

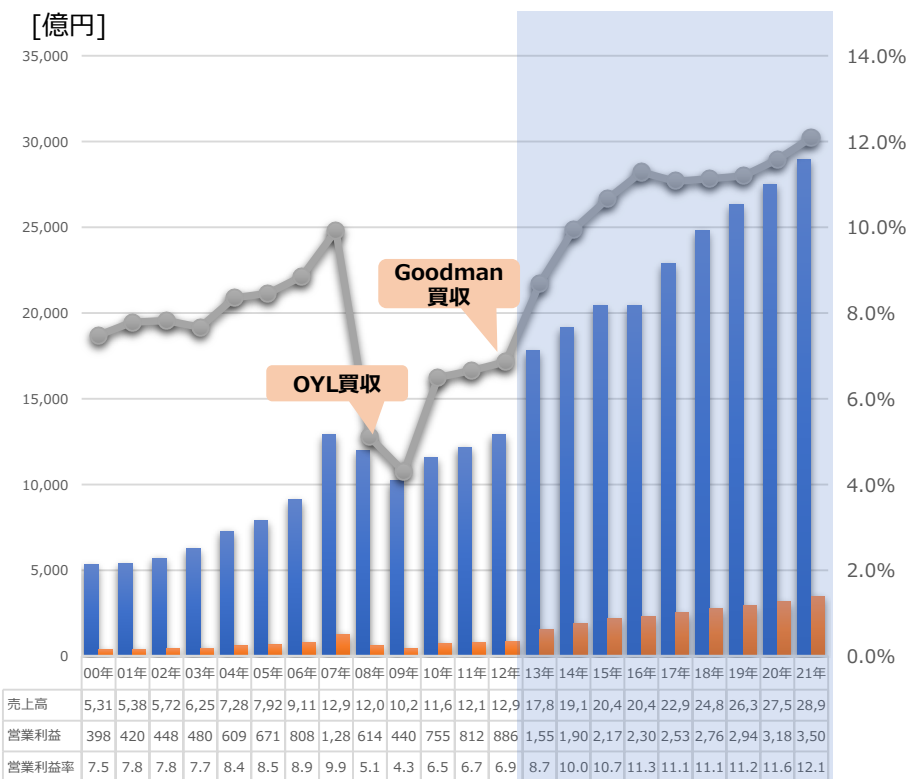
# 企業研究 成長戦略

## ダイキン工業株式会社

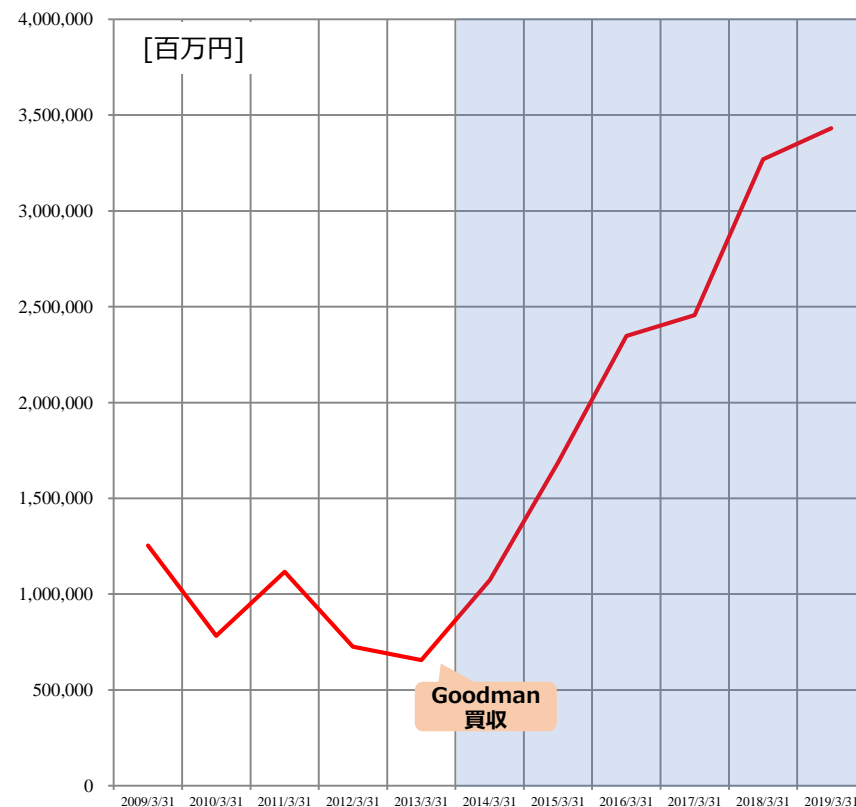
- 1. テーマ選定の背景**
- 2. ダイキン工業 事前調査**
- 3. 企業研究のまとめ**

