



# 一橋大学財務リーダーシップ・プログラム 受講レポート

太平洋セメント株式会社  
伴 政浩

## 通常セッションにおける気づき

- 企業価値経営(伊藤レポートの提言)
- 投資家との対話
- ファンダメンタル分析
- 企業価値向上の為の戦略とリスク管理
  - ・M&A
  - ・財務戦略(コーポレート・ファイナンス)と非財務戦略
  - ・リスク管理  
(税務・為替・信用格付け・内部統制と財務報告)
- CFOの役割と目的

## ワークショップにおける分析・気づき

- 企業研究 成長戦略  
ダイキン工業株式会社

## 自社に持ち帰りたい点

- ファンダメンタル分析(ROEとPBR)
- 今後の経営計画に取り込みたいこと
  - ① 投資家を意識した目標の設定(企業価値創造のためのKPI)
  - ② 事業戦略
  - ③ 財務戦略
  - ④ 非財務戦略
- CFOのあるべき姿と企業価値創造(まとめ)

# 通常セッションにおける気づき

## 【問題意識】

- 日本企業のROEは他国と比較して低水準である。  
⇒結果として企業価値創造に対する期待を表すPBRも低水準である。
- 日本企業がイノベーションを生み出すため、投資を支える長期的な資金が日本市場に流入する必要がある。



## 【提言】

- 資本コストを上回る利益が創造されてはじめて、企業価値が創造される。
- 約9割のグローバル投資家が想定する資本コスト（7.2%）を超えるROE 8%を超える水準の利益が求められる。  
⇒**資本効率を意識した「企業価値経営」への転換**
- ROEを企業内部の指標として管理し、現場のモチベーション向上につなげ、ROEの向上を目指す。
- 企業と投資家との間で質の高い対話・エンゲージメントを実現する。



## 【期待される姿】

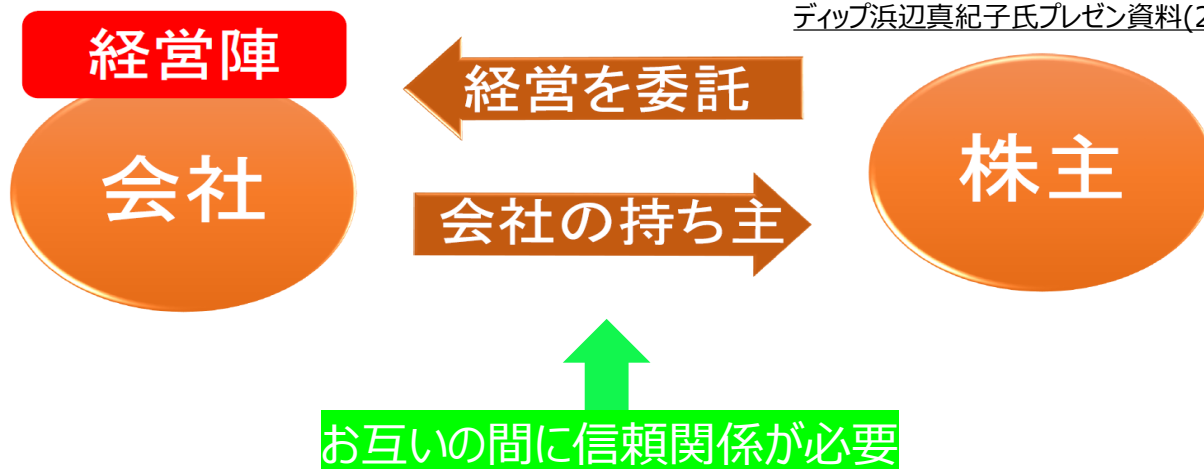
- 長期的なROEの向上が企業価値向上に向けた原資となり、ステークホルダー価値を高め、長期的な株主価値に結び付き、「企業価値経営」が実現される。  
⇒PBRの向上も見込める。
- 企業と投資家による「協創（持続的な企業価値創造）」の実現

## 会社は株主のもの

会社は様々なステークホルダーのために価値を提供する

- 株主は安定的に長期資金を供給してくれる存在 ⇒ 企業とは利害が一致
- 経営者(会社)は株主に対して説明責任・対話責任がある

ディップ浜辺真紀子氏プレゼン資料(2020年2月14日)より抜粋



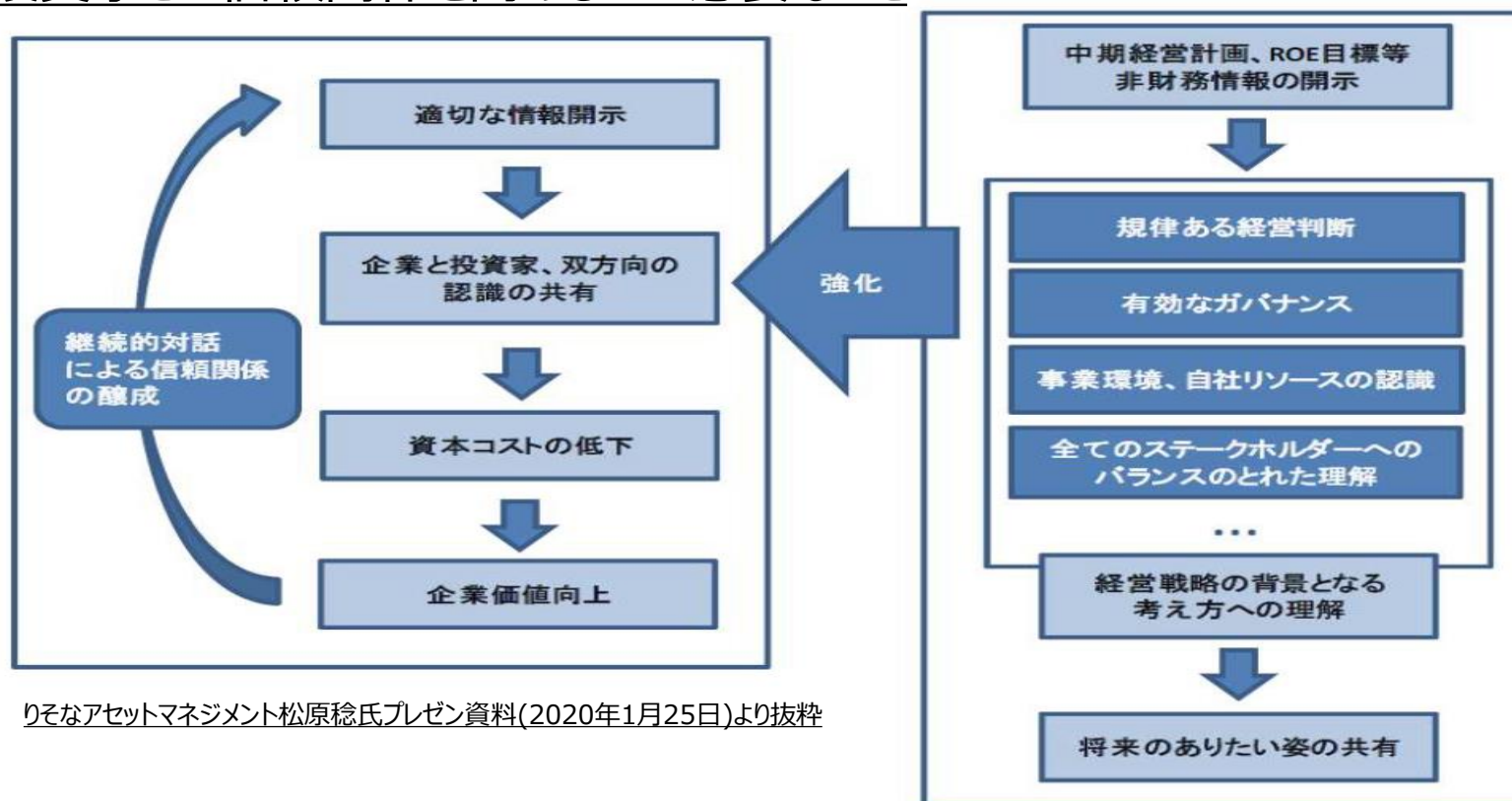
対話によって、会社の現在と将来を示す（財務情報と非財務情報）  
企業価値の認識の差を埋めていく

## 投資家の知りたいこと

ビジネスモデル

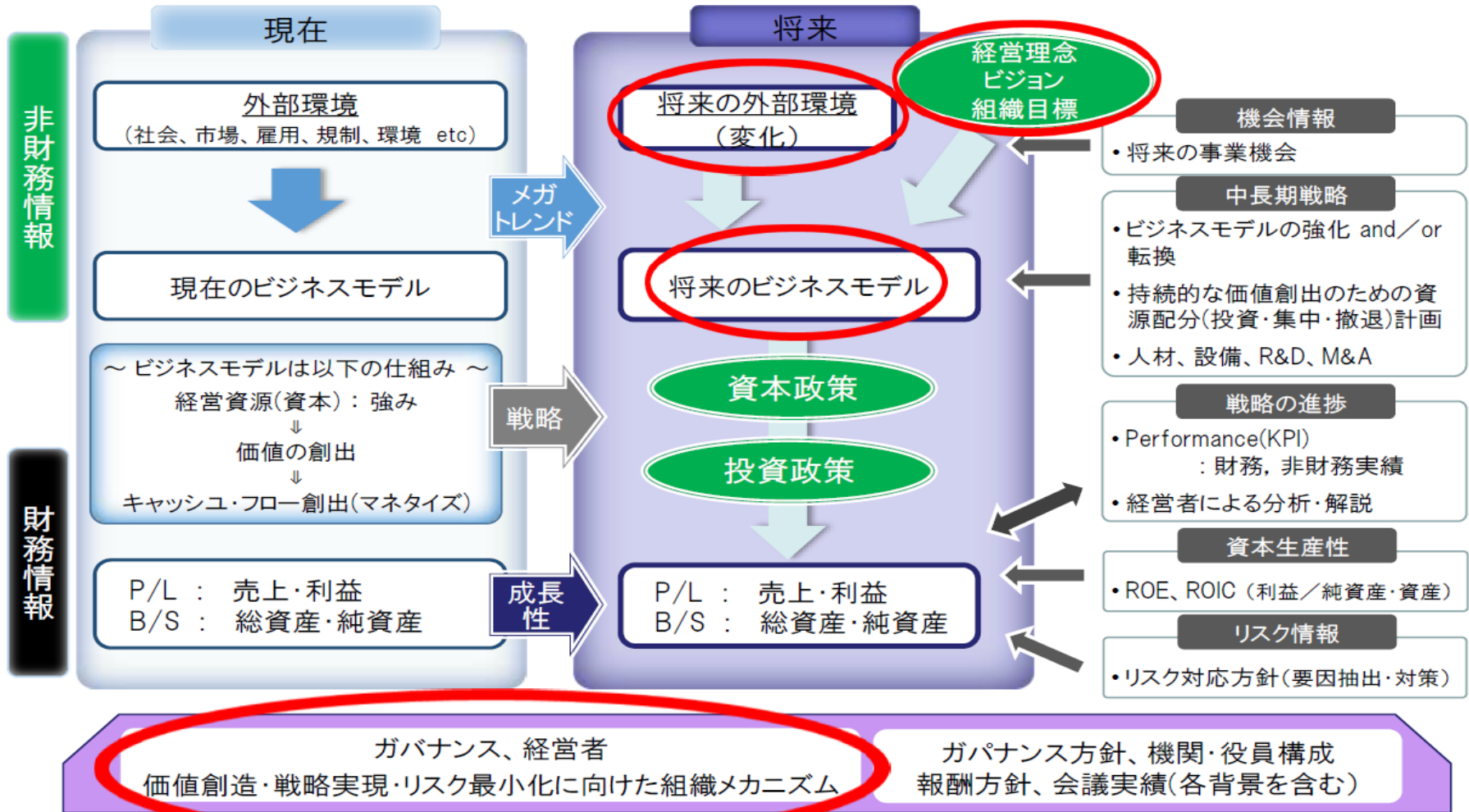
- ⇒ 持続的な企業価値向上のドライバーを把握したい
- ⇒ 企業価値向上の検証・自己評価

## 投資家との信頼関係を高めるのに必要なこと



りそなアセットマネジメント松原稔氏プレゼン資料(2020年1月25日)より抜粋

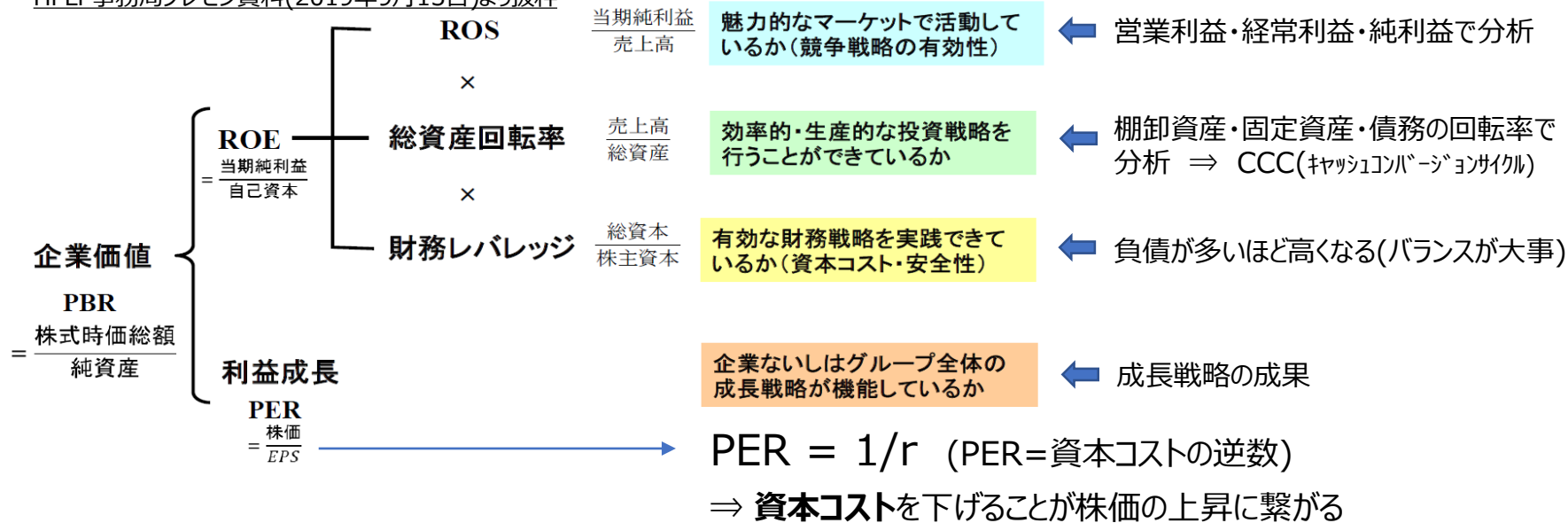
## 長期投資における対話領域



りそなアセットマネジメント松原稔氏プレゼン資料(2020年1月25日)より抜粋

## 企業価値分析(デュポンシステム)

HFLP事務局プレゼン資料(2019年9月13日)より抜粋



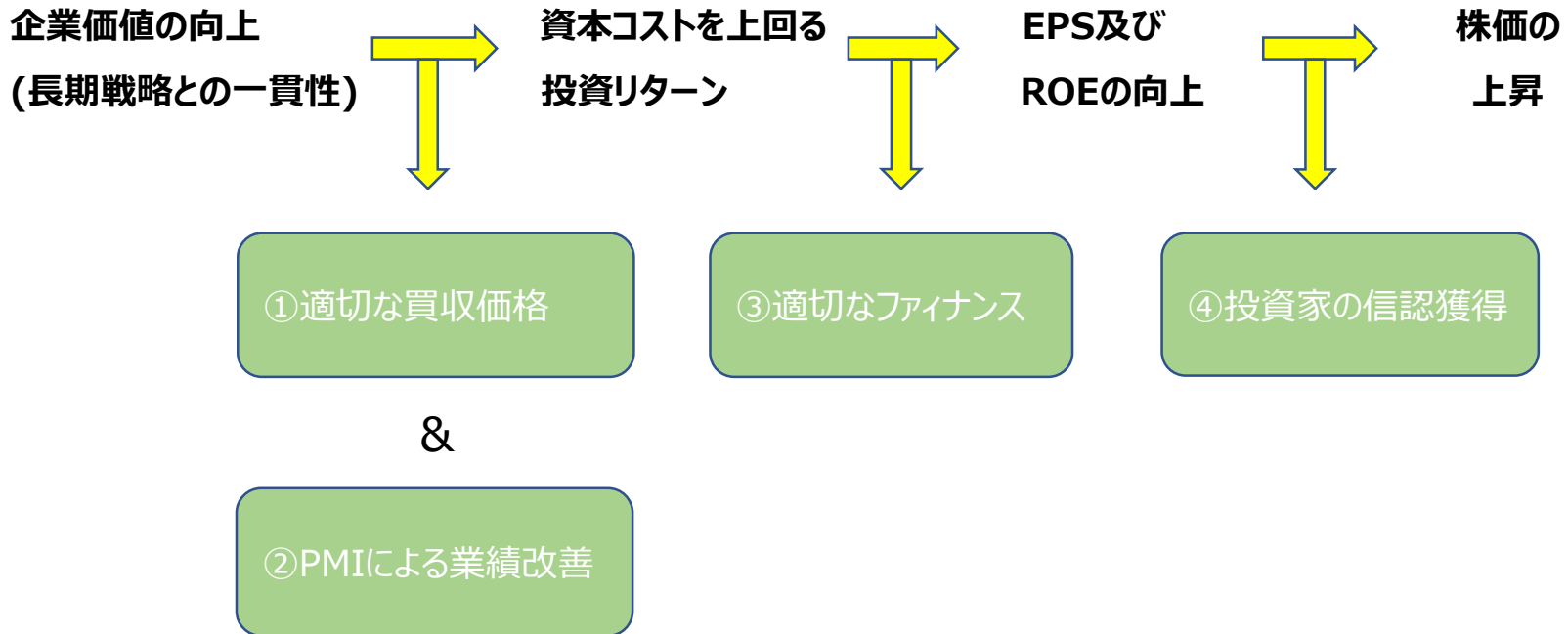
## EVA (企業価値を生む利益)

