

一橋財務リーダーシップ・ プログラム（HFLP-B） 受講レポート

2020年6月6日
テルモ株式会社
村中秀樹

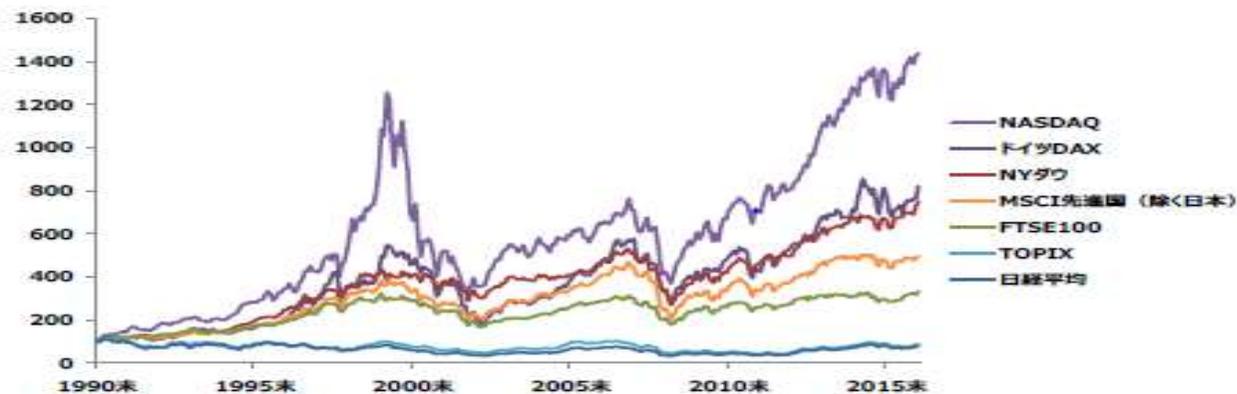
1. 通常セッションにおける学び・気づき
2. ワークショップ分析・気づき
3. 自社に持ち帰りたいこと

1. 通常セッションにおける 学び・気づき

日本株式市場のリターンは低い

- 米国企業のPBR 2 前後に対し、日本企業は長年PBR 1 前後で推移
- 日本企業のROEは改善傾向も 8 %割れで推移し、欧米企業（13-15%）に大きく遅れ
→売上高利益率の低さ・レバレッジ水準の差に起因

図表 25：代表的な株価指数の累積リターン



出典：Bloomberg

注記：主要指数の1990年末時点における値を100として
2016年末までを指数化

伊藤レポート2.0より

企業

- 低利益率：日本は最も「イバティブ」な国の一つも持続的低収益
- 「ダブルターゲット」な経営：数値は短期、経営は長期
- 資本効率・企業価値向上への意識が低い
- 長期的「イバ」投資の欠落
- 投資家に対する非財務情報の開示が乏しい
 - 結果、アナリスト等の分析が進まず、企業を適切に評価できず

資本市場・投資家

- 長期投資家の不在（個人の資産は現預金中心）
- パッシブ・インデックス運用への偏り
 - 企業の理解不足要因
 - 市場価格形成機能の低下
 - 企業分析の必要性減→目利き力が低下→投資家の育成も進まず負のサイクルへ

企業価値の源泉としての無形資産の重要性の高まり

■日本企業は伝統的な有形資産投資に執着。構造転換が進められない

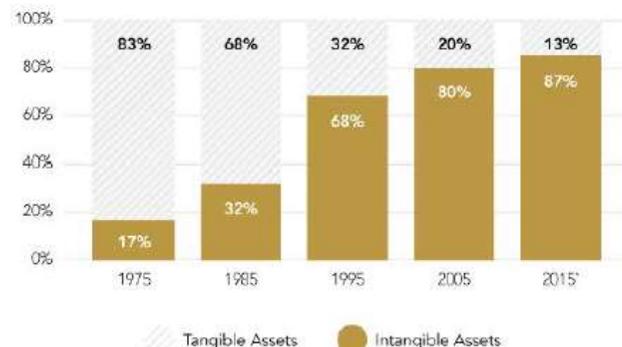
- 米国は、製造からソフト・サービスへ軸足を転換

■失われた20年の間、IT・人材育成投資等が進まず競争力の乖離へ

- 2020年5月、GAFA+MSで東証一部を上回る時価総額（約560兆円）
- GAFAの時価総額 12年末 0.9兆\$ → 20年1月末 3.9兆\$

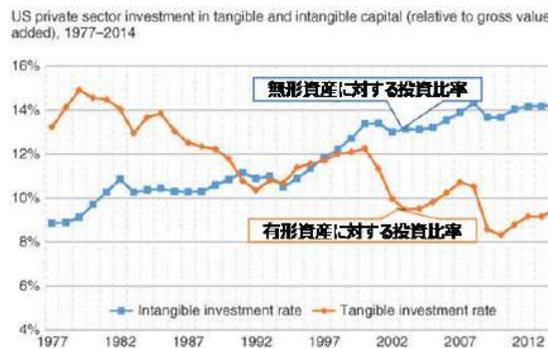
S&P500 の市場価値に占める
無形資産の割合

COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE



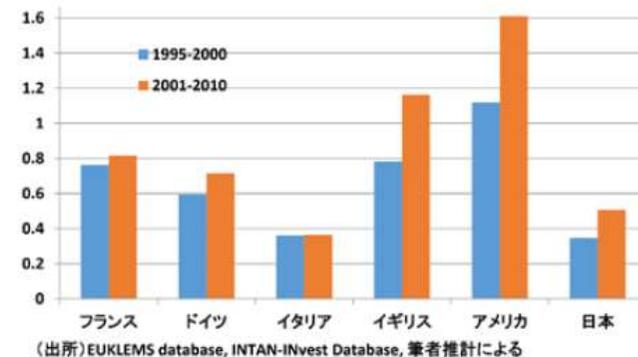
出典：Ocean Tomo, LLC

米国企業の有形・無形資産に
対する投資



出典：The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers (Baruch Lev, Feng Gu)

無形資産投資/有形資産投資
比率の国際比較



出典：経済産業研究所 (RIETI) ポリシーディスカッションペーパー 無形資産投資と日本の経済成長 (2015年6月)

伊藤レポート2.0では、企業が持続的な価値創造に向けた経営のあり方を見直し、そのビジネスモデルや戦略、ガバナンス等を投資家等と対話するための「ガイダンス（価値協創ガイダンス）」を提案。以下の8項目の提言を実施

1. 企業と投資家の共通言語としての「価値協創ガイダンス」策定
2. 企業の統合的な情報開示と投資家との対話を促進するプラットフォームの設立
3. 機関投資家の投資判断、スチュワードシップ活動におけるガイダンス活用の推進
4. 開示・対話環境の整備
5. 資本市場における非財務情報データベースの充実とアクセス向上取組
6. 政策や企業戦略、投資判断の基礎となる無形資産等に関する調査・統計、研究の充実
7. 企業価値を高める無形資産（人的資本、研究開発投資、IT・ソフトウェア投資等）への投資促進のためのインセンティブ設計
8. 持続的な企業価値向上に向けた課題の継続的な検討

- ROEスプレッドを意識し、業界・特にグローバル競合と比較しつつ、ROE,ROIC等の価値創造に関連する指標を設定し、自社 KPIと連動が必要。
- 無形資産・非財務情報の価値を可視化の重要性
- 情報開示及び投資家との会話の質を上げる為、価値協創ガイダンスの活用必要性
自社のビジネスモデルや持続可能性にとって重要なESGや無形投資のインプットと成果の関係を示すことの重要性

- 表面の数字に捉われず、真の必要性を理解。（ユニ・チャーム：→コストを事業収益へ）
- 経営に最も必要なものは『戦略』と『実行力』と『株主などステークホルダーとの対話力』
- 社会や環境との調和と持続的成長（コストを言い訳にしない）
- 企業価値の源泉として無形資産・非財務情報が需要（価値の可視化）
- 仮説構築力育成の重要性の再認識
- 交渉力を支えるのは「かけがえのなさ」つまり「希少性の創出」が鍵
- イノベーション≠技術革新（消費者が主導するケースも＝ユーザーのアイデアを取り込む）
- 未来洞察（Foresight）の理解とForecastの違い
- 完全な資本市場において、配当政策は、株主の富に無関係（MM配当無関連命題）
- 現金の市場評価（経済価値）はCGの優劣で変わる（脆弱 0.4-0.9、優 1.3～1.6）
- IR：株式市場との対話は、会社側、社内では、株主・市場側に立って話す
- 市場からのフィードバック・コーチングを経営に役立てる（競合情報や市場の把握）

持続的成長を支えるM&A

- M&Aを目的化しない。経営戦略実現のための手段と常に念頭におき取り組む
- 自社の安定的な強み（国内）は新規展開には不可欠
- 海外足掛かり：自社の強みを活かせる事業へ：欧米経営ノウハウ取得、人財育成 活用
- 成功の定義：EPS/ROEの向上（試算値から逆算して EPS のインパクトを確認は必須）
- 不確実要素に対する感応度分析は不可欠
- シナジーを過大評価しない（トップラインシナジーは買収価格に考慮しない）
- 失敗：交渉権限が曖昧、PMI対応不足（担当の変更、レポートが曖昧）

過度なDDは、相手の不信感を買う、案件ありきで経済合理性が置き去り

1. M&A実行の明確な戦略的必然性が必要
 - 主体的な自社戦略がなければM&Aは実行不能
2. 明確な買収方針の重要性
 - 買収原則＝ぶれない基軸、規律を守る
3. 買収対象事業の経営経験の重要性
 - 自前の事業経験なくして買収会社の経営は不可能
4. 入口の重要性(目利き力)
 - PMIと同等に入口での選定は重要
5. 情報力(Intelligence)
 - M&Aは情報戦
 - 事業経営経験に裏打ちされた的確な情報収集・分析が必須
6. トラック・レコードの重要性
 - 各案件の円滑な進展が次に繋がる好循環
7. プロセス・マネジメント力
 - M&Aは関係者・検討事項が多岐にわたる総力戦
 - 体系的で一貫したプロセスを着実に実行できる力が必要
8. M&A交渉のポイント
 - 柔軟性・スピード・Responsiveness、共感性あるコミュニケーション
 - 相手方のInterestの把握
 - プリンシパルとアドバイザーの役割の明確化
9. 強固な相互信頼関係に基づく円滑なPMI
 - 「任せきり」でも「過剰介入」でもないライト・バランス
 - 戦略は親会社、執行(事業計画実行)は子会社
10. M&Aスキルは必要条件であるが十分条件ではない
 - 買収対象事業の本質に精通していることが必須

