

一橋大学財務リーダーシップ・プログラム (HFLP) Bコース 修了レポート

2020.6.6
TOTO株式会社
中村良次

- **日本企業と株式市場の課題**
 - ・伊藤レポートからの学び
 - ・日本企業の課題

- **企業価値創造のポイント**
 - ・適切な企業価値評価指標の導入
 - ・無形資産の重要性
 - ・ESGへの取組み

- **ワークショップにおける分析、気づき**

- **自社に持ち帰りたい点**
 - ・ダイキン工業と自社との比較からの考察
 - ・無形資産による企業価値向上

日本企業と株式市場の課題

- イノベータータイプなはずの日本企業が過去20年間低成長
- 経営の短期化→長期視点の源泉へ資金が流入しない
→長期的な競争力の低下（悪循環）
- 日本の機関投資家等の長期的な企業価値評価能力とリターンを提供する能力に課題
- 人口減少の中、資本効率を高めることは日本の存立に関わる重要課題
- 企業価値向上へは以下が重要
 - ・資本コストへの意識と資本コストを上回るROE
 - ・企業と投資家による「高質の対話」

日本企業の課題

日本企業の稼ぐ力の低迷

主要指数別長期パフォーマンス

- 主要指数について、過去29年間（90年末～2019年10月末）の国際比較で見ると日本の低迷が顕著。
- 日本企業の「稼ぐ力」は、まだまだ低いのではないか。その要因は何か。



(出所) Bloombergデータベースを基に経産省作成

(注) 主要指数の1990年末時点における値を100として2019年10月末までを指数化

21

出典：経済産業省 経済産業政策局 事務局作成資料 2019年11月

時価総額ランキング推移

1989

2018

1位	NTT	
2位	日本興業銀行	
3位	住友銀行	
4位	第一勧業銀行	
5位	富士銀行	
6位	IBM	
7位	エクソン	
8位	トヨタ自動車	
9位	東京電力	
10位	GE	
11位	AT&T	
12位	野村証券	
13位	フィリップモリス	
14位	ロイヤルダッチ石油	
15位	新日本製鐵	
16位	松下電器産業	
17位	東洋銀行	
18位	三井銀行	
19位	日立製作所	
20位	メルク	



Apple	
Amazon.com	
Alphabet (Google)	
Microsoft	
Facebook	
アリババ	
Berkshire Hathaway	
テンセント	
JPMorgan Chase	
ExxonMobil	
Johnson & Johnson	
サムスン電子	
Bank of America	
中国工商銀行	
ロイヤルダッチ石油	
VISA	
Wells Fargo	
中国建設銀行	
Intel	
Chevron	

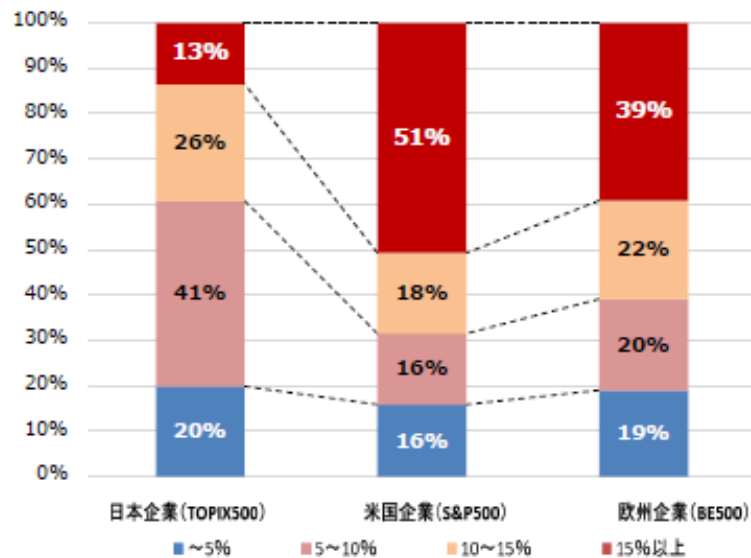
日本企業の稼ぐ力の低迷

(参考) 企業の収益性の国際比較－2019年現在

- 欧米企業と比較して日本企業は、ROE15%以上の比率が低く、10%未満の比率は6割を超える。
- PBR1未満の比率も高く、2倍以上の比率も欧米に比べて低い。

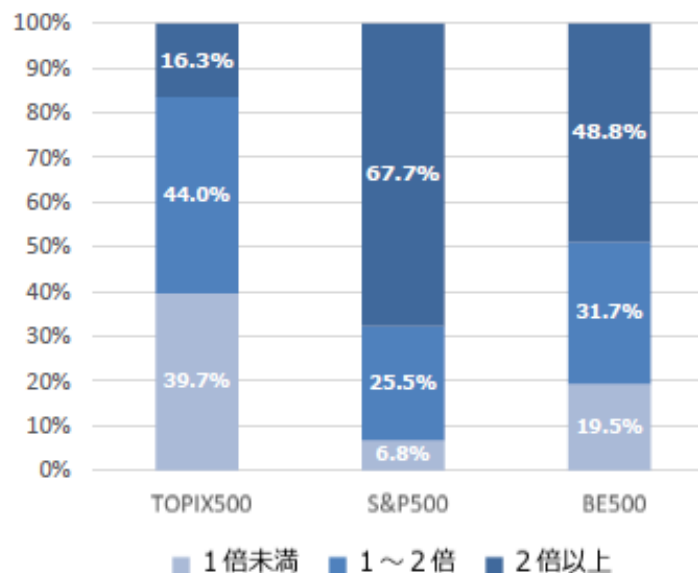
ROEの分布

ROE (Return on Equity) = 株主資本利益率。株主資本に対する当期純利益の割合。株主が投下した資金に対して企業がどの程度利益を上げたかの指標になる。



PBRの分布

PBR (Price Book-Value Ratio) = 株価純資産倍率。1株当たりの純資産に対し、株価が何倍まで買われているかを表し、会社の資産内容や財務体質を判断する指標。



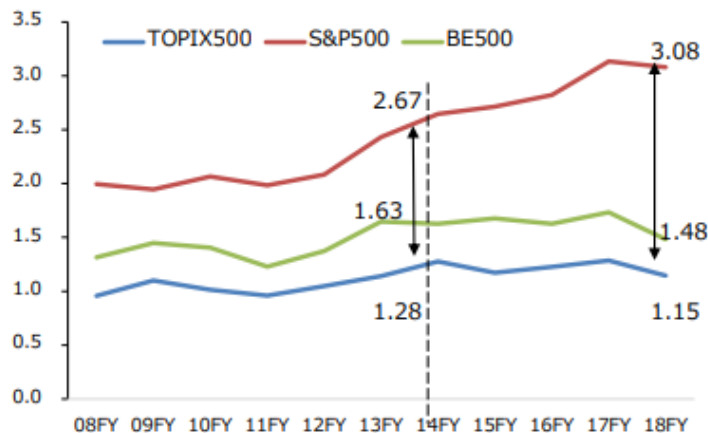
左図(1) 集計対象は2019年9月末時点でTOPIX500、S&P500、BE500の構成銘柄となっていた企業で、2008年~2018年まで連続してデータを取得可能な企業。(2) データはBloombergにより2019年11月に取得。
 右図: 日経NEEDS「Financial QUEST」。分析の対象は2019年11月19日時点で東証1部に上場している全企業(データが取得出来ない投資法人は除く)。
 ROE・PBR値ともに月平均値、円ベース。

資本市場の日本企業への期待の低さ

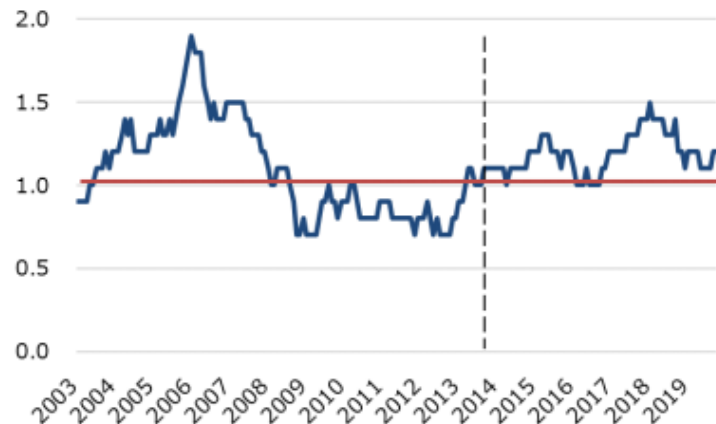
上場企業の株価純資産倍率(PBR)の国際比較

- 日本企業（東証一部）のPBRは1倍前後で推移
- PBRの変動率(14FY→18FY)は、日本10.2%減、米国16.4%増、欧州8.9%減。
- 日本企業に対する投資家・資本市場の「期待」が、まだまだ低いのではないか。

PBRの米欧日比較



日本企業(東証一部)のPBR

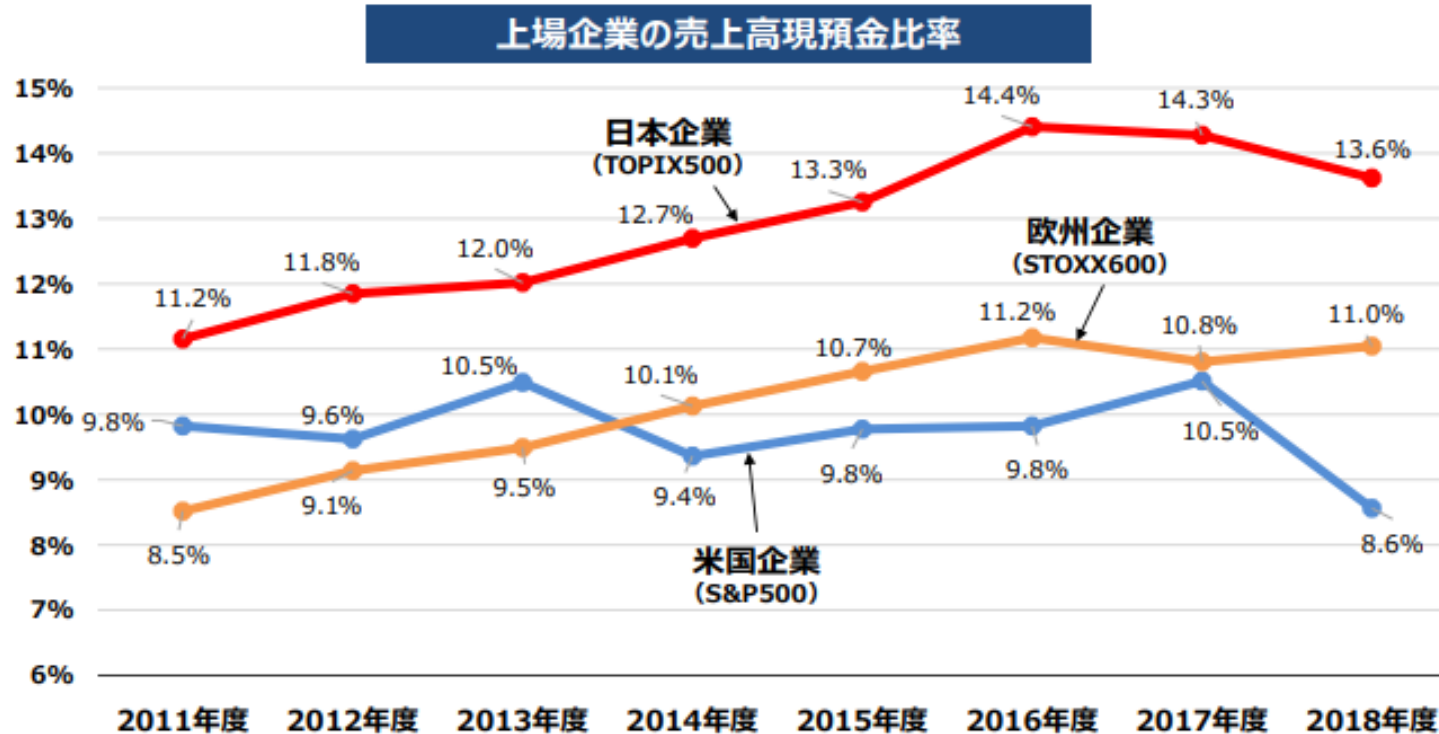


左図：(1) 集計対象は2019年9月末時点でTOPIX500、S&P500、BE500の構成銘柄となっていた企業で、2008年～2018年まで連続してデータを取得可能な企業
 (2) データはBloombergにより2019年11月に取得 (3) 数値はそれぞれ2014FY、2018FYのPBR加重平均。
 右図：日本取引所グループ「規模別・業種別PER・PBR（連結・単体）一覧」より経産省作成。2003年1月から2019年10月まで、月末のPBR加重平均。

日本企業はローリスク、ローリターン

売上高現預金比率の国際比較

- 日本の上場企業の売上高現預金比率は、欧米の上場企業よりも高い。



(注) 2019年9月時点の構成企業（金融業及び日本郵政グループを除く。）を対象としている。
 (出所) 日本証券取引所、STOXX、S&P Dow Jones Indices、Bloombergを基に作成。

日本企業はローリスク、ローリターン

日米欧の株主資本比率の比較



株主資本比率	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EU	31.15%	31.84%	33.77%	33.51%	33.63%	34.70%	34.41%	34.14%	34.63%	35.76%
JP	43.29%	42.31%	43.17%	43.03%	42.77%	43.73%	44.65%	45.64%	45.64%	46.11%
US	38.11%	39.95%	40.34%	39.34%	38.85%	39.44%	37.69%	36.54%	35.31%	35.71%

データ集計対象:

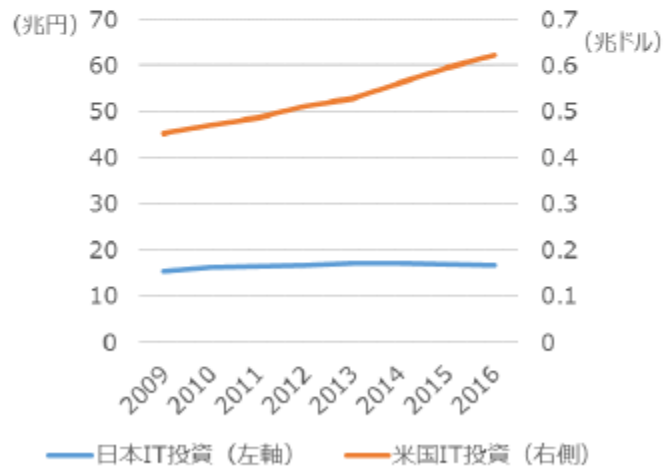
- ・米国: S&P500インデックスに含まれる企業
- ・欧州: S&P Europe 350インデックスに含まれる企業
- ・日本: TOPIX500インデックスに含まれる企業

経営の短期化の表れ？ – IT投資へ資金が振り向けられない

企業のIT投資

- 企業のIT投資額につき、日本は1994年から2016年までの約20年間で6.7兆円から16.7兆円へと2.5倍程度増加しているが、米国では同時期に1025億ドルから6230億ドルへと6倍程度に増加。
- また、日本企業は米国企業と比較して、「攻めのIT投資」に資金を振り向けられていないとの調査結果も。

日米のIT投資額推移 (実質2010年価格)