関係するステークホルダーに分配後の真の利益

$$EVA = NOPAT - \text{投下資本} \times WACC \Rightarrow \text{投資家の目線}$$



## M&A成功の定義と要件



## ① 適切な買収価格

### ● 高値掴みをしないために

- ① 案件ありきで経済合理性を軽視しない
- ② 絶対的なバリエーションの手法がない中で、特定のものだけに依存しない  
⇒ 結果の違いを確認する・合理的な見解を持つ
- ③ 与えられた業績予想の不確実要因に対する感応度分析を実施する  
(DCF法における変数 売上・利益マージン・設備投資・割引率・TV)
- ④ シナジーを過大評価しない (原則 トップラインシナジーを上乗せしないこと)
- ⑤ 買収価格から逆算した妥当性を検証する (EPSのインパクト)
- ⑥ ウォークアウェイ価格を必ず設定する
- ⑦ 価格合意前に案件を公表しない

## ② PMIによる業績改善

● 統合による付加価値の創造(コストシナジー&トップラインシナジー)⇒金銭価値に変換

① 相互補完自体は付加価値を生まない

- ・コストシナジーは買い手側の強い意志で可能
- ・トップラインシナジーは高い不確実性(被買収会社側との協議、顧客側の親和性・受容性)

② ひと、しくみ、価値観による統治は必須

- ・対象企業のトップ ⇒ 実力者が現地に赴任していることが理想
- ・経営の監督 ⇒ 経営人材を派遣、現地経営人の選解任の権限、経営理念の共有
- ・本社経営トップはダイレクトなコミュニケーション(経営判断は直接やる)
- ・グローバル化に伴い経営体制を一元化
- ・対等統合でも統合後のリーダーシップを所在を明確にする

③ PMI推進には経営に余力が必要 ⇒ 高い優先順位・資源投入

## ③適切なファイナンス

### ●買収ファイナンスの優先順位

#### ①増資には慎重であるべき

- ・増資によりEPSは確実に希薄化する

#### ②負債は財務の安定性維持の範囲内

- ・事前に負債許容能力を格付機関と確認



信用格付の維持

#### ③増資以外による資本手当を積極的に活用

- ・リスク資産の削減
- ・非コア事業の売却
- ・劣後債、ハイブリッド証券などの負債性資本の調達



## ④投資家の信認獲得

### ●株価向上のために

#### ①案件公表時の投資家向けメッセージ

##### ・骨子

- ・戦略的意義
- ・価格の妥当性
- ・案件後の経営・統合体制
- ・シナジーの範囲とスケール
- ・資金調達方法
- ・案件の収益及び財務状況に対するインパクト

⇒ M&Aというイベント自体が成長ストーリーになるわけではない

##### ・株式市場は還元策に対するインパクトも重視

⇒ 自社株買いとは常に比較されている

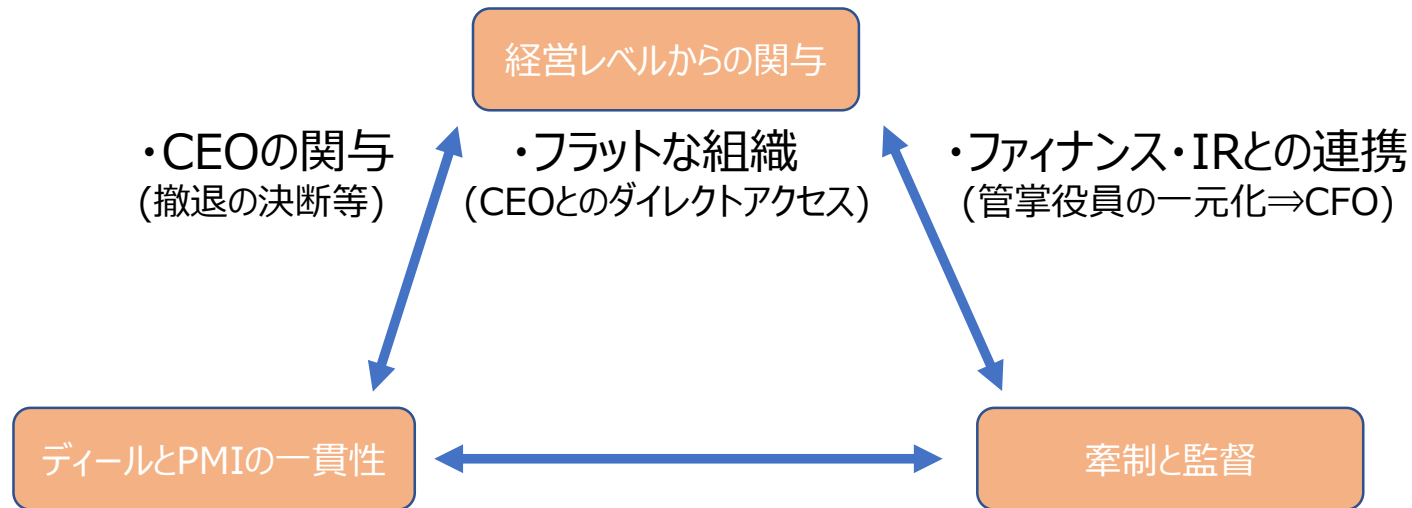
#### ②M&Aが株主還元につながるために

##### ・長期的で一貫した戦略を通じて結果を出す

⇒ 事業ポートフォリオの入れ替え

⇒ 買収と統合による被買収事業の継続的な成長

## M&A戦略推進のための体制整備のポイント



- ・PMI担当者がDDから参加
- ・案件主導者が対象企業経営に転出
- ・専担チームと事業部門の連携

- ・検討・意思決定プロセスの明確化・透明化
- ・早い段階からの取締役会への報告・討議
- ・案件後モニタリング責任の帰属先明確化

## ●資金調達と企業価値

**公募増資による株価変化 ⇒ 普通株式による増資の発表は株価の下落をもたらす**

①マーケットタイミング仮説

増資は適正価格よりも過大評価されているタイミングで実施する(時価発行)

②希薄化仮説

EPSのdilutionによって株価が下落

希薄化されるかどうかは、資金使途・期待利益率による ⇒ 濃縮化

## 財務レバレッジの変化とWACC(法人税がない場合)

①株式資本コスト

財務レバレッジが高くなると

⇒支払利息という固定的要素が増加→株主にとってのリスク増加

⇒事業リスクは不変で債権者は倒産以外にはリスクなしなので、株式1単位当りの負担するリスク増加

⇒財務レバレッジが上昇するとROEの上下変動額が大きくなる⇒株主の要求リターンが高まる

②負債コスト

⇒デフォルトリスクが高まると負債コストは上昇

③WACC

⇒財務レバレッジを上げると負債コストも資本コストも上昇

## ● ペイアウトと企業価値

### MMの配当無関連命題

- ① 配当政策は株主の富には影響を与えない
- ② シグナル効果  
事業資産価値が上方修正される場合がある(DCF法で評価)⇒将来の業績に自信
- ③ ROEを上げる効果  
配当、自社株買いにより株主資本が減少(ROEの分母)

## ● 現金保有とリスクテイク

- ① 企業が保有する現金の経済的価値は全ての企業にとって同価値ではない
  - ・魅力的な成長機会を持つ企業の現金の価値は額面以上に評価
  - ・成長機会が限定されるような成熟企業が保有する現金の経済的価値は額面より小さく評価
  - ・全ての現金を配当に回す企業の現金の価値は額面通り
- ② リスク投資vsペイアウト PBRへの影響  
⇒ 統計ではリスク投資とペイアウトが高水準の企業はPBRが高い
  - ・現金は貯めこまない
  - ・積極的に設備投資・R&D投資・M&A投資に振り向ける
  - ・余剰現金は株主に還元する



## ● エクイティ・スプレッド

企業価値はエクイティ・スプレッド(ROE-資本コスト)により作られる

⇒ 資本コストを上回るROEを出し続けることが必要

$$\text{株主価値} = \text{時価総額} = \text{株主資本} + \frac{\text{株主資本} \times \text{エクイティ・スプレッド}}{\text{資本コスト} - \text{永久成長率}}$$

$$\Rightarrow \text{PBR} = \frac{\text{時価総額}}{\text{株主資本}} = 1 + \frac{\text{エクイティ・スプレッド}}{\text{資本コスト} - \text{永久成長率}}$$

エクイティ・スプレッド = ROE - 資本コスト

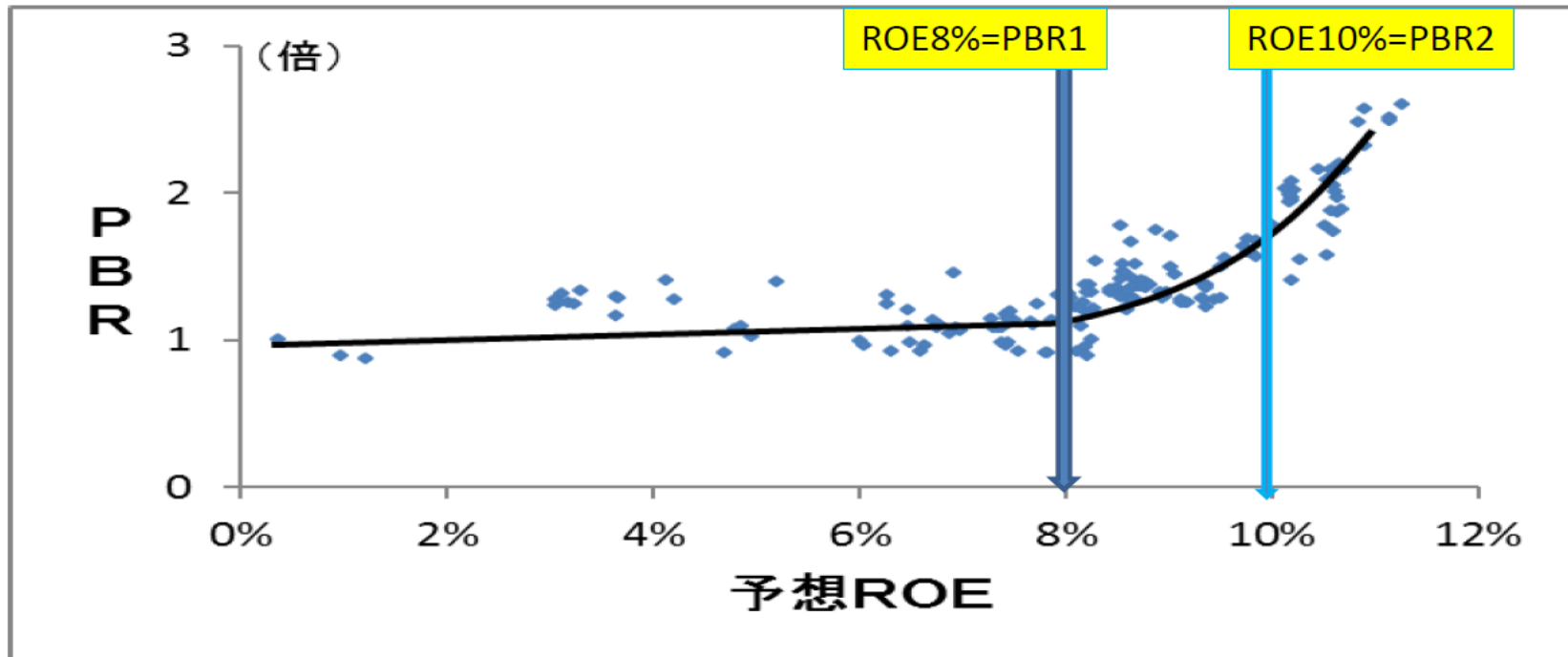
エクイティ・スプレッドが正の値ならPBR>1    エクイティ・スプレッドが負の値ならPBR<1

ROE 8% とは・・・

統計的には ROE8% ≒ PBR1倍    ROE10% ≒ PBR2倍

⇒ **ROE8%を越えてくると価値創造が行われる**

## 過去10年のPBRと予想ROEの相関図 「8%は魔法の数字」 次のステップはROE10%でPBR2倍



(注) 日経平均ベースの予想ROEとPBR(2005年1月～2018年8月の毎月末)  
(資料) 日経NEEDSより井出作成

エーザイ柳良平氏プレゼン資料(2019年12月22日)より抜粋

【出所】柳・広木・井出(2019)

## ● 良いROEと悪いROE

一番大事なことは **短期志向ではいけない** ということ

⇒今期からROE8%の結果を出すのではなく、

達成までの道筋を立て、計画的に投資、コスト削減、バランス・シート・マネージメントが必要

## ● 非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化

統計では・・・

ROE(資本効率)とESGを両立して価値関連性を示してほしい ⇒ 両立が必要

ESGの価値の相当部分は本来ならPBR(1倍以上の部分)に織り込まれるべき

非財務資本

1.知的資本 2.製造資本 3.人的資本 4.社会・関係資本 5.自然資本

# 非財務資本とエクイティ・スプレッドの 同期化モデルの提案(ROESGモデル)

## Intrinsic Valueモデル (柳 2009)



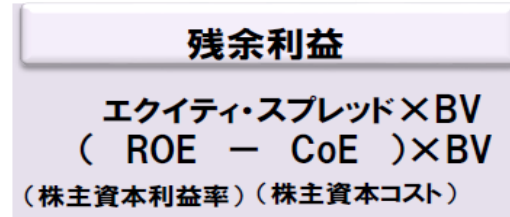
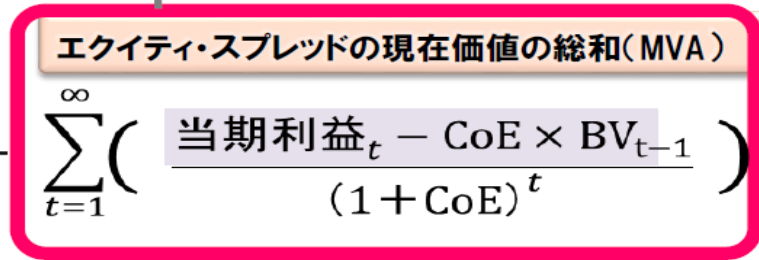
## IIRC-PBRモデル



(IIRCのフレームワーク)

## 残余利益モデル

$$\text{株主価値} = \text{BV} + \sum_{t=1}^{\infty} \left( \frac{\text{当期利益}_t - \text{CoE} \times \text{BV}_{t-1}}{(1 + \text{CoE})^t} \right)$$

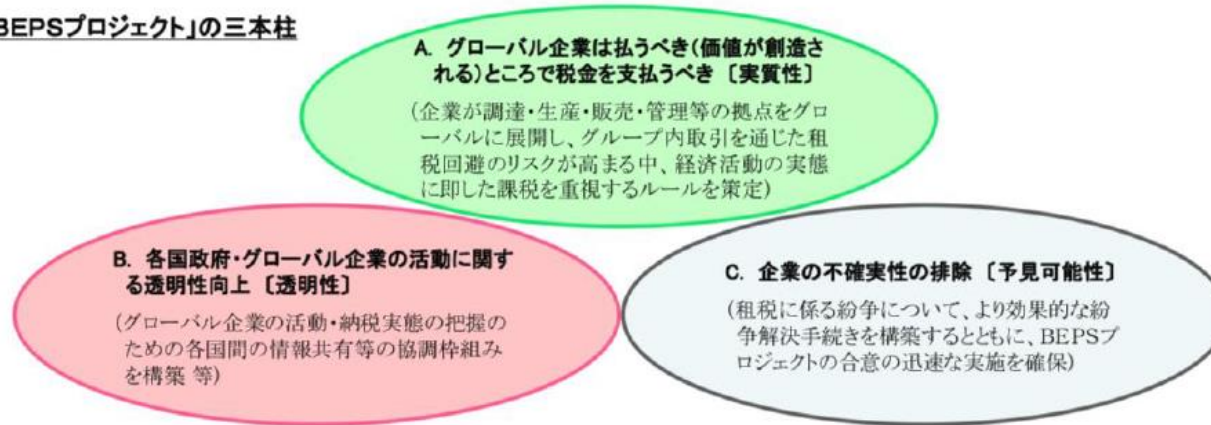


“Integrating NONFINANCIALS to Create Value”,  
 Strategic Finance Jan 2018, IMA

エーザイ柳良平氏プレゼン資料(2019年12月22日)より抜粋

## 課税リスクのグローバル化

### 「BEPSプロジェクト」の三本柱



EY税理士法人角田伸広氏プレゼン資料(2019年11月23日)より抜粋  
(2018年10月17日税制調査会財務省説明資料)

- ◆ 移転価格問題等、税務リスクがグローバル化している。
- ◆ 各国の税財源確保策による二重課税リスクの増大によるグローバルな税務戦略が必要
  - 税の最適化に向けた税務戦略の構築
    - ・ 経済的実体を伴うストラクチャー ・機能とリスクに基づく所得配分(無形固定資産)

## 税務ガバナンス

- トップマネジメントの関与
- 経理・監査部門の体制・機能の整備・運用
- 内部牽制の働く税務・会計処理手続の整備・運用
- 税務に関する情報及び再発防止策の社内への通知
- 不適切な行為の抑制策の整備・運用

## 外国為替リスク(予想将来為替相場から実現された為替相場が乖離すること)

- ①為替取引リスク → キャッシュフローを伴う一般的な為替リスクとしてヘッジ
- ②為替換算リスク → 時価評価が原則でP/Lに為替差益/差損として計上  
海外子会社を連結するときに為替換算調整勘定として把握
- ③為替経済性リスク → 企業経営全体に影響を与えるリスクであり、ヘッジ対象不可

## 為替相場が海外拠点を通じて企業価値に影響

- ①為替変動が損益及ぼす影響  
⇒ 海外拠点の多い会社であれば、円安で分子(純損益)の上昇によりROEの引き上げ効果
- ②換算調整勘定が通して自己資本に及ぼす影響  
⇒ 為替換算調整勘定は円安で増加し、ROEの引下げ効果がある