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

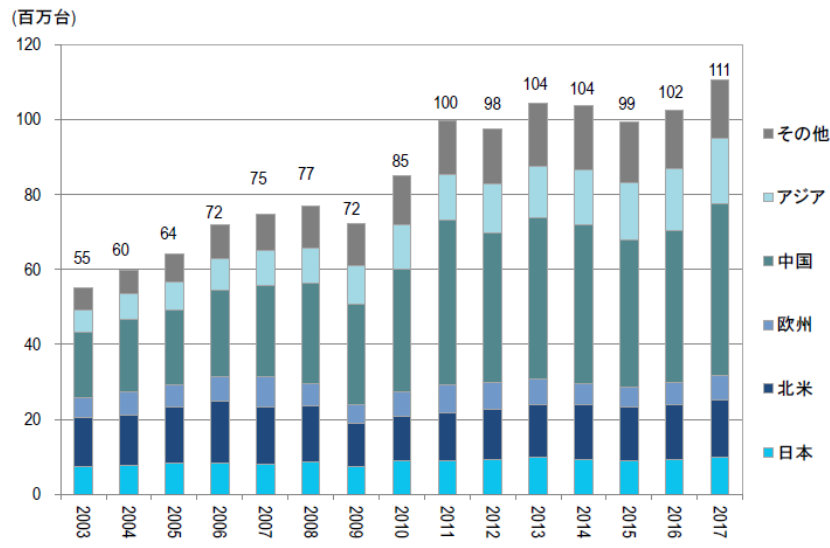


## ダイキン工業の時価総額



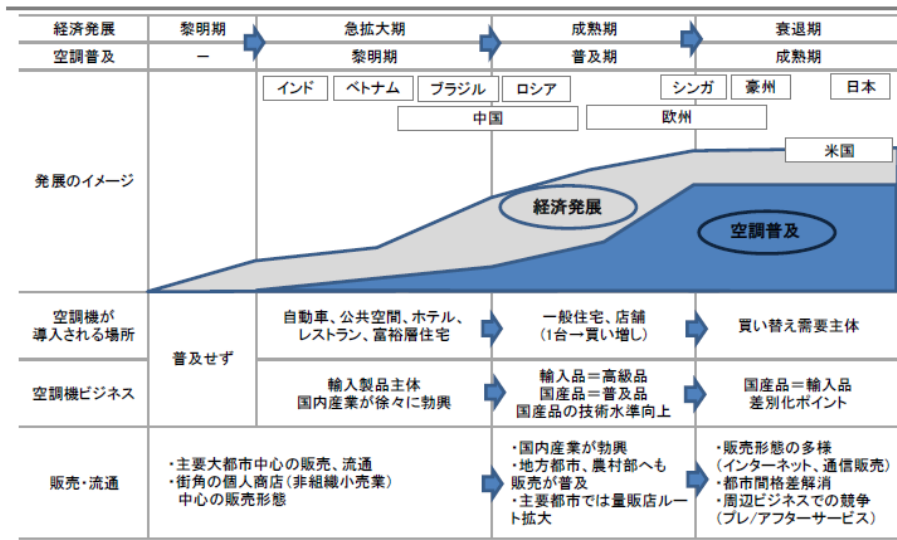
## 111百万台、31兆円、年率 5%の成長市場

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。

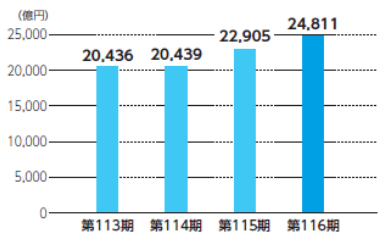
## 実直な事業環境認識に基づく経営課題の明確化と中期的コミットメント

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

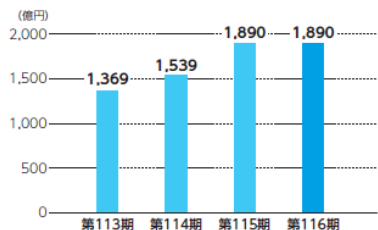
## 売上高



**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。

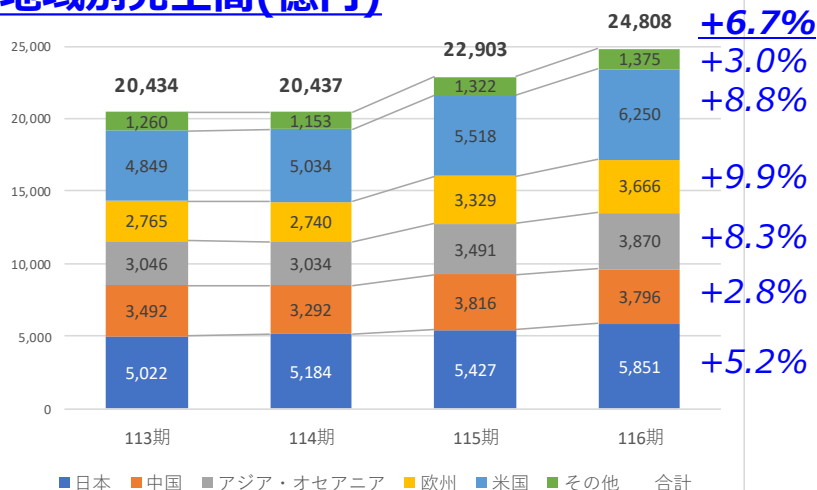
## 親会社株主に帰属する当期純利益



**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。

## 地域別売上高(億円)



## 空調・冷凍機事業

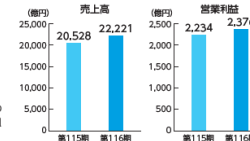
セグメント別構成比

**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、増収・増益を達成しました。



## 化学事業

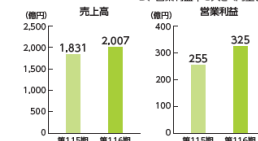
セグメント別構成比

**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

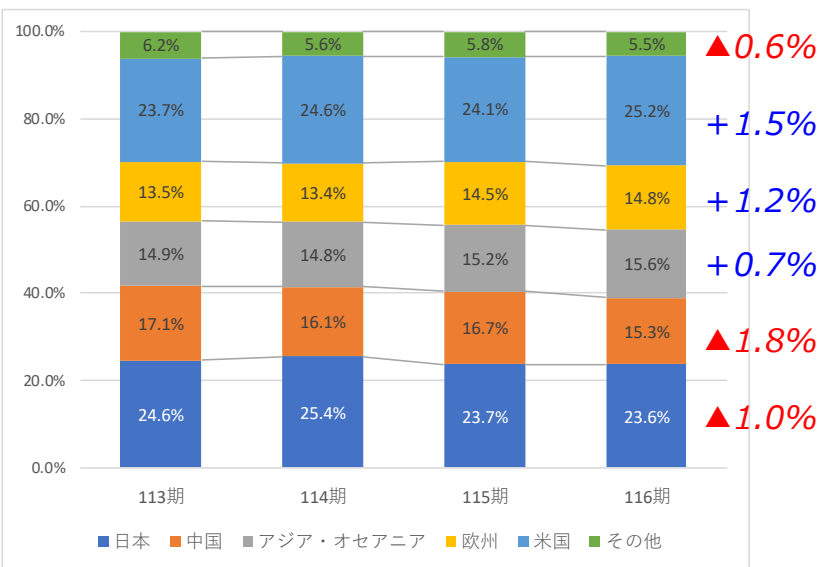
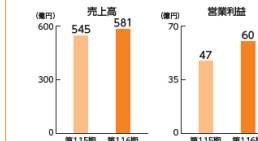
セグメント別構成比

**12.3%**

売上高

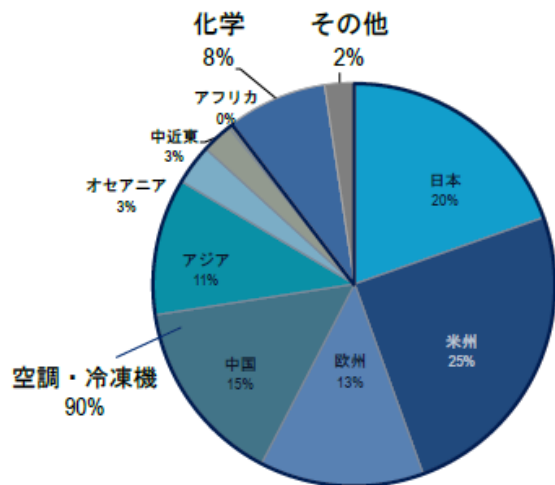
**581億円** (前期比6.6%増)

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。



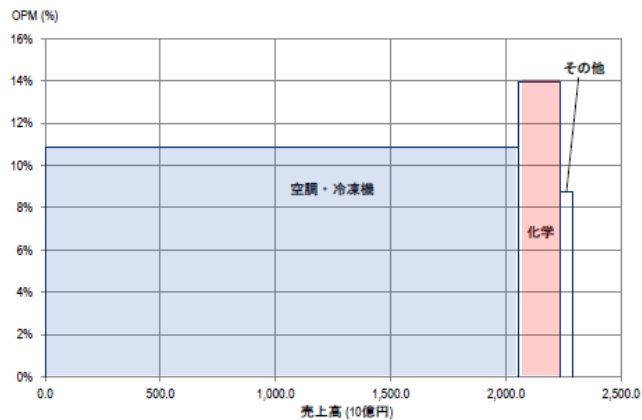
# ダイキン工業の事業構成

図表 19：事業別売上高 (18/3 期実績)



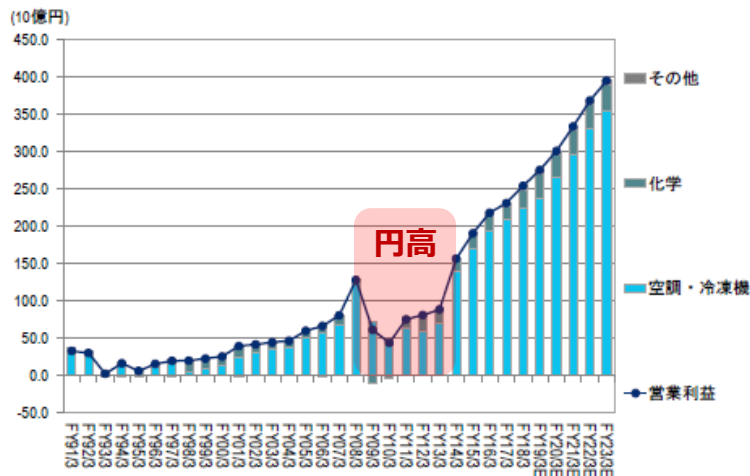
出所：会社資料より MUMSS 作成

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



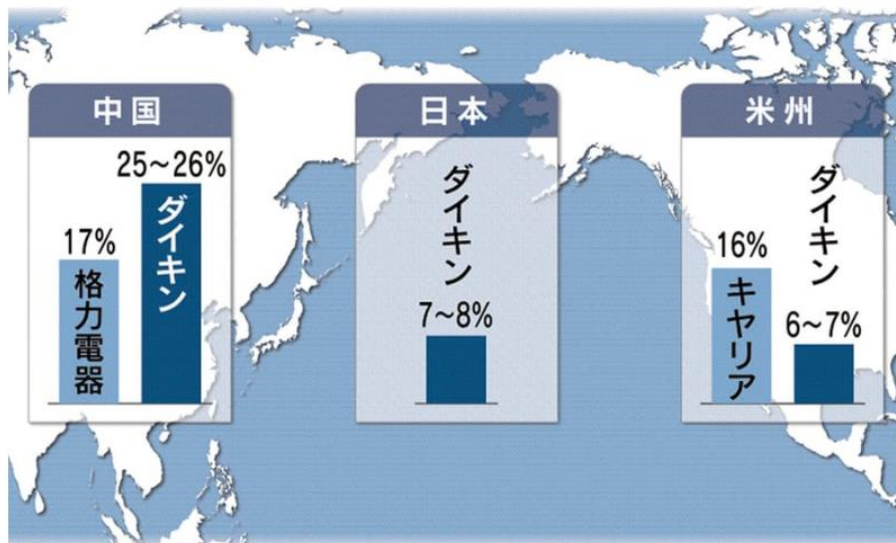
出所：会社資料より MUMSS 作成、E は MUMSS 予想

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」**

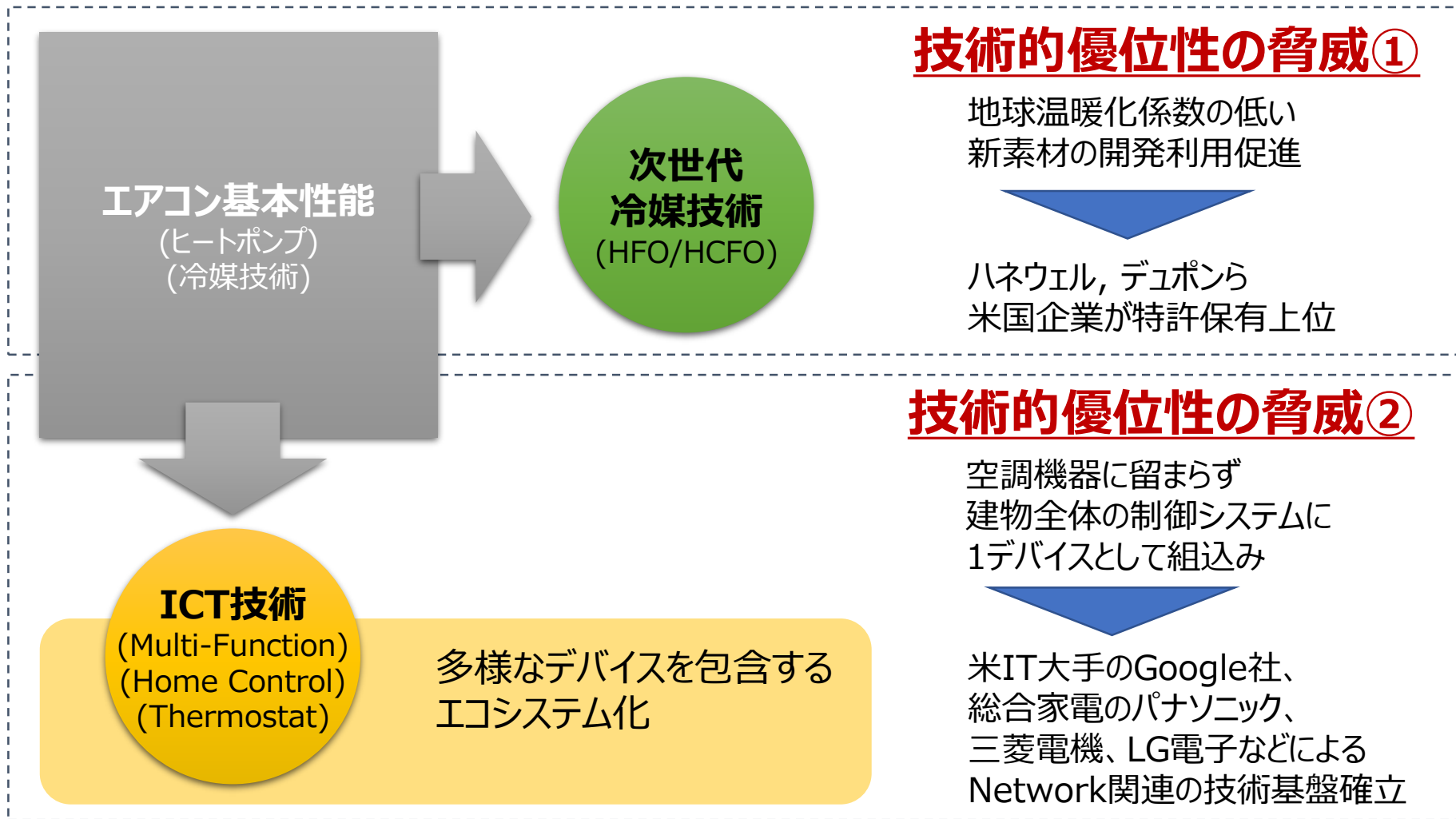
**ダイキンは冷媒も生産する世界で唯一の空調機器メーカー。化学事業でも世界一を目指す**  
地球温暖化への影響が小さいとされるエアコン用冷媒「HFC-32(R32)」を用いた  
空調機の製造・販売などで特許権の不行使を宣言し、  
これにより、同特許は書面での契約をすることなく無償で使用する事が可能に。