2019年12月21日
東京海上HD
藤井邦彦プレゼンより

東京海上HDと自社のM&Aを比較すると類似する点も

- 企業の環境対策ではなく、気候変動が財務にどう影響があるかを説明する統合報告書であるべき
- Taxonomy : こういうことをすればESG企業という基準。クリアした企業に投資しないとESGファンドといえない。投資家によるESG企業の選択が始まる。日本企業も影響あり国ごとにTaxonomyを作ろうとしており、日本は遅れ
- 長期投資家のESG関心 : 気候変動、サプライチェーン、不祥事
- **The Inevitable Policy Response** (必然的な強硬政策に備えた対応) に投資家が注目
25年までに打ち出される政策が実体経済と金融市場へどのようなイパクトがあるか。
企業に対しコスト負担を強いる。投資家が対応できる企業とできない企業に選別。

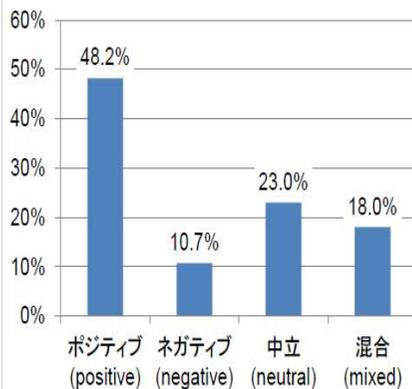
➤ ESGに関連する動向・考えを投資家目線も含め認識。

The Inevitable Policy Responseは特に動向を注視する必要があり、気候シナリオに対し、もっと危機感を持って、対応していく必要がある。

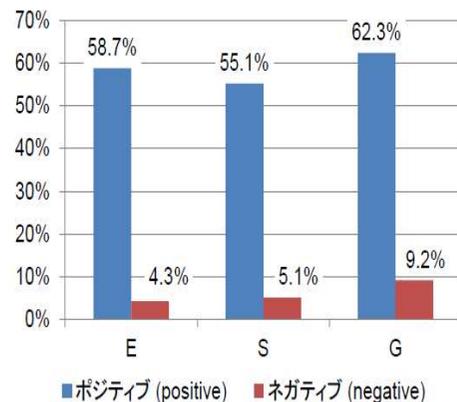
今回のコロナ禍を踏まえると、医療業界の規制緩和といった参入障壁が低くなるリスクも、考慮していく必要がある。

- 皆さんに共通：経営者としての自覚・志、やりとげる覚悟
- 傲ることなく、怠ることなく、怯むことなく、好奇心、感受性、スピードをもって執行
- 経営は、「創造」と「破壊」の連続。現状維持は管理者。行を企てるのが経営者
- ROEはエクイティ投資家からの視点、経営者の視点は資産サイドから
- 「コーポレート」（存在意義ある成長）と「事業」（命あり）を分けて考える
→ポートフォリオ経営が必須
- 日本はバリューインテグレーターが少ない。分析能力向上と育成、プラットフォーム・プロセスの共通化
- ROE8%割れはPBR1倍割れ。（1倍以上が価値創造会社） ROE10% PBRは2倍
- ROE：中長期スパンで実施し、労働分配率を配慮する
- 資本効率(ROE)とESGを両立価値関連性(ESG&ROE)の開示を求める投資家が8割
- ESG評価の高い企業ほどPBRが高い

ESGと企業業績の関係について調べた研究の結論



E, S, G のカテゴリ別に見た企業業績との関係

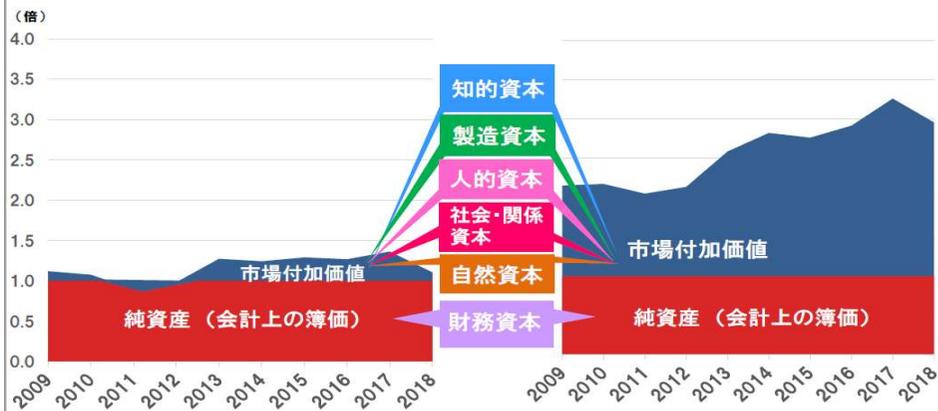


(出所) 下記論文よりSMBC日興証券作成
Friede, G, Busch, T., Bassen, A., "ESG and financial performance aggregated evidence from more than 2000 empirical studies", Journal of Sustainable Finance & Investment, 2015 Vol.5, No.4, pp210-233

ESGとPBR 日米比較

不都合な真実: 非財務資本(ESG)の理解促進が必要では

TOPIX PBR推移 (2009年~2018年) S&P500 PBR推移 (2009年~2018年)



(注)各層年の平均値
(出所)Bloombergより筆者作成

37

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



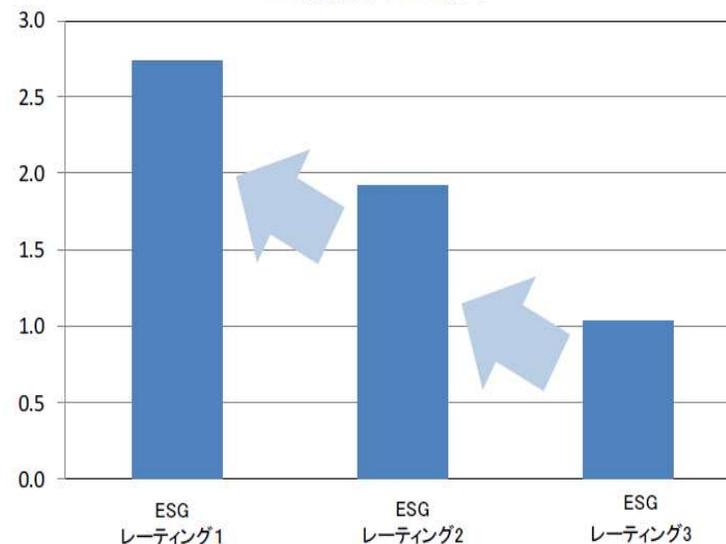
残余利益モデル

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

残余利益
エクイティ・スプレッド×BV
(ROE - CoE)×BV
(株主資本利益率) (株主資本コスト)

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

ESG評価別のPBR水準



(注)単純平均ベース、ニッセイアセットデータベースより、井口が加工・作成

(出所)井口:経済産業省"持続的成長に向けた長期投資(ESG・無形資産投資)研究会"への提出資料

2.ワークショップB ～成長戦略～

企業研究 ダイキン工業株式会社

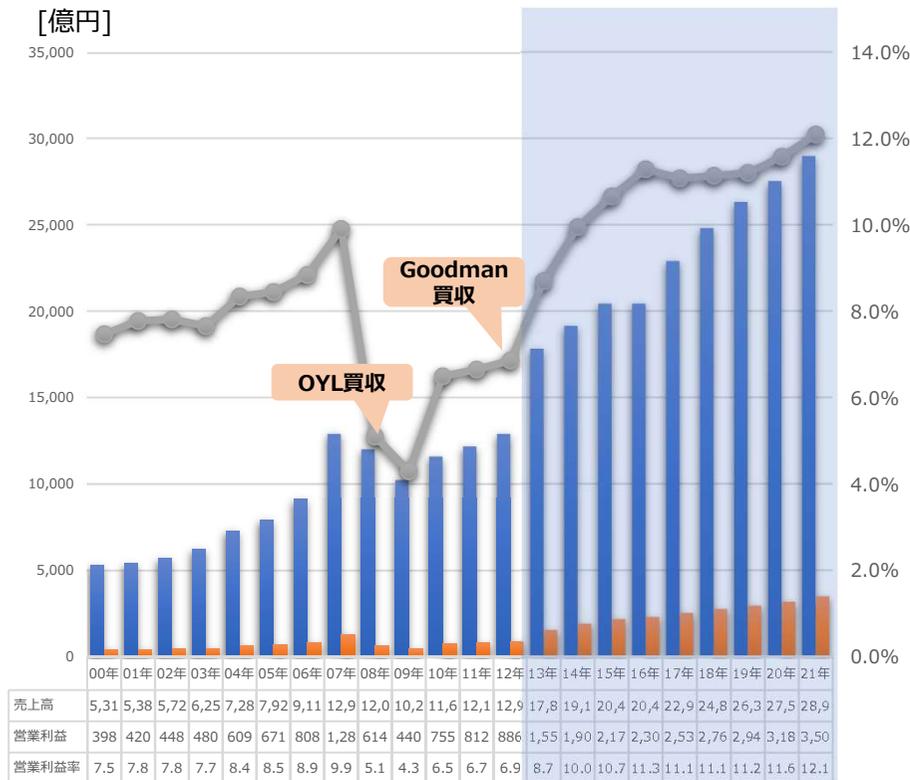
太田（ソニー）、伴（太平洋セメント）、中村（TOTO）、
西川（パナソニック）、藤澤（日立製作所）、村中（テルモ）

