082	固定負債	2,843	2,754	1,812
販管費	47,926	52,476	53,507	退職給付引当	2,406	2,311	1,469
営業利益	7,769	5,428	8,547				
				総資産	78,479	79,416	85,147

2006年の売上総利益率が継続するとする。売上高は、アサヒのマーケティング力や、量販店との関係で、当初の3年間は4%成長し、その後は2%成長とする。販管費は売上げ並みの増加をとする。アサヒビールの食品・薬品セグメントの売上高営業利益率が5年かけて、現在のファンケルの水準になるとし、その改善部分に（1－実行税率）をかけた分のみ、每期EVAが向上すると見て、EVAの現在価値を計算する。以上の前提で計算した5年間のEVAの現在価値は14461百万円である。

	200703	200803	200903	201003	201103
売上高	99,135	103,100	107,224	109,369	111,556
売上総利益	64,565	67,148	69,834	71,230	72,655
販管費	55,647	57,873	60,188	61,392	62,620
のれん代	2,365	2,365	2,365	2,365	2,365
営業利益	6,553	6,910	7,281	7,474	7,670
営業利益*(1-実効税率)	3,906	4,118	4,339	4,454	4,572
のれん償却	2,365	2,365	2,365	2,365	2,365
NOPAT	6,271	6,483	6,704	6,819	6,937
投下資本	142,241	142,241	142,241	142,241	142,241

	現在価値					
EVA	9,204	1,662	1,875	2,096	2,211	2,328
本体のEVAの増加	5,257	649	807	955	1,093	1,222
計	14,461					

6 ステップ： 上の業績数値の比較検討を行い、特定案を選択する
ステップ5の結果を再度まとめると以下の通りである。

		5年間のEVAと本体の EVA増分の現在価値
Plan3	ファンケル買収	13,049
Plan6	食品多角化	10,472
Plan8	カルピス買収	14,461

したがって、戦略案としては、**Plan8** のカルピス買収を提案する。これは、アサヒ社の飲料事業とのシナジー効果が大きいと考えられるためである。カルピスの商品と、アサヒ飲料の商品はあまり重ならない。カルピスという非常に大きなブランドも魅力であるが、それ以上に、今後成長が見込まれる、輸入ミネラルウォーター市場の大ブランドであるエビアンの輸入権が手に入るのも魅力と考える。キリンがボルビック、サントリーがビッテルとペリエいう輸入のミネラルウォーターの大きなブランドを持つ中で、アサヒは何もなく、商品ポートフォリオの穴を埋めることができるのが大きい。（勿論、エビアンの輸入権の交渉を行う手もある。）ただし、カルピスの親会社は味の素で **24.98%**の株を持っている。アサヒビールは、協和発酵、旭化成の酒類事業買収以来、同じ味の素の関連会社のメルシャンと激しく競合している。従って、カルピスの株を簡単に買えるかどうかは疑問である。今回のシミュレーションでは、上場株式について、現在の時価総額の **20%**増しで簡単に買えると仮定した。しかし、現実には、友好的な買収にならない限り、非常にむづかしい。シミュレーションの結果は非常に近似的であり、この買収価額により、大きく変わるので、さらに詳細な検討が必要と考える。

以上

付属資料 8：企業戦略分析・立案

(出所:丸山 秀喜「経営戦略応用研究 ケースレポート No.5 アサヒビール」 2011 年 9 月 24 日)

アサヒビール株式会社 (2011)

1 財務諸表分析

1.1 連結貸借対照表(B/S)及び損益計算書(P/L)の分析

アサヒの連結売上高は、2006 年度が 1 兆 4,464 億円, 2007 年度が 1 兆 4,641 億円, 2008 年度が 1 兆 4,627 億円, 2009 年度が 1 兆 4,725 億円, 2010 年度が 1 兆 4,895 億円と、微増傾向が認められたが、変化がないに等しかった。営業利益は、2006 年度が 887 億円, 2007 年度が 870 億円, 2008 年度が 945 億円, 2009 年度が 823 億円と減益となった後、2010 年度が 953 億円であった。経常利益は、2006 年度が 901 億円, 2007 年度が 902 億円, 2008 年度が 965 億円と 3 期連続の増益となったが、2009 年度が 905 億円と減益となった後、2010 年度が 1,011 億円と増益となった。当期純利益は、2006 年度が 447.7 億円, 2007 年度が 448.0 億円, 2008 年度が 450 億円, 2009 年度が 476 億円, 2010 年度が 531 億円と 5 期連続の増益であった。

1.1.1 安全性

アサヒの安全性を (1) 流動比率と当座比率, (2) 固定比率と固定長期適合比率, (3) 自己資本比率と負債比率, (4) インタレスト・カバレッジ・レシオ, (5) その他の指標を用いて分析する。

(1) 流動比率と当座比率

流動比率と当座比率は、ともに企業の短期的な債務返済能力を示す指標であり、一般的に流動比率は 100%以上、当座比率は 80%以上が好ましいとされている。アサヒの流動比率は、2006 年度が 76.5%, 2007 年度が 68.9%, 2008 年度が 79.9%, 2009 年度が 74.6%, 2010 年度が 84.2%と安全域に達していなかったが、改善傾向が認められた (図 1.1(3))。また、当座比率は、2006 年度が 55.0%, 2007 年度が 49.7%, 2008 年度が 55.1%, 2009 年度が 52.6%, 2010 年度が 58.3%と、流動比率と同様に安全域に達していなかった。現金残高が売上高の 3 日分であるが、流動負債計に未払酒税が含まれることを考慮しても、短期流動性に問題があると考えられる。

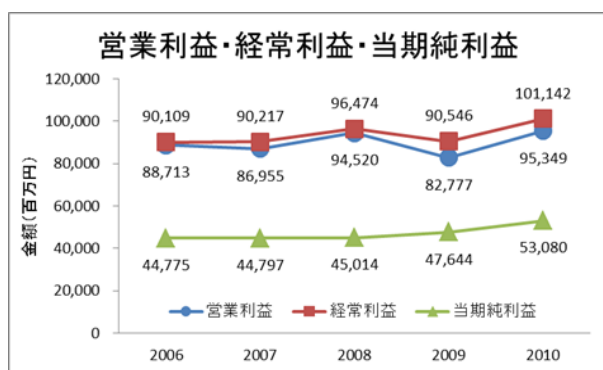
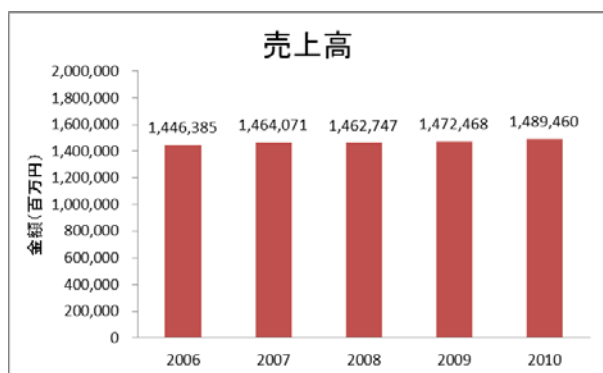


図 1.1(1) 売上高 図 1.1(2) 営業利益，経常利益，当期純利益

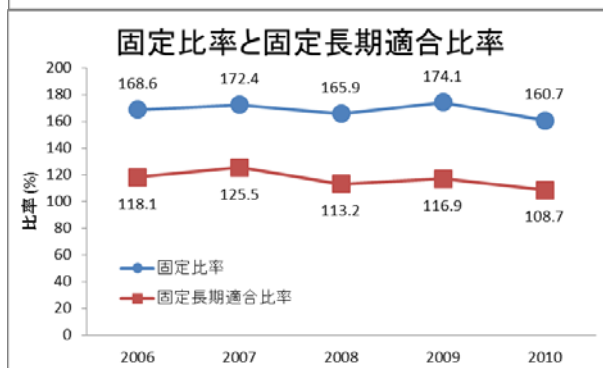
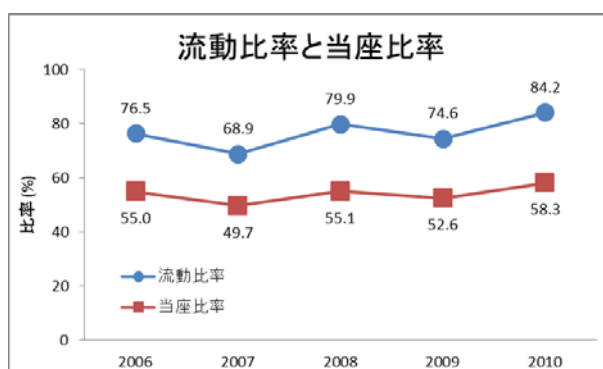


図 1.1(3) 流動比率と当座比率

図 1.1(4) 固定比率と固定長期適合比率

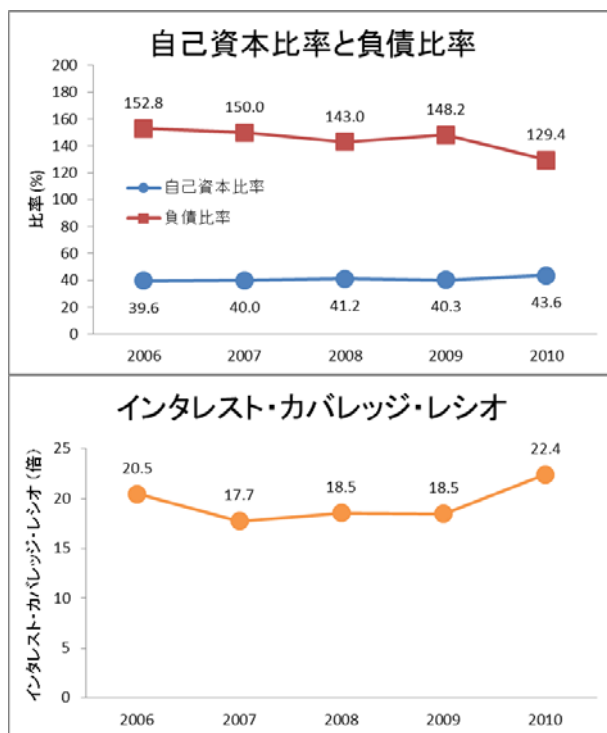


図 1.1(5) 自己資本比率と負債比率 図 1.1(6) インタレスト・カバレッジ・レシオ

(2) 固定比率と固定長期適合比率

固定比率と固定長期適合比率は、ともに長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する比率であり、一般に固定比率は 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が好ましいとされている。アサヒの固定比率は、2006 年度が 168.6%、2007 年度が 172.4%、2008 年度が 165.9%、2009 年度が 174.1%、2010 年度が 160.9%であった。また、固定長期適合率は、2006 年度が 118.1%、2007 年度が 125.5%、2008 年度が 113.2%、2009 年度が 116.9%、2010 年度が 108.7%であった。両指標とも安全域に達していなかった。過去に行った M&A について、資金の調達先と運用方法・長短バランスに問題があったと考えられる。

(3) 自己資本比率と負債比率

自己資本比率と負債比率は、長期的な視点から他人資本の安全性を評価するための指標であり、自己資本比率は 50%以上が好ましく、負債比率は 100%以下が好ましいとされている。アサヒの自己資本比率は 2006 年度が 39.6%、2007 年度が 40.0%、2008 年度が 41.2%、2009 年度が 40.3%、2010 年度が 43.6%と安全域に達していないが、日本企業の平均(38.0%)以上で推移していた(図 1.1(5))。また、負債比率は 2006 年度が 152.8%、2007 年度が 150.0%、2008 年度が 143.0%、2009 年度が 148.2%、2010 年度が 129.4%と安全域に達していなかったものの、改善傾向が認められた。

(4) 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・レシオは、企業の信用力を評価するための財務指標であり、年間の事業利益、すなわち営業利益と受取利息及び配当金等が、支払利息及び割引料の何

倍であるかを示す。1.0 倍未満となると、本業の利益と資金運用の利益を合計しても、金利をカバーできないことになる。なお、社債等の格付を行う場合で重視される。アサヒのインタレスト・カバレッジ・レシオは、2006 年度が 20.5 倍、2007 年度が 17.7 倍、2008 年度が 18.5 倍、2009 年度が 18.5 倍、2010 年度が 22.4 倍と問題がない水準であり、かつ 2007 年度以後増加していた（図 1.1(6)）。

（5）格付け機関による長期社債の格付け

格付け機関による長期社債の格付けは、当該企業の長期債務の返済能力を示す。アサヒの長期社債の格付けは、日本格付研究所が AA－，格付投資情報センターが A＋と、業績や財務上の問題がないことを示している（表 1.1.1(1)）。

表 1.1.1(1) 長期社債の格付け（2011 年 7 月現在）

格付け機関	日本格付研究所	格付投資情報センター
格付け	AA－	A＋

【安全性の考察】

アサヒの安全性の分析の結果、債務返済能力に大きな問題は見られないものの、資金の調達先と運用方法・長短バランスの是正が課題である。調査期間の対象外であるが、アサヒの 2000 年度の自己資本は 3,560 億円、自己資本比率は 25.6%であった。自己資本比率が悪い原因は、バブル期における過剰投資の後遺症が長引いたからであると考えられる。その後、アサヒは大型の投資キャッシュ・フロー（投資 CF）を抑制し、自己資本の増大と営業キャッシュ・フロー（営業 CF）を有利子負債の返済に‘コツコツ’と充てたことにより、2010 年度は自己資本比率を日本企業の平均以上に改善できたと考えられる。慢性的な財務上の脆弱さが解消されつつあるため、今後は投資活動が積極的になると予想される。

1.1.2 収益性

アサヒの収益性を（1）売上高総利益率，売上高営業利益率，売上高経常利益率，売上高当期純利益率，（2）自己資本純利益率(ROE)と使用総資本経常利益率(ROA)を用いて分析する。

（1）売上高総利益率，売上高営業利益率，売上高経常利益率，売上高当期純利益率

アサヒの売上高総利益率は 2006 年度の 34.3%から微増益を続け、2010 年度は 36.7%であった（図 1.1.2(1)）。また、アサヒの営業利益率は 2006 年度が 6.1%，2007 年度が 5.9%，2008 年度が 6.5%，2009 年度が 5.6%，2010 年度が 6.4%と若干の増減がみられるものの、大きな変化がない（図 1.1.2(2)）。アサヒの経常利益率は、2006 年度と 2007 年度が 6.2%，2008 年度が 6.6%，2009 年度が 6.1%，2010 年度が 6.8%と、微増傾向が認め

られた（図 1.1.2(3)）。アサヒの当期純利益は 2006 年度から 2008 年度まで 3.1%，2009 年度が 3.2%，2010 年度が 3.6%と微増傾向が認められた（図 1.1.2(4)）。

アサヒの ROE は，2006 年度が 9.3 倍，2007 年度が 8.6 倍，2008 年度が 8.5 倍と微減していたが，2009 年度が 8.6 倍，2010 年度が 8.9 倍と微増が見られた（図 1.1.2(5)）。また，アサヒの ROA は多少の増減はあるもののほぼ横ばいであり，2010 年度は 7.1 倍であった。過去の M&A に伴ったのれん償却の負担が重く，かつ，明らかなシナジー効果が表れていない。

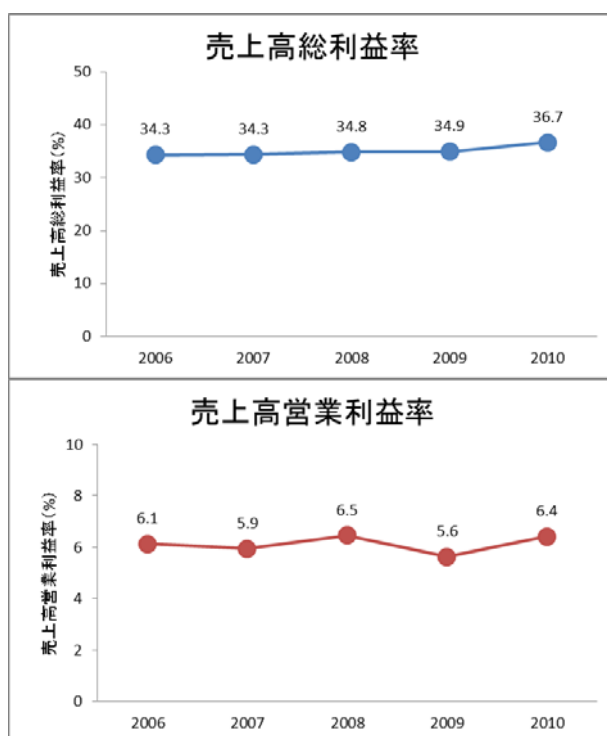


図 1.1.2(1) 売上高総利益率

図 1.1.2(2) 売上高営業利益率

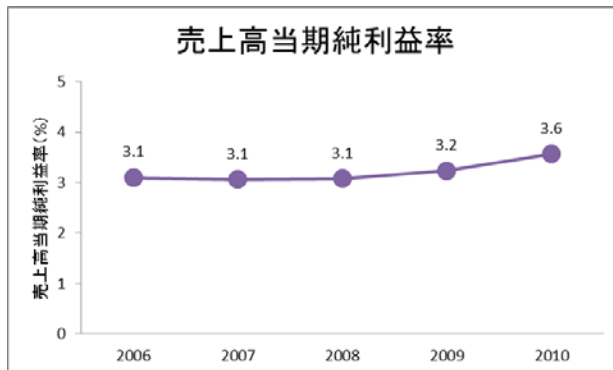
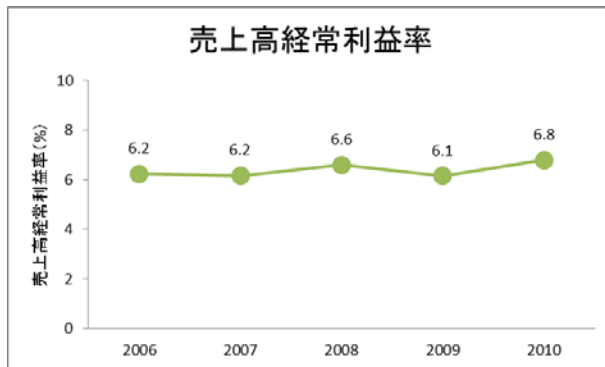
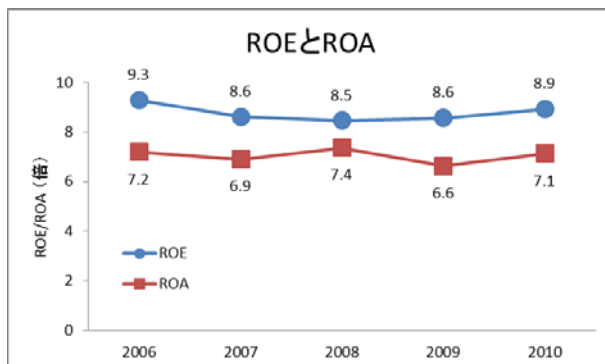


図 1.1.2(3) 売上高経常利益率

図 1.1.2(4) 売上高当期純利益率



$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}} \times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$$

(売上高当期純利益率) (総資本回転率) (財務レバレッジ)

$$0.08918 = \frac{53,080}{1,489,460} \times \frac{1,489,460}{\frac{(1,433,652 + 1,405,358)}{2}} \times \frac{(1,433,652 + 1,405,358)/2}{(577,702 + 612,670)/2}$$

$$= 0.03564 \times 1.04928 \times 2.38498$$

図 1.1.2(5) ROE と ROA 図 1.1.2(6) ROE の 3 分解 (2009 年度)

【収益性の考察】

2010年度の各利益率を東証1部上場の全企業（1,517社）の平均値と比較すると、売上高営業利益率が平均5.5%に対しアサヒが6.4%、売上高経常利益率が平均5.5%に対しアサヒが6.8%、売上高当期純利益率が平均2.4%に対しアサヒが3.6%、ROEが平均6.1%に対しアサヒが8.9%、ROAが平均4.9%に対しアサヒが7.1%と、いずれも平均値を超えていた。しかし、アサヒの当期純利益率(3.6%)をビール業界の海外メジャーと比べると、アンハイザー・ブッシュ・インベブ（ベルギー）が15.4%、ハイネケン（蘭）が9.5%、SABミラー（英）が16.2%と、驚くほど低値である。次に、ROEを3分解した結果、売上高当期純利益率と総資本回転率に比べ、財務レバレッジが大きいことが分かる。これは、慢性的に自己資本比率が低値であることの裏返しであり、この5年間のROAとROEに大きな改善が見られないため、慢性的な財務状況の脆弱さを露呈した結果である。また、過去のM&Aに伴ったのれん償却の負担が重く、かつ、明らかなシナジー効果が表れていない。以上の結果から、アサヒの収益性は日本企業に比べると良いと言えるが、海外メジャーと比べると明らかに脆弱である。

1.1.3 成長率

アサヒの成長性を（1）売上増収率、（2）営業利益増益率、経常利益増益率、当期純利益増益率、を用いて分析する。

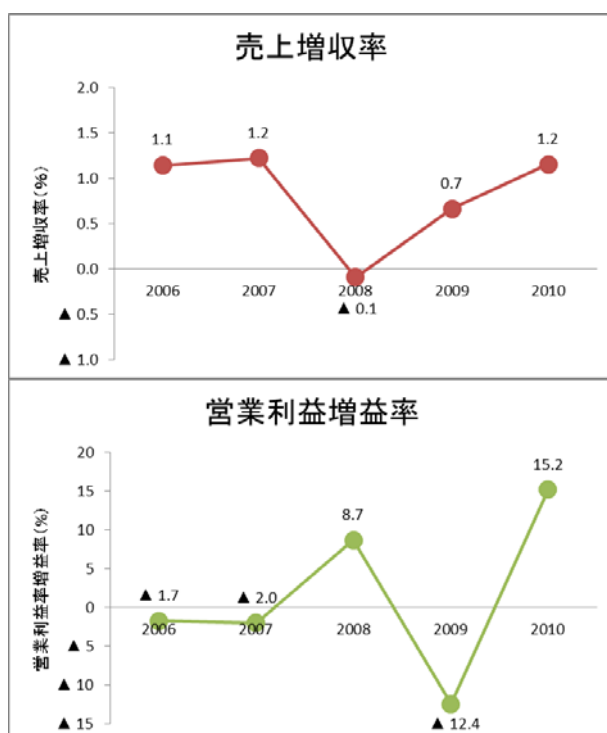


図 1.1.3(1) 売上増収率 図 1.1.3(2) 営業利益率増益率

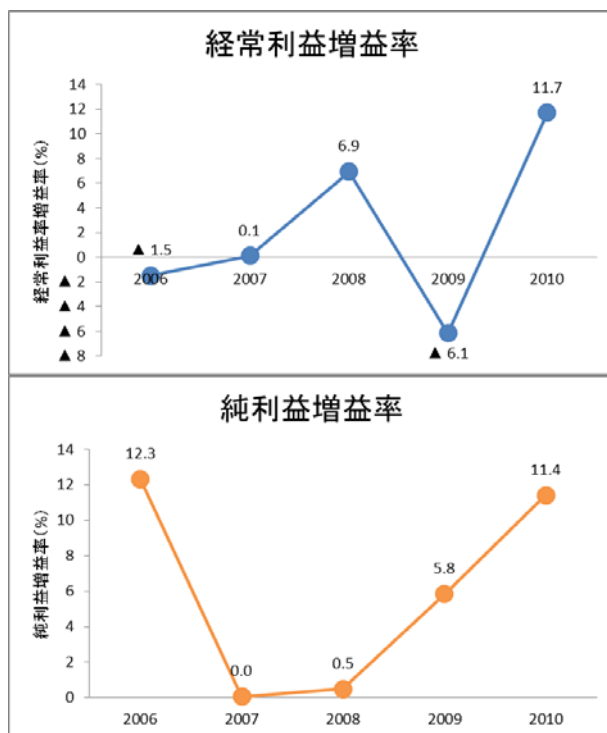


図 1.1.3(3) 経常利益増益率 図 1.1.3(4) 当期純利益増益率

(1) 売上増収率

アサヒの売上増収率は、2006 年度が 1.1%，2007 年度が 1.2%と 2 期連続の増収であったが、2008 年度は▲0.1%の減収であった（図 1.1.3(1)）。その後 2009 年度が 0.7%，2010 年度が 1.2%と 2 期連続の増収であった。

(2) 営業利益増益率，経常利益増益率，当期純利益増益率

アサヒの営業利益増益率は、2006 年度が▲1.7%，2007 年度が▲2.0%と 2 期連続の減益であったが、2008 年度が 8.7%の増益となった（図 1.1.3(2)）。2009 年度は▲12.4%の減益となったが、2010 年度は 15.2%の増益となった。アサヒの経常利益増益率は、2006 年度が▲1.5%の減益であったが、2007 年度が 0.1%，2008 年度が 6.9%と 2 期連続の増益となった（図 1.1.3(3)）。2009 年度に▲6.1%の減益となったが、2010 年度は 11.7%の増益となった。アサヒの当期純利益率は、2006 年度が 12.3%，2007 年度が 0.0%，2008 年度が 0.5%，2009 年度が 5.8%，2010 年度が 11.4%と、5 期連続の増益となった。

【成長性の考察】

2009 年度が減収減益となっていたが、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ（米国）の経営破綻を発端とした世界同時不況と急激な為替相場の変動が影響したと考えられる。それでも、影響が軽微であった理由は、売上高海外比率が 7%程度であったことが考えられる。5 年間で売上高が微増であるのに対し、着実に利益を産み出す体質へと変換している点が注目される。この理由として、原材料の見直しやペットボトルの内製化などによる徹

底したコスト削減が考えられる。一方、問題点として、M&Aによるシナジー効果が明確に表れていない点があげられる。

1.1.4 生産性

アサヒの生産性を（1）付加価値，（2）労働生産性，一人当たり売上高，付加価値率，労働装備率，設備生産性，（3）一人当たり人件費，労働分配率，（4）使用総資本投資効率，自己資本分配率を用いて分析する。。

（1）付加価値

付加価値は、人件費、賃貸料、税金、他人資本利子、当期純利益を合算したものである。すなわち、企業が付加価値を産み出す能力は生産性と呼ばれる。アサヒの付加価値は2006年度が1,984億円、2007年度が1,950億円、2008年度が2,065億円、2009年度が2,132億円、2010年度が2,286億円と、2007年度から4期連続の増加であった（図1.1.4(1)）。

（2）労働生産性，一人当たり売上高，付加価値率，労働装備率，設備生産性

労働生産性は、付加価値を平均従業員数で除して算出され、人的資源の観点からみた生産性の尺度として用いられる。

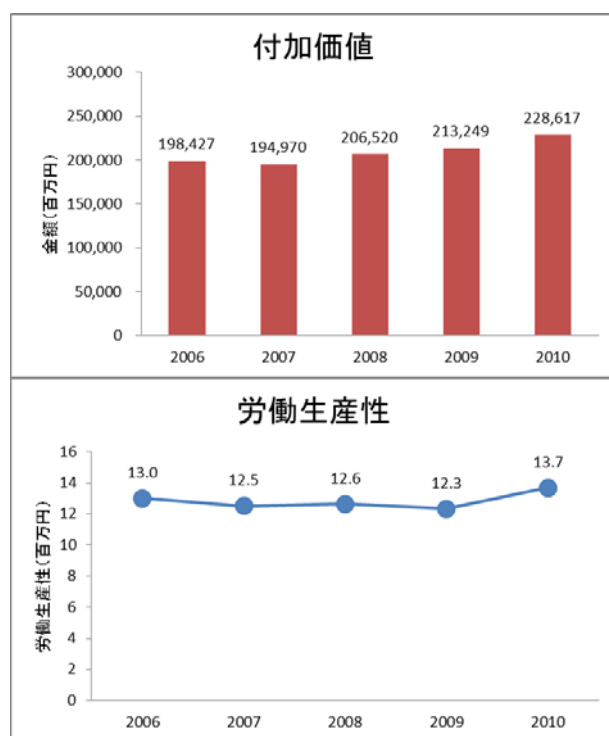


図 1.1.4(1) 付加価値

図 1.1.4(2) 労働生産性

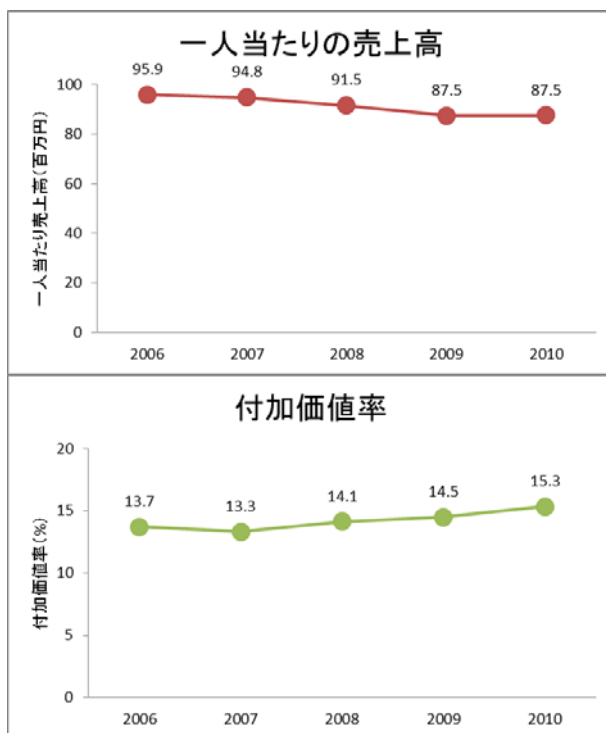


図 1.1.4(3) 一人当たり売上高

図 1.1.4(4) 付加価値率

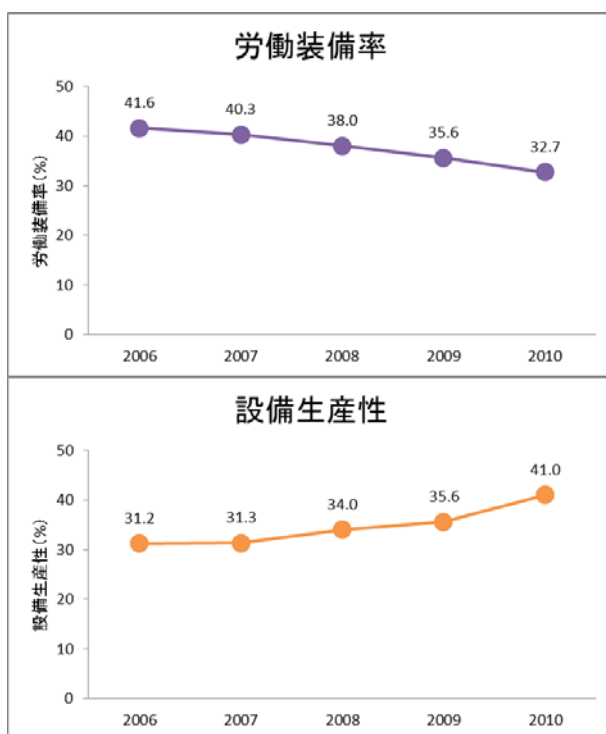


図 1.1.4(5) 労働装備率

図 1.1.4(6) 設備生産性

アサヒの労働生産性は、2006 年度が 13.0 百万円、2007 年度が 12.5 百万円、2008 年度が 12.6 百万円、2009 年度が 12.3 百万円、2010 年度が 13.7 百万円と、2007 年度から 2009 年度までがほぼ横ばいで、2010 年度に改善傾向が認められた（図 1.1.4(2)）。次に、労働生産性について売上高を用いて分解する。労働生産性は、一人当たり売上高と付