### ■ 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



## 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

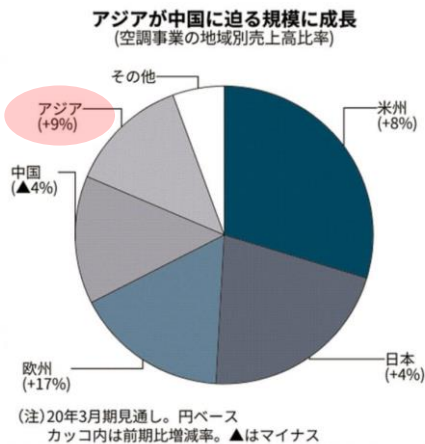
深圳R&Dセンター/スタートアップ連携

## 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



- ✓ 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

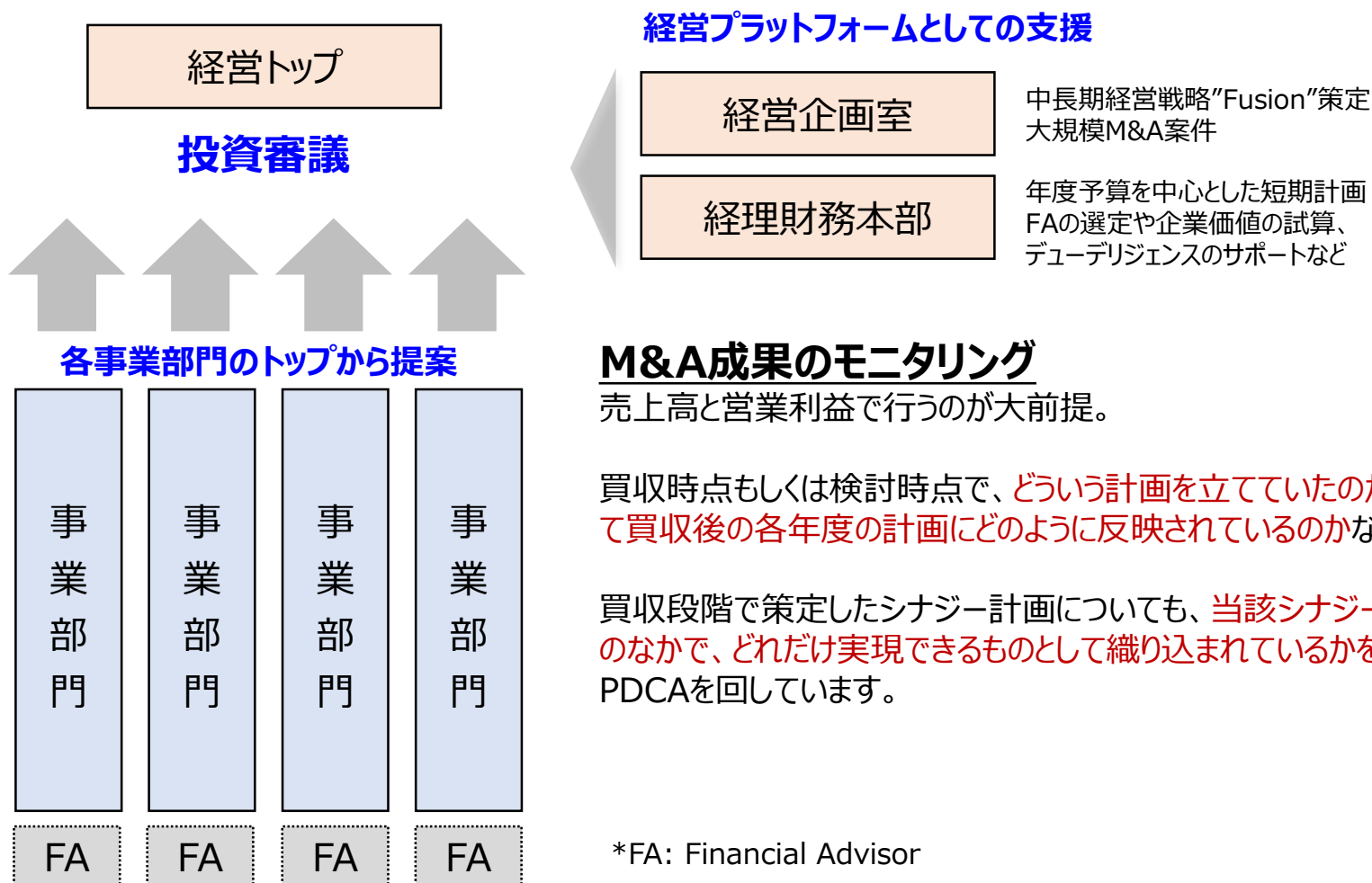
## 2018年1月、三井物産と共に、業務用空調のサブスクリプションサービスを開始