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

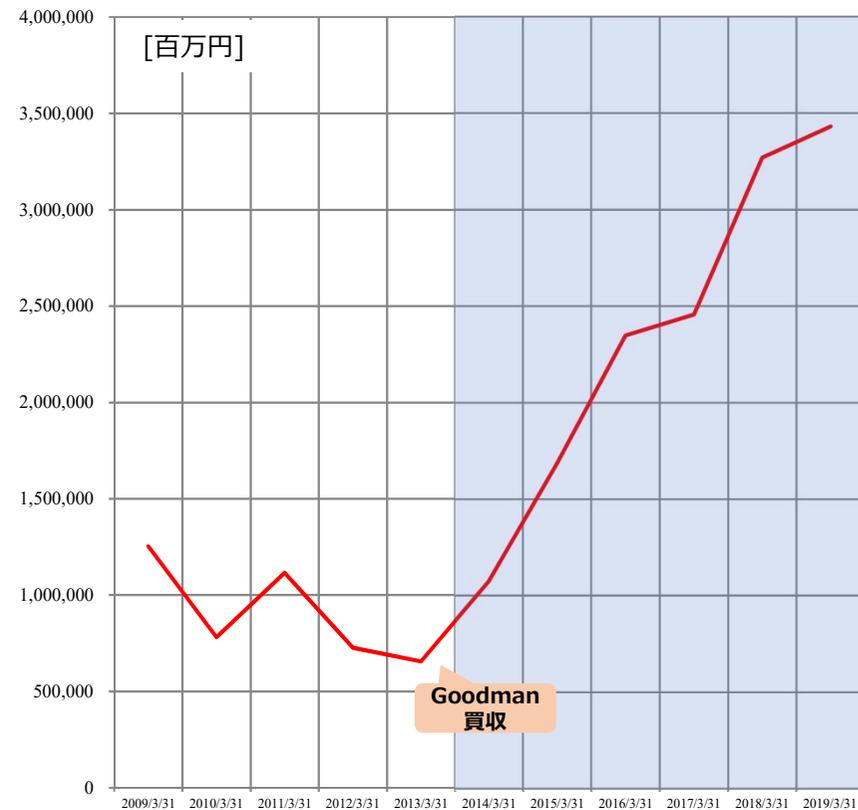
テーマ選定の背景

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



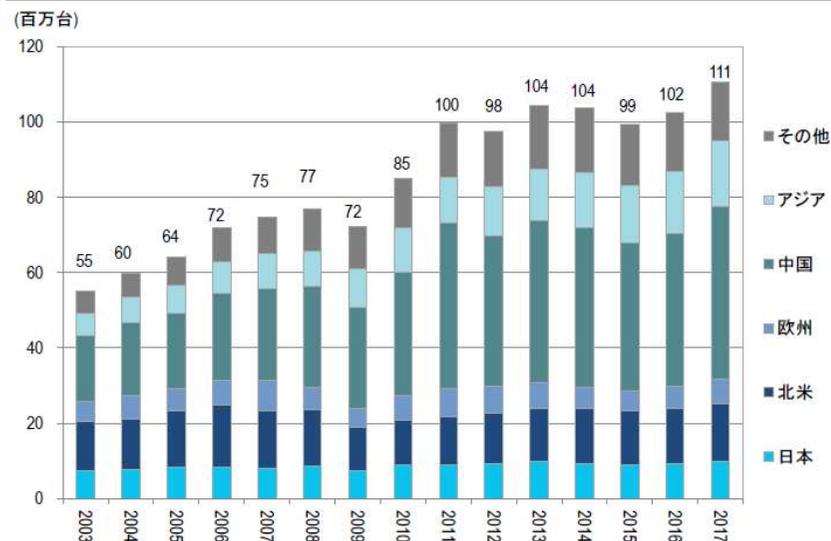
ダイキン工業の時価総額



空調機器市場の規模と地域性

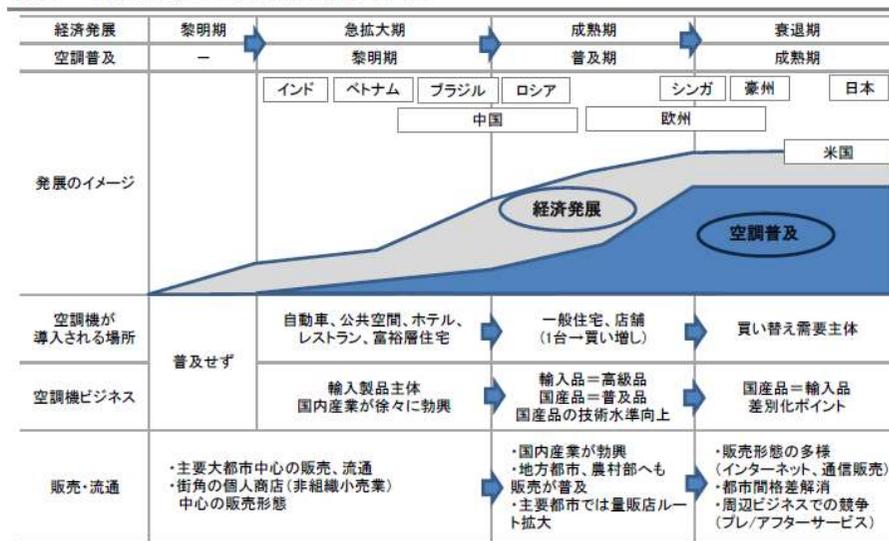
111百万台、31兆円、年率 5%の成長市場

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。

ダイキン工業の価値創造プロセス

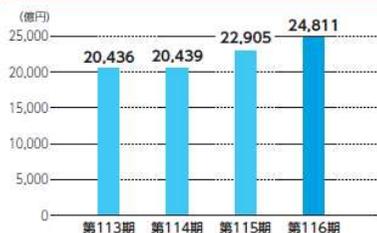
実直な事業環境認識に基づく経営課題の明確化と中期的コミットメント

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組みことから、増収・増益を達成しました。

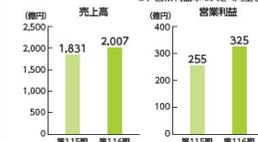


化学事業

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から、営業利益率も大きく向上しました。

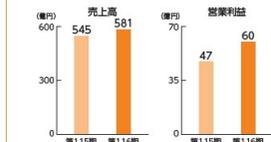


その他事業

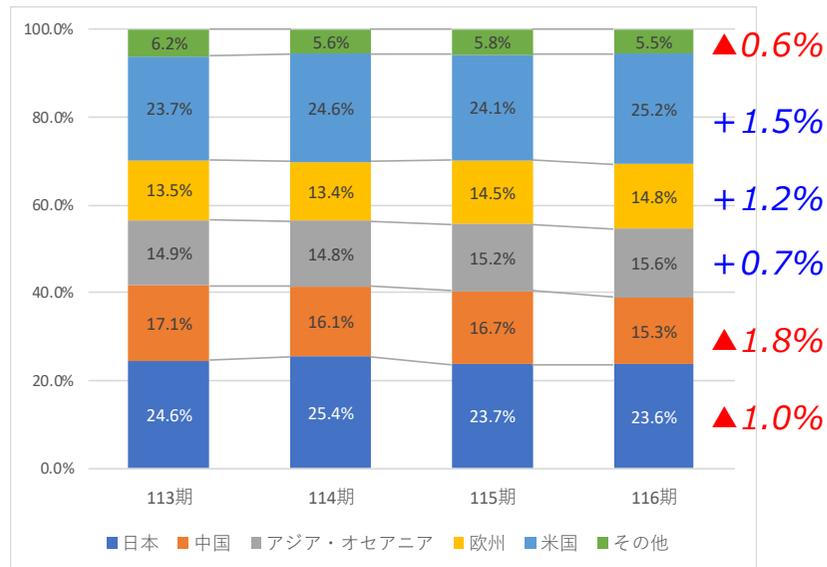
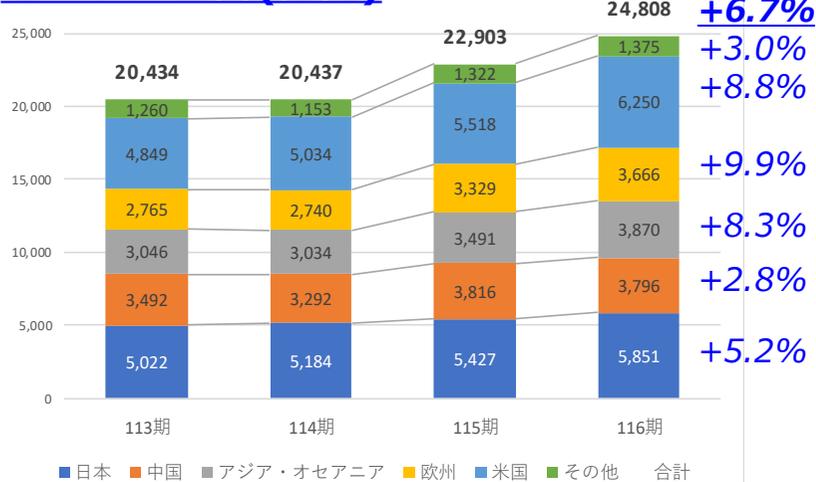
セグメント別構成比 **2.3%**

売上高 **581億円** (前期比6.6%増)

治験事業において日本・米国での販売が順調に推移し、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。

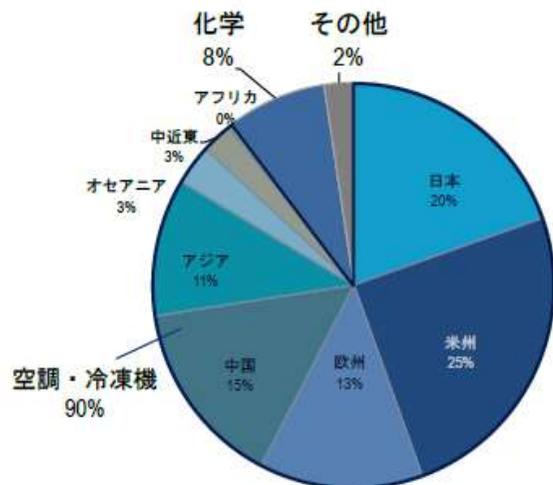


地域別売上高(億円)