(出所) 総務省ウェブサイトより経産省作成

日米におけるIT投資の内容



(出典) 一般社団法人電子情報技術産業協会「2017年国内企業のIT経営に関する調査」(2018年1月)より

経営の短期化の表れ？ – DXで遅れ

スイスのビジネススクールIMDの研究所「IMD世界競争力センター」が世界主要国63ヶ国・地域を対象に、デジタル競争力を51の尺度で分析・評価



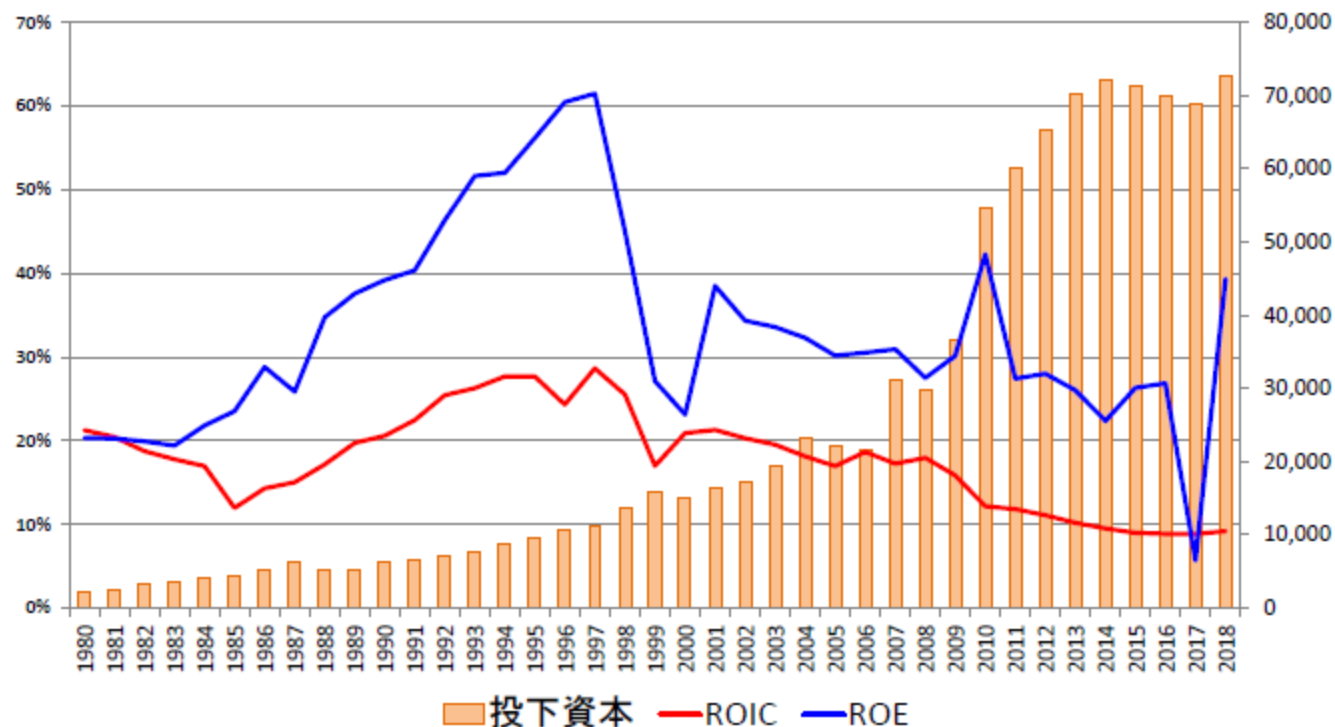
2019年世界デジタル競争力ランキング 総合順位 全63ヶ国(カッコ内は前年)		2019年世界デジタル競争力ランキング アジア太平洋地域14ヶ国	
1 (1)	米国	1	シンガポール
2 (2)	シンガポール	2	香港
3 (3)	スウェーデン	3	韓国
4 (4)	デンマーク	4	台湾
5 (5)	スイス	5	オーストラリア
6 (9)	オランダ	6	ニュージーランド
7 (7)	フィンランド	7	中国
8 (11)	香港	8	日本
9 (6)	ノルウェー	9	マレーシア
10 (14)	韓国	10	タイ
...		11	インド
13 (16)	台湾	12	フィリピン
22 (30)	中国	13	インドネシア
23 (22)	日本	14	モンゴル
26 (27)	マレーシア		

日本の順位が低い項目：「国際経験63位」、「高度外国人材の起用51位」、「デジタル技術スキル60位」、
人財に関するものが多い 「機会と脅威（の対応）63位」、「企業の機敏性63位」、「ビッグデータの活用と分析63位」

日本の順位が高い項目：「高等教育における教員と生徒の比率1位」、「携帯通信の加入者1位」、「無線通信2位」、
インフラに関するものが多い 「世界におけるロボットの流通2位」、「ソフトウェアの著作権侵害（対策）2位」

企業価値創造のポイント

EVA導入企業 コカ・コーラ



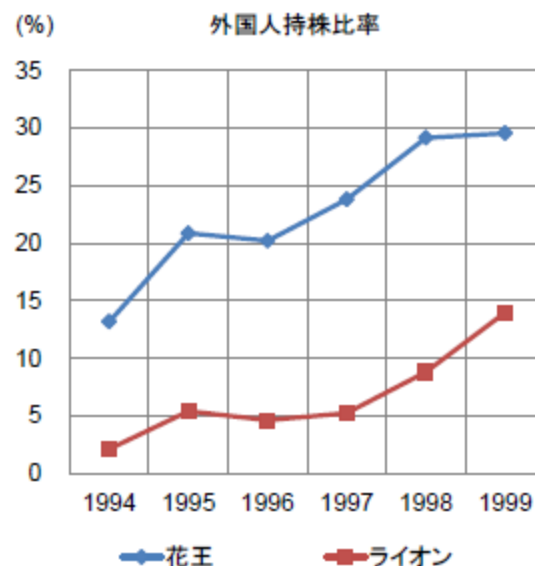
コカコーラは、ROICを全社業績管理指標として導入していた。ROICを低下させる事業プロジェクトへの投資に二の足を踏んできた結果、ペプシとの競争で後塵を拝することが頻発。たとえROICを低下させても、企業価値を高める投資を後押しするため、EVAを導入した。

Copyright (C).2018 Tetsuyuki Kagaya All Rights Reserved

EVAの導入事例

■ EVA導入事例—花王

● EVA導入の背景—グローバルな投資家との対峙



(出所:NEEDS-FinancialQUESTより作成)

- 海外展開を進めると、株主構造が大きく変わり始めた。1994年度には13.2%であった外国人持株比率は1999年度には29.5%と倍以上に増加した
- 外国人持株比率が上昇するにつれて、これまでの経営(=売上至上主義・技術至上主義)が通用しなくなる

日本の経営者は、販売の達人、製造にかけてナンバーワン、研究の功績があるなどでトップに昇進する。しかし、今やそれでは世界の投資家は納得してくれない(『Business Research』2000年3月号)

海外の機関投資家や株主を対象としたIRミーティングの席上で、「資本コストは意識しているのか」といった質問が投げかけられるようになった(『日経ビジネス』2000年1月24日号)



(渡邊正太郎元代表取締役副社長)

EVA導入の背景には、外国人投資家が増加するとともに、株主から「真に価値を生み出すこと」を要求されるようになったことが挙げられる

エーザイ
統合報告書
2019

P.37

KPI	2020年度ターゲット
ROE	10%以上
エクイティ・スプレッド*1	2%以上
DOE*2	8%レベル
親会社所有者帰属持分比率	50~60%
Net DER*3	-0.3~0.3

2025年度 ROE 15%レベル

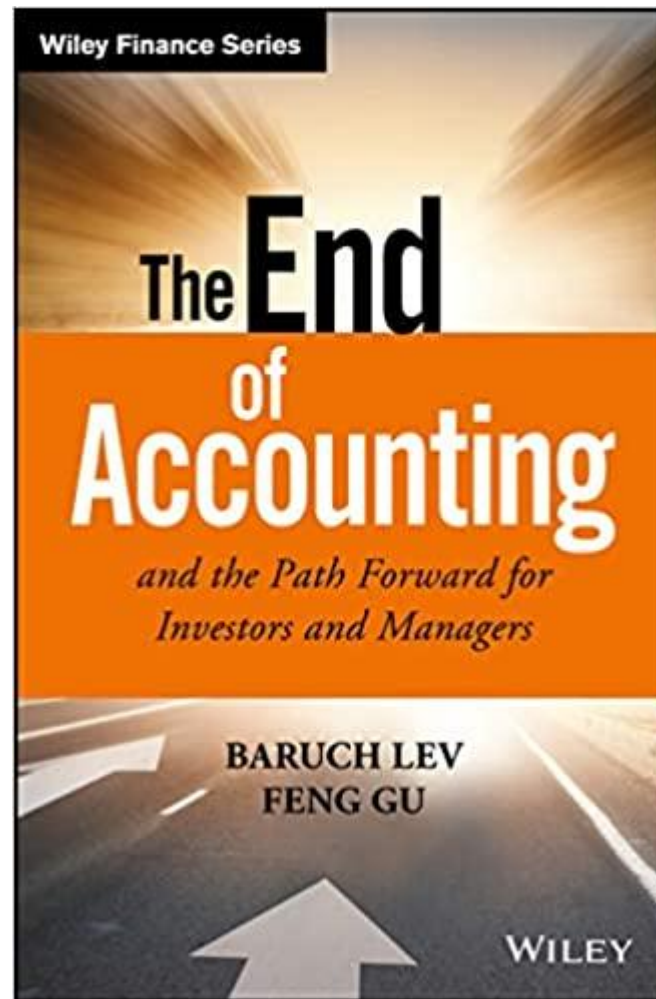
* 配当金の決定は取締役会の承認を前提とします

*1 エクイティ・スプレッド=ROE-株主資本コスト、株主資本コストは保守的に8%と仮定

*2 Dividend on Equity: 親会社所有者帰属持分配当率

*3 Net DER: Net Debt Equity Ratio=(有利子負債(社債および借入金)-現金および現金同等物-3カ月超預金等-親会社保有投資有価証券):親会社の所有者に帰属する持分

24

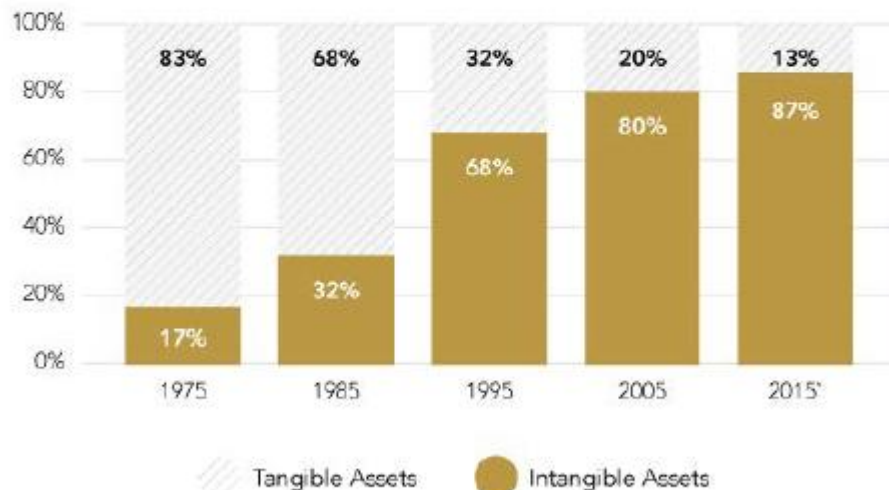


「かつては、財務諸表で企業価値のほとんどを説明できたが、いまやその有用性が薄れて、ほとんどがインタンジブルズ（無形資産）の価値だ」

ニューヨーク大学 バルーク・レブ教授

図表 3 : 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

図表 4 : 米国企業の有形・無形資産に
対する投資

US private sector investment in tangible and intangible capital (relative to gross value added), 1977-2014



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

今後の最重要課題は非財務情報の企業価値分析への応用

■ 重要性が増す知的財産の評価

- ① 企業価値の評価方法の変革が起こる(優れた企業の遺伝子とは何か?)
ある時点のバランスシートや一定期間の損益から導かれる企業価値だけではなく、見えない資産と呼ばれる『知的財産』などの非財務情報の評価が加わる
- ② 財務データと非財務データのリンク(結果の数字だけを見ても将来は予測できない)
アナリストは財務データの分析に加えて、非財務情報を収集して企業価値分析を補強
工場見学や研究開発説明会などを通じて知りえる非財務情報の提供がIR活動の新たな柱になる
非財務情報=見えない資産(人材、ノウハウ、ブランド力など企業価値の源泉となる無形資産など)
- ③ 知的財産などの非財務情報をベースに語る自社の経営ストーリー
過去から現在につながる経営の流れから、将来をわかりやすく投資家に見せる

■ リスク対応への評価も急速に重要性を増す

- ① 株価が過剰反応しやすいリスクについても予測する試みが増える
- ② 中長期の経営戦略の中でリスクとその対応を語る→単視眼的になりがちな投資行動を抑制
- ③ 予想されたリスクが顕在化しても、対応策が示されていればネガティブ・サプライズは限定的
リスク対応の提案は極めて価値が高い
最近SDGsやTCFDに対する企業行動がESG投資で評価される(きれいな電力による生産活動)

非財務情報を収益予想(企業価値向上)につながる情報に転換



① 非財務情報から得られる情報は「パズルの一片」のような断片的情報

↓
アナリストの力で断片情報を価値創造プロセスにはめ込み収益予想につながる情報に転換

↓
先入観や常識を捨て去り、新たに仮説を構築し全体像をみる

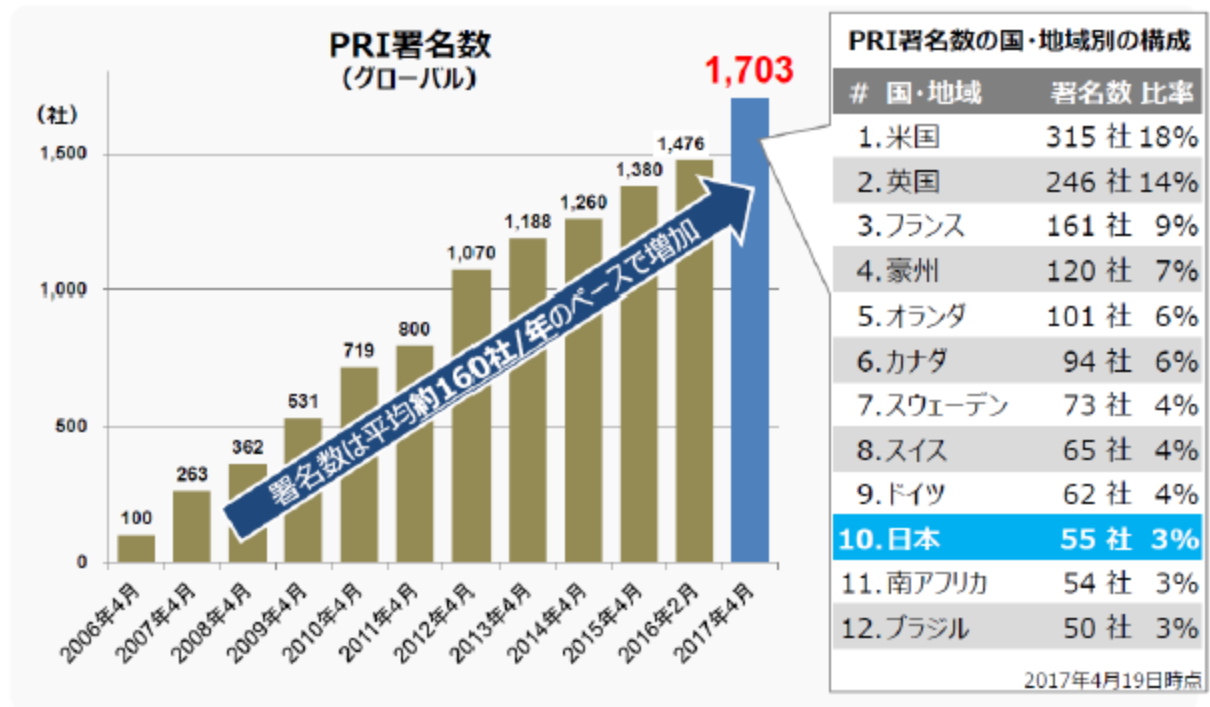
② 非財務情報の量的拡大→収益予想(企業価値向上)につながる情報の拡大

<時間軸と人的努力> <KPI> Key Performance Indications=重要業績評価指標の発見

③ 非財務情報の何に注目するのか=アナリストの眼力

国連責任投資原則(PRI)について

機関投資家のESG投資行動を推進するため設立された国連責任投資原則(PRI)。署名機関数は年々増加しており、2017年4月末で1,703機関。運用残高65兆ドルを超える



