

『企業と投資家の対話のイメージ化』

～企業のIR活動に知財情報を活用すれば評価が変わる～
～アナリストもIPランドスケープを企業価値評価に利用～

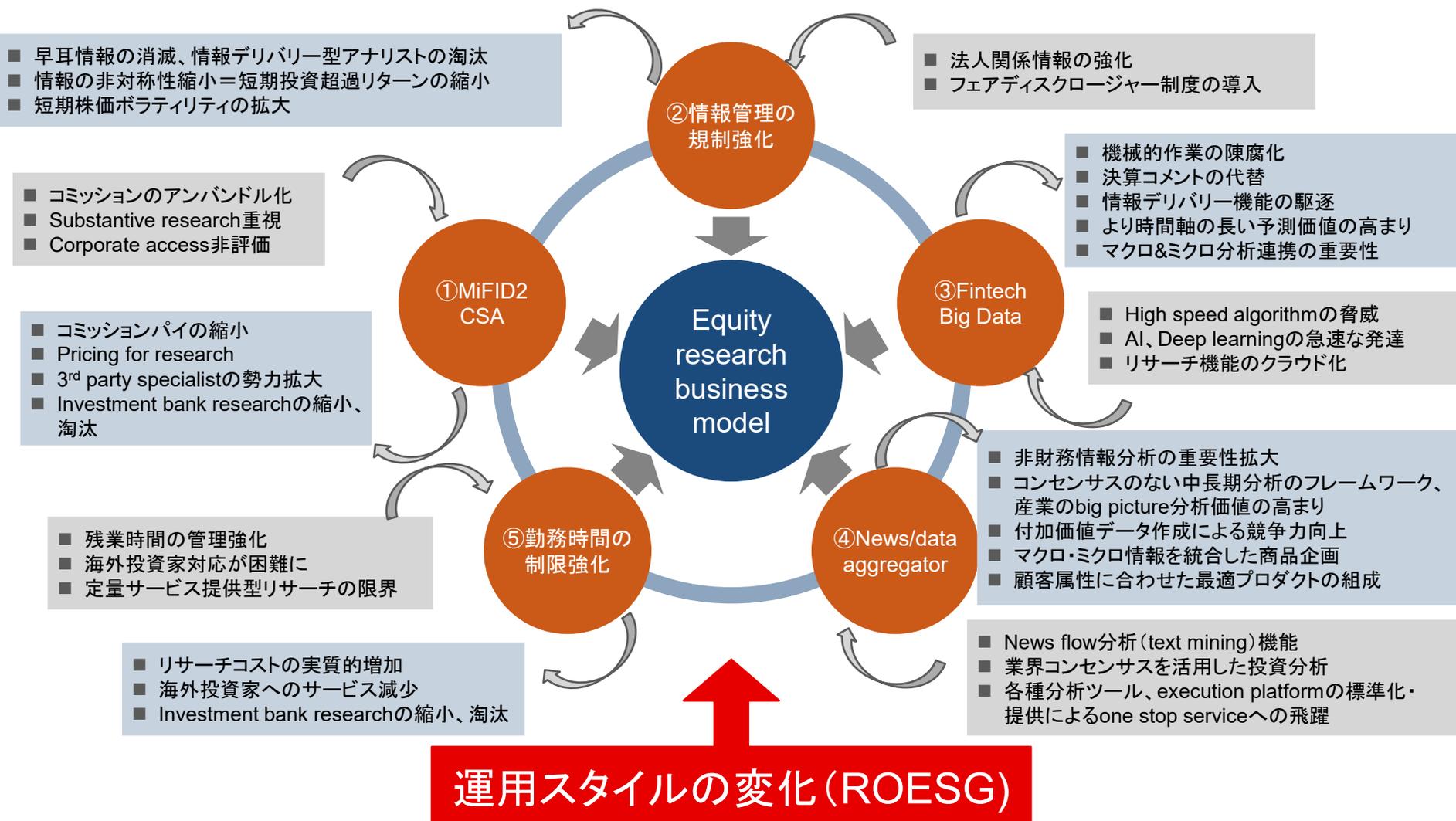
三菱UFJリサーチ&コンサルティング 委嘱アドバイザー
SESSAパートナーズ チーフアドバイザー

松島 憲之

matsushima@murc.jp

2022年11月2日(水)

金融業界のビジネスモデルをめぐる5つの構造変化(アナリストの分析手法の変化)



企業と投資家の思考構造のギャップを埋めるために何をすべきか

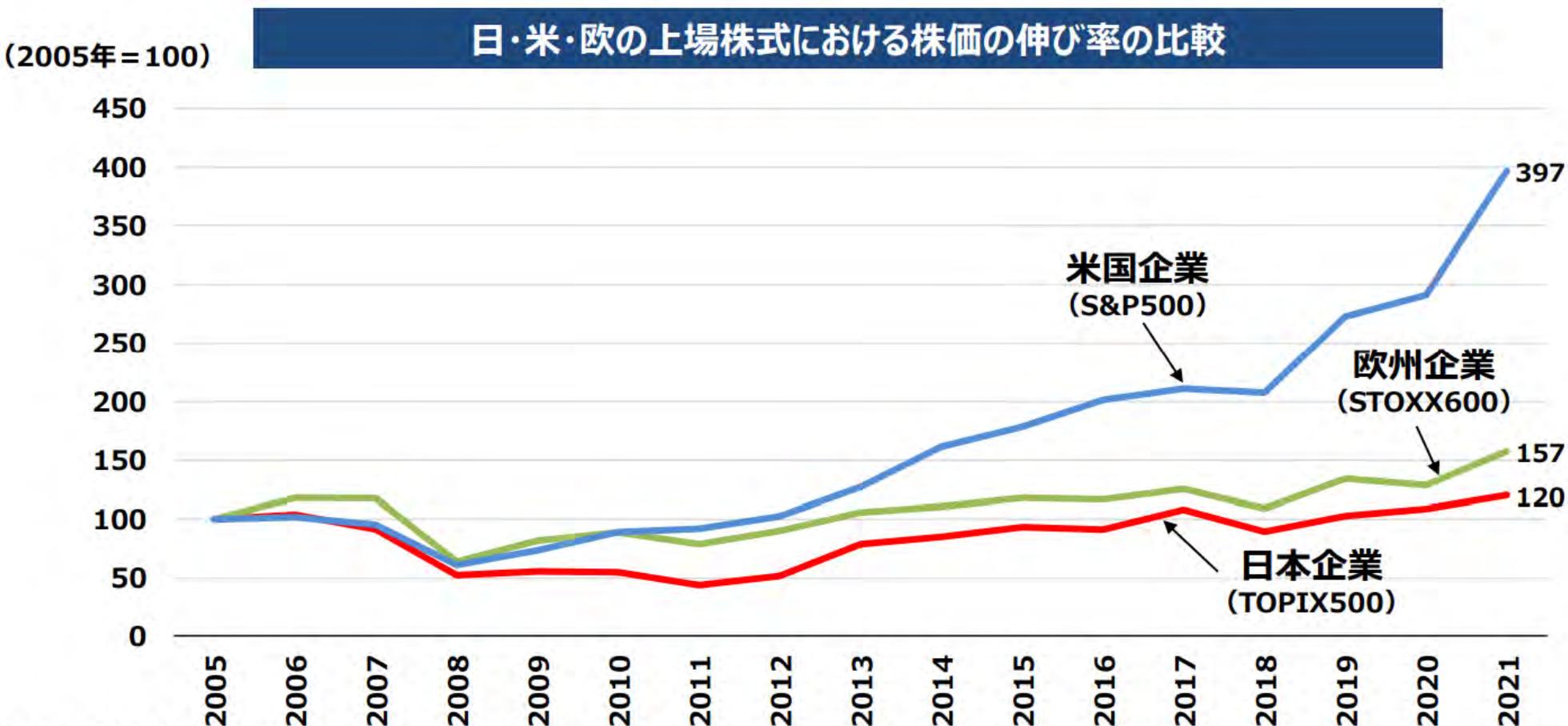
<投資家の現実と対応策>

- ①運用スタイルの変化でベンチマーク連動でコストの安いパッシブ運用が大幅に増加（市場・個別銘柄調査を行うアクティブ運用の減少）
GPIF国内株式運用（49.5兆円）：パッシブ運用比率（12年度末78.78%→21年度末93.65%）VSアクティブ運用比率（同21.22%→6.35%）
GPIFはパッシブ運用でも企業とのエンゲージメントを求める（機関投資家もベテランを配属してエンゲージ部門を強化）
- ②証券会社の調査部門が発行する企業調査レポートは500社程度しかない
上場企業3,842社（プライム1,837社、スタンダード1,450社、グロース495社、TokyoProMarket60社：22年10月20日）
レポートが発行されない企業はスポンサードリサーチレポート（中立的なIR会社が企業の依頼で有償で執筆）を発行し投資家へアプローチ
- ③企業統合で証券会社が減少しセルサイドアナリストも減少、機関投資家も同様の動き
- ④欧州でのMiFID2（第2次金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive 2））の影響
投資会社はブローカーに支払う売買手数料とリサーチに対する対価を分離で価値のない調査レポート（それを発行する証券会社）は脱落
セルサイドアナリスト経由の情報拡散の影響力が低下（特に欧州）
企業が機関投資家に直接アプローチするIR活動の重要性が高まる（有用な投資家ミーティング、優秀な統合報告書作成など）
- ⑤リスクとリターンの二次元運用からESGや知財を含めた非財務情報を重視する三次元運用に運用に進化
非財務情報を投資家に直接伝える知財説明会・ESG説明会を開催、統合報告書も非財務情報の充実が必要だが、レベルアップ指導が必要

<企業の現実と対応策>

- ①証券会社の構造（プライマリー部門とセカンダリー部門（アナリストが所属）の間にはチャイニーズウォールがある）を知らない会社がある
企業の窓口はプライマリー部門の事業法人だが機関投資家を知らない、セカンダリー部門の機関投資家営業部（IR部門）が投資家をつなぐ
- ②機関投資家営業部のIR部門も収益悪化で縮小、コストがかかる投資家とのミーティングアレンジも選別する傾向
証券会社経由で企業は機関投資家についての知識を蓄積、将来は自らが直接コンタクトできるようにする必要がある（特に欧州投資家）
- ③四半期決算（私は廃止すべきと考える）で時間を割かれる
説明会資料で財務情報や売上内訳など必要な定量情報を示し、その背景にある非財務情報をうまく解説して企業価値向上のストーリーを語る
非財務情報の説明では工場見学会・研究所見学会などをうまく活用する