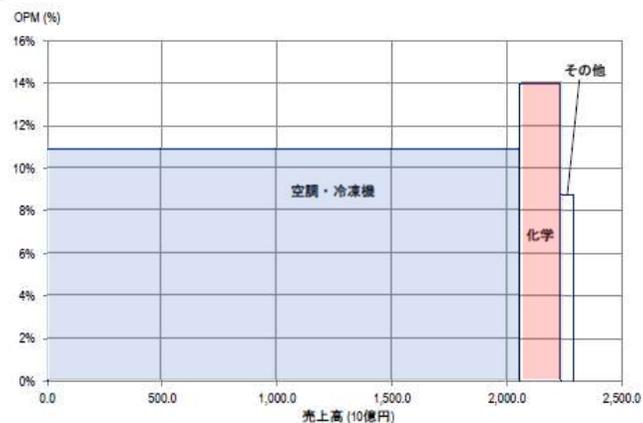
ダイキン工業の事業構成

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



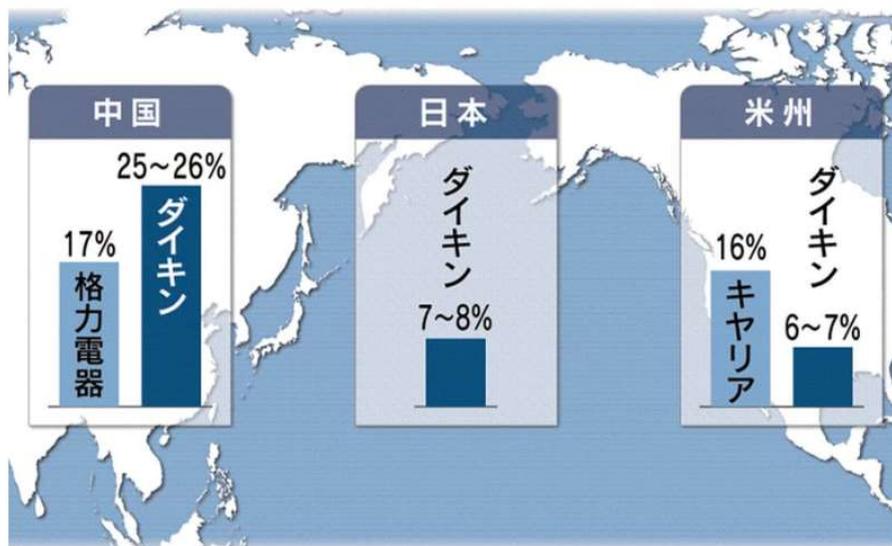
出所：会社資料より MUMSS 作成、E は MUMSS 予想

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、格力とキャリアは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」

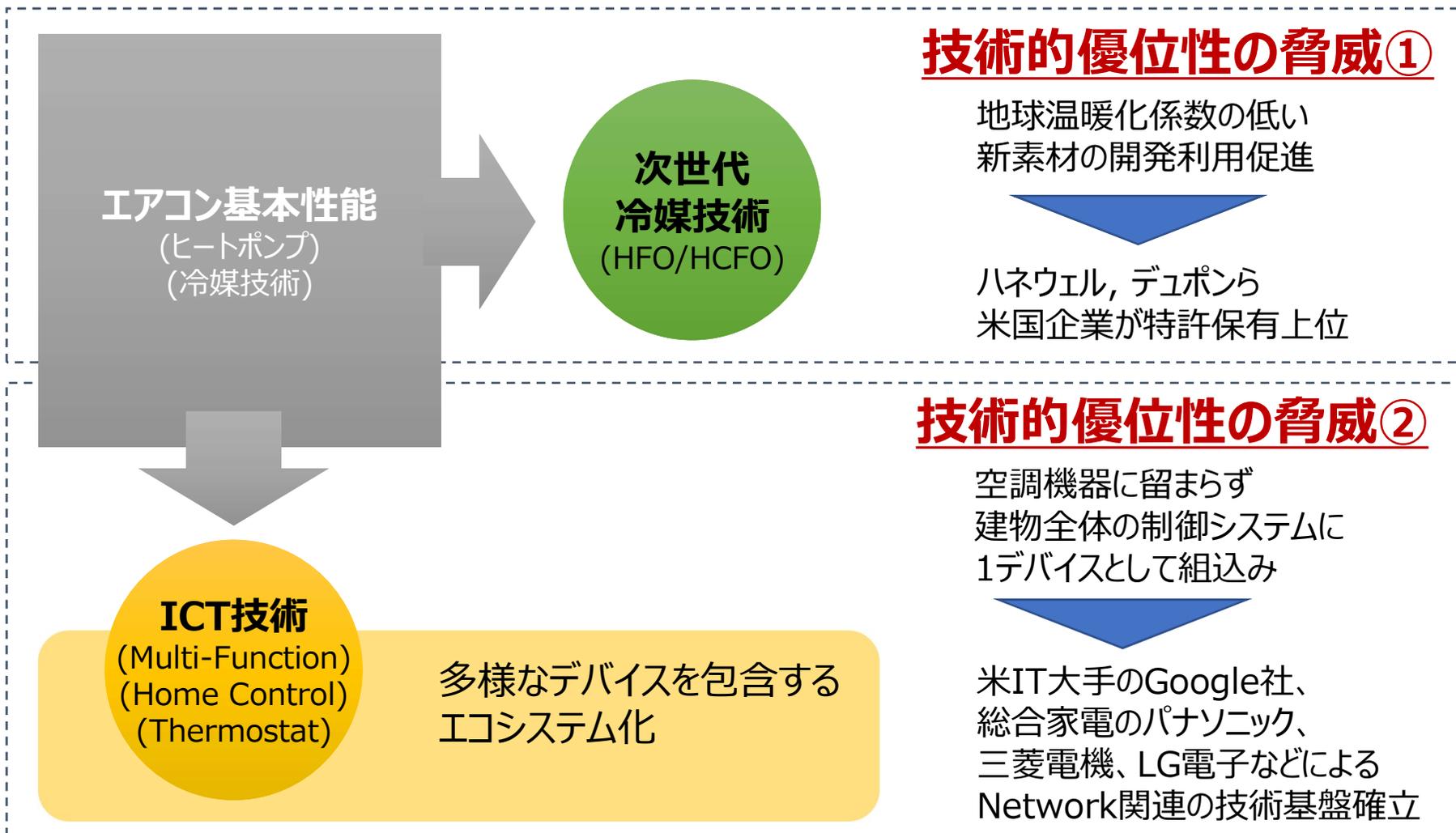
ダイキンは冷媒も生産する世界で唯一の空調機器メーカー。化学事業でも世界一を目指す
地球温暖化への影響が小さいとされるエアコン用冷媒「HFC-32(R32)」を用いた
空調機の製造・販売などで特許権の不行使を宣言し、
これにより、同特許は書面での契約をすることなく無償で使用することが可能に。

■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



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58,000㎡/延べ床面積49,000㎡
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

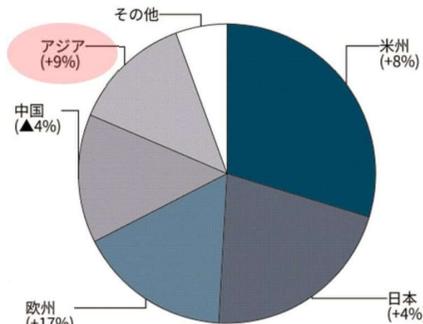
インド市場にマッチした商品開発と現地密着型の設計・開発で、成長する市場を取り込む

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)