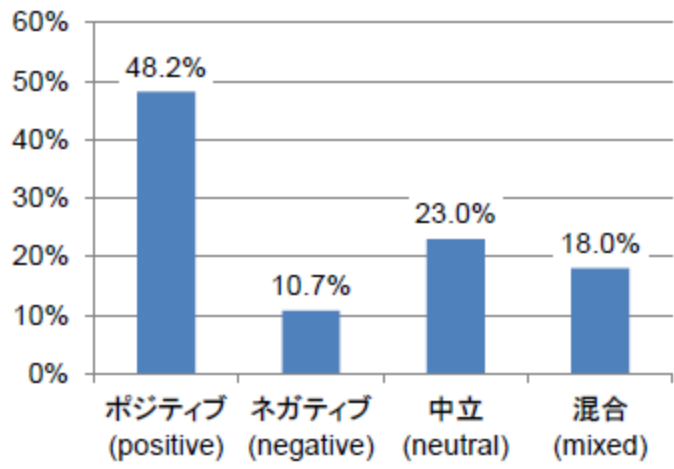
(出所) UNPRI, Signatories to the Principles for Responsible Investment

出所: 経産省「価値協創ガイド
ンス」より

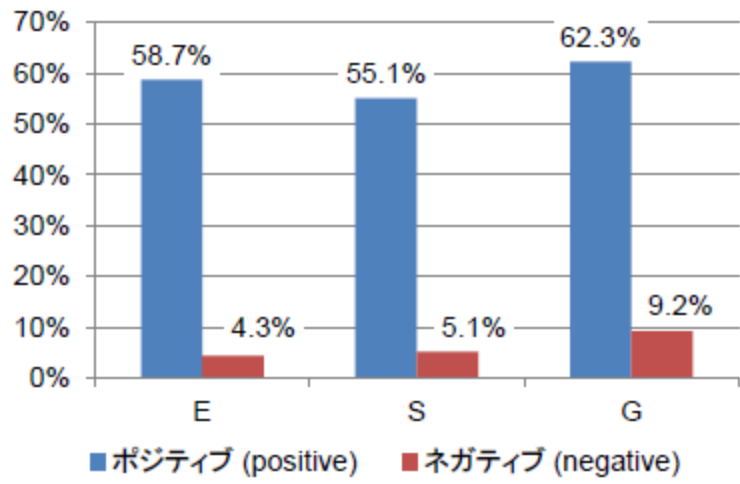
出所)PRI

ESGと企業業績の関係に関する過去の研究結果

ESGと企業業績の関係について調べた研究の結論



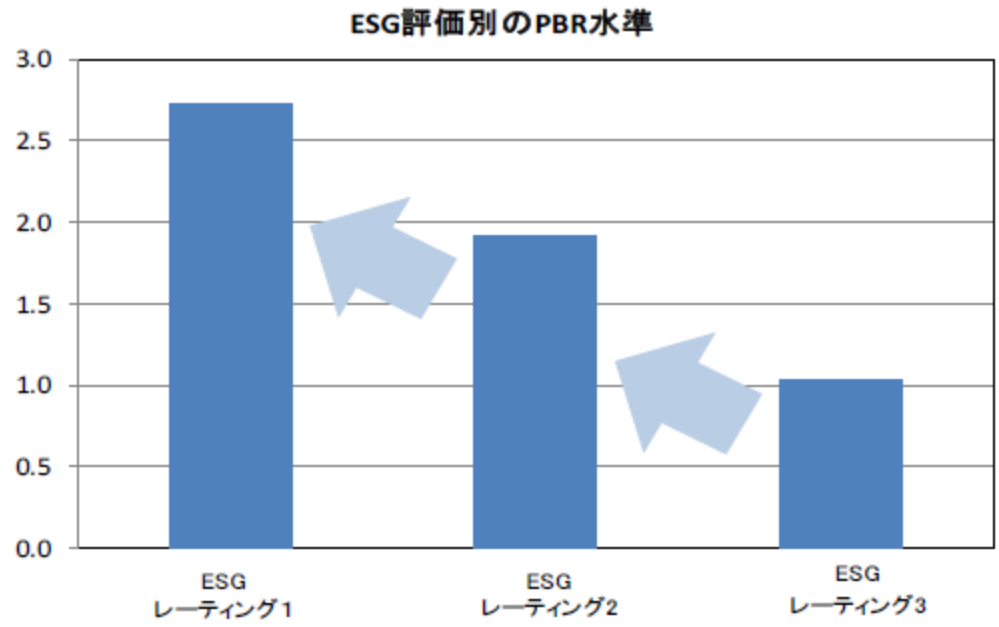
E, S, G のカテゴリ別に見た企業業績との関係



(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

(補足) 非財務資本とエクイティ・スプレッドの同期化モデルの裏付け
ESG評価の高い企業ほどPBRが高い

➤ ESG・無形資産の活用は企業価値改善を通じた市場評価向上につながる(N=500,2016年9月末現在)



(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



エーザイ 柳 良平氏 講義資料

(参考)SAP社の事例

社会・環境面のパフォーマンスと営業利益の関係を定量化

非財務情報の数値化

<p>Employee Engagement Index (従業員エンゲージメント指数)</p>	<p>Business Health Culture Index (ビジネスヘルスカルチャー指数)</p>
<p>ロイヤリティー、勤労意欲、プライドや帰属意識を測る指数。従業員調査に基づき測定。</p>	<p>健康的でバランスのとれた就業を可能にする企業文化を測る指標。従業員調査に基づき測定。</p>
<p>Employee Retention (従業員定着率)</p>	<p>Carbon Emissions (CO2排出量)</p>

財務との関連性を定量化

- *従業員エンゲージメント指数 (EEI) が1%上昇すると、営業利益に40百万ユーロ-50百万ユーロの正の影響をもたらす
- *従業員定着率が1%改善すると、営業利益に45百万ユーロ-55百万ユーロの正の影響をもたらす
- *ビジネス・ヘルス・カルチャー指数 (BHCI) が1%良化すると、営業利益に75百万ユーロ-85百万ユーロの正の影響をもたらす
- *CO2排出量を1%削減すると、4百万ユーロ営業利益に正の影響をもたらす (コスト削減が可能になる)

the 2015 Integrated Report websiteより抜粋
<http://go.sap.com/integrated-reports/2015/en.html>

59

ワークショップにおける分析、気づき

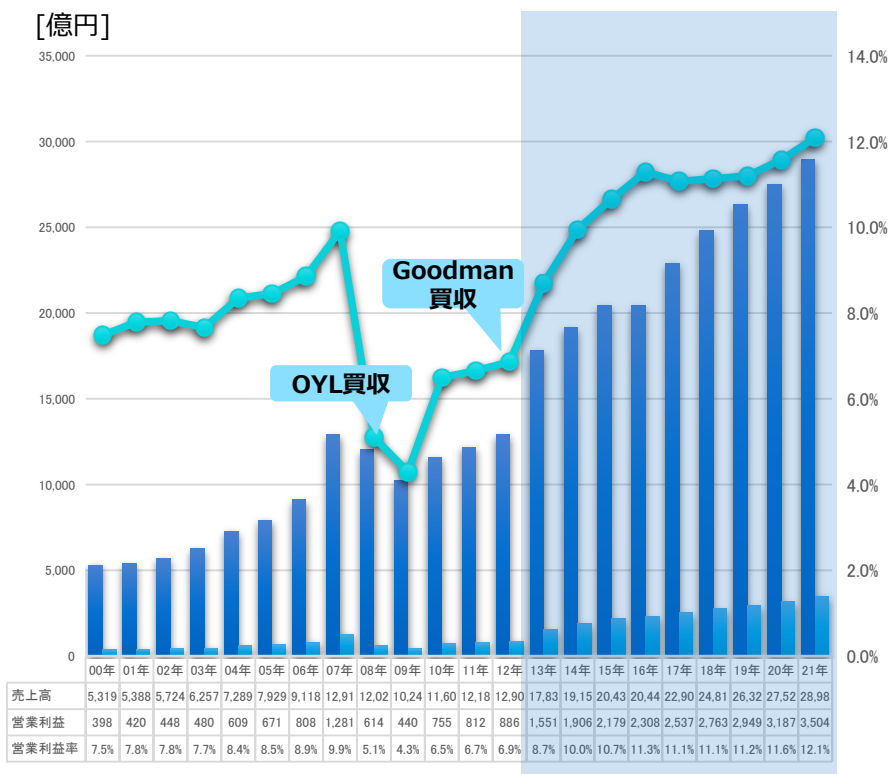
企業研究 成長戦略

ダイキン工業株式会社

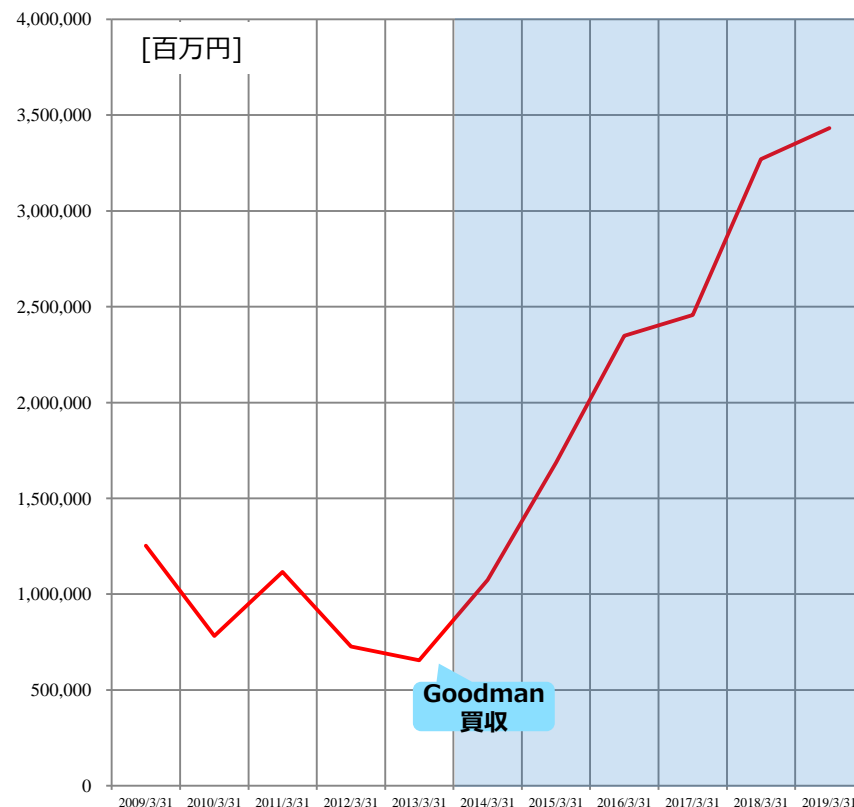
1. テーマ選定の背景
2. ダイキン工業 事前調査
3. 企業研究のまとめ

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

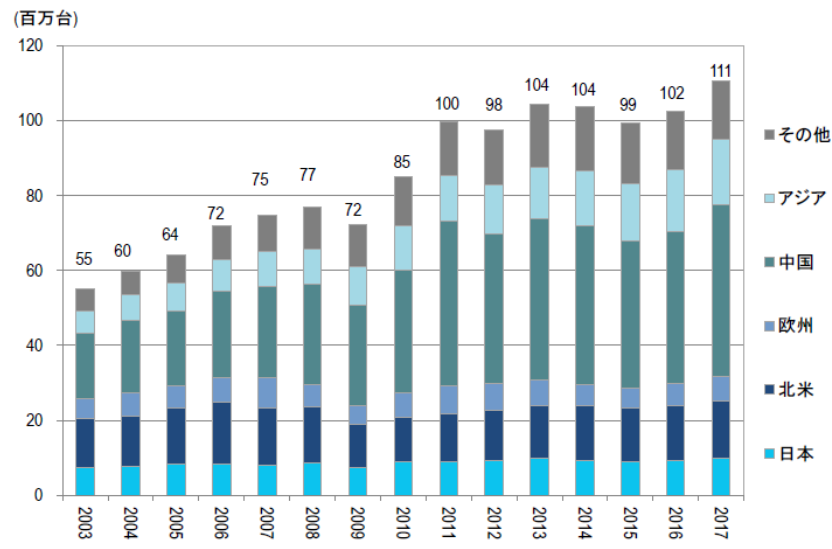


ダイキン工業の時価総額



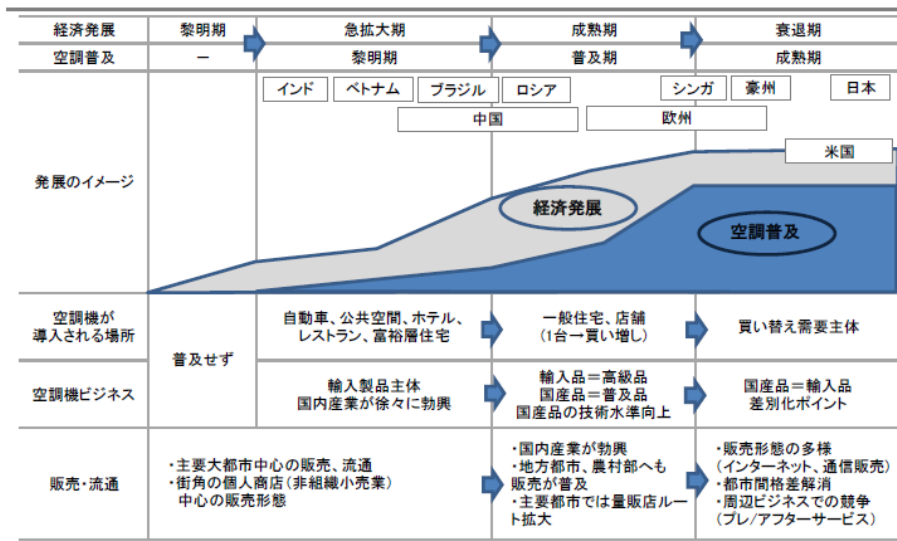
111百万台、31兆円、年率 5%の成長市場

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



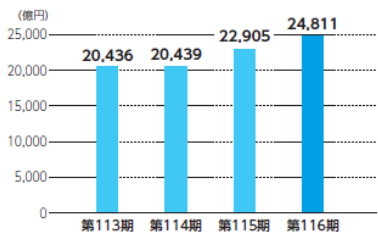
出所：地球環境関西フォーラム、会社資料より MUMSS 作成

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。

ダイキン工業 事業領域 概況

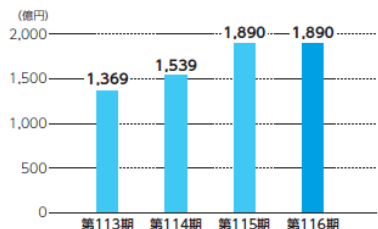
売上高



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。

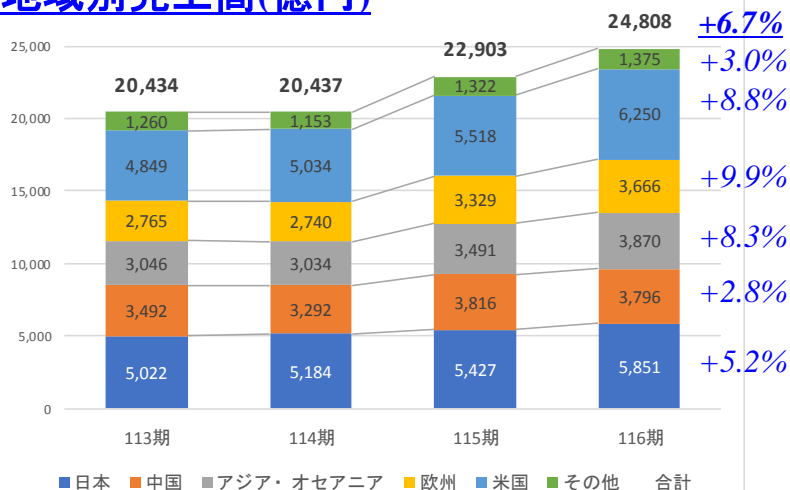
親会社株主に帰属する当期純利益



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。

地域別売上高(億円)



