

エア・ウォーターの新中期経営計画「terrAWell30 2nd stage」：収益性と企業価値創造への戦略的転換

Gemini Deep Research

エグゼクティブ・サマリー

エア・ウォーター株式会社が 2025 年 6 月 10 日に発表した新中期経営計画

「terrAWell30 2nd stage」（2025 年度～2027 年度）は、同社の歴史における重要な戦略的転換点を示すものである。長年の目標であった「売上収益 1 兆円」を達成した今、同社は「規模の拡大」から「収益性の追求」へと経営の重心を明確に移行させた。本計画は、営業利益率、ROE（自己資本利益率）、ROIC（投下資本利益率）といった資本効率指標の具体的な目標を掲げ、事業ポートフォリオの変革と株主還元の抜本的強化を二本柱としている。

市場およびアナリストからの評価は極めて高く、計画発表後には株価が大幅に上昇した。特に、経営の重点を「量から質へ」と転換し、収益性向上に徹底的に取り組む方針が「望ましい変化」として歓迎されている。これは、東京証券取引所が推進する資本コストや株価を意識した経営への要請とも合致しており、同社が市場の期待に的確に応えた形だ。

本レポートでは、新中期経営計画の内容を詳細に分析し、その成長戦略、リスク要因、海外展開、人材戦略、そして知的財産・無形資産戦略を多角的に評価する。競合他社である日本酸素ホールディングスや岩谷産業との戦略比較を通じてエア・ウォーターの独自性を浮き彫りにし、投資家、業界関係者、メディア、アナリストの視点からその意義と課題を深く掘り下げていく。

1. 新中期経営計画の解体：「規模」から「質」への転換

本セクションでは、新中期経営計画「terrAWell30 2nd stage」の核心を解き明かす。この計画は、同社の企業史における転換点として位置づけられる。分析の焦点は、あらゆる犠牲を払ってでも成長を追求する姿勢から、より成熟した価値重視の戦略への移行であり、新たな財務目標と資本配分計画が、社内での目標達成と社外からの市場圧力の

両方に対する直接的な応答であることを文脈化して示す。

1.1.戦略的転換点：売上収益 1 兆円から収益性の追求へ

新計画は、長年掲げてきた企業目標の達成を機に、次なるステージへと移行する論理的なステップとして策定された。「規模の拡大」から「収益性の追求」への移行は、企業の成熟を示す明確なシグナルである¹。

前中期経営計画「terrAWell30 1st stage」では、2010 年からグループ全体で取り組んできた「売上収益 1 兆円」という大目標を 2022 年度に達成し、新たな企業ステージに到達した¹。この期間、売上収益と営業利益の年平均成長率（CAGR）はそれぞれ

6.6%、\$4.9%\$ と着実な伸長を遂げたものの、資本収益性は横ばいという課題が残っていた¹。

この達成は、企業戦略の原動力を進化させる必要性を生んだ。M&A を成長の軸としてきた企業にとって、単に規模を追いつけることは、収益性の低下を招きかねない。同時に、東京証券取引所の市場改革やコーポレートガバナンス・コードの浸透により、日本の資本市場は ROE や ROIC といった資本効率と PBR（株価純資産倍率）の改善を強く求めている⁵。売上成長のみを掲げる戦略は、もはや機関投資家の支持を得るには不十分である。このような外部からの圧力と、資本効率が横ばいであるという内部の課題認識が、変革への強い動機となった。

結果として、新計画「2nd stage」では、経営のフェーズを「収益性の追求」へと明確に進め、事業ポートフォリオの変革を断行することが宣言された¹。最終的な目標は、第 3 フェーズ（2028～2030 年度）で「持続的成長への進化」を遂げ、2030 年に向けて時価総額 1 兆円（現状の 2 倍水準）を達成することである³。この「収益性の追求」は単なるスローガンではなく、内部の業績指標と資本市場の要求の両方を満たすための、計算され尽くした必然的な戦略的再編なのである。