(注)20年3月期見直し。円ベース
カッコ内は前期比増減率。▲はマイナス

- ✓ 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

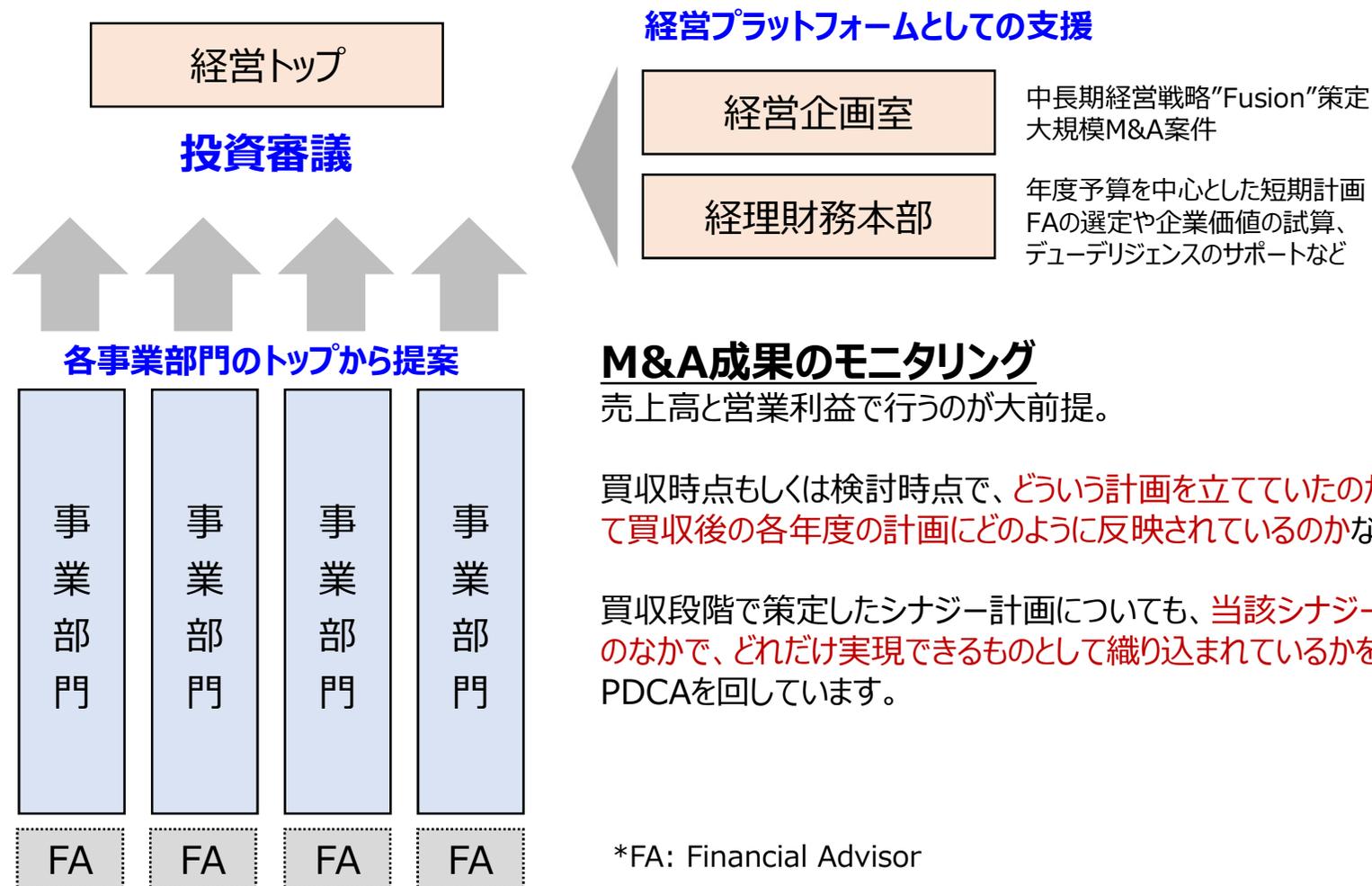
2018年1月、三井物産と共に、業務用空調のサブスクリプションサービスを開始



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

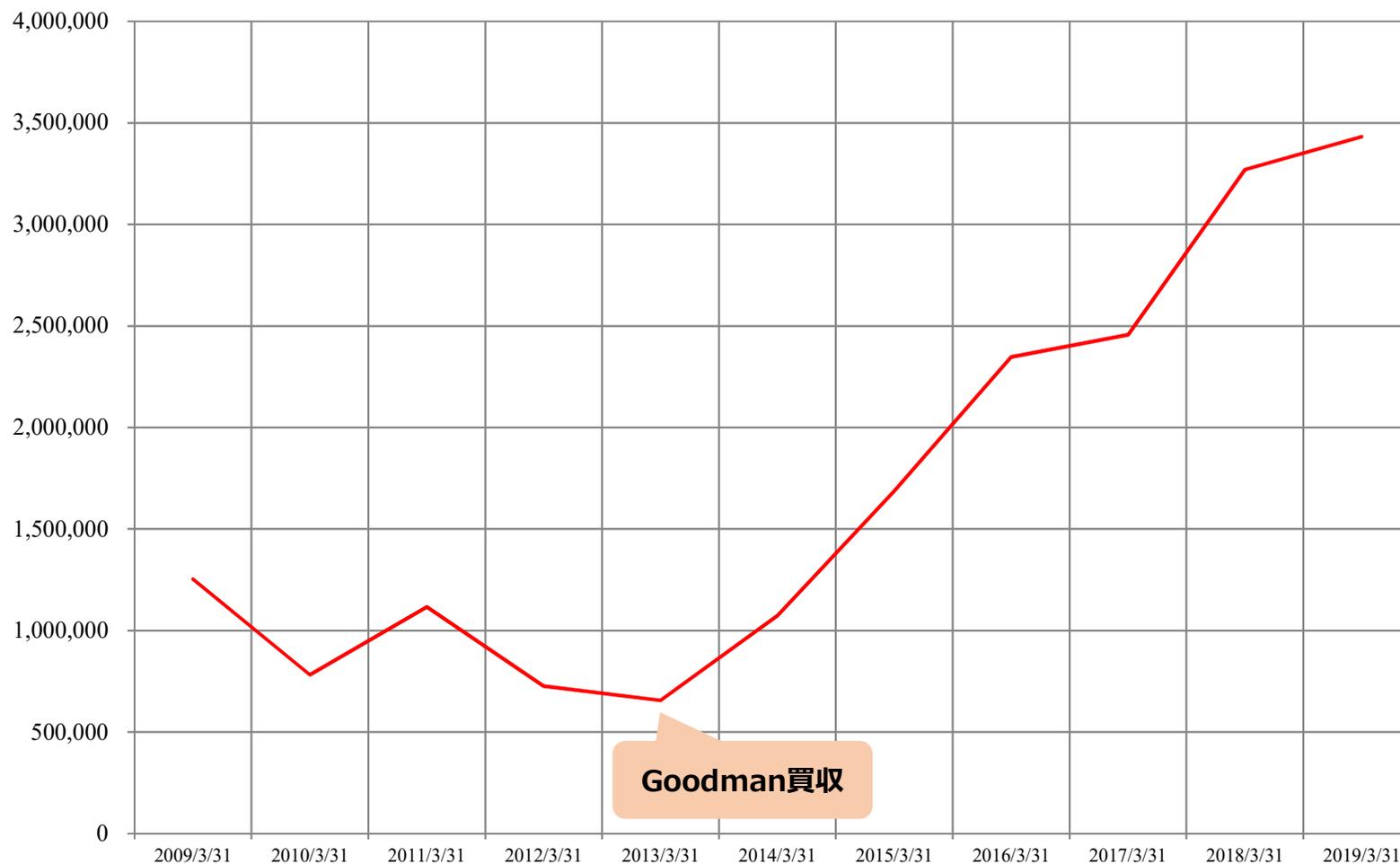
Key Findings

- ✓ 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%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

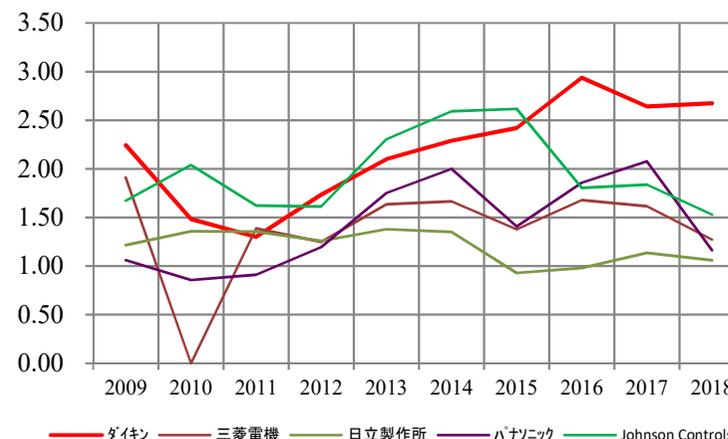
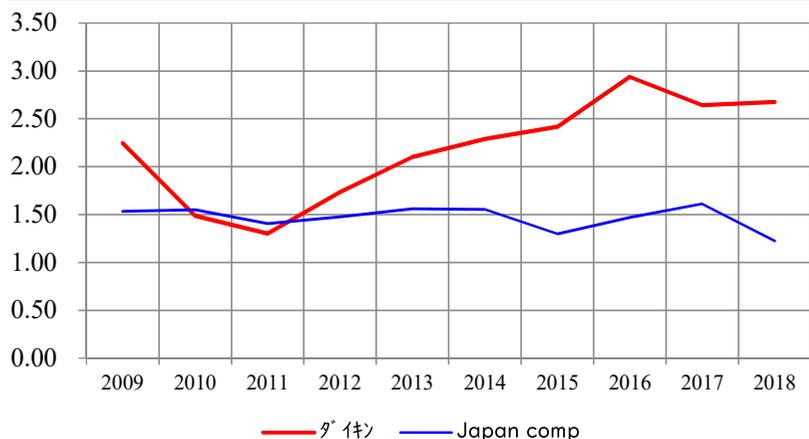
1. 時価総額の推移

✓ 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

✓ 2013以降、ROS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

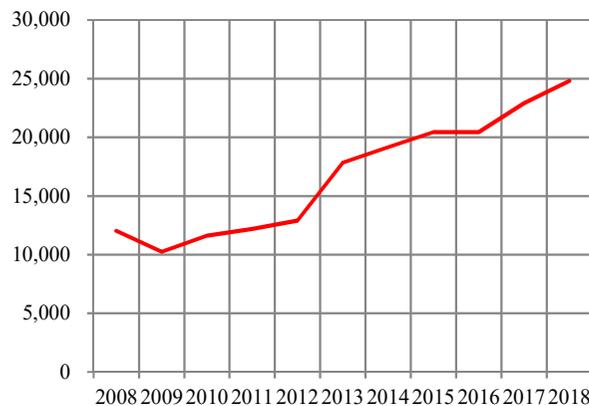
② 13年以降、GP率改善

③ 15年以降研究開発投資増も →

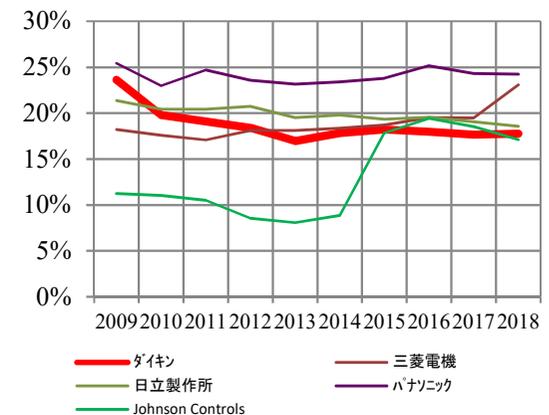
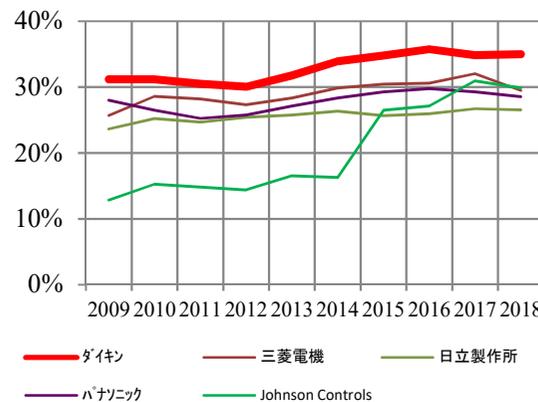
固定比率は24%前後を維持