日米欧の株価推移比較～格差の理由は投資における無形資産重視(開示)の差？

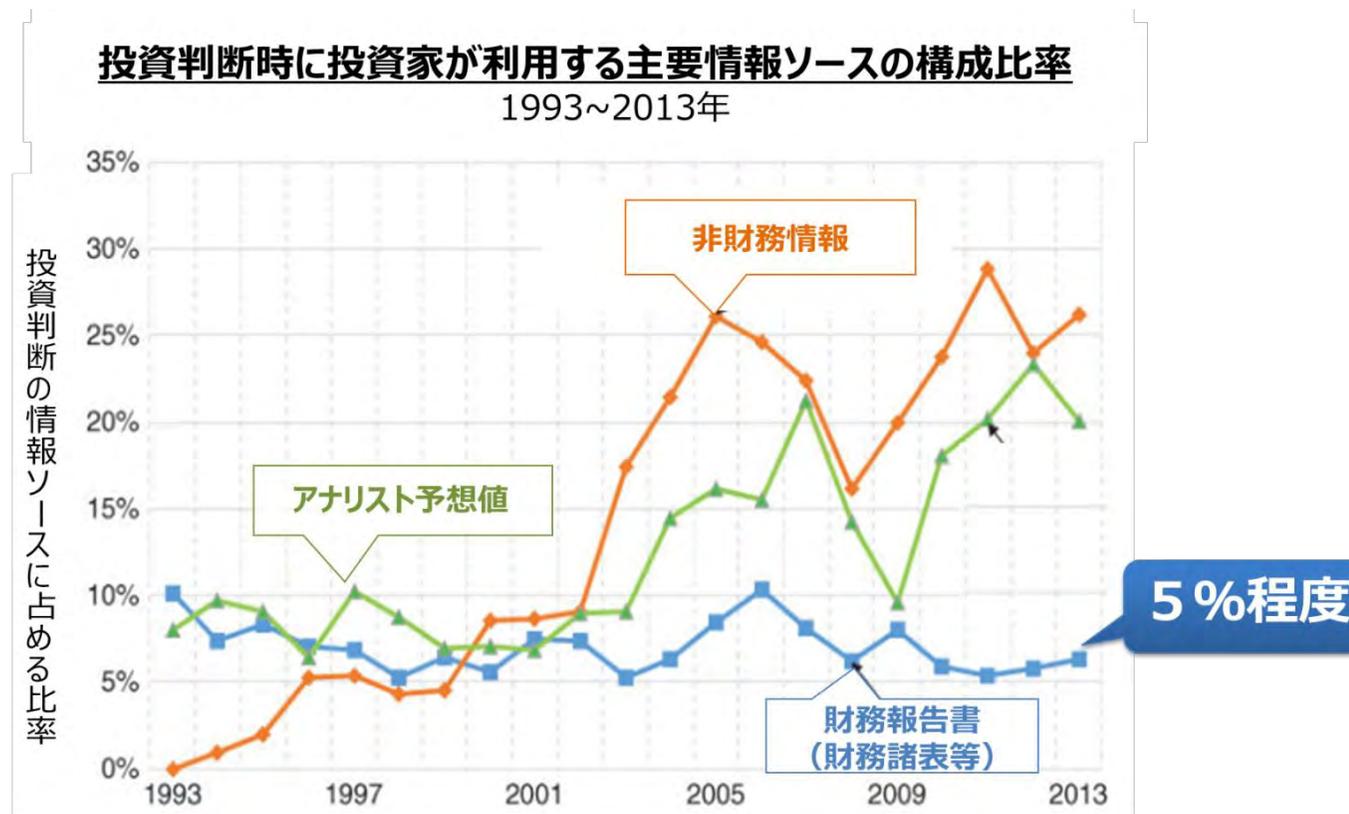


(注) 各年年末の株価を比較。
(出所) Bloombergに基づき作成。

資料：経済産業省「産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会」資料よりSESSAパートナーズ転載

投資家の投資判断における非財務情報の重要性がアップ

投資家は投資判断において非財務情報を重視するようになってきている。
(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

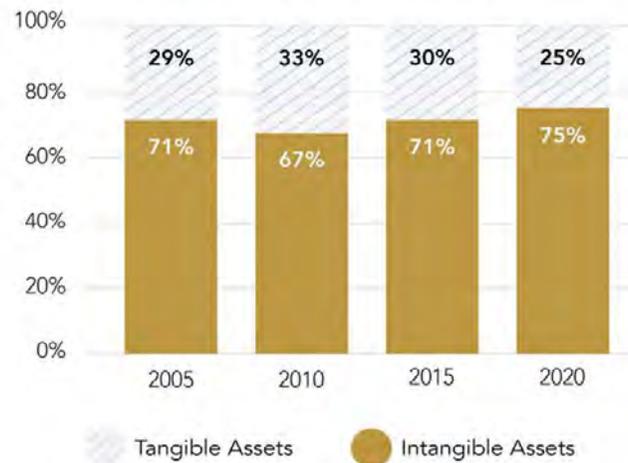
出所：The End of Accounting and the Path Forward for Investors and Managers (Baruch Lev, Feng Gu)

欧米では無形資産が比重を増すが、日本はまだ有形資産7割：無形資産3割

COMPONENTS OF S&P 500 MARKET VALUE



COMPONENTS of S&P EUROPE 350 MARKET VALUE



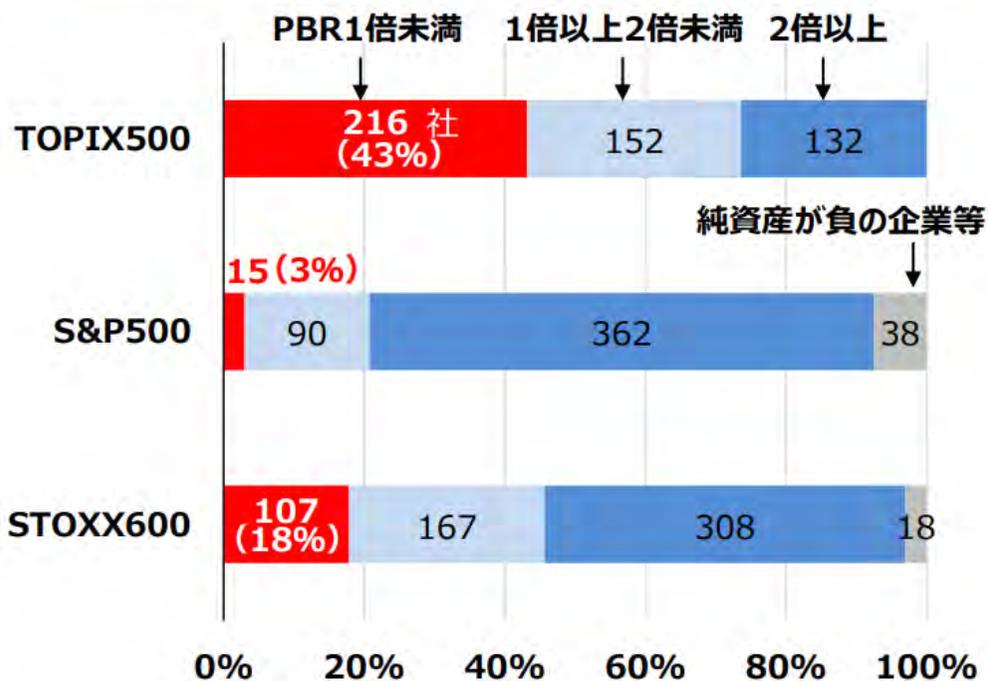
日経平均株価の有形資産・無形資産の構成



資料：OCEAN TOMO, A PART OF J.S. HELD INTANGIBLE ASSET MARKET VALUE STUDYよりSESSAパートナーズ転載

非財務情報(知財)の開示を活用し持続的成長をアピールせねば評価されない

TOPIX500、S&P500、STOXX600企業のPBRの分布

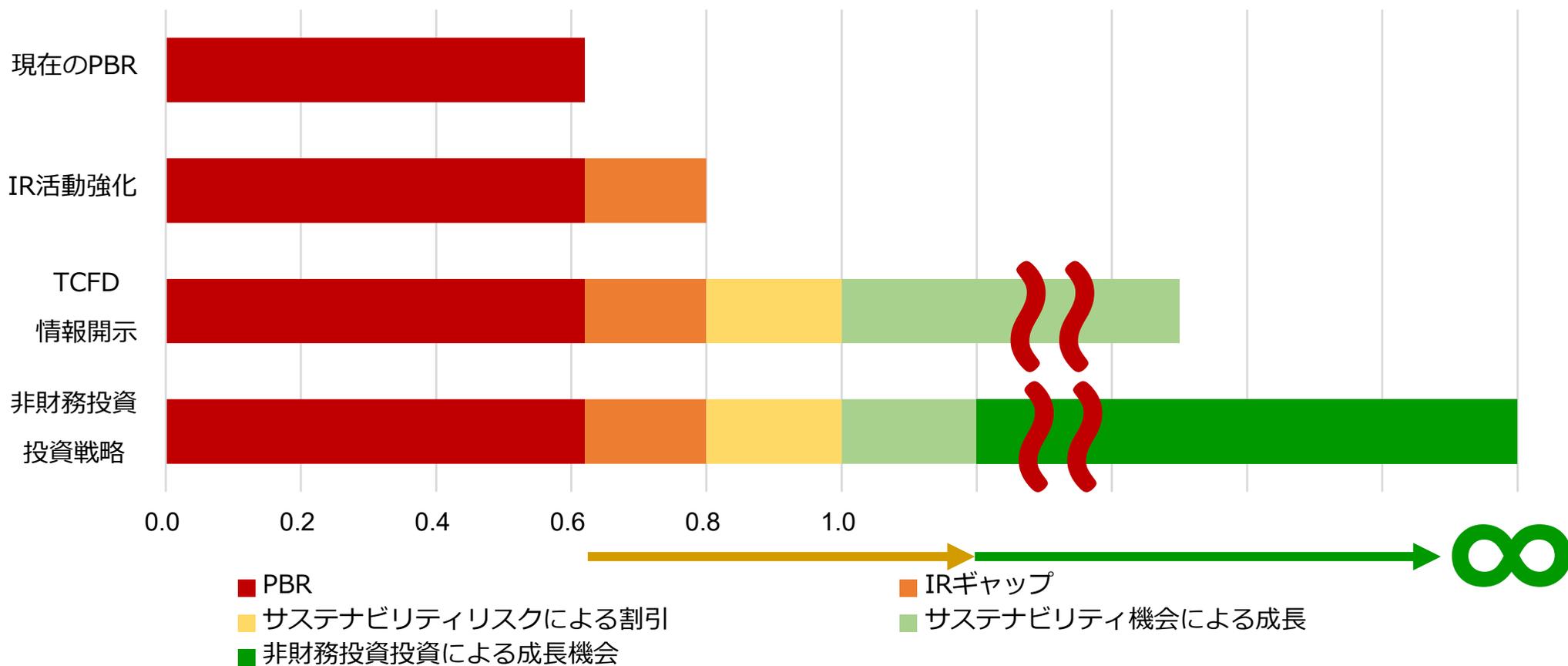


東証一部上場企業のPBRの分布 (2,173社)



(注) PBRとは、株価を1株当たり純資産で割ることで算出できる。PBRが1倍を上回る場合、企業の持つ純資産価値を上回る評価が市場でなされていると考えられる。
 左図は2022年3月7日時点の情報。右図は2022年3月2日時点の情報。PBRデータが得られる企業のみを抽出し、PBR0.1刻みで該当する企業数を表示している。
 (出典) Bloombergを基に作成。

非財務情報の投資家への積極的な開示で長期戦略として企業価値拡大を実現する



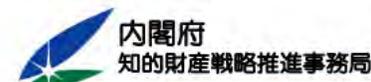
資料：SESSAパートナーズ

価値協創ガイダンス2.0 の改定点

改訂価値協創ガイダンスの全体図案 ※赤字は現行からの構成上の改訂予定箇所



知財・無形資産ガバナンスガイドライン（内閣府）



「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」の全体像

現状

- 競争力の源泉としての知財・無形資産の重要性の高まり（←デジタル化の進展、グリーン社会実現の要請）
- 日本企業は、知財・無形資産の投資・活用において、海外先進企業に後れ