加価値率に分解することができる。アサヒの一人当たり売上高は、2006年度が95.9百万円であったが、その後漸減し、2011年度は87.5百万円であった（図1.1.4(3)）。一方、付加価値率は2007年度が13.7%であったが、その後漸増し、2011年度は15.3%であった（図1.1.4(4)）。さらに、労働生産性について有形固定資産を用いて分解する。労働生産性は、労働装備率と設備生産性に分解することができる。アサヒの労働装備率は、2006年度が41.6%であったが、その後漸減し、2010年度は32.7%であった（図1.1.4(5)）。一方、設備生産性は、2006年度が31.2%であったが、その後漸増し、2010年度は41.0%であった（図1.1.4(6)）。

(3) 一人当たり人件費，労働分配率

一人当たり人件費は、給与水準の観点から生産性を評価するための尺度として用いられる。アサヒの一人当たり人件費は、2006年度が4.040百万円、2007年度が4.065百万円、2008年度が4.046百万円、2009年度が4.282百万円、2010年度が4.323百万円と、2009年度以後に増加傾向が認められる。また、一人当たり人件費は、労働生産性と労働分配率に分解することができる。アサヒの労働生産性は、前述のとおり2010年度に改善が認められた（図1.1.4(2)）。一方、労働分配率は、2007年度が32.2%、2010年度が32.2%と横ばいである。すなわち、一人当たり人件費の向上は、労働生産性の改善によるものと考えられる。

(4) 使用総資本投資効率，自己資本分配率

使用総資本投資効率は、付加価値を期中平均の総資本で除したものである。アサヒの使用総資本投

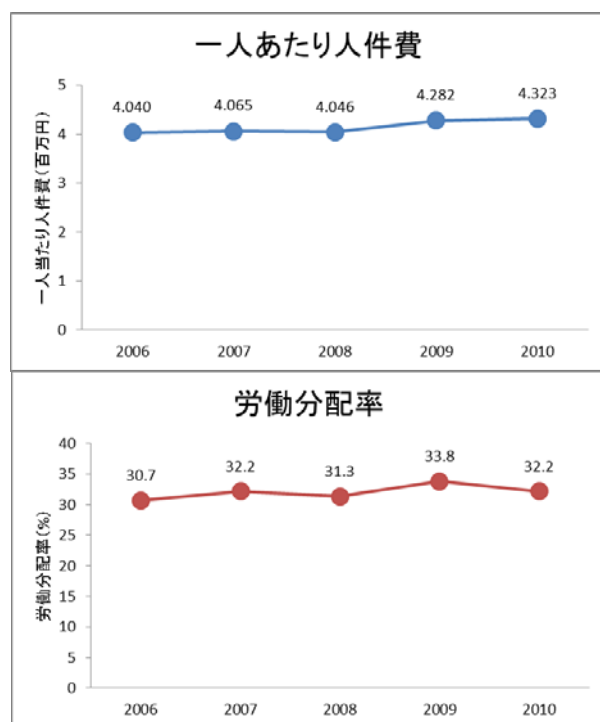


図 1.1.4(7) 一人当たり人件費

図 1.1.4(8) 労働分配率

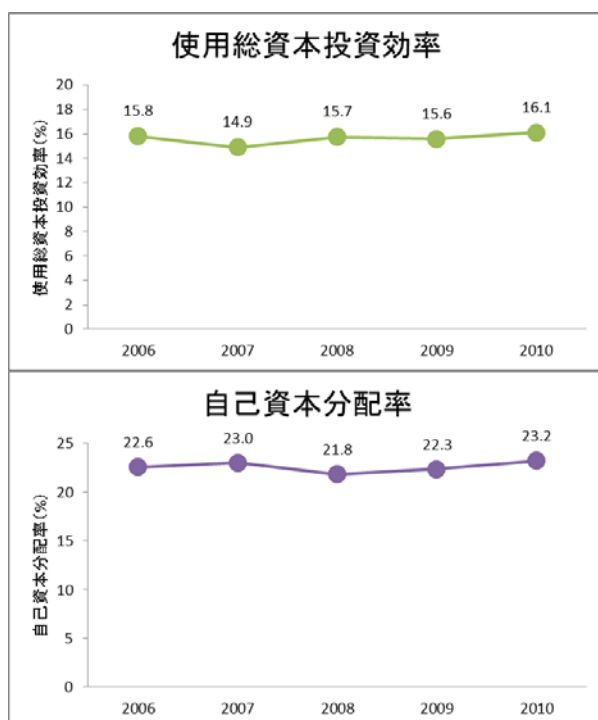


図 1.1.4(9) 使用総資本投資効率 図 1.1.4(10) 自己資本分配率

資効率は、2006 年度が 15.8%、2010 年度が 16.1%と、大きな変化がなかった。一方、自己資本分配率は、当期純利益を付加価値で除したものである。アサヒの自己資本分配率は、2006 年度が 22.6%、2010 年度が 23.2%と大きな変化がなかった。

【生産性の考察】

アサヒの付加価値は 2007 年度以後、4 期連続で増加した。労働生産性は、2007 年度から 2010 年度まで大きな変化が認められなかったが、2011 年度に改善した。そこで労働生産性を分解したところ、付加価値率と設備生産性の向上が影響したと考えられた。この原因として、当期純利益率の向上と有形固定資産の減少と、2010 年度の従業員数の減少があげられる。アサヒの有形固定資産は、2006 年度が 6,350 億円であったが、2010 年度は 5,571 億円と 779 億円（12.3%減）減少した。また、アサヒの従業員数は 2006 年度の 15,280 人から 2009 年度の 17,316 人まで増加し続けたが、2010 年度は 16,712 人と 604 人（3.5%減）減少した（図 1.1.4(12)）。以上の結果から、付加価値が向上した一方で、有形固定資産の減少と従業員数の減少により、生産性が高まったと考えられる。しかし、M&A 後のコスト削減効果が不十分であると考えられる。

1.1.5 効率性

アサヒの効率性を（1）使用総資本回転率、固定資産回転率、有形固定資産回転率、棚卸資産回転率、（2）棚卸資産回転日数、売上債権回転日数、買入債務回転日数、運転資本回転日数を用いて分析する。

(1) 使用総資本回転率，固定資産回転率，有形固定資産回転率，棚卸資産回転率

アサヒの使用総資本回転率は，2006 年度が 1.2 回／年，2011 年度が 1.0 回／年と微減傾向であった（図 1.1.5(1)）。なお，上場企業 3,895 社の平均値 0.84 回／年に比べて，高い値であった。アサヒの固定資産回転率は，2007 年度が 1.7 回／日，2010 年度が 1.5 回／日と，微減傾向であった（図 1.1.5(2)）。なお，上場企業 3,895 社の平均値は 2.70 回転であった。アサヒの有形固定資産回転率は 2007 年度が 2.3 回／年，2010 年度が 2.6 回／年と，増加傾向であった（図 1.1.5(3)）。アサヒの棚卸資産回転率は，2006 年度が 16.2 回／年，2010 年度が 15.5 回／年と，微減傾向であった（図 1.1.5(4)）。

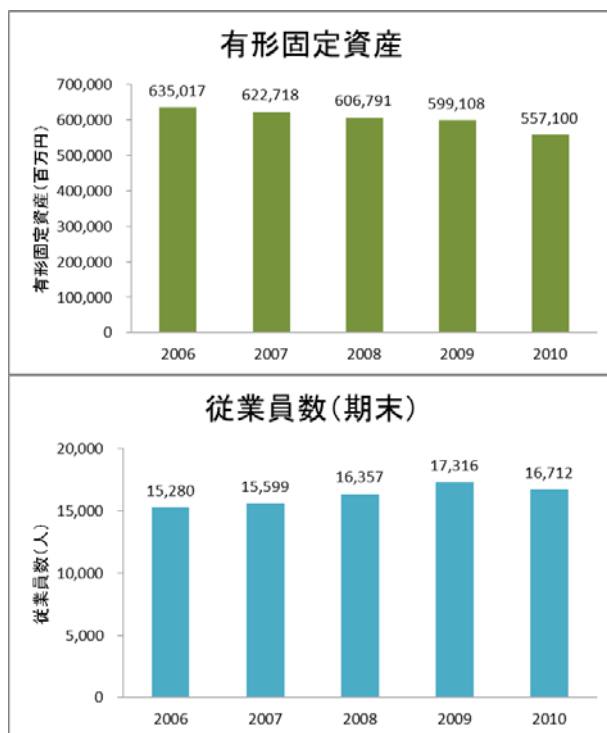


図 1.1.4(11) 有形固定資産

図 1.1.4(12) 各期末の従業員数

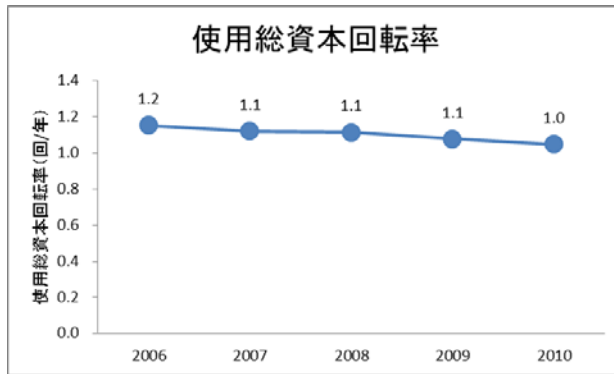


図 1.1.5(1) 使用総資本回転率 図 1.1.5(2) 固定資産回転率

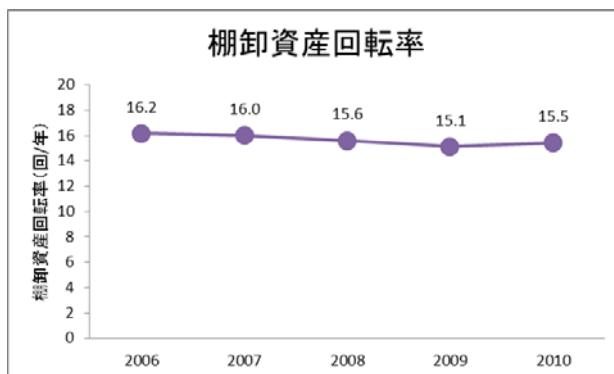
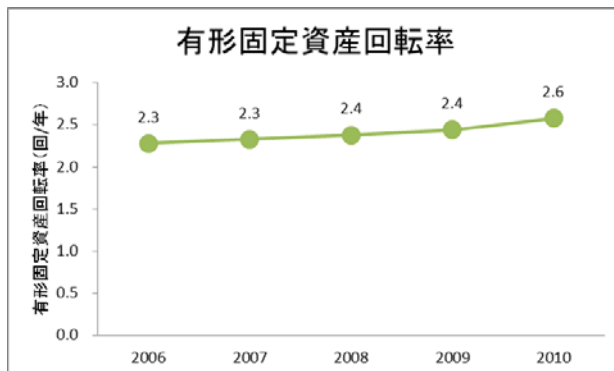


図 1.1.5(3) 有形固定資産回転率 図 1.1.5(4) 棚卸資産回転率

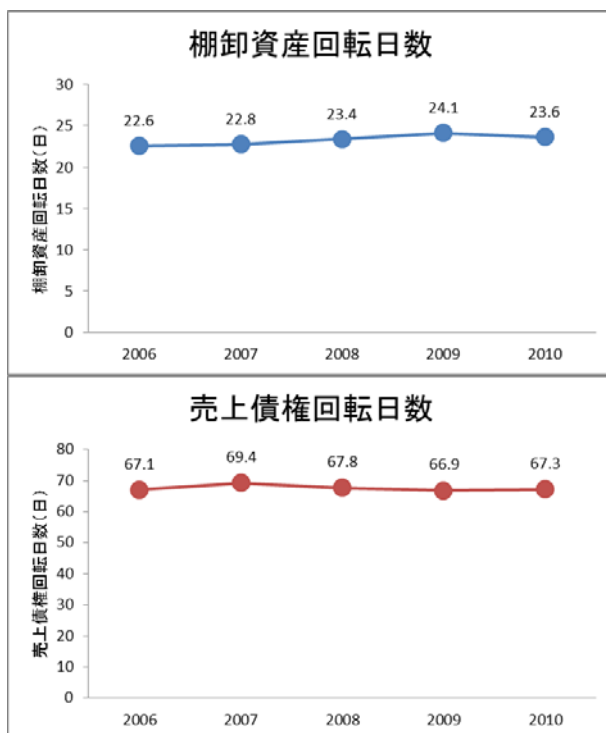


図 1.1.5(5) 棚卸資産回転日数 図 1.1.5(6) 売上債権回転日数

(2) 棚卸資産回転日数，売上債権回転日数，買入債務回転日数，運転資本回転日数

アサヒの棚卸資産回転日数は，2006 年度が 22.6 日，2010 年度が 23.6 日と横ばいであった（図 1.1.5(5)）。アサヒの売上債権回転日数は，2006 年度が 67.1 日，2010 年度が 67.3 日と横ばいであった（図 1.1.5(6)）。アサヒの買入債務回転日数は，2006 年度が 25.2 日，2010 年度が 25.0 日と横ばいであった（図 1.1.5(7)）。アサヒの運転資本回転日数は，2006 年度が 64.4 日，2010 年度が 65.9 日と横ばいであった（図 1.1.5(8)）。

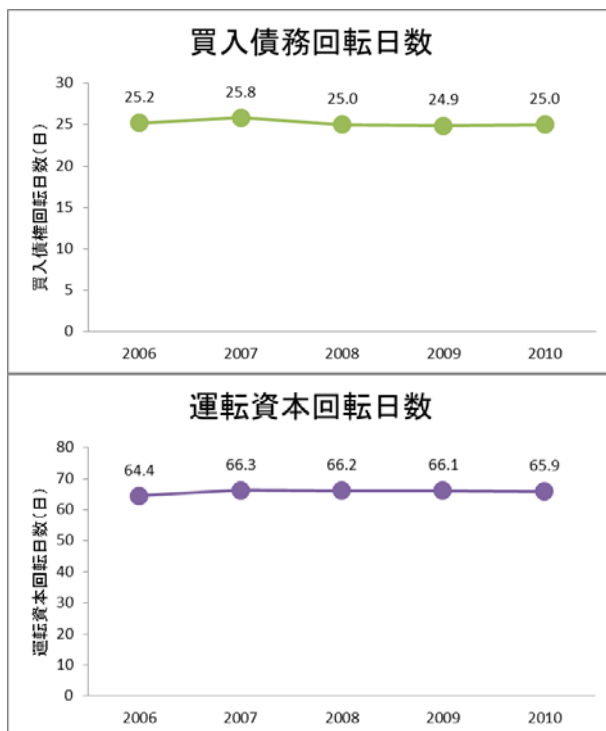


図 1.1.5(7) 買入債務回転日数

図 1.1.5(8) 運転資本回転日数

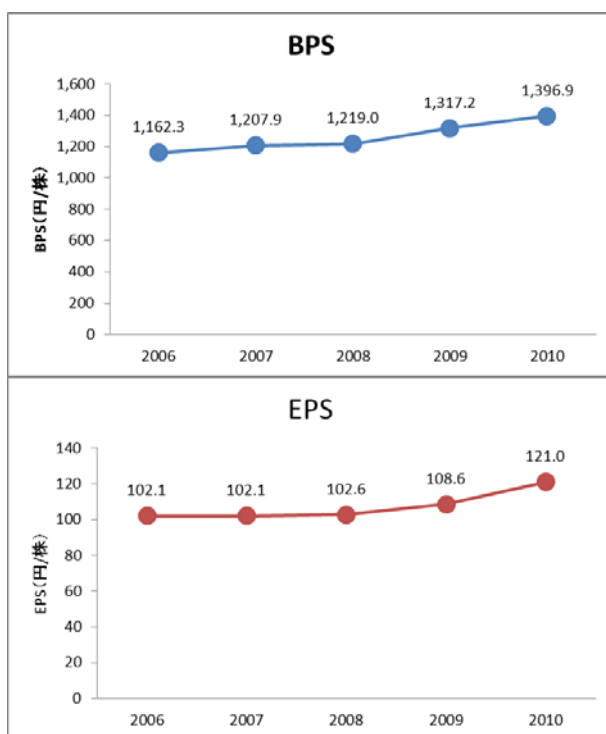


図 1.1.6(1) BPS 図 1.1.6(2) EPS

【効率性のまとめ】

アサヒは、売上高が微増であった中で、有形固定資産回転率がやや改善した。この原因として、工場の再編、物流の効率化、小会社の再編などにより有形固定資産を減少させたことが影響したと考えられる。一方、固定資産回転率がやや悪化した。この原因として、の

れん代の増加が考えられる。その他、棚卸資産回転日数、売上債権回転日数、買入債務回転日数、運転資本回転日数に大きな変化が認められなかった。

1.1.6 その他の指標

(1) 一株当たり純資産(GPS)、一株当たり当期純利益(EPS)、一株当たり CF、(2) 株価純資産比率(PBR)と株価収益率(PER)を用いて、アサヒの財務状況を分析する。

(1) 一株当たり純資産(BPS)、一株当たり当期純利益(EPS)、一株当たり CF

アサヒの BPS は 2006 年度が 1162.3 円／株、2010 年度が 1396.9 円／株と漸増した(図 1.1.6(1))。アサヒの EPS は 2006 年度が 102.1 円／株、2008 年度が 102.6 円／株と横ばいであったが、2009 年度が 108.6 円／株、2010 年度が 121.0 円／株と増加した(図 1.1.6(2))。アサヒの一株当たり CF は 2006 年度が 3.1 円／株、2007 年度が▲27.2 円／株、2008 年度が 3.4 円／株、2009 年度が 9.7 円／株、2010 年度が▲16.0 円／株であった(図 1.1.6(3))。

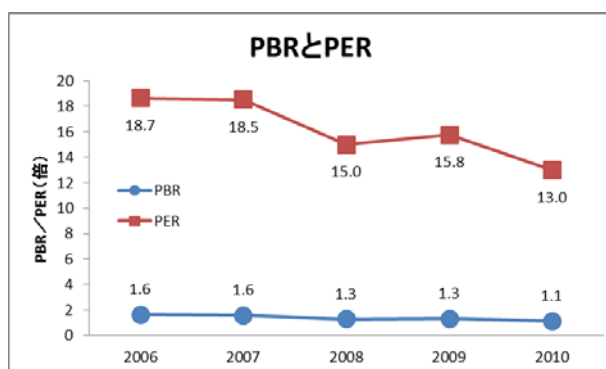
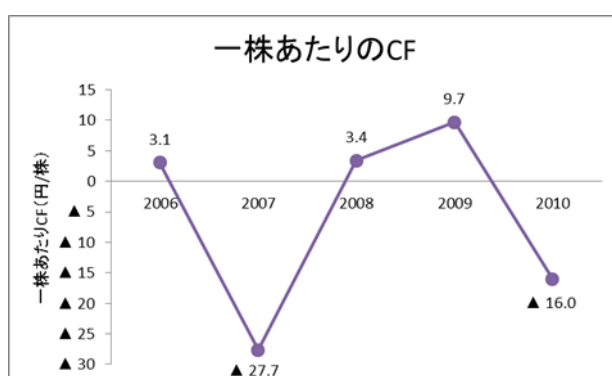


図 1.1.6(3) 一株あたりの CF

図 1.1.6(4) PBR と PER

(2) PBR と PER

アサヒの PBR は、2006 年度が 1.6 倍、2010 年度が 1.1 倍と低下傾向であった(図 1.1.6(4))。アサヒの PER は、2006 年度が 18.7 倍、2010 年度が 13.0 倍と低下傾向であった。この原因として、アサヒの株価が 2008 年秋から 2009 年春の期間を除いて、大

きな変動がなかったにも関わらず（図 1.1.6(5)），純資産と EPS が増大したことが考えられる。

【その他指標の考察】

アサヒの BPS と EPS の増加は，各利益率の改善が考えられる。一株当たりの CF は，2007 年度が▲27.7 円／株，2010 年度が▲16.0 円／株とマイナスになったが，2007 年度は営業 CF の落ち込みと投資 CF の大幅な支出が影響し，2010 年度は財務 CF の大幅な支出が影響したと考えられる。アサヒの PBR，PER はともに低下傾向にあるが，これらの原因として，純資産と EPS の増大が考えられる。

1.1.7 B/S 分析および P/L 分析の考察

アサヒの B/S 上の特徴として，のれん（841 億円，6.0%），投資等（2,656 億円，18.9%），流動負債（4,999 億円，35.6%）の割合が大きいことと，1 年以内に返済しなければならない短期借入金等（1,023 億円）が多いことがあげられる。これらは，積極的に M&A を行ってきた結果であると考えられる。また，経年的な特徴として，低い自己資本率比率と高い負債比率が改善されてきていることがあげられる。また，アサヒの P/L の特徴として，過去 5 年間の連結売上高の増収率が 0.7%とほとんど変化がなかったことがあげられる。この原因として，財務上の安全性に問題があったため，成長事業や成長マーケットへの投資が十分にできなかったことと，M&A によるシナジー効果が得られていないことが考えられる。また，過去 5 年間の増益率をみると，営業利益（1.8%増）に比べ，当期純利益（4.3%増）が大きく伸長していた。この原因として，有利子負債の元本を返済することにより，金利負担が減少したことがあげられる。総合的に財務状況はよいと判断できる（表 1.1.7）。資金の調達先と運用方法・運用バランスに問題があるため安全性に不安が残るものの，それを打ち消すだけの計会規模，収益性，そして生産性を兼ね揃えている。課題として，M&A による明らかなシナジー効果を追求することがあげられる。

表 1.1.7 アサヒの B/S および P/L の分析結果

項目	評価	備考
経営規模	B	2010 年度の売上高が 1 兆 4,895 億円，資本金 1,825 億円である。日本では規模が大きいと言えるが，海外メジャーに比べると脆弱である。
安全性	D	慢性的な低い自己資本比率と高い負債比率が改善されつつあるが，資金調達先と運用方法・運用バランスに問題がある。
収益性	B	日本企業や競合と比べて収益性は高い。しかし，海外メジャーに比べると大きく見劣る。また，M&A による改善効果が明確に表れていない。

成長性	C	各利益は増益傾向が続くが、連結売上高が横ばいである。M&A による成長性の改善効果が明確に表れていない。
生産性	B	付加価値の向上と固定資産と従業員数の削減を両立する。一方、M&A によるコスト削減効果が明確に現れていない。
効率性	C	有形固定資産を削減する一方で、M&A に伴うのれん償却費が増加した。
その他	C	BPS, EPS, 株価は高いが、PBR, PER は低調である。
総合判定	B	海外メジャーに比べると脆弱な財務状況であるが、日本ではよいと判断できる。課題は、M&A による明らかなシナジー効果を出すことである。

A: 大変よい B:よい C: 並 D: やや悪い E: 悪い

1.2 CF 分析

1.2.1 CF の状況

アサヒの営業 CF は、2006 年度が 1,058 億円、2007 年度が 696 億円と一端落ち込んだものの、2008 年度が 1,061 億円、2009 年度が 1,064 億円、2010 年度が 1,256 億円と 3 期連続の増加であった(図 2.1(2))。アサヒの投資 CF は、2006 年度に 1,178 億円、2009 年度に 1,806 億円と大きな支出があった。アサヒの財務 CF は、投資 CF の大きな支出があった 2007 年度が 361 億円、2009 年度が 785 億円とプラスになっていた。アサヒの FCF は、2006 年度が 236 億円、2007 年度が ▲483 億円、2008 年度が 479 億円、2009 年度が ▲743 億円、2010 年度が 838 億円と、大きな投資 CF の支出があった 2007 年度と 2009 年度がマイナスになった(図 2.1(2))。アサヒの会計上の CF は、2006 年度が 13 億円、2007 年度が ▲121 億円、2008 年度が 15 億円、2009 年度が 43 億円、2010 年度が ▲70 億円と、2007 年度と 2010 年度がマイナスになった(図 2.1(3))。アサヒの CF バランスは、2006 年度が 238 億円、2007 年度が 117 億円、2008 年度が 127 億円、2009 年度が 181 億円、2010 年度が 108 億円であった(図 2.1(4))

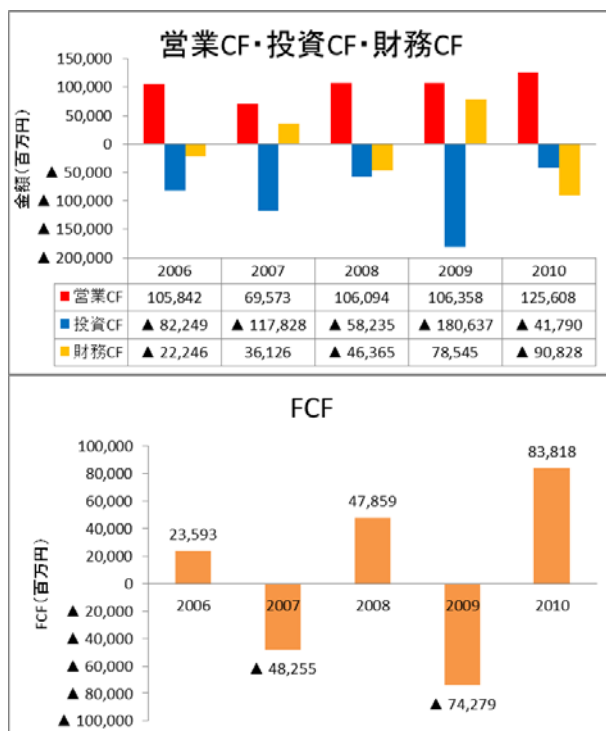


図 2.1(1) 営業 CF, 投資 CF, 財務 CF 図 2.1(2) FCF

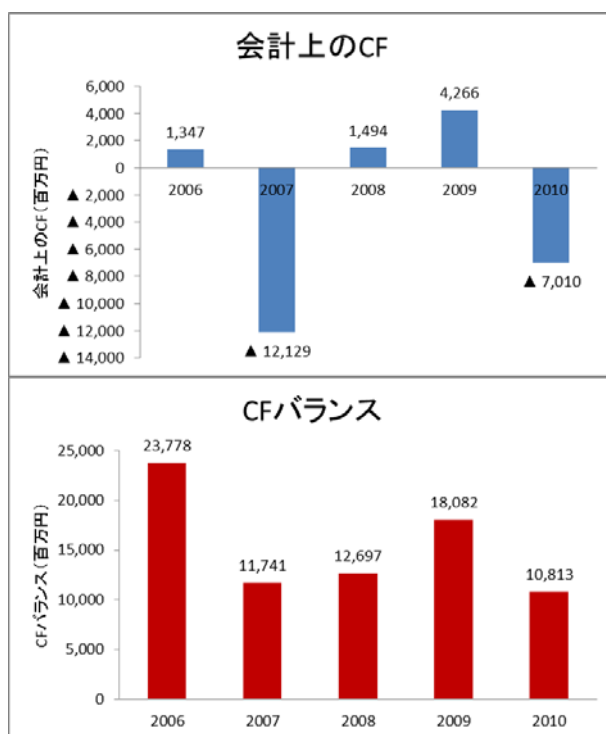


図 2.1(3) 会計上の CF 図 2.1(4) CF バランス

1.2.2 CF の分析

アサヒの営業CFマージンは、2007年度が4.8%に落ち込んだものの、2008年度が7.3%、2009年度が7.2%、2010年度が8.4%であった（図 2.2(1)）。アサヒの営業CF投資CF