結果としてROS改善

① 10年間のCAGR : 10.3%



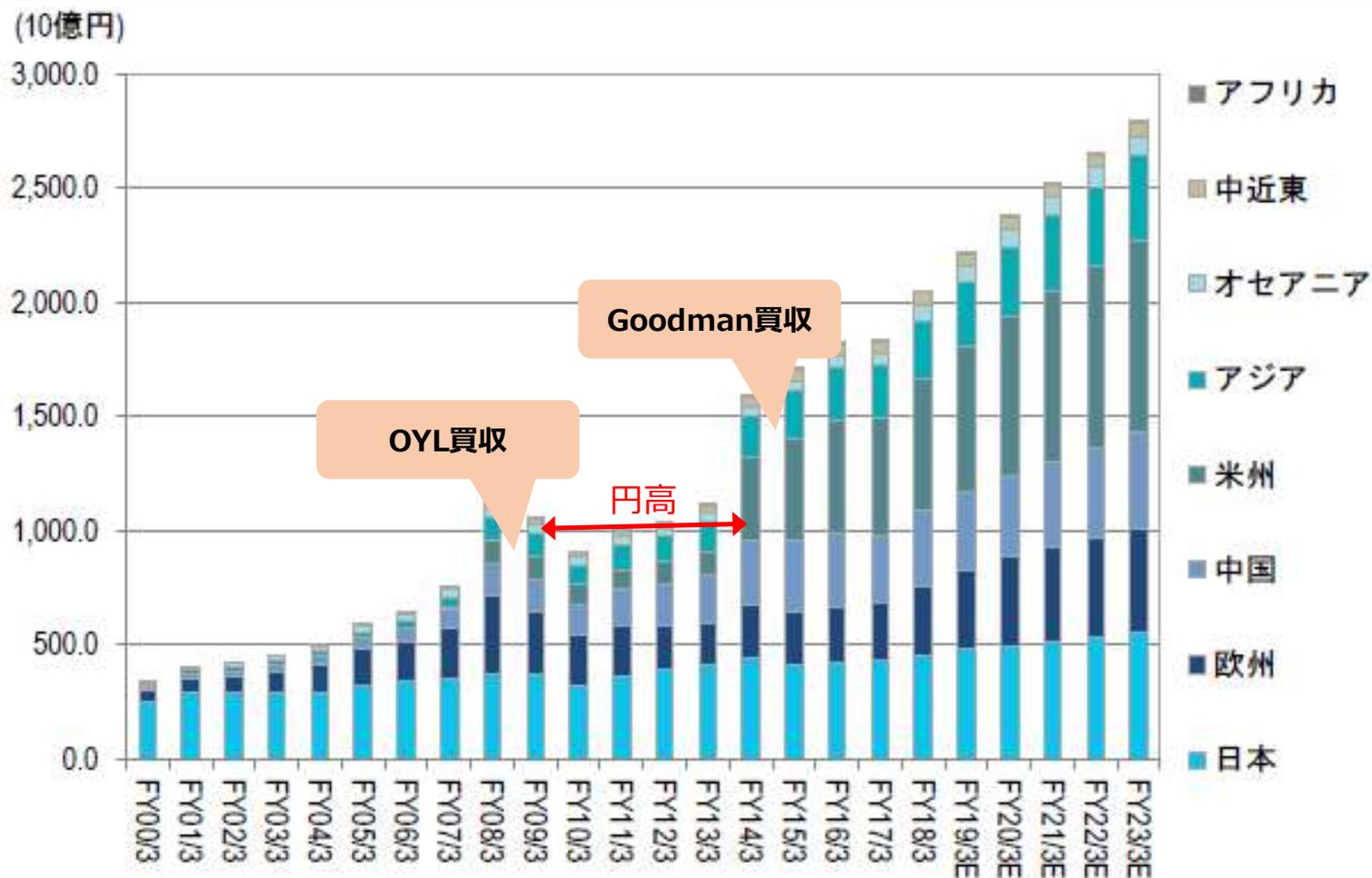
②③ GP%・固定費率ともに競合優位を維持



4. 増販要因の分解

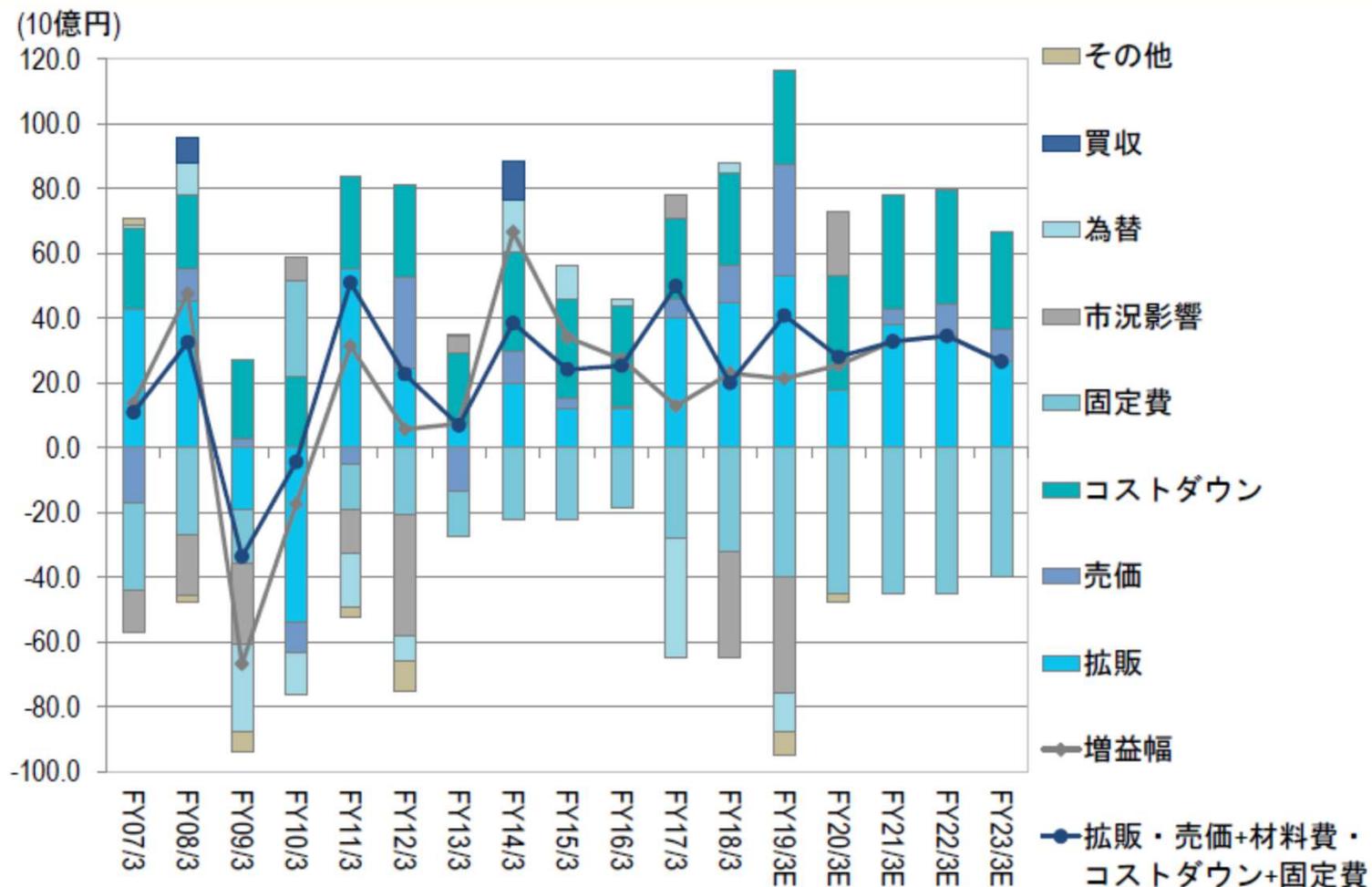
✓ 米国での成長が全社の成長を牽引、続いてアジア・中国

図表 32：空調・冷凍機：地域別売上高推移



5. 増益要因の分解

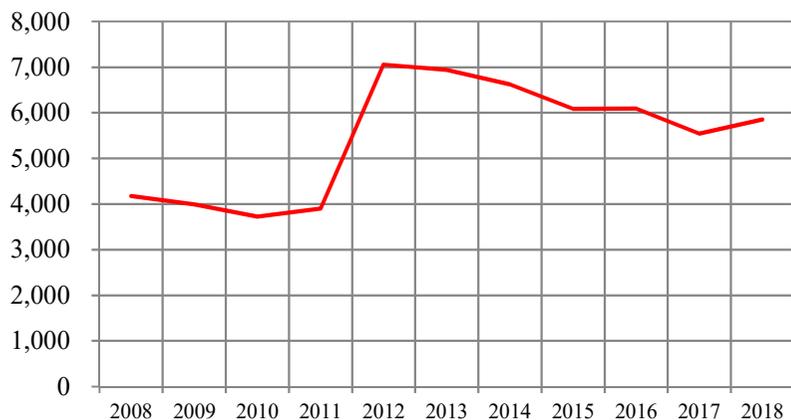
✓ 固定費増は成長(拡販・売価)で吸収し、コストダウンが増益につながる構図
 → 固定比率は横ばい・GP率改善でROS改善