知財・無形資産の投資・活用の促進により、企業価値の向上、更なる投資資金の獲得

- 企業の知財・無形資産の投資・活用戦略の開示・ガバナンスを強化
- 投資家・金融機関が企業の知財・無形資産の投資・活用戦略を適切に評価し、必要な資金を供給する資本・金融市場の機能強化

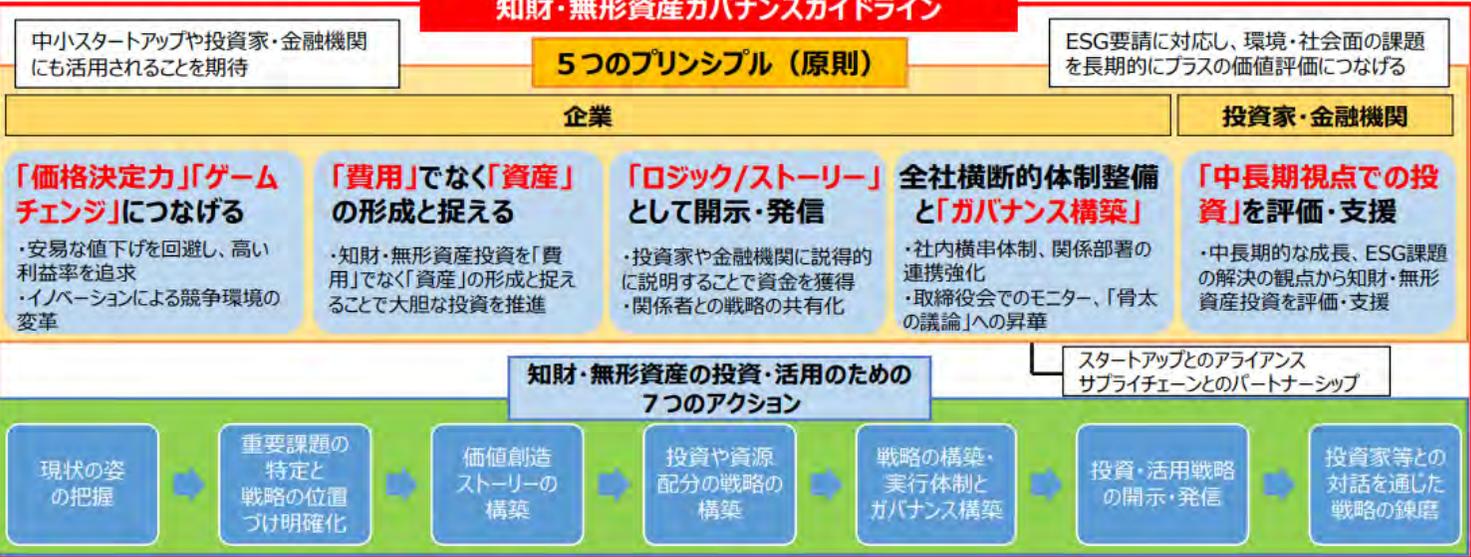
※「知財・無形資産」のスコープは、特許権、商標権、意匠権、著作権といった知財権に限られず、技術、ブランド、デザイン、コンテンツ、データ、ノウハウ、顧客ネットワーク、信頼・レビュー、パブリシティ、サプライチェーン、これらを生み出す組織能力・プロセスなど幅広い。

コーポレートガバナンス・コードの改訂（2021年6月）により、知財投資戦略の開示、取締役会による監督を明記
⇒上場企業は実施(comply)か説明(explain)が求められる

知財・無形資産の投資・活用戦略の開示・ガバナンスの在り方を分かりやすく示す

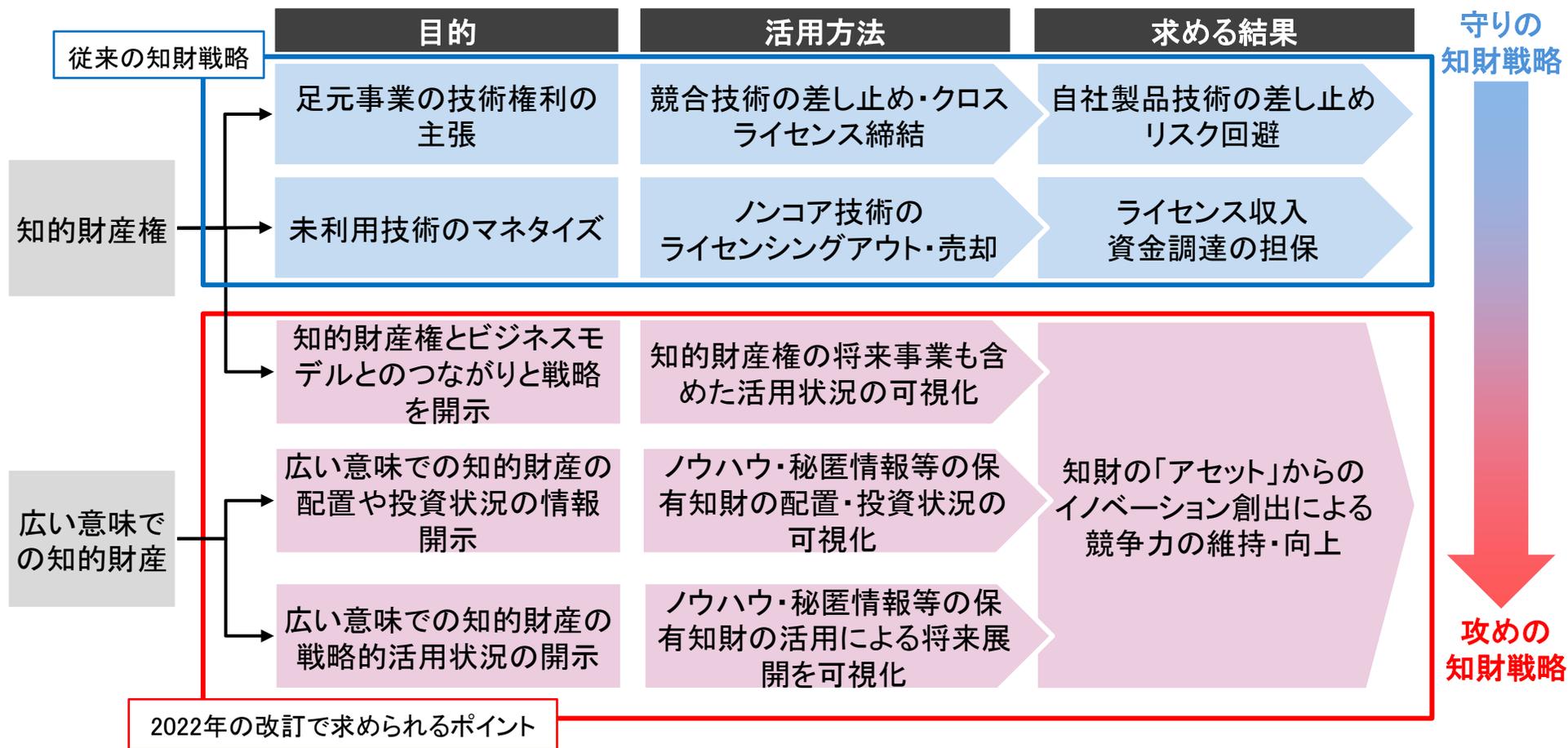
価値協創ガイダンス 価値創造ストーリーのフレームワークを参照
統合報告書、IR資料 既存の様々な媒体を使って開示・発信
経営デザインシートなど

知財・無形資産ガバナンスガイドライン



守りの知財戦略から攻めの知財戦略へ転換、投資家へ直接アプローチするIR戦略を実行

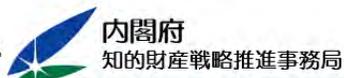
従来の特許活用から知的財産戦略として新たに求められるポイント: 守りの知財から攻めの知財へ



IPランドスケープを活用した知財戦略の開示(ブリヂストンのIR評価が急上昇)

戦略構築の流れ

① 自社の現状のビジネスモデルと強みとなる知財・無形資産の把握・分析



- 企業は、まず、経営における知財・無形資産の重要性を踏まえ、自らのビジネスモデルを検証し、**どのような知財・無形資産が自社の競争力や差別化の源泉としての強みとなっており、それがどのように現在及び将来の価値創造やキャッシュフローの創出につながっているのか**について把握・分析し、**自社の現状の姿 (As Is) を正確に把握**することが重要。
- **IPランドスケープの活用等**により、自社の知財・無形資産が他社と比べて相対的にどのような位置づけにあるかについても把握・分析し、**自社の知財・無形資産の強みを客観的に捉える**ことが重要である。

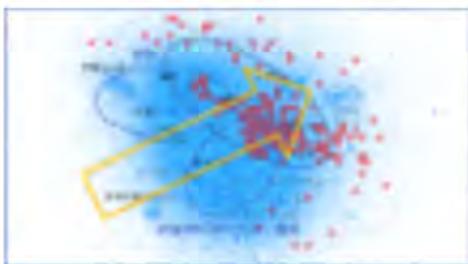
旭化成のIPランドスケープの取組

旭化成は、買収した自動車内装企業のSageと連携し、自動車内装材の業界及び競合知財解析を俯瞰的に実施し、Sageに旭化成の技術を持ち込むことによって新分野が開拓できるのでは、と議論を行い、これをきっかけに、Sageと旭化成の強みを活かした新事業テーマの共同開発につなげた事例がある。

ブリヂストンのIPランドスケープの取組

ブリヂストンでは、自分たちの強みを調べる社内IPランドスケープ（内向きIPL）、競合やサプライヤーのことを調べる社外IPランドスケープ（外向きIPL）を合わせて実施。自社/他社の強みから仮説を立てるIPランドスケープを行い【可視化する】、自社の強み/DNAを意識して価値を生み出す知財ミックスの設計構築【価値に繋ぐ】、経営が理解しやすい工夫とタイムリーなコミュニケーション【具現化する】を行っている。

自動車内装材の業界及び競合を俯瞰した知財解析マップ



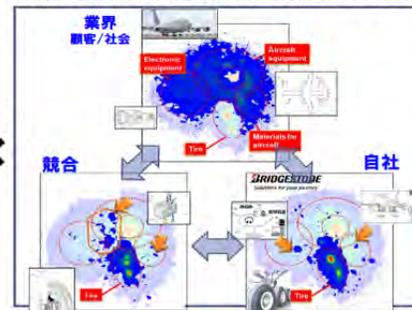
(出典：第2回検討会における中村委員プレゼン資料)