比率は、2007 年が 59.0%，2009 年度が 58.9%と 100%を割っていた（図 2.2(2)）。アサヒの営業 CF 固定負債比率は、2006 年度が 73.3%であったが、2007 年度が 53.7%，2008 年度が 59.0%，2009 年度が 49.9%，2010 年度が 55.7%と横ばいであった（図 2.2(3)）。アサヒの営業 CF 流動負債比率は、2007 年度が 11.7%であったが、2008 年度が 20.6%，2009 年度が 18.5%，2010 年度が 25.1%と向上していた（図 2.2(4)）。

【CF の状況および分析の考察】

2007 年度と 2009 年度が営業 CF より投資 CF が超過しており、積極的な投資が行われたと考えられる。また、有利子負債の返済が継続的に行われており、自己資本比率の向上を目指した経営姿勢がうかがえる。その結果、2007 年度以後の営業 CF が 2008 年度に 1,061 億円、2009 年度に 1,064 億円、2010 年度に 1,256 億円と 3 期連続で増加していた。したがって、アサヒは、FCF を積極的に将来のために投資と有利子負債の返済に充てる一方、営業 CF の増大が順調であり、まさに借入、投資、回収、返済が好循環で行われている「王道企業」と言えよう。また、隔年で大きな投資が行われているため、2011 年度は大きな投資が行われると推察される。

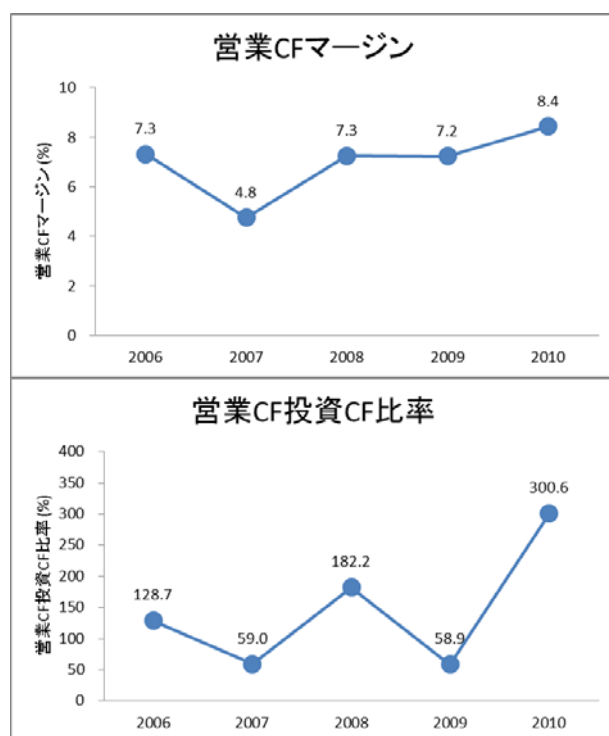


図 2.2(1) 営業 CF マージン

図 2.2(2) 営業 CF 投資 CF 比率

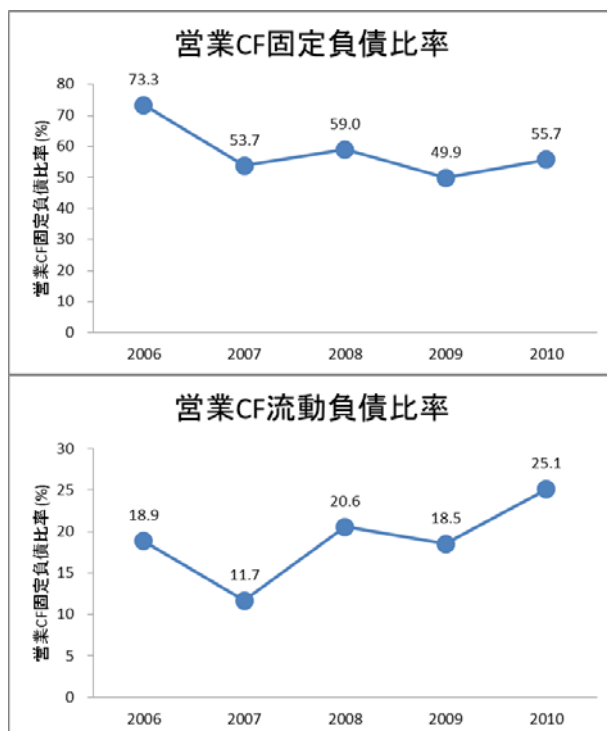


図 2.2(3) 営業 CF 固定負債比率 図 2.2(4) 営業 CF 流動負債比率

1.3 事業種類別および所在地別セグメント経営分析

1.3.1 事業別セグメント情報の基づく経営分析

アサヒの 2010 年度の種類事業の売上高は、9531 億円と全事業の売上高の 60.9%を占有したものの、その売上高は年々漸減していた（図 1.3(1), (2)）。一方、2010 年度の飲料事業と食品事業の売上高はそれぞれ 3,939 億円と 972 億円で、売上高構成比はそれぞれ 25.2%と 6.2%であったものの、その売上高は年々増加していた。アサヒの 2010 年度の種類事業の営業利益は、846 億円と全事業の営業利益の 89.4%を占有し、さらに横ばい、あるいは微増傾向が認められた。一方、2010 年度の飲料次長と食品事業の営業利益はそれぞれ 49 億円と 36 億円で、営業利益構成比はそれぞれ 5.2%と 3.8%であったが、両事業ともに 2009 年度以後に増加傾向が認められた。次に、アサヒの事業種類別セグメント情報に基づく経営分析を（1）事業別収益性、（2）事業別成長性、（3）事業別生産性、（4）事業別効率性を用いて行う。なお、その他の事業は、分析の対象から外すことにした。

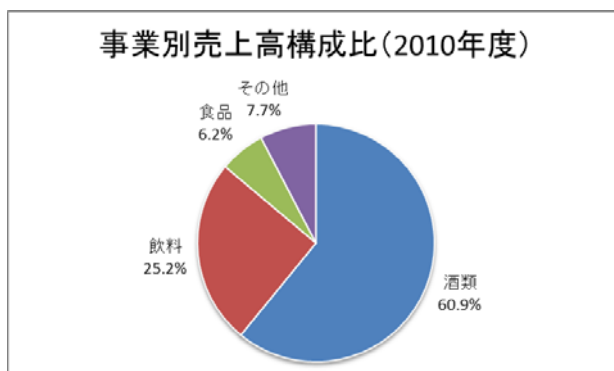
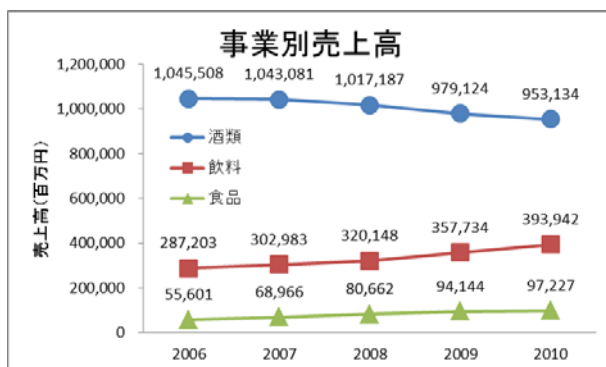


図 1.3(1) 事業別売上高 図 1.3(2) 事業別売上高構成比 (2010 年度)

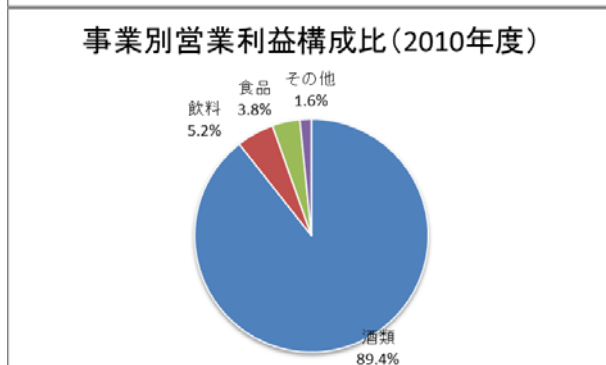
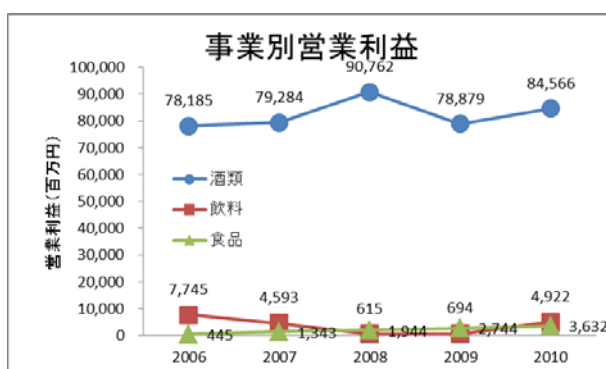


図 1.3(3) 事業別営業利益 図 1.3(4) 事業別営業利益構成比 (2010 年度)

(1) 事業別収益性

アサヒの事業別収益性を、営業利益率を用いて分析する。(図 1.3(5))。種類事業の営業利益率は、2006 年度が 7.5%、2007 年度が 7.6%、2008 年度が 8.9%、2009 年度が 8.1%、2010 年度が 8.9%と、総じて改善傾向が継続し、アサヒの安定した収益源になっていた。飲料事業の営業利益率は、2006 年度から 2009 年度まで低下した。この原因として原材料費の高騰、韓国飲料事業の売上減少、そしてのれん代の減価償却費負担の影響が考えられる。とくに減価償却費は 2006 年度の 6,788 百万円から 2010 年度の 16,460 百万円と、同期間の売上高の伸びの 1.5 倍を上回る 2.4 倍に増加した。2010 年度の営業利益率は、1.2%に回復した。食品事業の営業利益率は、2006 年度の 0.8%から 2010 年度の 3.7%と継続して改善していた。減価償却費は、2006 年度の 885 百万円から 2010 年度の 2,581 百万円と 2.9 倍増加したが、同期間の売上の伸びは 3.5 倍であったことから、営業利益率が改善した。

(2) 事業別成長性

アサヒの事業別成長性を、売上増収率を用いて分析する。(図 1.3(6))。種類事業の売上増収率は、2006 年が▲2.1%、2007 年度が▲0.2%、2008 年度が▲2.5%、2009 年度が 3.7%、2010 年度が 2.7%と、マイナス成長が継続していた。飲料事業の売上増収率は、2006 年度が 5.9%、2007 年度が 5.5%、2008 年度が 5.7%、2009 年度が 11.7%、2010 年度が 10.1%と、とくに 2009 年度から 2 期連続の 2 桁成長であった。食品事業売上増収率は、2006 年度が 107.4%、2007 年度が 24.0%、2008 年度が 17.0%、2009 年度が 16.7%、2010 年度が 3.3%とプラス成長であったが、成長が鈍化していた。

(3) 事業別生産性

アサヒの事業別生産性を、一人あたり営業利益を用いて分析する。(図 1.3(7))。種類事業の一人あたり営業利益率は、2006 年度、2007 年度が 10.8%、2008 年度が 12.3%、2009 年度が 10.8%、2010 年度が 11.8%であった。飲料事業の一人あたり営業利益は、2006 年度が 1.9%、2007 年度が 1.1%、2008 年度と 2009 年度が 0.1%、2010 年度が 1.0%であった。食品事業は、2006 年度が 0.7%、2007 年度が 1.4%、2008 年度が 1.6%、2009 年度が 1.9%、2010 年度が 2.4%と改善傾向が認められた。

(4) 事業別効率性

アサヒの事業別効率性を、使用総資本回転率を用いて分析する。(図 1.3(8))。種類事業の総資本回転率は、2006 年度が 1.28%、2007 年度が 1.29%、2008 年度が 1.30%、2009 年度が 1.33%、2010 年度が 1.40%と改善傾向であった。分解すると、売上高の微減収に呼応するかのように、資本も減少していた。飲料事業の総資本回転率は、2006 年度が 1.63%、2007 年度が 1.38%、2008 年度が 1.40%、2009 年度が 1.07%、2010 年度が 1.17%と、好ましくないとされる 1.0 を割り込む年度はなかったものの、悪化傾向であった。総資本回転率を分解すると、資本の増加に売上高が追い付いていなかった。食品事業の総資本回転率は、2006 年度が 0.66%、2007 年度 0.86%、2008 年度が 0.88%、2009

年度が 1.04%，2010 年度が 1.17%と改善傾向が認められ，2009 年度以後に 1.0 以上になっていた。

1.3.2 所在地別セグメント情報経営分析

所在地別セグメント情報は，2008 年度までの海外売上高比率が 10%未満であったため，記載がなかった。2009 年度に売上高が開示され，2010 年度に，売上高，営業利益，資産が開示されたが，十分な分析ができないため，割愛する。

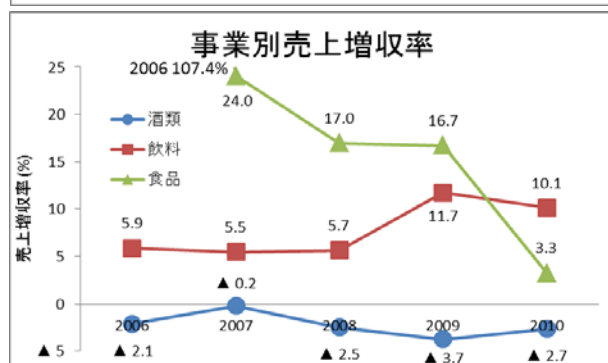
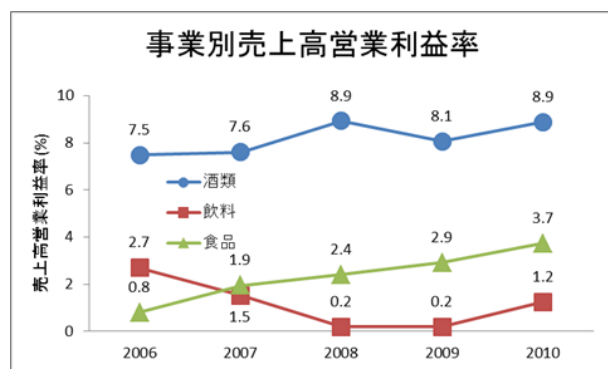


図 1.3(5) 事業別売上高営業利益率 図 1.3(6) 事業別売上増収率

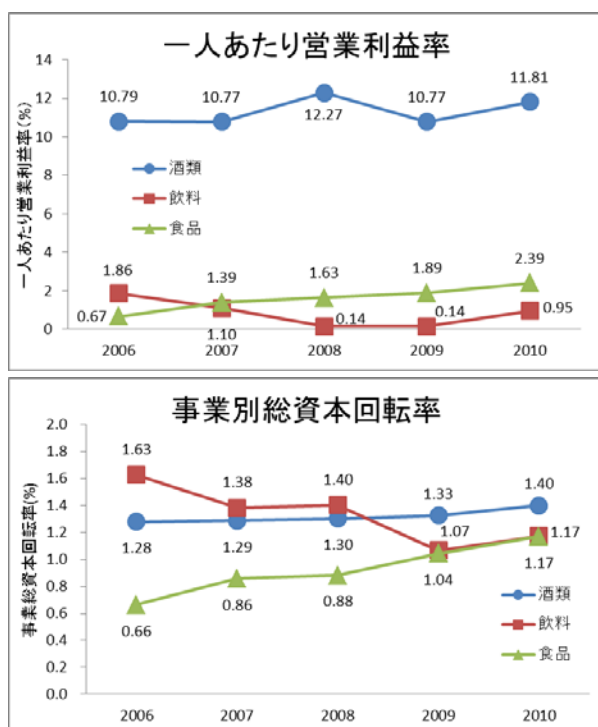


図 1.3(7) 一人あたり営業利益率 図 1.3(8) 事業別総資本回転率

1.4 事業種類別セグメント CF 分析

アサヒの 1.3 事業種類別セグメント情報に基づく CF 分析を(1)事業別営業 CF マージン, (2)事業別営業 CF 投資 CF 比率, (3)事業別 FCF を用いて分析する。

(1) 事業別営業 CF マージン

酒類事業の営業 CF マージンは, 2006 年度が 7.9%, 2007 年度が 7.5%, 2008 年度が 8.0%, 2009 年度が 8.4%, 2010 年度が 9.0%と, 2007 年度以後, 営業 CF を産み出す効率性が向上していた。飲料事業の CF マージンは, 2006 年度が 3.9%, 2007 年度が 3.3%, 2008 年度が 2.5%, 2009 年度が 3.8%, 2010 年度が 4.9%と, 2008 年度以後, 営業 CF を産み出す効率性が改善していた。食品事業の CF マージンは, 2006 年度が 3.6%, 2007 年度が 3.9%, 2008 年度が 4.1%, 2009 年度が 4.2%, 2010 年度が 4.7%と, わずからながらも営業 CF を産み出す効率性が改善していた。

(2) 事業別営業 CF 投資 CF 比率

酒類事業の営業 CF 投資 CF 比率は, 2006 年度が 278.9%, 2007 年度が 304.7%, 2008 年度が 482.9%, 2009 年度が 517.5%, 2010 年度が 813.8%と, 年を追うごとに「金なる木」化が進んでいた。飲料事業の営業 CF 投資 CF 比率は, 2006 年度が 215.5%, 2007 年度が 58.1%, 2008 年度が 48.1%, 2009 年度が 33.2%, 2010 年度が 103.1%と, 2010 年度に増加傾向が認められた。酒類事業の営業 CF 投資 CF 比率は, 2006 年度が 143.3%, 2007 年度が 206.0%, 2008 年度が 154.3%, 2009 年度が 91.1%, 2010 年度が 70.8%と, 2007 年度以後に比率が向上した。

(3) 事業別 FCF

種類事業の FCF は、2006 年度 528 億円、2007 年度が 523 億円、2008 年度が 645 億円、2009 年度が 665 億円、2010 年度が 752 億円と、2007 年度以後に増大傾向が継続していた。飲料事業の FCF は、2006 年度が 6 億円、2007 年度が▲71 億円、2008 年度が▲85 億円、2009 年度が▲273 億円、2010 年度が 5.8 億円と、2010 年度にプラスに回復した。食品事業の FCF は、2006 年度が 6 億円、2007 年度が 14 億円、2008 年度が 12 億円、2009 年度が▲4 億円、2010 年度が▲19 億円と、2009 年度以後マイナスが継続していた。

【事業別 CF 分析の考察】

アサヒの CF は、酒類事業によって産み出され、飲料事業、食品事業、そして海外事業へ投資されている。酒類事業は、すでに「金のなる木」化しており、今後の成長を促すような投資は考えにくい。一方、飲料事業、食費事業、そして海外事業は、酒類事業に代わる主軸になるためには、さらなる投資が必要である。収益性を高めつつ、売上高を拡大していくことが課題であると考えられる。

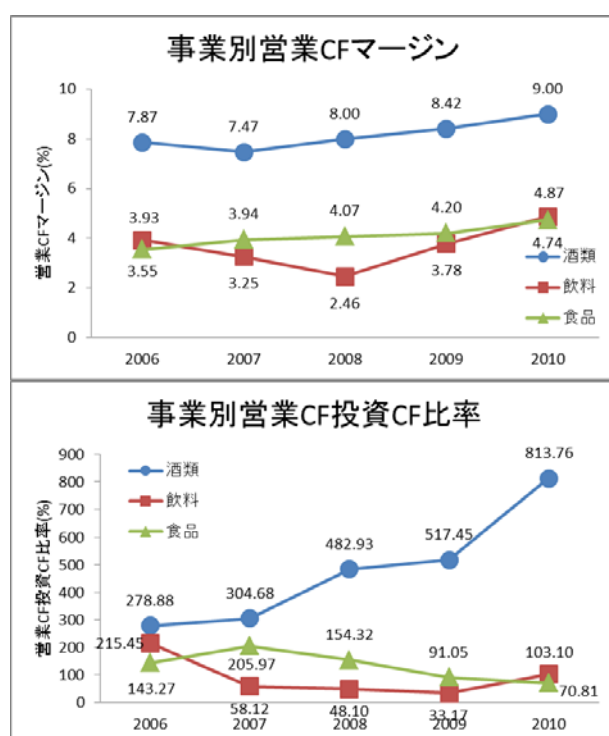


図 1.4(1) 事業別営業 CF マージン 図 1.4(2) 事業別営業 CF 投資 CF 比率

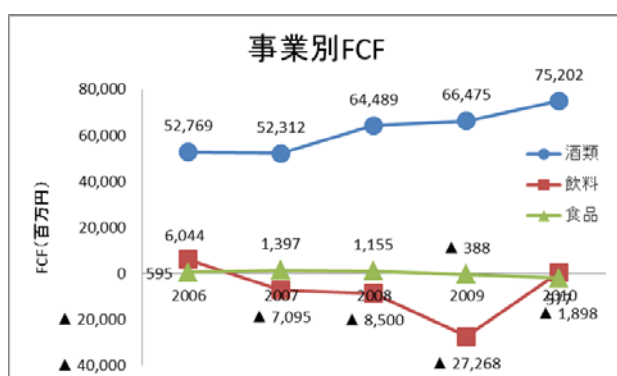


図 1.4(3) 事業別 FCF

2 企業価値分析

2.1 経済付加価値(EVA)および投下資本回収率(ROIC)

アサヒの資本コスト(WACC)を算出した後、アサヒの企業価値を EVA と ROIC を用いて分析する。

(1) EVA

EVA とは、スターン・スチュアート社が提唱した収益性指標で、株主と債権者に帰属する企業が産み出した付加価値から、その付加価値から支払われる株主や債権者に対する資本コストを控除して算出し、会社が創出した付加価値を示す。アサヒの EVA は、2006 年度が 224 億円、2007 年度が 218 億円、2008 年度が 219 億円、2009 年度が 159 億円、2010 年度が 258 億円と、プラスで推移した (図 2.1(1), 表 2.1(1))。したがって、投下した資本にかかるコスト、すなわち株主の期待利回りや負債の利子の加重平均より税引き後の利益が大きいので、経済価値を産み出していると判断できる。

(2) ROIC

ROIC とは、企業の投下資本に対する利益率を示す指標であり、NOPAT を投下資本で除した比率を示し、投下資本利益率と呼ばれることも多い。また、ROIC が WACC より高いと、EVA がプラスになるため、経済価値を産み出していると判断できる。アサヒの ROIC は、2006 年度が 6.4%、2007 年度が 6.0%、2008 年度が 5.9%、2009 年度が 4.8%、2010 年度が 5.8%であった (図 2.1(2), 表 2.1(1))。一方、アサヒの WACC は、2006 年度が 3.6%、2007 年度が 3.4%、2008 年度が 3.2%、2009 年度が 3.1%、2010 年度が 3.05%であった。このように、アサヒの ROIC は WACC を常に上回っており、経済価値を産み出していると判断できる。

【EVA と ROIC の考察】

2009 年度に EVA が低下した。この原因として、営業利益の低下が考えられる。2009 年度は飲料事業と食品事業の営業利益が増益であったが、営業利益の 90%を占有する酒類事

業は前年比で約 13%の減益であったことが影響した。有価証券報告書では、この原因を「ビール類の販売減少や製造設備の耐用年数の制度変更などに伴う費用の増加」と説明されていた。2010 年度の有価証券報告書で「原材料価格の抑制などコスト削減に努めた」と記載されていることもあり、同年度は前年並みの営業利益に回復しており、一時的な傾向と捉えられている。ROIC は、WACC に比べて高く推移しており、アサヒの経営陣が資本コストを意識した経営を行っていることがうかがえる。ただし、飲料事業や食品事業に投資する一方、営業利益は酒類事業への依存度が高い。したがって、企業価値の向上のためには、現在積極投資を行っている飲料事業と食品事業の営業利益を高めることが課題であると考えられる。

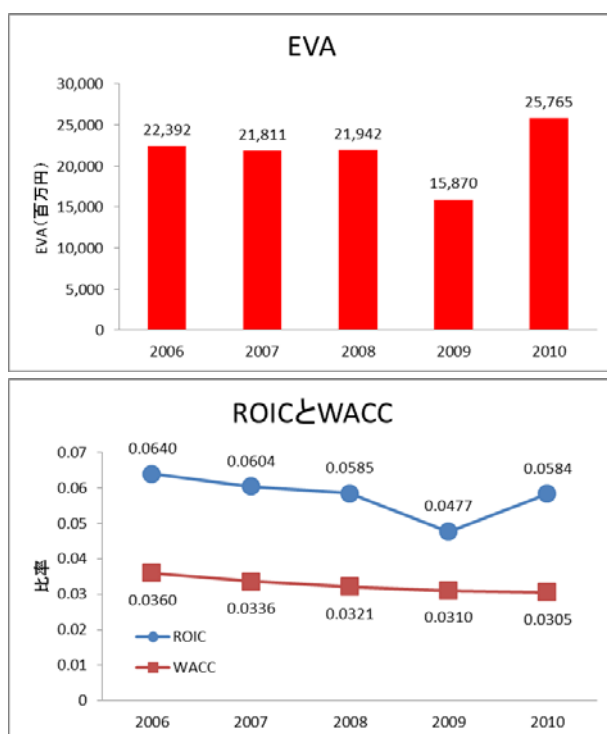


図 2.1(1) EVA 図 2.2(2) ROIC と WACC

表 2.1(1) EVA と ROIC の算出要素

指標	単位	2006	2007	2008	2009	2010
経済付加価値 (EVA)	百万円	22,392	21,811	21,942	15,870	25,765
投下資本収益率 (ROIC)	%	6.40	6.04	5.85	4.77	5.84
■ EVA算出要素						
NOPAT	百万円	50,988	48,951	48,544	45,246	54,058
資本コスト	百万円	28,597	27,141	26,602	29,376	28,293
WACC	%	3.59	3.35	3.21	3.10	3.05
負債コスト	%	1.54	1.77	1.80	1.39	1.26
株主資本比率	%	39.56	40.00	41.15	40.30	43.60
有利子負債	百万円	287,101	280,456	295,259	371,247	313,596
株主資本コスト	%	4.52	4.15	4.21	4.26	4.12
投下資本	百万円	796,875	810,238	829,886	948,949	926,266
■ 計算要素						
株主資本 (時価)	百万円	835,506	829,804	674,984	750,859	689,896
期末株価終値	円	1,905	1,892	1,539	1,712	1,573
期末発行済み株式数	株	128,758,653	126,427,076	127,035,908	127,724,000	129,280,000
β値	倍	0.717	0.717	0.717	0.717	0.717
リスクプレミアム	%	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
無リスク金利	%	1.66	1.29	1.34	1.40	1.26
法定実行税率	%	43.5	45.0	49.6	47.1	44.3

表 2.1(2) EVA と ROIC の算出方法と算出方法

指標	説明または計算式
経済付加価値 (EVA)	$\text{NOPAT} - \text{資本コスト}$
投下資本収益率 (ROIC)	$\text{NOPAT} / \text{投下資本}$
■ EVA算出要素	
NOPAT	営業利益率 $\times$ (1 - 法定実効税率) (金融資産は事業利益と考えることにし、含めない)
資本コスト	$\text{WACC} \times \text{投下資本}$
WACC	負債コスト $\times$ (1 - 実効税率) $\times$ (1 - 株主資本比率) + 株主資本コスト $\times$ 株主資本比率
負債コスト	支払利息 / 有利子負債
株主資本比率	資本合計 / (有利子負債 + 資本合計) (期首期末平均)
有利子負債	短期借入金 + 長期借入金 + 社債 (期首期末平均)
株主資本コスト	無リスク金利 + β 値 (株式期待収益率 - 無リスク金利)
投下資本	正味運転資本 + 固定資産 (期首期末平均)
■ 計算要素	
株主資本 (時価)	株価 $\times$ 発行済み株式数
株価	Yahoo Finance より各決算日株価の終値を引用
発行済み株式	各有価証券報告書「株式等の状況」より引用
β 値	ブルムバーグ社ホームページより引用 (2011年9月16日)
リスクプレミアム	厚生労働省ホームページ「社会保障審議会年金資金運用分科会議事次第 (第25回)」資料より引用
無リスク金利	財務省ホームページ「10年もの長期国債利回り」より引用 (各年度末)
実行税率	各社有価証券報告書より引用

2.2 企業価値

アサヒの企業価値を（１）FCF 価値，（２）株式・負債時価評価価値，（３）マーケット付加価値(MVA)を用いて分析する。

（１）FCF 価値

FCF 価値は、今後も安定期が続くと仮定し、各期の FCF を現在価値に割り引いた金額を合算する方法により算出した（表 2.2(1), (2)）。今後 5 年間の FCF の予測については、2006 年度から 2010 年度の平均 FCF に、2006 年度から 2010 年度までの平均売上成長率を考慮して算出した。アサヒの FCF 価値は、2006 年度が 2,881 億円，2007 年度が 3,308 億円，2008 年度が 3,247 億円，2009 年度が 4,393 億円，2010 年度が 3,496 億円とプラスで推移していた（図 2.2(1)）。安定した営業 CF をベースに、投資と回収のサイクルが上手く回っていたと考えられる。

（２）株式・負債価値

株式・負債価値は、（期末株価×発行済み株式数＋有利子負債簿価）により算出した（表 2.2(1)）。アサヒの株式・負債価値は、2006 年度が 1 兆 1,226 億円，2007 年度が 1 兆 1,103 億円，2008 年度が 9,702 億円，2009 年度が 1 兆 1,221 億円，2010 年度が 1 兆 35 億円と、ほぼ横ばいであった（図 2.2(2)）。この原因として、世界同時不況の影響を受け、2009 年度以後の株価が低調に推移していたことと（図 2.2(4)）、アサヒが有利子負債の返済を継続的行なっていたことが考えられる。

