

重要事項

本ウェブサイトに表示した見解は、キリンホールディングス株式会社（「キリン」）の株式を保有するインディペンデント・フランチャイズ・パートナーズ LLP とその投資ビークル（総称して、「フランチャイズ・パートナーズ」）の意見を表します。これらの見解は、公開されている情報に基づいています。フランチャイズ・パートナーズは、いつでも自らの意見を変更する権利を留保します。本ウェブサイト等で意見をアップデートしたか否か、または本ウェブサイトに記載された他の情報や意見がアップデートされたか否かについて、かかる変更を他者に通知する義務を負いません。

フランチャイズ・パートナーズは現在、キリンの株式を所有しています。この持分をいつでも、または随時変更する理由となる動向が、将来的に生じる可能性があります。これには、取引所等でキリン株式の保有分のすべてや一部について売却や処分を行う決定、または取引所や相対取引でキリン株式の追加購入を行う決定などが挙げられます。また、フランチャイズ・パートナーズは、キリンへの投資に関して、誰にも改めて通告することなく、あるいは本ウェブサイトの更新や変更を行うことなく、適切とみなした場合に何らかのアクションを講じる権利も留保します。

フランチャイズ・パートナーズは、ここに表明した見解を伝える情報をレビューして分析し、これが信頼に足ると考えていますが、その情報を検証しておらず、その正確性や完全性を保証いたしません。フランチャイズ・パートナーズは、キリンや言及されたその他の会社に関してなされた記述またはその他の書面や口頭によるコミュニケーションの正確性や完全性について、明示的にも黙示的にも表明や保証をせず、義務も責任も一切負いません。フランチャイズ・パートナーズは、その記述やコミュニケーション（またはその不正確性や漏れ）に関する責任を明示的に否認します。

本ウェブサイトは、証券投資や投資に関する税務、法務あるいは金融の助言、またはその他の種類の推奨、適切性に関する意見の提供、または証券や投資の売買の募集や勧誘を意図したのではなく、またはそのように解釈したり使用したりするものではありません。フランチャイズ・パートナーズは、本ウェブサイトをもとにいかなる勧誘もいたしませんし、株主やその他の人が本ウェブサイトを示された情報や表明された意見をもとに、またはそれを参照して行った決定に対して責任を負いません。

フランチャイズ・パートナーズは、株主に対して、その議決権を共同行使することを勧誘または要請いたしません。議決権を共同行使することに同意した株主は、日本における株式の大量保有の開示規則に基づき共同保有者としてみなされ、公示に関して日本の関連当局に合計の株式保有割合の報告書を届け出る必要があります。フランチャイズ・パートナーズは、本ウェブサイトを使って行う他の株主との対話など、見解や意見を表明する決定やその他の活動を行うことによって、日本の金融商品取引法（「FIEA」）に基づき他の株主との共同保有者として扱われる意図を有しておりません。

フランチャイズ・パートナーズはキリンの支配権を獲得したり統合したりするための手段を講じる意図は有しておらず、そのつもりもありません。また、フランチャイズ・パートナーズは、キリンの経営陣に向けて、他の株主と共に恒久的な共通方針の採用を希望しているわけではなく、そのつもりもありません。この情報の公開にあたり、フランチャイズ・パートナーズは誠意をもって、キリンの戦略的方向性に関して株主間での議論を活性化させるこ

と、キリンの株主価値の最大化という観点から見て、本ウェブサイトと言及した事項に関して株主によるキリンとの対話を促すこと、を目的としています。

フランチャイズ・パートナーズは、本ウェブサイトを閲覧する人物が所有することになりうるキリンに関連する株価に影響をもたらす非公開情報を通知するつもりはありません。

以下は、キリンに関する弊社の見解を株主や他の関係者と話し合った際に受けた質問、その質問に対する弊社の回答です。この Q&A が有益なものとなれば幸いです。ご質問がございましたら、本ウェブページの上の「お問い合わせ」ボタンをクリックして送信してください。いただいた質問に回答の上、Q&A に追加したいと存じます。個人情報や所属組織が明らかにならないように、いただいた質問は匿名で掲載いたします。

1. 貴社の提案で、どのようにキリンの株主に長期的な価値が創出されるのでしょうか？

弊社の提案によって、次の 2 つの方法で、キリンの株主に長期的な株主価値が創出されること目指します。1 つ目は本質的な価値を引き出すこと、2 つ目はキリンの中核のビール事業を、長期的に拡大するための魅力ある事業として位置付けることです。