内向きIPL
社内バリューチェーン全域に分布する知財を可視化



内向きでバリューチェーン全体の知財強みを把握しなければ競合/業界中でのBS位置付けを見誤る

外向きIPL
競合・業界の知財分析から自社の位置付けを把握



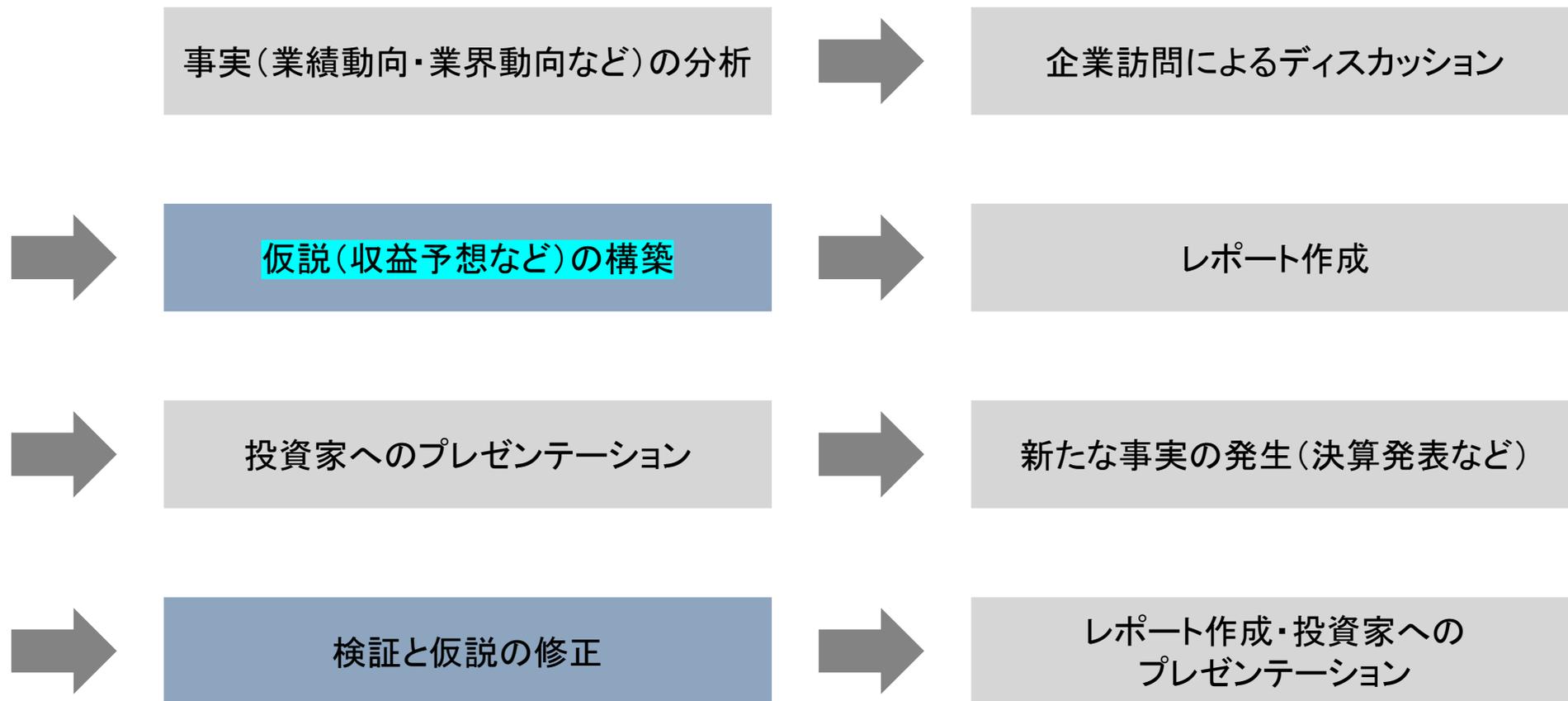
知財客観的視点で自社を見つめる

「内向き」「外向き」両視点 = ブリヂストンの強み/DNAを理解した全体俯瞰

(出典：第2回検討会における荒木委員プレゼン資料)

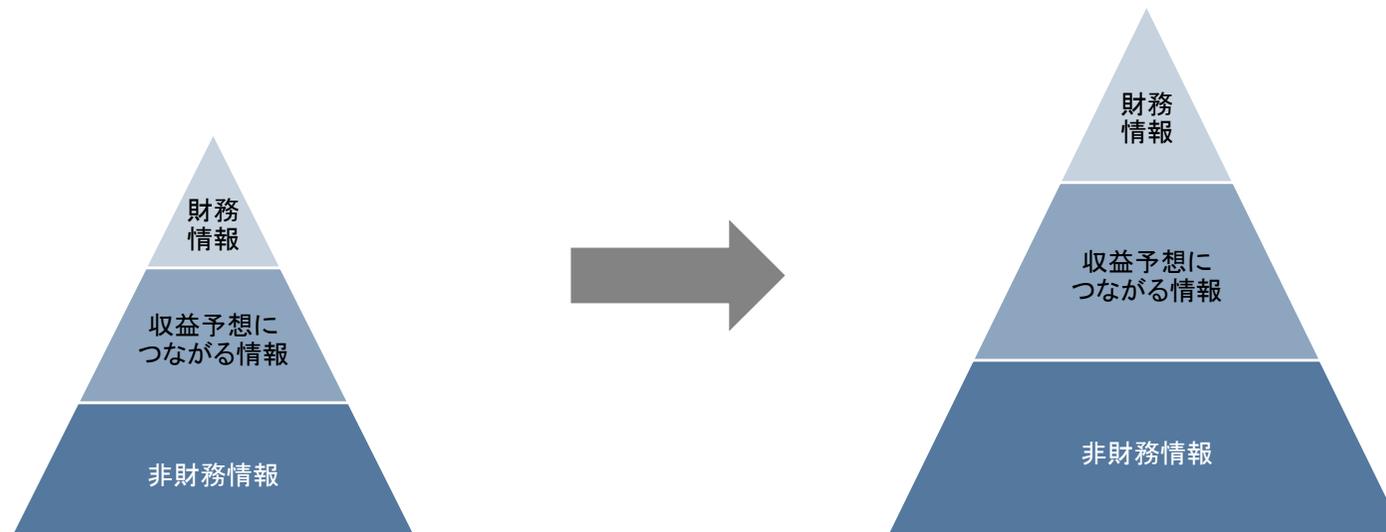
証券アナリストの仕事

- 企業価値を分析、それが株価に正しく反映されているかを考え、投資家に投資アイデアを提供する
- 財務情報の裏に潜む非財務情報を活用して仮説を構築するが、**非財務情報の取得には企業との対話が必要**



(出所) MUMSS作成

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するのがアナリストの仕事



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(モザイク)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

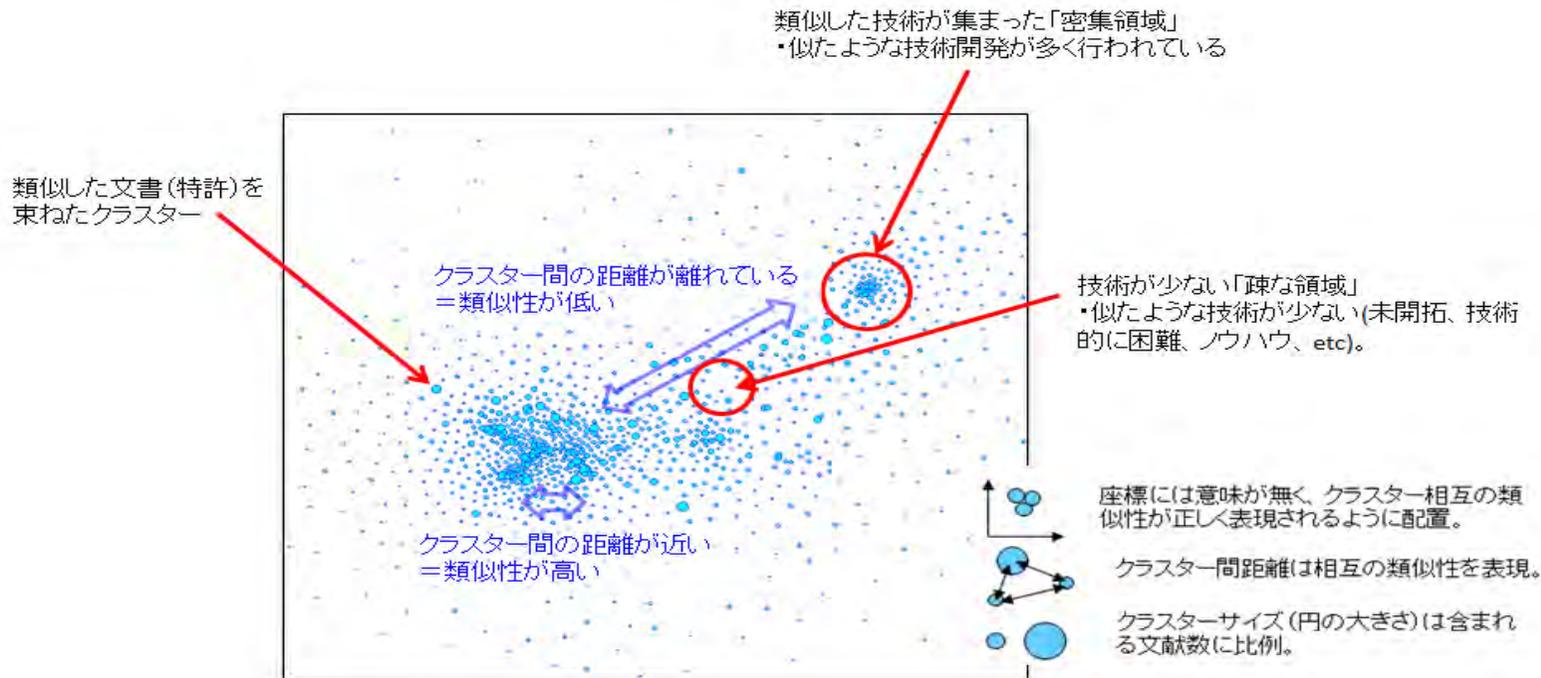
IPランドスケープの応用～自動車会社の合併効果の考察

今回行った分析は、2001年以降に公開された公開特許情報を対象に、Renault、FCA(Alfa Romeo、Lancia、Maserati、Abarthなどを含む)、日産、三菱が出願した特許の数から、重複分を排除してクラスター分析を行った。

重複などを排除した特許数は、Renaultが9,236件、FCAが2,701件、日産が38,105件、三菱が8,280件となり、日産と三菱の合計は4社全体の8割を占めている。特許数が技術力に直結するわけではないが、日本勢は数で凌駕している。