空調・冷凍機事業

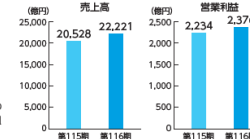
セグメント別構成比

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ながら、増収・増益を達成しました。



化学事業

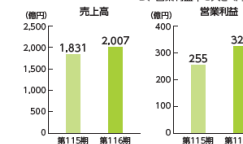
セグメント別構成比

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

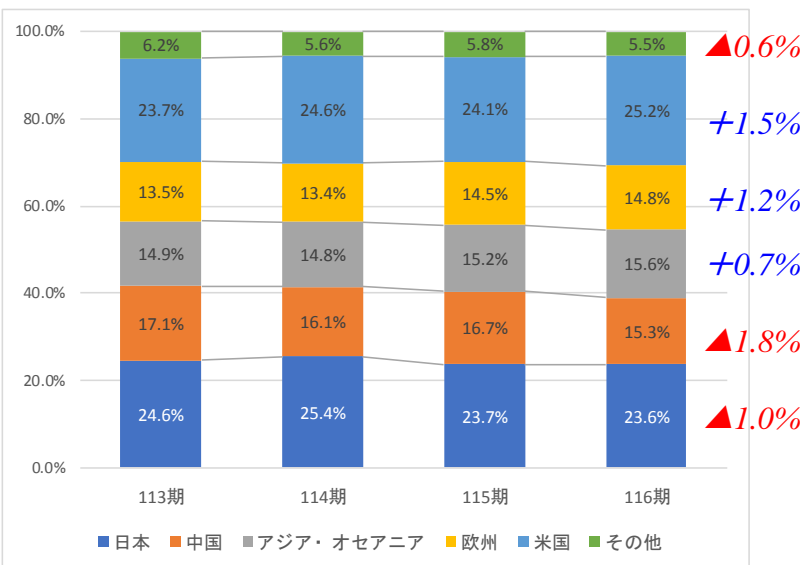
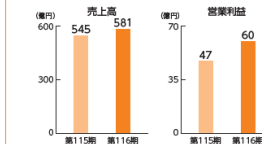
セグメント別構成比

12.3%

売上高

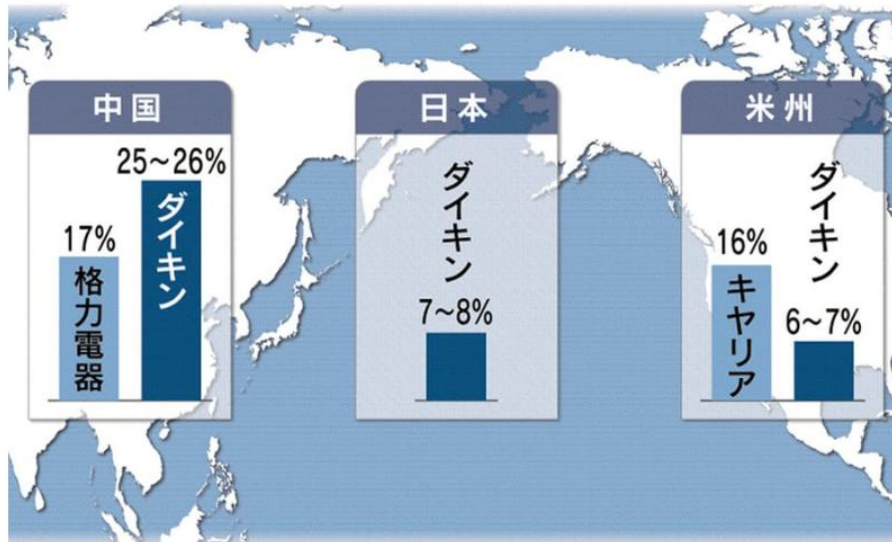
581億円 (前期比6.6%増)

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。



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」

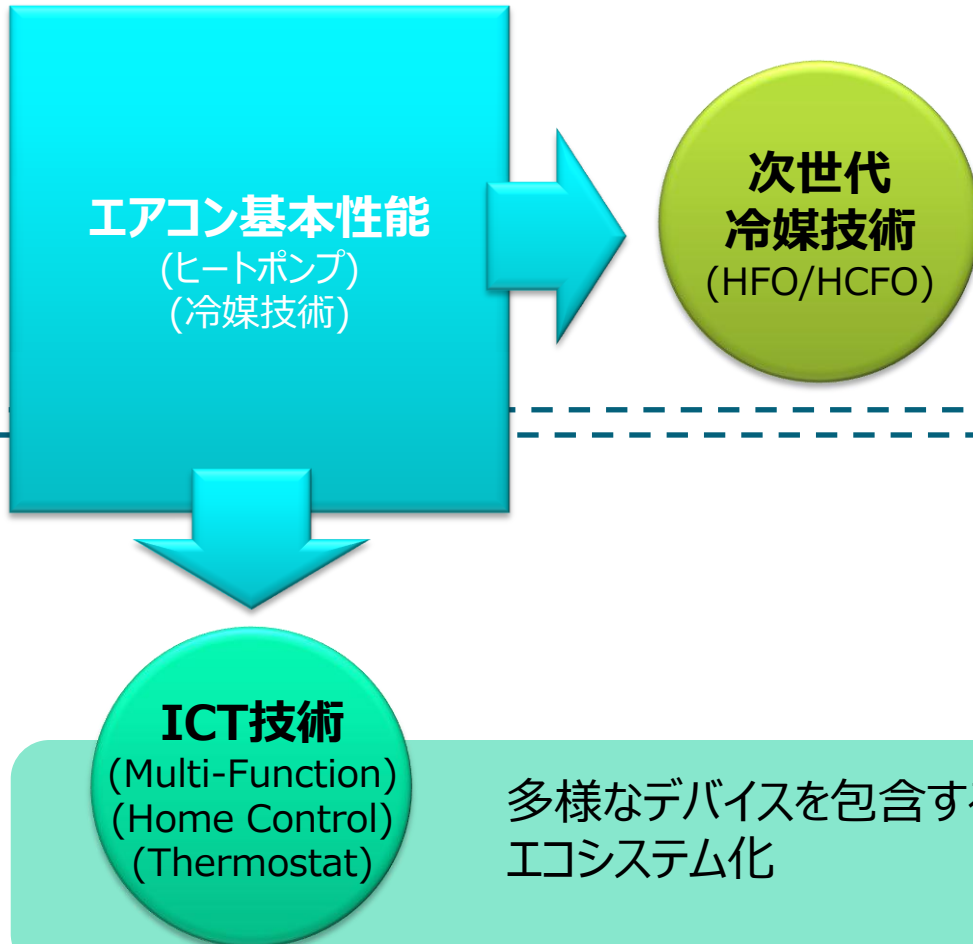
ダイキンは冷媒も生産する世界で唯一の空調機器メーカー。化学事業でも世界一を目指す
地球温暖化への影響が小さいとされるエアコン用冷媒「HFC-32(R32)」を用いた
空調機の製造・販売などで特許権の不行使を宣言し、
これにより、同特許は書面での契約をすることなく無償で使用する事が可能に。

■ 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58,000㎡/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

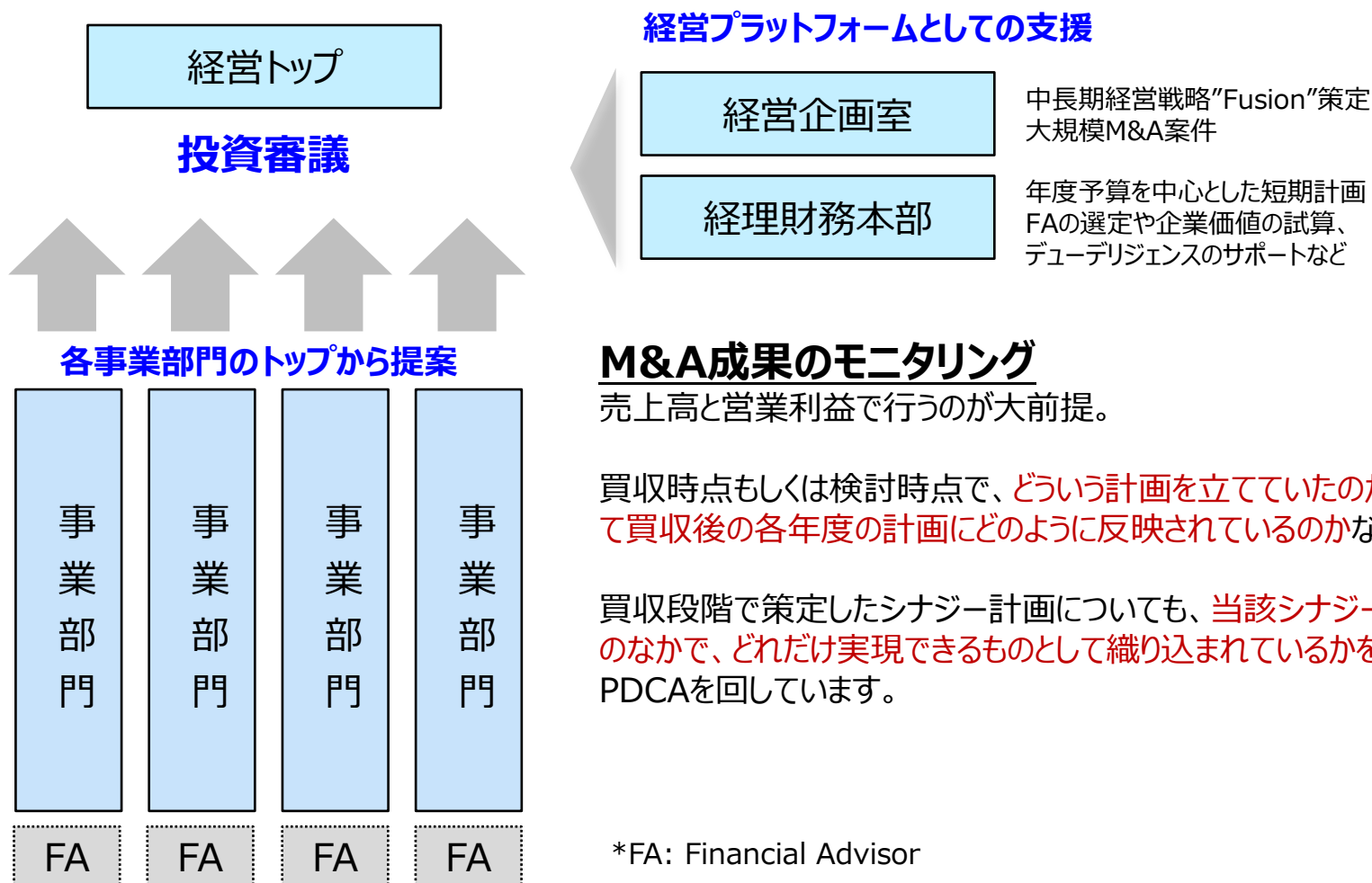
2018年1月、三井物産と共に、業務用空調のサブスクリプションサービスを開始



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



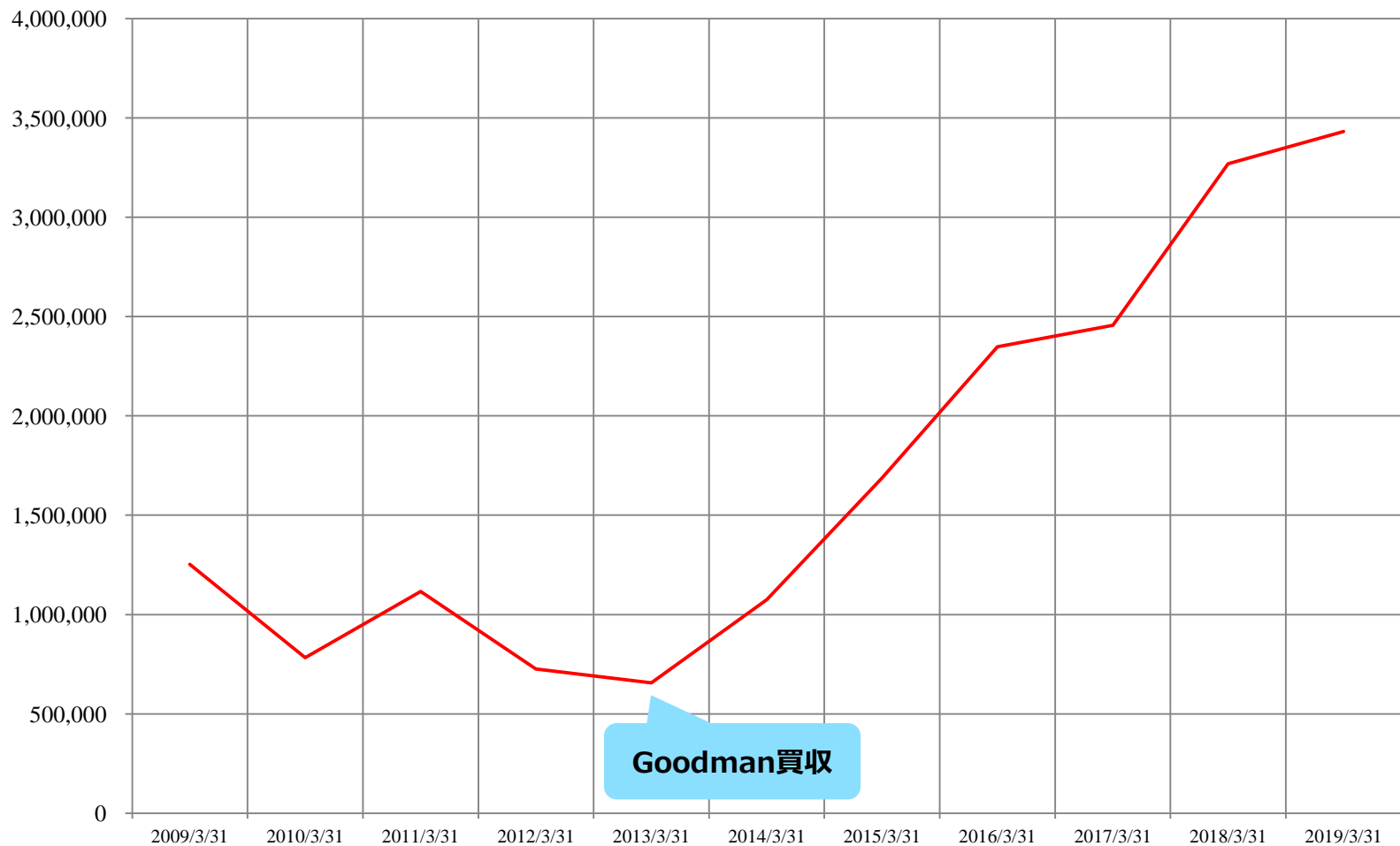
Key Findings

- ✓ 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

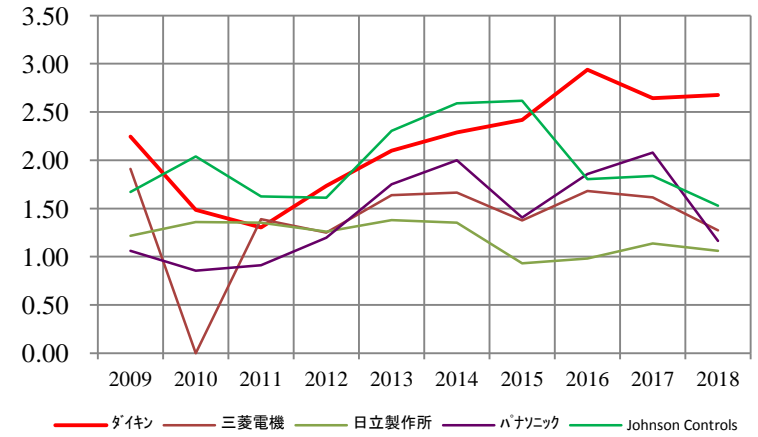
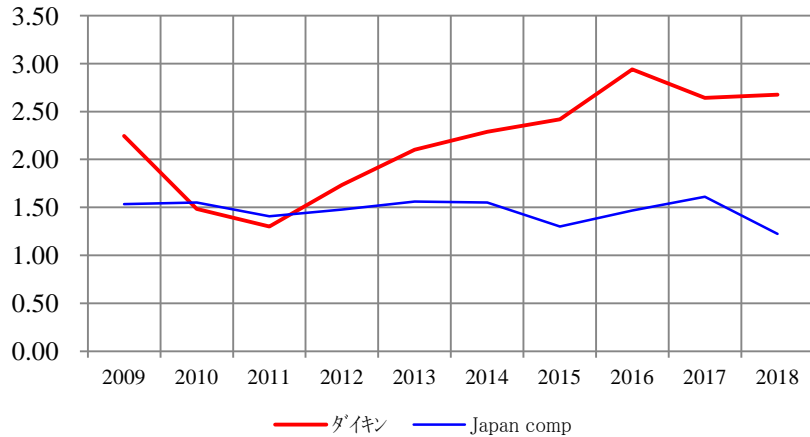
1. 時価総額の推移