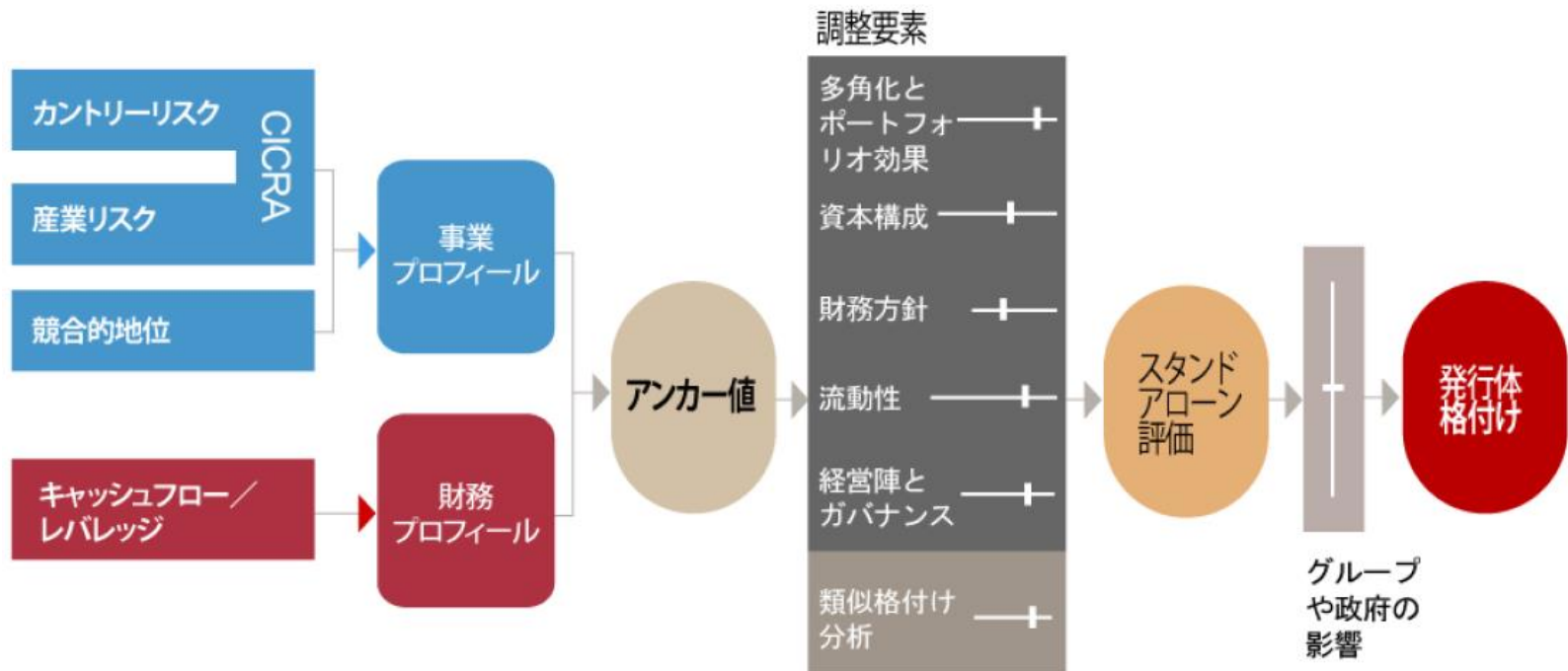
## 為替リスクの低減

例) 成長投資資金として、ドルをキャッシュマネジメント子会社で留保 ⇒ 海外への貸付等において為替差損益を低減

## ● 信用格付け

S&Pの格付けは発行体および個別債務の信用力についてのフォワードルッキングな意見を示すものである。また、発行体格付けについては、金融債務を期日通りに履行する債務者の能力と意思に焦点を当てたものでもある。

## ● 事業会社の格付け分析フレームワーク



S&Pグローバルジャパン三宅伊智朗氏プレゼン資料(2019年11月2日)より抜粋

## ● 信用格付け分析において重視しているポイント

本業から生み出されるキャッシュフローでいかに債務を当初の約束通りに返済できるか



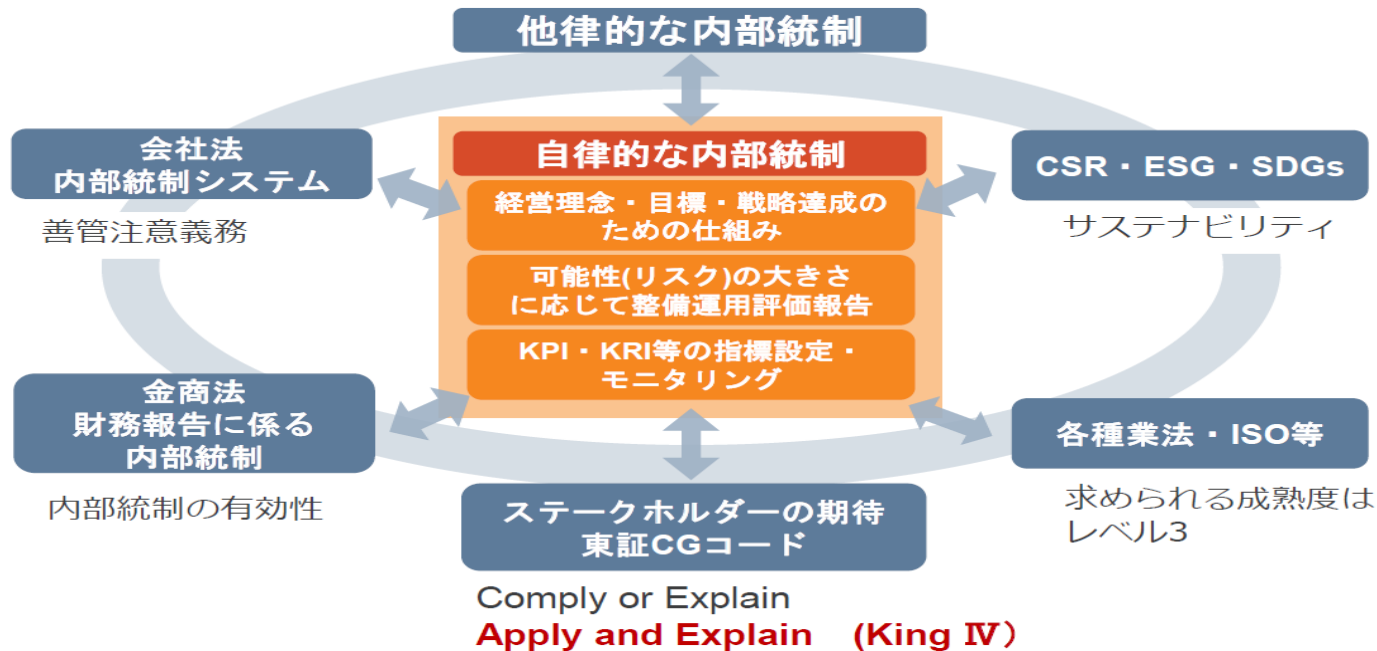
- ・景気循環等のマクロ動向
- ・産業の特徴、リスク、規制等
- ・競合状況、収益性
- ・キャッシュフロー／レバレッジ、流動性
- ・資本構成
- ・**財務方針**、経営陣とのガバナンス等

S&Pグローバルジャパン三宅伊智朗氏プレゼン資料(2019年11月2日)より抜粋

⇒ 信用力評価の観点からは株主還元は一般にネガティブ  
配当支払いや自社株買いは、債務を減らさず債務返済原資を減らすため

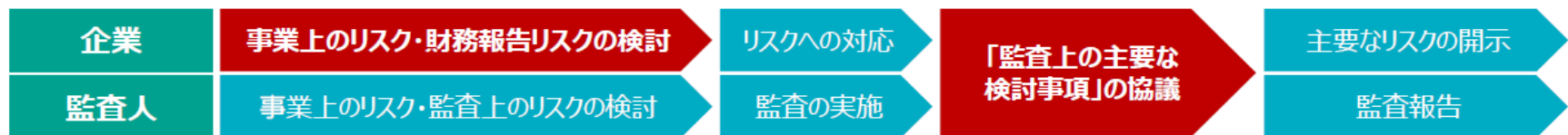


## ● 自律的な内部統制と他律的な内部統制



## ● KAMの導入

財務諸表監査における「監査上の主要な検討事項」の開示



プロテビティLLC神林比洋雄氏プレゼン資料(2020年2月14日)より抜粋

## ● 経理(財務)部長の役割

- Debt IR、金融機関との対応
- 会計士、国税局との対応
- 経営者との対応
  - 短期の計画策定・予算実績管理
  - 決算報告・株主総会

## ● 経理(財務)部長の目的

- 金融機関・債券市場からの資金調達
  - 信用格付の維持
- 適正意見(監査法人)

## ● 経理(財務)部長に必要なスキル

- 財務・経理・税務の知識
- 自社の事業を語れること(現状)

## ● CFOの役割

- 株主(投資家)とのコミュニケーション(Equity IR)
  - 中長期の事業戦略
  - 非財務資本の価値
- 経営者(CEO)の補佐
  - 中長期の事業戦略策定
  - 事業投資の意思決定 (M&A)

## ● CFOの目的

- 資本市場からの安定した資金調達

## ● CFOに必要なスキル

- 投資(M&A等)の知識
- 自社の事業を語れること(将来)
- コミュニケーション能力(語学含む)が高いこと

## ● 会計手法を使って経営を支援

### ① キャッシュ・マネージメント機能

- グループ・キャッシュ・マネージメント
- 資本コスト低減に向けたトレジャリー管理

### ② リスク・マネージメント機能

- 為替リスクのコントロール
- ロングテイル・リスクに呼応した最適資本管理

### ③ 経営管理機能

- キャッシュ基軸分析: 資本コストから目指すべきROE, ROICの設定
- 直接法による将来キャッシュ・フロー分析とPDCAサイクル

### ④ 税務戦略機能

- 戦略税務の取り込み
- トレジャリー部門の管轄(移転価格税制・組織再編税制等)

# ワークショップにおける分析・気づき

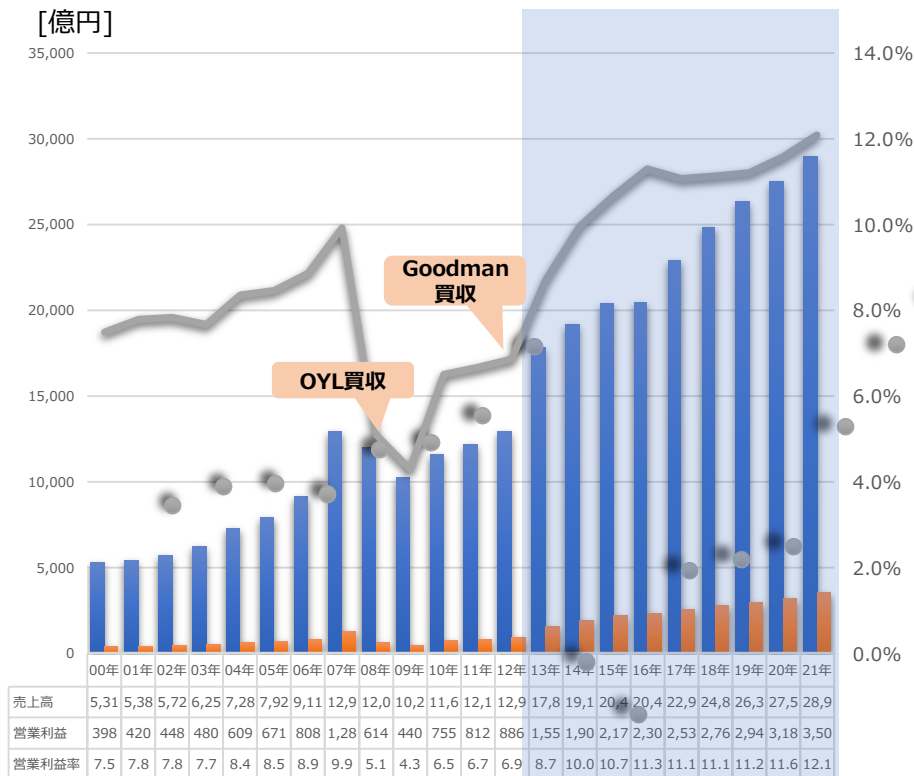
# 企業研究 成長戦略

## ダイキン工業株式会社

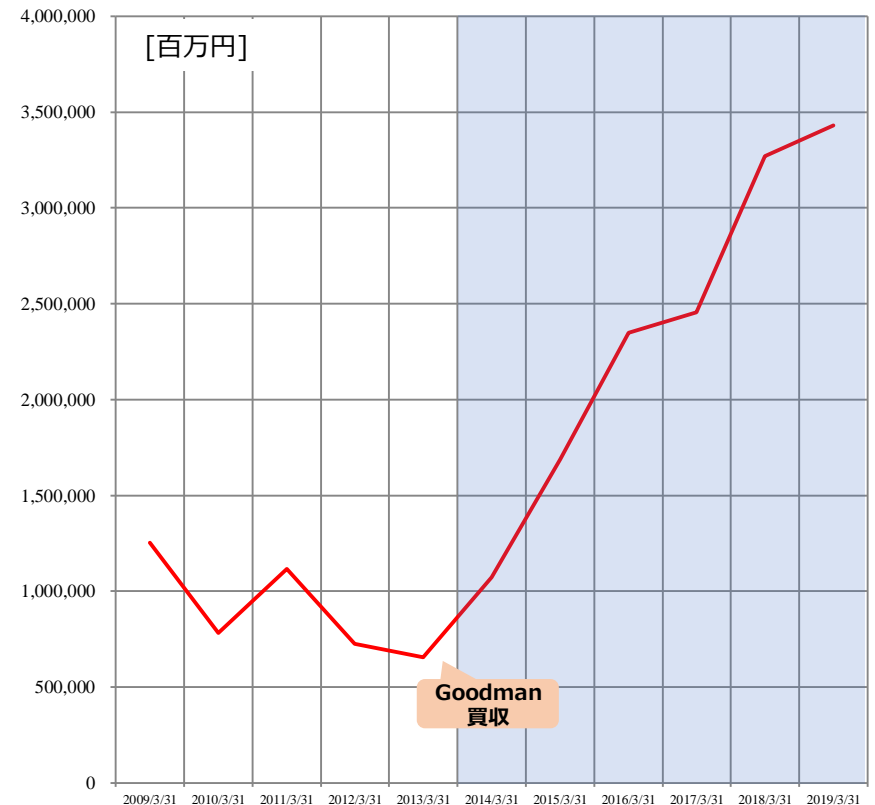
1. テーマ選定の背景
2. ダイキン工業 事前調査
3. 企業研究のまとめ

企業価値向上に向けた成長戦略の実行手段として、M&Aの活用は重要性を増している。  
ここでは、海外M&Aを活用した成長戦略の成功事例として、ダイキン工業のケースを取り上げる。

## ダイキン工業の成長



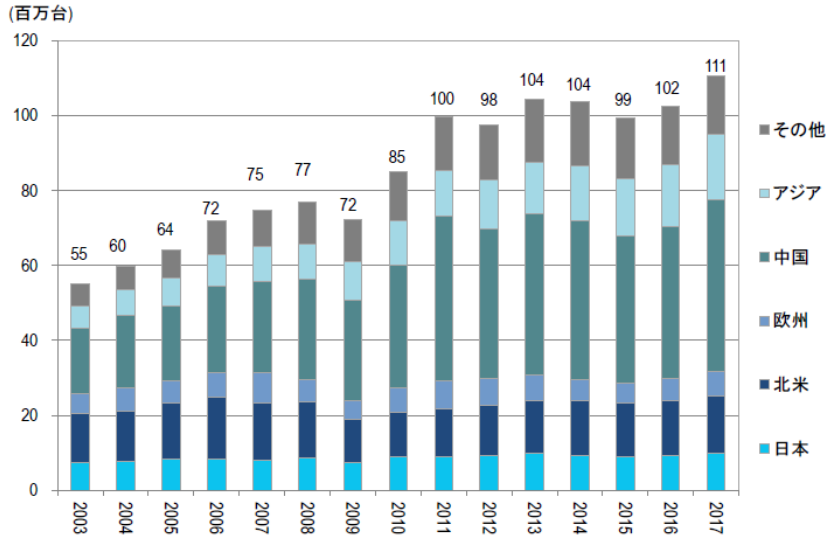
## ダイキン工業の時価総額





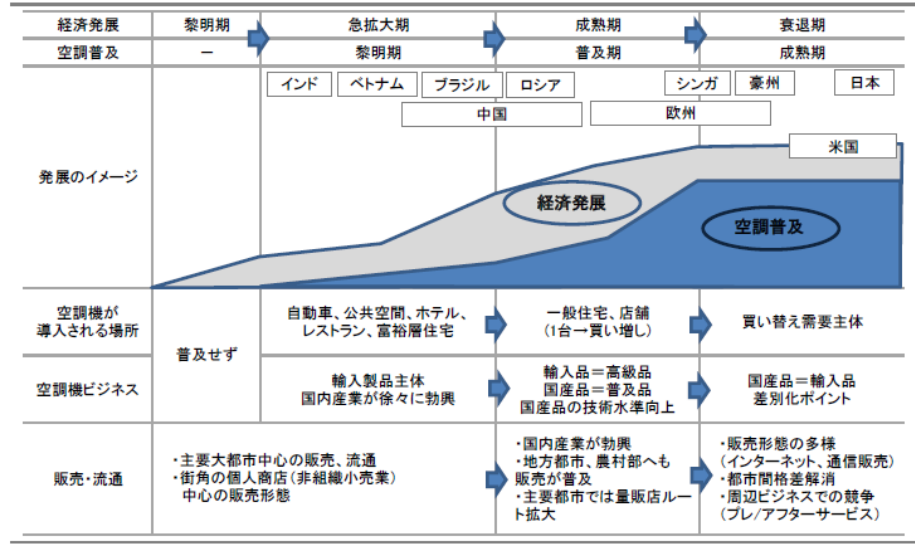
## 111百万台、31兆円、年率 5%の成長市場

図表 22：世界のエアコン需要動向



出所：日本冷凍空調工業会より MUMSS 作成

図表 23：経済発展と空調機器の普及の歴史



出所：地球環境関西フォーラム、会社資料より MUMSS 作成

## 空調市場の地域性

- ・日本 成熟市場であり、更新需要が中心
- ・米国 90%以上がダクト式で、アフターサービス比率高い。販売・サービス網が参入障壁  
電気代安く、インバーター需要低い。
- ・欧州 オフィスビルの空調普及率はほぼ100%。南欧の家庭用に成長余地あり
- ・中国 世界最大の市場。小型エアコン60%,業務用20%,アプライド20%の構成
- ・アジア インドベトナムを中心に、普及フェーズにある成長市場。