（３）MVA 価値

MVA 価値は、 $(EVA \div WACC + \text{簿価投下資本})$ により算出した（表 2.2(1)）。アサヒの MVA 価値は、2006 年度が 1 兆 4,208 億円，2007 年度が 1 兆 4,614 億円，2008 年度が 1 兆 5,144 億円，2009 年度が 1 兆 4,616 億円，2010 年度が 1 兆 7,698 億円と、増加傾向にあった（図 2.2(3)）。MVA 価値を分解すると、2006 年度から 2009 年度までは WACC の低下と簿価投下資本の増大が大きく影響していた。2010 年度は、WACC の低下と簿価投下資本の増大に加え、EVA の増大が寄与していた。

表 2.2(1) 企業価値評価指標と算出方法

	2006	2007	2008	2009	2010	単位
(1) FCF価値	288,068	330,792	324,701	439,304	349,631	百万円
算出方法は表2.2(2)を参照のこと						
(2) 株式・負債価値	1,122,607	1,110,260	970,243	1,122,106	1,003,492	百万円
= 時価株主資本+有利子負債						
(3) MVA価値	1,420,841	1,461,355	1,514,378	1,461,597	1,769,752	百万円
= EVA/WACC+簿価投下資本						

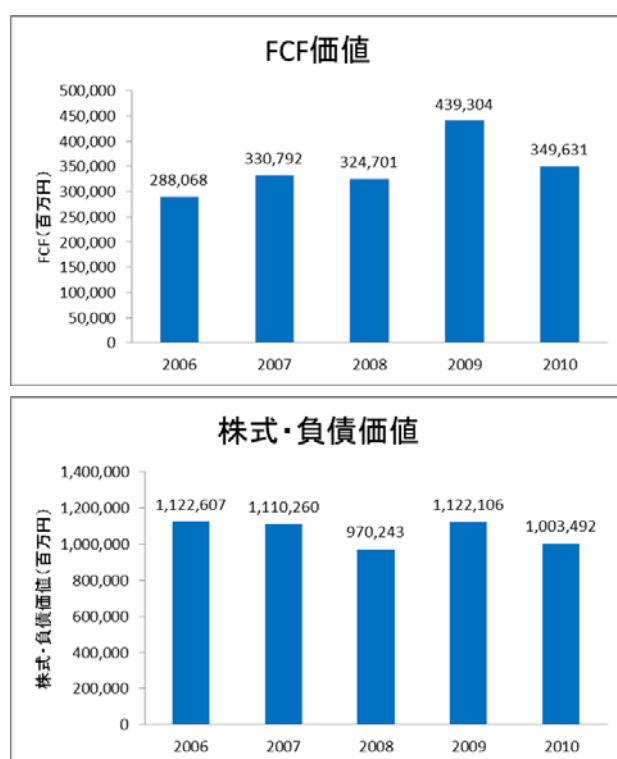


図 2.2(1) FCF 図 2.2(2) 株式・負債価値

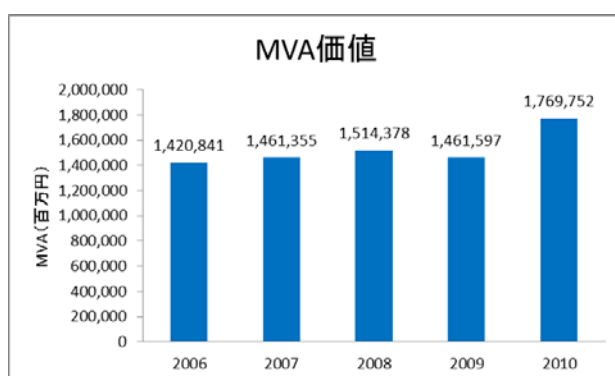


図 2.2(3) MVA 価値

表 2.2(2) FCF 価値の算出方法

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	単位
営業CF	105,842	69,573	106,094	106,358	125,608	387,867						百万円
投資CF	-82,249	-117,828	-58,235	-180,637	-41,790	-480,739						百万円
FCF	23,593	-48,255	47,859	-74,279	83,818	6,601	6,655	6,709	6,764	6,820	6,876	百万円
平均FCF					6,547							百万円
売上高	1,446,385	1,464,071	1,462,747	1,472,468	1,489,460							百万円
売上高成長率	1.1	1.2	-0.1	0.7	1.2							%
平均成長率					0.8							%
2006の予測期間のFCF NPV		-46,583	44,600	-66,824	72,793	5,534						百万円
2007の予測期間のFCF NPV			46,308	-69,542	75,929	5,786	5,644					百万円
2008の予測期間のFCF NPV				-71,972	78,692	6,005	5,866	5,730				百万円
2009の予測期間のFCF NPV					81,301	6,210	6,073	5,939	5,808			百万円
2010の予測期間のFCF NPV						6,405	6,266	6,130	5,997	5,867		百万円
予測期間のFCFのNPV (A)	9,520	64,125	24,321	-105,322	30,666							
WACC	3.59%	3.35%	3.21%	3.10%	3.05%							%
リスクフリーレート	1.66%	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%							%
継続価値の資本コスト	1.93%	2.06%	1.86%	1.70%	1.80%							%
継続価値のNPV (B)	278,548	266,667	300,380	333,972	318,964							百万円
FCF価値：(A)+(B)	288,068	330,792	324,701	439,304	349,631							百万円

FCF 価値算出の前提条件は、過去 5 年間の平均 CF が売上高の平均成長率で増えると仮定した。今回、以下の条件を仮定した。

- ・今後 5 年間の平均成長率： 2011 年度以降 0.8%
- ・2011 年度の平均 FCF: 6,547 百万円

【企業価値の考察】

成長性から将来価値を現在価値に割り引いて算出する (1) FCF 価値と、株価と負債の時価合計を表す (2) 株式・負債価値、および MVA に簿価投下資本を合計した (3) MVA 価値を比較すると、FCF 価値が低く推移していた。この原因として、アサヒが安定した営業 CF をベースに、成長戦略として大型の投資を隔年で実施していたことが考えられる。したがって、同社の価値を十分に反映していたとは言いがたい。株主・負債価値は、2008 年度以後の世界同時不況の影響により株価が低調に推移していたことと (図 2.2(4), (5))、自己資本比率の向上を目指して、有利子負債の返済を継続的行なっていたことから横ばいの推移であった。したがって、同社の価値を十分に反映していたとは言いがたい。一方、

EVA, WACC, 投下資本を反映する MVA は、酒類事業が「金のなる木」化したアサヒにとって、アサヒの価値を評価するための最適の指標であったと考えられる。

3 企業環境分析

アサヒの企業環境を 1. PEST 分析, 2. ファイブ・フォース分析, 3. SWOT 分析を用いて、分析し、アサヒの企業戦略への影響を評価する。

3.1 PEST 分析

アサヒの外部環境を (1) 政治的(Political : P), (2) 経済的(Economical : E), (3) 社会的(Social : S), (4) 技術的(Technological : T)の側面から分析する。

表 3.1 アサヒの PEST 分析

外部環境	政治的要因 (Political)	1. 酒税法、食品衛生法、製造物責任法等の法的規制 2. アルコール飲料に対する宣伝・広告等の各種規制 3. 震災復興のための増税(消費税、酒税等)
	経済的要因 (Economic)	1. 先進国における景気停滞の遷延化 2. 海外の提携先・出資先を取り巻く事業環境の変化 3. 為替相場における慢性的な円高基調 4. 原材料費の高騰
	社会的要因 (Social)	1. 先進国における人口減少及び高齢化、新興国及び途上国における人口爆発 2. ウィルス感染症の発生、残留農薬、遺伝子組替え、アレルギー物質の表示等の問題による食品への不安感増大 3. 世界的規模の食料不足
	技術的要因 (Technical)	1. 新興企業の技術力の強化 2. 競合他社による新技術(特定保健用食品認可、特許取得等)の開発

(1) 政治的 (Political)

国内で事業を遂行していくうえで、酒税法、食品衛生法、製造物責任法等様々な法的規制の適用を受けている。また海外事業を展開していくうえでも、当該国における法律、規制等の適用を受けている。これらの法律、規制等が変更された場合、または予期し得ない法律、規制等が新たに導入された場合、業績に影響を及ぼすリスクがある。とくに、2011年9月に発足した民主党・野田内閣においては、震災復興のための増税議論が活発化する

ことが予想されるため、その動向に注意が必要な状況である。なお、現在の酒税の税率は、酒類やアルコール度数等により細かく分類されており、政策的に非常に操作しやすいものとなっていると言える。また、アルコール飲料規制が国際的に議論される中、予想を大幅に超える規制が行われた場合や、消費税や酒税の増税が行われた場合、販売価格の上昇によって酒類事業、飲料事業、食品事業における消費量が減少するリスクがある。

(2) 経済的 (Economic)

国内経済は、政府の景気対策効果や海外経済の回復による持ち直しの動きが見られるものの、急速に進行した円高の影響や依然として厳しい雇用情勢などにより、足踏み状態が続いている。そのような状況の中、アサヒの売上高において酒類事業の占める割合は約 63% となっており、またその大部分は国内マーケットでの売上となっている。今後の国内景気の動向によって、酒類消費量に大きな影響を与える可能性がある。また、アサヒは、中期経営計画に沿って、成長基盤確立の一環として国内外の他社との事業・資本提携を推進している。しかし、アサヒや提携先及び出資先を取り巻く事業環境の変化等の影響によって、当初想定していたシナジー効果を得られない可能性がある。また、そのような環境変化によって、提携先及び出資先の事業、経営及び財務状況の悪化等が生じた場合、アサヒの事業や業績に影響を及ぼすリスクがある。さらに、出資に伴うのれんの償却が多額に発生した場合、あるいは出資先が業績不振となり多額の減損損失を計上する必要があるが生じた場合、アサヒの業績に影響を及ぼすリスクがある。さらに、アサヒの酒類事業および飲料事業の売上高は、異常気象や天候不順によってマーケットが低迷した場合、販売額が大きく低下するリスクがある。

(3) 社会的 (Social)

ビールマーケットは成熟マーケットであり、ピークであった 1994 年に比べると、18%縮小したと言われている。さらに、日本国内での人口の減少や少子・高齢化が進んでいくと、飲料事業や食品事業のマーケットに影響が及ぶ危険性がある。また、食品業界を取り巻く昨今の環境においては、鳥インフルエンザ、BSE、口蹄疫、残留農薬、遺伝子組替、アレルギー物質の表示など様々な問題が発生している。アサヒも、そのリスクを事前に察知し、顕在化する前に対処するよう取り組みが強化されているが、その取り組みの範囲を超える事態が発生した場合、業績に影響を及ぼすリスクがある。さらに、アサヒの製品に使用する主要な原材料の価格は、天候、自然災害等によって変動する。価格が高騰した場合には製造コストの上昇に繋がってしまう懸念がある。突発的に発生する災害や天災、不慮の事故等の影響で製造、物流設備等が損害を被ることにより、資産の喪失、製品の滞留等による損失計上、設備復旧のための費用、生産、物流の停止による機会損失が考えられる。

(4) 技術的 (Technological)

アサヒには、競争力の源泉となる高い技術力がある。しかし、競合が特定保健用食品や特許を獲得した新技術を開発した場合や、国内外の新興企業が技術力を向上させた場合、大きな脅威となり得る。

【PEST 分析の考察】

酒類事業と国内マーケットの依存度が高いアサヒにとって、総じて厳しい外部環境であると言える。国内の酒類マーケットが 1994 年をピークにして縮小傾向にある。また、酒類事業における画期的な新製品の登場を期待することは難しい。このようなおり、為替相場が円高基調であることは、海外事業の強化が課題であるアサヒにとって追い風と言えよう。海外のサプライヤーとアライアンス提携する、あるいは M&A により、調達が益々困難になる原材料を確保することができる。さらに、海外マーケットにおける販路を拡大するためのアライアンス提携、あるいは M&A を経済的に行うことができる。したがって、円高基調を活かした企業戦略を考えるべきである。

3.2 ファイブ・フォース分析

アサヒの（1）酒類事業、（2）飲料事業、（3）食品事業について、ファイブ・フォース分析を行う。

（1）酒類事業

アサヒの酒類事業について、①ライバル関係、②新規参入者の脅威、③代替品の脅威、④供給業者の交渉力、⑤買い手の交渉力を分析する。

① ライバル関係（強）

国内ビールメーカー大手 5 社、すなわち麒麟、アサヒ、サントリー、サッポロ、オリオンが 2009 年に出荷したビール系飲料の国内出荷量は 4 億 7,250 万ケースと、前年比 2.1% 減となった。ピーク時の 1994 年に比べてマーケット全体が約 18% 縮小しており、少子・高齢化や女性や若者のアルコール離れを背景に 5 年連続で前年実績を割り込んでいる。麒麟とアサヒは毎年激しいトップ争いを展開しており、2007 年は 0.1% 差、2008 年度は 0.6% 差でアサヒが首位を守ったが、2009 年度は 0.2% 差で麒麟が首位を奪取した（図 1.2(2)）。この理由として、2009 年度は消費者の節約志向が高まり、値ごろ感がある「第三のビール」分野と「発泡酒」分野で首位ブランドをもつ麒麟が、「ビール」分野の強みをもつアサヒを抑えたためと考えられる。

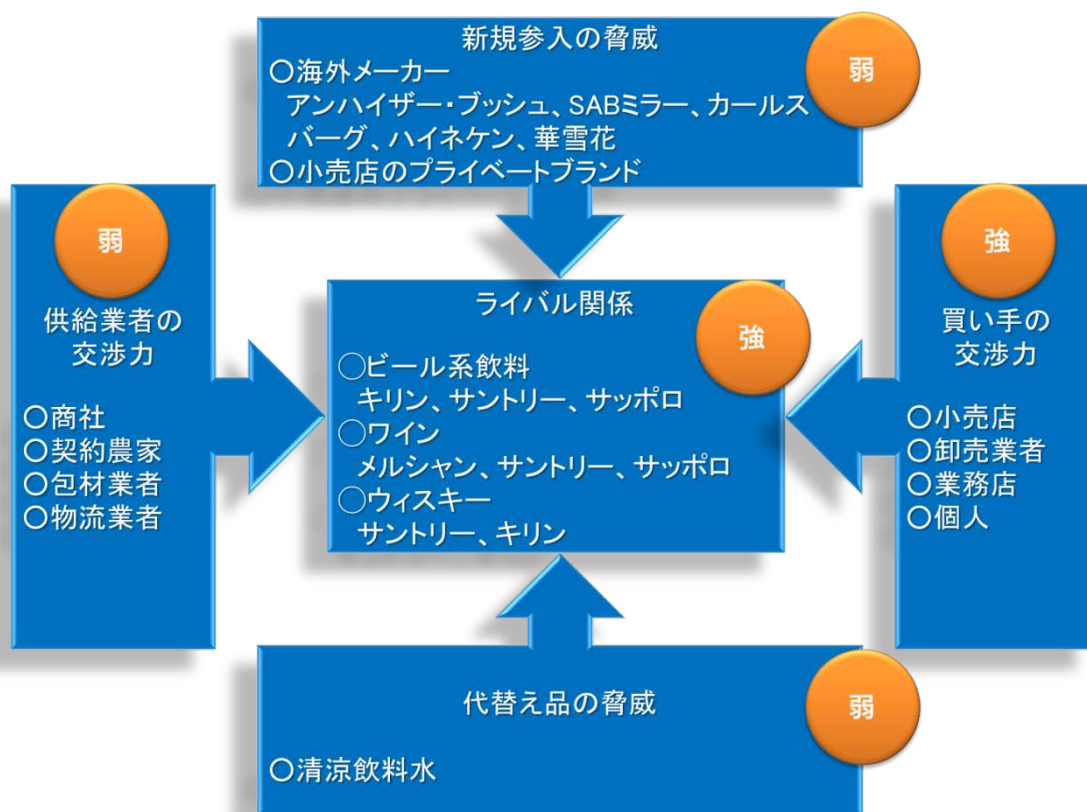


図 3.2(1) アサヒの酒類事業のファイブ・フォース分析

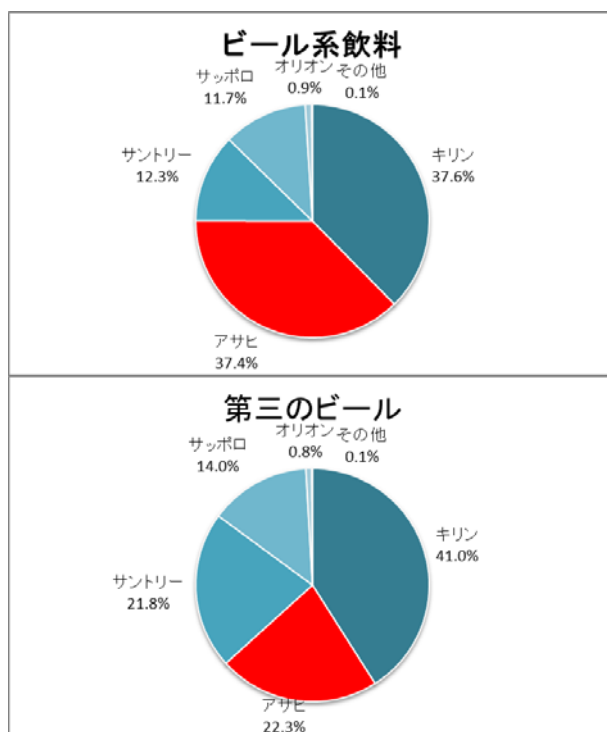


図 3.2(2) ビール系飲料の国内シェア(2009)
ア(2009)

図 3.2(3) 第三のビールの国内シェ

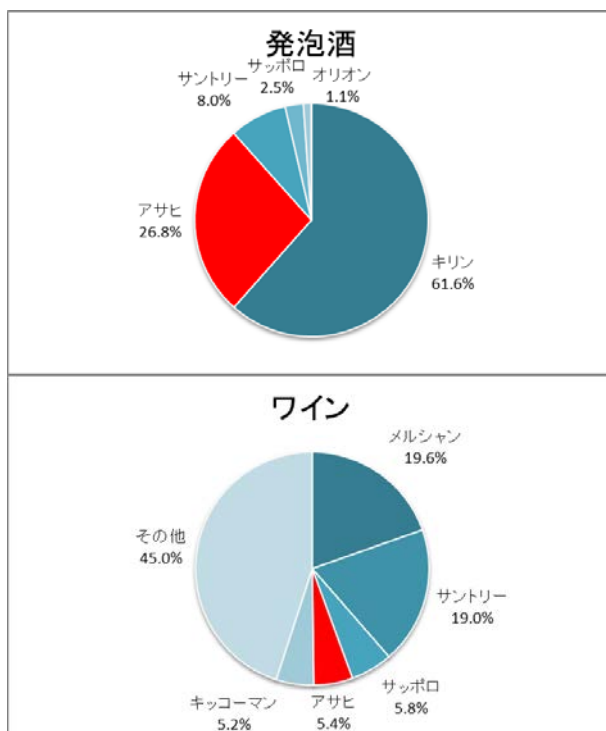


図 3.2(4) 発泡酒の国内シェア(2009)

図 3.2(5) ワインの国内シェア(2009)

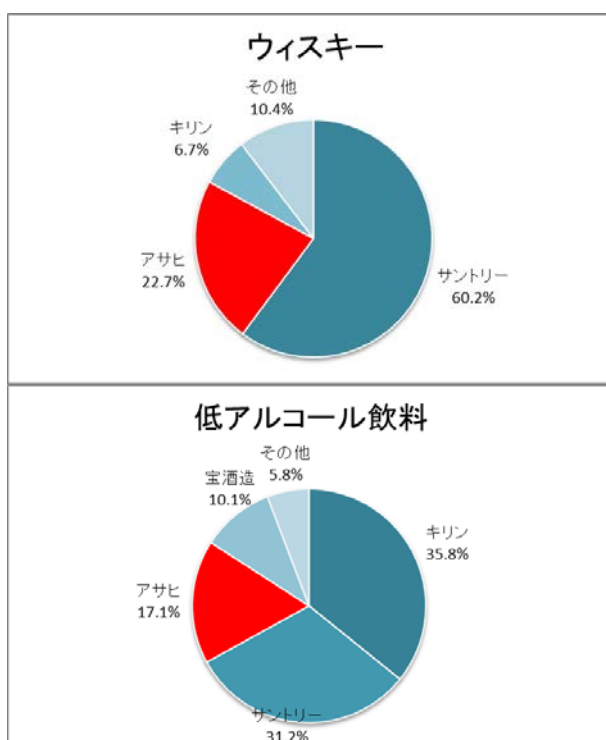


図 3.2(6) ウィスキーの国内シェア(2009)

図 3.2(7) 低アルコール飲料の国内シェア(2009)

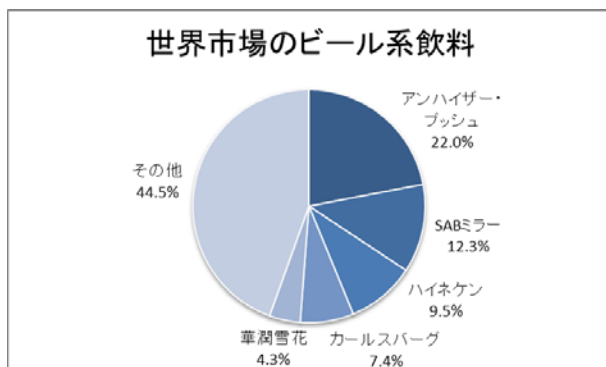


図 3.2(8) ビール系飲料の世界シェア(2009)

ワインは、2009 年度の国内出荷量が前年比 3.8 増で、2 期連続の拡大となった。高級レストラン向けのワインは低調であったが、家庭向けの値ごろ感のあるワインが堅調に推移した。輸入品に加え、国産品も好調であり、マーケット規模が拡大した。シェア首位のメルシャン（19.6%）と第 2 位のサントリー（19.0%）の差は 0.6%であった。一方、アサヒのシェアは、前年比 0.7%減の 5.4%であった。国産ワイン「サントネージュ」の酸化防止剤無添加ワインの安全性が消費者から支持されたが、マーケットの成長に追いつかなかった。ウィスキーは、2009 年度の国内出荷量が前年比 10.3%増の 8 万 1,753 キロリットルとなった。かねてからのハイボールの人気の若者や女性にも拡大し、消費量を牽引したと考えられる。シェア首位のサントリーはシェアを 2.3%拡大し 60.2%であった。一方、アサヒのシェアは 0.7%減の 22.7%であった。ハイボール人気の影響を受けた「ブラックニッカ」が堅調に推移したものの、マーケットの成長に追いつかなかった。世界的に品質の高さが認められた「竹鶴」も堅調な販売が見られたが、国内外でそのプレゼンスを確立しているとはいいがたい。低アルコール飲料は、前年に比べてマーケット規模を縮小させた。若者や女性のアルコール離れに加え、第三のビールやビール風味飲料と価格帯がほぼ同じであるため、激しい販売競争に敗れたと考えられている。シェア首位は麒麟(35.8%)、第 2 位はサントリー(31.2%)、第 3 位はアサヒ(17.1%)であった。

一方、世界マーケットをみるとアサヒをはじめとする日本の酒類メーカーは、プレゼンスさえ確立されていないことが分かる。現在、アサヒが展開している中国マーケットにおいても、同国の華雪花が個人消費を取り込むための酒類事業を幅広く展開しており、シェアを 4.3%に拡大し第 5 位にランクインしている。

② 新規参入者の脅威（弱）

酒類事業に参入するためには、酒税法により酒類の製造・販売・保管等のあらゆる免許を取得する必要があることや、ビール事業では、既に大手 4 社の寡占マーケットであるため、参入障壁が高く、新規参入は容易ではない。しかし、近年、急速に企画・開発力を強めたイオン、セブン&アイをはじめとする小売店はプライベート・ブランドを展開し、ナショナルブランドを展開するメーカーにとって脅威となっている。地域色や味わいに特徴のある新興地ビールメーカーの参入もある。但し、ニッチなニーズを狙っているため、1 社当

たりの規模は小さく、脅威とはならない。むしろ、底力のあるメーカーが出てきた場合には、アライアンス契約などにより、アサヒのラインナップ強化を図ることが期待できる。

③ 代替品の脅威（弱）

飲酒運転の取締りが強化される中、ノンアルコールビールの販売が伸びている。また、女性や若者のアルコール離れを取り込むかのように、マーケットが縮小している清涼飲料水の中で、唯一炭酸飲料が出荷量を拡大している。

④ 給業者の交渉力（弱）

供給業者としては、原材料（麦芽・ホップ・トウモロコシ等）の供給業者、または、取引を仲介する商社や、アルミ缶を供給する東洋製缶、包材を供給するレンゴー（段ボール）、東洋紡（アルミ缶の中のフィルムや外面の印刷）などがあげられる。原材料の価格は主に供給業者との個別の価格交渉ではなく、マーケットでの取引価格を反映することになるが、その他の原材料を取り扱う供給業者にとっては、当社は大量に取引をする重要消費者であることから、価格交渉力が弱いと言える。しかし、世界的には原材料の供給が不安定化しており、海外事業を展開する場合は注意を要する。

⑤ 買い手の交渉力（強）

買手として、近年最も競争力を持っているのはイオンとセブン&アイの小売 2 社である。飲料メーカーにとって、大量に全国規模で自社の製品を販売できる重要取引先だが、価格交渉力は小売り業者が圧倒的に強い。その他の販路では、業務店（レストラン、居酒屋、その他飲食店）がある。各社の営業担当者は、人気の飲食店に自社の製品を取り扱って貰えるよう熾烈な営業競争を繰り広げている。

【酒類事業のファイブ・フォース分析の考察】

アサヒにとって、既存のライバル関係と買い手の交渉力の脅威が大きいと考えられる。国内消費者は、景気低迷の遷延化に伴い、益々値ごろ感のある製品を求めるようになった。このような消費者ニーズの変化に対しキリンが発泡酒や第三のビールで取り込むことに成功し、サントリーがハイボールで取り込むことに成功している。この点において、アサヒは出遅れ感があると言わざるを得ない。国内の酒類事業が縮小傾向にある中で、積極的な海外展開が期待される。しかし、嗜好性の強い酒類事業を海外で展開する場合、現地の消費者ニーズだけでなく、歴史や文化も理解しなければならない。この時間を短縮するための戦略として現地企業とのアライアンス提携や企業買収が考えられるが、既に海外メジャー企業も同様の戦略を展開しており、高値掴みを負わされる危険性も考えられる。

（2）飲料事業

アサヒの飲料事業について、①ライバル関係、②新規参入者の脅威、③代替品の脅威、④供給業者の交渉力、⑤買い手の交渉力を分析する。

① ライバル関係（強）

2009年度の清涼飲料の国内販売量は16億9,400万ケースと前年比2.6減であった。少子・高齢化や景気停滞の遷延化、天候不順が影響し、2年連続でマーケットが縮小した。分野別では炭酸飲料が伸長した一方、最大分野の缶コーヒーやこれまで堅調に推移していたミネラルウォーターなども前年実績を割り込んだ。清涼飲料のシェア首位はコカ・コーラ（29.1%）であるが、前年比4%減の4億9,300万ケースであった。コカ・コーラが堅調であったものの、ジョージア、アクエリウス、爽健美茶が販売実績を落とした。シェア第2位のサントリーは前年比1%増の3億5,490万ケースであった。ボスとペプシネックスが増えた一方で、主力の天然水が前年比8%増となりミネラルウォーターマーケットで24.5%のシェアを獲得し、一人勝ちとなった。シェア第3位の麒麟は、上位2社にシェアを喰われて3.4%減の16.2%になった。清涼飲料事業全体で不採算取引の一掃を進めた結果、価格競争が激しいミネラルウォーター分野も影響を被ったと考えられている。また、主力製品であるボルヴィックが他のミネラルウォーターより価格が高いことが、節約志向が進む一般消費者から倦厭されたと考えられる。アサヒは、新しい消費者獲得のためにゼロ・カロリー製品を展開し、三ツ矢サイダーが前年度比12%増、ワンダが前年度比3%増となった。