1.2.成長の財務設計：資本効率と株主価値

新計画の根幹をなすのは、具体的かつ意欲的な財務目標である。これらの目標は、時価

総額 1 兆円という最終目標を達成するための相互に関連した手段として分析されるべきである。

本計画では、明確な財務目標が設定されている。2027 年度の目標として、営業利益率 8.5%（2024 年度実績 7.0%）、ROE 11%（同 9.8%）、ROIC 7%（同 5.5%）を掲げ、2030 年度にはそれぞれ\$10%\$以上、\$12%\$以上、\$8%\$以上を目指すとしている²。

表 1 : terrAWell30 2nd stage の主要財務・非財務目標

項目	2024 年度実績	2027 年度目標	2030 年度目標
財務 KPI			
営業利益率	7.0%	8.5%	\$10%\$以上
ROE	9.8%	11%	\$12%\$以上
ROIC	5.5%	7%	\$8%\$以上
非財務 KPI	(基準年/実績)	(目標)	(目標)
GHG 排出量削減率	2020 年度比 \$3.4%\$削減	-	2020 年度比 \$30%\$削減
廃棄物リサイクル率	2021 年度比 77% (基準 65%)	-	80%
水使用量原単位削減率	2021 年度比 \$9.5%\$削減	-	2021 年度比 \$10%\$削減
女性管理職比率（単体）	2021 年度比 5.7% (基準 4.0%)	10%	15%
休業災害度数率	2021 年度比 1.34 (基準 1.15)	0.9 以下	0.8 以下

出典：¹に基づき作成

この目標達成のため、3 年間で総額 4,000 億円のキャピタルアロケーション（資本配分）が計画されている。内訳は、投資に 3,200 億円、株主還元に 800 億円である²。投資計画は前計画期間の 2,864 億円から大幅に増加しており、そのうち 2,500 億円が M&A や設備投資といった成長投資に、700 億円が維持・更新投資に充てられる²。特

に「飛躍的成長に向けた大型投資は、必要に応じた負債調達により積極的に実行する」と明記しており、成長加速への強い意志を示している¹。

表 2：資本配分計画（2025-2027 年度 vs 2022-2024 年度）

項目	2022～2024 年度実績	2025～2027 年度計画	増減
成長投資			
設備投資	1,640 億円	2,500 億円	+860 億円
M&A	663 億円		
設備投資（維持・更新）	562 億円	700 億円	+138 億円
投資計	2,864 億円	3,200 億円	+336 億円
株主還元	443 億円	800 億円	+357 億円

出典：²に基づき作成

この資本配分計画は、過去の資本効率に対する批判を払拭すると同時に、M&A 主導の成長モデルを継続するという二重のコミットメントを示している。ROE や ROIC という明確な目標を掲げることで、経営陣が投下資本に対するリターンに責任を持つことを市場に約束している。一方で、成長投資額を増加させ、大型投資には負債も活用する姿勢は、収益性追求が成長の鈍化を意味するものではないという力強いメッセージである。これは、将来の投資リターンが追加の財務コストを十分に上回るという経営陣の自信の表れに他ならない。

1.3. 株主との新たな契約：累進配当と還元強化

株主還元方針は、計画全体の信頼性を担保する上で極めて重要な要素である。特に、累進配当の導入は、将来のキャッシュフローの安定性に対する経営陣の強い自信を示すものであり、大きなコミットメントと言える。

新計画では、株主還元方針が大幅に強化された。具体的には、①配当性向の目標水準を従来の30%から35%へ引き上げ、②持続的な成長と株主還元の両立を目指し「累進配当」を導入、③資本効率や株価水準を勘案した機動的な自己株式取得の検討、という3点が明示された¹。3年間で計画される株主還元総額800億円は、前期間の443億円から倍増近い規模であり、資本配分全体の中でも大きな比重を占めている²。