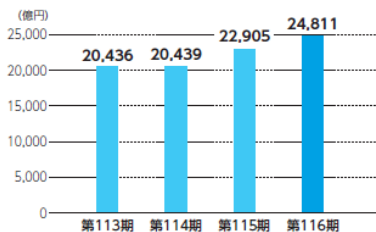
## 実直な事業環境認識に基づく経営課題の明確化と中期的コミットメント

価値創造のプロセス 事業環境の変化を事業機会と捉え、自社の事業発展と社会貢献を両立



# ダイキン工業 事業領域 概況

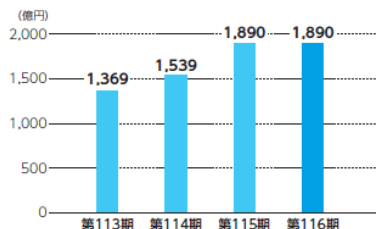
## 売上高



**2兆4,811億円** (前期比 8.3%増)

主力の空調事業が、日本・米国・アジア・欧州をはじめ主要地域で販売を拡大したこと、化学事業でも半導体市場向けに販売を拡大したことなどから、売上高は前年を上回り、6期連続で過去最高を達成することができました。

## 親会社株主に帰属する当期純利益



**1,890億円** (前期比 0.0%減)

市況高騰や米中貿易摩擦などの影響を受ける中、販売拡大やトータルコストダウンの推進などにより営業利益・経常利益は増加しましたが、親会社株主に帰属する当期純利益は、昨年の米国の法人減税による押し上げ効果がなくなった影響から、前年並みとなりました。

## 空調・冷凍機事業

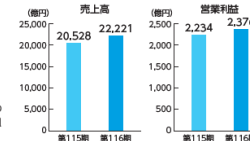
セグメント別構成比

**89.6%**

売上高

**2兆2,221億円** (前期比8.2%増)

6期連続で過去最高業績を更新しました。市況高騰や米国追加関税の影響を受けたものの、各地域での販売拡大やコストダウンなどに取り組み、増収・増益を達成しました。



## 化学事業

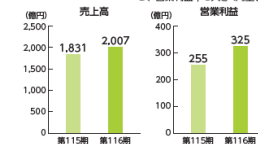
セグメント別構成比

**8.1%**

売上高

**2,007億円** (前期比9.6%増)

2期連続で過去最高の売上高・営業利益を達成し、売上高は初めて2,000億円を突破しました。市況高騰の影響がある中、半導体や自動車関連の需要拡大で順調に売上げを伸ばしたこと、トータルコストダウンを推進したことなどが、営業利益率も大きく向上しました。



## その他事業

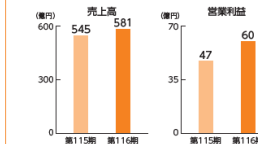
セグメント別構成比

**12.3%**

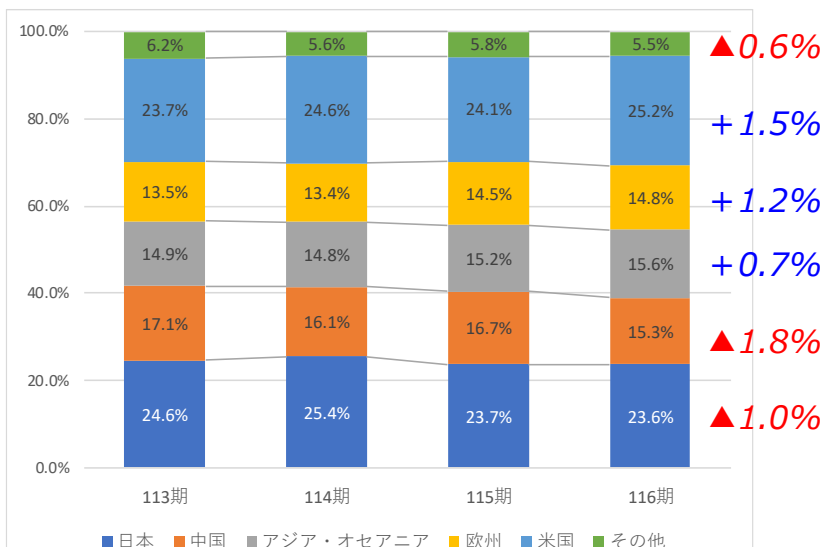
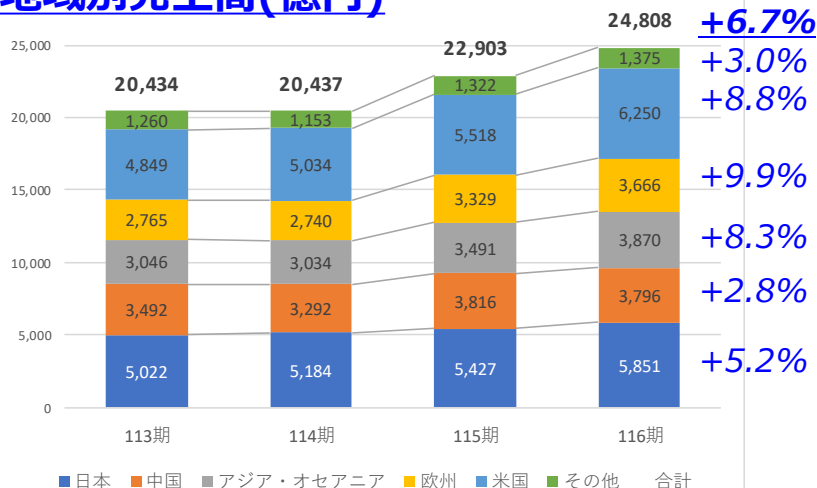
売上高

**581億円** (前期比6.6%増)

油機事業において日本・米国での販売が堅調に推移し、2期連続で過去最高業績を達成したことなどから、セグメント全体で増収・増益となりました。

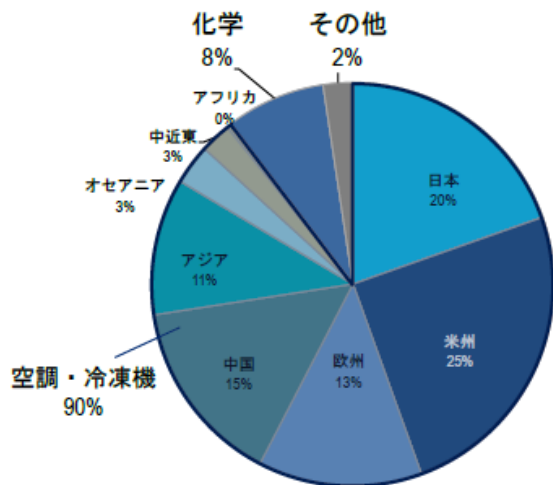


## 地域別売上高(億円)



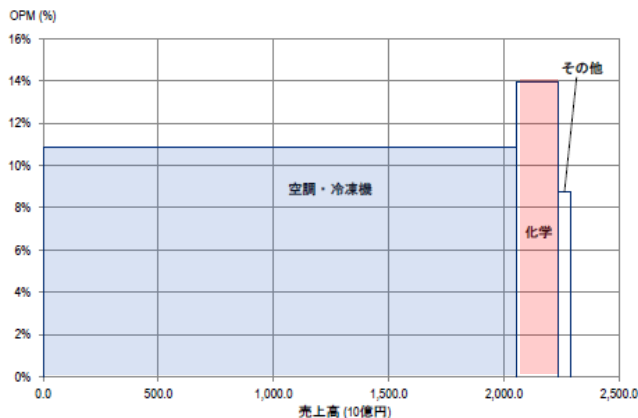
# ダイキン工業の事業構成

図表 19：事業別売上高 (18/3 期実績)



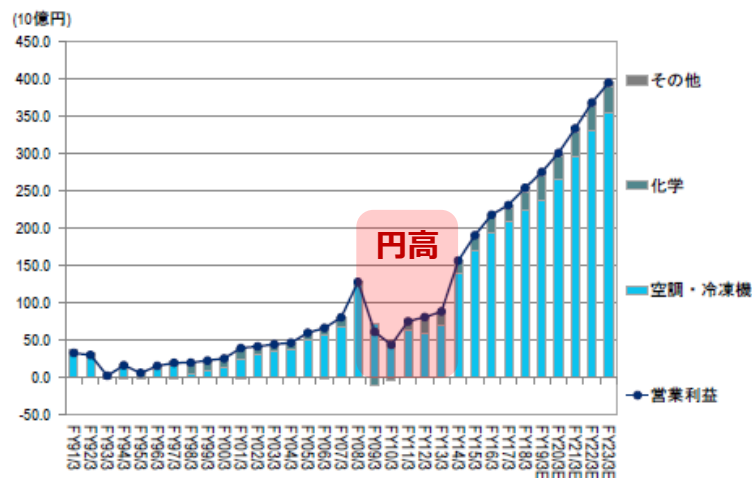
出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 16：事業ポートフォリオの概要 (18/3 期実績)



出所：会社資料より MUMSS 作成

図表 17：事業別営業利益の推移



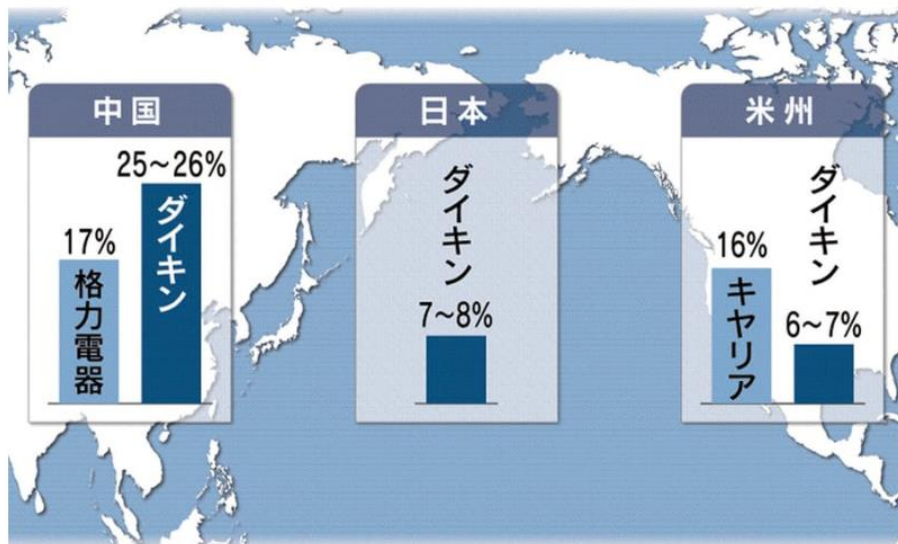
出所：会社資料より MUMSS 作成、E は MUMSS 予想

売上の9割を空調・冷凍機事業が占め、利益も約9割捻出する。

化学事業の収益性高く(約14%)、  
 厳重な安全管理と高い化学プラントが必要なため、  
 高い参入障壁に守られている

## 成長続く中国市場で利益率の高い高級住宅向けエアコンで顧客を囲い込み

ダイキンの営業利益率は中国が突出する



(注) 格力電器は中国基準の営業利益ベース、格力とキヤリアは2019年1~9月期実績、ダイキンは2020年3月期見通し

中国が全体の営業利益の  
**約3割**を稼ぐ

安定&潤沢なキャッシュフローの源泉

## 中国市場の攻略

- ✓ 最大市場の上海に近く、優秀な人材を持つミシンメーカーを買収 (ダイキン 60% : 上海協昌が40%で主導権確保)
- ✓ 後発ながら、ダイキンの得意な業務用 & 最新鋭の機種で参入し、高級ブランドのイメージ確立
- ✓ 全額前金回収システムの採用し、特約店を開発・育成(従来の卸や代理店による流通/手形決済中心の商慣習を転換)
- ✓ 撤退条項の整備により、事業リスクをミニマイズ

→ 2000年代には、高級機から普及帯、業務用からビル用セントラルへ、大都市から地方都市へと事業の全面展開を実施

## 高い製品性能を裏付ける広範な制御技術の開発力と特許保有

### ダイキン工業の特徴

1. 既存空調分野における**出願数はトップクラス(3位)**で網羅的な特許網
2. 制御技術/熱交換器・換気/ルームユニット/安全装置などに注力  
特に**ヒートポンプ**や**冷媒技術の強さ**を裏付ける特許取得活動が確認できる

### 競合他社の特徴

#### 米国企業

販売・サービス網が参入障壁で、電気代も安くインバーターなどの新技術導入に遅れ

1. Carrier 公開件数多く、冷媒/熱交換器/空気コントロールなど多岐
2. 他 特筆すべき活発な活動は見られない

#### 日系企業

1. パナソニック 空調器の躯体やバスヒーター
2. 富士通ゼネラル 空調器の躯体
3. 三菱電機 熱交換器

#### アジア企業

日系に比べて熱交換器領域への注力は見られず、空調器性能(制御技術・品質)に差

1. LG電子/Gree 空調器の躯体
2. Midea/Haier 温度制御

## エアコン先端技術の特許を開放、普及促進

2008年3月。ダイキン工業は中国・珠海格力電器（広東省珠海市）と業務提携。  
**狙いは中国で環境性能の高いインバーター搭載エアコンを普及させること。**  
長年の研究開発で築き上げたインバーター技術の一部を、格力電器に供与した。  
**先端技術を格力電器に提供しても、市場さえ形成できれば闘えると判断。**  
**「当時7%だった中国のインバーター比率は、12年に60%に達した」**

**ダイキンは冷媒も生産する世界で唯一の空調機器メーカー。化学事業でも世界一を目指す**  
地球温暖化への影響が小さいとされるエアコン用冷媒「HFC-32(R32)」を用いた  
空調機の製造・販売などで特許権の不行使を宣言し、  
これにより、同特許は書面での契約をすることなく無償で使用する事が可能に。

### ■ ダイキン工業のこれまでの動き ■

- 2011年 同冷媒の特許93件を途上国に対して無償開放
- 2015年 全世界で無償開放
- 2019年 2011年以降に申請した特許を無償開放

R32を使用した空調機の販売台数は2019年4月までに6,800万台以上になると推定され、  
二酸化炭素の排出抑制効果は約1億トンになるとの試算。

## 冷媒素材の転換、スマート化による価値源泉のシフト



### 技術的優位性の脅威①

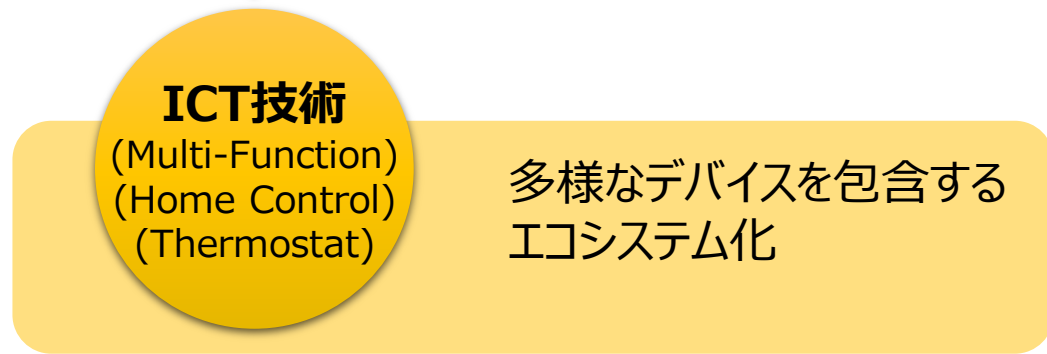
地球温暖化係数の低い  
新素材の開発利用促進

ハネウェル, デュポンら  
米国企業が特許保有上位

### 技術的優位性の脅威②

空調機器に留まらず  
建物全体の制御システムに  
1デバイスとして組み込み

米IT大手のGoogle社、  
総合家電のパナソニック、  
三菱電機、LG電子などによる  
Network関連の技術基盤確立





## 来るべきスマートホーム時代を見据えたAI/IoT技術理解と技術・人材獲得を強化

### テクノロジー・イノベーションセンター

オープンイノベーションを実現する場を構築。  
社内プログラム「ダイキン情報技術大学」を開講し、  
AI人材を600名規模で育成



大阪摂津市のダイキン工業 淀川製作所内  
総床面積58,000m<sup>2</sup>/延べ床面積49,000m<sup>2</sup>  
6階建て 700人規模の人員が利用  
投資額 約380億円

【ワイガヤステージ】



### 新たな挑戦とIoTリテラシーの向上

事業方針などの意思決定に関わる幹部の  
技術革新への理解促進のため、人事制度を改革

管理職のほぼ全てにあたる約400名を対象に、  
人工知能(AI)やIoT(モノのインターネット)など  
先端の情報技術の知見の獲得を必須とする

### ハードウェア売り切り型からの脱却

ソリューション事業の強化

課金ビジネスへの挑戦

深圳R&Dセンター/スタートアップ連携

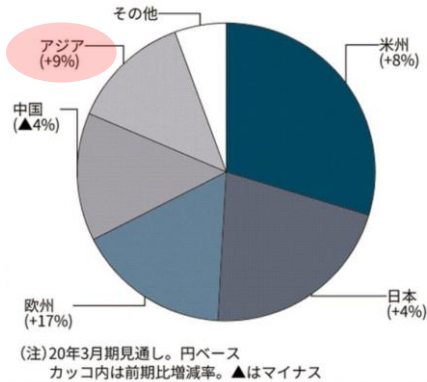
インド市場にマッチした商品開発と現地密着型の設計・開発で、成長する市場を取り込む

## 成長市場での売上拡大

インドルームエアコン市場は年間5百万台と小規模だが、2桁成長で普及率もまだ7%。今後、本格普及期を迎える

### ダイキン工業売上地域構成

アジアが中国に迫る規模に成長  
(空調事業の地域別売上高比率)



- ✓ 21年に第3工場稼働
- ✓ 寝室用廉価モデル開発
- ✓ 地方で異なるニーズに対応
  - 沿岸部 除湿
  - 中部 高温耐久性
  - 郊外 悪路対策頑強性