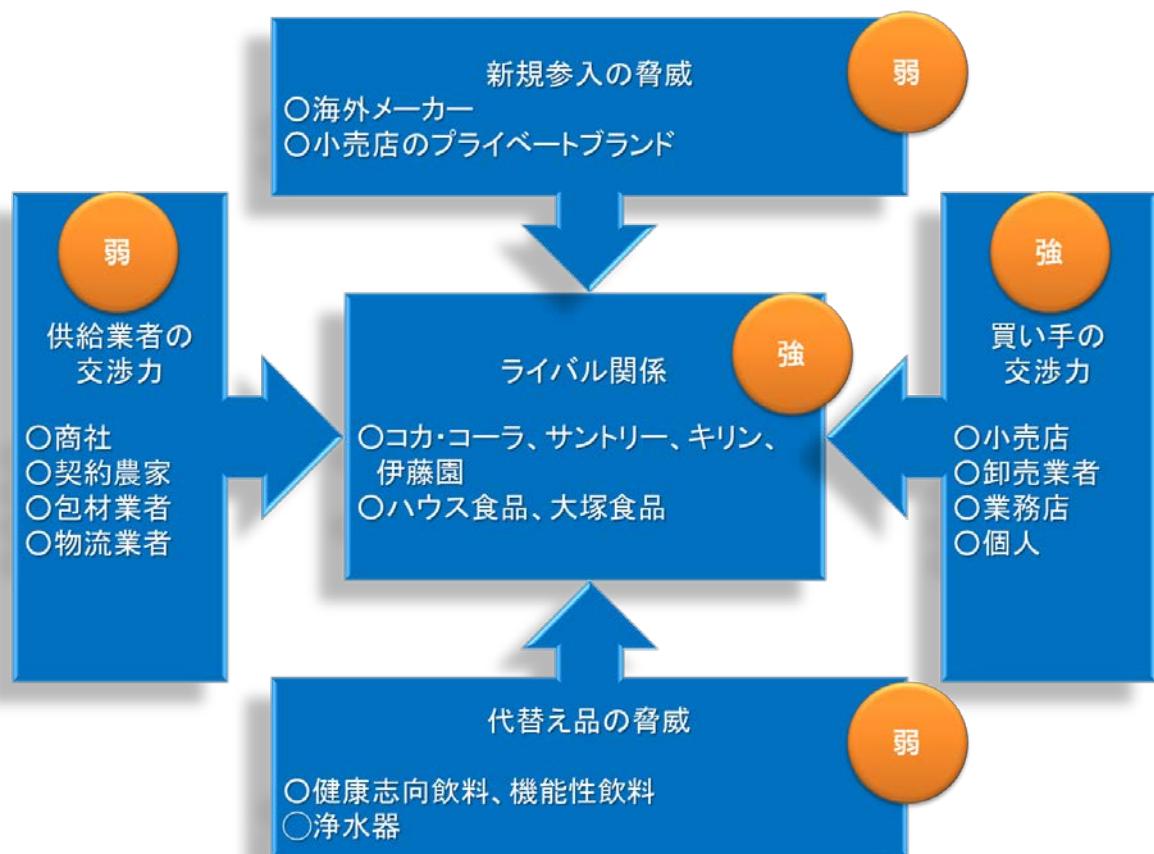


図 3.2(9) アサヒの飲料事業のファイブ・フォース分析

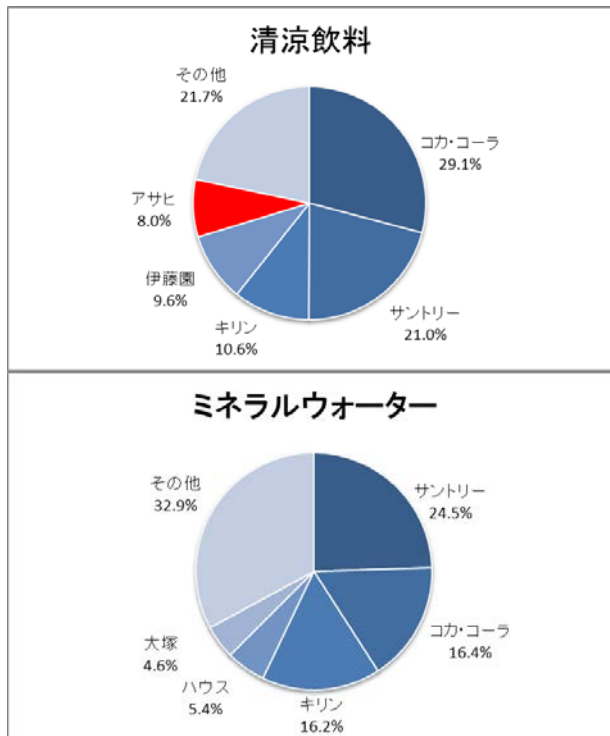
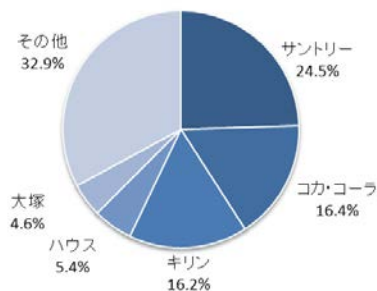


図 3.2(10) 清涼飲料の国内シェア (2009)

図 3.2(11) ミネラルウォーターの国内シェア

ミネラルウォーター



② 新規参入者の脅威 (弱)

日本マーケットを見ると、海外からエビアン（仏・ダノン社：伊藤園が販売）やボルヴィック（仏・ダノン社系：キリン系が販売）など、ミネラルウォーター分野では、世界的な大手企業が既に参入し、一定のシェアを得ている。飲料事業は、一定の規模の経済が働くものであり、流通網の確保や、工場への巨額の投資が必要であることから参入障壁が低いとは言えない。しかし、政府による規制等もなく、近年はインターネットによる販売チャネルの確保が可能であり、飲料品は嗜好品の要素も強いいため、海外メーカーや国内メーカーからの新規参入の脅威は常にあると言える。しかし、日本マーケットの場合、国内販路の複雑さや自動販売機の売上に依存した特異的な体質が指摘されており、このことが参入障壁として機能しており、国内大手飲料メーカーによる寡占につながっていると考えられる。

③ 替え品の脅威 (弱)

国内飲料の分野は、お茶飲料、コーヒー飲料、果実・野菜、炭酸飲料等到大別される。アサヒの場合、炭酸飲料、コーヒー飲料、お茶飲料を主として販売している。これらの製品が、その他のカテゴリーの製品に直ちに代替される可能性は低い。これは炭酸飲料の三ツ矢サイダー、コーヒー飲料のワンダ、お茶飲料の十六茶など、アサヒ飲料の製品は定番化しているものが多くことから考えられる。

④ 供給業者の交渉力（弱）

供給業者として、原材料の供給業者、または取引を仲介する商社、アルミ缶を供給する東洋製罐、ペットボトルを供給するフジシール、梱包材を供給するレンゴーなどが挙げられる。

原材料の取引は、供給業者との価格交渉ではなく、マーケットでの取引価格を反映することになる。その原材料の供給業者の立場からすると、アサヒの規模が大きいため、供給業者の交渉力は弱いと考えられる。

⑤ 買い手の交渉力（強）

買い手として、近年、最も交渉力を持つ企業となっているのは、セブン&アイとイオンである。この2社は、コンビニと総合スーパーを中心に大量に仕入れるため、価格交渉力が強い。清涼飲料の拡販で重要な鍵を握るのが自動販売機で売上高の32%を占有する。各社は自社の自動販売機の設置台数増加に躍起になっている。しかし、人通りが多く、安定した売上が見込める立地条件は既になくなりつつある。今後の業界再編は収益安定に向けて自動販売機が軸になると考えられており、縮小マーケットをめぐる各社の合従連衡が、一層加速すると考えられる。

【飲料事業のファイブ・フォース分析の考察】

国内の清涼飲料は縮小傾向にある。少子・高齢化や景気の冷え込み、さらに天候不順が影響していると考えられる。この縮小傾向にあるマーケットにおいて、上位5社がマーケットの約78.3%（2009年度）を占有し、熾烈な価格競争を展開している。とくに日本マーケットの特性として、自販機による売上高が約32%にのぼるため、自販機を軸にした競争が展開されている。また、小売業者の交渉力が益々強くなっており、アサヒをはじめとした清涼飲料メーカーの利益を圧迫している点に注目せざるを得ない。

表 1.2(1) 国内清涼飲料の自動販売機数とシェア

メーカー名	台数	シェア	主な取扱製品
コカ・コーラ	98 万台	37.7%	コカコーラ ジョージアコーヒー 爽健美茶など
サントリーフーズ	40 万台	15.4%	ボス ペプシコーラ ウーロン茶 CCレモンなど
ダイドードリンコ	25.5 万台	9.8%	ダイドーブレンドコーヒーなど
麒麟ビバレッジ	17.7 万台	6.8%	午後の紅茶 ファイア 生茶 きりりなど
アサヒ飲料	17.1 万台	6.6%	ワンダ 十六茶 三ツ矢サイダーなど

大塚製薬	15 万台	5.8%	オロナミンC ポカリスエットなど
ポッカコーポレーション	12.5 万台	4.4%	ポッカコーヒー ファーストドリップなど
ネスレビバレッジ	10 万台		ネスカフェN ネスティーなど
伊藤園	7.1 万台		おいお茶 充実野菜 など
カルピス	5.7 万台		カルピスウォーター エビアン ウェルチなど

(<http://www.jglta.org/share/>より引用)

(3) 食品事業

アサヒの食品事業について、①ライバル関係、②新規参入者の脅威、③代替え品の脅威、④供給業者の交渉力、⑤買い手の交渉力を分析する。

①ライバル関係（強）

既存の競合は「健康自然食品業者一覧：ヘルスフードレポート（山の下出版, 2010）によると、全国の自然食品・健康食品の取扱業者（メーカー・卸・小売店など）で 8,200 社以上が存在している。大手食品や化粧品メーカーは既に参入済みであり、成長分野であることから非常に競争が激しい。

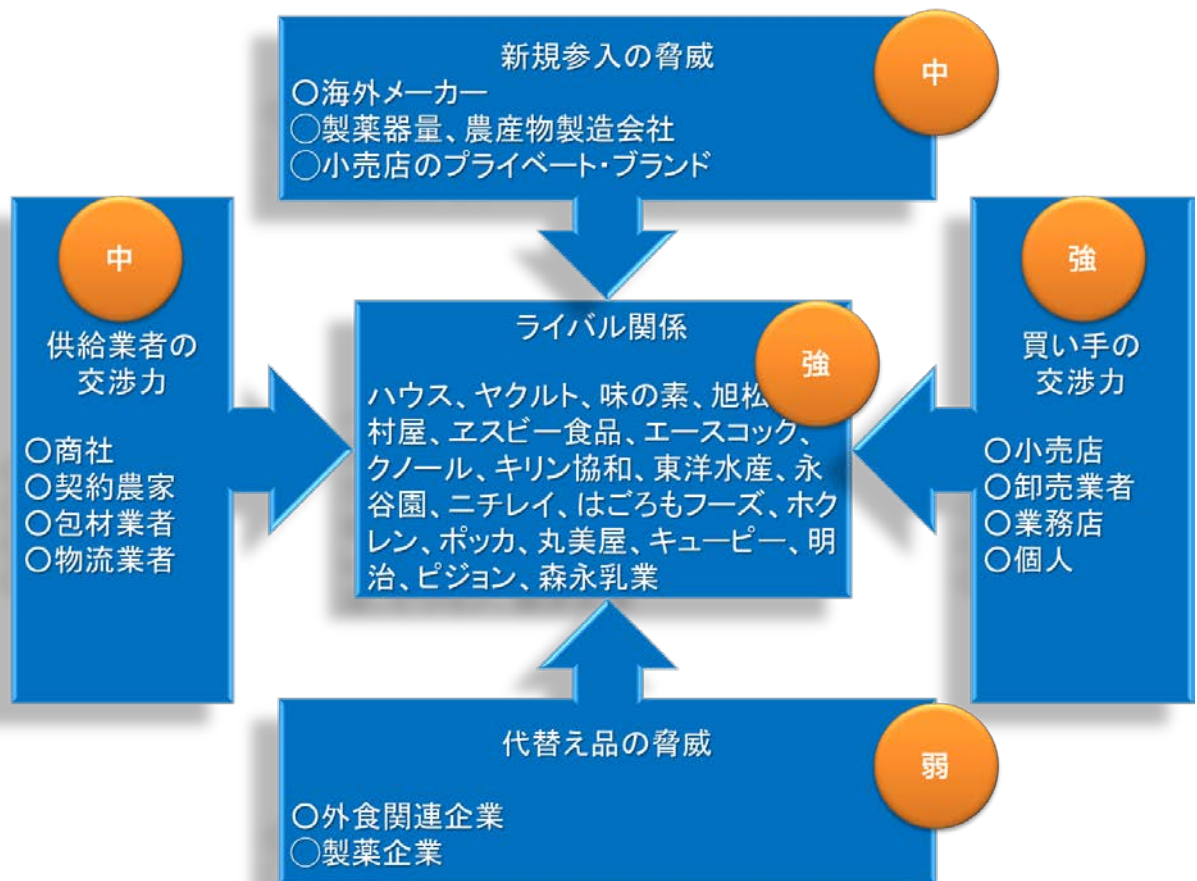


図 3.2(12) アサヒの食品事業のファイブ・フォース分析

②新規参入者の脅威（中）

通信販売やネット通販などの新規販売チャネルにおいて、健康・美容食品を主軸に海外メーカーをはじめとする新規参入が見られる。健康食品の通信販売での展開上の特徴は、他のチャネル以上に低価格製品が増加している事や、店舗販売のような不動産費用等がない事であり、新規参入の企業でも低価格製品は多く、競争は激化している。成長著しい分野である上に、食品メーカーにとっては元の設備を活用しながら生産ができる為に新規参入が容易である点が、参入メーカーの数を増加させており、大きな脅威となっている。

③代替品の脅威（弱）

栄養バランスに配慮した自宅での手作り料理など、健康志向に対応した食事の方法はあるものの、共働きの増加を考えると、出来合いのものを購入するスタイルが拡大すると考えられ、代替品による脅威は低いと考えられる。

④供給業者の交渉力（中）

食品メーカーは、製品の原料ごとに厳しい品質検査を実施している他、サプライヤーへの定期的な品質監査を行うなど、安全性の高い原材料の調達に注力している。また、アサヒは2009年に「麦芽や砂糖など製品に使う原材料や包装資材の調達をグループで大幅に集

約する」と発表しており、同じ原料でも各社によって規格や産地が違う場合にできるだけ共通化し、2011 年末を目途に現在数百ある原材料の品目を 3 割減らすと宣言している。一方、材料の高騰や世界的な食料不足から安定供給が不安視されつつある。今後、海外へ事業を展開していく場合、良質のサプライヤーの確保が重要な課題となる。

⑤買い手の交渉力（強）

消費者の選択肢の多様化は、新製品の開発競争や宣伝広告費の増加をもたらしており、また、大手小売業者やドラッグストア、ネット通信販売はセントラルバイイングによる一括購入メリットを発揮しており、強い交渉力を有している。

【アサヒの食品事業のファイブ・フォース分析の考察】

食品業界は競合が多く、競争が激しい。消費者の嗜好の多様化や、製品ライフサイクルの短期化など、定番ヒット製品が生まれにくくなっている。また、近年、原材料の調達が困難になりつつあり、価格も大幅に上昇しており、供給者の交渉力が益々強くなると予想される。

さらに、セブンアンドワイやイオンをはじめとするコンビニを傘下におく小売業者の交渉力が益々強くなっており、値下げ圧力が食品メーカーの利益を圧迫している。健康美容食品マーケットは 1.8 兆円のマーケット規模が安定的に推移することに加え、2010 年～2015 年にかけて約 1,700 億円もの成長（2010 年比の 1.46 倍で年平均成長率 7.8%）が見込まれているが、流通チャネルも通信販売を利用すれば、参入障壁も低いと考えられ、新規参入者の脅威も増してくる。このため、食費事業が生き残るためには、競合と伍して戦うだけの規模を確保し、サプライチェーンマネジメントの効率性を高め、収益性を向上させなければならない。

3.3 SWOT 分析

（1）酒類事業

① 強み (Strength)

アサヒの強みは、「スーパードライ」を 22 年連続で 1 億缶以上製造した実績に裏付けられる高い製造技術力と、そのブランド力である。ビールの国内消費量は年々低下しているが、スーパードライの認知度は高く、広告宣伝費を掛ける必要ないため、安定した CF を産み出す源泉となっている。また、アサヒは、1980 年代のシェア 10%を割り込んだ低迷期に、マーケティング部が中心となり、5,000 人を対象とした嗜好・味覚調査と、100 万人の試飲キャンペーンという大規模なマーケティング調査を実施し、スーパードライの誕生へと繋げた。同様に、マーケティング部が中心となって、消費者ニーズに基づいた製品の企画・開発を行い、2001 年に海洋深層水を使った「本生」、2007 年に糖質 0%の「スタイルフリー」、2009 年に麦芽を原料にすることにより味の評価を高めた「クリアアサヒ」を発売し、それぞれ販売計画を超えるヒット製品となった。さらに、アサヒの自発退職率は 1%未満であり、働き甲斐のある会社としての地位を確立している。2007 年から Great Place

to Work®が行う「働きがいのある会社」調査に参加し、5年連続でベストカンパニーに選出されている。初年度の2007年は10位、08年は5位、09年は8位、10年は6位、最新の11年は4位と常に上位にランクアップされている。ニッカ 竹鶴21年ピュアモルト」が、3年連続4回目の世界最高賞を受賞するなど、ウイスキーの醸造技術の評価が高い。

表 3.3(1) アサヒの酒類事業の SWOT 分析

内 部 環 境	強み (Strength)	弱み (Weakness)
	1) 高い生産技術 2) スーパードライのブランド力 3) ウイスキーの醸造技術 4) マーケティング力 5) 愛社精神が強い社員	1) スーパードライへの依存度が高い 2) 国内事業への依存度が高い
外 部 環 境	機会 (Opportunity)	脅威 (Threat)
	1) 新興国経済の成長 2) 為替相場における円高の進行	1) 消費税や酒税の増税 2) アルコール関連広告の規制強化 3) 原材料価格の高騰 4) 若年層や女性のアルコール離れ

② 弱み (Weakness)

アサヒの弱みは、スーパードライに代わる主軸となる製品がないことがあげられる。かつて、「スーパーイースト」、「スーパーZ」、「プライムタイム」などの期待された新製品はサステナブルに成長する製品とはならなかった。以前から、ロシア国内大手のビール会社「Baltika Breweries」と生産・販売・マーケティングを委託するライセンス契約を締結し、欧州での拡販を図ったり、台湾の「三商行股份有限公司」と酒類・飲料・食品を販売する合弁会社を設立し、アジアマーケットでの売上規模の拡大を図ったりしてきたが、依然として売上高の9割以上は国内に依存している。以上の2つの弱みの原因として、1990年代から2000年代中盤まで、バブル期の過剰投資が響き、有利子負債が経営を圧迫していたこともあり、十分な投資が行えなかったことが考えられる。

③ 機会 (Opportunity)

BRICsをはじめとする新興国の成長があげられる。経済的に豊かになると、その地域で消費されるアルコール飲料の度数が低くなるという統計もあり、アジアの経済成長が高まれば、ビールの需要が高まると期待される。また、国内販売比率が高く、海外への積極的な事業展開を計画しているアサヒにとって、昨今の円高基調は強い追い風となる。新興国の企業のみならず、米国やEUの企業を買収することも、十分に可能である。

④ 脅威 (Threat)

消費人口の減少や、若手世代を中心とした消費量の低下等により国内のアルコール全体の消費量は減少傾向にある。2000 年代前半、芋や麦などの焼酎乙類、チューハイ等の低アルコール飲料が増加したが、現在では、サントリーのハイボールが人気を復活させている。ビールマーケットでも、生活防衛意識の高まりやノンアルコールやカロリーオフの高付加価値化により、価格の安い発泡酒や新ジャンルが大きく販売量を伸ばしている。1990 年代後半から始まった酒類販売の規制緩和に伴い、スーパーやコンビニ等の量販小売業が主体になり、量販小売業は量を捌いてくれる代わりに値下げ等の交渉力が強くなった。とくにセブンアンドワイやイオンの交渉力が絶大である。また、政府は、東日本大震災の復興財源として、政府は 5 年間で 19 兆円程度の復興対策費のうち、10 兆円規模を臨時増税で賄う可能性がある。その財源として、所得税、法人税、消費税に加えて酒税の増税が俎上に上がっている。特に第 3 のビールは、税率が低く店頭価格もビールより 80 円程度安いいため、縮小するアルコールマーケットの中で急速にシェアを伸ばしている。2008 年の酒類別の酒税金額は、ビールが 7,024 億円と酒類全体の 48%を占めるが、第 3 のビールは 1,218 億円と登場から 5 年で 8%を占めるに至った。

(2) 飲料事業

① 強み (Strength)

アサヒの強みは、「三ツ矢サイダー (1884 年発売)」、「ワンダ (1997 年発売)」、「十六茶 (1993 年発売)」、「六甲のおいしい水 (1983 年発売)」、「六条麦茶 (1988 年発売)」が定番化したブランドとして、安定した CF を産み出していることがあげられる。さらに酒類事業のマーケティング力、営業力、流通網を活かすことにより、安定した売上を確保することができる。

② 弱み (Weakness)

アサヒの弱みは、国内では自動販売機の設置台数が少ないことがあげられる。自動販売機の売上高は、飲料マーケットの全売上高の 32%を占有する。また、海外では、競合に比べて海外での事業展開が遅れていること、さらに製品開発力が脆弱であることがあげられる。

③ 機会 (Opportunity)

アサヒの機会として、BRICs をはじめとする新興国の成長があげられる。また、国内販売比率が高く、海外への積極的な事業展開を計画しているアサヒにとって、昨今の円高基調は強い追い風となる。新興国の企業のみならず、米国や EU の企業を買収することも、十分に可能である。

④ 脅威 (Threat)

アサヒの脅威として、少子・高齢化等による国内マーケット成熟化、天候不順等の気候変動による波動、経済の停滞の遷延化に伴う消費者の低価格指向の拡大があげられる。

表 3.3(2) アサヒの飲料事業の SWOT 分析

内 部 環 境	強み (Strength)	弱み (Weakness)
	1) 定番化された基幹 5 ブランド 2) 酒類事業との一体的なマーケティング力, 営業力, 流通網	1) 競合に比べ, 自販機の設置数が少ない 2) 国内事業への依存度が高い 3) 製品開発力の脆弱さ
外 部 環 境	機会 (Opportunity)	脅威 (Threat)
	1) 新興国経済の成長 2) 為替相場における円高の進行 3) 若者や女性のアルコール離れ	1) 少子・高齢化等による国内マーケットの成熟化 2) 天候不順等の気候変動による波動 3) 低価格指向の拡大

(3) 食品事業

① 強み (Strength)

アサヒの強みとして, スーパードライ・十六茶・ワンダ・三ツ矢サイダーなど, 他事業でのブランド力を有していることがあげられる。また, ベビーフードやフリーズドライなどのニッチ分野でのシェア首位の事業を有している。また, スーパードライで培った高い品質および流通のマネジメント力を有している。この他に, 主業のビール事業による酵母の応用技術力があること, 熱に弱い製品でも加工できるフリーズドライ技術を医薬品に転用できることがあげられる。

② 弱み (Weakness)

アサヒは, 限られたニッチ分野は強いが, メジャーなカテゴリーにおいてヒット製品が少なく, 特に成長著しい健康食品事業でのプレゼンスが脆弱である。また, 国内依存体制からの脱却を意識しているものの, 依然として海外進出が遅れている。この他に, 積極的に行なってきた M&A が, CF に反映されていないこと, 天野実業は技術開発にコストが掛かるため, 営業利益率が 3%と低いことがあげられる。

③ 機会 (Opportunity)

アサヒの機会として, 食中毒や食品衛生管理などに関する消費者意識の高まりから, 健康志向(糖類ゼロ・栄養補助食品) など食の安全ニーズが増加していること, 少子・高齢化による育児への投資額が増加していること, 新興国の経済発展が著しく, 進出マーケットの余地があること, 経済環境の悪化や女性のライフスタイルの変化から, 国内での働く女性の増加による育児・料理簡便化ニーズが増加しており, 家庭用の加工食品分野が期待されること, 高齢化による介護食マーケットの成長が期待されることがあげられる。

④ 脅威 (Threat)

アサヒの脅威として、食の安心・安全ニーズの増加を背景に、食品安全規制が強まっており、品質コストが増加していること、少子・高齢化・人口減少時代に突入し、ベビーフードマーケットが縮小していること、成長が望まれる健康食品事業は、競合の事業規模が大きくてプレゼンスを発揮しにくいことがあげられる。

表 3.3(3) アサヒの食品事業の SWOT 分析

内 部 環 境	強み (Strength)	弱み (Weakness)
	1) アサヒのブランド力 2) 酵母エキス事業、ベビーフード、フリーズドライ食品での技術力 3) 高い品質および流通のマネジメント力	1) 食品事業としてのブランド力が脆弱。 2) 食品事業としてヒット製品が少ない。
外 部 環 境	機会 (Opportunity)	脅威 (Threat)
	1) 健康志向, 安全基準, 品質管理への関心 2) 低価格志向 3) 核家族化, 個食傾向 4) 新興国経済の成長 5) 「made in JAPAN」への高い関心 6) 円高	1) 少子・高齢化等による国内マーケット成熟化 2) 品質コストの増大 3) 低価格指向の拡大

4 企業戦略の分析

4.1 経営理念

アサヒは「アサヒは、最高の品質と心のこもった行動を通じて、お客様を追求し、世界の人々の健康で豊かな社会の実現に貢献します。」を経営理念としている。現在、アサヒは、2015年までに“自然のめぐみを、食の感動へ。「世界品質」で信頼される企業を目指す”ことを掲げた「長期ビジョン 2015」と、そのマイルストーンとなる「中期経営計画 2012」に取り組んでいる。「長期ビジョン 2015」と「中期経営計画 2012」の達成をより確実なものとするため、2010年7月にアサヒグループホールディングス株式会社を持株会社とする純粋持株会社制へと移行した。純粋持株会社制に移行することで、アサヒビール株式会社、アサヒ飲料株式会社をはじめとする事業会社は、各事業の戦略構築と遂行に特化し、国内での成長戦略と収益構造改革を推進できるとしている。一方、持株会社であるアサヒグループホールディングス株式会社は、グループ全体の経営戦略の構築や最適な資源配分を通じて、国際事業を含む新たな事業ポートフォリオの構築に取り組んでいる。経営環境

が大きく変化するなか、持株会社と事業会社の役割分担を明確にし、本格的なグループ・グローバル経営を推進することで、グループ全体の企業価値向上を図っているとしている。

4.2 コーポレート・ガバナンス

アサヒは、消費者、株主、投資家、取引、従業員、地域社会等あらゆるステークホルダーとのコミュニケーションを大切し、共に考え、行動しているとしている。そしてステークホルダーの期待に応える企業活動を実践し、同時に激変する経営環境にスピーディーに対応するために、コーポレート・ガバナンスの充実を経営の最優先課題と考え、グループ経営の強化、社会との信頼関係の強化、企業の社会性・透明性の向上に挑戦しているとしている。

(1) 取締役会・取締役

アサヒの「取締役」は、8名の社内取締役及び3名の社外取締役をもって構成されており、取締役会において積極的な意見交換を行っている。なお、すべての社外取締役は、一般株主と利益相反の生じるおそれがないと当社が判断し、証券取引所からの要請に基づく独立役員として届け出されている。また、取締役直轄の21部門を配置するフラットでかつ柔軟性のある組織体とし、クロスファンクショナルな業務執行が促進できる体制としている。同時に事業担当取締役を設けることにより、グループ全体の事業戦略と機能戦略とが整合したグループ経営の推進を図っている。

(2) 監査役会・監査役

アサヒの経営監視体制は、取締役による業務執行状況の監督のほか、監査役及び監査役会による監査を軸に構築されている。アサヒの「監査役」は、2名の常勤監査役及び3名の社外監査役をもって構成されており、過半数を社外監査役とすることで、透明性を高めている。なお、すべての社外監査役は、一般株主と利益相反の生じるおそれがないと当社が判断し、証券取引所からの要請に基づく独立役員として届け出されている。「監査役監査体制」については、上記の社外監査役の選任のほか、監査役会付の使用人を配置することで、監査役の監査業務が円滑に遂行できる体制としている。また、「監査役監査基準」については、監査役監査方針として経営環境にあわせ毎年重点項目等の見直しを実施している。

(3) 指名委員会と報酬委員会

アサヒ役員の指名・報酬の決定については、当社は取締役会の下部組織として任意の「指名委員会」と「報酬委員会」を設置している。「指名委員会」は取締役、執行役員及び監査役の候補者の推薦を取締役会に対して行うものであり、委員の構成は社外取締役2名、社内取締役2名である。「報酬委員会」は取締役、執行役員の報酬制度、報酬案の付議を取締役会に対して行うものであり、委員の構成は社外取締役2名、社内取締役2名である。

(4) 経営戦略会議

取締役会の意思決定を速やかに具現化するために、当社はグループの方向性を討議する諮問機関として「経営戦略会議」を設置している。「経営戦略会議」は社内取締役がメンバーとなり、それぞれ必要に応じて開催され、ガバナンスの観点から常勤監査役も1名以上出席している。

(5) 内部監査

アサヒの「内部監査」は、内部監査機能を使命とした監査部門により、年間の監査計画に基づいてグループ全体の業務執行が適正かつ効率的に行われているかを監査している。

4.3 ステークホルダーの価値

(1) 従業員価値

アサヒはグループ人事基本方針を「グループ人事基本方針」を定め、従業員が生き活きと働き、能力を伸ばしていける環境づくりに努めている。その骨格は下記の通りとしている。

① 挑戦・革新社員に対し、成長と能力発揮の場を積極的に提供する

自ら挑戦し続ける意欲の高い革新社員に対して、業務に合わせて多様な成長と能力発揮の場を積極的に提供していきます。「失敗を恐れず自ら変わろうとすること、行動を起こそうとすること」を賞賛し、意欲に応えていきます。

② 能力を十分に発揮し、やりきり、成果を上げた社員に、厚く報いる

自らの業務に強い責任感を持ち、能力を高め、業績向上に向け、それぞれの目標に取り組み、それを完遂し成果を上げた社員に、厚く報いていきます。

③ 社員の成長を推進し、グループ全体の競争力を向上させる

社員の能力を高め、その能力の発揮を推進することにより、少数精鋭化を実現し、グループ全体の競争力を強くしていきます。

④ 雇用確保に努める

人材流動化、適材適所を促進し、グループ全体で、雇用の確保に最大限努めます。

(2) 取引先価値

① 品質向上に向けた取り組み

アサヒは、原料・資材の品質確保を目的に「サプライヤー品質監査」を実施することで、お取引先との間で品質に関する意識・取り組みの共有化を図っている。また、品質維持・向上を図ることを目的とした「QA会議」を年2回以上行っている。