この還元強化、特に累進配当の導入は、同社の複雑でM&Aへの依存度が高いビジネスモデルが内包するリスクを相殺し、株価の評価基盤を固めるための戦略的手段である。単なる利益率目標とは異なり、累進配当は減配しないという強固な約束を意味する。これは、経営陣が景気変動の中でも安定的かつ成長性のあるキャッシュフローを生み出す能力に高い確信を持っていることを示唆する。

エア・ウォーターの事業モデルには、M&Aに伴うのれんの減損損失といった、キャッシュを伴わない会計上の損失による利益変動リスクが常に存在する³。安定的で増加していく配当は、こうした会計上の変動から切り離された、具体的で予測可能なリターンを株主に提供する。これにより、インカムゲインを重視する新たな投資家層を引きつけ、株主基盤の多様化と株価の安定化が期待できる。配当利回りが株価の下支えとして機能することで、経営陣は時にリスクを伴う長期的なM&A戦略を追求する柔軟性を確保できるのである。

2. 市場とアナリストの評価：一致した承認の表明

本セクションでは、資本市場および金融アナリストによる新計画への即時的な反応をまとめる。この戦略的転換が、必要不可欠であっただけでなく、主要なステークホルダーが待ち望んでいたものであり、その結果として同社の将来性や企業価値が力強く再評価されたことを示す。

2.1. 初期の市場反応と株価動向

新中期経営計画は、市場から即座にかつ明確に好感され、株価の急騰という形で現れた。2025年6月10日の計画発表を受け、同社株は「大幅反発」を記録した⁴。翌6月11日には、株価は前日比+6.26%の2,120.5円で取引を終え、投資家がこのニュー

スに即座に好意的に反応したことを示している¹⁰。

2.2. ストリートの見解：アナリストの格上げと論評

主要な証券アナリストは、新計画を圧倒的に支持し、投資評価と目標株価を相次いで引き上げた。その称賛の論調の核心にあるのは、同社が「量から質へ」と経営の舵を切ったことへの評価である。

表 3：主要アナリストのレーティングと目標株価の改定（計画発表後）

証券会社	改定日	旧レーティング/ 目標株価	新レーティング/ 目標株価	主な評価コメント
野村證券	2025/06/11	Buy / 3,230 円	Buy / 3,620 円	「量から質へ」の転換を「望ましい変化」と評価。インド・北米、半導体関連に長期的成長を期待。 ¹²
米系大手証券	2025/06/11	1(買い) / 2,200 円	1(買い) / 2,350 円	レーティング「強気」を継続し、目標株価を引き上げ。 ¹³
SMBC 日興証券	2025/01/17	(新規)	1 / 2,430 円	複数の増益ドライバー（海外案件、M&A）を評価。（計画発表前） ¹⁴
アナリスト・コンセンサス	2025/06/15 時点	-	強気買い / 2,710 円	6 名中 4 名が「強気買い」、1 名が「買い」と判断。 ¹⁵

出典：¹²に基づき作成

アナリストの評価は、単に新たな数値目標に反応しているのではない。それは、経営哲学の根本的な変化に対する支持の表明である。これまで、明確な収益性へのコミットメントを欠いた M&A 戦略は、高値掴みや統合の失敗による価値破壊のリスクをアナリストに警戒させていた可能性がある。野村證券がこの転換を「望ましい変化」と評したことは象徴的であり、以前の戦略が株主価値の観点からは最適ではなかったことを示唆している¹²。

アナリストが用いる DCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法やマルチプル法といった企業価値評価モデルにおいて、利益率と ROIC の改善に向けた信頼性の高い計画は、将来のキャッシュフロー予測の増加と、より高い評価倍率（PER、PBR）の正当化に直結する。野村證券による目標株価の大幅な引き上げ（3,230 円→3,620 円）は、この新しい、より信頼性の高い戦略を彼らの評価モデルに組み込んだ数学的な帰結である¹²。アナリストからの好意的なレポートは、エア・ウォーターが単なる資産の買収者から、ポートフォリオを戦略的に管理し、事業からより多くの価値を引き出す能力を持つ企業へと成熟したという市場の判断を裏付けている。この信頼性の向上が、リスク認識を低下させ、より高い株価を正当化しているのである。