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



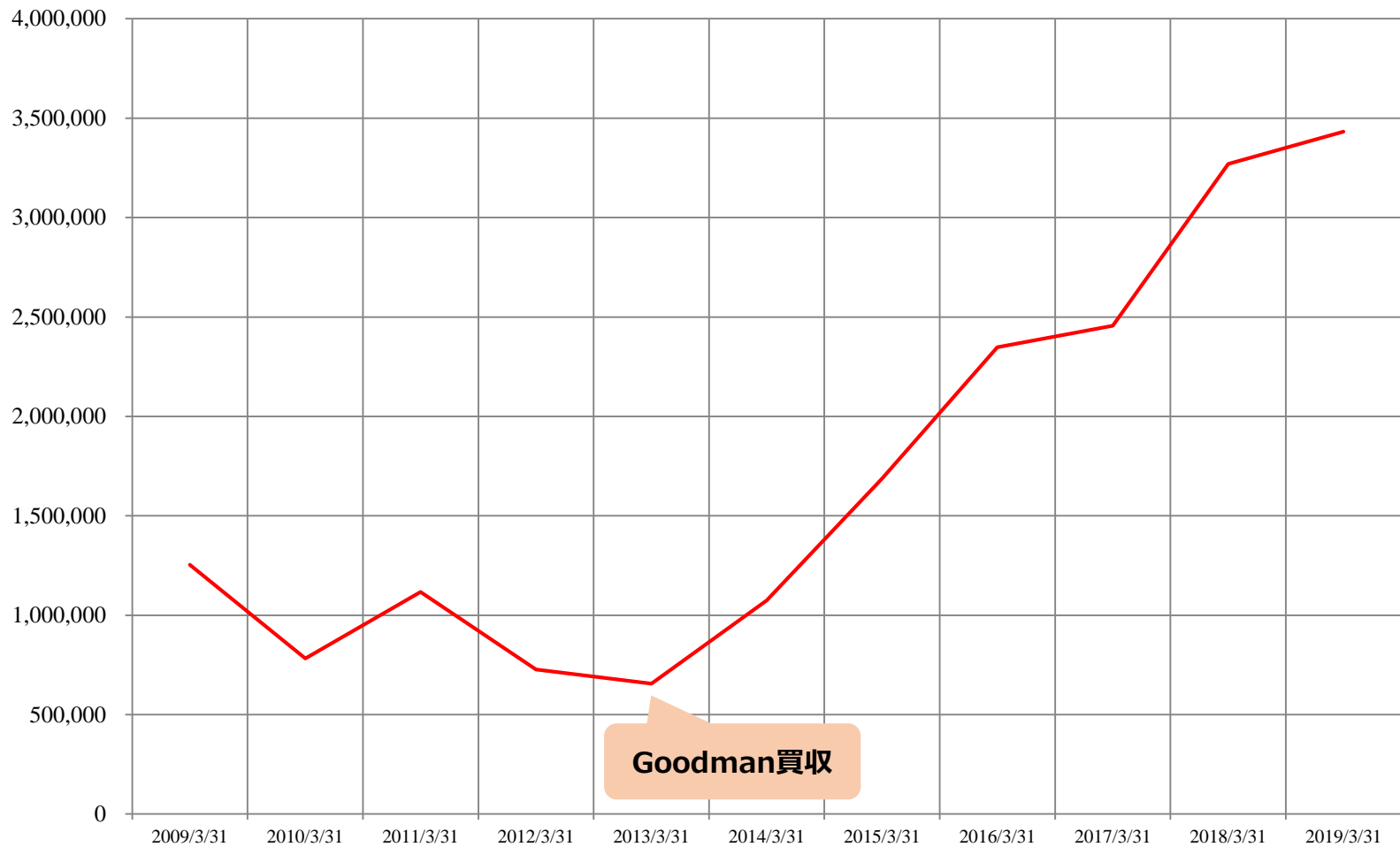
## Key Findings

- ✓ 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

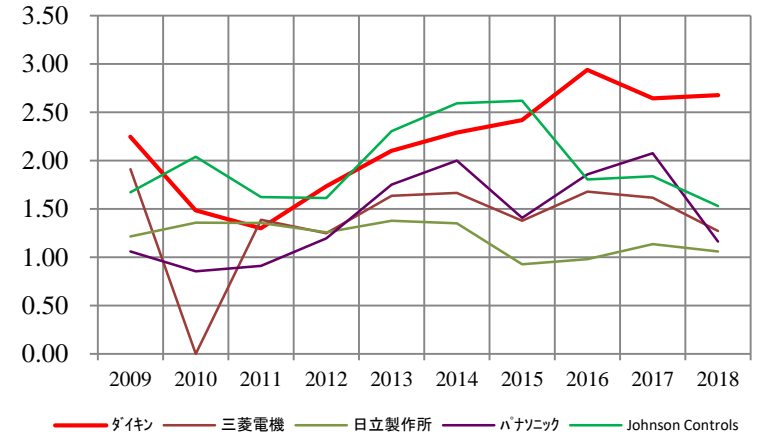
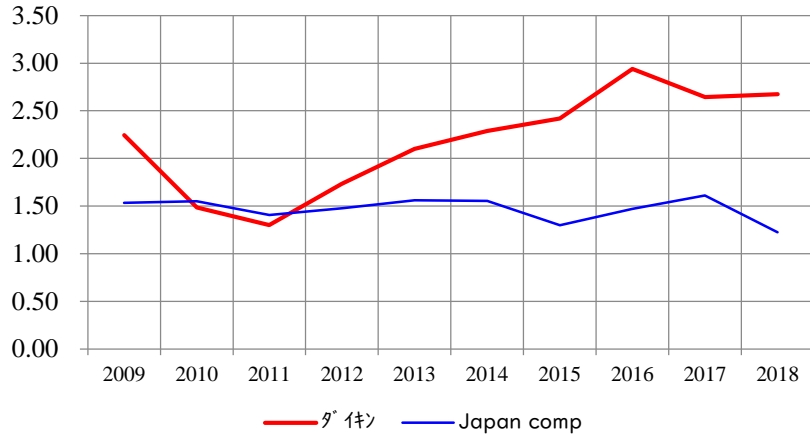
# 1. 時価総額の推移

✓ 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

## ✓ 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

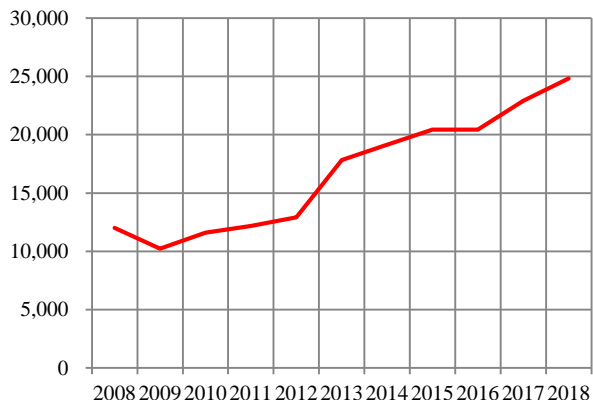
② 13年以降、GP率改善

③ 15年以降 研究開発投資増も →

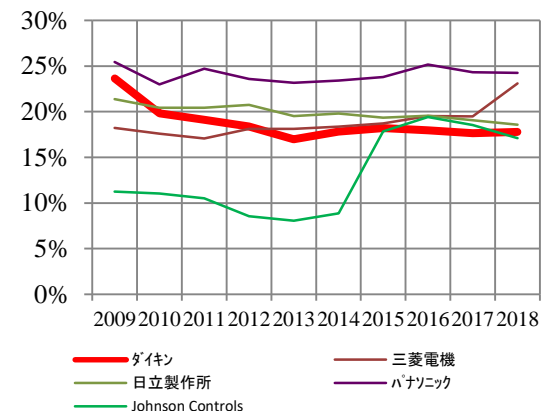
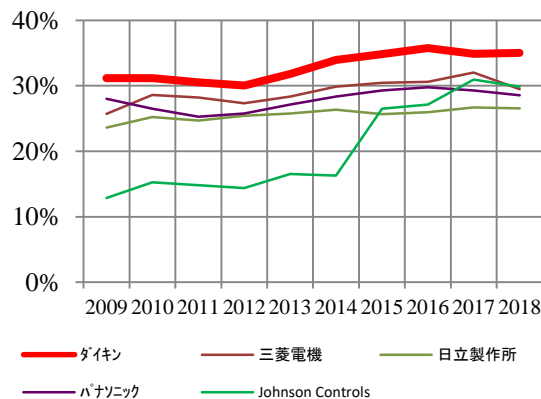
固定比率は 24%前後を維持