✓ 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

✓ 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

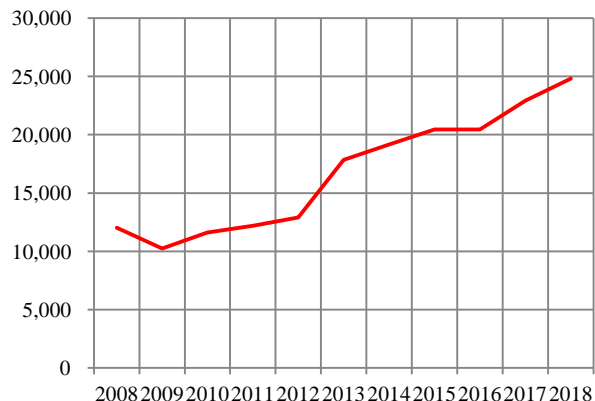
② 13年以降、GP率改善

③ 15年以降 研究開発投資増も →

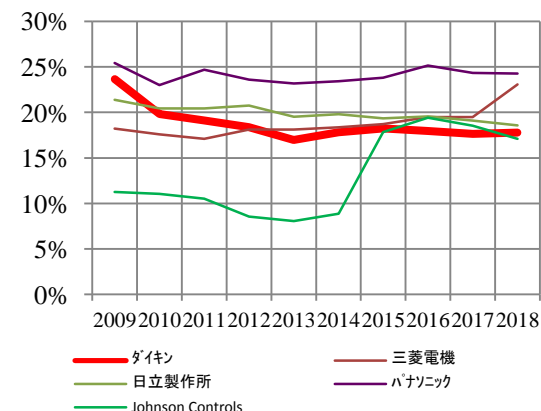
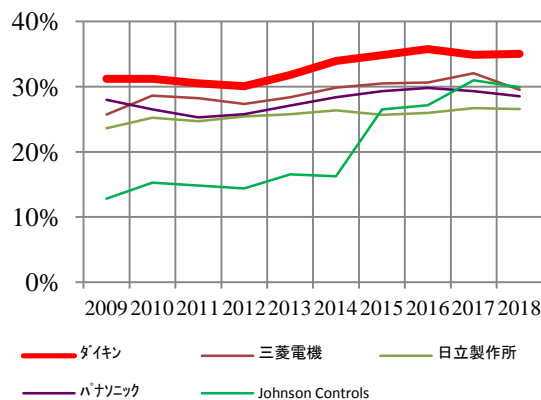
固定比率は 24%前後を維持

結果として ROS改善

① 10年間のCAGR : 10.3%



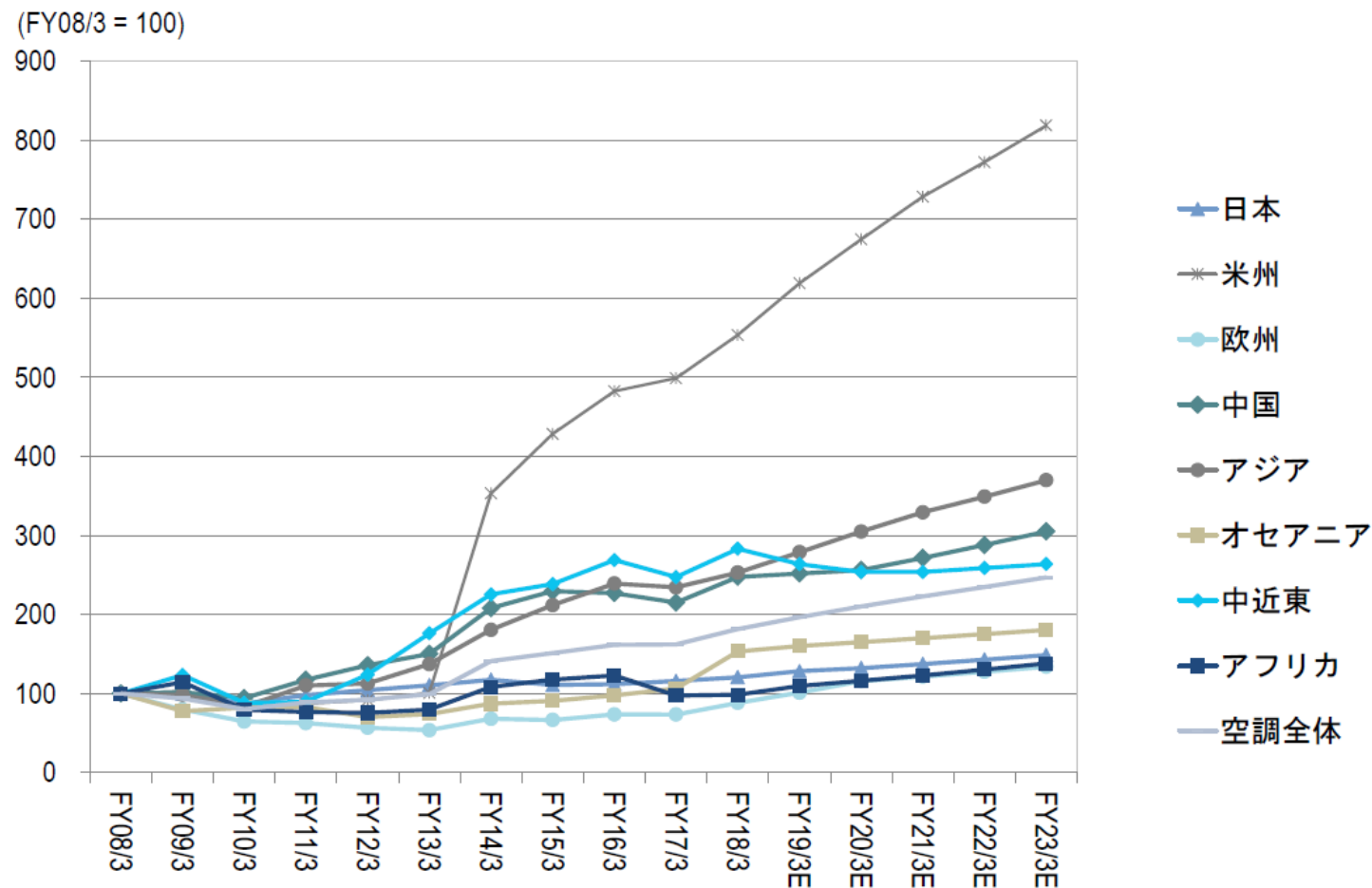
②③ GP%・固定費率ともに競合優位を維持



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

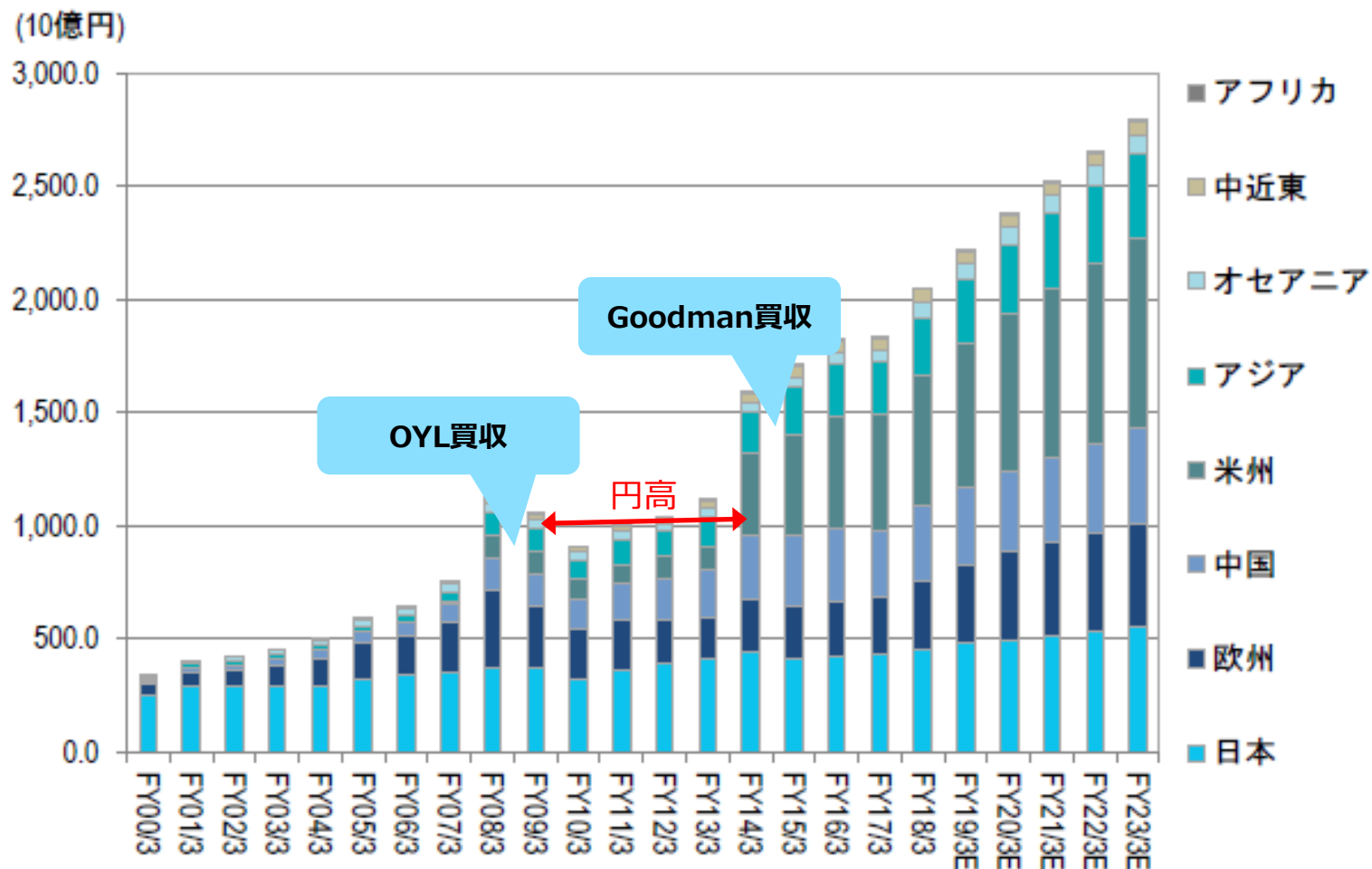
図表 31：ダイキン工業の地域別売上高の推移



4. 増販要因の分解

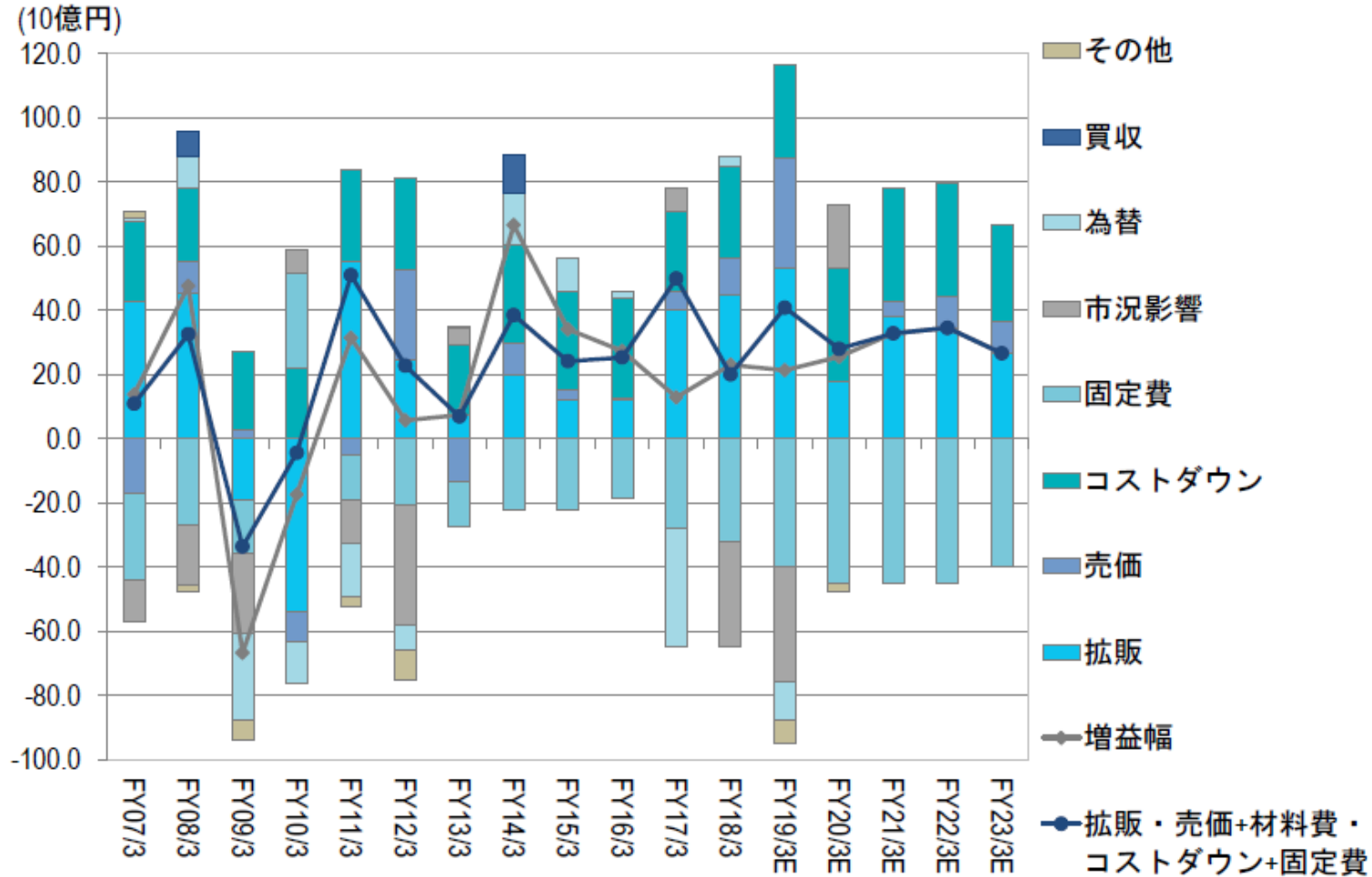
✓ 米国での成長が全社の成長を牽引、続いてアジア・中国

図表 32：空調・冷凍機：地域別売上高推移



5. 増益要因の分解

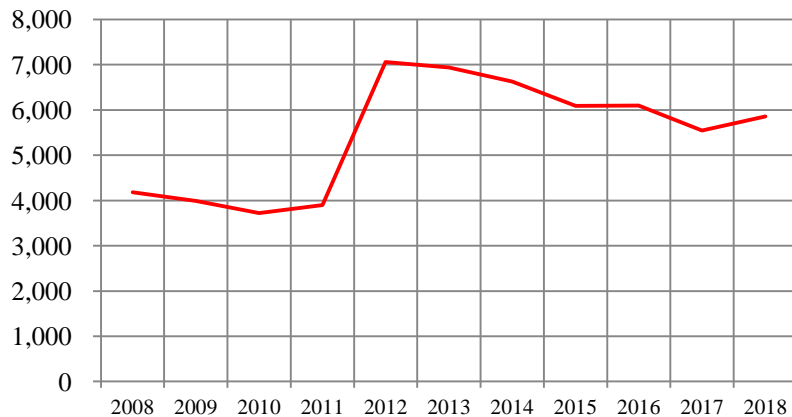
✓ 固定費増は成長(拡販・売価)で吸収し、コストダウンが増益につながる構図
 → 固定比率は横ばい・GP率改善でROS改善