3. 成長エンジン分析：ポートフォリオ戦略と競争優位性

本セクションでは、エア・ウォーターの成長戦略の核心、すなわち多様なポートフォリオ内でのダイナミックな相互作用と、この独自のアプローチが主要な競合他社に対して同社をどのように位置づけているかを深く掘り下げる。

3.1. 「キャッシュカウ」と「成長エンジン」の力学

新計画の中心柱は、古典的なポートフォリオマネジメント戦略である。すなわち、安定的でキャッシュフロー創出能力の高い事業（キャッシュカウ）を用いて、将来性の高い成長分野（成長エンジン）に投資するというものである。計画全体の成否は、この方程式の両輪が健全に機能するかどうかにかかっている。

計画では、国内の産業ガス事業が投資資金を生み出す「キャッシュカウ」として明確に位置づけられている¹。この事業は、高い市場シェアと安定性を特徴とする¹⁶。一方

で、成長を牽引するエンジンとして指定されたのは、海外市場（特にインド、北米）およびデジタル・半導体関連事業である¹。同社はこれらの分野への投資を加速しており、例えば半導体顧客向けのガス供給プラント投資などが具体例として挙げられる¹⁷。

これと並行して、既存事業を徹底的に見直し、低成長・低収益事業については「改善・合理化」を進め、場合によっては「撤退含め見極め」を行うことで、経営資源を成長分野に再配分する¹。これこそが、アナリストが重要視する「選択と集中」の実践である⁸。

この戦略の成功は、これまで資産を蓄積することに注力してきた企業文化から、規律に基づき、非情とも言えるポートフォリオ管理へと移行できるかにかかっている。エア・ウォーターは M&A を重ね、多岐にわたる事業群を築いてきた¹⁶。これは、グループ内の全事業を守ろうとする自然な組織的慣性を生み出す。しかし、計画で用いられている「徹底的に見直し」「撤退含め」といった強い言葉は、単なるホールディングスカンパニーから、プライベートエクイティファームのように能動的にポートフォリオを管理するモデルへの移行を示唆している。これを実行するには、長年グループの一員であった事業であっても、業績が振るわない資産を特定し、売却や閉鎖という困難な決断を下す能力が経営陣に求められる。

例えば、原料高騰などの影響で営業利益が減少したアグリ&フーズ事業は、この新方針の試金石となるだろう¹⁹。同社は低採算取引の見直しや事業強化による収益改善に取り組むとしているが²¹、ここでどれだけ断固たる措置を講じられるかが、新戦略へのコミットメントを測る先行指標となる。理論上は堅実な「キャッシュカウから成長エンジンへ」のモデルも、その実行こそが真の挑戦なのである。

3.2. 戦略的ベンチマーキング：専門特化企業群の中の多角化された巨人

エア・ウォーターの「全方位」的な多角化戦略は、国内の主要な競合である日本酸素ホールディングス（NSHD）や岩谷産業の、より焦点の定まったアプローチとは著しい対照をなす。以下では、これら3社の中期経営計画を比較し、エア・ウォーター独自の戦略的ポジショニングを明らかにする。

- エア・ウォーターの戦略：「terrAWell30 2nd stage」
産業ガス、医療、エネルギー、農業・食品など、極めて広範な事業領域をカバーする多角化モデルを特徴とする⁸。新中計では、このモデルを維持しつつ、収益性の