普及率10%超で急激に市場拡大と想定  
中間層の増加が市場をけん引する

## 設計・製造の現地化

### “インド設計”実現に向けたR&Dセンターの設立

#### 開発拠点の現地化のメリット

##### 設計者の理解度の向上

設計者がすぐに現地に赴くことができるため、設計者が市場をよく理解できる。

##### 市場環境の再現性の向上

製品に問題が生じた際に、市場と同じ環境を実験室で作りやすい。

##### コスト削減

現地の部品の評価を現地で進められるため、部品の現地生産化が早く、コスト削減に有利。

### 非熟練工でも品質を確保するモジュールライン



QRコードや音声ガイド  
などIoT化でポカよけ



今後、成長が期待されるアフリカ市場の供給拠点化

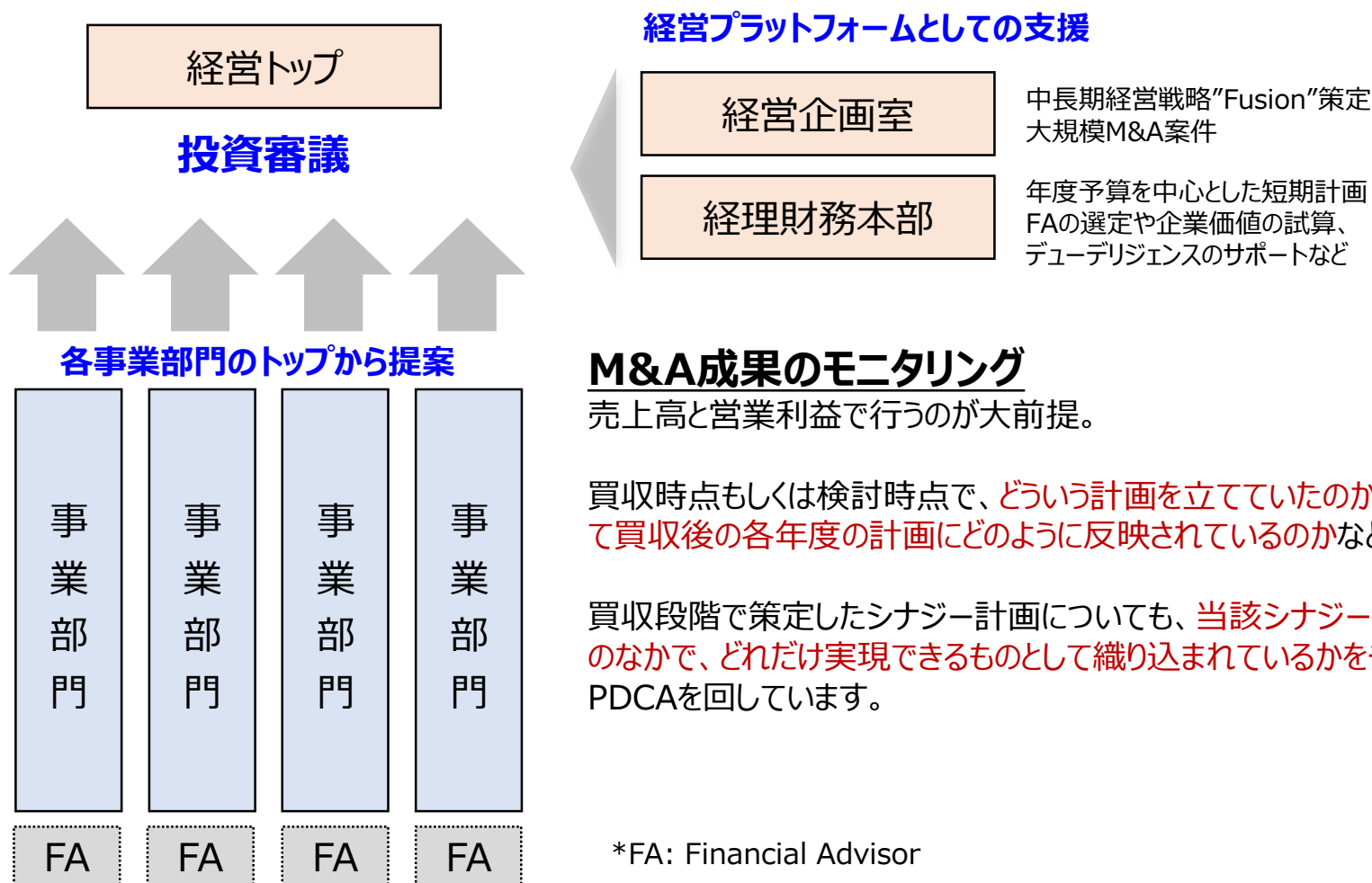
## 2018年1月、三井物産と共に、業務用空調のサブスクリプションサービスを開始



ダイキンが稼働状況のデータを収集し、

- ✓ 故障の予兆を捉えて事前にメンテナンスし、修理や点検の追加費用もかからない
  - ✓ 夏場に冷房需要が膨らむと優先順位の低い部屋の運転を停止し消費電力を抑える
- **空調が止まると患者の生死に関わりかねない病院での導入が多い**

## M&Aの提案・PMIは、事業部門主導で本部がサポート



## [日本的経営(終身雇用/定年制) + 多様な雇用形態] + 成果主義

### 能力の差よりも意欲や気持ち

一度決めたことは“全員で”目標達成  
結果にこだわって愚直に取り組むDNA

## 一流の実行力

リーダーの“危機感”と現場の“緊張感”

「フラット&スピード」を実現する組織  
階層が少なく、情報や問題意識を共有

### 評価と処遇の改革

#### 3つの“成果”による評価

- ✓ 「結果」責任の遂行
- ✓ 「挑戦」= Something newの提供
- ✓ 「成長」周囲の部門・人への寄与

#### 成果重視の処遇

- ✓ その時々々の能力発揮・成果に応じた処遇
- ✓ 熟壮青に捉われない貢献への処遇
- ✓ 事業基盤を支える成果の差の反映

#### 制度改革

- ✓ 年齢・勤続・家族給の廃止
- ✓ 「定期昇給 + ベア」から「評価による分配」へ
- ✓ 評価格差の拡大

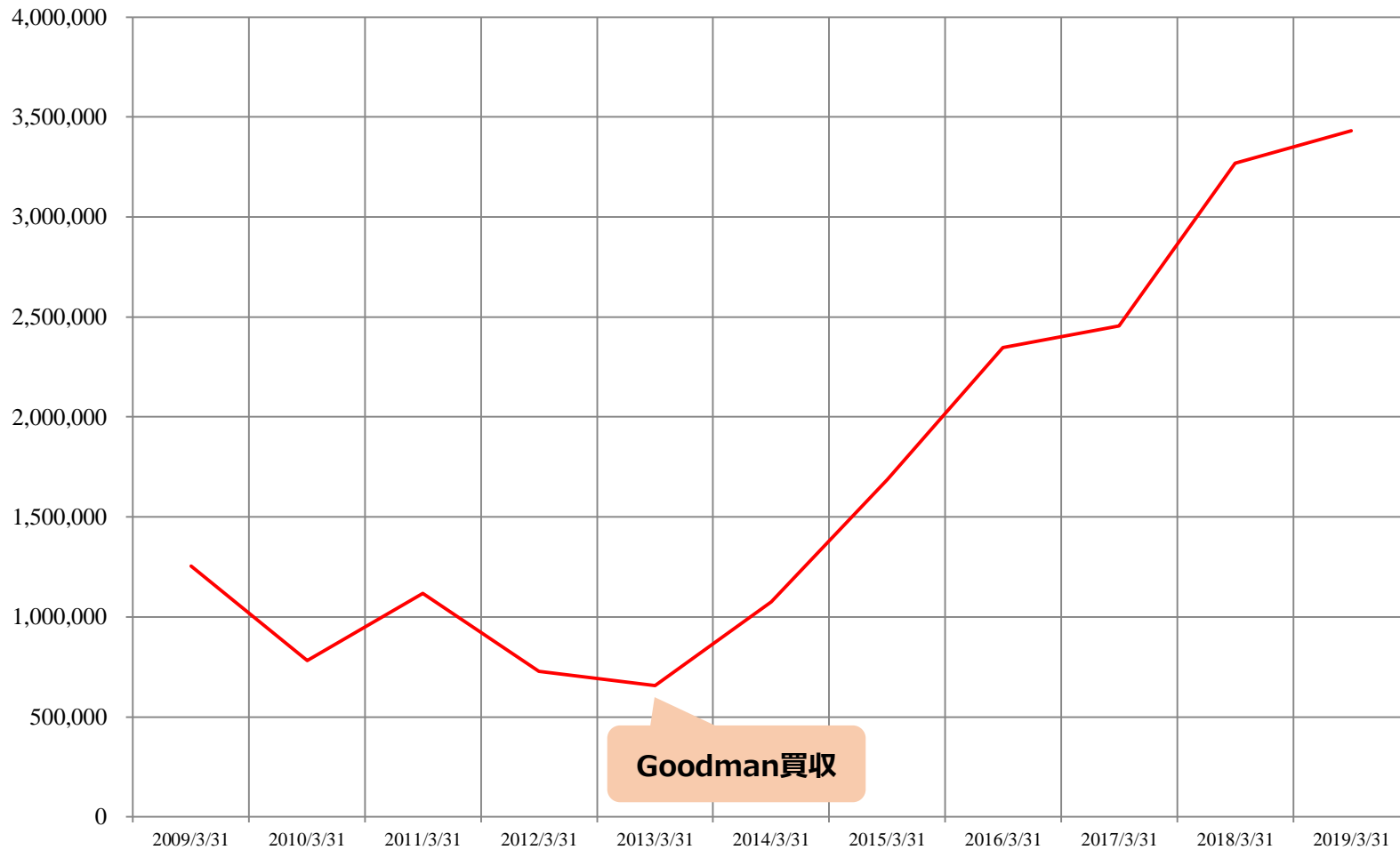
## Key Findings

- ✓ 2011年以降、時価総額/PBRが大きく改善。ROEも13-16%と安定的に高水準
- ✓ Goodman買収に伴い、主要市場である米国で増収
- ✓ 原価低減による粗利率の改善がROS改善に寄与。固定費は規模相応の水準(%)を維持
- ✓ 変動費・固定費ともに規律あるコスト管理がなされ、競争優位を確保
- ✓ 大型買収に伴うのれん/有利子負債の増加も、安定したCF創出で着実にネットD/Eレシオを低減

FY	PBR	Market Cap	株主資本合計	ROE	ROS	総資産回転率	財務レバレッジ	PER
2009	2.25	1,116,609	497,194	4.0%	1.9%	0.91	2.33	50.53
2010	1.49	726,530	489,169	4.0%	1.7%	1.02	2.30	30.73
2011	1.30	655,815	503,809	8.3%	3.4%	1.06	2.31	14.70
2012	1.73	1,074,104	619,452	7.8%	3.4%	0.89	2.58	22.79
2013	2.10	1,686,975	803,184	12.9%	5.2%	0.95	2.63	17.35
2014	2.29	2,347,739	1,025,716	13.1%	6.2%	0.90	2.34	18.85
2015	2.42	2,456,479	1,015,527	13.4%	6.7%	0.92	2.18	17.29
2016	2.94	3,269,581	1,112,715	14.5%	7.5%	0.90	2.14	20.45
2017	2.64	3,431,538	1,298,062	15.7%	8.3%	0.95	2.01	17.60
2018	2.68	3,793,580	1,417,794	13.9%	7.6%	0.96	1.91	19.39

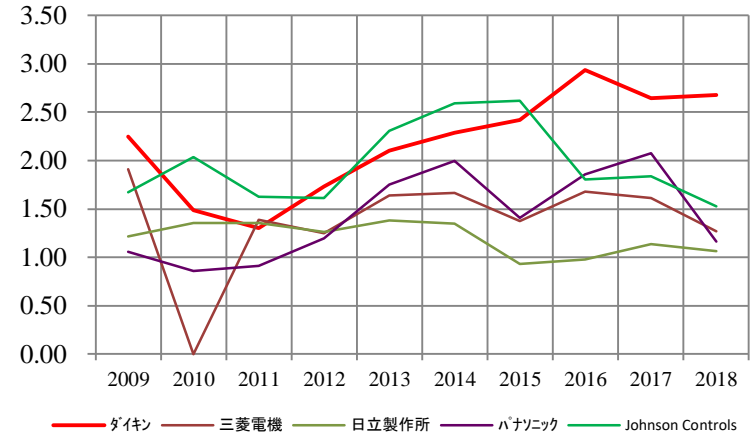
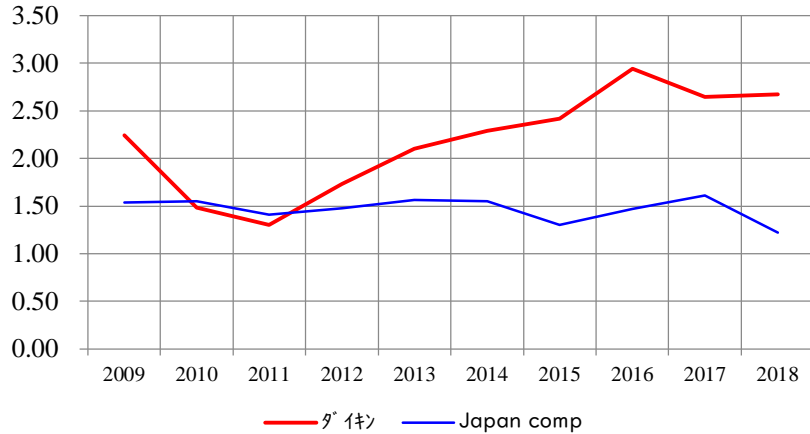
# 1. 時価総額の推移

✓ 2013年以降、時価総額が急激に増加



# 2. PBR分析

## ✓ 2011年以降、PBRが大きく改善



## ✓ PBR改善のドライバーはROSの改善

FY	PBR	Market Cap	株主資本合計	ROE	ROS	総資産回転率	財務レバレッジ	PER
2009	2.25	1,116,609	497,194	4.0%	1.9%	0.91	2.33	50.53
2010	1.49	726,530	489,169	4.0%	1.7%	1.02	2.30	30.73
2011	1.30	655,815	503,809	8.3%	3.4%	1.06	2.31	14.70
2012	1.73	1,074,104	619,452	7.8%	3.4%	0.89	2.58	22.79
2013	2.10	1,686,975	803,184	12.9%	5.2%	0.95	2.63	17.35
2014	2.29	2,347,739	1,025,716	13.1%	6.2%	0.90	2.34	18.85
2015	2.42	2,456,479	1,015,527	13.4%	6.7%	0.92	2.18	17.29
2016	2.94	3,269,581	1,112,715	14.5%	7.5%	0.90	2.14	20.45
2017	2.64	3,431,538	1,298,062	15.7%	8.3%	0.95	2.01	17.60
2018	2.68	3,793,580	1,417,794	13.9%	7.6%	0.96	1.91	19.39



# 3. ROS分析

## ✓ 2011年以降、PBRが大きく改善

FY	Sales	売上高総利益率	販管費比率	研究開発費率	償却費率	のれん・無形償却費率	固定比率	営業利益率	純利益率
2009	1,023,964	31.2%	23.6%	1.4%	0.7%	1.2%	26.9%	4.3%	2.2%
2010	1,160,330	31.2%	19.8%	1.3%	0.6%	1.0%	24.7%	6.5%	2.0%
2011	1,218,700	30.5%	19.1%	1.3%	0.5%	1.0%	23.9%	6.7%	3.7%
2012	1,290,903	30.1%	18.4%	1.3%	0.6%	0.9%	23.2%	6.9%	3.7%
2013	1,783,077	31.8%	17.0%	1.3%	0.9%	1.3%	23.1%	8.7%	5.5%
2014	1,915,013	33.9%	17.8%	1.3%	0.8%	1.3%	24.0%	10.0%	6.5%
2015	2,043,691	34.8%	18.2%	1.5%	0.8%	1.3%	24.2%	10.7%	7.0%
2016	2,043,968	35.8%	18.0%	1.8%	0.8%	1.3%	24.5%	11.3%	7.8%
2017	2,290,560	34.9%	17.7%	1.9%	0.8%	1.2%	23.8%	11.1%	8.5%
2018	2,481,109	35.0%	17.8%	2.0%	0.9%	1.1%	23.9%	11.1%	7.9%

① 13年以降、販売増

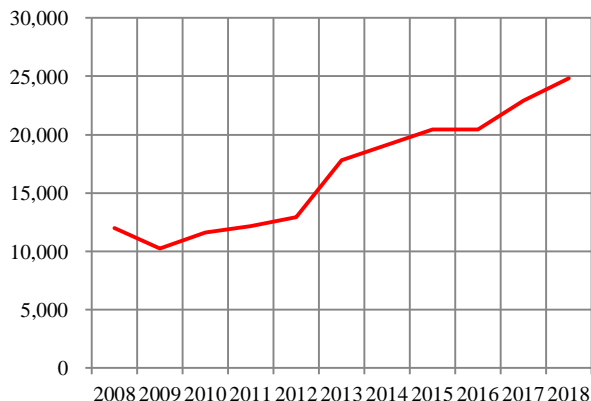
② 13年以降、GP率改善

③ 15年以降 研究開発投資増も →

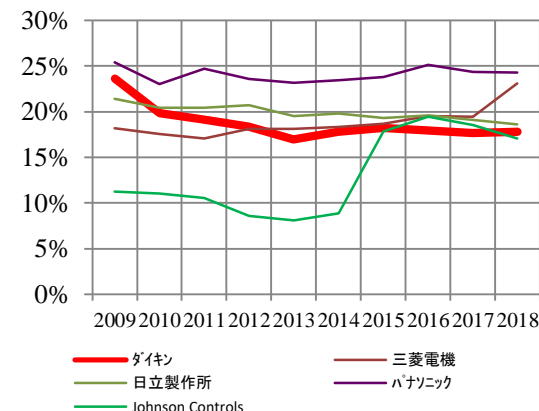
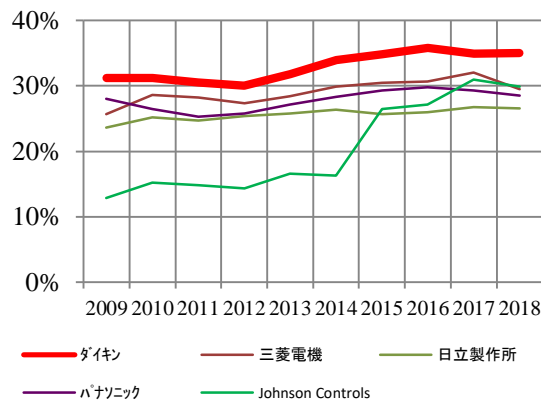
固定費率は 24%前後を維持