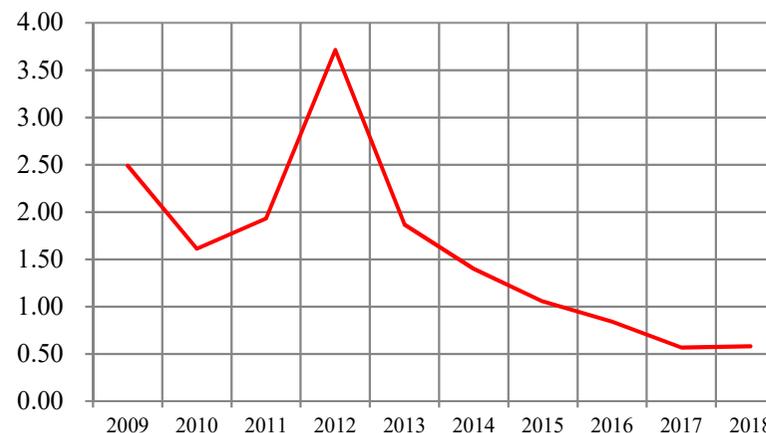
6. M&Aの財務への影響

✓ 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

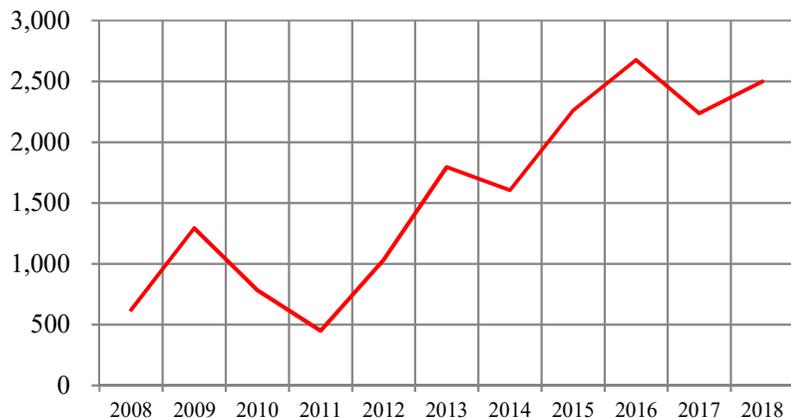
【有利子負債】



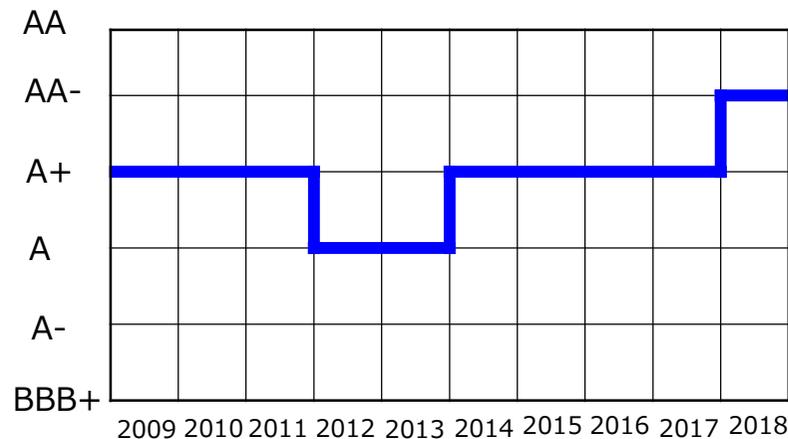
【 Net Debt/EBITDA】



【営業キャッシュフロー】



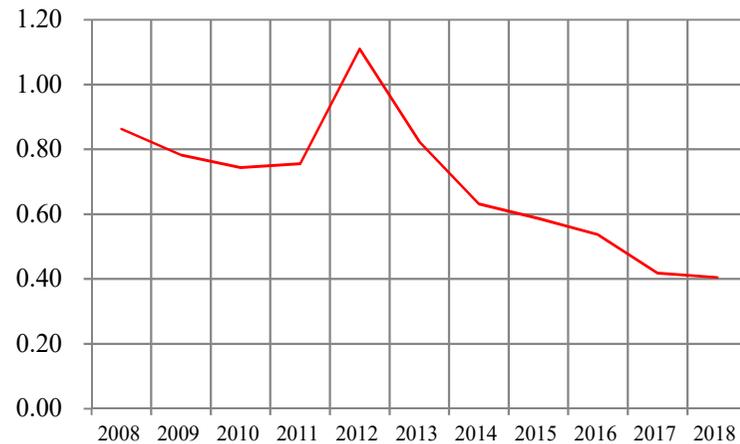
【格付け推移】



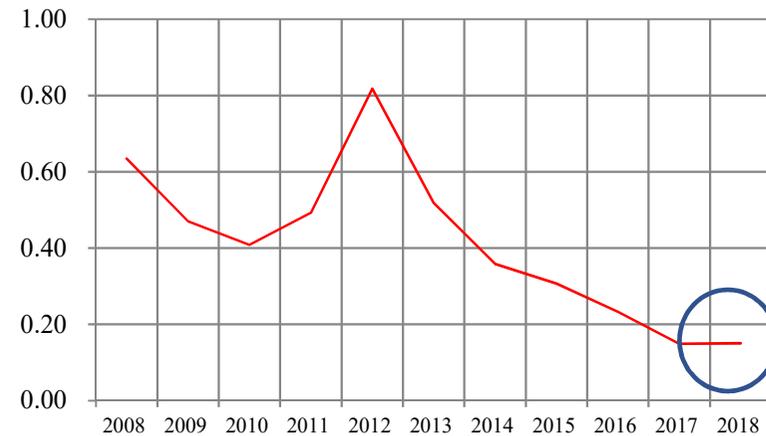
6. M&Aの財務への影響

✓ 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

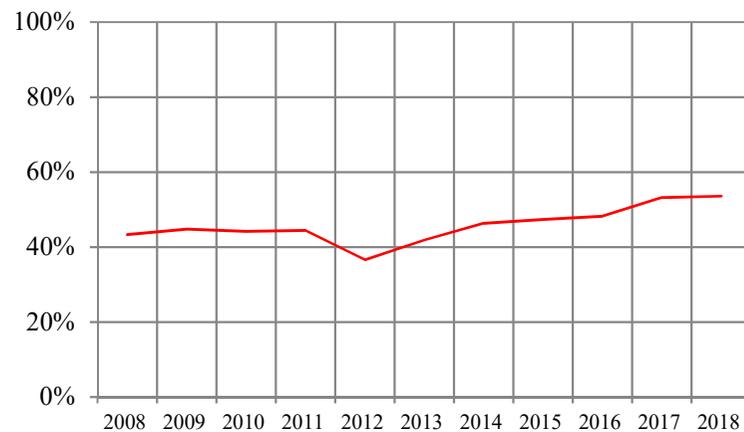
【DEレシオ】



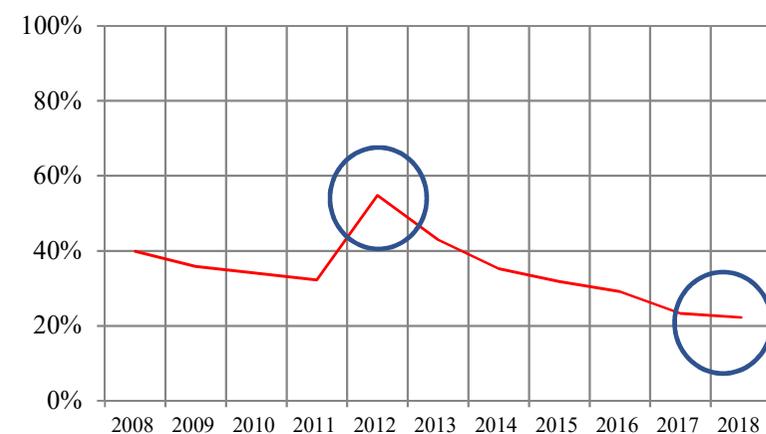
【Net DEレシオ】



【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

**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

- ・M&Aはツールでしかなく、オーガニックな成長力が軸（戦略と実行力）
ダイキンではオーガニックな成長を支えるのが、空調以外にないという危機感に加え、

1) 企業文化の一つとして“執念”、“達成への拘り”：

- ・ 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
- ・ フラットな組織で、議論のうえスピードある判断→決定後は、全員で必達に向け実行あるのみ

2) ボトムアップの構想力と実行力⇔コーポレートによるPDCA管理のバランス

- ・ 計画ワーク並みの四半期毎の見直しUpdate（非効率とっておらず、強み）
- ・ 経理担当役員が2名が、全社業績をコントロールし、増収増益を必達
- ・ フラットな組織であるがためにボトムアップ提案が可能

3) 社員の“やる気”を引き出す仕組み

- ・ 評価・処遇の改革
- ・ 産学連携（東大・阪大）を通じ、技術探索のみならず社員のモチベーション向上、意識改革へ

4) 要素技術・生産技術の内製化と戦略への活用

- ✓ 冷媒を自社開発→冷媒性能を最大限発揮する躯体構造を早期実現し、性能優位性確保
- ✓ 室外機は、生産の自動化が不可・冷媒変更時の負担大
- ✓ 冷媒ガス特許公開し、競争を巻き込んだ法規制の緩和
→市場拡大も、競争（性能）優位性は下がらず、シェアを確保し販売増。市場プレゼンスも向上
躯体構造・冷媒を活かす性能優位性を確保できる技術力があっての戦略

5) 直接顧客要望の吸い上げ、商品力向上へつながる仕組み作り ダイキン社の場合、販売網を自前でもち、情報収集

- **ESGと戦略のマッチ**

ESは、気候変動に対する当社の取り組みは、先進的（特許公開も一例）がバナンス（G）は弱いところもあるが手を打っている

- **M&A：全てがうまくいくわけでない。自社と体制が類似しており、**

自分たちの強みを活かせ、リスクをマネジできるか重要

- 1) 欧州・アジアでの買収は、強み・戦略と買収が合致し成功
- 2) 一方、米国市場では、複数の買収を実行し、環境・少電力化を推進するもマーケットを変えられなかった（売上増も収益力は、競合の半分）
- 3) DDは、社内専門分野部門も参画も・・・
 - グッドマン買収後判明したこと：リーン経営でなかった
開発力が期待していたほどでない（外部委託で弱い）

- **現場には、わかりやすく、シンプルなKPI**

- 1) 現場：売上・営業利益がKPI。ROICは事業別に試算も参考。
- 2) 全社：投資は経理がコントロール。ROE、ROICを全社KPIで進捗管理

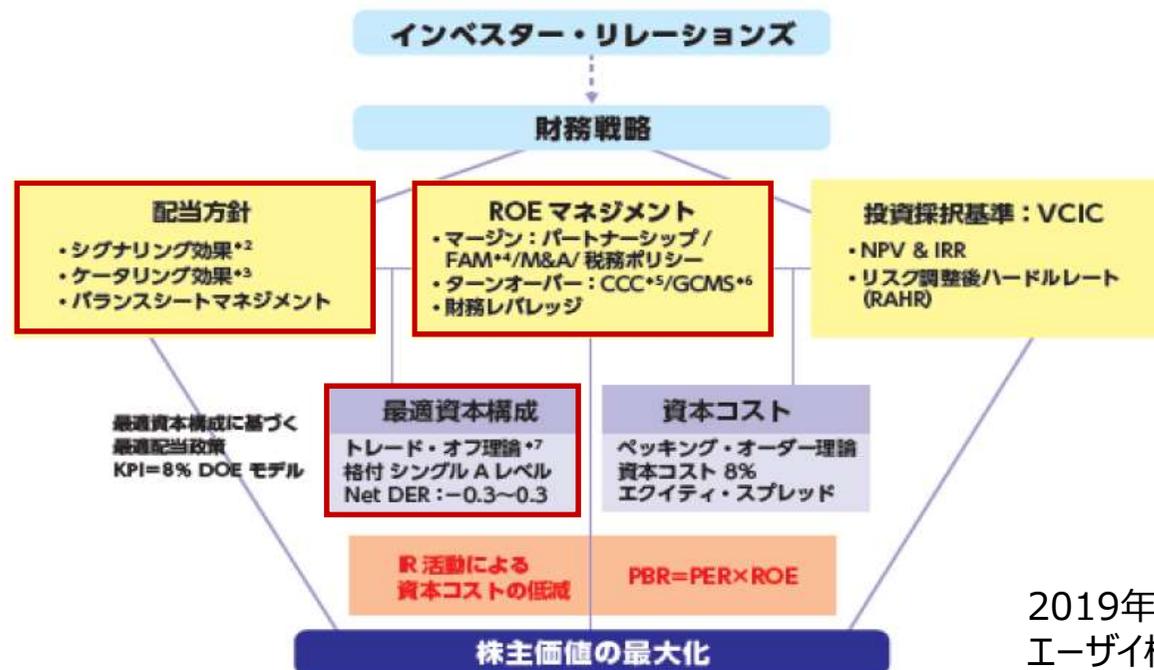
→経理が全体をコントロール（CEOの右腕として）

一橋財務リーダーシップ・プログラム
(HFLP-B) を通じて
自社に持ち帰りたいこと

～持続的且つ収益性のある成長を
支えるCFOになるため～

企業価値向上のための財務戦略再整備

- 次期中期計画へ検討・整備したいテーマ
 - ✓ 資本コストを意識したKPI設定とマネジメント
(KPIをわかりやすく現場への落とし込み)
 - ✓ 資産サイドからの経営をより意識 (投資・ハードルレートの再検証)
 - ✓ 無形資産投資・非財務情報の整備
 - ✓ 配当方針の検証
 - ✓ 最適資本構成の考え・整理