向上と積極的なポートフォリオ管理を追求する 1。

- 日本酸素ホールディングスの戦略：「NS Vision 2026」
米国やアジアでの大型 M&A を通じて、中核事業である産業ガス・エレクトロニクスガス事業のグローバル展開に主眼を置く 18。その目標は、Linde や Air Liquide といったグローバルメジャーと伍する世界的なガスサプライヤーとなることであり、この専門領域内でのオペレーショナル・エクセレンスと DX を推進している 24。
- 岩谷産業の戦略：「PLAN27」
「水素エネルギー社会の実現」に向けたリーダーとなることに明確な戦略的重点を置いている 26。計画投資額 4,700 億円のうち、1,780 億円という巨額が水素サプライチェーンの構築に充てられる 27。LP ガス事業なども手掛けるが、企業としてのアイデンティティと成長ストーリーは、ますます水素に結びついている 26。

表 4：中期経営計画の戦略比較：エア・ウォーター vs 日本酸素 HD vs 岩谷産業

項目	エア・ウォーター株式会社	日本酸素ホールディングス株式会社	岩谷産業株式会社
計画名	terrAWell30 2nd stage	NS Vision 2026	PLAN27
期間	2025-2027 年度 (3 カ年)	2022-2025 年度 (4 カ年)	2023-2027 年度 (5 カ年)
主要財務目標	ROE: 11% (27 年度) ROIC: 7% (27 年度)	ROCE after Tax: \$6%\$ 以上 (26 年 3 月期)	ROE: \$10%\$ 以上 (28 年 3 月期) ROIC: \$6%\$ 以上 (28 年 3 月期)
投資計画	3,200 億円 (3 カ年)	560 億円以上のコスト削減目標 (4 カ年)	4,700 億円 (5 カ年)
戦略的焦点	多角化ポートフォリオの収益性向上	産業・電子ガスのグローバルリーダーシップ	水素エネルギー社会の実現
株主還元方針	配当性向\$35%\$ 目標、累進配当導入	(個別方針は資料に明記なし)	配当性向\$20%\$ 以上目標、累進配当

出典：¹に基づき作成

この比較から、エア・ウォーターは業界内で「安定したコングロマリット」としての地位を確立しようとしていることがわかる。これは、NSHD の「グローバル・ピュアプレー（専業）」戦略や、岩谷産業の「高成長・高リスクな水素への賭け」とは異なる、低リスクで多角化された投資対象としての魅力を提供するものである。

投資家の視点から見れば、これら 3 社はそれぞれ異なるリスク・リターン特性を持つ。NSHD は、グローバルな産業ガス市場への直接的な投資機会を提供する。リスクは事業集中にあり、リターンは真のグローバルリーダーとなることにある。岩谷産業は、未来技術へのベンチャーキャピタル的な投資と言える。水素経済が爆発的に成長すれば株価は数倍になる可能性があるが、停滞すれば巨額の資本が毀損する。これはハイリスク・ハイリターンな選択肢である。

これに対し、エア・ウォーターは第三の道を行く。その多角化は、特定のセクターの不振に対する自然なヘッジとして機能する⁸。成長は着実で、他社ほど華々しくはないかもしれないが、より信頼性が高い。新中計が収益性と累進配当を強調することで、この「安定した多角化企業」というアイデンティティは一層強化される。同社は、変動の激しい世界において、巧みに管理された収益性の高いコングロマリットが、専門特化した企業よりも魅力的であり得ると考えているのである。

4. リスク評価：変革に伴う課題の克服

本セクションでは、「terrAWell30 2nd stage」の成功を妨げる可能性のある潜在的なリスクや逆風を批判的に評価する。計画は市場から好意的に受け入れられたものの、その野心的な目標には、慎重に監視すべき実行上、財務上、そして外部環境上のリスクが内在している。

4.1. 複雑なポートフォリオ変革における実行リスク

最も重大な内部リスクは、270 社以上に及ぶ広大なグループ全体で計画されたポートフォリオ再編を実行する、その純然たる複雑さにある¹⁶。

この計画は、「規模」から「収益性」への根本的な思考転換を組織全体に要求する¹。

低成長・低収益事業を特定し、改善または売却するという戦略は、言葉にするのは容易だが、巨大で分権的な組織で実行するのは困難を極める²。同社の多様なポートフォリオは強みである一方、競合他社以上に高度な「経営効率と選択と集中」を必要とする大きな経営課題でもある⁸。