キリンの株価は、弊社が評価した適正価値から約 50%もディスカウントされています。協和キリン株式会社（「協和キリン」）の医薬品や株式会社ファンケル（「ファンケル」）のスキンケアなど上場されている非中核事業の持分を処分することによって、株価に悪影響を与えているコングロマリットディスカウントと資本配分によるディスカウントを大幅に縮小することができます。これにより、キリンとあらゆるステークホルダーにとって未実現の価値が引き出されるはずで

日本、オーストラリア、ミャンマー、フィリピンの主要市場のビールを中心とした中核事業は、利益とキャッシュフローが拡大する魅力的な事業に成長し、長期的に魅力的な株主リターンをもたらすとみています。中核事業に焦点を絞り込むことで、アサヒ、ハイネケン、カールスバーグ、アンハイザーブッシュ・インベブなどのキリンのグローバルにおける競合他社の多くは長期的に良好な株主リターンを達成できています。

2. もし貴社のプレゼンテーションと分析が正しいとすれば、確かに株主価値が生じるかなり大きな機会があるように思えます。貴社の提案は、他のステークホルダーにとってどのように価値が生じるのでしょうか？

「中核事業で優れていることは、企業が社会のために価値を創出するための重要な方法です¹。」上場企業は、顧客、従業員、サプライヤー、政府、社会の構成員など多くのステークホルダー、ならびに資本の提供者である会社の株主・オーナーに貢献するために存在しています。すべてのステークホルダーは、企業による効率的な事業経営の恩恵を受ける一方、企

¹ Alex Edmans 教授、Purposeful Business: The Evidence and the Implementation グレシャム大学でのプレゼンテーション、2018 年 10 月 3 日。



業が利益を伴わない戦略を追求して資本をうまく配分できなければ、不利益を被ると弊社は考えています。

企業の経営がよくなないと、最適な売上高と利益を生み出せないリスクがあります。そして、政府・社会に消費税と法人税という形での税収の最大化を果たせなくなります。十分なイノベーション、製品が売れやすい価格あるいは効率的な運転資金の管理を小売業者がサプライヤー（つまりキリン）から受けていないと、最終顧客のニーズを満たせない恐れがあります。

最後に、企業が最適でない方法で経営されれば、結果として株価は落ち込みます。このため短期的利益を追求するアクティビストや乗っ取り屋など投機的な投資家が会社に群がり、割安な場面で株式を取得しようとしします。そしてその後、これら投機家のためにリターン最大化目的でコスト削減計画が導入されれば、従業員の失業が広がる結果となりうるのです。

熟慮された持続可能な方法で事業と株価を回復させれば、弊社のようなバイ・アンド・ホールド長期投資戦略を採用する投資家のみならず、企業すべてのステークホルダーに資するのです。

3. **キリンの経営陣は、日本のビール販売数量が減少傾向にあること、日本の人口高齢化、健康志向の広がりを踏まえた将来のアルコール飲料の規制強化の見通しを何度となく指摘しています。こうした背景を勘案して、経営陣は、より良好な成長機会を示す可能性の高い分野への事業の多角化、特に「医と食をつなぐ」戦略を通じて、医薬品、ヘルスケア、スキンケア分野に多角化することを示唆しました。こうした主張に対してどのように回答しますか？**

第一に、ここで留意すべき点は、仮にキリンが弊社の提案通りに協和キリンとファンケルの株式を処分したとしても、国内ビール事業が営業利益全体に占める割合は約 50%に過ぎず、残りの 50%は、オーストラリアやミャンマーならびにサンミゲルを有するフィリピンなどの販売数量、利益、キャッシュフローの拡大見通しが良好な地域における事業であることです。

第二に、日本のビール販売数量は過去数 10 年間にわたり徐々に減少傾向をたどっていることは確かではあるものの、日本のビール販売数量は、キリンの価値創造の方程式のごく一部にすぎません。こうした一つの尺度で視野をかなり狭めてしまうと、同社が価値を生み出せるその他多くの方法が分かりにくくなります。