クラスター分析とは、特許件数の数と文書内容の類似性を座標に束ねて示したものである。

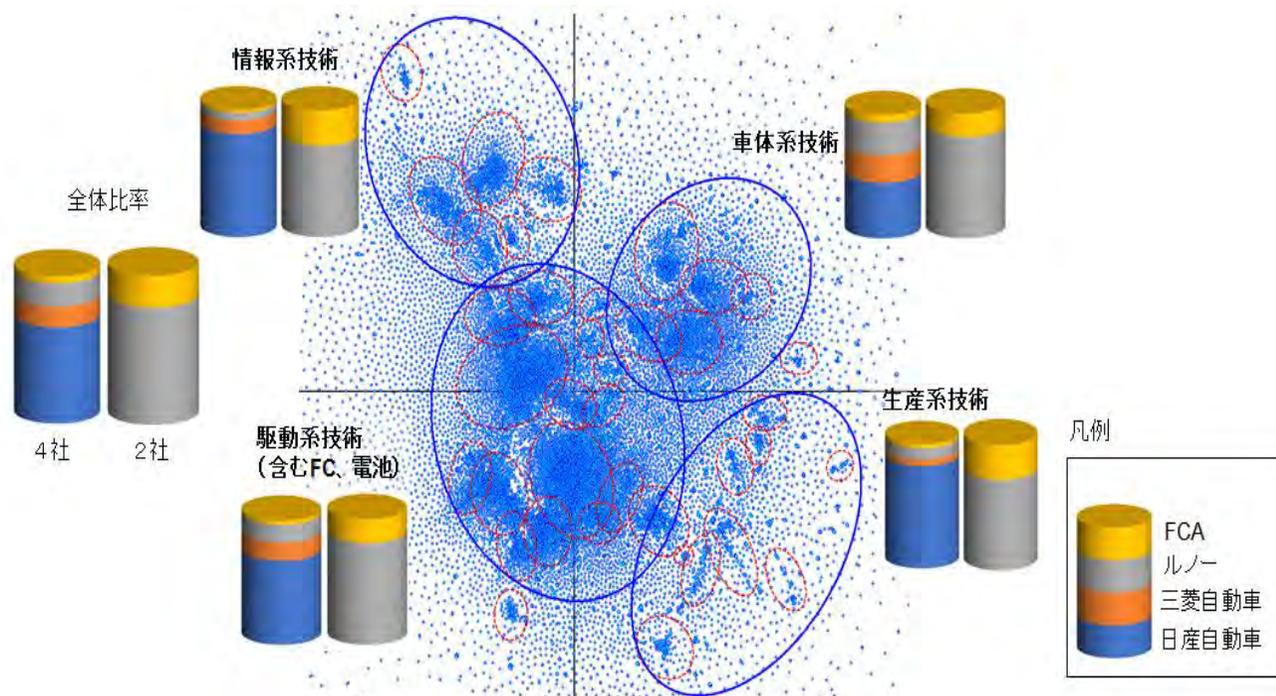
類似した文章内容(特許)が多い場合は、下図の○が大きくなり、また、○が密集している領域は似たような技術開発が多く行われていることとなる。一方、空白の場所は、類似する技術が少ない領域となり、技術が未開拓、もしくは、まだ確立されていないなどである。座標配置には意味はない。



出所: VALUENEX、MUMSS

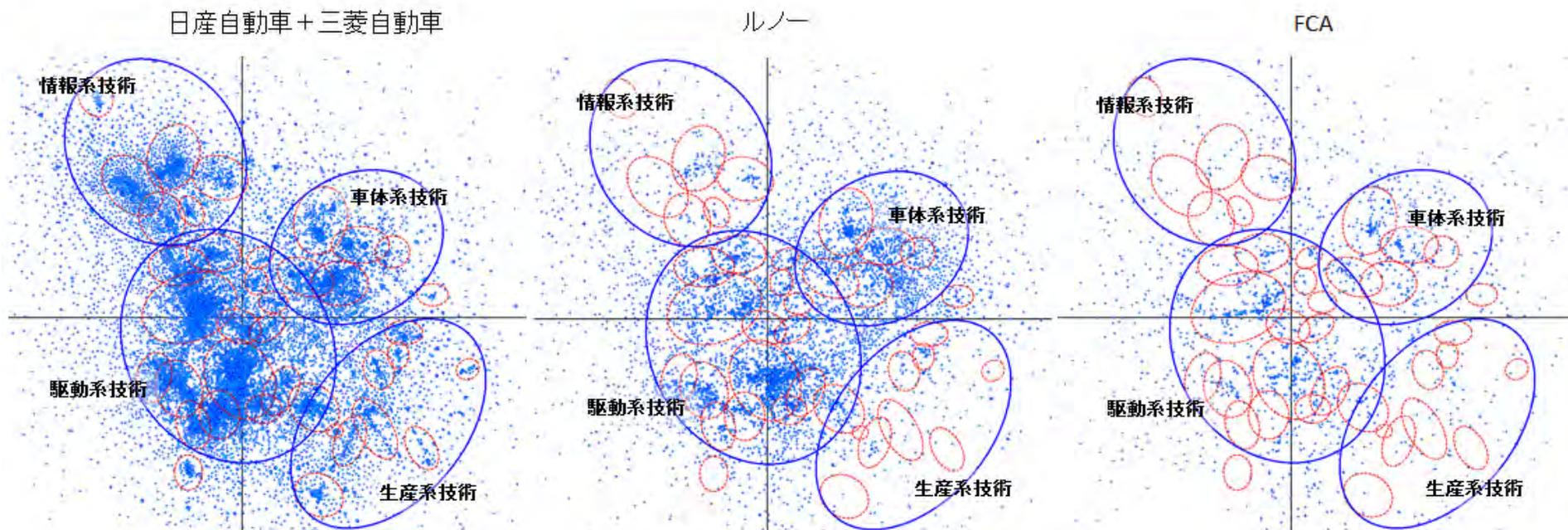
自動車会社の技術領域の全体像

- 領域別に見た場合、情報系技術と生産系技術において、日産のシェアは高く、駆動系のシェアも過半を上回るが、全体比率(4領域の特許数の全合計におけるシェア)とほぼ同水準となる。一方、車体系技術はFCAを除く3社が拮抗しており、他の領域と比較すると、相対的に日産が弱い分野と分析される。
- RenaultとFCAで比較した場合、情報系技術と生産系技術に関してはFCAシェアが全体比率より高い傾向があるものの、数的にはRenaultが優位にある。



出所：VALUENEX、MUMSS

日産・三菱自動車、ルノー、FCAのそれぞれの技術領域

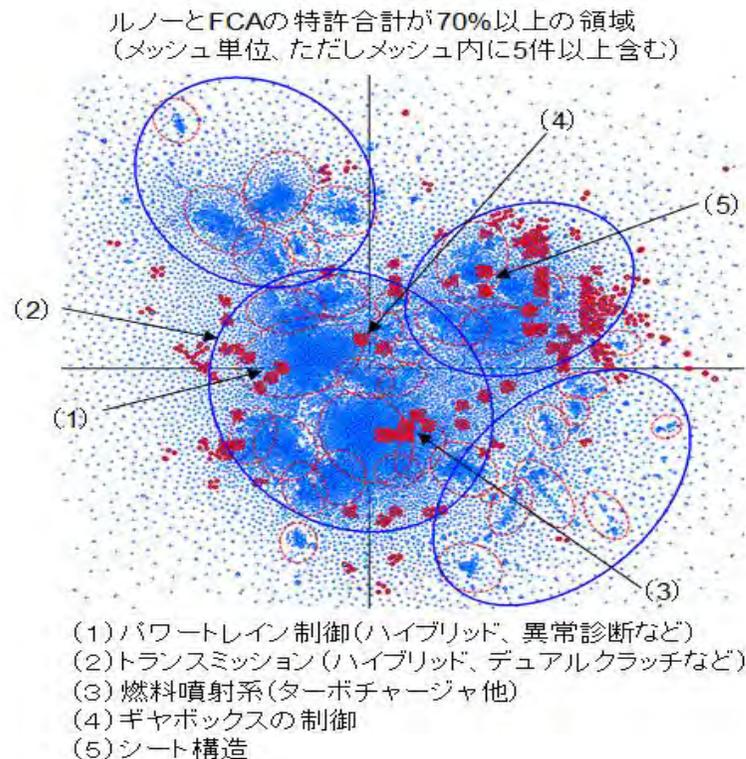


出所：VALUENEX、MUMSS

Renault、FCAが経営統合した場合の変化を考察

ルノーとFCAの特許合計が70%以上の領域

- 仮にRenaultとFCAが経営統合となっても、今後の電動化や自動運転の流れなどからすると、技術的に重要な分野におけるシナジーは多くないとの結果である。
- 駆動系では燃料噴射やハイブリッド関連制御などが強化され、車体系ではシート構造が強化される程度と考えられる。



EVや自動走行車のブランド価値はアンダーボディからアッパーボディへシフト

電動化した車両のイメージ(自動運転化前の状態)

アッパーボディ



アンダーボディ



(出所) BMW i3の基本プラットフォーム

自動車のブランド力はアッパーボディが決める

- かつて東京モーターショーで日野が展示したが、アッパーボディとアンダーボディが分離する形態が未来の自動車の理想像。
- EVのアンダーボディは、共通化されたEアクスル(インバーター+モーター+駆動機器)やバッテリーが使用されるため、モデル別の差別化ができなくなる。
- Eアクスルやバッテリーは数量効果を追求せねば収益化できない。このため、従来のような企業単位での戦いでは勝ち目がなく、複数の企業連合に参画することが生き残りの鍵になる。
- 従来のガソリン車では、エンジン、トランスミッション、足回りなどのアンダーボディ性能がブランド力を決定する大きな要素であったが、これらは企業単位での戦いの主領域。
- 自動走行が実用化すれば、アッパーボディの重要性が高まる。
- ユーザーが希望するアッパーボディを連結する。仕事モード、ベッドモード、エンターテインメントモードなど、色々な種類のアッパーボディが開発され、これが自動車のブランドを決定する重要要素になる。
- ソニーなどはアッパーボディにおけるサービスを映画、音楽、ゲームなどのコンテンツ提供で高める戦略。
- メンテナンスも容易になる。
- アッパーボディとアンダーボディの寿命は異なり、製品サイクルが変化。将来のリース中心の対応を考えれば、長期使用ではなく、製品寿命3年のクルマ生産が当たり前になる。

Eアクスル関連サプライヤー

	インバータ	モータ	減速機
日系サプライヤー			
BluE Nexus	○ (デンソー)	○ (アイシン、デンソー、 トヨタ自動車)	○ (アイシン)
日本電産	○ (明電舎、内製)	○ (内製)	○ (内製、ユニバンス)
日立アステモ	○ (内製)	○ (内製)	○
三菱電機	○ (内製)	○ (内製)	-
明電舎	○ (内製)	○ (内製)	○
ジャトコ	-	○ (日産自動車、内製)	○ (愛知機械工業)
愛知製鋼	-	○ (内製)	○ (内製)
TOP	○ (外部調達)	○ (内製)	○ (内製)
ユニバンス	-	○ (内製)	○ (内製)
ヤマハ発動機	○	○	○
日本精工	-	○ (内製)	○ (内製)
IJTT (商用車用)	-	○外部調達→内製化検討	○ (内製)
武蔵精密工業 (二輪車用)	○	○	○ (内製)
海外サプライヤー			
Bosch	○ (内製)	○ (内製)	○ (Linamar)
Vitesco Technologies	○ (内製)	○ (内製)	○ (Dana Graziano)
ZF Friedrichshafen	○ (内製)	○ (内製)	○ (内製)
Borg Warner	○ (内製)	○ (内製)	○ (内製)
Schaeffler	○ (外部調達)	○ (内製)	○ (内製)
Valeo Siemens eAutomotive	○ (内製)	○ (内製)	○
GKN Automotive	○	○ (内製)	○ (内製)
Magna International	○ (内製)	○ (内製)	○ (内製)
Linamar Corporation	○	○	○ (内製)
AVL	○	○	○
Hyundai WIA	○ (Hyundai Mobis)	○ (Hyundai Mobis)	○ (内製)

出所：会社資料等よりMUMSS作成、一部MUMSS推定

注：○は当該部品を提供可能、-は当該部品のラインナップ無しと推察

自動車産業に属する企業のPBR(2022年7月)