この実行リスクを示唆する一つの兆候が、非財務 KPI である労働災害の発生率（休業災害度数率）に見られる。この数値は 2021 年度の 1.15 から 2024 年度には 1.34 へと悪化しており、2027 年度目標である 0.9 以下とは逆行している¹。これは、多様で拡大し続ける従業員を管理する上での、根底にあるオペレーション上の課題を示している可能性がある。

この労働災害率の悪化は、単一のデータポイントではあるが、より広範な実行リスクの先行指標、いわば「炭鉱のカナリア」となり得る。M&A によって成長してきたエア・ウォーターの内部には、異なる安全文化や業務手順を持つ多数の企業が混在している¹⁶。災害率の上昇は、これらの異質な企業群の統合（PMI プロセス）が、基本的なオペレーションレベルでさえ完全には機能していない可能性を示唆している。安全プロトコルの標準化は、業務統合の最も初歩的なステップの一つである。もしこれが困難であるならば、収益性の改善や企業間シナジーの創出といった、より複雑な戦略的イニシアチブの実行能力にも疑問符がつく。この実行リスクこそが、中期経営計画の成否を分ける最大の脅威であると言えよう。

4.2. M&A という両刃の剣：のれんと減損リスク

成長ドライバーとして M&A に継続的に依存する戦略（成長投資に 2.5 兆円を配分）は、本質的に同社を重大な財務リスク、特にのれんの減損リスクに晒すことになる⁷。

アナリストは、同社の主要な課題として「一時的な減損リスク」を明確に指摘しており、過去に純利益が赤字見通しとなった要因の一つであったことにも言及している⁸。バランスシートには 3,603 億円の純有利子負債が存在し³¹、大型買収のためにさらなる負債を活用する計画は、このレバレッジと関連リスクを増大させる²。加えて、過去 3 年間の EBIT からのフリーキャッシュフロー創出率は 21%と比較的低く、計画通りに収益性が改善しなければ、増加した負債の返済がより困難になる可能性がある³¹。

この減損リスクを軽減するための直接的なメカニズムが、新たに導入された ROIC 目標である。しかし、これは同時に将来の M&A に対するハードルを引き上げ、適切な買収

対象を見つけることをより困難にする可能性がある。のれんの減損は、買収した事業の将来キャッシュフローが、支払った対価を正当化できなくなった場合に発生する。

ROIC（投下資本利益率）は、買収に用いた負債や自己資本を含む全ての投下資本から生み出される収益性を直接測定する指標である。ROIC 目標を\$7%\$と明確に設定することで²、経営陣は全ての投資、特に M&A に対して、交渉の余地のないハードルレートを設定したことになる。

この規律あるアプローチは、もはや規模や戦略的適合性だけを理由に買収を追求できなくなることを意味する。いかなる買収対象も、\$7%\$の ROIC を上回るリターンを生み出す明確な道筋を持たなければならない。この規律は歓迎すべきものであるが、同時に、許容できる M&A 対象のプールを縮小させる。競争の激しい M&A 市場において、これらのより厳しい財務基準を満たす企業を妥当な価格で見つけることは、以前よりも難しくなるだろう。ROIC 目標は、価値破壊的な M&A のリスクを低減するための必要なツールであると同時に、MTP 全体の成長目標達成に不可欠な、質の高い企業を発掘・買収するという実行上の課題を一層高める両刃の剣なのである。