過去 20~30 年間にわたりキリンの国内ビール事業の利益が減少傾向にある最大の要因は、国内の主要ライバル企業であるアサヒにビール・カテゴリーで市場シェアを奪われたことにあります。キリンの国内ビールの市場シェアは 1980 年代初頭に 60%を超えていました。このシェアは直近の水準で 30%台前半とほぼ半減しています。日本国内のオペレーショナル・エクセレンスを重視することが、国内ビール事業の利益減に対する最大の解決策であると考えています。

持続的かつ段階的な値上げ、高価格帯の画期的な製品、そしてプレミアム化戦略により価格・構成を改善すれば、販売数量の伸びを上回って売上が伸びると思われれます。また、コスト効率に対する不断の努力、値引き・価格プロモーションへの無駄な支出の削減も、営業利



益率を現在の同業他社を下回る水準から改善させます。こうしたオペレーション面の改善により、国内ビール事業の十分な利益拡大も実現される可能性があります。現に、これは、まさしく麒麟の国内ビール事業がここ数年間で達成してきたことなのです。弊社のプレゼンテーションのチャートからは、麒麟が国内ビール事業の EBITDA を過去 4 年間に年間ほぼ 9% の伸び率で拡大させてきたことがわかります。

ビールに特化した戦略が成功した証拠を探すのは、難しくありません。弊社プレゼンテーションの株価リターンと比較チャートは、アサヒビール、ハイネケン、カールスバーグ、アンハイザーブッシュ・インベブなどのグローバルにおける競合他社が、過去 10 年間にわたってまさにどのように経営をしてきたかを示しています。対照的に麒麟の株価リターンは、同じ期間によくない経営と混乱したコングロマリット（複合企業）戦略を受けて低迷しています。

さらに、弊社は、企業価値の主要ドライバーとして売上高の伸びに執着することに対して警戒感を抱いています。弊社プレゼンテーションに示した Credit Suisse の HOLT チャートは、使用資本利益率（ROIC）が高い企業の方が市場で評価が高く、高成長企業よりも高い PER となっています。麒麟のビール事業の ROIC はヘルスケア事業のその 2 倍を超えていることを踏まえると、麒麟はこれらのよりリターンの高い事業に集中すると成功すると考えています。

最後に、医薬品はビールよりも成長余地が大きいとする経営陣の主張を裏付ける証拠がほとんどありません。弊社プレゼンテーションのチャートが示すとおり、麒麟の医薬品事業は過去 7 年間で利益の増加を示しておらず、「成長の課題」を解決するための高成長事業であるとの見方を打ち消しています。

4. **麒麟は多くの日本企業と同様に、中期経営計画で方針を示しています。2019 年 2 月にまとめられた直近の計画では、コアの要素として「健康」を構想しています。現行の計画が導入されたばかりの時期に経営陣と取締役会が考え方を考える可能性はどれくらいあると考えていますか？**

多くの日本企業が自身で策定した中期計画に従い経営していることは、好ましいことです。ただ、結局のところ、これらの計画は株主価値を創出する必要があります。弊社が考えているように、株主価値を創出していないのであれば、たとえ中間段階であったとしても中期計画を状況に応じて調整すべきです。これに関しては、著名な英国の経済学者でもあり投資家でもあったジョン・メイナード・ケインズが時折発していたとされる台詞、「事実が変われば、私は考えを変える」が適しています。麒麟が軌道修正して、中核のビール事業に再び集中すれば、強力な経営陣と取締役会と見られ、弱い経営陣と取締役会であるとは見られないでしょう。

5. **麒麟は先週、2019 年第 4 四半期および 2019 年 12 月期通期の業績を発表しましたが、業績について、貴社はどのような見方をされていますか？また、その業績を受けて、麒麟の方針について貴社の見解に変化はありますか？**

弊社は長期的な観点から株式を保有しておりますので、短期の実績だけをあまり深読みしないように気をつけています。

そうしたなか、キリンの中核のビール事業の業績についてはいくつか好ましい点が見られました。国内ビール事業では事業利益が 3%増加し、国内ビール類のカテゴリーでマーケットシェアを増やしました。オーストラリアのビールも、厳しい市況の中で健闘しており、現地通貨ベースで前年度と同規模の収益を維持しています。ミャンマーも順調に成長を続けており、売上は 33%、事業利益も 36%増加（現地通貨ベース）、同様にフィリピンのサンミゲルも堅調に推移しています（売上 11%増、事業利益 5%増加）。弊社は、キリンの中核であるビール事業は好調であるとの見解です。