低PBR企業の共通要因～米国への収益依存が高い、持続的成長シナリオが不透明

スズキといすゞの共通要因～アジアが収益の柱

デンソーは1.32倍～半導体やインバーター生産、アンダーボディでの主役になるポテンシャル
主要部品会社は1倍割～トヨタ紡織は0.95倍、アッパーボディの主役になるポテンシャル

	低PBR	(倍)		1倍以上	(倍)		新規参入企業	(倍)
7201	日産自動車	0.44	6902	デンソー	1.32	6594	日本電産	3.83
7267	ホンダ	0.55	7211	三菱自動車	1.31	6758	ソニーグループ	1.93
7269	マツダ	0.56	7269	スズキ	1.22			
7205	日野自動車	0.79	7202	いすゞ	1.11			
6473	ジェイテクト	0.55	7203	トヨタ自動車	1.03			
7259	アイシン	0.62	7272	ヤマハ発動機	1.02			
7282	豊田合成	0.69	7270	SUBARU	1.00			
3116	トヨタ紡織	0.95						

事業領域がパッシブセーフティとアクティブセーフティとの融合へ

同業他社はアクティブセーフティにも注力

		豊田合成	Takata	Autoliv	ZF TRW	KSS
パッシブセーフティ	エアバッグ	○	○	○	○	○
	インフレーター	○	○	○	○	○
	ステアリング	○	○	○	○	○
	シートベルト		○	○	○	○
	アクティブボディパネル	○				○
	チャイルドシート		○	○		
ブレーキシステム	アンチロックブレーキシステム			○	○	
	横滑り防止システム			○	○	
	油圧ブレーキブーストシステム			○	○	
エレクトロニクス	パッシブセーフティ		○	○	○	
	ブレーキコントロール		○	○	○	
ナイトビジョンシステム	電子制御装置		○	○	○	
	サテライトセンサー			○		
	セーフティメインコントローラ			○	○	
	衝突センサー		○	○		
	統合慣性センサー			○	○	
	ステアリングホイール角度センサー			○		
	ヨーレートセンサー			○		
	ロールレートセンサー			○		
	側面および縦軸加速センサー			○		
	ホイールスピードセンサー			○		
レーダー/センサーシステム	ダイナミクスポットライト			○		
	ナイトビジョン赤外線センサー			○		
ビジョンシステム	中短距離レーダーシステム			○	○	
	長距離レーダーシステム			○	○	
	超高帯域レーダー			○		
	狭帯域レーダー			○		
	マルチモードレーダー			○		
	360度センサー				○	
	単眼カメラ				○	
	3レンズカメラ				○	
	乗員測位センサー					○
	顔認証システム					○
安全用電子部品	単眼カメラシステム			○		
	ステレオカメラシステム			○		
ドライバーアシストシステム	エアバッグ制御ユニット		○		○	
	リモート加速度センサー				○	
	リモート圧力センサー		○		○	
	前方衝突警報システム			○	○	
	アダプティブクルーズコントロールシステム			○	○	
	車線逸脱警報システム		○	○	○	
	車線維持システム			○	○	
車線中央走行支援システム			○	○		
アクティブ/パッシブセーフティシステム	駐車アシストシステム					○
	自動緊急ブレーキシステム				○	
	ステアリングトルクコントロールシステム				○	
	アダプティブ拘束システム				○	
	パッシブ衝突回避システム				○	
	GPS予測セーフティシステム				○	
	アクティブシートベルト			○		

注: 会社資料、Marklines等をもとにMUMSS作成

内装系サプライヤーのM&Aの歴史：Autoliv, ZF

Autoliv

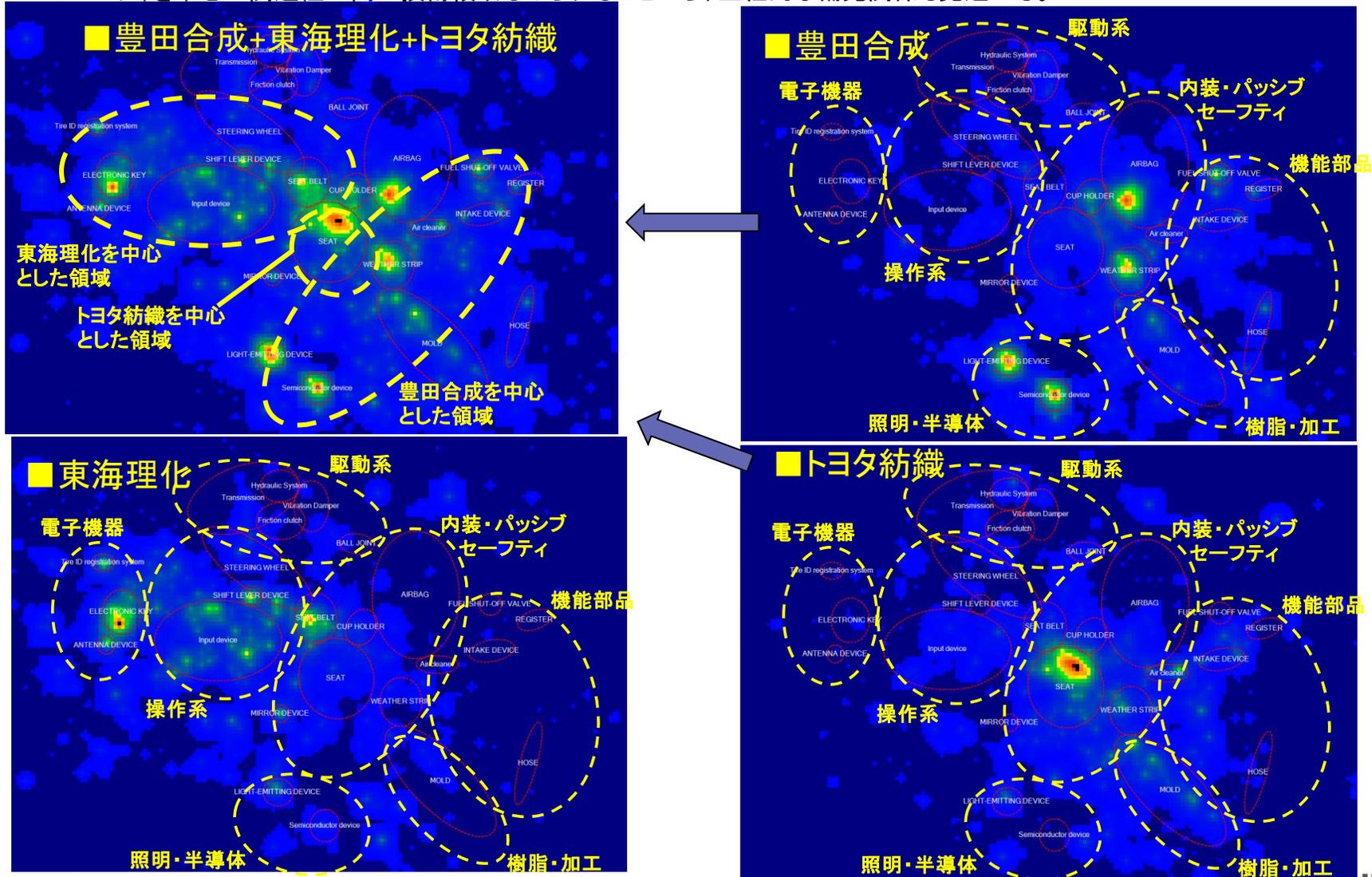
1956年	Autoliv ABがシートベルト事業を開始。
1996年10月	Autoliv ABと、北米・アジアのエアバッグ・リードメーカー、Morton ASPの統合によりAutoliv Inc.設立。
1997年	Marling Industries Plcと、Van Oerle Albertonを買収。
1998年	Autoliv-NokiaおよびNokiaの自動車関連事業の50%株式取得。 Sagem-Autolivの50%株式取得、およびその他エレクトロニクス関連合併会社の株式取得。 日本のSensor Technologies社の資産買収。
1999年10月	エストニアのNorma ASの株式49.5%を取得。同社はロシア向けの大手シートベルトサプライヤー。保有株式数を51%まで引き上げるオプションを取得。
2000年1月	泉自動車99%株式取得。
2000年4月	NSK (北米シートベルト事業) が、アジアシートベルト事業の40%株式取得。
2000年5月	エアバッグインフレーター用インシエーターの大手サプライヤー、OEAを買収。
2000年10月	米国のリード線事業を、Tyco International Ltd.の一部門であるTyco Electronics Corporationへ売却。
2000年11月	韓国の大手部品メーカーMandoと共同で、合併会社Autoliv Mando Corporationを設立。出資比率65%。
2002年4月	VisteonからRestraint Electronics Businessを買収。
2002年9月	Maw Hung Industrial Corporation (中国長春) と新しい合併会社を設立。
2003年4月	欧州の大手エアバッグ用インフレーターおよびインシエーターメーカーLivbag (フランス) の株式17%を取得。
2004年6月	中国長春市に、Maw Hung Industrial Corp.と合併会社Autoliv Maw Hung Vehicle Safety Systems (ACC) を新設。
2004年12月	中国のエアバッグ会社Autoliv (Shanghai) Vehicle Safety Systemsの残りの発行済み株式40%の取得契約を締結。
2006年7月	中国のシートベルトメーカーNanjing Honggouang-Autoliv Safety Systems Co., Ltd. (NHA) に追加投資して20%を新規に獲得、株式保有を70%とした。
2007年1月	韓国Autoliv-Mandoの未取得分株式35%を取得することで合意。
2007年10月	中国の合併会社 Autoliv (Changchun) Maw Hung Vehicle Safety Systemsを完全子会社化。
2007年10月	インドの合併会社「Autoliv IFB Private Limited.」の株式50.01%を取得し、完全子会社化。
2008年7月	Tyco Electronicsの車載レーダーセンサー事業を買収することで合意。買収金額は42百万ドル。
2009年11月	Delphiからパッシブセーフティシステム事業の北米資産を取得することを発表。
2009年12月	Delphiから欧州のエアバッグおよびステアリングホイール事業を買収することを発表。
2010年1月	合併会社「オートリブニテュ」の発行済み株式40%を取得し完全子会社化することで合意。
2010年1月	Delphiから韓国と中国の乗員パッシブセーフティ (OPS) 事業を買収。
2010年3月	Visteonのレーダーシステム事業を買収。
2010年4月	Delphiからパイロテクニク・セーフティスイッチ (PSS) 事業の欧州資産を取得。
2011年11月	米国の化学繊維会社Millikenより、エアバッグクッションのカットソー設備を買収すると発表。
2012年6月	子会社Autoliv Mekan ABをスウェーデンの非公開会社Verktys Allians i Hassleholm ABへ売却。
2015年8月	M/A-COM Technology Solutions (MACOM) より自動車部品事業を買収。
2016年4月	日信工業とのブレーキコントロールシステム合併会社「Autoliv-Nissin Brake Systems (ANBS)」の設立手続きが完了。
2016年9月	Volvo CarsとADASおよび自動運転システムの開発合併会社、Zenuityの設立について合意。