4.3. 外部の逆風とセクター特有のリスク

同社の多角的なポートフォリオは、マクロ経済のサイクル、地政学的緊張、業界特有の課題など、さまざまな外部リスクに晒されている。

- **半導体サイクル**：デジタル&インダストリー事業は主要な成長ドライバーだが、半導体市場は周期的な変動が激しいことで知られている¹⁷。市場の下降局面は、産業ガスや関連機器への需要に影響を与える可能性がある。
- **エネルギー・原材料コスト**：エネルギーソリューション事業やアグリ&フーズ事業は、LP ガス価格や豚肉価格といった商品市況の変動に直接的な影響を受ける⁸。アグリ&フーズ事業の近年の業績が示すように、コスト上昇を価格に転嫁できなければ、利益率は深刻な打撃を受ける¹⁹。
- **規制・移行リスク**：主要なエネルギー・ガス供給者として、同社は炭素税導入などの気候変動政策に伴う移行リスクに直面しており、これがコスト増につながる可能性がある³²。
- **地政学的リスク**：産業ガスの「地産地消」モデルは直接的な関税の影響を緩和するが²⁰、世界的なサプライチェーンの混乱や地政学的緊張は、機器の調達や多国籍の顧客企業の操業に影響を及ぼす可能性がある³⁴。

5. 主要戦略の深掘り

本セクションでは、高レベルの戦略から一步踏み込み、エア・ウォーターが成長と価値創造を推進するために依存している具体的な事業の柱、すなわち海外展開、人的資本、そして技術について検証する。

5.1. 海外展開：二つの市場の物語（インドと北米）

国内事業が依然として基盤である一方、真の長期的な成長は、主要な海外市場、特にインドと北米での展開の成功にかかっている。これらの市場は、エア・ウォーターの多様な能力に合致した、それぞれ異なるタイプの機会を提供している。

海外戦略は一枚岩ではなく、洗練された二正面作戦である。インドでは「規模」を追求し、基礎産業の成長を取り込む。一方、北米では「技術と価値」を追求し、先進分野をターゲットにすることでグローバルな競争力を磨いている。

- **インド市場：** 主要な成長市場として位置づけられている⁹。過去の買収（**Linde** および **Praxair** の一部事業）をてこに、急成長する鉄鋼業界からの需要を獲得し、液化ガスプラントや充填所のネットワークを拡大する戦略をとる³⁵。インドの産業ガス市場は、冶金・製造業の牽引により年率**\$11%**以上の **CAGR** での成長が予測されており、エア・ウォーターは既に同市場の主要プレーヤーとして名を連ねている³⁶。これは、人口動態と産業成長を捉えるための、量的な拡大を重視した戦略である。
- **北米市場：** こちらも重要な成長市場である¹²。ここでの焦点は、成長著しい半導体産業を含む、より付加価値の高いアプリケーションであり、この先進市場での経験をグローバルに展開することを目指している³⁷。**Noble Gas Solutions**（ニューヨーク州）や **Phoenix Welding Supply**（アリゾナ州）といった近年の買収は販売網を拡大しており³⁸、**American Gas Products**（AGP）の買収は、米国のヘリウム市場に参入し、医療や半導体顧客をターゲットとする戦略的な一手である³⁹。これは、最先端技術、超高純度ガス、高度なサービスソリューションが求められる市場での成功を目指す、質的な戦略である。

この二つの戦略は相互に補完し合う。要求水準の高い北米の半導体市場で得られた経験は³⁷、インドの将来の先進製造業顧客を含むグローバルな事業展開に活かすことができる。インドで磨かれた規模の経済とオペレーション効率は、全世界のコスト管理に貢献する。両方の戦略を成功裏に実行することが、強力で相互に強化し合うグローバルビジネスを構築する鍵となる。

5.2. 競争優位としての人的資本：PMI の哲学

200 件を超える M&A によって築かれた企業において、多様な人材と文化を統合する能力は、いわゆる「ソフトな」課題ではなく、中核的な戦略的能力である。同社の PMI（Post-Merger Integration：M&A 後の統合プロセス）と人材育成へのアプローチは、シナジーを実現し、財務目標を達成する上で中心的な役割を果たす。