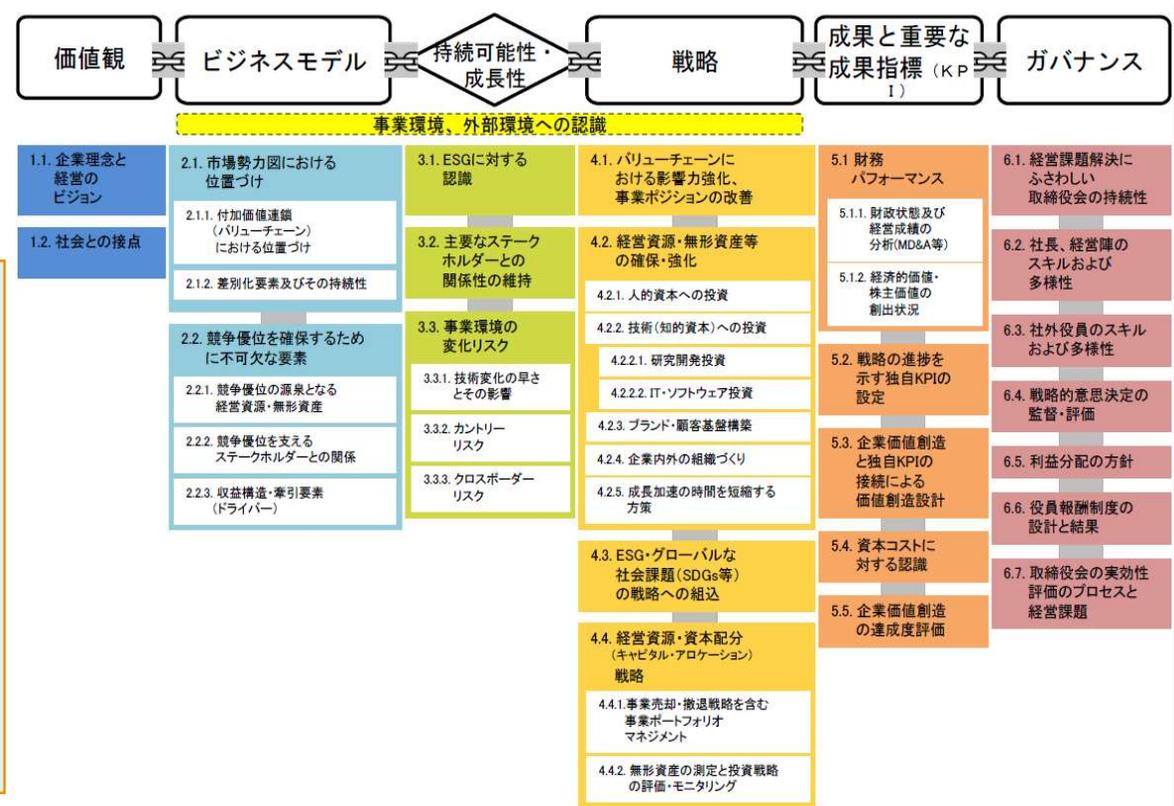
2019年12月22日
エーザイ柳良平氏プレゼンより抜粋

■ ガイダンスを活用した企業価値向上への寄与

- ✓ 個々に対応・開示しているが、全体での企業価値向上へのつながりに改善余地あり
- ✓ ESGなど、戦略と財務影響に開示に改善余地
- ✓ 情報開示・投資家/株主との対話・エンゲージメントの質を高める



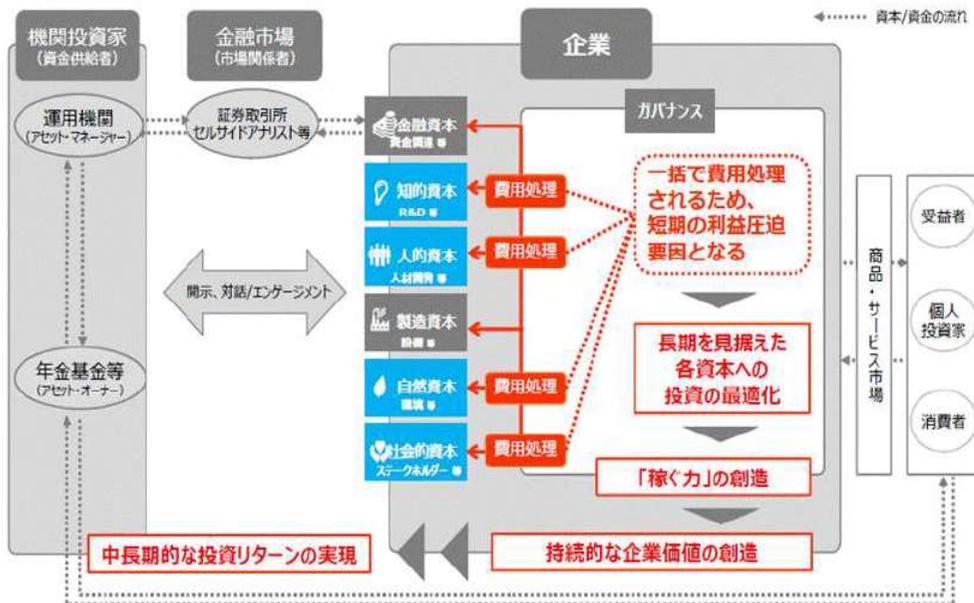
関係者と協議し、
ガイダンスを活用し
持続的な企業価値向上
に向けた課題の継続的な
検討へ取り組む



無形資産・非財務情報に重点

- 企業価値の源泉が有形資産→無形資産に変化
 - ✓ 投資が将来の自社の在り方を決める
 - ✓ 有形資産への投資も大事ではあるが、必要性・バランスを考え続ける
 - ✓ 非財務情報の整備

企業による人材や知的資本等への投資は、短期的には利益圧迫要因となるが、持続的な企業価値の創造のためには、長期を見据えて各資本への投資を最適化する経営者の戦略的判断とガバナンスが重要。



投資家は投資判断において非財務情報を重視する傾向 (主要情報ソースにおいて、非財務情報の構成比率が拡大)



※「企業の業績見通し」は上記グラフ上は除外している 出所: 経産省

2020年1月25日 りそな銀行 松原稔氏プレゼンより

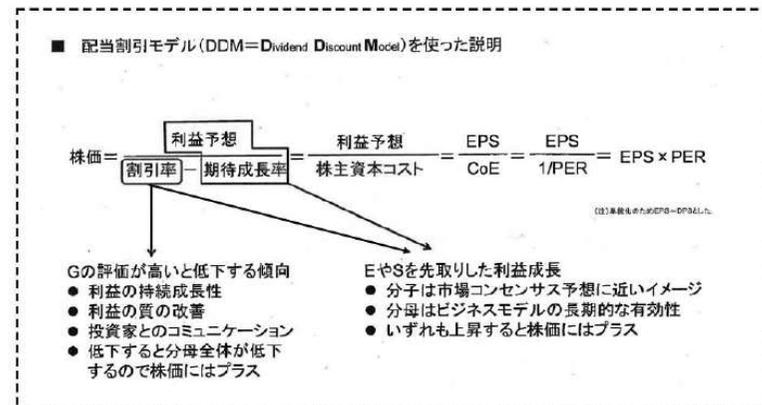
- 自社の企業理念「医療を通じて社会に貢献する」の重要性
 - ✓ コロナ禍 存在意義・目的が問われた
- ESGをより意識した取り組みへ
 - ✓ 投資家の投資判断基準変更：ESGリスク回避・ESGを通じた収益機会の追求
 - ✓ 環境や社会に配慮：長期的な経済活動の基盤の消失回避へ
 - ✓ 自社の取り組みは、医療はパターン③、他は①or②
 - ✓ TCFDの重要性：対策が重要な一方、**気候変動が財務インパクトにどう影響あるかの説明も重要**

ESGとビジネス/企業の取組みパターン

社会課題をマーケットニーズとして認識し、経営戦略に織り込む手法 (アウトサイドイン)

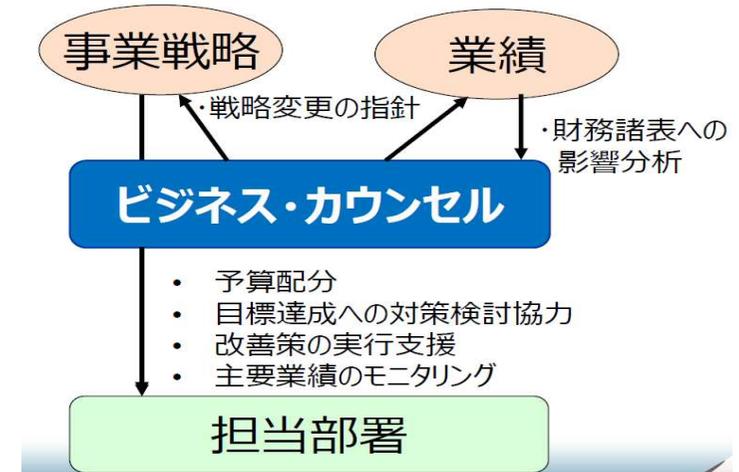
参考) ESG投資のパフォーマンスの考え方② - 配当割引モデル -

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



2020年1月25日 日そな銀行 松原稔氏プレゼンより

- CFO機能を担う財務・経理部門人財の育成
 - 個々の専門性を高めつつ、事業、経理、財務、税務、法務を総合的判断・実行する人材を輩出
 - ビジネスモデル、コーポレートファイナンス、資本市場の理解
 - リーダーシップ、コミュニケーション
 - HFLPへ受講者増
- 事業支援（ビジネスカウンスル）・海外子会社への人材輩出による個々の能力・組織力向上
 - キャリアの早い段階から意思決定、困難な説得・交渉を経験
 - IT・スキルマップなど、基盤整備・継続的に更新



2019年11月23日3Mジャパン 昆政彦氏プレゼンより

- **CEOと価値観（経営方針、事業・財務戦略）を共有し、同じ目線に立って、執行責任を負う**
 - ・ 外的環境変化に対応した収益構造の変化認識
 - ・ Foresightによる10年後から逆算した戦略づくり

- **社内外の両方の目線を常に持ち、経営に取り組む**
 - ・ 経営の視点：資産サイド（無形含む投資意思決定が将来像へ）
 - ・ 市場（投資家）目線：資本効率・資本コスト認識、ESG
 - ・ 価値協創ガイダンスを活用し、企業価値向上・市場との会話の質向上へ

- **持続的かつ収益性のある成長を支える組織・人財育成**



HFLP-B研修の学びを活かし、志・やりとげる覚悟を持って、改革を含めた施策を実行し、自社の持続的かつ収益性のある成長・企業価値向上の実現に貢献します。