結果として ROS改善

### ① 10年間のCAGR : 10.3%



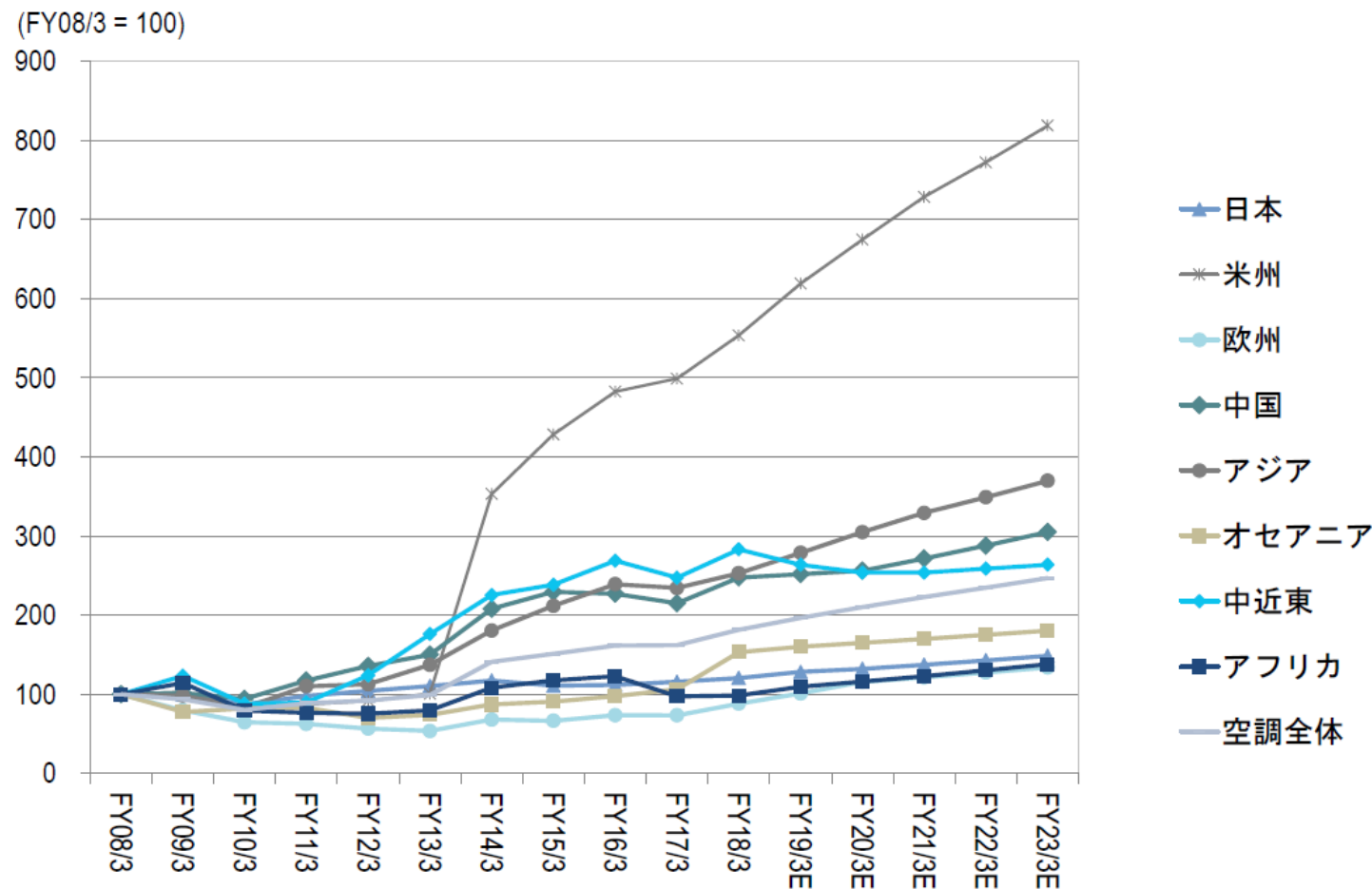
### ②③ GP%・固定費率ともに競合優位を維持



# 4. 増販要因の分解

✓ 米国での成長が全社の成長を牽引、続いてアジア・中国

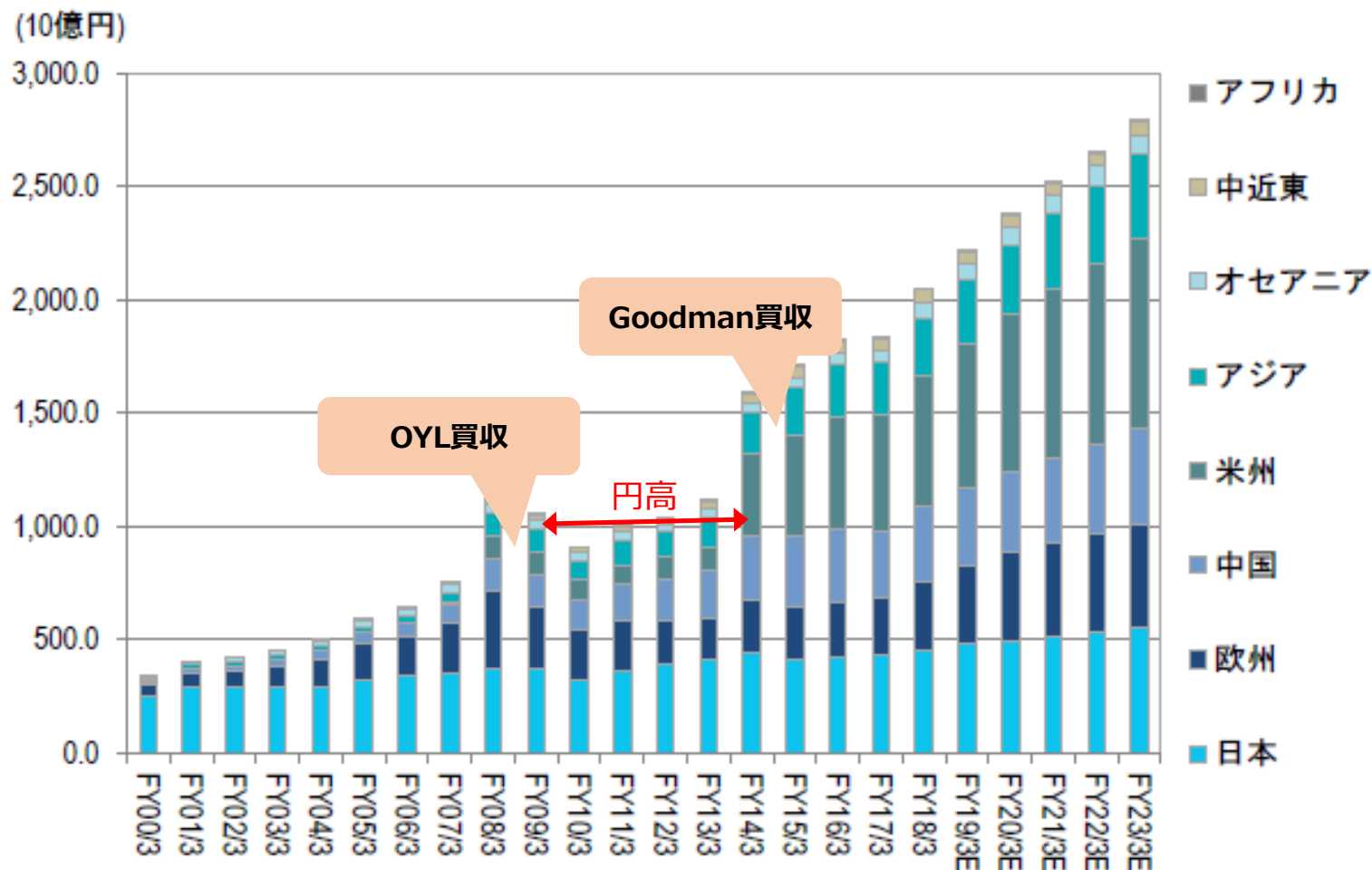
図表 31 : ダイキン工業の地域別売上高の推移



# 4. 増販要因の分解

✓ 米国での成長が全社の成長を牽引、続いてアジア・中国

図表 32：空調・冷凍機：地域別売上高推移



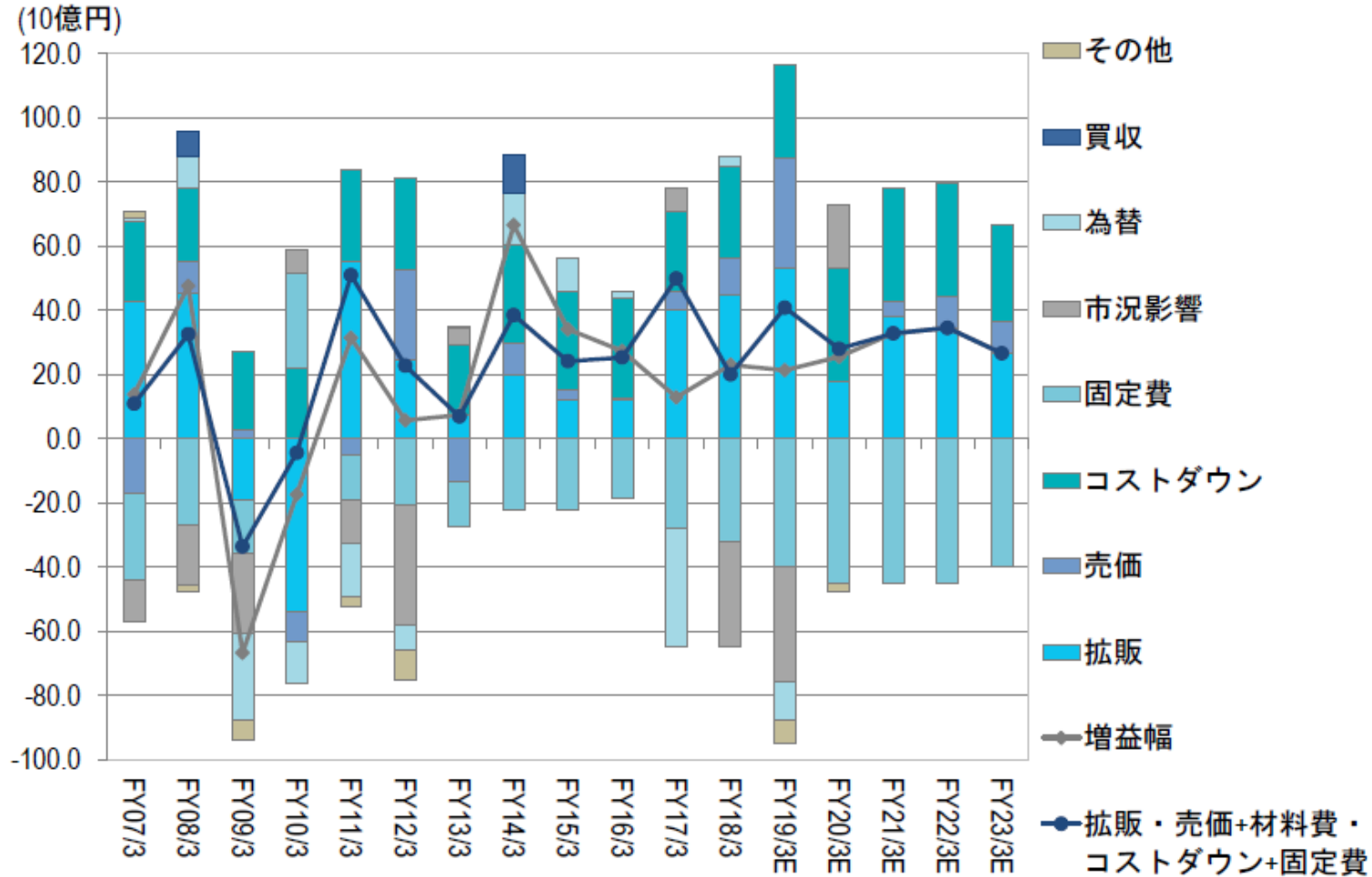
# 4. 増販要因の分解

## ✓ 米国での成長が全社の成長を牽引、続いてアジア・中国

年度	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	10年CAGR	5年CAGR	3年CAGR
日本	3,707	3,248	3,646	3,886	4,115	4,377	4,134	4,169	4,317	4,493	4,817	2.7%	1.9%	4.9%
欧州	2,721	2,206	2,138	1,935	1,830	2,322	2,271	2,513	2,505	3,011	3,322	2.0%	7.4%	9.7%
中国	1,405	1,300	1,621	1,875	2,073	2,875	3,170	3,136	2,971	3,420	3,422	9.3%	3.5%	3.0%
米州	1,058	859	897	943	1,036	3,633	4,407	4,963	5,134	5,695	6,456	19.8%	12.2%	9.2%
アジア	977	828	1,095	1,119	1,363	1,794	2,105	2,377	2,329	2,514	2,802	11.1%	9.3%	5.6%
オセアニア	374	395	399	338	356	419	436	470	512	737	782	7.7%	13.3%	18.5%
中近東	248	177	180	249	354	453	479	540	497	569	531	7.9%	3.2%	-0.6%
アフリカ	104	73	70	69	72	100	106	112	87	91	90	-1.4%	-2.1%	-7.0%
合計	10,594	9,086	10,046	10,414	11,200	15,972	17,109	18,280	18,354	20,529	22,222	7.7%	6.8%	6.7%
	USD	93	86	79	83	100	110	120	108	111	111			
	Euro	131	113	109	107	134	139	133	119	130	128			
	CNY	13.7	13.0	12.4	13.3	16.4	17.7	18.9	16.1	16.8	16.5			

# 5. 増益要因の分解

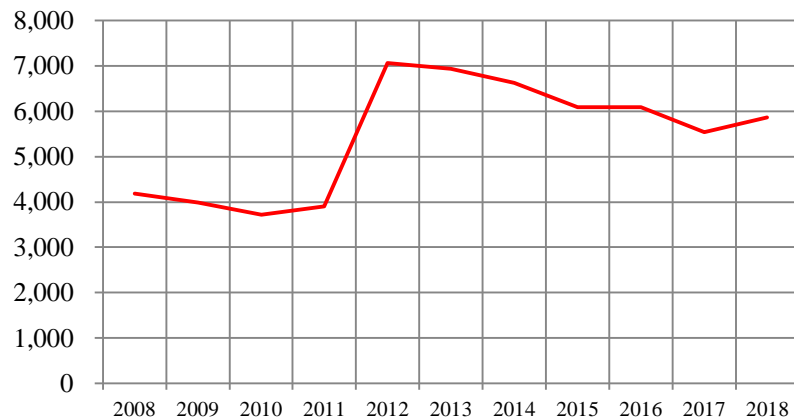
✓ 固定費増は成長(拡販・売価)で吸収し、コストダウンが増益につながる構図  
→ 固定費率は横ばい・GP率改善でROS改善