結果として ROS改善

### ① 10年間のCAGR : 10.3%



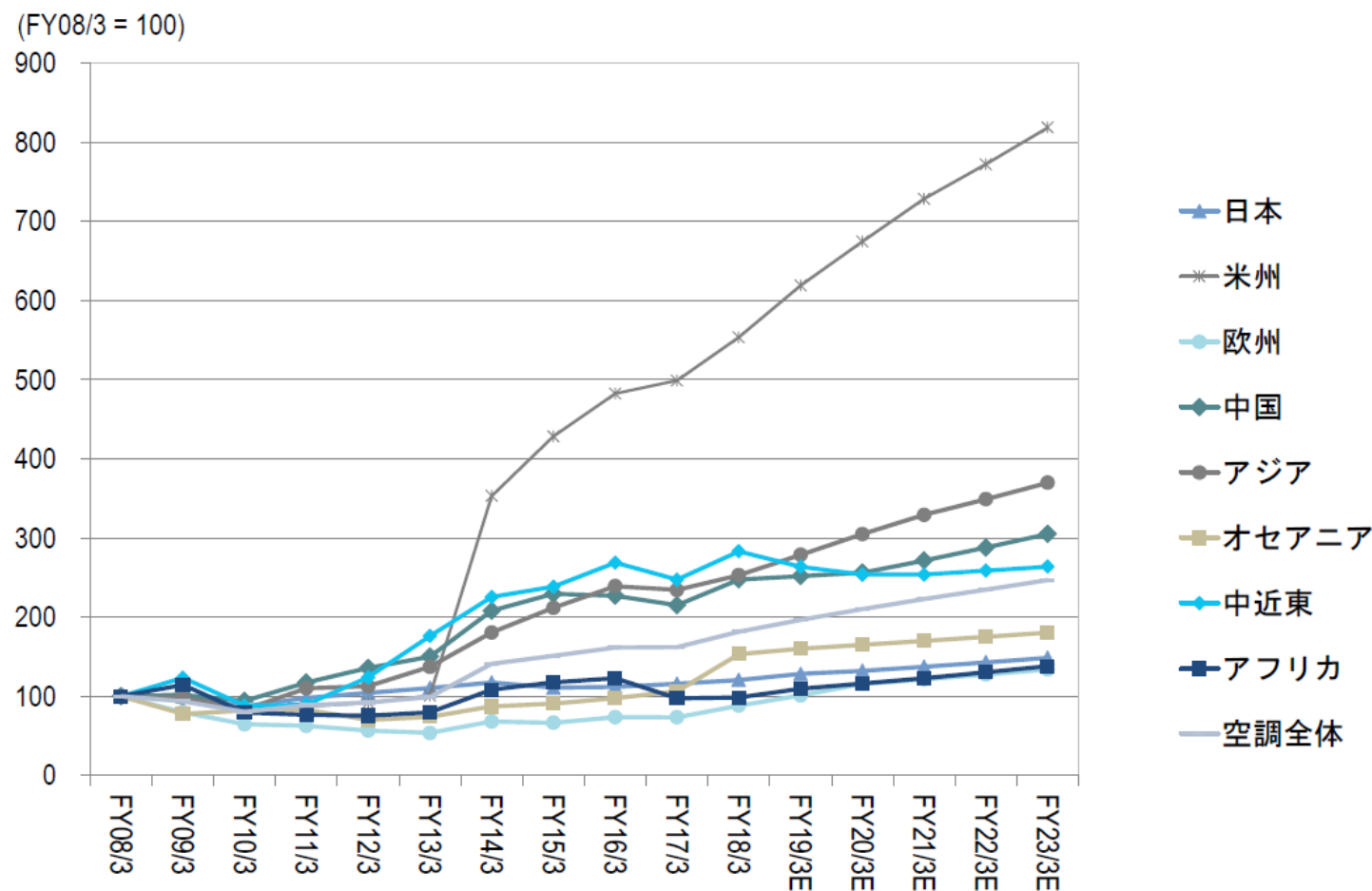
### ②③ GP%・固定費率ともに競合優位を維持



# 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

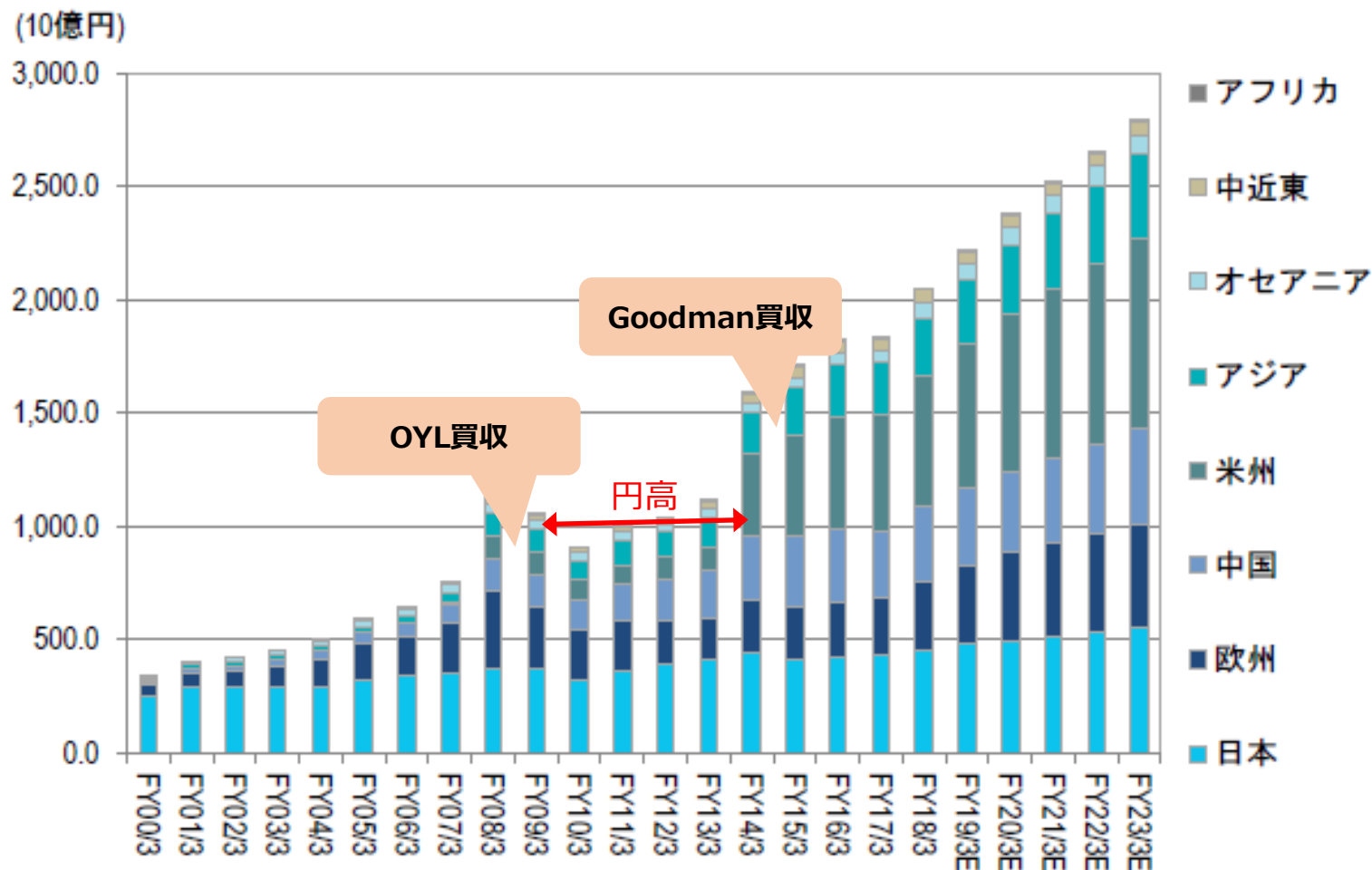
図表 31：ダイキン工業の地域別売上高の推移



# 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



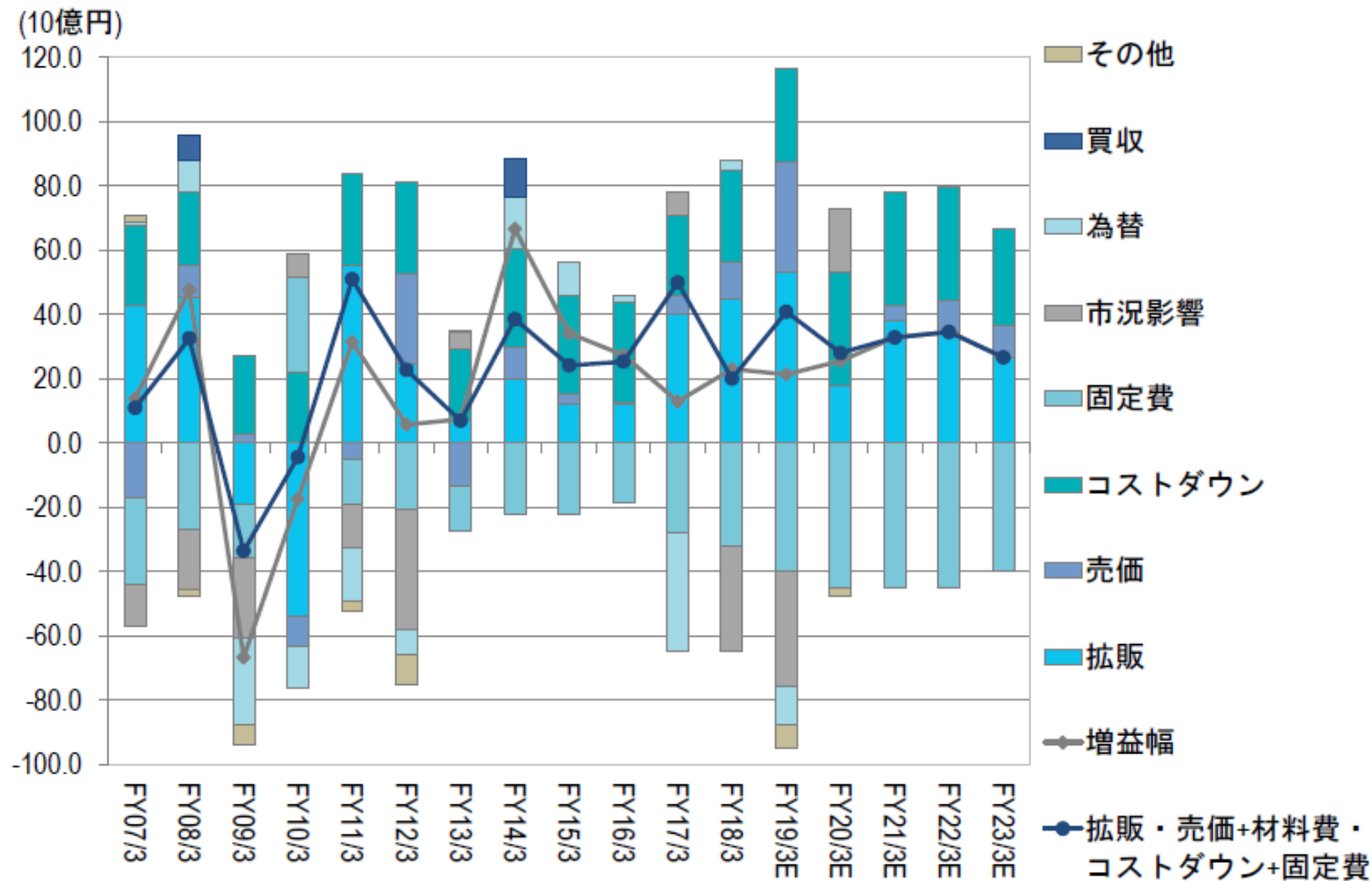
# 4. 増販要因の分解

## ✓ 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

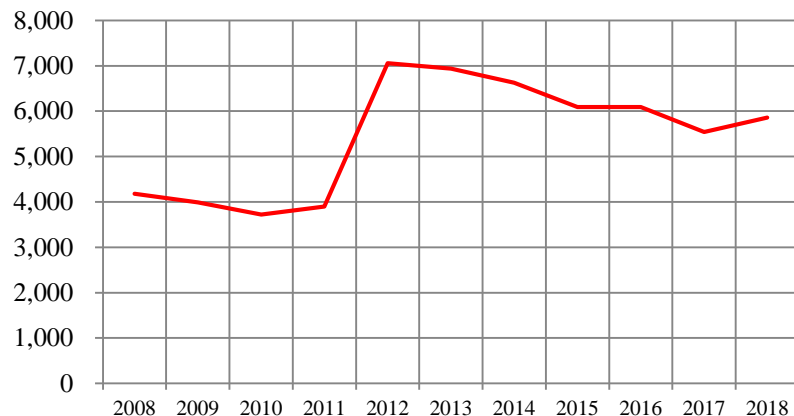




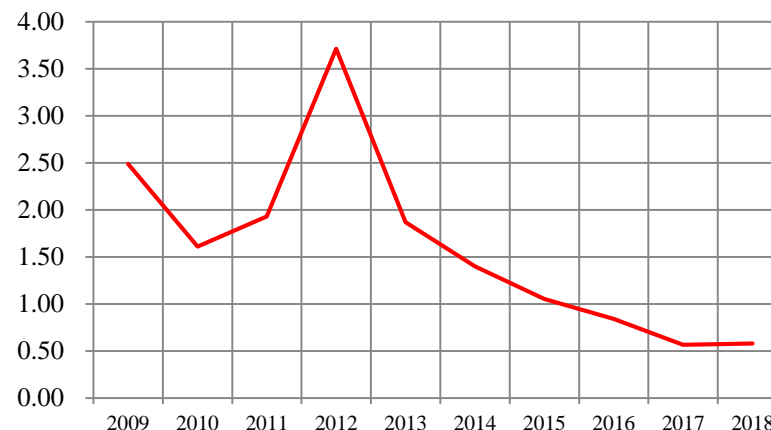
# 6. M&Aの財務への影響

✓ 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