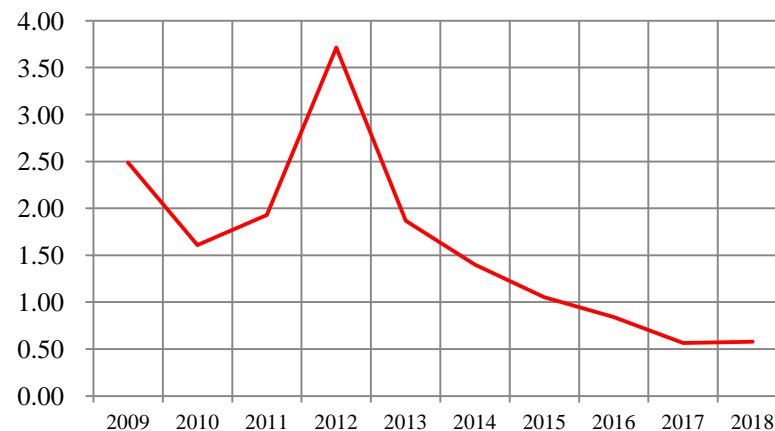
6. M&Aの財務への影響

✓ 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

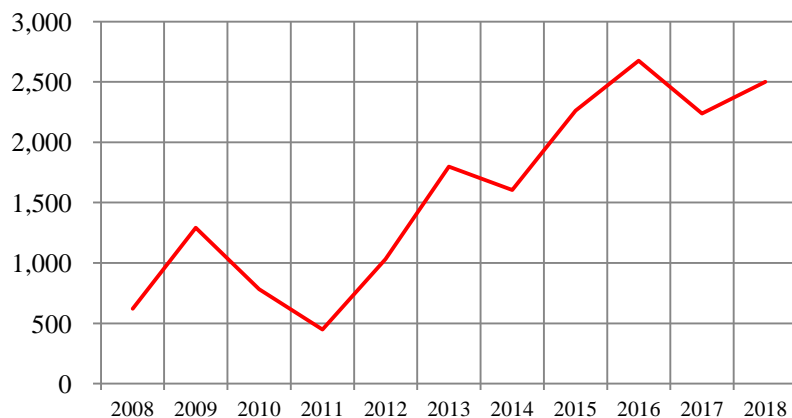
【有利子負債】



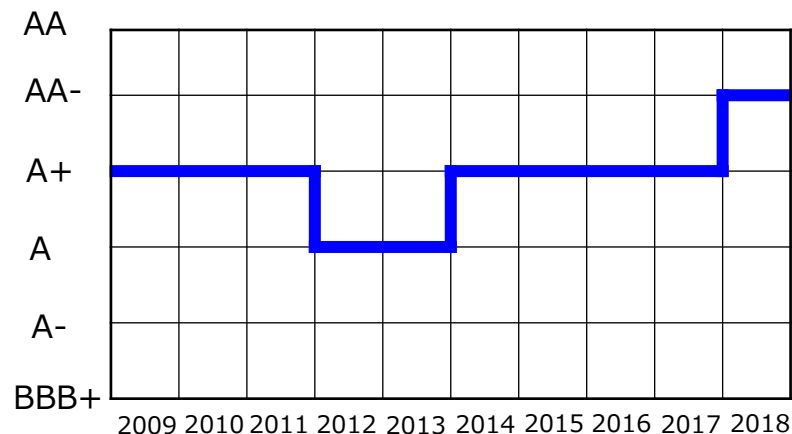
【 Net Debt/EBITDA】



【営業キャッシュフロー】



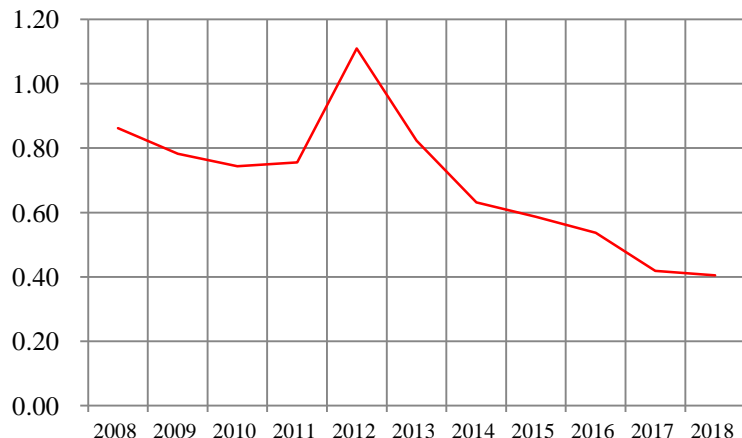
【格付け推移】



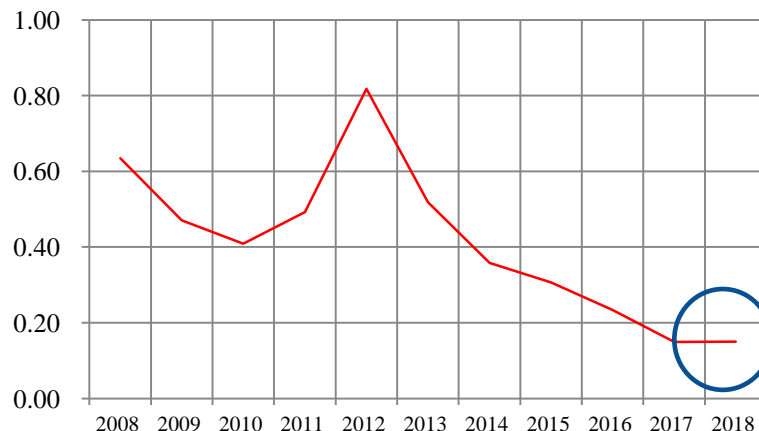
6. M&Aの財務への影響

✓ 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

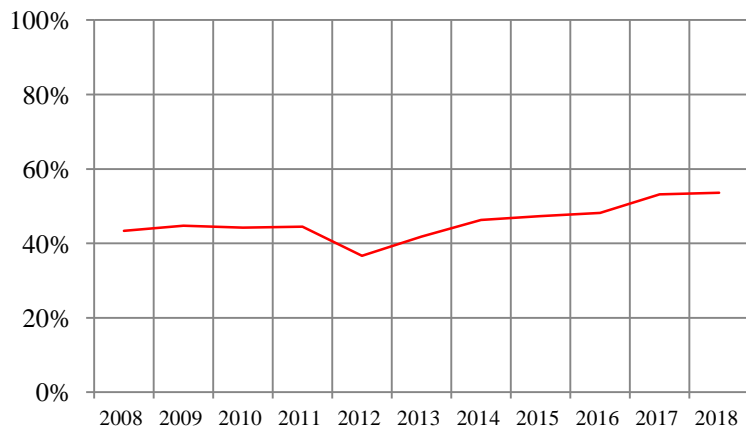
【DEレシオ】



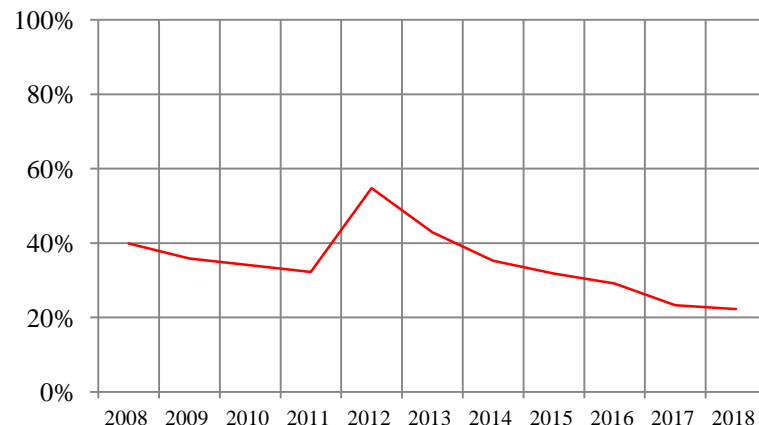
【Net DEレシオ】



【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

■ 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

成功 OLY

ダイキンのポリウ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

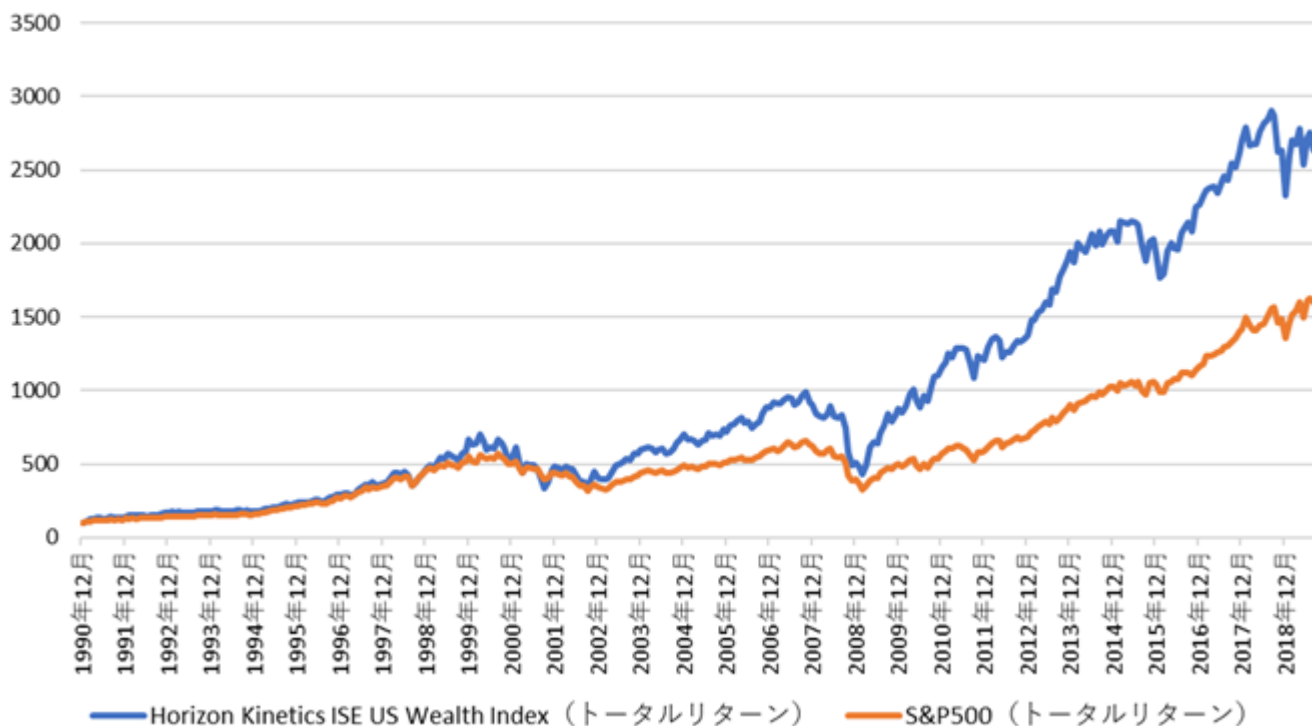
- ✓ 米州の売上成長には寄与 * * %伸長
 - ✓ 利益面は× 実績 OP6% 競合は二桁半ばの収益性
 - ・リーン経営で、先進的な経営を入手した・・では、なかった。
 - ・蓋を開けるとR&Dも外注で弱い。
 - ・メンテナンスカも想定していたほどでなかった
- DDが弱かったのではないか・・

■ 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

(参考) オーナー企業の企業価値

オーナー企業株式(米国)とS&P500の比較
1990年12月～2019年9月



<デジタル時代>

不確実性の高いことへ挑戦しやすい「カリスマ経営」「オーナー経営」企業の企業価値が上がりやすい？

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

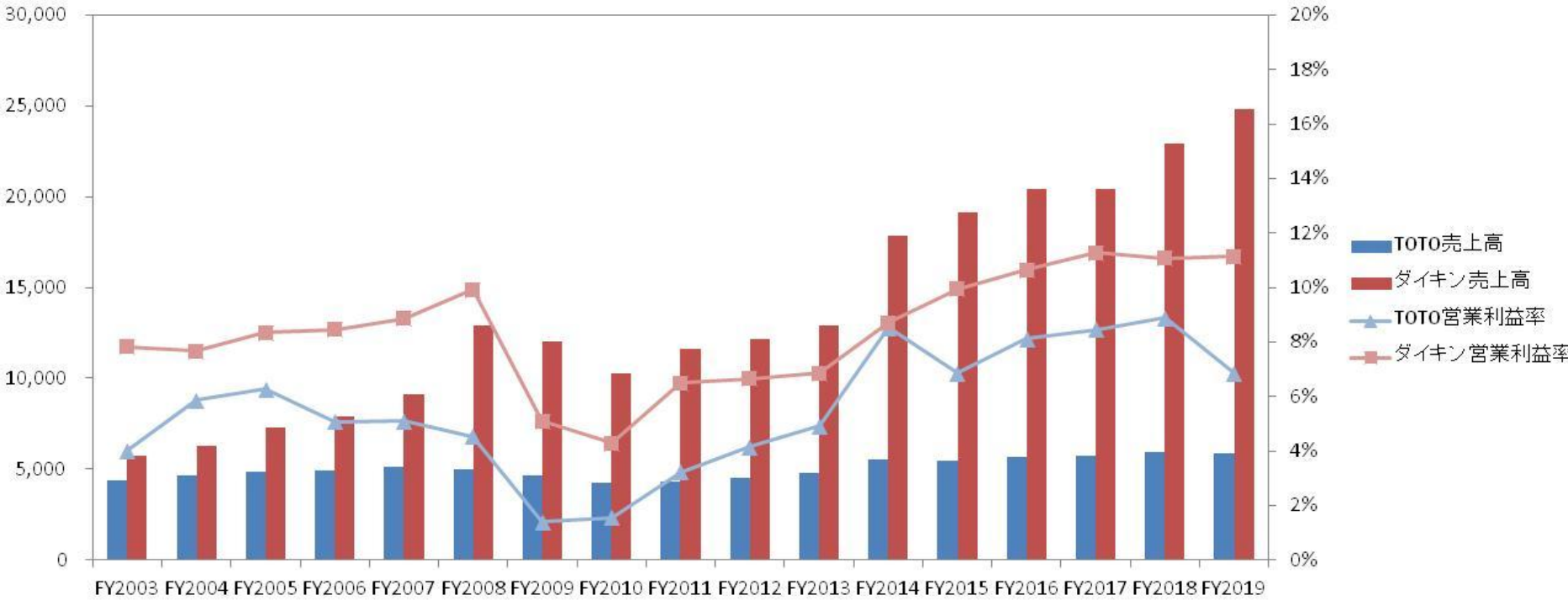
自社に持ち帰りたい点

- ダイキン工業と自社との比較からの考察
- 無形資産による企業価値向上

ダイキンとTOTOの比較

ファンダメンタルズ比較 - 成長性 -

(億円) ダイキンとTOTOの売上推移、利益率推移比較



↑
OYLインダストリーズ買収
2438億円

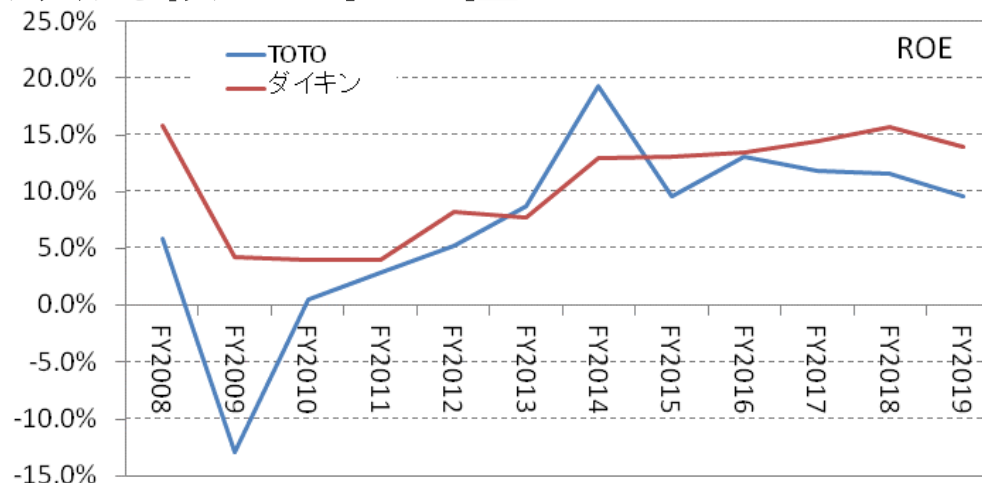
↑
グッドマン買収
2900億円

↑
AHT買収
1145億円

トップラインの成長性に大きな差。営業利益率はダイキンが大型買収を実行する前に差がついており、その後もコンスタントにダイキンがTOTOを上回る。

ファンダメンタルズ比較 – 収益性 –

■ ROEの推移比較



■ ROE分解 (TOTO)