中核でない事業を見ますと、2019 年 8 月に発覚した品質管理問題を受けて協和発酵バイオの事業利益が 71%減となり、第 4 四半期には製造・出荷ができなかったことがもっとも懸念されます。協和発酵バイオは、2019 年 2 月にグループ会社である協和キリンから取得したばかりの事業です。このことは、買収前にキリンの取締役会および経営陣が実施したデューデリジェンスに重大な疑問を投げかけます。

さらに、キリンの「医と食をつなぐ」戦略の一翼を協和発酵バイオが担っていることを考えると、キリンの経営陣が同戦略を成功させるための知見を有していると主張していることに対しても深刻な疑問が生まれます。P&G やネスレのように、キリンよりも規模が大きく資源も豊富な FMCG（日用消費財）企業が、すでに同じような戦略を試みて失敗しているからです。

国内の清涼飲料事業（キリンビバレッジ）は順調にマージンの上昇を実現しましたが、マージンはまだ 1 桁台です。この部門については、他の飲料メーカーとの合併または提携が有効であると確信しています。

協和キリンは予想より業績がよく、新薬のパイプラインも将来の収益や利益成長にとって良い兆候であります。しかしながら、ビールと医薬品とのシナジーが希薄であることから、キリンが協和キリンを保有することは戦略的に理にかなっていないことは明らかです。このような非中核事業への投資こそ、キリンが苦戦するコングロマリットディスカウントの主たる要因です。これは、両社の PER を比較するとより顕著に見えてきます。協和キリンの PER が 33 倍なのに対して、キリンは 15.6 倍です（出典：FactSet 調査）。キリンの収益から協和キリンの持分に対する収益を差し引いた残りの評価価値はわずか 12.5 倍と示唆されており、同業のビール各社と比べて大幅なディスカウントとなっています。

この大幅なコングロマリットディスカウント状態は、キリンが中核でない資産に対して繰り返し巨額を投じているために生じる「資本配分によるディスカウント」により拍車がかかっています。コングロマリットや誤った資本配分に関するあらゆる根拠から、現在の戦略ではこうしたディスカウントを解消できないことは明らかです。直近の業績が良くても、個別に上場している協和キリンとファンケルの持株を処分すれば大きな株主価値が創出できるという弊社の考えに変わりはありません。

6. キリンが着手している戦略を成功裏に実行した企業はありますか？

いいえ。経営陣や取締役会のいずれも、その戦略と資産配分のモデルとなる成功したコングロマリット企業や「つなぐ」戦略を示していません。



弊社プレゼンテーションに示したように、プロクター・アンド・ギャンブルやネスレなどの幅広い経験と十分な経営資源を持つ消費財企業でさえも、理論上魅力的な成長機会を示す健康の分野への拡大を試みっていますが、これらの企業であっても成功が極めて困難であることが立証されています。これら企業の多角化の取り組みは、キリンよりも、中核事業にかなり近い分野になされています。株主は、キリンがビール事業から離れて医薬品、ヘルスケア、スキンケアの分野への多角化を成功させられるかについて、かなり懐疑的な見方をすべきです。

キリンは、順調な事業に集中すべきです。投資家は、好機を見出せば、他のセクターへ投資を分散する決定を下せます。投資を成功させるために弊社は、セクターに関する専門知識と立派な実績を有する経営陣と取締役会を信頼しますが、今回はこの事例に当てはまりません。

7. キリンは協和キリン（医薬品）とファンケル（スキンケア）の持分を処分した場合、残りの事業は環境・社会・ガバナンス（ESG）上のリスクがより高いビール中心になりませんか？

キリンにとって自社事業を ESG に関して責任あるやり方で経営する最良の方法は、飲料事業を持続可能に経営し、最適な資本配分を行うことなのです。キリンが ESG の観点からみて、ビールよりも好ましいとみなされる上場企業 2 社の持分を保有しているという事実は、キリン自身が ESG の観点からより価値があるということにはなりません。これらの企業は、キリンとは完全に別個に存在し、経営されています。これら企業の持分によるハロー効果は、かなり疑問の余地があります。