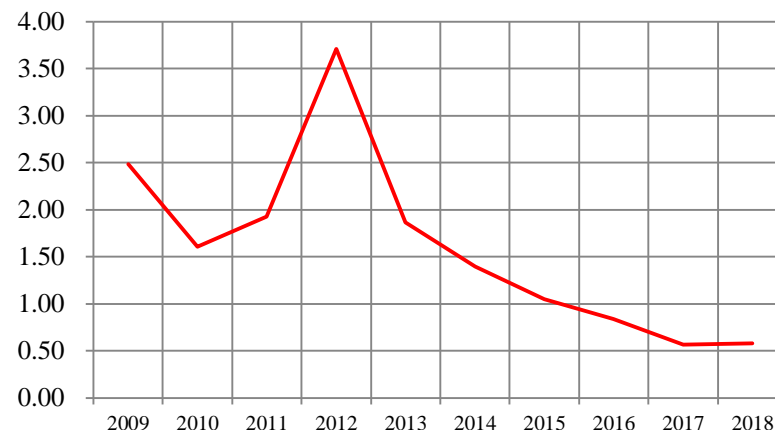
# 6. M&Aの財務への影響

✓ Goodman買収により、一時的に有利子負債増加も、事業成長を背景とした豊富なCFを背景に良好な財務体質を維持、格付けも高格付けを維持

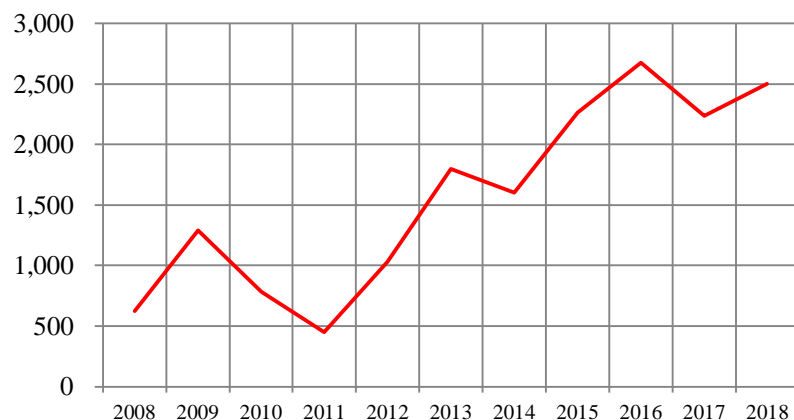
【有利子負債】



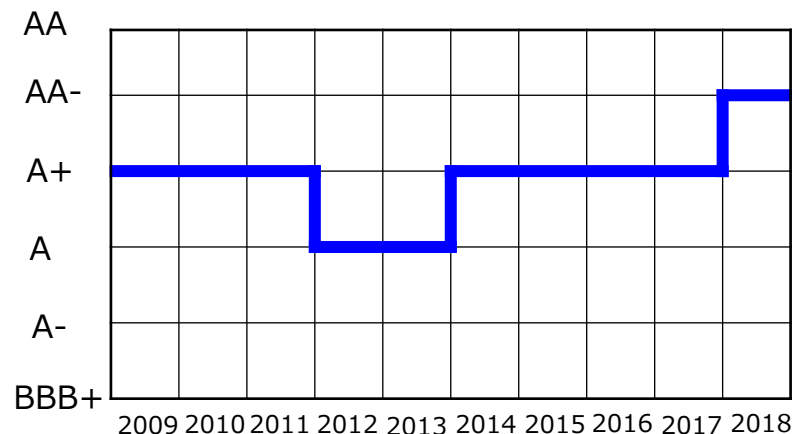
【 Net Debt/EBITDA】



【営業キャッシュフロー】



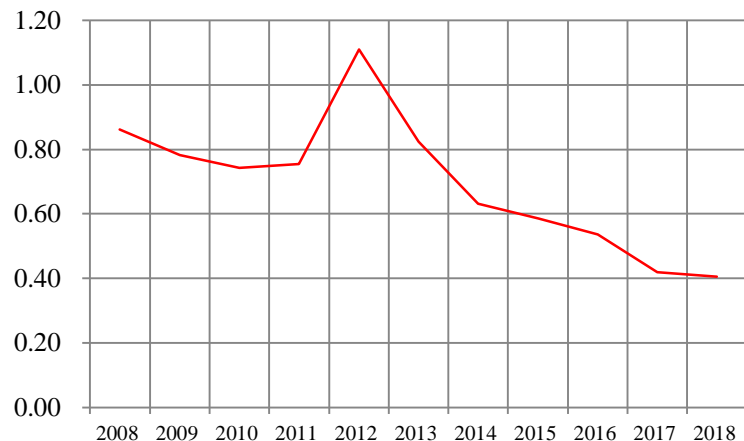
【格付け推移】



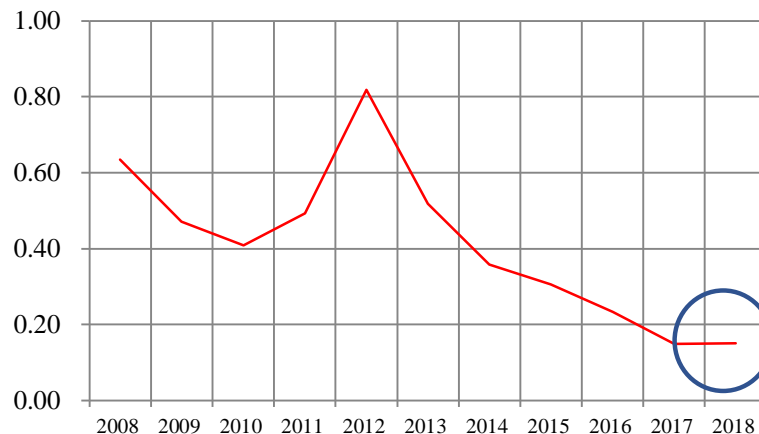
# 6. M&Aの財務への影響

✓ キャッシュを考慮したネットDEレシオは0.15までダウン、実質的な有利子負債は約2000億。のれんも償却が進み自己資本に占める比率も低下

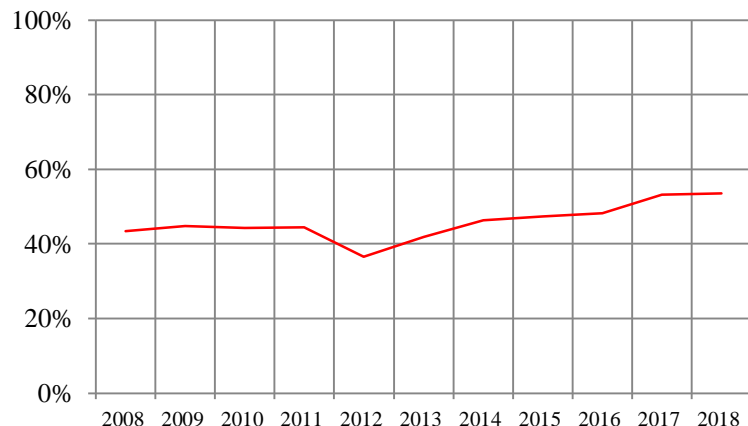
【DEレシオ】



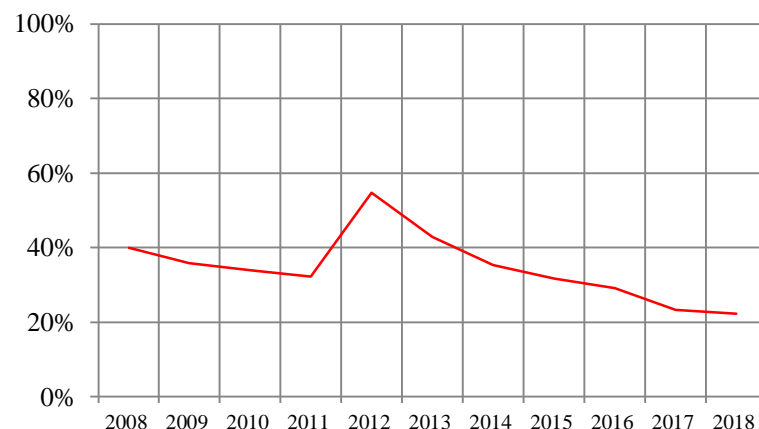
【 Net DEレシオ】



【自己資本比率】



【のれん自己資本比率】



業界を投資家視点で、俯瞰的に調査・分析しているアナリスト  
実際、ダイキン工業で事業を推進されているお二方にインタビューを実施  
ダイキン工業の持続的企業価値向上の核心に迫った。



佐々木 翼 氏  
三菱UFJモルガン・スタンレー証券 アナリスト  
機械業界を担当。  
ダイキン工業のIndepthレポートをまとめるなど豊富な知見



新家 伸洋 氏  
ダイキン工業 化学事業部 マーケティング部長  
経営企画部に所属していた時代に、グッドマンの買収なども手がけ、  
現在、化学事業の新規事業創造など同社の成長戦略なども担当



## ■ 差別化

### ➤ ダイキンの強固なビジネスモデル

- ✓ 化学事業の貢献→参入障壁が高く、高付加な冷媒開発（R32、次世代品）
- ✓ 自社で冷媒を開発→効率的な冷却構造を競合に先んじて開発
- ✓ インバーター等の生産技術力の高さ
- ✓ 自前で据え付けのできる**ディーラーを教育**→時間と手間が参入障壁へ
- ✓ 直販による顧客ニーズの吸い上げと**現地密着型開発**  
ベースモデルをグローバル展開→各地域ニーズで改良

## ■ 競合を自らの土台へ（協業へ）

競合を巻き込み法・制度改革を行い面（市場）を拡大

- ✓ 中国でのインバーター技術を現地競合（No1）へ提供（提携）
- ✓ R32の特許開示



冷房機の冷却・インバーター等、性能が高く優位性は維持



シェアを維持したまま、ダイキンを際立たせる結果へ

## 「現地密着型開発」



### 開発拠点の現地化のメリット

#### 設計者の理解度の向上

設計者がすぐに現地に赴くことができるため、設計者が市場をよく理解できる。

#### 市場環境の再現性の向上

製品に問題が生じた際に、市場と同じ環境を実験室で作りやすい。

#### コスト削減

現地の部品の評価を現地で進められるため、部品の現地生産化が早く、コスト削減に有利。

- ベースモデルは日本が開発、テキサスからグローバルに生産ノウハウ供給  
生産はモジュールラインで、非熟練者でも品質安定、増産対応が容易

### ＜国別モデルの事例＞

- インドネシア：家が小さくて、電力の少供給量 → 0.5～1馬力以下の小エアコン
- インド：インフラが未成熟。不安定な電圧対策としてスタビライザー追加  
道路事情が悪く、輸送時の振動対策として製品の強度向上や梱包を改良

→インドでは、家電を韓国企業が席卷するなか、後発のダイキンがタタGと首位争い

## 成功 OLY

ダイキンのボリュームゾーン戦略の要をつくった買収

- ✓ 開発スピード
- ✓ ローコストカ・コストへの拘り  
(少品種大量生産、製品構造、部品も安いメーカーがあれば躊躇なく変更)  
→新興国戦略の見直し

## 失敗 米国での買収 例) グッドマン

- ✓ 米州の売上成長には寄与 9%伸長
  - ✓ 利益面は× 実績 OP6% 競合は二桁半ばの収益性
    - ・リーン経営で、先進的な経営を入手した・・・では、なかった。
    - ・蓋を開けるとR&Dも外注で弱い。
    - ・メンテナンスカも想定していたほどでなかった
- DDが弱かったのではないか・・・

## ■ M&A前提

- ・格付けはA以上維持
- ・実行時期は、間隔をおく。財務的回復・余裕ができた時点

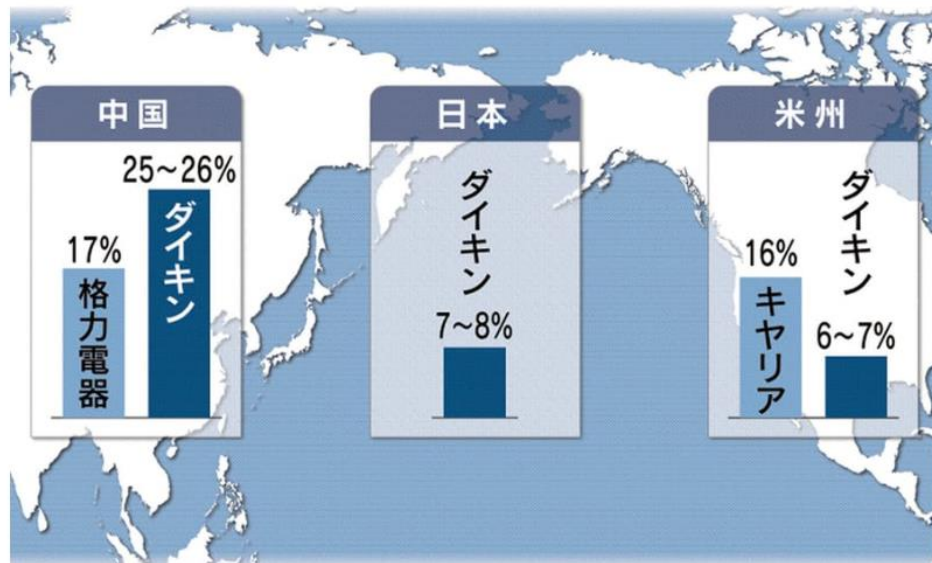
# 中国事業の高い収益性と成長

## [日本経済新聞] ダイキン、中国逆風下で最高益呼ぶ抵抗力

注目銘柄2020(4) 大阪経済部 杜師康佑

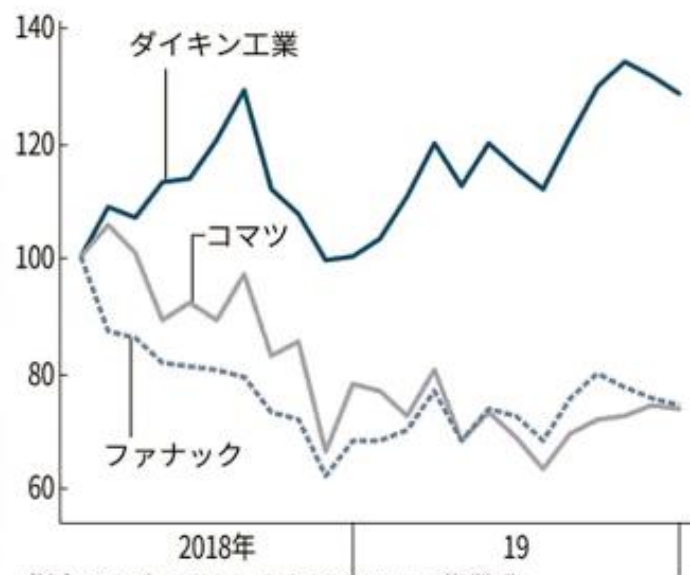
2020年1月9日 2:00 <https://r.nikkei.com/article/DGXMZO54121550X00C20A1000000?unlock=1&s=1>

### ダイキンの営業利益率は中国が突出する



(注) 格力電器は中国基準の営業利益ベース、格力とキヤリアは2019年1~9月期実績、ダイキンは2020年3月期見通し

### 貿易摩擦下でもダイキン株は堅調



(注) 2018年3月1日を100として指数化

[以下、記事本文より抜粋]

厳しい環境下で最高益を呼び寄せる"抵抗力"は、利益率の高い高級住宅向けエアコンで顧客を囲い込むビジネスモデルにある。

19年4~9月期におけるダイキンの空調事業の中国売上高は、現地通貨ベースで2%増を確保した。

さらに今期の中国の売上高営業利益率は25~26%と前期実績(25%)からわずかながらも改善する見込みだ。

日本(7~8%)、米州(6~7%)、欧州(10~11%)、アジア(13~14%)に比べて突出する。中国が全体の営業利益の約3割を稼ぐ計算だ。



ダイキン工業  
会長  
井上礼之氏

<https://newswitch.jp/p/16754>

## 一人を生かす経営

「人は持ち前の能力の差よりも、意欲や気持ちの持ち方次第で発揮する力の差の方が大きい。入社した以上、社員は帰属意識やチームワークを持つべきだと考えている。会社も一方的に『ああせい、こうせい』と言うのではなく、やりがいのある環境にするため、いろいろと手を打つ必要がある。ただ、これからの時代、終身雇用や定年制のような日本的経営の良さを残しつつも、多様な雇用形態を取り入れたい。例えば、AI（人工知能）やIoT（モノのインターネット）のスペシャリストに対しは、当社の賃金体系を超えた給与を払う場合もある。ただ、こうした人には3年や5年でやめてもらう。必ずやめてもらうことで、既存の賃金体系の中でこつこつと仕事してきた技術者にも納得してもらえ」



## 結果にこだわって実行する社員の実行力

「市場の変化、顧客動向の変化、ライバル動向をみながら、先手、先手でやってきた。ダイキン工業には、フラット&スピードの組織体制があり、結果にこだわって実行する、一流の実行力がある」

「二流の戦略、一流の実行力」と笑いながら、「ダイキン工業は、人を機軸とした経営を進めてきた。それによって生まれた、結果にこだわって愚直に取り組む社員の実行力は大きな強みである。これは、ダイキン工業のDNAでもある」とする。

## 「フラット&スピード」が組織の特徴

「階層が少なく、情報を共有し、問題意識を持ち、議論をし、一度決めたからには、全員で目標達成に向けて動き出す」

ダイキン工業 十河政則社長兼CEO

<https://ascii.jp/elem/000/001/974/1974851/>

## より貢献する人に報いる処遇体系

<https://www.daikin.co.jp/recruit/expert/info/evaluation.html>

### 処遇 体系の 考え方

賃金体系は、成果重視の考え方を大きく取り入れ、

- ・ 時々の能力発揮・成果に相応しい処遇
- ・ 熟壮青を問わず、より貢献する人により報いていく処遇
- ・ 事業基盤を支え、着実に成果を生み出す層の成果の差の処遇への反映を実現し、実力主義を徹底しています。

#### ■ 制度改革

- ✓ 年齢・勤続・家族給の廃止
- ✓ 「定期昇給+ベースアップ」方式から「全て評価による分配」へ
- ✓ 評価格差の拡大

#### ■ 役職・資格・年齢にこだわらない、貢献する人材への個別処遇

- ✓ 経営トップからの表彰

#### ■ 加算型インセンティブ制度

- ✓ 特別賞与
- ✓ 部門長特別賞与
- ✓ 株価連動報酬

## 成果主義を大きく取り入れた評価制度

### 評価の 考え方

#### “総合的な人の能力”を複数の眼で評価する

当社は、評価のための試験制度や人事考課表を持ちません。特定の評価項目による「分析評価」ではなく「どこまで伸びる人か」という「能力の成長」、つまり“総合的な人の能力”を重視し、それを直属の上司、その上の上司によって評価し、他の基幹職・監督職とも協議する複数の評価者の眼による方式をとっています。

### 成果とは

#### 『結果』『挑戦』『成長』の3つを「成果」とする

当社における「成果」とは、単に数値目標や事業計画の達成といった「結果」のみを指すではありません。当社独自に設定した3つの観点から「成果」を判断します。

### 結果

#### 『結果』責任の遂行

『結果』とは、与えられた役割・責任の達成度（＝目標達成度）。これを成果の基本と考えます。つまり「仕事の出来栄え」であり「量的・質的にどれくらいの水準に達したか」目標の難易度等も考慮し、各人が与えられた役割や責任をどれだけ果たしたかを判断します。

### 挑戦

#### 『挑戦』= Something-newの提供

果敢な『挑戦』によって、予想されなかった新しい方向性や知識を会社や部門に与え、計画外の前進をもたらすことも、大きな成果であると位置づけています。

### 成長

#### 『成長』周囲の部門・人への寄与

優れた行動は、当人の責任遂行には直接結びつかなくても、周囲の人やチーム・部門の責任遂行につながるものです。これは個々人の『成長』を意味し、成果の一つと位置づけています。

## M&Aは成長ドライバーではなく、コアコンピテンシーをグローバルに供給する促進剤 成長市場で販売を伸ばし、成熟市場でもビジネスモデルを進化

### ■ダイキン工業の強さ

#### ・事業立地 (成長産業と市場創造)

- 1) 空調事業は、新興国の所得上昇や環境対応ニーズに後押しされた成長が望めるいいインダストリー数・単価が上がり続けている (省エネ分の価格取り込みが実現)
- 2) 戦いやすくするためには、市場・売上拡大につながるなら特許公開もやり、競争相手(格力)とも組む
- 3) 省エネ→顧客とメリット共有→価格上昇→ESGへ、の好循環

#### ・差異化 (高い冷媒技術, 生産技術による参入障壁)

- 1) 専業としてのリソースの集中、産学連携やR&Dセンター設立による人材の育成
- 2) 冷媒技術の蓄積と高いコンピテンシー(参入障壁)
- 3) 冷媒流路設計のノウハウに立脚した高い製造技術と、冷媒開発によるノウハウ蓄積の先行者メリット
- 4) 業界3位の特許保有数(ヒートポンプと冷媒技術に集中)

#### ・実行力 (経営者による強力な現場グリップ, 現場の高い実行力)

- 1) 企業文化としての“執念”、カリスマ経営者の絶対的なグリップと経営思想の現場への深い浸透
- 2) ボトムアップのアクション構想力と実行力(コーポレートによるPDCA管理)、現地密着型開発
- 3) “やる気”を引き出す評価・処遇の改革