ZF Friedrichshafen

1915年	Luftschiffbau Zeppelin GmbH設立。
1999年夏	Lernförder Metallwaren AGフランスのゴム部品メーカーTurover SAIに出資。
1999年11月	Herman Voss GmbH & Co.KGからFKAを買収。 Mannesmann Sachs AGを買収。
2003年3月	イランのトランスミッションメーカーS.S. Charkheshgar Co.の株式17%を買収。
2006年7月	ZF Getriebe N.V.がPunch International NV.によって買収。
2008年	自動車向けスイッチシステム、センサー、コントロールユニット等のメーカーのCherry Corporationを買収。
2011年	ドイツの自動車部品メーカーHonselよりNuremberg工場を買収すると発表。 Bauknecht Hausgerate GmbHからドイツのザールラント州に位置するNeunkirchen工場を買収すると発表。 南アフリカ子会社Auto Industrial Brake & Chassis Holding Johannesburg (AIBC) を南アフリカのプライベート・エクイティ・ファンドTrinitasに売却。
2014年1月	防振ゴム&プラスチック事業 (Rubber & Plastics business unit) を株洲時代新材料科技股份有限公司 [Zhuzhou Times New Material Technology Co., Ltd. (TMT)] に売却。
2014年9月	米TRWの買収で合意に達したと発表。買収額は12,400百万ドル、買収は2015年上半年に完了する予定。
2015年1月	Robert Boschとの折半出資合併会社 ZF Lenksysteme (ステアリングシステムを開発・生産) の持株 (50%) をすべてRobert Boschに売却。
2015年5月	TRWの買収を完了。アクティブ&パッシブセーフティシステムの開発を担う。買収額は12,400百万ドル。
2015年6月	Halla DAS Lab Europe GmbHを買収。ドイツに拠点を置く半自動運転向けのソフトウェア開発部門。
2016年1月	Illinois Tool Works (ITW) にファスナー事業「Engineered Fasteners and Components」を売却することで合意したと発表
2016年8月	ドイツのHamburgを本拠とするIbeo Automotive Systemsの株式40%を取得したと発表。
2016年8月	Haldexに対する買収提案を発表。
2016年9月	同じくドイツのFriedrichshafenを本拠とするソフトウェア会社doubleSlash Net-Businessの株式40%を取得することで完全子会社のZF Internationalを通じて、Haldexに対する公開買付け (TOB) を断念すると発表。
2016年10月	主要事業に注力するため、子会社Cherry Groupの全株式をドイツの民間投資会社GENUIIに売却。
2016年10月	完全子会社のZF Internationalを通じて、同社が保有するHaldexの株式所有割合を11月30日付で20.11%に縮小したと発表。
2016年11月	

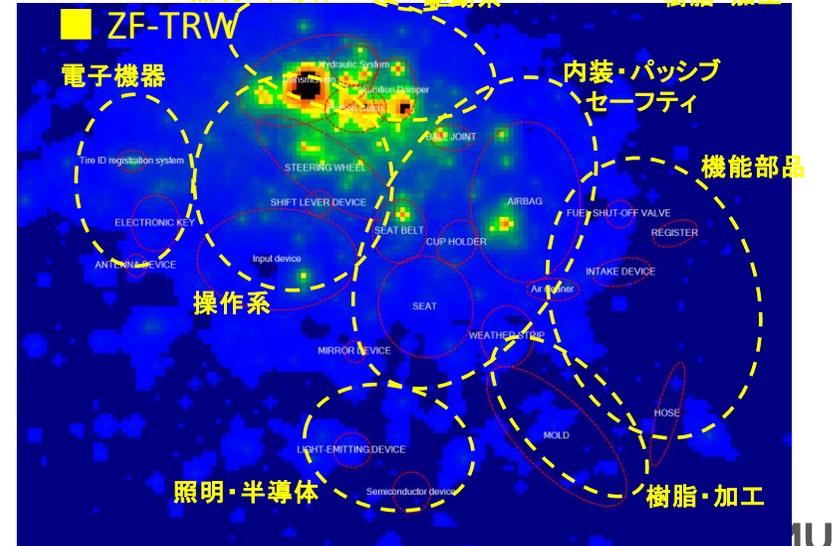
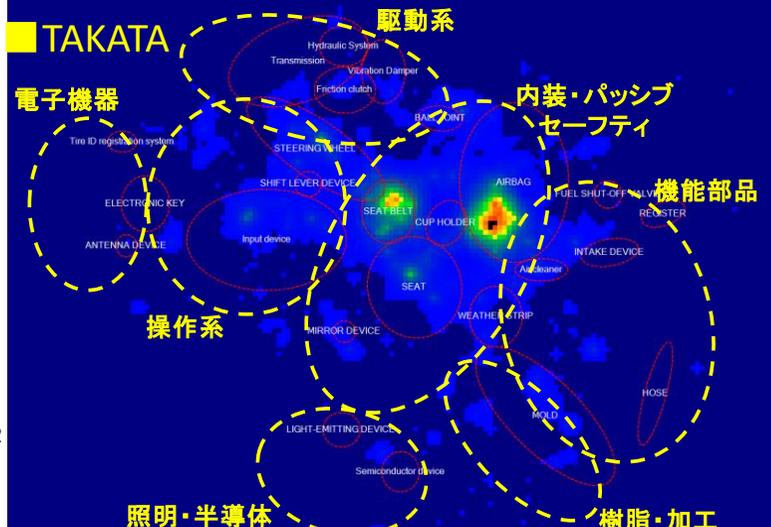
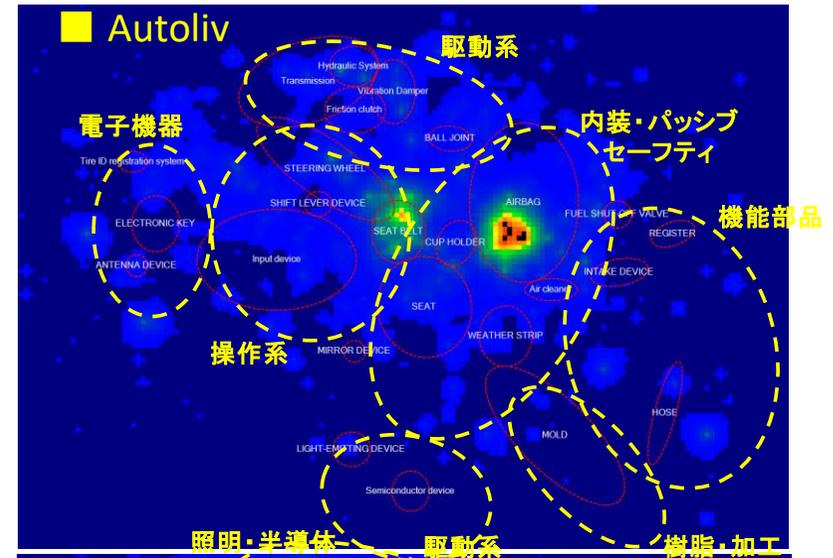
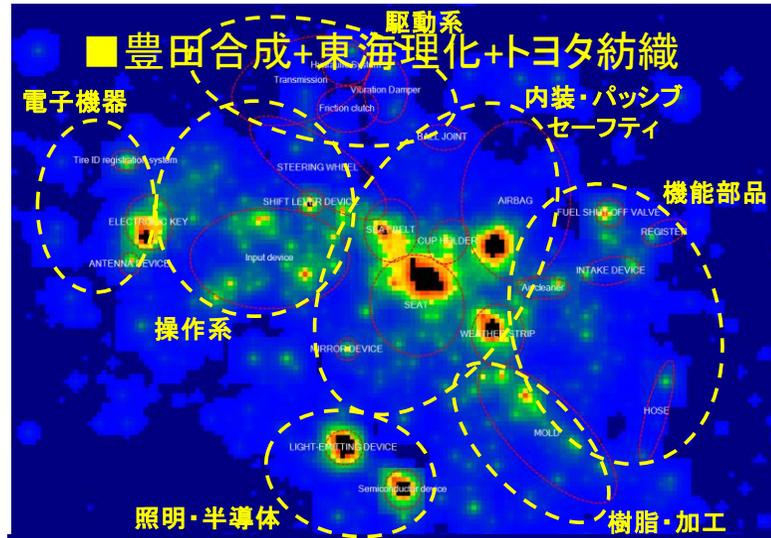
パッシブセーフティ分野におけるトヨタグループ中核3社の補完関係

豊田合成、東海理化、トヨタ紡織は、特許出願の集積の観点から各社が得意とする領域がほとんど重複しておらず、一方でパッシブセーフティを中心に関連性の高い技術領域もみられることから、全社的な補完関係も見込める。



豊田合成、東海理化、トヨタ紡織の3社で人と車の接点となる領域をカバー

豊田合成、東海理化、トヨタ紡織の3社全体が統合した場合、内装やパッシブセーフティを中心に、操作系から照明に至るまで車内で人と車の接点となる領域の大部分を1社でカバーでき、他の競合を凌駕する。



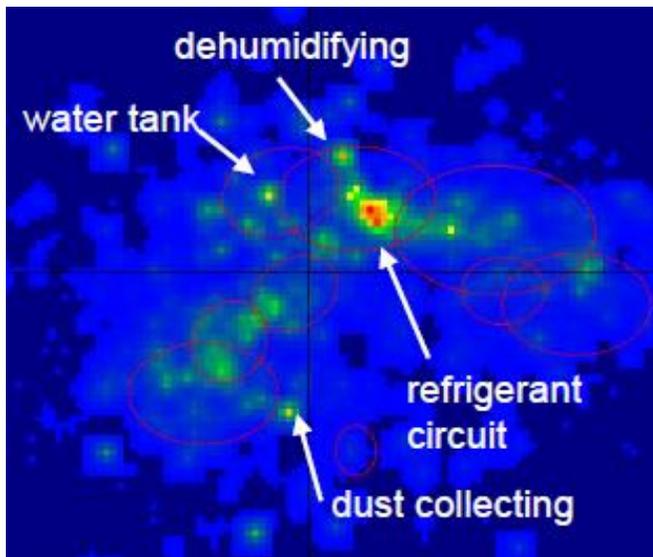
各社同一基準比較
高密度



低密度
集計の範囲: 1
平準化範囲: 5
距離による減衰: 2
色分け強調: 0.01
最大値: 215
最小値: 1

空調分野とダイキンの特許俯瞰図(詳細はダイキン工業のレポート参照)

ダイキンの特許俯瞰図



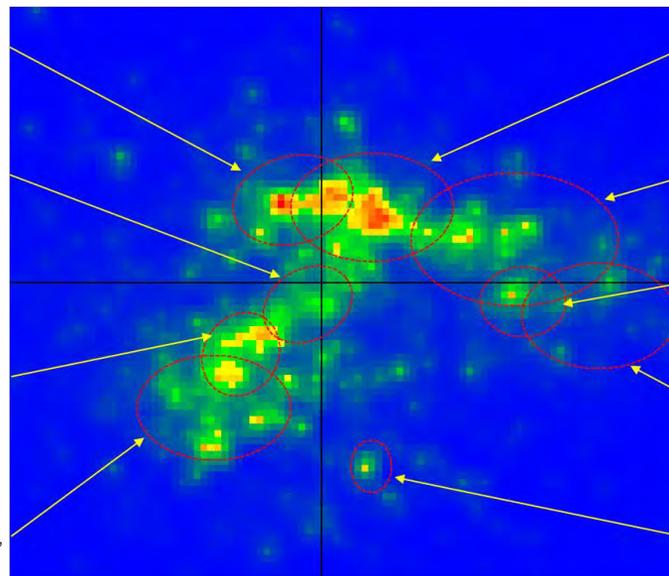
水関連技術(タンク等)
Feature words :water, tank, pipe, heat, pump, valve