確かにキリンの中核事業はビールですが、かなり規制が厳しく税率も高い業種で、全般的にマーケティングは責任あるアプローチがとられ、ESG の観点からみて、ビール事業は本来「悪」ではないというのが弊社の見解です。アルコールを扱う会社を選別して排除する一部の投資家も、今後出てくるでしょう。とはいえ、これらの投資家は、事業ポートフォリオをどの程度多角化したかにかかわらず、ビール事業から完全に撤退しない限り、今後もキリンのような企業には投資しないでしょう。

キリンは、環境と社会の面で豊富で立派な実績を持っています。ただ、独立系リサーチ会社は、オペレーションにおける人権の監督、水ストレス/管理、持続可能なパッケージなどの問題に関して、その中核事業について改善の余地があることを強調しています。

また、株主の関心もキリンの「G（ガバナンス）」に向けるべきであり、取締役会が高い基準のコーポレート・ガバナンスをもって経営の説明責任を負うべきだと考えています。これは、事業によって生み出される株主の資金を支出する資本配分と、事業戦略に関して最も重要であります。

8. キリンなどのように上場子会社を保有する上場企業に対して、どのような見方をされていますか？

特にその持分が親会社と無関係の業種であり、親会社がかかる子会社の事業に対して価値をほとんど付加できない場合、企業が他の上場会社の持分を保有することについて弊社は反対しています。

投資家は上場企業の見通しとバリュエーションに魅力を感じた場合、自由に市場で上場企業の株式を直接購入できるため、投資家の代わりに投資を実行する持株会社を必要としません。

さらに、世界中のコングロマリットと上場投資信託はほぼ必ず、持分の総額からディスカウントされて取引されており、これは、企業への投資や企業を組織する最も効率的な方法ではないということが証明されています。

9. コングロマリットはディスカウントされた水準で取引される傾向があると主張されていますが、なぜキリンのディスカウント幅がかなり大きいと考えているのですか？

弊社プレゼンテーションにおいて参照した著名なコンサルティング会社ボストンコンサルティンググループの共同著作による学術論文では、コングロマリットが平均して約 15%のディスカウントで取引されていることを示唆しています。キリンの株価は現在、サム・オブ・ザ・パーツ分析による適正価値から約 50%のディスカウントで取引されています。弊社が推測できることは、資本配分のディスカウントに加えて、同社が 2019 年に着手した戦略における急進的な改革の結果として、ディスカウントが大幅になっているということです。

10. 貴社は、アクティビストではないと主張しています。なぜキリンへの不満を公にすることを決定したのですか？

弊社の主張には戦略的および財務的なメリットがあり、弊社による適正価値の評価からのディスカウントが大幅であることを確信したためです。

弊社は、投資先企業に対して建設的にかかわるオーナーであり、非公開で投資先企業と定期的に対話しています。大抵は静かな交渉によって、全株主のために株主価値の創造を向上させるという相互に合意できる結果を達成できます。今回キリンの経営陣は、大幅なディスカウントを解消するために行動する意欲がないことを明白に示しました。より公なキャンペーンを採用することにより、株主の皆さんが同社に対して懸念の声を上げるように働き掛けられればと考えています。

11. どうしてアクションを起こすことにしたのですか。他の代替案も検討しましたか？

キリンの株価は、2019 年に展開した出来事、つまり 2019 年 2 月の協和発酵バイオの株式の取得、2019 年 3 月に発表した新たな「つなぐ」戦略、2019 年 8 月のファンケルの持分取得にネガティブに反応しました。弊社には、3 つの選択肢がありました。1 つ目はキリン株式の売却、2 つ目は経営陣との非公開での対話継続、3 つ目はキリンのコーポレート・ガバナンスと資本配分に対する懸念を公にすることです。

弊社は 1 つ目の選択肢をすぐに却下しました。適正価値からのディスカウント率があまりに大きく、同株の売却は弊社ファンドの投資家にとって最善の利益にならないことが理由でした。弊社は、キリンという会社とその従業員にとって輝かしい未来を見出せなければ、同社への大規模な投資を行っていませんでした。また、キリンの経営陣との非公開での対話を継続するという選択肢も退けました。弊社は、過去 5 年間で 11 回の非公開会合を経営陣と行ってきました。同社が 2019 年にとったアクションから、取締役会は、弊社の提案と考えを



無視したばかりか、弊社が主張してきたこととまさに正反対の方向に同社を向けていることが明らかになりました。そして弊社は、非公開の対話を継続してもうまくいかないと考えました。残ったのは、弊社が考える問題と懸念を公にするという最後の手段となる選択肢でした。