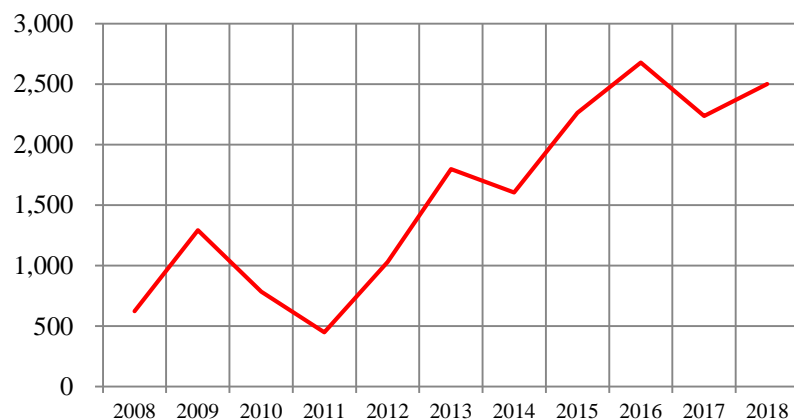
【有利子負債】



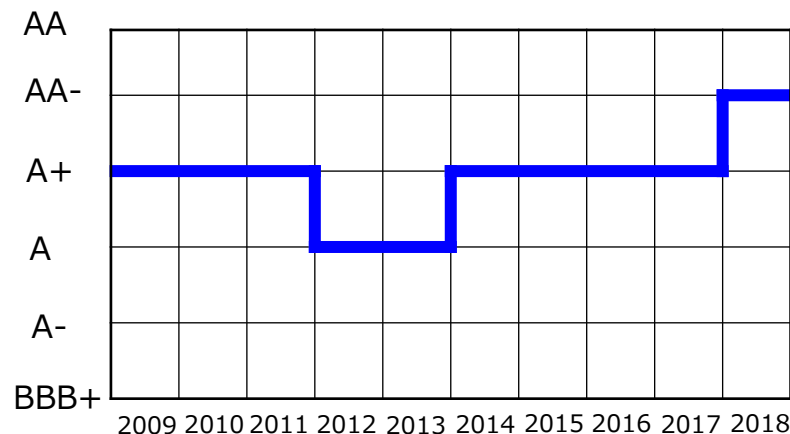
【 Net Debt/EBITDA】



【営業キャッシュフロー】



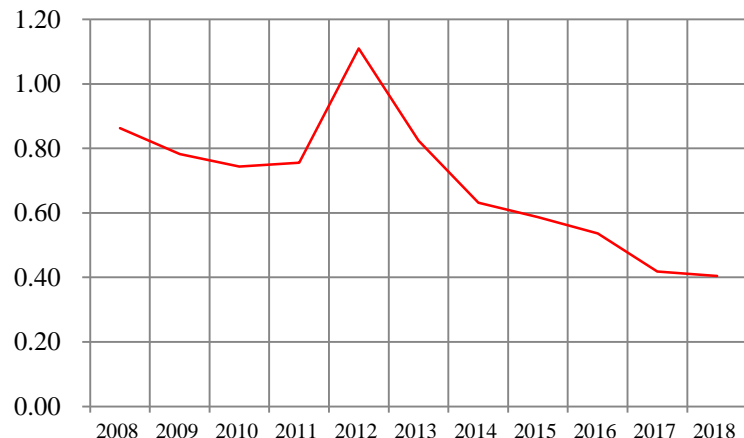
【格付け推移】



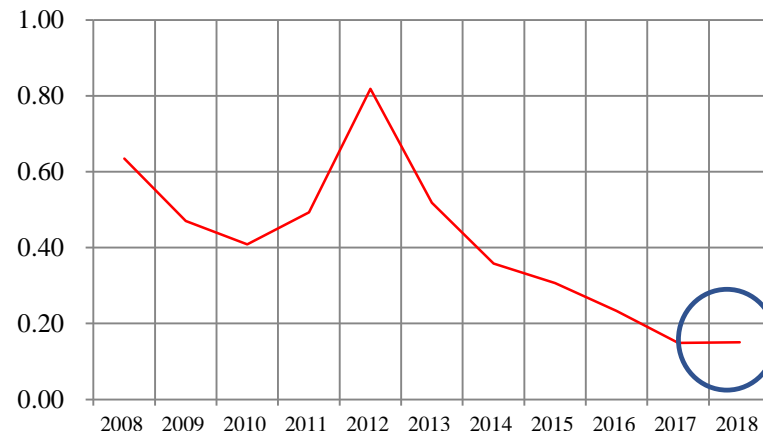
# 6. M&Aの財務への影響

✓ 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

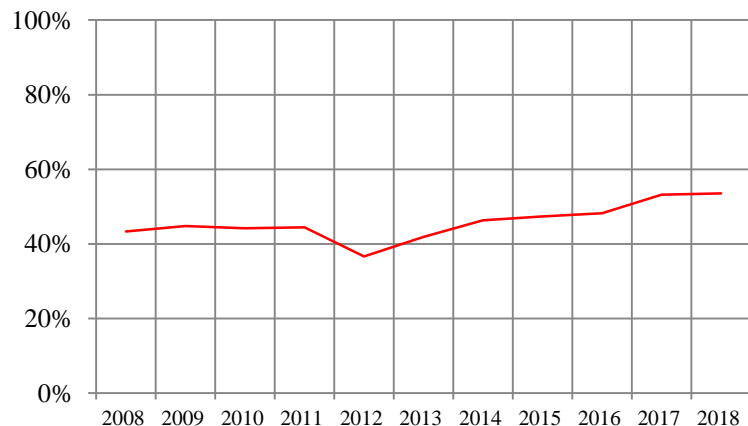
【DEレシオ】



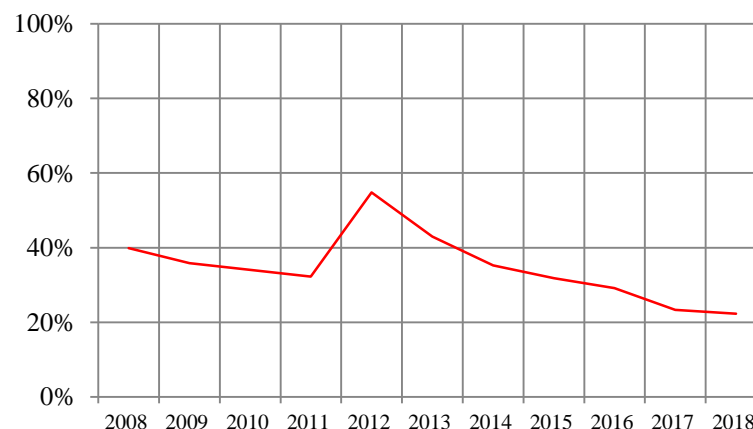
【 Net DEレシオ】



【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)

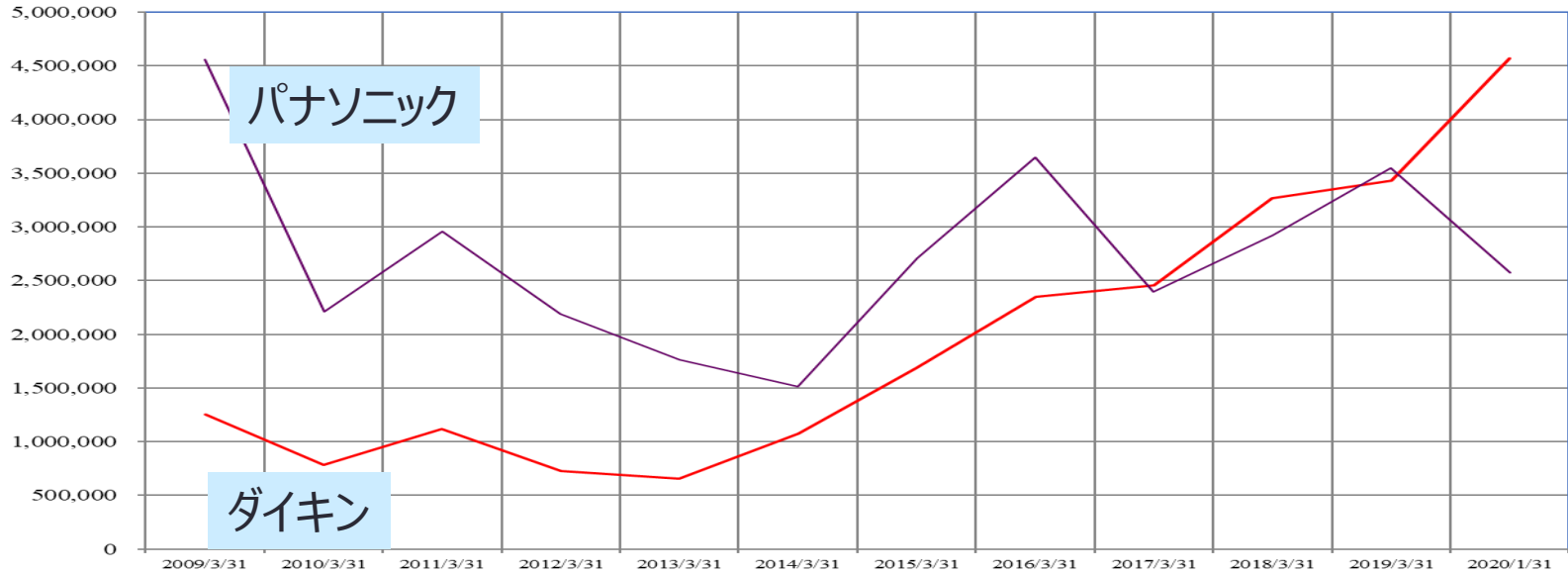
#### ・実行力 (経営者による強力な現場グリップ, 現場の高い実行力)