FY	ROE	ROS	総資産回転率	財務レバレッジ
2008	5.8%	2.6%	1.09	2.00
2009	-12.9%	-5.7%	1.11	2.15
2010	0.5%	0.2%	1.10	2.06
2011	2.8%	1.2%	1.14	2.16
2012	5.2%	2.0%	1.20	2.09
2013	8.7%	3.6%	1.21	1.97
2014	19.4%	8.0%	1.25	1.92
2015	9.6%	4.6%	1.10	1.91
2016	13.1%	6.3%	1.08	1.94
2017	11.8%	5.9%	1.05	1.86
2018	11.7%	6.2%	1.06	1.70
2019	9.6%	5.5%	1.03	1.70

■ ROE分解 (ダイキン)

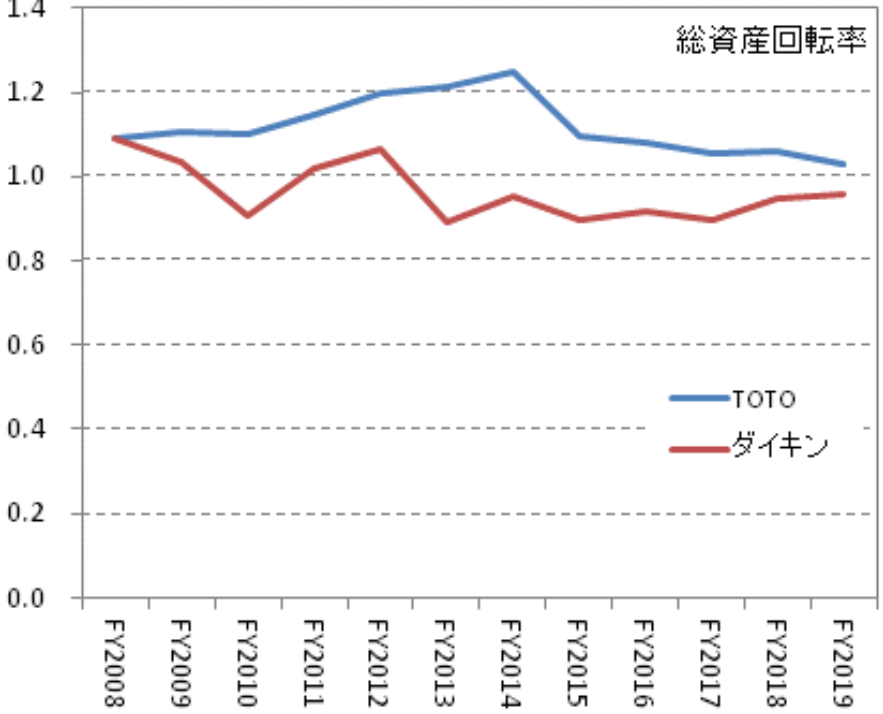
FY	ROE	ROS	総資産回転率	財務レバレッジ
2008	15.9%	5.8%	1.09	2.22
2009	4.3%	1.8%	1.03	2.37
2010	4.0%	1.9%	0.91	2.29
2011	4.0%	1.7%	1.02	2.32
2012	8.3%	3.4%	1.06	2.30
2013	7.8%	3.4%	0.89	2.80
2014	12.9%	5.2%	0.95	2.51
2015	13.1%	6.2%	0.90	2.21
2016	13.4%	6.7%	0.92	2.16
2017	14.5%	7.5%	0.90	2.12
2018	15.7%	8.3%	0.95	1.92
2019	13.9%	7.6%	0.96	1.90

ROEに大きな差は見られない。いずれもROS上昇によるROE上昇。

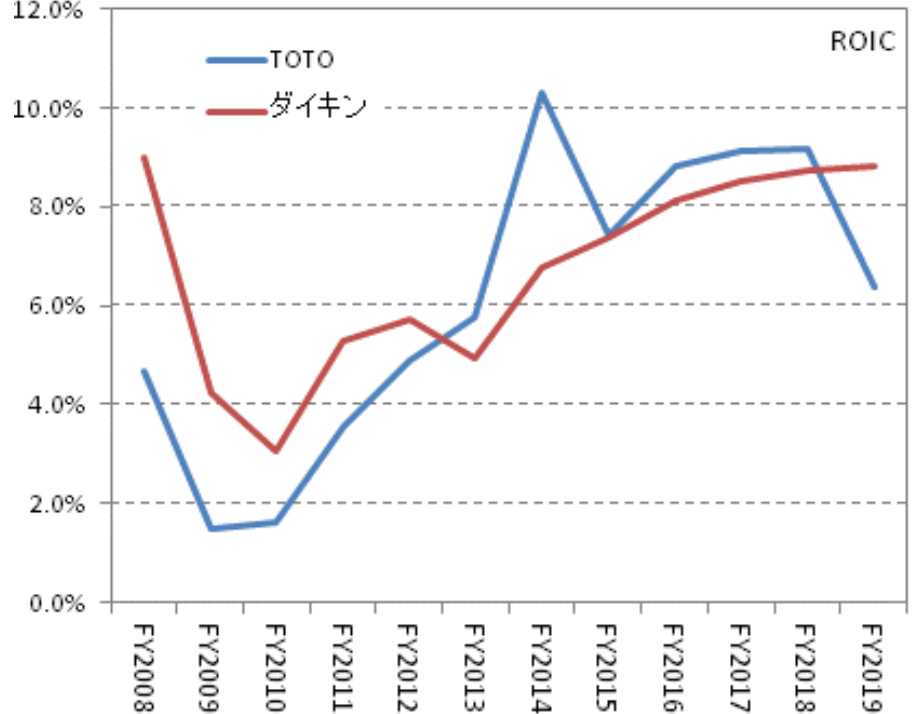
ダイキンとTOTOの比較

ファンダメンタルズ比較 – 事業効率性 –

■ 総資産回転率の推移比較



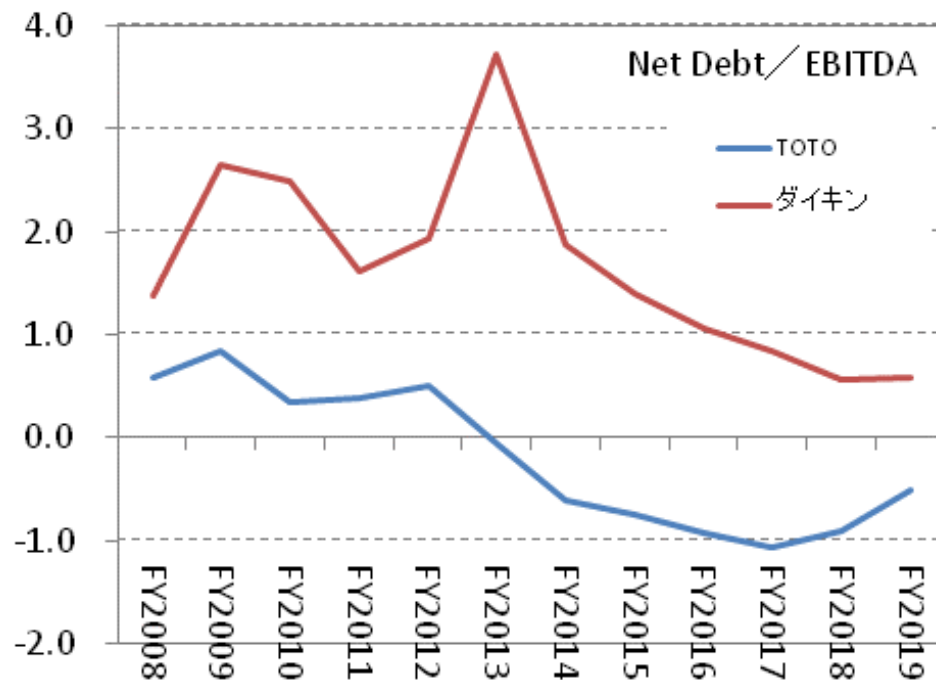
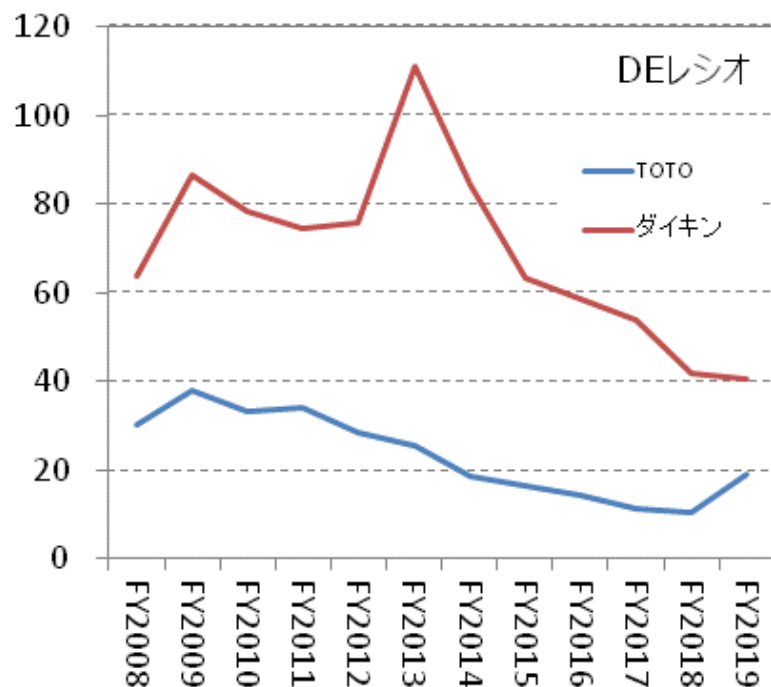
■ ROICの推移比較