排気/換気/空気供給
特徴語:heat, port, exhaust, ventilation, exchanger, fan, outdoor

空調機の躯体(パネル等)
特徴語:conditioner, plate, side, front, body, fan

空調機の躯体(フレーム等)
特徴語:conditioner, frame, body, plate, member, side

既存の空調分野に関する特許の全体像



熱交換器(冷媒含む)
特徴語:exchanger, evaporator, heat exchanger, refrigerant

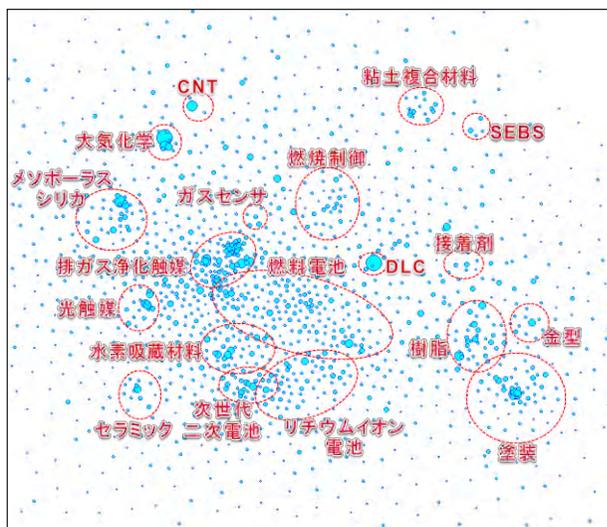
温度制御
特徴語:control, temperature, value, conditioner, operation, indoor

パワーサプライ
特徴語:control, signal, conditioner, power, temperature, information

コントローラ
特徴語:control, information, datum, signal, conditioner

マイナスイオン
特徴語:device, element, part, electrode, voltage, generator

特許俯瞰図の見方



● クラスターには、文書情報が含まれており、XYの座標情報が付加される。

座標には意味は無く、クラスター相互の類似性で配置。

● クラスター間距離は、相互の類似性を表現

● クラスターサイズ(円の大きさ)は、含まれる文献数に比例

ダイキン工業のレポートからの抜粋

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

2019年3月27日

Equity Research

機械

アクション / 目標株価変更

ダイキン工業 (6367)

Overweight

深掘りレポート：ダイキン工業は砕けない。特許分析からみる強さと経営課題

投資アクション (目標株価、業績予想)

ダイキン工業の目標株価を 16,100 円とする。カバーレッジセクター内における同社の今後の株価パフォーマンスが相対的に上位になると考え、レーティングは Overweight とする。

投資判断理由

同社の強みは、基幹部品の内製化や高度な生産技術に支えられた高付加価値製品での優位性と、企業買収を通じて主要地域に確立した強力な販売網にある。これらの優位性から中長期的に業績拡大が続くと考え、レーティングは Overweight とする。

19/3 期は鋼材価格高騰と中国经济減速が業績拡大の重石となっている。

20/3 期からはトータルコストダウンの進展に加え、鋼材価格の下落や Goodman 社との統合によるシナジー効果の出現、主要地域における高付加価値化の進展により、業績は成長軌道に戻ると考える。同社は中長期

で高い成長力を有することから、短期的な業績悪化要因による株価下落はエンタープライズと考える。株価バリュエーションに割高感はなく、業績が成長軌道に戻るにつれて株価も上昇する可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

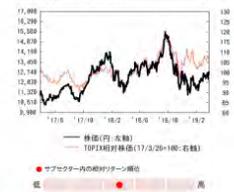
(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

また、今回超長期の成長性を見極めるため特許分析を行った。得られた結果は下記 2 点である。

(1) 既存の空調分野では要素技術でトップクラスの特許ポートフォリオを有し、連続的イノベーションが続く 5~10 年単位では同社の競争優位性は強固である。

(2) 課題として、空調の周辺分野における要素技術強化が必要がある。特に次世代冷媒の開発や ICT 技術では多くのリソースや技術基盤を有するわけではない。この点に関して当社ではすでに大胆な経営施策を打ち出しており、要素技術の補完が進む場合、さらに強固な企業となる可能性がある。

目標株価	10,810 円 → 16,100 円
潜在リターン	+26.0%
主要市場	東証 1 部
株価 (3/26)	12,780 円
52 週高安	15,605 - 11,125 円
発行済株式数	293,114 千株
1 日平均売買代金 (過去 1 年)	11,321 百万円
ベータ	1.24
ROE (19/3E)	15.6%
株主資本比率 (19/3E)	49.8%
予想配当利回り (19/3E)	1.1%
外国人持株比率 (18/9)	33.8%



佐々木 賢

アナリスト
03-6627-5281
sasaki-susasa@sc.mufg.jp



<連結>	売上高	営業利益	経常利益	当期利益	EPS	1株配当	PER	PBR				
決算期	百万円	前年比%	百万円	前年比%	円	円	倍	倍				
17/3	2,043,968	0.0	230,769	5.9	231,013	10.3	153.938	12.4	326.3	130.0	-	-
18/3	2,250,950	12.1	253,759	10.0	255,019	10.4	159,051	22.9	549.4	140.0	-	-
19/3 新卒	2,488,000	8.6	275,000	8.4	278,000	9.0	192,400	1.8	657.8	140.0	19.4	2.86
旧卒	2,311,000	0.9	276,700	9.0	278,400	9.2	181,300	-4.1	619.9	-	20.6	-
セグメント	2,478,830	8.2	272,377	7.3	274,442	7.6	186,089	-1.8	630.2	-	20.1	-
セグメント	2,480,000	8.3	270,000	8.4	268,000	5.1	160,000	-4.8	615.4	140.0	20.8	-
20/3 新卒	2,643,000	6.3	300,500	9.3	303,500	9.2	211,000	9.7	721.4	180.0	17.7	2.55
セグメント	2,618,144	5.6	296,805	9.7	301,158	9.7	205,543	10.5	702.7	-	18.2	-
21/3 新卒	2,797,900	5.8	333,300	10.9	337,300	11.1	234,900	11.3	803.1	200.0	15.9	2.28

(出所) 会社資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成。予想は三菱UFJモルガン・スタンレー証券 (注1) EPS、1株配当、PER及びPBRは今期発行済株式数より自己株式を除いた株数に基づき算出 (注2) コンセンサスは IPS コンセンサス

表末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照ください。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

2019年3月27日
ダイキン工業 (6367)

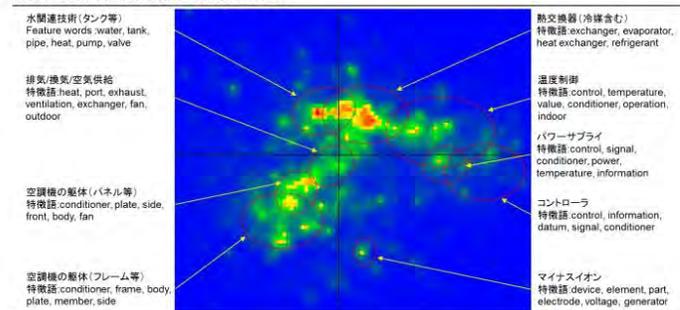
3-2 既存の空調分野では、ダイキン工業は世界トップクラスの知財を有する

まず、既存の空調分野に関する特許の全体像を図表 39 から 41 に示す。2001 年以降、空調に関する特許は年間約 4,000 件から約 12,000 件程度出願されている。

制御技術、熱交換器、換気、ルームユニットに関する特許が多い

この中で出願数が多い分野は、制御技術に関する特許、熱交換器や換気に関する特許、ルームユニットに関する特許であることが見てとれる。その詳細を見てみると、制御装置、安全装置やルームユニットに関する幅広い種類の特許が出願されており、広範な制御技術が空調分野では重要であることを示している。

図表 39：既存の空調分野に関する特許の全体像



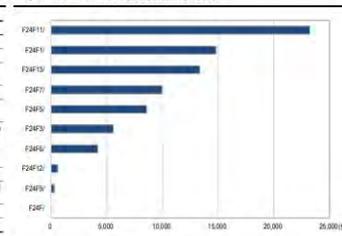
出所：VALUENEX と MUMSS の共同調査
注：特許は 2001 年から 2017 年 6 月末までに公開された特許の分析を行った。全ての図表はことわりが無い限り、この期間で分析している

図表 40：空調機器に関連する IPC グループ

IPCメイングループ	分類内容
F24F111	制御または安全方式またはそれらの装置
F24F11	ルームユニット
F24F131	空気調和、空気加温、換気またはしめへのための気流の利用に共通、またはそれらのための細部
F24F7	換気
F24F51	F24F11/00またはF24F3/00に適用されない空気調和方式または空気調和装置
F24F31	調整された1次空気を1層またはそれ以上の中央装置からその1次空気の2次処理を行なってもよい層または空間に設置される分配ユニットに供給するよう空気調和方式、このような方式のために特別に設計された装置
F24F61	空気加温
F24F121	空気調和、換気またはろ過におけるエネルギー回収システムを用いるもの
F24F91	しめへのための気流の利用
F24F7	未分類

出所：VALUENEX と MUMSS の共同調査

図表 41：IPC の分野別特許公開件数



出所：VALUENEX と MUMSS の共同調査

表末に重要なお知らせを記載していますので、ご参照ください。

松島憲之の自己紹介



■ 略歴

1982年日興リサーチセンターで証券アナリストとしてのキャリアをスタート。1999年に日興ソロモン・スミスバーニー証券(現シティグループ証券)に転籍。陸海空運、その他製造、非鉄金属、電線、薬品、化学、食品、電鉄、精密、機械、自動車セクター(1991年から2013年)を担当。日経ベリタス(日経金融新聞)・II(インスティテューショナル・インベスター)誌・エコノミスト誌など主要アナリストランキング調査で長期間にわたり1位を獲得。2013年現役引退後、三菱UFJモルガン・スタンレー証券(2013年~2018年)、三菱UFJリサーチ&コンサルティング(2018年~2021年)でチーフアドバイザーを歴任。2021年4月定年退職後、5月から三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社と個人契約を結び委嘱アドバイザーに就任。2021年5月SESSAパートナーズ株式会社のチーフアドバイザーに就任。元デンソー社外監査役。経済産業省伊藤レポート2.0元委員。元日本証券アナリスト協会ディスクロージャー研究会座長。

■ 現職

SESSAパートナーズ株式会社 チーフ・アドバイザー

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社 委嘱アドバイザー

経済産業省 産業構造審議会製造産業分科会委員

経済産業省 サステナブルな企業価値創造のための長期経営・長期投資に資する対話研究会(SX研究会)(伊藤レポート3.0)委員・同ワークショップメンバー

内閣府 知財投資・活用戦略の有効な開示及びガバナンスに関する検討会委員

特許庁 顧客価値の創造と競争力強化に資する知財活用方法に関する調査研究会委員会

日本IR学会理事・副会長

WICIジャパン統合報告アワード審査委員長

一橋大学CFO教育研究センター客員研究員・講師

早稲田大学大学院経営管理研究科(ビジネススクール)非常勤講師