- 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

**自社への持ち帰り**

- ① パナソニックは価値創造できているのだろうか？
  
- ② パナソニックの経理は、  
CFOとしての役割が果たせているのだろうか？

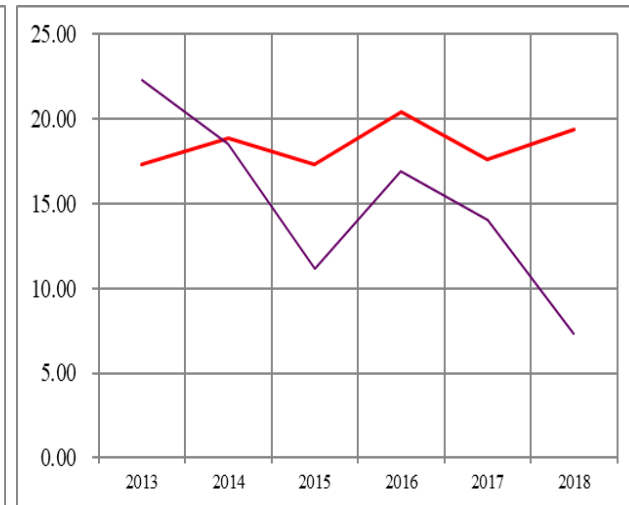
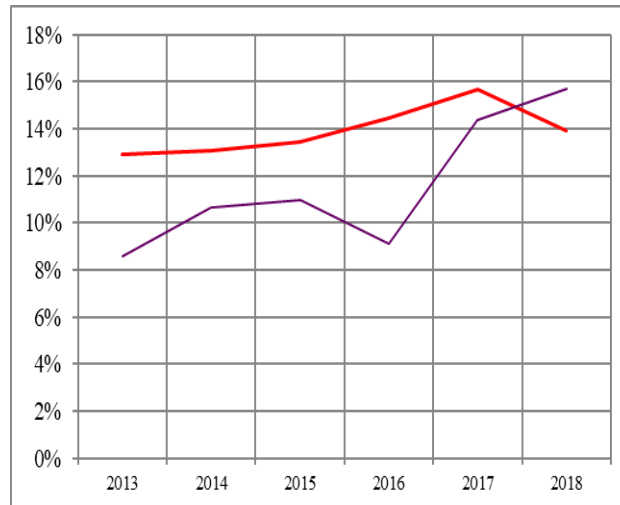
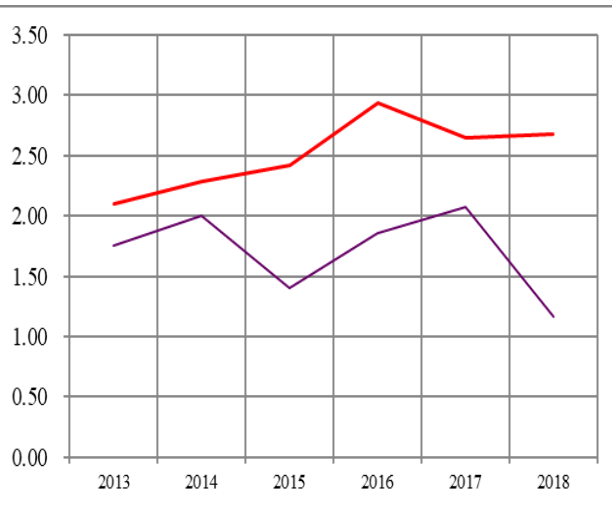
✓ 時価総額は、ダイキンがパナソニックを大きく上回るが、PERの差が大きな要因  
 → パナソニックの将来収益への投資家の期待値が低い



PBR

ROE

PER



## ■ ダイキン

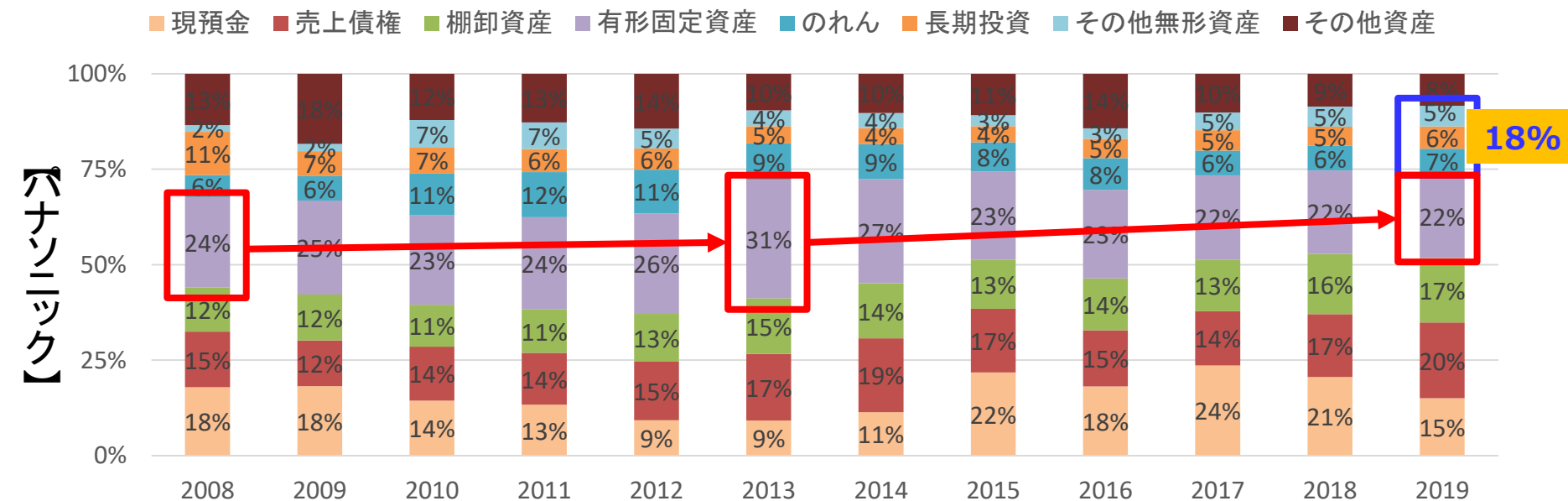
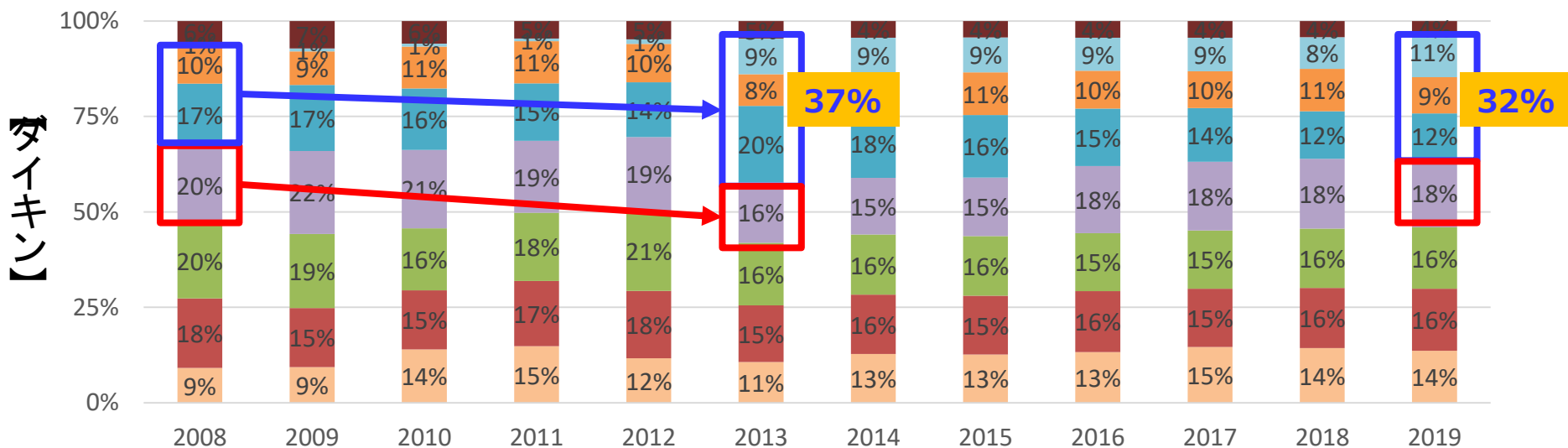
FY	PBR	Market Cap	株主資本合計	ROE	ROS	総資産回転率	財務レバレッジ	PER
2009	2.25	1,116,609	497,194	4.0%	1.9%	0.91	2.33	50.53
2010	1.49	726,530	489,169	4.0%	1.7%	1.02	2.30	30.73
2011	1.30	655,815	503,809	8.3%	3.4%	1.06	2.31	14.70
2012	1.73	1,074,104	619,452	7.8%	3.4%	0.89	2.58	22.79
2013	2.10	1,686,975	803,184	12.9%	5.2%	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

## ■ パナソニック

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	1.06	2,960,982	2,792,488	-3.7%	-1.4%	1.01	2.65	-17.35
2010	0.86	2,190,382	2,558,992	2.8%	0.9%	1.07	3.02	25.59
2011	0.91	1,759,621	1,929,786	-34.4%	-9.8%	1.09	3.21	-2.16
2012	1.20	1,511,837	1,264,032	-47.2%	-10.3%	1.22	3.76	-1.95
2013	1.75	2,711,495	1,548,152	8.6%	1.6%	1.46	3.77	22.29
2014	2.00	3,645,229	1,823,293	10.6%	2.3%	1.38	3.31	18.56
2015	1.41	2,398,619	1,705,056	11.0%	2.6%	1.31	3.27	11.15
2016	1.86	2,919,775	1,571,889	9.1%	2.0%	1.27	3.53	16.93
2017	2.08	3,547,567	1,707,551	14.4%	3.0%	1.30	3.74	14.08
2018	1.16	2,225,542	1,913,513	15.7%	3.6%	1.30	3.40	7.35