株主リターンの最大化と責任ある方法での資本配分を目指して同社を経営管理することは、取締役会の受託者義務であると、キリンの共同オーナーである弊社は考えています。他の大株主との対話から、弊社が抱く懸念の多くを彼らも共有していることが確認されました。取締役会は、現在の戦略と資本配分の方針に関して受託者責任を果たしていないと考えています。株価に現在悪影響を与えているコングロマリットディスカウントと資本配分のディスカウントを解消するように取締役会を説得するために、弊社の懸念を明らかにすることが、株主全員の最善の利益になると考えています。

12. キリンの経営陣と取締役会は、貴社のアクションと提案にどのように反応しましたか？

キリンの経営陣と取締役の双方と友好関係を保っており、弊社の抱く懸念を傾聴する姿勢に変わらず感謝しています。前述のように、これまでの約 5 年間で 11 回の非公開の会合を行っており、2019 年 12 月中旬に同社の東京本社で取締役会の半数に向けて最新の提案、つまり本ウェブサイトのプレゼンテーションの内容を提示しました。取締役会からの出席者は、弊社が指摘した事項の多くを認識し、また十分に関心を示したにもかかわらず、現行の戦略を実際に変更するべく検討することに前向きである証拠はみられません。

13. キリンの現取締役会に対して、どのような見方をしていますか？

キリンの現在のガバナンス慣行と開示は強化が可能で、取締役会について以下のように考えています。

- 日本のコーポレート・ガバナンス・コード (JCGC) の原則 4-1 と原則 3-1 に従って、取締役会は、会社の戦略的な方向性を定め、また株主への効果的なコミュニケーションを図る最終責任を負っている。取締役会は、ここ数年間においてそうした役割と責任をどれくらい十分に果たしたかについて疑問が残る。
- 取締役会の構成は独立社外取締役が 3 分の 1 にとどまっている。これはおそらく日本の慣行に沿っているとはいえ、世界のベストプラクティス、ならびに MSCI オールカンントリー・ワールド・インデックスの構成銘柄であるキリンの競合他社の平均には及ばない。独立した判断が追加されれば、取締役会は恩恵を受けると考えている。
- 取締役会で社外取締役を担っている一名は、三菱 UFJ 銀行特別顧問であり、同行はキリンと取引関係がありキリンの大株主である。そのため、同氏が独立取締役とはみなせない。さらに、一部の株主は、同氏の再任に対して繰り返し懸念の声をあげたが (2019 年はグローバル議決権行使助言会社が賛成を推奨したにもかかわらず、約 25% の反対票があった)、取締役会からはっきりとした回答は得られていない。このように回答がないことは、JCGC の原則 1-1①に反している。
- 経営陣のメンバー以外で、ビール、飲料、医薬品、ヘルスケア、またはスキンケアのセクターで会社経営や投資の経験を持つ取締役のメンバーは不在である。これは、MSCI ESG リサーチやグラスルイスなどのグローバル調査会社も指摘している。



- 取締役会は全員が男性であり、ジェンダーの多様性がない。TOPIX100 構成銘柄のうち約 66%は女性取締役を置いている²。
- キリンは売上の 3 分の 1 以上を海外で上げており、オーストラリア、ミャンマー、フィリピンに大きな事業を持っているという事実にもかかわらず、取締役会に外国人取締役がない。日経平均の構成銘柄全体では、取締役会に外国人取締役を置く企業は全体の 20%を超えている³。

弊社は、上記の欠点の一部を解消できる取締役を新たに任命することで、取締役会を強化するように同社に働き掛けています。

14. 取締役会が貴社の提案や要求に一切応じていないならば、来る3月の定時株主総会で株主提案を出す予定がありますか？

はい。弊社はすでに、2020 年 3 月末に予定される定時株主総会における株主提案を同社に提出いたしました。弊社はキリン株投資のシェアホルダー・リターン向上を追求するために、いかなる方法も排除しません。

15. キリンが来る定時株主総会で提案している取締役会の刷新についてはどのようにお考えですか？

キリンが取締役会のあり方を見直し活性化させる必要性を認識しているのは、好ましいことです。現行の取締役会はいくつかの戦略シフトや巨額の資本配分などの失策を承認してきた経緯がありますので、刷新が必要との考えに賛成です。