効率性ではTOTOがやや上回ってきたが、直近では差が小さくなってきている。

ダイキンとTOTOの比較

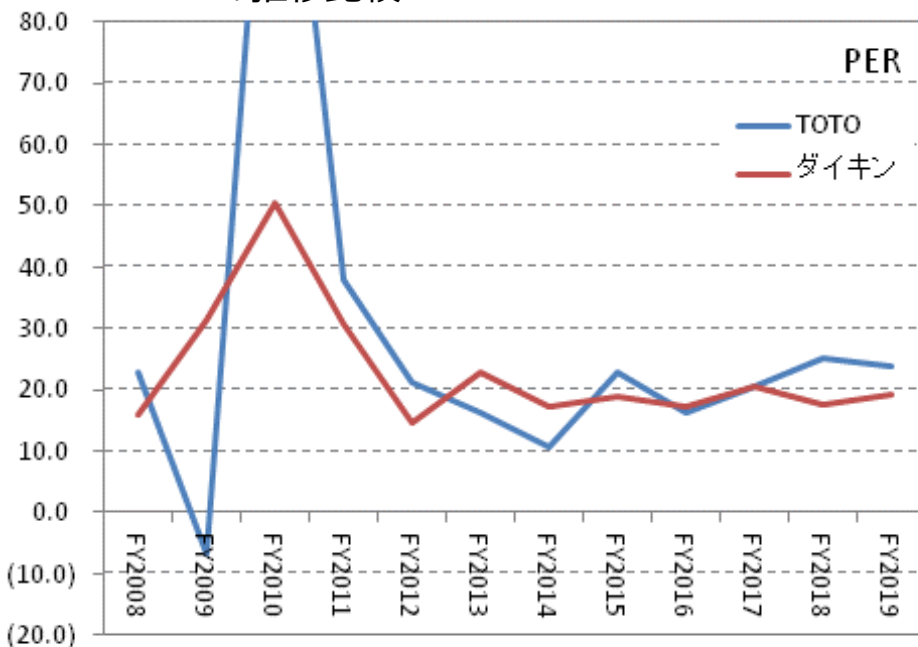
ファンダメンタルズ比較 - 安全性 -



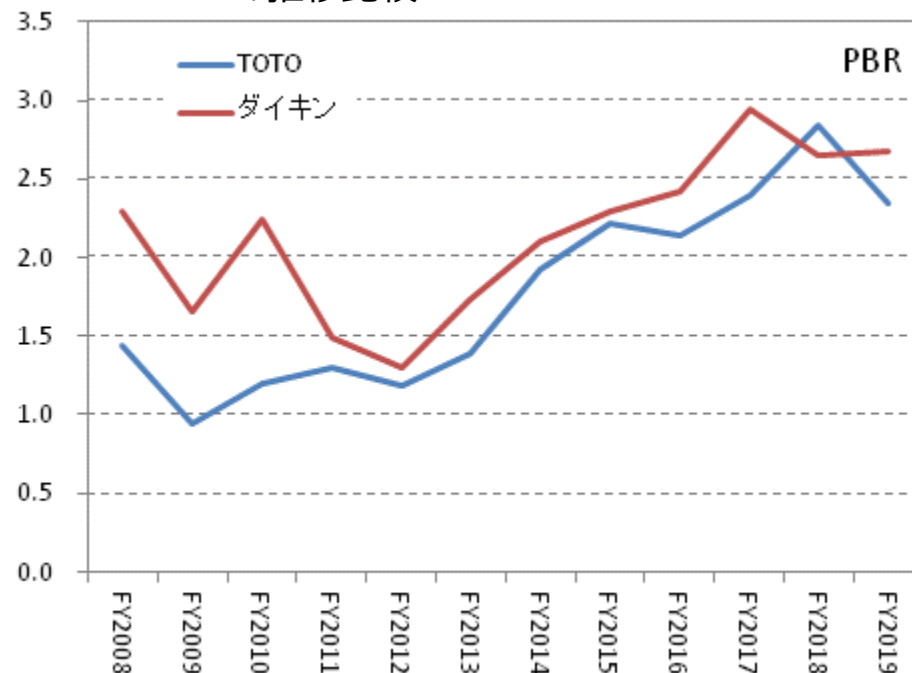
効率性ではTOTOがやや上回ってきたが、直近では差が小さくなってきている。

ファンダメンタルズ比較 – 企業価値 –

■ PERの推移比較



■ PBRの推移比較



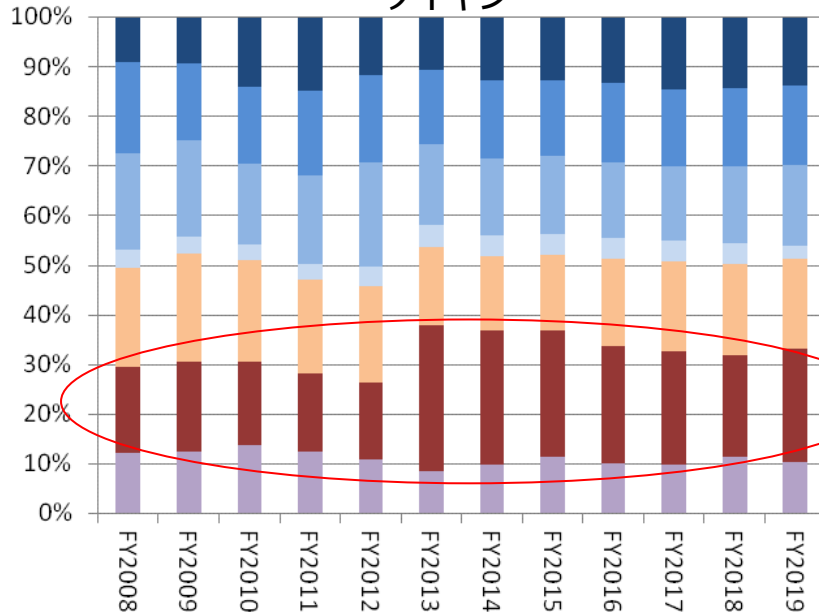
PER、PBRとも2社同様の水準。株式市場からの成長期待は大きい。

ダイキンとTOTOの比較 ファンドメンタルズ比較 - BS- TOTO

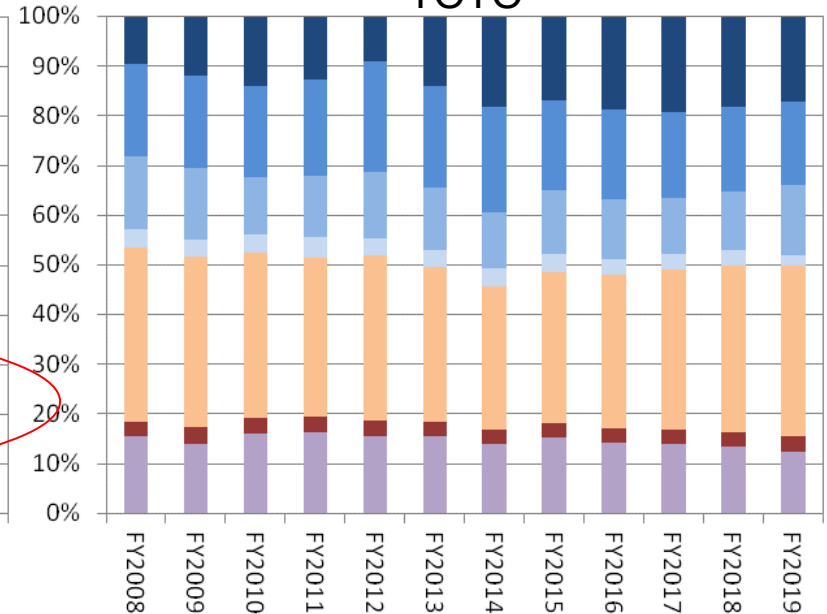
借方

- 現金等
- 売上債権
- 棚卸資産
- 繰延・その他流動資産
- 有形固定資産
- 無形固定資産
- 投資等

ダイキン

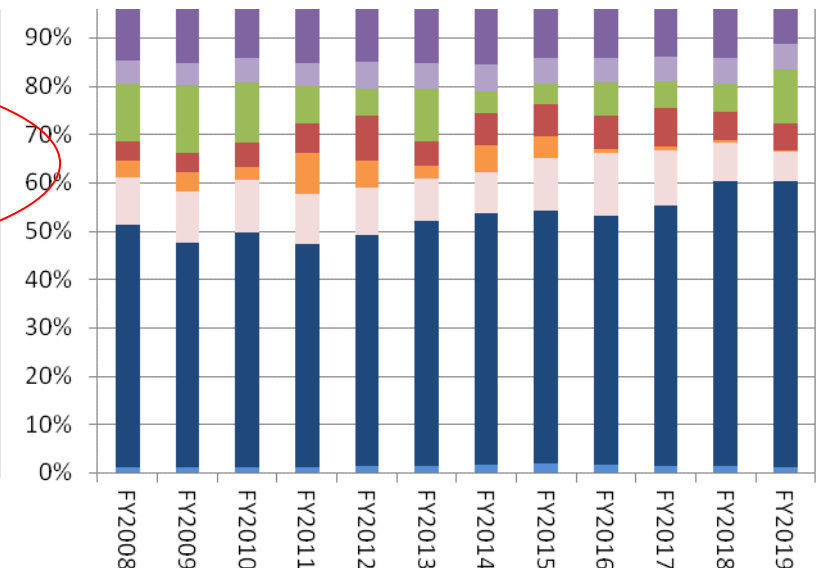
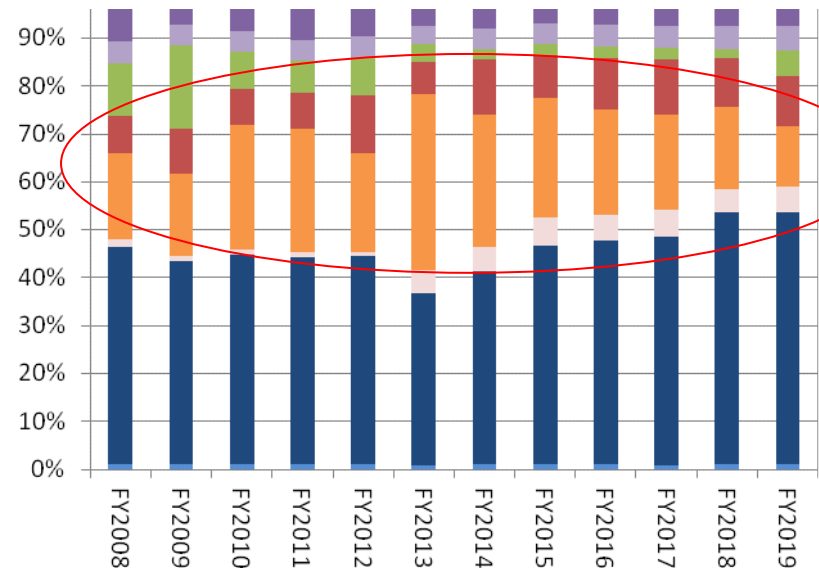


TOTO



貸方

- 支払債務
- 未払費用
- 短期借入金
- その他流動負債
- 長期有利子負債
- その他固定負債
- 株主資本
- その他純資産



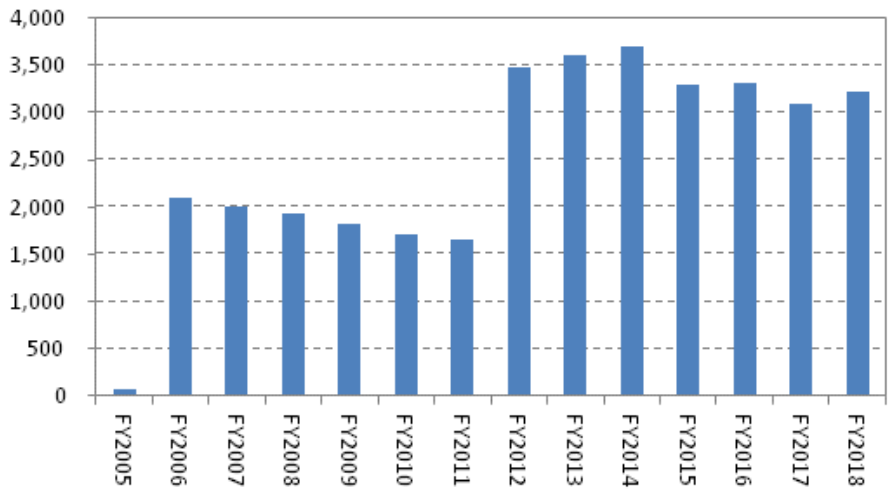
借方：ダイキンは無形固定資産比率が高い 60 貸方：ダイキンは長期有利子負債が大きい

ダイキンとTOTOの比較

ファンダメンタルズ比較 – のれん、のれん償却費 –

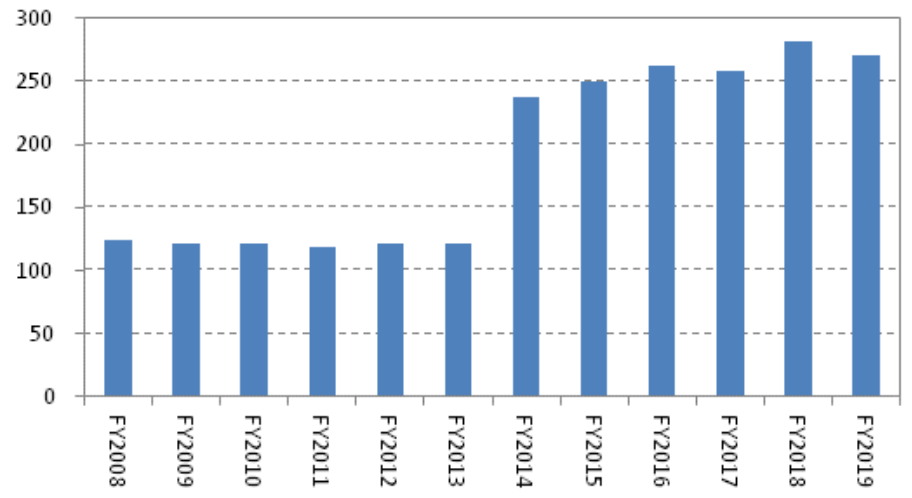
■ダイキン

(億円)



のれん推移

(億円)



のれん償却費推移

※TOTOは「のれん」「のれん償却費」ともほぼゼロ

ダイキンは過去の大型買収により「のれん」「のれん償却費」が大きくなっている

■ ダイキンの成長は、欧州・アジアにおけるオーガニックなビジネス拡大が原動力。
TOTOはオーガニック成長能力で圧倒的に負けている。

⇒グローバル展開力の差か、立地(空調vs衛生設備)の差か

■ 過去のダイキン大型買収はいずれも「アメリカ市場攻略」という悲願達成が主目的だが、（現時点では）必ずしもうまくいっていない。

⇒M&A活用有無の差ではない。M&Aを成長ドライバーとすることで
差が埋まるわけではない。

⇒ただし、財務の健全性は維持しながら、北米攻略という悲願のため大型買収を
繰り返すチャレンジは参考材料

無形資産による企業価値向上

■ 理念経営で養った企業風土をどう生かすか

Philosophy
先人の言葉

TOTOを支えた先人の言葉は、革新と挑戦の原点となり、これからも生き続ける。

TOTO初代社長
大倉和親 - Kazuchika Okura -

「良品の供給、需要家の満足が大切」

良品の供給、需要家の満足が掴（つか）むべき実体です。此の実体を握り得れば利益・報酬として影が映ります。利益という影を追う人が世の中には多いもので、一生実体を捕らえられずして終わります。



どうしても親切が第一
 奉仕観念を以て
 仕事をお進め下され度
 良品の供給、需要家の満足が
 掴むべき実体です。
 此の実体を握り得れば
 利益・報酬として影が映ります。
 利益という影を追う人が
 世の中には多いもので
 一生実体を捕らえずして
 終わります。

初代社長から二代目社長に送られた書簡

- ・需要家の満足が掴むべき実体
- ・利益、報酬はその結果としてついてくる

本邦陶業革新ノ為メ茲ニ本社ヲ
 名古屋ニ創設セシ以未拾有三年
 製品ノ面目頓ニ革リ斯界ニ貢献
 セシ事尠カラズト雖尚致々トシテ研究
 ヲ重ね製造ノ改良進歩ヲ計ランガ
 為メ茲ニ小倉工場ヲ設立シ以テ永遠ニ
 素志ヲ貫徹セントス
 啓而至誠事ニ當リ欧州斯界之
 製品ヲ凌駕シ世界ノ需要ニ応ジ
 益々貿易ヲ隆盛ナラシメン事ヲ期ス

大正六年一月一日
 日本陶器合名会社
 社員総代
 大倉和親

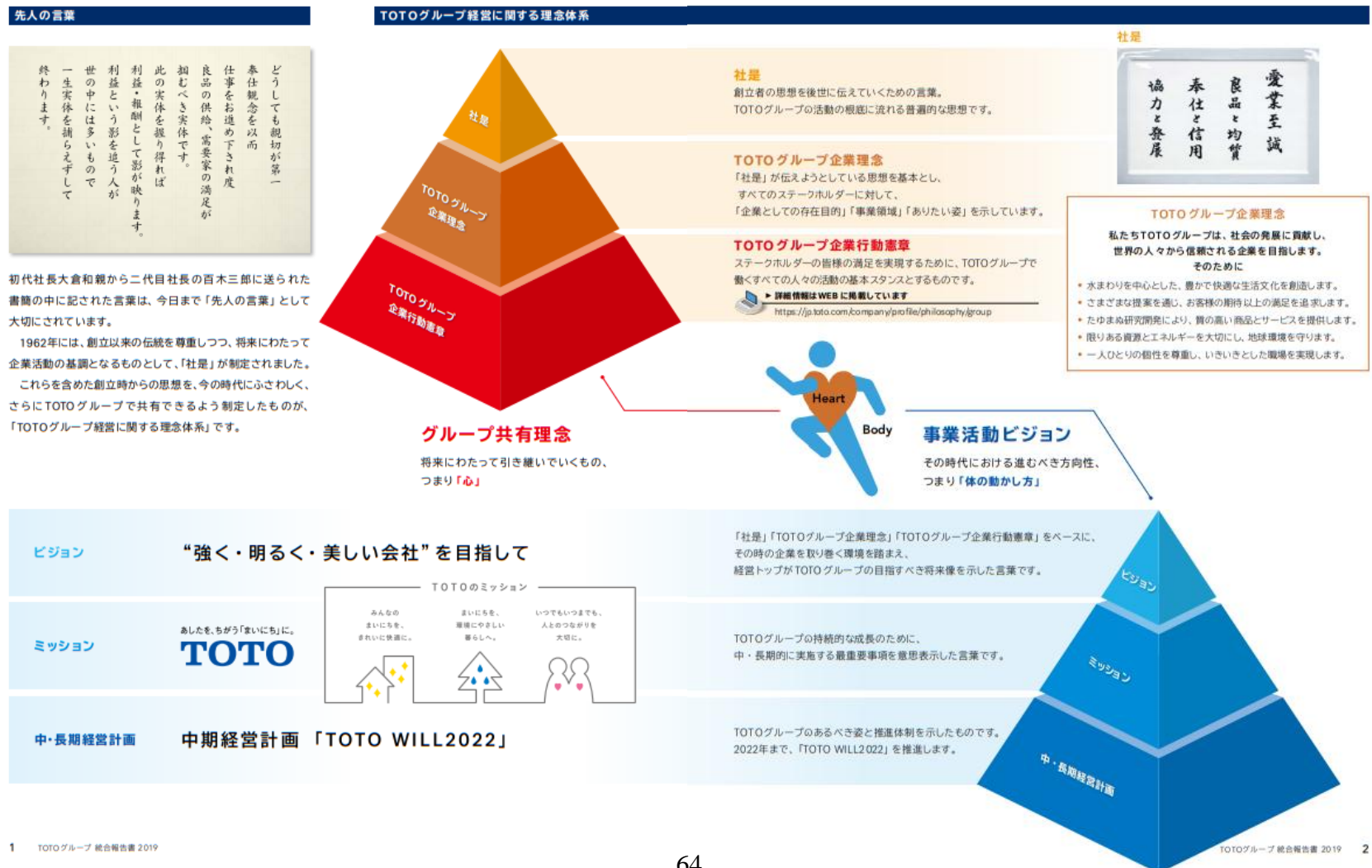
「定礎の辞」（創業の魂）
欧州の製品を凌駕し、世界の需要に応じる

無形資産による企業価値向上

■ 理念経営で養った企業風土をどう生かすか

TOTOグループ経営に関する理念体系

先人の志を、次の100年に向けて 継承していきます。



無形資産による企業価値向上

DXへの挑戦

社長直轄の「デジタルイノベーション推進本部」を新設

メガトレンド

経済・人口動態

地球環境

社会



テクノロジー



SUSTAINABLE DEVELOPMENT GOALS



TOTOらしさ 企業理念



TOTOのUD

つくるって、人を思うこと。

どんな人が使うかを、思う。
その人はどんなことに困るかを、思う。
その人はどうすれば快適かを、思う。
できる限りたくさんの「その人」を、思う。

モノをつくる時、空間をつくる時、
TOTOが最初から最後まですることは、人思い。
すべての人の、よりよい暮らしのために、
とことんすべきことは人思いしかない。
懐かしさと知恵と技術と努力。

どうしても親切が第一
奉仕観念を以て
仕事をお進め下され度
良品の供給、需要家の満足が
細むべき実体です。
此の実体を握り得れば
利益・報酬として影が映ります。
利益という影を追う人が
世の中には多いもので
一生実体を捕らえずして
終わります。

TOTOのミッション

みんなの
まいにちを、
きれいに快適に。



まいにちを、
環境にやさしい
暮らしへ。



いつでもいつまでも、
人とのつながりを
大切に。



愛業至誠
良品と均質
奉仕と信用
協力と発展



TOTOのイノベーション領域

あしたを、ちがう「まいにち」に。

TOTO