② 販売先との関わり

アサヒの製品が多くのお客様に親しまれ、ご愛顧いただいているのは、卸店様や販売店様の日々の活動があつてこそのことであるのでアサヒは、販売先の皆様との“共存共栄”をめざして、マーケットの活性化や卸店様の経営基盤強化を実現するさまざまな活動を行っている。例えば下記のような「アサヒ樽生クオリティセミナー」等を行っている。アサヒビールでは、お客様に「うまい！樽生」ビールをお楽しみいただくために、樽生ビールの流通・販売に携わる卸店、販売店、飲食店の方々を対象とした「アサヒ樽生クオリティセミナー」を実施し、流通・販売過程における樽生ビールの品質管理に努めている。このセミナーでは、会場に集まっていた卸店や販売店、飲食店の方々に対して、アサヒ樽生クオリティセミナーの専任講師が樽生ビールや注出器具の正しい取り扱い方法に関する講義と実習を行う。また講師の資格を得たアサヒ生ビールサービス社の従業員が、飲食店の店内で、樽生ビールや注出器具の正しい取り扱い方法について指導するアサヒ樽生クオリティセミナーミニコース（QSM）も実施しており、2008年におけるこれらセミナーの年間受講店数は約45,000店にのぼる。

（3）社会価値

アサヒは、社会・文化活動を通して、世界の人々の健康で豊かな社会の実現に貢献し、社会から信頼され、社会と感動を共有することを目指すとしている（表2.3(1)）。アサヒは、社員ひとりひとりの高い社会意識と磨かれた感性豊かな発想による自由闊達で創造的な企業風土を通し、社会の発展に寄与することを目指すとしている。

表 4.3(1) 行動指針

-
1. 新しいことがら、未知なるものへチャレンジし、質の高い文化価値を発信し続けます。
 2. 社会とのコミュニケーションを重視し、社会との相互理解を深めます。
 3. 社会活動への参加を通して、社会的な役割を分担します。
 4. 文化発信、斬新なメセナ活動を通して、未来文化の創造に寄与します。
 5. 社会・文化活動への社員参加を促進し、新たな企業風土づくりに挑戦します。
-

（4）株主価値

株主に対しては安定的に利益を確保し、株主還元を追求するとともに、公平かつ迅速、タイムリーな情報開示に努めている。アサヒビールは2009年12月に発表した「中期経営計画2012」に沿って、連結配当性向20%以上を目安に継続的かつ安定的な配当をめざすとともに、自己株式の取得も資金需要を鑑みながら適宜検討するなど、総合的な株主還元を継続することで、株主や投資家の皆様のご期待にお応えするとしている。2009年の配当金については、通期の業績などを総合的に勘案した上で、一株当たり1円増配の年間21円としている。

4.4 経営計画

アサヒは、2015 年までの長期ビジョンと、その達成に向けたマイルストーンとして、2012 年までの 3 ヶ年の中期経営計画を策定した。また、長期ビジョンを実現するために、アサヒ共通のコーポレートブランドステートメント「その感動を、わかちあう。」を制定した。グループ全体が価値観を共有し、企業姿勢を明確に表明していくことで、コーポレートブランド価値の向上を目指すとしている。アサヒは、2009 年までの第 3 次中期経営計画において、酒類事業の計画を大幅に上回る収益構造改革を実現し、また、「シュウェップス・オーストラリア」の買収や「青島ビール」への出資などの M&A や資本・業務提携により、国際事業ネットワークの拡大やグループ事業の基盤強化を実現した。一方で、酒類事業の売上拡大や国内飲料及び国際事業における収益性の向上では一部に課題を残している。また、国内マーケットが成熟化するなか、国内外の食品企業の大型再編に加えて、国際会計基準の導入や抜本的な税制改正が見込まれるなど、事業を取り巻く環境は大きな変化の時期を迎えている。こうした現状認識と様々な環境の変化を踏まえて、グループの存在意義である経営理念に立ち返った新たな目標設定と、その実現に向けた取り組みにより、永続的に消費者に支持され、発展し続けるグループになることを目指すとしている。

表 4.4(1) 中期経営計画 2012 の数値目標

既存事業売上ガイドライン（億円）			
	2009 年見込み	年平均成長率	2012 年ガイドライン
酒類事業	10,050	±0%程度	10,000
飲料事業	3,065	4%程度	3,500
食品事業	975	6%程度	1,200
国際事業	806	10%程度	1,100
売上合計	15,080	2%程度	16,000

(1) 2015 年までの企業ビジョン（長期ビジョン）

「自然のめぐみを、食の感動へ。「世界品質」で信頼される企業を目指す」というビジョンの下、自然由来の素材を活かしたものづくり力と、製品の品質に加え、経営や人材などの企業品質も世界で通用するレベルにまで高め、それぞれの地域に合わせたきめ細かい現地化ができる能力を持った企業集団を作るとしている。数値目標は、次のとおりである。

- ① 2015 年度に売上高で 2～2.5 兆円、グローバル食品企業トップ 10 レベルの事業規模
 - ・ 国内酒類事業を除いた既存事業の年平均 2%程度の成長と国内外の事業投資の拡大
 - ・ 海外事業の売上構成比を 20～30%に拡大
- ② EBITDA／売上高比率で 12%以上
 - ・ 国内酒類事業を中心に既存事業の収益性向上を図る

- ・ 新規事業投資は EBITDA／売上高比率で 10%以上を目指す

(2) 中期経営計画 2012 (3 ヶ年計画)

アサヒの「中期計画 2012」の要約は次のとおりである。

- ① 国内酒類事業は世界の酒類メーカートップレベルの収益性を目指す
(国内酒類事業の営業利益率は 10%以上 (※酒税抜きベースで 18%) を目指す)
- ② 連結の営業利益率は 8%程度を目指す
(飲料・食品・国際事業の営業利益率は 5%以上)
- ③ 持分法投資利益は年平均 15%以上の成長を目指す
(「康師傅飲品」, 「青島ビール」でマーケット平均を上回る成長をサポートする)

次に、アサヒの「中期経営計画 2012」の事業別方針は次のとおりである。

① 国内酒類事業

ビール類事業では、「アサヒスーパードライ」と「クリアアサヒ」を中核ブランドとして、ビール・新ジャンルカテゴリーを最優先に各ブランドの強化に経営資源を集中することで、マーケットポジションの向上を図る。また、総合酒類事業では、収益性の向上を最優先課題として、製造子会社のコスト競争力の強化を進め、各カテゴリーにおける中核ブランドの育成、強化を図る。酒類事業全体の収益構造改革としては、グループ調達推進による原材料コストの低減などにより、限界利益率の向上を図る。また、設備投資水準の適正化による減価償却費の圧縮や生産・販売体制の見直しなど、固定費の圧縮も進めることにより、トータルで 2009 年比 250～300 億円の効率化を目指す。

② 国内飲料事業

事業の中核会社であるアサヒ飲料は、「三ツ矢」、「WONDA」等、基幹ブランドのさらなる強化と新ブランドの確立、及び自動販売機の増加とパーマシンの向上により、年平均 4%程度の成長を目指す。収益構造改革では、ペットボトルの内製化比率の向上に取り組むなど、全てのバリューチェーンにおいて効率的な運営を推進し、収益性の向上を図る。「エルビー」は、チルド飲料事業再編の核となるよう、事業基盤強化を最優先に収益性向上を図る。

④ 食品事業

アサヒフードアンドヘルスケアは、「ミンティア」など中核ブランドの強化に加えて、将来の成長に向けた酵母エキス・天然調味料事業の拡大を図る。和光堂は、ベビーフード No.1 ブランドとして育児品事業を更に成長させるとともに、高齢者事業など次なる成長に向けた新規事業の開拓を目指す。天野実業は、新たなチャネル、エリアでの販路拡大と通信販売事業の成長を目指す。また、業界トップクラスのフリーズドライ技術を駆使し、新たなカテゴリーの創出により更なる成長を目指す。こうした各社の取り組みに加えて、グループの食品事業として全てのバリューチェーンにおいてシナジーを追求し、事業全体の収益性向上を図る。

④ 国際酒類事業

中国ビール事業では、青島ビールと既存ビール事業との相互受託製造や共同調達等による収益性向上を推進し、早期の黒字化を目指します。また、青島ビールの成長をグループとして全面的にサポートすることにより、持分法投資利益の拡大を図る。その他の地域においては、有力パートナーとの現地生産や製造・販売ライセンスなどにより、「スーパードライ」のプレゼンス拡大を目指す。

⑤ 国際飲料事業

シュウェップス・オーストラリアは、主要ブランドの更なる成長と新規ブランドの育成、新たな販売チャネルの開拓により、売上拡大と収益性向上を図る。康師傅飲料は、主力カテゴリーに経営資源を集中することで、更なるマーケットシェアの拡大を目指しています。グループ全体で、中国飲料メーカーNo.1を目指した支援体制を強化することにより、持分法投資利益の拡大を図る。韓国のヘテ飲料は、更なる収益構造の改革に加え、中核ブランドの成長を図る。さらに、こうしたアジア・オセアニア地域におけるグループのネットワークを活用し、開発や調達・生産・マーケティングなど全ての面での協業を進め、グループ全体の競争力強化を図る。

(3) キャッシュフロー・成長基盤の強化に向けた投資

中期計画3カ年で創出されるキャッシュフローは3,600億円以上を目指す。その配分は、成長基盤の強化に向けた事業投資や、資本・業務提携を最優先とする方針である。既存事業の効率化投資や環境投資などは積極的に進めるが、設備投資全体では、必要最低限の1,000億円程度に抑える予定である。尚、大型の投資案件など、自己資金以上の資金需要発生の際には、金融債務を柔軟に活用する。

(4) コーポレートブランドステートメントの制定

アサヒは、グループ全体で価値観を共有し、次代に向けた企業姿勢を明確に表明していくために、グループ共通のコーポレートブランドステートメント「その感動を、わかちあう。」を制定した。新たなブランドステートメントには、世界中の人々に感動していただける製品やサービスを提供し続け、その感動をお客様とわかちあいながら成長を続ける企業グループを目指していくという思いを込めている。

(5) 売上成長や収益確保が困難な状況への対応

ビール大手各社が事業のグローバル化を急ぐ理由は、国内マーケットが低迷していることにある。ビール、発泡酒、第三のビールを合わせた国内の出荷数量は2004年から漸減を続ける。2011年上半期の出荷量は、前年同期比3.5%減の2億32万3000ケースと、過去最低を更新した。3年後のビール類マーケットは2009年比で3～4%減少すると想定している。マーケットの成長が期待できないなか、グローバルで勝ち残るためには、国内で価格競争をすることはいけない。業界全体で収益性を向上させる方向に進むと考えられている。

最大のリスクは、売上成長を果たせるかどうかである。そのためにも製品開発力と営業体制を強化していかなければならない。お客様や流通の変化に対応した組織・体制に変えていくとしている。売上については、発泡酒から新ジャンルへのシフトを見込んでいるがトータルではほぼ横ばいで想定しており限界利益への影響は軽微である。コストダウンについては、製品市況の下落などによる原材料コストの低減、グループ調達の推進、製造子会社の間接コスト低減などにより、100億円以上の効率化を目指していく。国際事業の中で3ヵ年の増収・増益幅が一番大きいのは、本年4月に子会社化したシュウェップス・オーストラリア社である。また、中国のビール事業や韓国の飲料事業でも黒字化を目指していく。トータルの増益幅としては飲料事業が大きくなる。国内酒類だけでは成長が期待できないため、飲料や食品の分野でも事業基盤の拡大を目指したいとしている。このため、飲料、食品、海外で成長を確立するためにも、国内酒類事業は、益々収益性を高めていかなければならない。

4.5 戦略資産

(1) 中核技術

ビールでは、22年にわたってスーパードライを1億缶以上生産してきた高いモノ作り能力をもつ。消費者の嗜好するコクとキレの両方を満たす「508酵母」を開発するなど、優れた開発能力をもつ。なお、特許件数で、キリンの1,165件に対し、アサヒは1,266件と凌駕している。発泡酒や第三のビールにおいても、味がしっかりおいしく、ビールに近い存在の本格定番系では、本生ドラフト、ちょっとした贅沢を感じられるコクリッチ系としては贅沢日和、健康機能系ではスタイルフリーやアサヒオフと、複数のジャンルにおいても定番製品を開発できる技術力を有する。ディザーと呼ばれる、製品名もデザインも明かさずに消費者の興味を発売まで引き付ける広告の手法などを活用し、消費者に対し製品を訴求する巧みな能力をもつ。飲料事業では、品質保証システムの国際規格「ISO9001」、環境配慮の国際規格「ISO14001」、食品総合衛生管理システム「HACCP」（清涼飲料水）を各々取得している。食品事業では、酵母エキスや天然調味料、業界トップクラスのフリーズドドライ技術を有する。

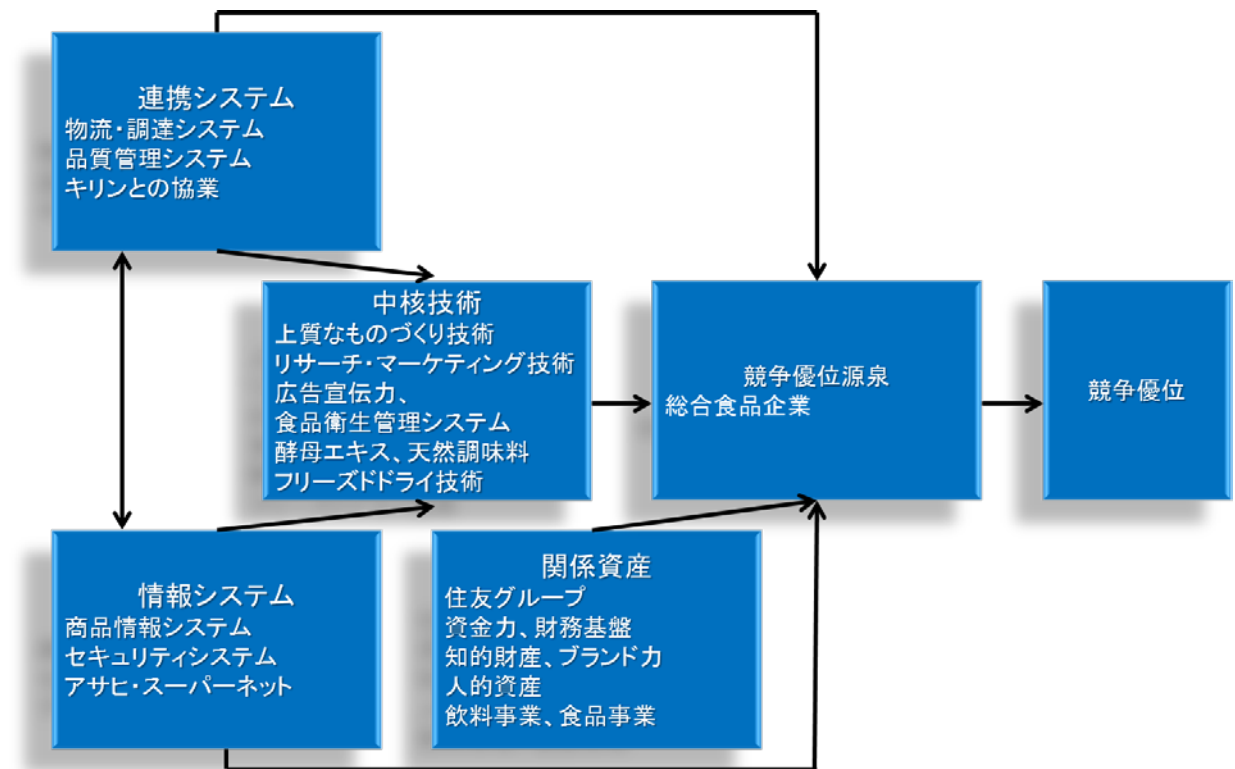


図 4.5(1) アサヒの酒類事業の戦略資産

(2) 連携システム・情報システム

樋口元社長陣頭指揮によって行われたアサヒビールの改革のフレッシュローテーションシステムで培った、高い品質の物流のシステムをもつ。フレッシュローテーションシステムとは、最高の品質のビールを追求するため、味と鮮度にこだわり、製造から工場出荷までの期間を短縮するとともに、マーケットで3ヵ月以上滞留したビールを回収するシステムをいう。このシステムは、アサヒビールの決意表明ともいえる大胆な施策で、鮮度の追求は酒販店からも高く評価され、厚い信頼関係を築くことで躍進の基盤をつくった。そして、営業・生産・物流の各部門が一体となり、消費者情報の幅広い収集による需要予測精度の向上、適正在庫の維持管理、需要動向に応じた柔軟な製造体制を確立した。また、自動ピッキングシステムや工場内物流システムなどの導入により工場出荷能力の増強を図ったほか、全国9つの工場から直接出荷を推進することで在庫水準を削減し、製造から店頭までを最短日数で届ける体制を確立した。こうして、「フレッシュマネジメント活動」のスタート当初の実行目標は工場で製造後10日たった製品は出荷しない、であったが、その後の改善により、1996年には製造後、工場出荷まで5日以内を達成できるようになった。現在では、3日以内を達成。1998年には、製造から酒販店まで7日台の配送という生鮮食料品なみの「フレッシュマネジメント活動」に取り組んでいる。このようにして、アサヒビールでは「すべてはお客様の“うまい”のために」を合い言葉に、鮮度のみならず、製造から販売までの全工程における品質管理を徹底している。さらに2011年8月から、ライバルのキリンと首都圏で物流の協業を開始した。両社が保有する拠点の立地を活かして、東京都の一部エリアでの小口配送の共同化と、茨城県・埼玉県・長野県・静岡県の4県で

空容器の共同回収のテスト展開を行う。物流インフラを効率良く活用でき、業務効率化とコストの削減が期待できる。アサヒは、1995 年に「アサヒ・スーパーネット」と呼ばれる全社的な情報インフラシステムを構築した。このシステムは、全国的な営業支援システムとして大きな力を発揮した。全国の営業担当者からの情報を素早く分析し、フィードバックしたり、営業担当者同士の相互アドバイスと知恵の交換を実施したり、特約店や酒販店にも旬な情報を伝えたりすることができ、当社の営業力向上に大きく貢献した。なお、日本ブランド戦略研究所が企業情報サイトを毎年調査しており、会社案内、ニュースリリース、技術・品質、CRS・環境、IR、経営理念の 6 つのコンテンツで評価を出している。当社は、2011 年では 18 位と 2010 年 19 位、2009 年 17 位と安定的に上位 20 位以内に入っている。

(3) 関係資産

日本を代表する飲料品メーカーとして、JCR で AA－、R&I で A＋と高い格付けを獲得している。SWOT 分析の当社の強みとしてあげた人材や資金力・財務基盤の強さ等を有する。カゴメとの協業により、「アサヒベジータ」や「アサヒベジッシュ」など、互いの強みを活かした製品を共同開発し、新価値・新需要の創造に取り組んでいる。また、両社は全国に 44 の共同の配達網を構築し、当社のビールを積んだトラックがカゴメ工場に立ち寄ってジュースを積んだ後に全国に配送したり、両社の自動販売機に互いの製品を供給したりと物流・販売網における効果も出ている。また、住友グループがバックにいる強みもある。住友系のグループが主要株主に名を連ねていることに加え、旧住友銀行からは過去に 4 代連続で社長の派遣を受けた。住友グループが積極的に使用することで、販売面にプラスがある事に加え、三井住友銀行からの資金調達面でのプラスもある。さらに、サントリービールを日本で一番売る居酒屋チェーンになるとの約束を掲げ、創業以来サントリー筋でいたワタミが、2009 年に当社から 4%の出資を受け入れ、ワタミでのビール系飲料がすべてサントリーから、スーパードライに変わった。グループ企業のアサヒ飲料は、「ワンダ」、「三ツ矢」、「十六茶」、「富士山のバナジウム天然水」等の定番ブランドを有し、国内での強固な事業基盤を有している。仕入れや物流、販売などにおいて、酒類事業とシナジー効果がある。

(4) 競争優位源泉

スーパードライはブランドとしてのプレゼンスを確立している。この段階まで製品力が成熟すると、余程の大事が無い限り、急速に販売量が減少することはない。逆に、築き上げた味やコンセプトを変えると、客離れを起こすリスクが高い。急速にシェアを伸ばしていたスーパードライに対し、麒麟は 1996 年に、ラガーを生化した。味の調整をし、軽さを加えるという、スーパードライを意識した味の変化を実施し、それまでの麒麟の愛飲者の不興を買った歴史がそれを裏付ける。

【戦略資産の考察】

当社の経営理念に「酒類、飲料、食料、薬品などの事業を通じて国の内外を問わず、全ての人々の健康で豊かな生活文化の向上に役立ち、社会に貢献し、社会の信頼を得て発展す

る企業を目指す」、「消費者の心を我が心として、新しい時代の生活感覚に適した製品作りに努め、消費者のニーズと期待に応える」とある。近年の、日本国民の健康への関心は、メタボリックシンドローム（内臓脂肪症候群）に代表される生活習慣病対策をはじめ、ダイエットなどの健康維持へと向かい、その要望と欲望は果てしないところである。2005年にチルド飲料を展開するエルビー、健康食品のサンウエル、2006年にはベビーフードの国内最大手の和光堂を傘下に置き、研究開発体制の強化や製品分野を拡充。2007年にカゴメと業務・資本提携を締結し、健康分野の強化を促進した。酒類でも2003年に糖質50%カットした本生アクアビール、2007年に糖質ゼロのスタイルフリーを販売した。また、2008年に大豆たんぱく質成分の一種に、満腹感を持続させる効果があることを発見した。植物由来の一般的な食品素材で、安心して摂取できる。この満腹タンパクを使って、子会社のアサヒフードアンドヘルスケアはダイエット食品のスリムアップスリム プレシヤスシェイクを販売した。

特定健診・保健指導が始まった2008年以降、健康に対する需要が高まっているおりに、食と健康をドメインとしたアサヒの経営は、社会適合に成功していると言える。

4.6 企業成長戦略

アサヒは、CFを産み出す国内酒類事業の収益性を、工場の統廃合や流通管理によりさらに向上させるとしている。そこで産み出されたCFは、酵母エキス、天然調味料、フリーズドライ、育児および高齢を対象とした食品事業へと投資される。さらに中国、オセアニアマーケットを基盤にして、アライアンス提携やアサヒブランドの事業展開により、中国事業のさらなる拡大と、アジアマーケットへの進出を果す。そして、豊富なCFと円高を武器にして、世界の酒類・飲料マーケットへと進出するために、アジアブランドや米EUブランドの買収が積極的におこなわれると推察される。アサヒは、キリンと比べて規模は見劣りするものの、海外でのM&Aを継続して手掛けてきた。2010年に、オーストラリアにオセアニア統括会社を設立した。オセアニア地域では酒類のみならず、清涼飲料メーカーの買収を進めてきたため、酒類・清涼飲料事業の相乗効果を高めるのが目的である。2009年に豪州の清涼飲料第2位のシュウェプス・オーストラリアを買収し、2011年に同3位のピー・アンド・エヌ・ビバレッジズ・オーストラリアの一部事業の取得を完了した。さらに、ニュージーランドの飲料メーカーであるチャーリーズ・グループと同国の酒類大手メーカーであるインディペンデント・リカーの買収を完了する予定である。総投資額は約2,000億円により、オセアニア地域での1,000億円の売上高と、15の工場、そして27の物流拠点を確保することになる。

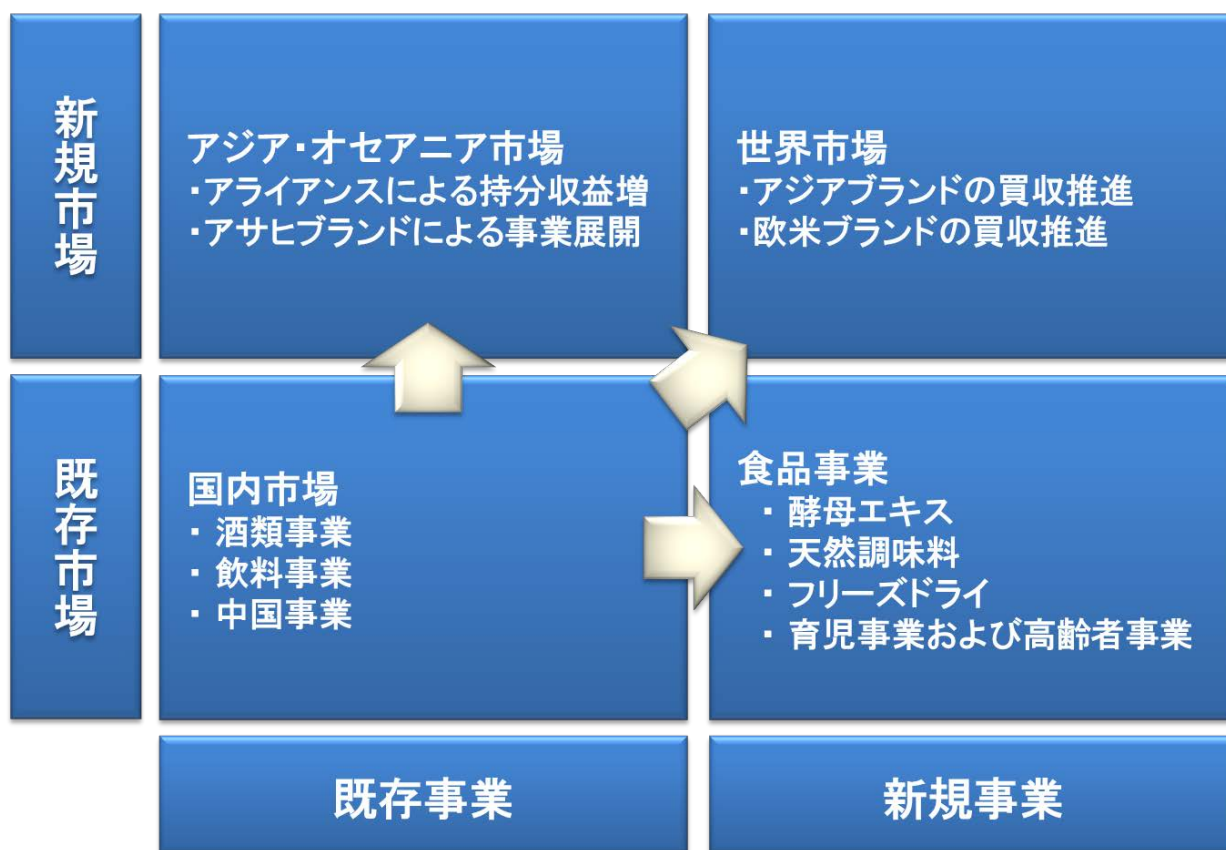


図 4.6 アサヒの企業成長戦略

東南アジアでも M&A を加速する方針で、2011 年にはマレーシアの清涼飲料第 2 位のペルマニスの買収を決定した。マレーシアの清涼飲料マーケットは、2010 年までの 5 年間で平均 6~7%成長する見込みである。隣国のインドネシアも年率 10%程度の伸びが予想されている。中国のビール生産・消費量は、2003 年に米国を抜き、世界第一位となり、その後も拡大している。また、1 人あたりの年間消費量は、24.4 リットルと日本人の消費量の半分に過ぎず、拡大余地が十分に残されている。アサヒは 1993 年に中国進出をはたしたが、物流を担う伊藤忠商事と、ビール製造・マーケティングを担うアサヒが共同で、香港の CSI ブルワリーに出資（アサヒ 40%、伊藤忠商事 35%）している。この CSI ブルワリーの傘下に、杭州ビールがあり、杭州ビールの傘下に嘉興ビール、福建州ビールがある。この出資により、これら 4 社の経営権を取得している。アサヒは、豊富な CF と円高を武器にして、益々海外企業の M&A を積極的に仕掛けていくものと推察される。

表 4.6 アサヒの海外企業の買収または提携（2009 年～）

2011 年 11 月	
ベルマニス（マレーシア・清涼飲料）	216 億
円	
2011 年 9 月	
インディペンデント・リカー・グループ（NZ・酒類飲料）	976 億
円	
2011 年 9 月	
ピー・アンド・エヌビバレッジズオーストラリア（豪・飲料）	163 億
円	
2011 年 9 月	
チャーリーズ・グループ（NZ・飲料）	82 億
円	
2010 年 10 月	
頂新ホールディングス（中国：資本提携で 6.54%出資）	435 億
円	
2009 年 4 月	
シュウェップス・オーストラリア（豪・飲料）	770 億
円	
2009 年 4 月	
青島ビール（中国・飲料：資本提携で 19.99%出資）	680 億
円	

4.7 資源循環

（1）事業評価基準設定

2015 年に売上高 2 兆円以上，海外売上高比率 20%以上と意欲的な目標を掲げている。また，国際会計基準を意識し，EBITDA を採用している。しかし，FCF や資本コストを意識した EVA，ROIC，WACC は採用されていない。

（2）事業の選択と集中

中期計画においては，スーパードライをはじめとした酒類事業のさらなる収益性向上がフォーカスされている。他に CF 増大が期待できる事業がないことの裏返しであると考えられる。

(3) CF 増大

とくにスーパードライは、国内ビールで最も販売量の多いヒット製品として知名度が高く、広告宣伝に頼る必要が無い。また、工場の統廃合や流通管理により、さらなる収益性の向上が期待されている。今後も、CF を産み出す源泉として期待されている。