# 自社に持ち帰りたい点

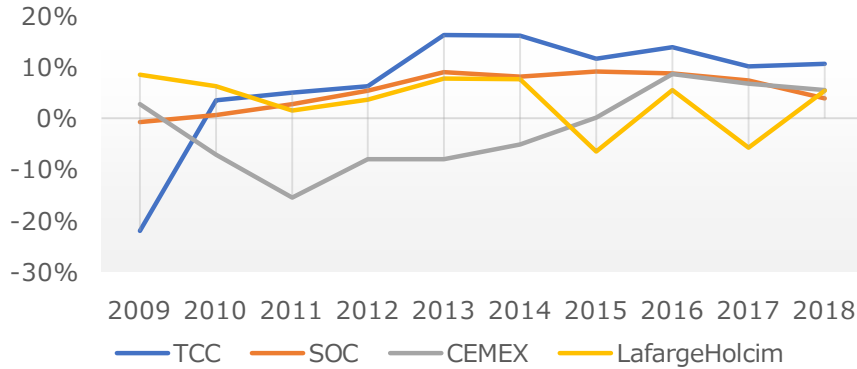
## 太平洋セメント ROEとPBRの推移

- PBRが高い2013年度は東京オリンピックの開催が決まり、**将来に対する期待感があった。**
- 2014年度のROE16.9%は営業外の利益計上による純利益増加の影響

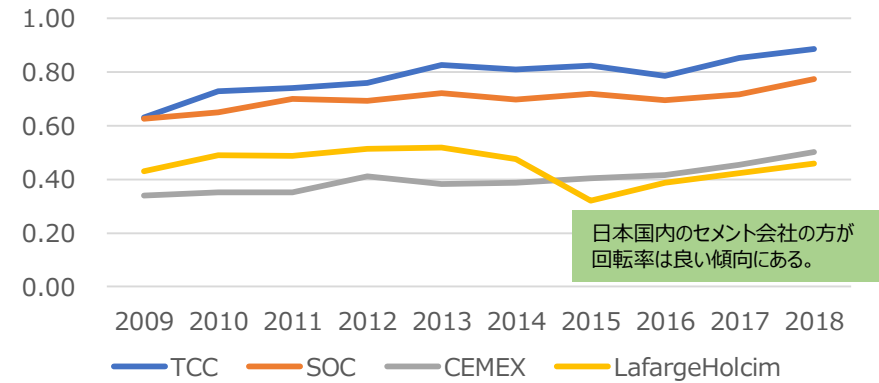
年度	PBR	時価総額	株主資本合計	ROE	ROS	総資産回転率	財務レバレッジ	PER
2009	0.8	170,368	220,038	-23.8%	-5.0%	0.6	7.5	-3.5
2010	0.9	177,996	166,819	3.8%	0.7%	0.7	7.2	25.2
2011	1.3	233,938	196,144	5.1%	1.2%	0.7	5.8	26.3
2012	1.4	280,980	219,826	6.4%	1.6%	0.8	5.1	22.0
2013	1.9	472,962	273,312	15.2%	4.3%	0.8	4.2	12.5
2014	1.5	466,605	347,490	16.9%	6.1%	0.8	3.4	8.8
2015	1.0	329,293	357,073	11.8%	4.5%	0.8	3.2	8.5
2016	1.3	472,962	400,034	13.1%	6.0%	0.8	2.8	9.7
2017	1.2	491,397	432,326	10.4%	4.7%	0.9	2.6	11.6
2018	1.1	469,148	450,645	11.0%	5.0%	0.9	2.5	10.0

# ファンダメンタル分析(ROEとPBR)

## ROE各社比較

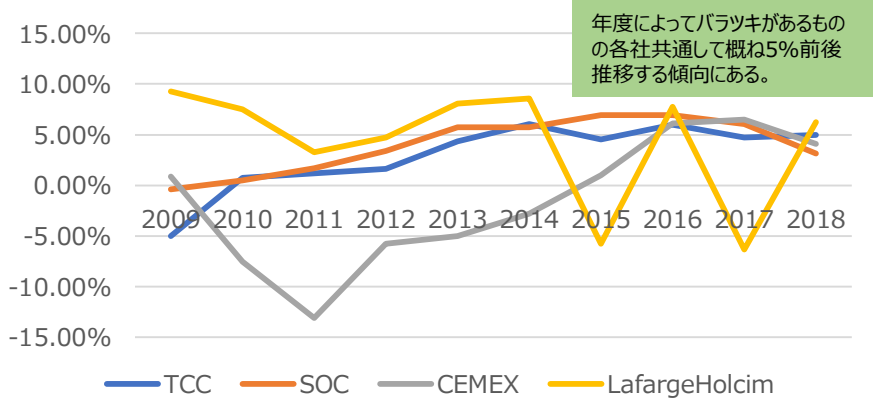


## 総資本回転率



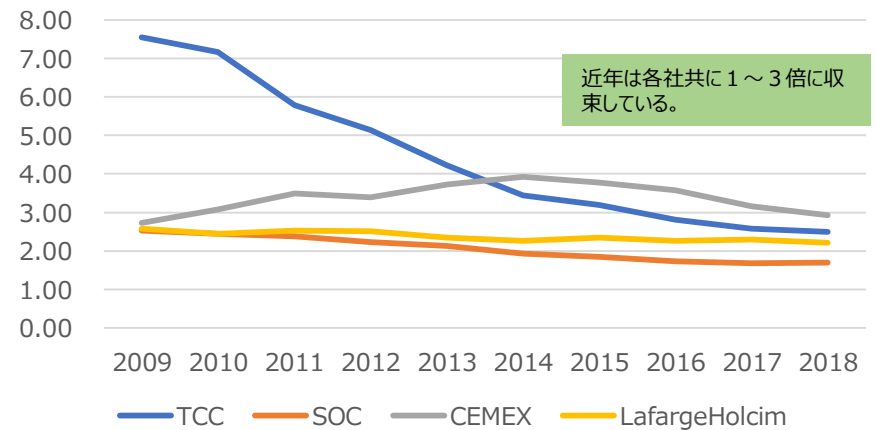
日本国内のセメント会社の方が回転率は良い傾向にある。

## 売上高利益率



年度によってバラツキがあるものの各社共通して概ね5%前後推移する傾向にある。

## 財務レバレッジ



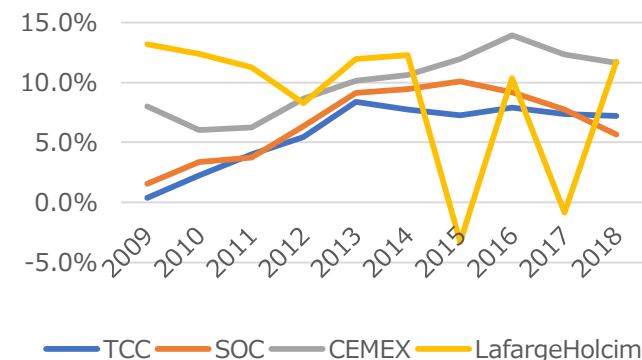
近年は各社共に1~3倍に収束している。

# ファンダメンタル分析(ROEとPBR)

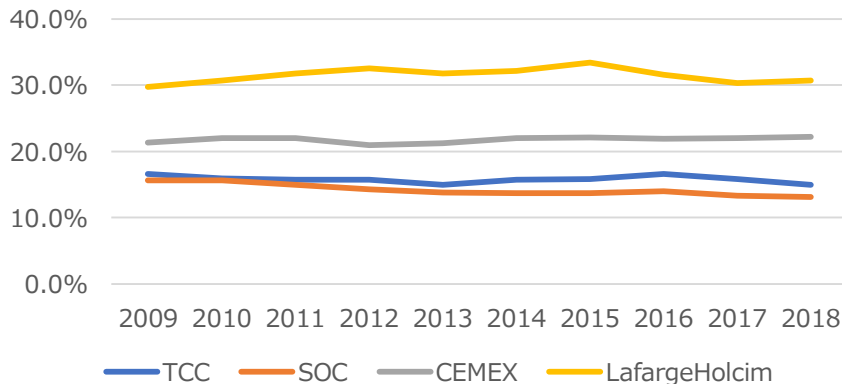
- この10年間の成長率は2.58% (この5年間では1.74%)
- 事業構造改革(2010年)以降、売上高営業利益率は上昇し2014年度から7%台で安定(・・・停滞)
- 販管費率、研究開発費率は横ばい
- 研究開発費率は業界的に低い

	売上高	売上高総利益率	販管比率	研究開発費	研究開発費率	営業利益	営業利益率	当期純利益	純利益率	
2009	728,581	17.7%	16.6%	4,619	0.6%	2,745	0.4%	-36,390	-5.0%	
2010	726,475	18.8%	15.9%	4,022	0.6%	16,433	2.3%	5,220	0.7%	⇒事業構造改革
2011	727,849	20.1%	15.7%	3,684	0.5%	29,186	4.0%	8,581	1.2%	⇒東日本大震災発生
2012	747,616	21.4%	15.7%	3,846	0.5%	40,659	5.4%	12,323	1.6%	
2013	840,288	23.7%	15.0%	4,052	0.5%	70,435	8.4%	36,545	4.3%	⇒東京オリンピック開催決定
2014	842,848	23.8%	15.7%	4,422	0.5%	65,407	7.8%	51,100	6.1%	
2015	835,359	23.3%	15.8%	4,228	0.5%	60,434	7.2%	37,579	4.5%	
2016	798,588	24.9%	16.6%	4,538	0.6%	63,235	7.9%	47,557	6.0%	
2017	871,113	23.7%	15.9%	4,452	0.5%	64,100	7.4%	41,084	4.7%	
2018	916,071	22.2%	14.9%	4,311	0.5%	66,013	7.2%	45,616	5.0%	

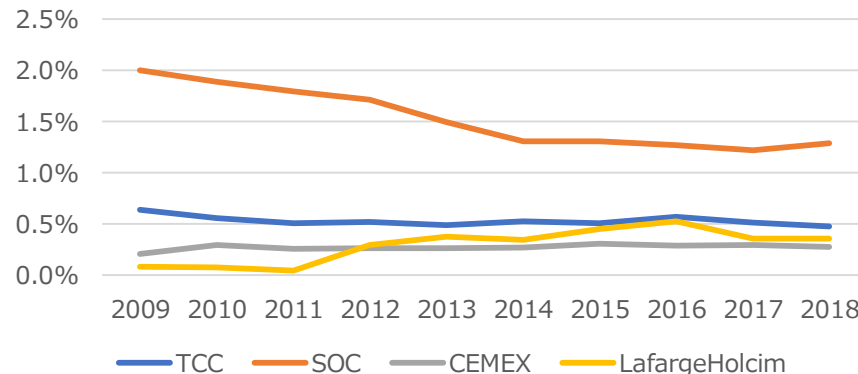
売上高営業利益率



販管費率

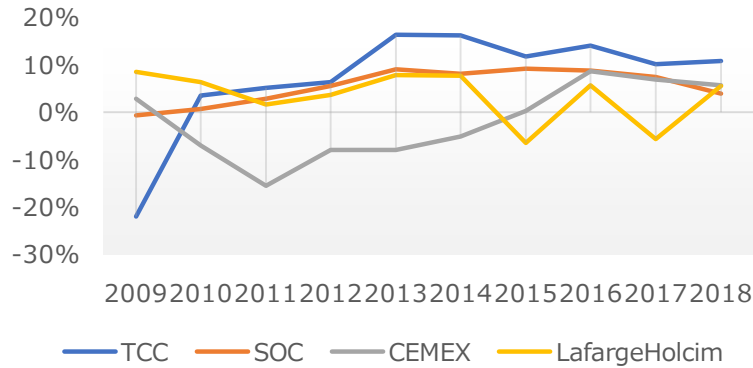


研究開発費率

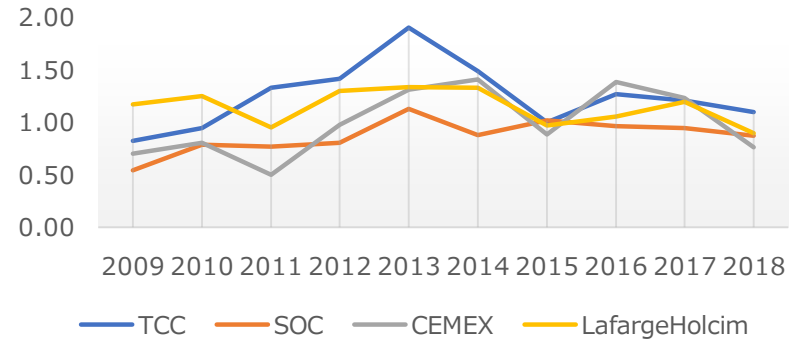


# ファンダメンタル分析(ROEとPBR)

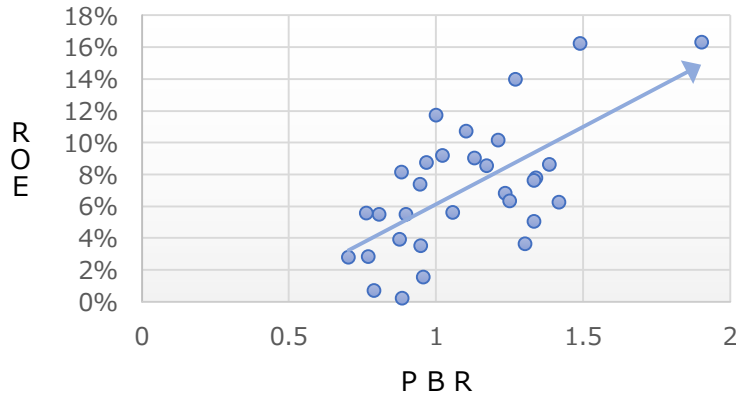
### ROE各社比較



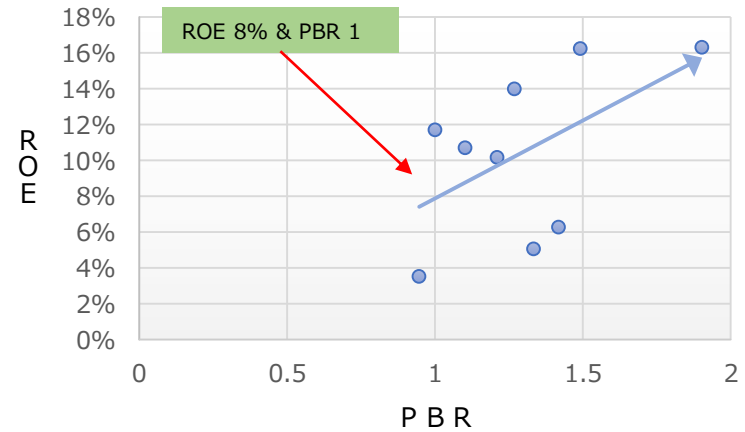
### PBR各社比較



### ROE・PBR 散布図



### ROE・PBR 散布図(TCCのみ)



## ファンダメンタル分析から見える課題

- 各社ともROE8%でPBRはほぼ1倍
- 各社ともPBRを2倍にするためには、16%のROEを達成しなければならない ⇒ 資本コストが高い
- TCCの現在の財務状況では、高PBRは望めない（現在のビジネスモデルの限界）



- 「セメント産業自体は成長が望める良いインダストリー」と思われていないことを理解する
- PBRを高めるには、ROE8%越えだけでは不十分( 18年度まで6年連続で10%超、19年度は9.2% )
- **将来のビジネスモデルとその為の戦略を示す必要がある ⇒ 企業価値を認識してもらう  
(将来への期待感)**

## ①投資家を意識した目標の設定(企業価値創造のためのKPI)

- ROEを経営目標とし、資本コストの概念を持ち込む  
(過去の中計までは株主還元としてROEに対する考え方を述べていただけ⇒コミットではない)
- 資本コストを超えるROEを達成するためのKPIを各現場に落とし込む  
(現状、各現場では固定費予算を守ることを目標としている)
- ESGの観点から、財務目標と非財務目標を関連づける

## ②事業戦略

- M&A
  - 適切な買収価格 ⇒ 経済的合理性を軽視しない
  - 適切なファイナンス ⇒ 信用格付の維持 **格付はA格以上を維持**
  - 投資家の信認獲得 ⇒ イベントの報告で終わらない
- M&A成果のモニタリング ⇒ **シナジー実現度合をチェック(PDCA)**

## ③財務戦略

- 最適資本構成
  - 企業価値を意識した資金調達
    - ✓ 企業価値を毀損させない資金調達(バランスシート・コントロール)
    - ✓ 財務格付も意識
    - ✓ グリーン・ボンド、負債性資本の活用
  - 企業価値を高めるペイアウト
    - ✓ 株主還元と成長(リスク)投資との適正なバランス

## ④非財務戦略

- 資本付加価値を高める非財務資本(自己創設のれん)に焦点を当てる
- 将来のビジネスモデルに繋がる非財務資本の強化を戦略の一つとする
  - 知的資本 ⇒ 環境リスクをビジネスモデルにするための研究開発
    - ✓ CO<sub>2</sub>、廃プラスチックの回収と利用等⇒最終的にはCO<sub>2</sub>の100%削減

➢ 人的資本 ⇒ 一流の実行力を引き出すために

- ✓ フラット&スピードを実現する組織
- ✓ やる気を引き出す処遇・評価(能力の差よりも意欲や気持ち)
- ✓ 結果・挑戦・成長で評価
- ✓ AI人材を社内で育成

日本的経営に成果主義をプラス



## ● 経理(財務)部長の役割

- Debt IR、金融機関との対応
- 会計士、国税局との対応
- 経営者との対応
  - ・ 短期の計画策定・予算実績管理
  - ・ 決算報告・株主総会

## ● 経理(財務)部長の目的

- 金融機関・債券市場からの資金調達
  - ・ 信用格付の維持
- 適正意見(監査法人)

## ● 経理(財務)部長に必要なスキル

- 財務・経理・税務の知識
- 自社の事業を語れること(現状)

## ● CFOの役割

- 株主(投資家)とのコミュニケーション(Equity IR)
  - ・ 中長期の事業戦略
  - ・ 非財務資本の価値
- 経営者(CEO)の補佐
  - ・ 中長期の事業戦略策定
  - ・ 事業投資の意思決定 (M&A)

## ● CFOの目的

- 資本市場からの安定した資金調達

## ● CFOに必要なスキル

- 投資(M&A等)の知識
- 自社の事業を語れること(将来)
- コミュニケーション能力(語学含む)が高いこと

# CFOのあるべき姿と企業価値創造 (まとめ)

**CFOの役割** ⇒ 全社的な資金効率やリスクに対する企業体力のバランスを取ること

もう少し具体的に言うと・・・

長期的に企業価値を向上させるための事業戦略への参画と最適資本構成の構築