4 名の新取締役（うち女性 2 名、外国人 2 名）の選任により、表面的にはさらに独立性の高い監督がもたらされるかのように見えますが、弊社はいくつかの理由から懐疑的に見ています。一見、この 4 名は独立性の基準を満たしているようですが、うち 3 名は現時点でキリンとの関係において収入を得ています。

この取締役候補者らはキリンの経営陣を純粋に監督し、現在の戦略や資本配分の優先度について根本的な疑問を行える立場にあるのか、キリンの株主として疑問を呈する根拠が存在すると考えています。

16. 貴社の提案をサポートする資料やデータはありますか？

弊社のプレゼンテーションは、コングロマリットがディスカウントで取引される傾向があり、中核事業の範囲を超えて多角化すると、アクティビストや買収の対象になりやすいという証拠を提供しています。弊社がオンラインの参考文献として引用した文書を検索して、調査全体をお読みになることをお勧めします。

² 2018 年度 Japan Board Index、Spencer Stuart (https://www.spencerstuart.com/-/media/2019/march/jpn-bi-2018_eng.pdf?la=en&hash=5291463DA769724A94E395F34A55C00384B601D8)

³ 同上 1



ROIC が重要である理由と、多くの場合 ROIC が成長より重要である理由について、Credit Suisse の HOLT (<https://www.credit-suisse.com/microsites/holt/en.html>)が公開する分析データとリサーチをご覧になることをお勧めします。

最後に、Will Thorndike の傑出した著作、「The Outsiders」(2012年、Harvard Business Review Press)は一読に値します。賢明な CEO にとってなぜ資本配分が価値創造の重要な要素であるかについて、極めて詳細に記されています。

17. キリンの株主は取締役会や経営陣に対してどのような質問を行うべきなのでしょう？

株主は、キリンの経営陣と取締役会に対して、下記の質問をする権利があると考えます。

- 貴社の戦略のベースとなっている成功したコングロマリット企業を説明していただけますか？
- 戦略的な洞察、業界に関する深い知識や事業経営の専門知識が不足するビール事業以外のセクターに傾斜しているのは、ビール事業、特に日本国内のビール事業が好ましくないと考えているからだと思いますが、ビール事業はなぜ好ましくないのですか？
- アサヒ、ハイネケン、カールスバーグ、アンハイザーブッシュ・インベブなどその他多くのグローバル・ビール会社は中核のビール市場に集中して成功できており、株主に魅力的なリターンを提供しているのに、キリンはいまだにそうになっていないのはなぜですか？
- 最近の大規模な投資-協和発酵バイオとファンケル-を行った際、これらの案件に合意する前に取締役会はどの程度のデューデリジェンスを実施したのでしょうか？適切な投下資本利益率を獲得するために、どのような財務目標を設定していますか？どれくらいの時間枠でこれらの目標が達成されると、株主は想定すべきなのでしょう？
- 今回の新たなキリングroup・ビジョン 2027 (KV2027) は、過去 20 年間に行った他の改革やシフトとはどのように異なっているのでしょうか？なぜ株主は、現在の「つなぐ」戦略が優れたリターンを生み出すと確信するべきなのでしょう？
- 取締役会と経営陣が既存の戦略からの軌道修正を行うために、他にどのようなデータ等が必要ですか？

インディペンデント・フランチャイズ・パートナーズLLP は、英国の金融行動監督機構による認可を受け、その規制下にあります。インディペンデント・フランチャイズ・パートナーズLLP の登記住所は、Level 1, 10 Portman Square, London W1H 6AZ, United Kingdom です。インディペンデント・フランチャイズ・パートナーズLLP は、投資顧問法第203条(c)(2)(A)に基づく米証券取引委員会 (SEC) 登録の投資顧問会社です。SEC への登録は、インディペンデント・フランチャイズ・パートナーズLLP が一定のスキルやトレーニングを有していることを示しているわけではありません。

Copyright © 2020 Independent Franchise Partners, LLP, All Rights Reserved.

本 Web サイトに掲載されている情報は、国際著作権法によって保護されています。本ウェブサイトに掲載されている情報は、インディペンデント・フランチャイズ・パートナーズLLP に帰属します。事前の承諾を得ること無しに、そのすべてまたは一部をいかなる形式、



いかなる手段によっても、複製・改変・再配布・再出版・表示・掲示または転送することを禁じます。