(4) 成長投資による事業拡大

アサヒの課題は、国内ビール会社から、国際総合飲料食品メーカーへの転身である。アサヒは、2010 年度の 1 兆 4,900 億円の売上高を、2015 年度は 2 兆円以上に引き上げる目標を掲げている。この目標を達成するためには、海外企業の M&A を軸に、売上高で年間平均 1,000 億円規模の案件を仕上げていく必要がある。アサヒは 2011 年度と 2012 年度の M&A に最大 4,000 億円を投じる方針である。

【資源循環の考察】

アサヒが、アジア・オセアニア地域で M&A を展開するリスクとして、欧米企業や日本企業などの複数の買手が争うことで、M&A 価格が高騰することが考えられる。実際に、アサヒのインディペンデント (NZ) の買収案件では、サントリーやコカ・コーラ・アマルテイル (豪) が一時関心を示したため、買収プレミアムがかさんだ。SAB ミラー (英) が、フォスターズ・グループ (豪) に対し 7,600 億円規模の敵対的買収を仕掛けると発表した。また、ネスレ (スイス) は東南アジアでの飲料事業の拡大に向けて、シンガポールの研究開発拠点を増強しているほか、ベトナムでの工場新設を計画中である。さらに、コカ・コーラ (米) は、フィリピンでの工場拡張などに積極的に投資を拡大している。このように、アジア・オセアニア地域での食品・飲料メーカー間の競争が激化している。規模で劣るアサヒにとって、不利な戦いをしいられる危険性も考慮すべきである。

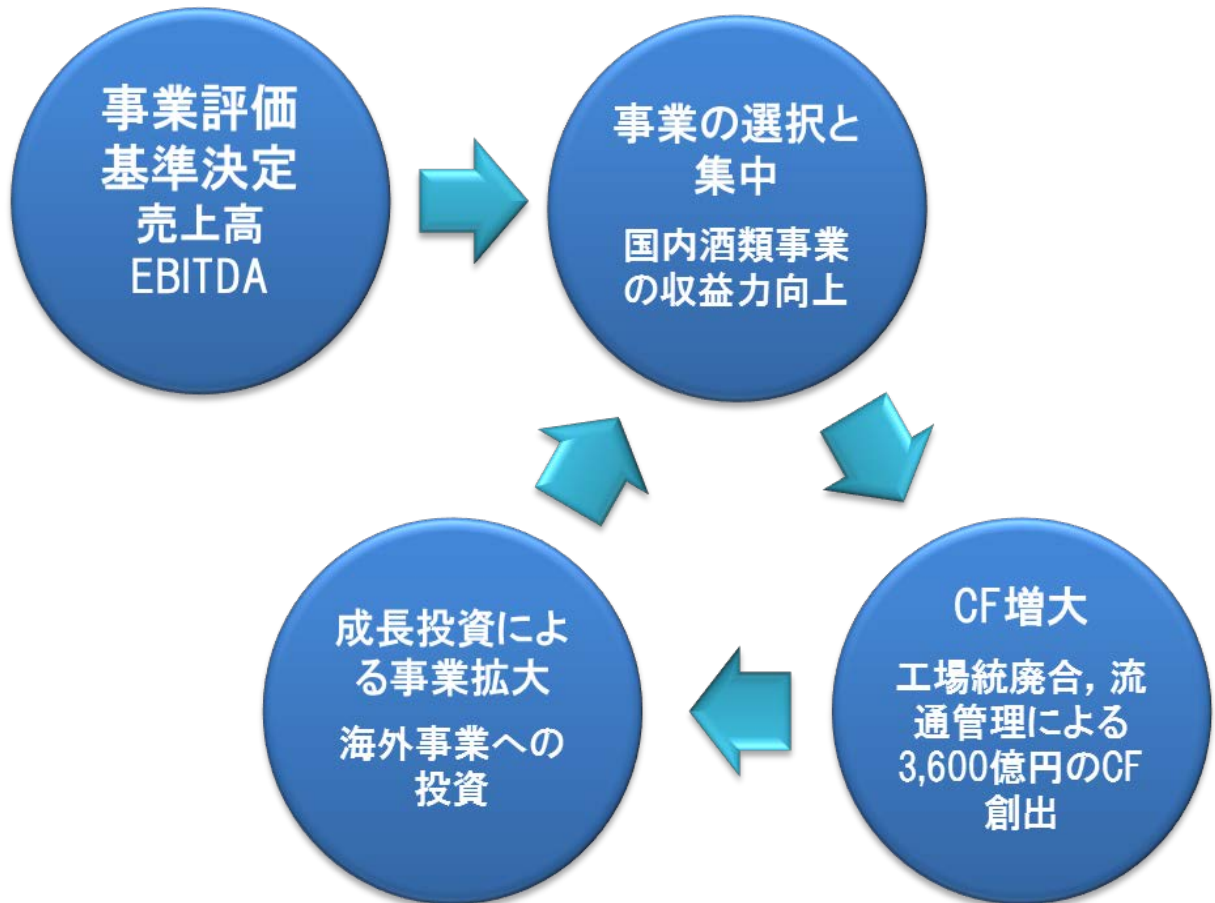


図 4.7 アサヒの資源循環

4.8 事業ポートフォリオ

(1) 酒類事業

ビールマーケットは、毎年 1%から 3%減で縮小する成熟マーケットである。アサヒはマーケットシェア 50%を超えるビール分野が、CF を産み出す「金のなる木」となっている。ビールの原料と製法を応用し、低税率を売り物にしてきた発泡酒マーケットは、2003 年の法改正により酒税率が上げられると、第三のビールにマーケットを奪われたため、マーケットそのものが 17.7%減と大きく縮小している。一方、第三のビールは 8.7%増と成長しており、競争が激化している。このマーケットにおいて、2010 年度のアサヒは出荷量を 18.9%伸ばし、シェア第 2 位 (24.4%) を確保している。しかし、シェア首位の麒麟 (38.5%) とは大きな差がついている。総じて、酒類事業は収益性が高く、CF を産み出す源泉であると言える。

(2) 飲料事業

アサヒ飲料は、2004 年度から増収を続け 2010 年度の売上高は 2,916 億円であった。一方、かねてから低収益性を指摘されていたが、2010 年度は営業利益が 101 億円 (営業利益率 3.5%) を計上するまでに回復した。アサヒは「富士山のバナジウム天然水」ブランドを中心とするミネラルウォーター事業を 100 億円規模で行なっているが、2010 年にハ

ウス食品から買収した「六甲のおいしい水」との相乗効果が期待されている。エルビー（東京）は、2006年度から増収を続け、2010年度の売上高は190億円で、営業利益は4億円（営業利益率2.1%）であった。しかし、2007年度と2008年度は利益が出ていない。エルビー（名古屋）は、2006年度から売上高が横ばいで2010年度の売上高は47億円で、営業利益は5億円（営業利益率10.6%）であった。総じて、飲料事業は収益性の向上が課題であるが、問題児からスターへの転身が期待される。

（3）食品事業

アサヒフードアンドヘルスケアは、2006年度から増収を続け、2010年度の売上高は471億円で、営業利益は21億円（営業利益率4.5%）であった。和光堂は、2006年度から売上高が横ばいであり2010年度は366億円で、営業利益は21億円（営業利益率5.7%）であった。天野実業は、2006年度から売上高が微増傾向であり、2010年度は167億円で、営業利益は5億円（営業利益率3.0%）であった。総じて、食品事業は売上高の向上、すなわち規模の拡大が課題であり、問題児からスターへの転身が期待される。

【事業ポートフォリオの考察】

マーケットの成長率をみると、第三のビール以外は成熟マーケットであると言える。よって、酒類事業のビール、飲料事業、食品事業のビールは収益性の向上が課題である。とくに飲料事業と食品事業は、利益を出せる体質へと変わりつつあるため、規模の拡大を合わせて検討すべきである。一方、現在、酒類事業で産み出される豊富なCFは、飲料事業と食品事業へ投資されるとともに、アジア・オセアニア地域での企業買収が進められている。このマーケットの成長率は著しく高い。また、シュウェップス・オーストラリアの2010年度の売上高は8.7億豪ドルで、営業利益は67百万豪ドル（営業利益率7.7%）、青島ビールの2010年度の売上高は180億中国元で、営業利益は16億中国元（営業利益率8.8%）と収益性がよい。アジア・オセアニア事業は、アサヒが成長戦略をサポートし、持分法投資利益を拡大するとともに、現地の有力卸との提携により販売チャネル・エリア開拓によるアサヒブランドのプレゼンス向上が期待される。

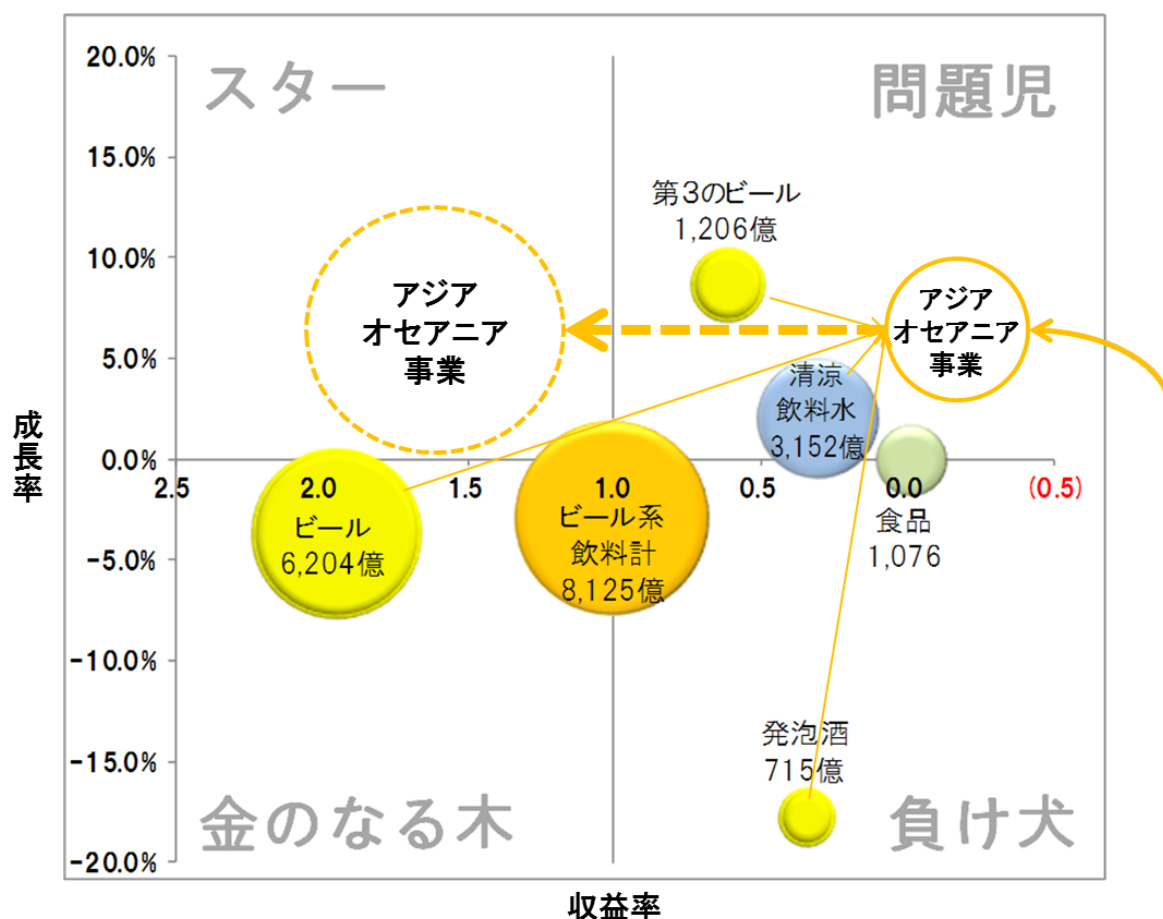


図 4.8 アサヒの事業ポートフォリオ

4.9 経営課題

アサヒは、スーパードライによる豊富な CF 創出により、有利子負債が圧縮され、財務上の不安がなくなりつつある。かつて、競合に比べて小出しに行っていた投資も、積極的に行えるようになった。よって、これまでの「質」に拘った経営から、「量」に拘った経営への転換が期待される。実際に、アサヒの「長期ビジョン 2015」で掲げられた目標は、(1) 国内外の事業投資を拡大、(2) 海外事業の売上構成比 20~30%、(3) 新規の事業投資でも EBITDA/売上高比率 10%以上、という数値目標を掲げている。数値目標を達成するための、アサヒの優先課題は、(1) 当期純利益率を海外メジャーの水準に向上させること、(2) ポスト・スーパードライに相応しい「スター」を誕生させること、(3) 海外事業を強化すること、(4) 飲料事業および食品事業の収益性を向上させること、であると考えられる (表 2.9)。

(1) 当期純利益率を海外メジャーの水準に向上させる

2010 年度のアサヒの当期純利益率は 3.6%であったが、アンハイザー・ブッシュ・インベプ (ベルギー) が 15.4%、ハイネケン (蘭) が 9.5%、SAB ミラー (英) が 16.2%と、海外メジャーと比べると驚くほど低値である。この原因として、他国に比べて法定実効税

率や人件費が高いことがあげられるが、その他に海外メジャーに比べて M&A 後のシナジー効果を産み出すための大胆なリストラクチャリングが不十分であることや、成熟マーケットに4つビールメーカーが凌ぎを削り合う中で、買い手の交渉力が益々強くなり、値引きによる利幅減少が大きく影響していると考えられる。ビールマーケットは1994年のピーク時から18%も縮小した。縮小するマーケットでは、スーパードライのような高シェア製品を持つ企業の強みは弱みになる。このまま大手4社がそれぞれ毎年工場を閉めながら凌げるかという点、損益分岐点の視点からもどこかで限界になる。現在、大手4社の足元の事業環境が安定しているため、各社とも今はそういった再編の機運はないが、景気低迷の遷延化や原材料高などコストアップ要因が増えると、大手4社同士の M&A もあり得る。

(2) ポスト・スーパードライに相応しい「スター」を誕生させる

1989年に不朽のヒット製品「スーパードライ」の登場によって、落日のアサヒは朝日となった。当時はバブル前期であり、全てが右上がりに見えた。スーパードライを手に入れたアサヒも、積極的な投資を行ったものの、後述のように大火傷をおい、多額の有利子負債を抱えることになった。自己資本比率の低下は成長事業への投資を抑えることになり、その結果、発泡酒や第三のビールという新カテゴリーや、海外事業の展開において競合の後塵を帰すことになった。その後、アサヒはスーパードライの収益性を高めるため、サプライチェーンの効率化を図り、固定資産を減らすなどのリストラクチャリングにより、金のなる木に育て上げることに成功した。スーパードライが産み出す豊富な CF により、有利子負債が減少し、当期純利益を増やすことに成功した。しかし、かつてのスーパードライに代わる「スター」が育っていないことが、アサヒの大きな問題である。

(3) 海外事業を強化する

かつて、アサヒは海外事業に積極的な投資を行い、大火傷をおった経験をもつ。1990年にアサヒは1,100億円を投じてエルダーズ（後のフォスターズ）の株式19.9%を取得した。エルダーズは、豪州に本社を構える老舗ビールメーカーで、M&A を繰り返すことにより事業を拡大し、当時世界第4位のビールメーカーに成り上がった。しかし、借入金で事業を拡大する戦略が金利上昇によって頓挫し、豪州史上西田の1,500億円の赤字を計上した。そこで、スーパードライの海外展開を計画していたアサヒがエルダーズの株式を購入し、子会社化とした。しかし、エルダーズの業績は回復せず、1997年にアサヒはフォスターズ（旧エルダーズ）に持株を全て売却し、豪州から撤退した。当時の社長は、アサヒ中興の祖と称される樋口廣太郎氏であった。世界22カ国に工場と販路を有するエルダーズの案件は、スーパードライという強い製品を手に入れた樋口氏にとって、渡りに舟であったと言われている。しかし、スーパードライがエルダーズの販路に乗って、世界中に行き渡る日は来なかった。一見したところ、ビールは世界共通に見えるが、実は強い地域性を有している。このことが盲点の一つであったと考えられる。また、エルダーズの案件は、キリンがアサヒより先に声をかけられたが、エルダーズの複雑な事情を勘案して子会社化を見送ったとされている。この経験から学ぶべき点は、第一に、地域性を重視した製品開発を行うこと、第二に、子会社化する案件は競合の食い残しである危険性が大きいことである。しかし、20年後の現在、アサヒは単なる「スーパードライ」ブランドに依存し

た酒造メーカーではなくなった。すなわち、アサヒの強みは、豊富な CF を産み出す製造技術と流通マネジメント能力である。現地企業とのアライアンス提携から、さらに踏み出した M&A により、買収した企業や事業をより収益性の高いものへと昇華させるだけの能力を身に付けたと考えられる。20 年前の失敗に学ぶことを必須条件にすれば、アサヒの海外事業の拡大は明るい未来が待っていると言えよう。

(4) 飲料事業および食品事業の収益性を向上させる

事業セグメント別の財務諸表分析の結果から、アサヒの事業ポートフォリオにおいて、酒類事業は豊かな CF を創出しているのに対し、飲料事業および食品事業の CF の創出力は未だ脆弱である。しかし、個別に分析すると、売上高および営業利益は増収・増益傾向が認められており、今後も積極的な投資を継続と、酒類事業とのシナジー効果により収益性の向上が期待できる。

表 4.9 アサヒの経営課題

	経営課題
(1)	当期純利益率を海外メジャーの水準に向上させる
(2)	ポスト・スーパードライに相応しい「スター」を誕生させる
(3)	海外事業を強化する
(4)	飲料事業および食品事業の収益性を向上させる

5 企業戦略策定

5.1 企業戦略案の立案

(1) 食品事業の収益性強化を目指したハウス食品の買収

アサヒの事業ポートフォリオは、酒類事業をコアとして、飲料事業と食品事業に多角化している。とくに食品事業は、規模が小さく、マーケティング・企画・開発・調達・製造・販売のバリューチェーンが脆弱である。そこで、これらを補完するとともに、事業内容や事業ポートフォリオから、シナジー効果が期待できるハウス食品の買収を立案する。

(2) 飲料事業の収益性強化を目指した伊藤園の買収

アサヒの事業ポートフォリオは、酒類事業をコアとして、飲料事業と食品事業に多角化している。飲料事業の弱みは自動販売機の設置台数が少ないことである。また、ファイブ・フォース分析でも明らかなように、買い手の交渉力が益々強くなっている。そこで、これらを補完するとともに、事業内容や事業ポートフォリオから、シナジー効果が期待できる伊藤園の買収を立案する。

(3) 医薬品事業への参入を目指した持田製薬の買収

アサヒの醸造技術は医薬品事業に応用することができる。競合であるキリン、サントリー、そしてかつての競合であった宝酒造、協和発酵も医薬品事業を興し、本業を上回る収益性を誇る企業もある。そこで、循環器疾患領域に強みをもち、高い開発力と営業力を持ちながらも、パイプライン不足に悩む持田製薬の買収を立案する。

(4) アジア・オセアニア地域での M&A 戦略の強化

2009 年以後、アサヒはアジア・オセアニア地域でのアライアンス提携や M&A を加速している。また、長期ビジョンに示されたとおり、海外売上高比率を現在の 10%から 20～30%に拡大するとしている。そこで、ビールの消費量が多く、かつマーケット成長の余力があるアジア・オセアニア地域での M&A 戦略の強化を立案する。

(5) 欧米企業の M&A 戦略

アサヒは日本とアジア・オセアニア地域以外の売上高が乏しいため、欧米への進出も十分に考慮する余地があると考えられる。したがって、成熟マーケットながらも、アサヒの成長にはプラスに働くと考え、欧米企業の M&A 戦略を立案する。

5.2 企業戦略のスクリーニング

立案した企業戦略案をスクリーニングするための評価項目と内容を表 5.2(1)に示す。評価項目として、マーケットの成長性、適合度、経営理念・ビジョンとの整合性、競争優位とし、さらに競争優位は、戦略資産、能力(Capability)、コスト優位性、差別化戦略、シナジー効果とした。次に、企業戦略(案)のスクリーニング評価項目に基づいて、各企業戦略(案)をスクリーニングする。選択基準は、大きくプラスに影響する場合は+2点、プラスに影響する場合は+1点、営業が乏しい場合は0点、マイナスに影響する場合は-1点、大きくマイナスに影響する場合は-2点としてスコア化し、総合評価を算出した。その結果、企業戦略として(1)ハウス食品の買収と(5)アジア・オセアニア地域での M&A が採択された。

表 5.2(1) 企業戦略(案)のスクリーニング評価項目

評価項目		内容
マーケットの成長性		マーケットの規模、魅力度、成長性
適合度		競合の有無、競合の参入障壁の有無
経営理念・ビジョンとの整合性		経営理念・ビジョンとの整合性の問題の有無
競争優位	戦略資産	活用できる戦略資産の有無
	能力	活用できる能力(Capability)の有無

	ローコスト戦略	コスト優位性の有無
	差別化戦略	独自優位性の有無
	相乗効果	既存事業とのシナジー効果の有無

表 5.2(2) 企業戦略（案）のスクリーニング結果

	成長性	適合度	経営理念	戦略資産	能力	コスト	差別化	相乗効果	総合評価	採否
(1) ハウス食品の買収	0	-1	1	1	1	0	0	1	4	採
(2) 伊藤園の買収	0	-1	1	1	1	0	-1	1	2	否
(3) 持田製薬の買収	1	-1	0	1	0	0	0	0	1	否
(4) アジア・オセアニア地域での M&A	2	0	2	2	1	0	0	1	8	採
(5) 欧米企業の M&A	1	-2	0	0	-1	0	0	1	-1	否

5.3 企業戦略の財務シミュレーション

5.3.1 ハウス食品の買収

ハウス食品は、香辛食品類事業，加工食品類事業，調理済食品類事業，健康食品・スナック類事業を展開する食品メーカーで，資本金は 99.5 億円，2011 年度の売上高（見込み）は 2,170 億円である。

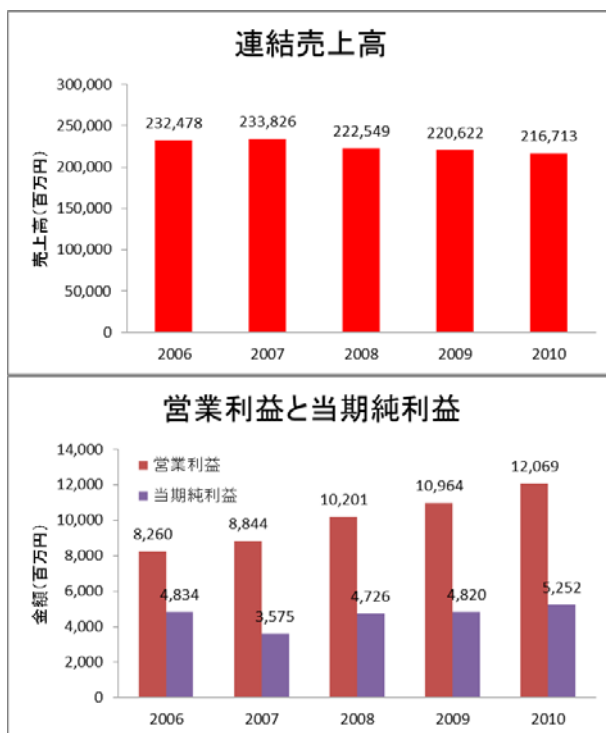


図 5.3.1(1) ハウス食品の連結売上高 図 5.3.1(2) ハウス食品の営業利益と営業利益率

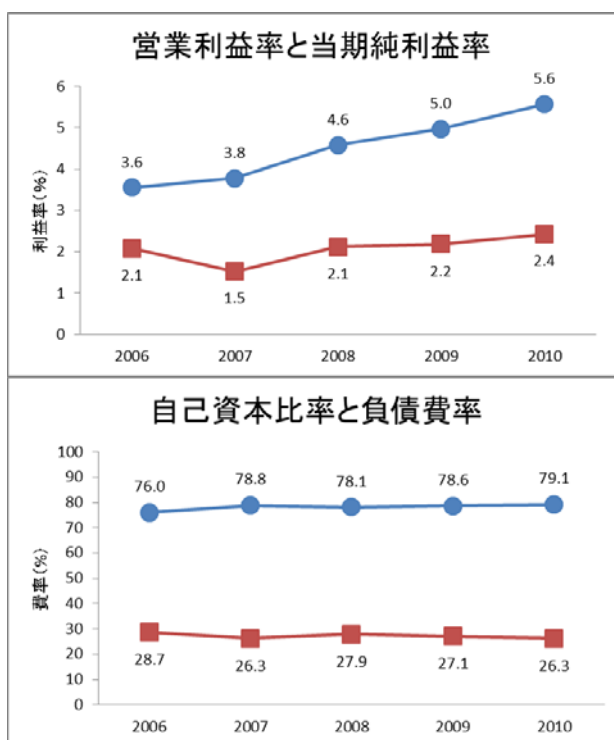


図 5.3.1(3) ハウス食品の利益率 図 5.3.1(4) ハウス食品の財務の安全性指標

過去 5 年間のハウス食品の連結売上高は横ばい傾向である。営業利益は増益傾向にあり、当期純利益は微増傾向にあるが、当期純利益率が 2.0%前半で推移していた。また、財務上の特徴として、株主資本が厚く、安全性が高いことがあげられる。実質的に無借金で

財務健全性の高い保守的な企業と言える。ただし、株主の目線から考えると、借入れなどを行って、全体的な WACC を下げる努力が必要であると考えられる。営業 CF が順調に拡大するとともに、投資 CF も継続的に投下されていた。また、FCF も 2009 年以後、プラスに推移していた。ハウス食品は、財務上の健全性に加えて、効率性と生産性の高い企業であると判断できる。

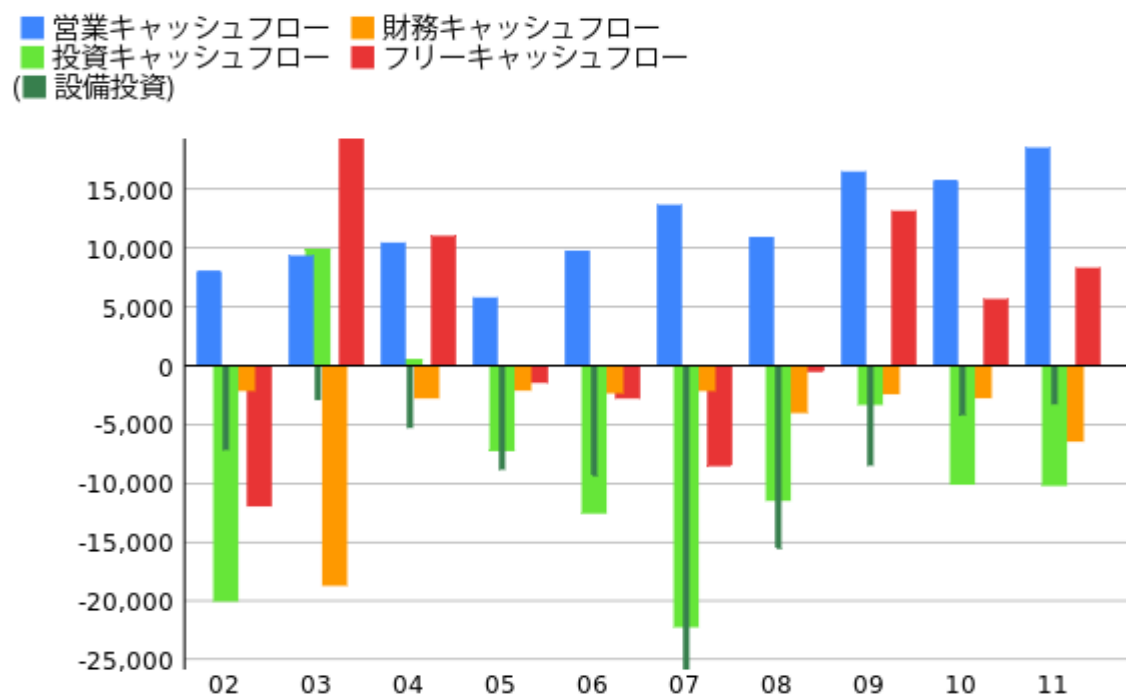


図 5.3.1(6) ハウス食品の CF

表 5.3.1 ハウス食品の会社概要

会社名	ハウス食品株式会社
事業内容	食品製造加工ならびに販売、その他
本社	〒577-8520 大阪府東大阪市御厨栄町 1 丁目 5 番 7 号
創業年月日	大正 2 年 11 月 11 日
設立年月日	昭和 22 年 6 月 7 日
資本金	99 億 4,832 万円 (平成 23 年 3 月 31 日現在)
発行可能株式総数	391,500,000 株 (平成 23 年 3 月 31 日現在)
従業員数	2,155 名 (平成 23 年 3 月 31 日現在)
平均年齢	平均年齢 41 歳 8 か月 (平成 23 年 3 月 31 日現在)
取引銀行	三井住友銀行・三菱東京 UFJ 銀行・住友信託銀行

(1) アサヒのベースケース

アサヒの既存事業の財務シミュレーションを行う。財務シミュレーションの仮説設定および前提条件は、次のとおりである。

- ① 予測期間は2012年度から2016年度までの5年間とする。
- ② ベースケースは、連結指標に基づいて算出する。
- ③ 売上高は、2010年度が実績、2011年度が同社予測値を採用した。2012年以後の売上高は、年率1%増で成長すると設定した。
- ④ 2011年度の売上原価比率は2010年度実績の1%減とし、2012年度以後は一定と設定した。
- ⑤ 資本的支出と減価償却費は2010年度の実績に基づき、2011年度以後は一定と設定した。
- ⑥ WACCは、2010年度の実績に基づき、2011年度以後は一定と設定した。
- ⑦ 法定実効税率は40.5%に設定した。