✓ パナソニックが固定資産投資をしていた時期に、ダイキンは無形資産投資で成長軌道に



- ✓ 講義やアナリスト等へのヒアリングから学んだ、投資家が評価する企業の条件は
- ① 事業立地（成長市場）
  - ② 専業
  - ③ オーナー系（スピーディーな意思決定）
  - ④ M&Aも含めた無形資産投資
  - ⑤ ESGと事業戦略の連動

	ダイキン		パナソニック	
事業立地	○	成長市場である 空調事業に集中	△	成長市場・成熟市場の 双方で事業
専業	○		×	コングロマリット
オーナー系	○	カリスマ経営者が存在、 意思決定が早い	△	意思決定が早いとは 言えない
無形資産投資	○	無形資産投資で成長	△	近年無形資産投資を 増やすも道半ば
ESGと 事業戦略	○	『空調機の高性能化 = ESG』との明確な メッセージと戦略	△	ESG取り組みは積極的も、 それを成長・収益につな げる戦略の発信が不足

## ✓ パナソニックが“ビジネスモデル”や“グループ経営体制”を大きく変えられていない間に 世の中の「競争優位」の条件は大きく変化してしまっている

✓ 米国では、企業の付加価値に占める割合をみると、有形資産より無形資産に対する投資が上回っている

✓ S&P500（米国に上場する主要500銘柄）の市場価値に占める無形資産の割合が年々拡大している

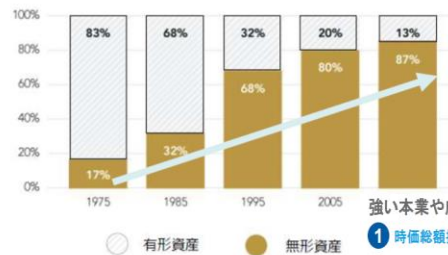
### 米国企業の有形・無形資産に対する投資



Figure 8.1 The Intangibles Revolution

出所：The End of Accounting (Baruch Lev, Feng Gu), Wiley Financial Series, Page 82

### S&P500市場価値の構成要素 COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE

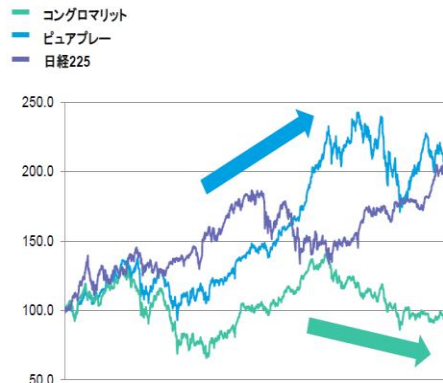


SOURCE: OCEAN TOMIO, LLC

固定資産投資よりも  
無形資産投資が  
付加価値を創出

強い本業や成長分野への資本・経営資源の効率的な配分が、財務上のパフォーマンスと資本市場における評価に如実に反映

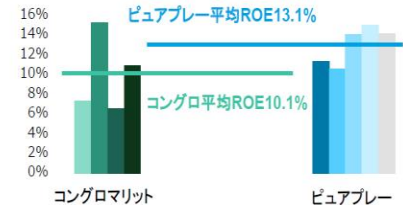
1 時価総額推移(過去5年)<sup>(1)</sup>



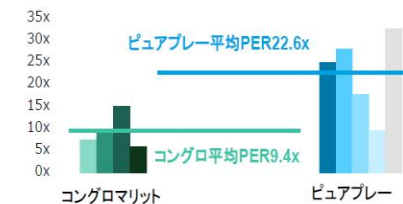
時価総額増加率(過去5年)

- コングロマリット平均増加率: -11.7%
- ピュアプレー平均増加率: 110.9%

2 収益性(ROE)<sup>(2)</sup>



3 成長期待(PER)<sup>(3)</sup>



コングロマリットよりも  
専業企業が優位に

出所：Capital IQ  
注：  
1. 2014年～2019年8月31日  
2. 2019年3月期  
3. 2019年3月末時点時価総額及び決算期末時点の定期株利回りアナリスト予想値に基づく

- ✓ 中期戦略で掲げたポートフォリオマネジメントを着実に**実行**、投資領域の集中を図る
- ✓ グループ経営体制・ガバナンス体制を見直し、意思決定のスピード化・シンプル化を図る
- ✓ 事業戦略やESG戦略などの発信を強化し、投資家との対話を充実させる

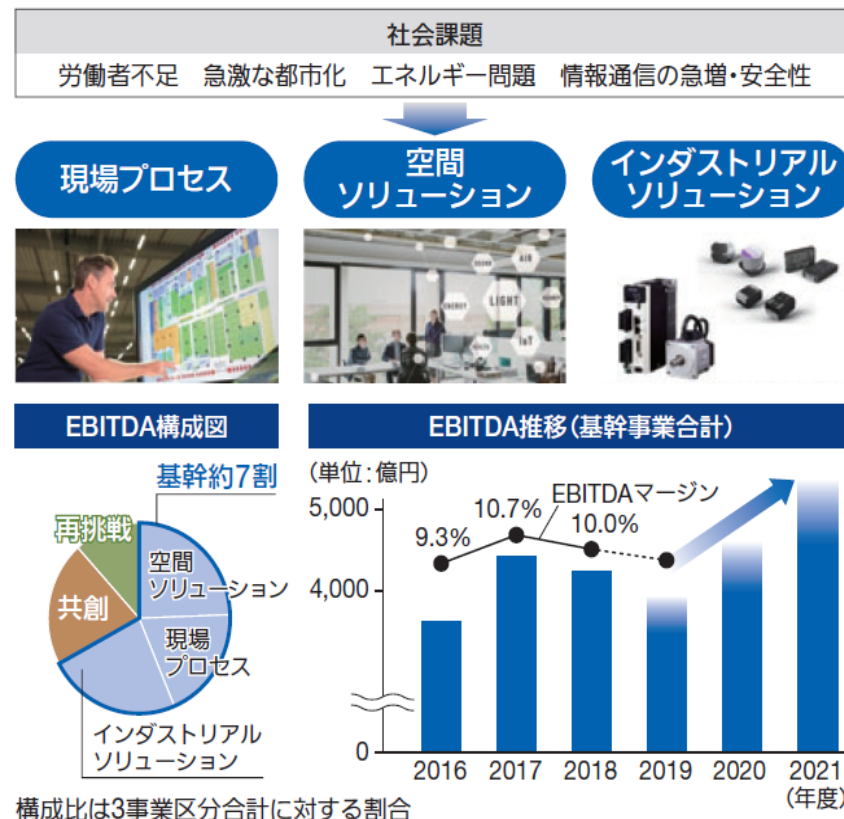
## ■ パナソニックの中期戦略

### 新中期戦略ポートフォリオ区分

<b>基幹事業</b> 利益額拡大	空間ソリューション	ソリューション型の事業を拡大					
	現場プロセス	2019年度					
	インダストリアルソリューション	<table border="1"> <thead> <tr> <th>売上</th> <th>営業利益※</th> <th>EBITDA</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>4.2兆円</td> <td>2,800億円</td> <td>3,900億円</td> </tr> </tbody> </table>	売上	営業利益※	EBITDA	4.2兆円	2,800億円
売上	営業利益※	EBITDA					
4.2兆円	2,800億円	3,900億円					
<b>共創事業</b> 競争力強化	家電	地域・他社連携で競争力向上					
	住宅						
<b>再挑戦事業</b> 収益性改善	オートモーティブ	強みのある領域に集中					
	車載電池						

※ その他損益を控除

### 基幹事業



- ✓ CFOレクチャー等でご講義いただいたCFOが果たすべき役割や経理の制度について、  
“パーツパーツとしては” おおむね実施・導入されてはいる
- ✓ しかしながら、個々の取り組みを企業価値向上につなげる“**実行面**”での実効性が弱い

### ■ CFOの果たすべき役割（講義より抜粋）

- CEOと価値観（経営方針、事業戦略）を共有し経営に参画
- 持続的な成長と企業価値の向上を目指し、執行責任を負う
- 資本市場との接点として対話・仲介
- 中期・年度計画の策定・モニタリングの高度化
- 中期成長戦略の実現のための適切なKPIの設定
- 売上成長、営業利益率に加え資本効率の観点を検討（ROIC・EVAや主要BS項目のKPI）
- 投資基準・プロセスの再点検（審議プロセス・ハードルレート）
- M&A案件支援（経理財務面からの案件の評価・ディール・PMI支援・資金調達の最適化）
- グローバル資金管理（拠点毎最適資金残高・ガバナンス・為替リスク管理）
- 為替リスク管理（Exposure管理・為替差損益の最小化オペレーション）
- 税務対策（BEPS対応したドキュメント整備・移転価格の設定・税コスト／リスク管理）
- 投資家との対話
- CFO機能を担う財務管理人材の育成

✓ パナソニックは「もったいない会社」と痛感

→ 個々の経営要素は揃っているが、戦略が多岐にわたり、競争力の源泉も分散

✓ パナソニックの弱点は「実行力」と痛感

→ マネジメント・経理部門ともに**戦略の実行**へのフォーカスが必要

■ 自社に持ち帰りたいことのまとめ

- ・ パナソニックは残念ながら価値創造できていない、との反省
- ・ 足元の業績を回復させることも大事だが、中長期の戦略の明確化と投資家との対話を通じて、長期目線での経営によりフォーカスすることが必要
- ・ ESGと事業戦略の連動は必須、その視点での戦略検討と発信も重要
- ・ それとともに、非財務情報に関するIR活動の強化や統合報告書の充実が必要
- ・ 経理部門はそれぞれの事業部門の“CFO”として、投下資本収益性を基軸に価値創造に貢献していかなければならない

伊藤先生  
加賀谷先生・講師の皆様  
事務局の皆様

一年間、大変有意義な研修をありがとうございました！