アサヒのベースケースの財務シミュレーションを行った結果、EVAは2012年度が324億円、2013年度が299億円、2014年度が274億円、2015年度が249億円、2016年度が223億円であった。

表 5.3(1) アサヒのベースケースの財務シミュレーション

	条件	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高	2011年度同社予想値、以降1%成長	1,489,460	1,490,000	1,504,900	1,519,949	1,535,148	1,550,500	1,566,005
売上原価比率	2010年度から1%減、以降一定	63.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%	62.3%
売上原価		943,323	928,765	938,053	947,433	956,908	966,477	976,141
販売・管理費率	2010年度から1%減、以降一定	47.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%	46.8%
販売・管理費		450,787	434,542	438,888	443,277	447,710	452,187	456,709
営業利益		95,349	126,693	127,959	129,239	130,531	131,837	133,155
資本的支出	2010年度以降一定	62,376	62,376	62,376	62,376	62,376	62,376	62,376
減価償却	2010年度以降一定	59,709	59,709	59,709	59,709	59,709	59,709	59,709
投下資本	前年投下資本+前年NOPAT+資本的支出-減価償却	926,266	982,991	1,061,040	1,139,843	1,219,407	1,299,740	1,380,850
NOPAT	実効税率40.5%一定	54,058	75,382	76,136	76,897	77,666	78,443	79,227
ROIC	NOPAT/投下資本	5.84%	7.67%	7.18%	6.75%	6.37%	6.04%	5.74%
営業CF	NOPAT+減価償却	113,767	135,091	135,845	136,606	137,375	138,152	138,936
営業CFマージン	営業CF/売上高	7.64%	9.07%	9.03%	8.99%	8.95%	8.91%	8.87%
FCF	営業CF-資本的支出	51,391	72,715	73,469	74,230	74,999	75,776	76,560
WACC	2010年度と一定	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%	4.12%
EVA	NOPAT-投下資本 x WACC	15,882	34,869	32,406	29,919	27,409	24,875	22,316

(2) ハウス食品のベースケースの財務シミュレーション

ハウス食品の既存事業の財務シミュレーションを行う。財務シミュレーションの仮説設定および前提条件は、次のとおりである。

- ① 予測期間は 2012 年度から 2016 年度までの 5 年間とする。
- ② ベースケースは、連結指標に基づいて算出する。
- ③ 売上高は、2010 年度が実績、2011 年度が同社予測値を採用した。2012 年以後の売上高は、年率 1%増で成長すると設定した。
- ④ 2011 年度の売上原価比率は 2010 年度実績の 1%減とし、2012 年度以後は一定と設定した。
- ⑤ 資本的支出と減価償却費は 2010 年度の実績に基づき、2011 年度以後は一定と設定した。
- ⑥ WACC は、2010 年度の実績に基づき、2011 年度以後は一定と設定した。
- ⑦ 法定実効税率は 40.5%に設定した。

ハウス食品のベースケースの財務シミュレーションを行った結果、EVA は 2012 年度が 28 億円、2013 年度が 25 億円、2014 年度が 23 億円、2015 年度が 20 億円、2016 年度が 18 億円であった。

図 5.3(2) ハウス食品のベースケースの財務シミュレーション

	条件	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高	2011年度同社予想値、以降1%成長	216,713	217,000	219,170	221,362	223,575	225,811	228,069
売上原価比率	2010年度から1%減、以降一定	53.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%	52.7%
売上原価		116,324	114,308	115,451	116,606	117,772	118,949	120,139
販売・管理費率	2010年度から1%減、以降一定	75.9%	74.9%	74.9%	74.9%	74.9%	74.9%	74.9%
販売・管理費		88,319	85,645	86,502	87,367	88,240	89,123	90,014
営業利益		12,069	17,047	17,217	17,389	17,563	17,739	17,916
資本的支出	2010年度以降一定	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734	4,734
減価償却	2010年度以降一定	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704
投下資本	前年投下資本+前年NOPAT+資本的支出-減価償却	180,418	187,149	196,322	205,596	214,973	224,453	234,037
NOPAT	実効税率40.5%一定	7,701	10,143	10,244	10,347	10,450	10,555	10,660
ROIC	NOPAT/投下資本	4.27%	5.42%	5.22%	5.03%	4.86%	4.70%	4.55%
営業CF	NOPAT+減価償却	13,405	15,847	15,948	16,051	16,154	16,259	16,364
営業CFマージン	営業CF/売上高	6.19%	7.30%	7.28%	7.25%	7.23%	7.20%	7.18%
FCF	営業CF-資本的支出	8,671	11,113	11,214	11,317	11,420	11,525	11,630
WACC	2010年度と一定	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%	3.81%
EVA	NOPAT-投下資本 x WACC	834	3,019	2,772	2,521	2,268	2,011	1,752

(3) ハウス食品の買収

ハウス食品を買収した場合の財務シミュレーションを行う。財務シミュレーションの仮説設定および前提条件は、次のとおりである。

- ① ハウス食品の時価総額は1,507億円である（2011年9月22日現在）。TOBで40%のプレミアムを上乗せし、2,100億円で買収する。
- ② 2012年度以後の売上高は、2社合算値に加え、2%増のシナジー効果があると設定する。
- ③ 売上原価比率および販売・管理費率は、2社の売上高に応じた加重平均値を採用する。
- ④ 資本的支出は、2社合計額とする。
- ⑤ WACCは2社の加重平均値とする。

ハウス食品を買収した場合、ベースケースよりEVAが増加すると予測された(表3.3(4))。一方、ROICは低下したが、WACCより高く推移し、FCFが増大していることから問題ないと考えられる。

表 5.3(3) アサヒがハウス食品を子会社化した場合の財務シミュレーション

	条件	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高	二社合計	1,706,173	1,707,000	1,724,070	1,741,311	1,758,724	1,776,311	1,794,074
売上高増加分	2012年度以降、シナジー増 加2%			34,481	34,826	35,174	35,526	35,881
売上高シナジー		1,706,173	1,707,000	1,758,551	1,776,137	1,793,898	1,811,837	1,829,956
売上原価比率	二社の売上高に応じた加重平 均	62.1%	61.1%	61.1%	61.1%	61.1%	61.1%	61.1%
売上原価		1,059,647	1,043,073	1,053,504	1,064,039	1,074,679	1,085,426	1,096,280
販売・管理費率	二社の売上高に応じた加重平 均	51.4%	50.4%	50.4%	50.4%	50.4%	50.4%	50.4%
販売・管理費		544,247	525,335	530,588	535,894	541,253	546,665	552,132
営業利益		102,279	138,592	139,978	141,378	142,792	144,220	145,662
資本的支出	二社合計	67,110	67,110	67,110	67,110	67,110	67,110	67,110
減価償却	二社合計	65,413	65,413	65,413	65,413	65,413	65,413	65,413
投下資本	前年投下資本+前年NOPAT+ 資本的支出-減価償却	1,106,684	1,170,140	1,257,362	1,345,439	1,434,380	1,524,193	1,614,888
NOPAT	実効税率40.5%一定	61,759	85,525	86,380	87,244	88,116	88,997	89,887
ROIC	NOPAT/投下資本	5.58%	7.31%	6.87%	6.48%	6.14%	5.84%	5.57%
営業CF	NOPAT+減価償却	127,172	150,938	151,793	152,657	153,529	154,410	155,300
営業CFマージン	営業CF/売上高	7.45%	8.84%	8.80%	8.77%	8.73%	8.69%	8.66%
FCF	営業CF-資本的支出	60,062	83,828	84,683	85,547	86,419	87,300	88,190
WACC	二社の売上高に応じた加重平 均	4.08%	4.08%	4.08%	4.08%	4.08%	4.08%	4.08%
EVA	NOPAT-投下資本 x WACC	16,591	37,767	35,062	32,331	29,574	26,789	23,978

【ハウス食品の買収に関する考察】

ハウス食品の買収により、原材料や包装材を協働購入や物流機能の統合・効率化に加え、間接部門の統合により財務シミュレーションで想定した以上のシナジー効果が期待できる。また、事業ポートフォリオの視点からも、現在の酒類事業に依存したポートフォリオ比ベて、バランスが改善されたポートフォリオを構築することができ、かつ、事業感のシナジー効果が期待できる。また、アサヒとハウス食品は、ともに三井住友系であるため、銀行を仲介した合併交渉ができる。

表 5.3(4) アサヒとハウス食品の EVA と ROIC のシミュレーション結果

	オプション	2012	2013	2014	2015	2016
EVA (百万円)	アサヒ	32,406	29,919	27,409	24,875	22,316
	ハウス食品	2,772	2,521	2,268	2,011	1,752
	買収後	35,062	32,331	29,574	26,789	23,978
ROIC (%)	アサヒ	7.18	6.75	6.37	6.04	5.74
	ハウス食品	5.22	5.03	4.86	4.70	4.55
	買収後	6.87	6.48	6.14	5.84	5.57

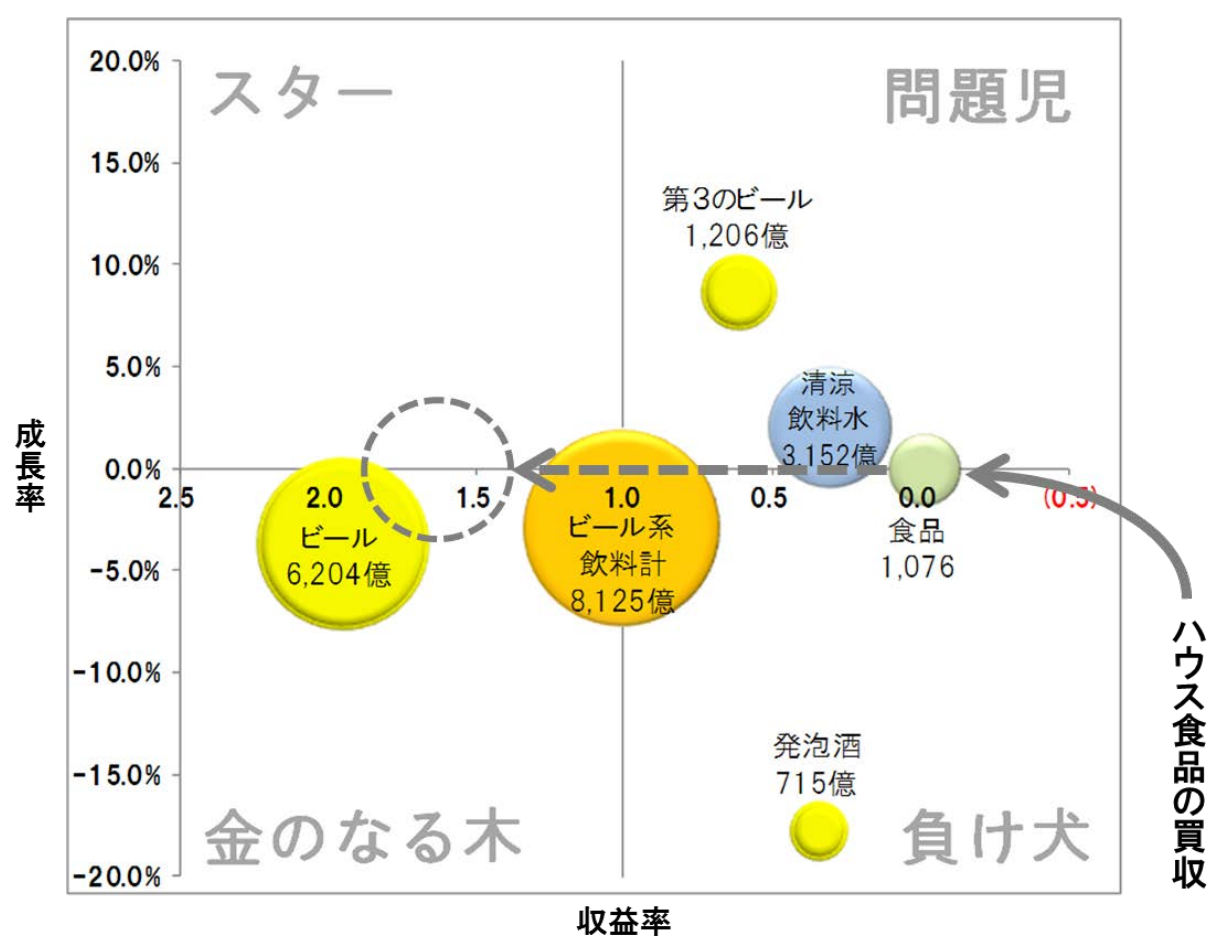


図 5.3.1(6) ハウス食品の買収によるアサヒの事業ポートフォリオの変化

5.3.2 アジア・オセアニア地域での M&A 戦略

アサヒのアジア・オセアニア地域での M&A 戦略は「長期ビジョン 2015」や「中期経営計画 2012」に基づき、精力的に行われてきた。2011 年だけでも、ベルマニス（マレーシ

ア・清涼飲料), インディペンデント・リカー・グループ (NZ・酒類飲料), ピー・アンド・エヌビバレッジズオーストラリア (豪・飲料), チャーリーズ・グループ (NZ・飲料) と 1,437 億円が投資されてきた。しかし, M&A 案件は極めてコンフィデンシャルなものであり, アジア・オセアニア地域での案件については, 特定の企業を想定することができないため, 財務シミュレーションが困難である。したがって, アジア・オセアニア地域における M&A の留意点を考える。

「長期ビジョン 2015」や「中期経営計画 2012」から, アサヒは海外事業戦略について国内事業とのシナジー効果を狙っていることが分かる。一方, 過去の M&A を振り返ると, 必ずしも明らかなシナジー効果が生まれていないことが分かる。この原因として, M&A 後に大胆なリストラクチャリングを行なっていないこと, 現地の消費者ニーズと日本の消費者ニーズが異なるため, 日本の消費者に好まれる製品がアジア・オセアニア地域で受け入れられるとは限られないことがあげられる。また, ビールをはじめ, 鮮度が製品価値に強く影響する製品を多く扱っているため, 地産地消の理論を基盤にして事業展開をしなければならない。

この問題を解決する手段として, 世界最大の食品メーカー・ネスレ (スイス) の新しい海外戦略に学びたい。ネスレの原材料 (カカオ, コーヒー豆) の生産は, 赤道周辺の開発途上国に集中している。折からの原材料の高騰はネスレの経営を圧迫する要因となっているが, 一方の生産者の手取りは向上していない。そこで, ネスレは現地生産者に農業指導を行い, 収益性と生産性を高めるとともに, 現地に工場を建設し, 雇用も産み出している。一方, ネスレは, 原材料を直接購入することにより, 安価で新鮮な原材料の安定供給を確保することができ, かつ安価な人件費と固定費により, 工場を稼働することができる。また, 生産者および工場労働者の所得向上に伴い, ネスレ製品の地産地消が進む好循環性を確保することができる。このようにして, ネスレの現在の当期純利益率は 20%を超え, 現在も発展途上国における積極的な生産者確保と工場の建設を行なっている。アサヒがネスレと同じ戦略を容易に取れるとは考えにくいだが, 1990 年代のフォスターズ (豪) の買収で大火傷をした歴史から学び, 地産地消を促すサプライチェーンマネジメントを行うべきである。

表 5.3.2(1) アサヒの海外企業の買収または提携 (2009 年～)

2011 年 11 月	
ベルマニス (マレーシア・清涼飲料)	216 億
円	
2011 年 9 月	
インディペンデント・リカー・グループ (NZ・酒類飲料)	976 億
円	
2011 年 9 月	
ピー・アンド・エヌビバレッジズオーストラリア (豪・飲料)	163 億
円	
2011 年 9 月	
チャーリーズ・グループ (NZ・飲料)	82 億
円	
2010 年 10 月	
頂新ホールディングス (中国：資本提携で 6.54%出資)	435 億
円	
2009 年 4 月	
シュウェップス・オーストラリア (豪・飲料)	770 億
円	
2009 年 4 月	
青島ビール (中国・飲料：資本提携で 19.99%出資)	680 億
円	

5.4 酒類事業部門の戦略

アサヒの主要事業である酒類事業の戦略を考える。日本のビールの消費量は、ピークであった 1994 年に比べて今日では 18%縮小した。このような成熟マーケットにおいて、アサヒ、キリン、サントリー、サッポロの 4 社が凌ぎを削り合っている。また、経済の停滞が遷延化し、酒税が増税され、サプライヤーとバイヤーの交渉力が益々強まる中で、大手 4 社が節操のない消耗戦を展開していたのでは、いずれ共倒れになるであろう。そこで、サッポロホールディングス株式会社（以下、サッポロとする）との経営統合を提案する。サッポロの連結売上高は、2007 年度より減収が続いている。2010 年度に当期純利益が大幅に増益となったが、大阪工場跡地を売却したことによる固定資産売却益を計上したことによる。また、借入金が多く、2010 年度の自己資本比率は 25.3%であった。このように、厳しい財務状況であるが、CF を吟味すると過去 3 年間は事業での稼ぎが出ており、過去に行った資産の売却で捻出した資金を投資に回し、それが回収に繋がっており好循環になり始めている。また、国際酒類事業では北米マーケットにおいてブランドのさらなる浸透を進めるとともに、進出したベトナムでの売上拡大が期待されている。飲料事業において

は、ポッカコーポレーションとのシナジー創出や調達・製造・物流、SCM 改革を徹底し、ローコストオペレーションの実現が期待されている。

表 5.4(1) サッポロの会社概要

商 号	サッポロホールディングス株式会社
設 立	1949 年（昭和 24 年）9 月 1 日（創業明治 9 年 9 月）
本 社	〒150-8522 東京都渋谷区恵比寿四丁目 20 番 1 号（恵比寿ガーデンプレイス内）
資本金	53,886 百万円
発行済株式数	393,971,493 株
主要銀行	(株) みずほコーポレート銀行, (株) 三菱東京 UFJ 銀行
事 業	持株会社
子会社	サッポロビール, サッポロ飲料, サッポロインターナショナル, サッポロ・ラインオン, 恵比寿ガーデンプレイス ほか

■ 営業キャッシュフロー
 ■ 財務キャッシュフロー
 ■ 投資キャッシュフロー
 ■ フリーキャッシュフロー
 (■ 設備投資)

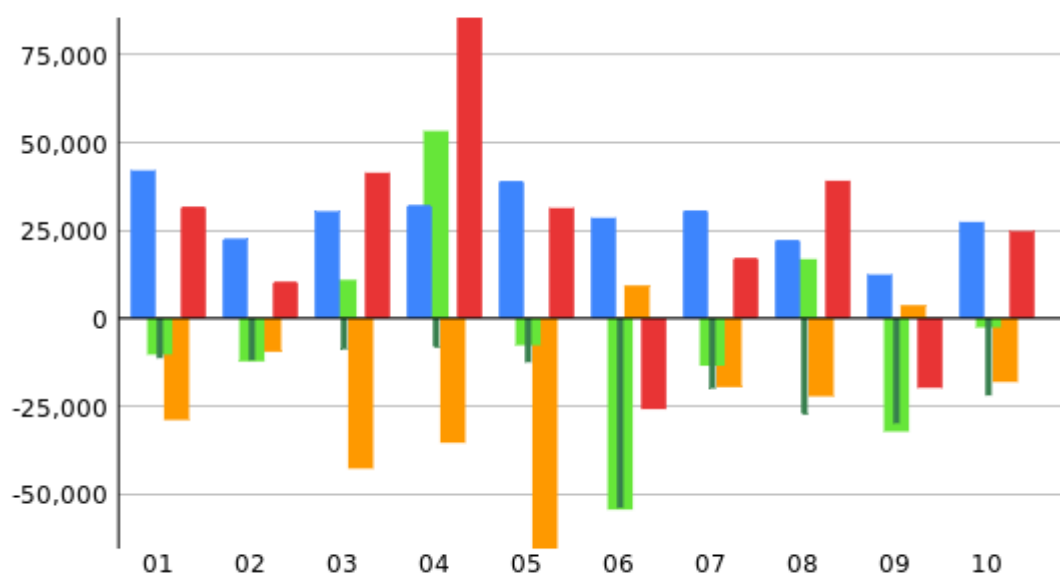


図 5.4(5) サッポロの CF

(1) サッポロのベースケースの財務シミュレーション

サッポロの既存事業の財務シミュレーションを行う。財務シミュレーションの仮説設定および前提条件は、次のとおりである。

- ① 予測期間は 2012 年度から 2016 年度までの 5 年間とする。
- ② ベースケースは、連結指標に基づいて算出する。

- ③ 売上高は、2010 年度が実績、2011 年度が同社予測値を採用した。2012 年以後の売上高は、年率 1%増で成長すると設定した。
- ④ 2011 年度の売上原価比率は 2010 年度実績の 1%減とし、2012 年度以後は一定と設定した。
- ⑤ 資本的支出と減価償却費は 2010 年度の実績に基づき、2011 年度以後は一定と設定した。
- ⑥ WACC は、2010 年度の実績に基づき、2011 年度以後は一定と設定した。
- ⑦ 法定実効税率は 40.5%に設定した。

財務シミュレーションの結果、EVA は 2012 年度が 74 億円、2013 年度が 69 億円、2014 年度が 64 億円、2015 年度が 59 億円、2016 年度が 54 億円であった。

表 5.4(2) サッポロのベースケースの財務シミュレーション

	条件	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高	2011年度同社予想値、以降1%成長	389,244	482,000	486,820	491,688	496,605	501,571	506,587
売上原価比率	2010年度から1%減、以降一定	67.1%	66.1%	66.1%	66.1%	66.1%	66.1%	66.1%
売上原価		261,211	318,637	321,823	325,042	328,292	331,575	334,891
販売・管理費率	2010年度から1%減、以降一定	43.1%	42.1%	42.1%	42.1%	42.1%	42.1%	42.1%
販売・管理費		112,629	134,204	135,546	136,901	138,270	139,653	141,049
営業利益		15,403	29,159	29,451	29,746	30,043	30,343	30,647
資本的支出	2010年度以降一定	23,484	23,484	23,484	23,484	23,484	23,484	23,484
減価償却	2010年度以降一定	22,504	22,504	22,504	22,504	22,504	22,504	22,504
投下資本	前年投下資本+前年NOPAT+資本的支出-減価償却	252,820	263,577	281,907	300,410	319,089	337,945	356,979
NOPAT	実効税率40.5%一定	9,777	17,350	17,523	17,699	17,876	18,054	18,235
ROIC	NOPAT/投下資本	3.87%	6.58%	6.22%	5.89%	5.60%	5.34%	5.11%
営業CF	NOPAT+減価償却	27,431	39,854	40,027	40,203	40,380	40,558	40,739
営業CFマージン	営業CF/売上高	7.05%	8.27%	8.22%	8.18%	8.13%	8.09%	8.04%
FCF	営業CF-資本的支出	3,947	16,370	16,543	16,719	16,896	17,074	17,255
WACC	2010年度と一定	3.59%	3.59%	3.59%	3.59%	3.59%	3.59%	3.59%
EVA	NOPAT-投下資本 x WACC	701	7,888	7,403	6,914	6,421	5,922	5,420

(2) アサヒとサッポロの経営統合後の財務シミュレーション

サッポロと経営統合を行った場合の財務シミュレーションを行う。財務シミュレーションの仮説設定および前提条件は、次のとおりである。

- ① 2012年度以後の売上高は、2社合算値に加え、2%増のシナジー効果があると設定する。
- ② 売上原価比率は、2社の売上高に応じた加重平均値を採用する。
- ③ 販売・管理費率は、2社の売上高に応じた加重平均値を採用する。
- ④ 資本的支出は、2社合計額とする。
- ⑤ WACCは2社の加重平均値とする。

この結果、EVAは2012年度が401億円、2013年度が371億円、2014年度が341億円、2015年度が311億円、2016年度が281億円とベースケースに比べて拡大した（表4.1(4)）。一方、ROICは低下したが、WACCを上回っていること、FCFが増大していることから問題ないと考えられる。

表 5.4(3) アサヒとサッポロの合併後の財務シミュレーション

	条件	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高	二社合計	1,878,704	1,972,000	1,991,720	2,011,637	2,031,754	2,052,071	2,072,592
売上高増加分	2012年度以降、シナジー増 加2%			39,834	40,233	40,635	41,041	41,452
売上高シナジー		1,878,704	1,972,000	2,031,554	2,051,870	2,072,389	2,093,113	2,114,044
売上原価比率	二社の売上高に応じた加重平均	64.1%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%	63.3%
売上原価		1,204,534	1,247,402	1,259,876	1,272,475	1,285,200	1,298,052	1,311,032
販売・管理費率	二社の売上高に応じた加重平均	46.8%	45.6%	45.6%	45.6%	45.6%	45.6%	45.6%
販売・管理費		563,960	569,388	575,082	580,833	586,641	592,507	598,432
営業利益		110,210	155,210	156,762	158,330	159,913	161,512	163,127
資本的支出	二社合計	85,860	85,860	85,860	85,860	85,860	85,860	85,860
減価償却	二社合計	82,213	82,213	82,213	82,213	82,213	82,213	82,213
投下資本	前年投下資本+前年NOPAT+ 資本的支出-減価償却	1,179,086	1,246,568	1,342,947	1,440,253	1,538,496	1,637,685	1,737,829
NOPAT	実効税率40.5%一定	63,835	92,732	93,659	94,596	95,542	96,497	97,462
ROIC	NOPAT/投下資本	5.41%	7.44%	6.97%	6.57%	6.21%	5.89%	5.61%
営業CF	NOPAT+減価償却	146,048	174,945	175,872	176,809	177,755	178,710	179,675
営業CFマージン	営業CF/売上高	7.77%	8.87%	8.83%	8.79%	8.75%	8.71%	8.67%
FCF	営業CF-資本的支出	60,188	89,085	90,012	90,949	91,895	92,850	93,815
WACC	二社の売上高に応じた加重平均	4.01%	3.99%	3.99%	3.99%	3.99%	3.99%	3.99%
EVA	NOPAT-投下資本 x WACC	16,538	42,975	40,055	37,108	34,132	31,128	28,096

表 5.4(4) アサヒとサッポロの EVA と ROIC のシミュレーション結果

	オプション	2012	2013	2014	2015	2016
EVA (百万円)	アサヒ	32,406	29,919	27,409	24,875	22,316
	サッポロ	7,403	6,914	6,421	5,922	5,420
	統合後	40,055	37,108	34,132	31,128	28,096
ROIC (%)	アサヒ	7.18	6.75	6.37	6.04	5.74
	サッポロ	6.22	5.89	5.60	5.34	5.11
	統合後	6.97	6.57	6.21	5.89	5.61

【サッポロとの経営統合に関する考察】

アサヒとサッポロの経営統合により、大量仕入れによる原材料費価格の抑制効果、マーケティング・販売促進活動のコスト抑制効果、自動販売機の共有化、本社経費の抑制効果、生産拠点および物流の効率化、アジア・オセアニア地域での事業展開にベトナム事業を加えることができる、などが考えられる。また、アサヒとサッポロの主力製品を比べると、アサヒはコクとキレの「スーパードライ」、サッポロはプレミアムビールの代名詞的存在である「エビスビール」と正統派の「サッポロ生ビール黒ラベル」というように、消費者嗜好に基づいたカテゴリーが異なるため、カニバリゼーションを起こしにくいと考えられる。一方、アサヒの「三ツ矢サイダー」とサッポロの「リボン」、アサヒの「ワンダ」とサッポロの「ポッカコーヒー」というように、重複する製品が多いことも事実である。また、アサヒが三井住友系、サッポロがみずほ系であること、企業文化が大きくことなることなどもマイナス要因として考えられ、統合後は大胆なリストラクチャリングと企業文化の融合が大きな課題となる。

6 まとめ

2010 年にキリンとサントリーの統合が破断となった直後に、キリンのみならずアサヒやサッポロの株価も大きく下落した。この動きを単純に理解すると、株式マーケットではキリンとサントリーの経営統合は両社にとってプラスであるのみならず、業界全体の効率化と競争力が高まることが期待されていたと想像される。言い換えれば、統合破談による株価下落は、業界の国際競争の遅れに対する懸念の表れと考えられる。

海外に目を向けると、日本の 4 大メーカーは、経営規模では売上高 10 兆円のネスレ（スイス）に遠く及ばず、売上高約 4 兆円のペプシコ（米）、同 3 兆円のコカ・コーラ（米）とも比較にならない。また、直近の当期純利益はペプシコとコカ・コーラがともに 5,000 億円強であるのに対し、アサヒは 500 億円と 10 分の 1 に満たない。今年に入っても食品世界第 4 位のクラフト・フーズ（米）が菓子世界第 2 位のキャドバリー（英）を 1.7 兆円で買収するなど、大規模な M&A 合戦が繰り広げられ、経営規模を武器にして、新興国開拓は着実に進められている。

アサヒのみならず，麒麟，サントリー，サッポロは現在の経営規模で，海外メジャーと伍して戦うことは困難である。また，国内マーケットの縮小とともにジリ貧の可能性も否めない。しかし，麒麟とサントリーの破談後は，4社ともパートナーを探す気配が全く感じられない。しかし，海外メジャーに伍して，グローバル競争に勝ち抜くという本来の目的を達成し，今の日本に蔓延した閉塞感を切り裂く役割を果たすべきである。メインバンクをはじめとする系列の違いや企業文化の違いといった内向きの論理は，海外メジャーとの戦いに通用しない。今こそ，経営者の危機感，使命感，そして決断力が試されていることに気づくべきである。

以上