グループは 273 社、約 2 万人の従業員で構成され、2000 年以降に 236 件の M&A を経験してきた¹⁶。これは企業文化のモザイクを生み出している。同社は「足し算ではなく掛け算の M&A」を目指し、シナジーによる新たな価値創造を掲げているが⁸、これは単なる財務連結ではなく、深いレベルでの統合を必要とする。PMI プロセスはコスト要因ではなく、学習と発見の源泉と見なされている⁴⁰。新中計には、女性管理職比率を 2027 年に

10%、2030 年に 15%にするという明確な DE&I 目標も含まれている¹。現在の 5.7%という水準は目標には遠いが、目標設定自体が強い意志の表れである。

同社の最大の無形資産は、蓄積された PMI の経験そのものである。新中計の成功は、この統合の「アート（技術）」を、再現可能な「サイエンス（科学）」へと体系化し、スケールさせることができるかにかかっている。これまで、統合は特定の経営幹部の経験に依存する「アート」であったかもしれない。しかし、273 社のポートフォリオを管理し、野心的な ROIC 目標を達成するためには、このプロセスは標準化され、拡張可能な「サイエンス」でなければならない。これには、人事、財務、安全、戦略のための共通プラットフォームの構築が含まれる。

DE&I 目標は、この「科学化」の一部である。それは、タレントパイプライン、昇進基準、そして買収された企業のいかなる人材もトップに立てる包括的な環境作りについて、体系的に考えることを会社に強いる。これは、「本社対子会社」という文化を防ぎ、買収した人材の価値を最大限に引き出すために不可欠である。成功した人的資本戦

略は、利益率の向上や ROIC の達成といった財務目標に直接貢献する。同社の課題であり好機は、暗黙知であった PMI のノウハウを、人材と文化を管理するための全社的な明示的なシステムへと転換することである。これを達成することが、「掛け算の M&A」を現実のものとする鍵となるだろう。

5.3. 無形資産：技術的優位性

物理的な資産や人材に加え、エア・ウォーターの成長は、独自の技術ポートフォリオとエンジニアリングのノウハウによって支えられている。これらは、特に高成長・高収益分野において決定的な競争優位性をもたらす。

同社は、CO₂回収、ガス精製、輸送、貯蔵、そして極低温技術における専門知識を自社の強みとして挙げている¹⁶。重要な半導体市場においては、単にガスを供給するだけでなく、高純度ガス精製装置や排ガス処理システムを含むトータルソリューションを提供し、そのエンジニアリング能力を最大限に活用している¹⁷。製品とサービスを包括的に提供できるこの能力は、重要な差別化要因である。

また、高エネルギーコストと炭素価格の時代において、先進的な熱交換技術によるガス製造プラントのエネルギー効率向上能力は、顧客にとって大きな価値提案となる²⁵。同社は明確な知的財産戦略を持ち⁴³、そのノウハウを活用して、例えば半導体工場向けの特許取得済みキセノン回収技術のような独自のソリューションを創出している⁴⁴。

6. 戦略的展望と総括的評価

本最終セクションでは、「terrAWell30 2nd stage」の全体像を評価し、その目標、市場の反応、成長ドライバー、リスク、そして戦略の柱の分析を統合し、成功の可能性に関する将来を見据えた結論を提示する。

6.1. 包括的評価：価値創造に向けた野心的かつ信頼性のある計画

新中期経営計画は、エア・ウォーターの戦略における、十分に練られ、信頼性が高く、そして必要不可欠な進化である。計画は、規模から収益性へと焦点を移す必要性を正しく認識し、困難ではあるが明確なロードマップを提示している。市場の好意的な反応は正当なものと言える。計画の成功は、最終的には経営陣の実行能力、特にポートフォリオの再構築と M&A の統合をいかに遂行できるかにかかっている。

6.2. ステークホルダーへの考察

- **投資家にとって：** 注目すべき主要な指標は **ROIC** と営業利益率である。低収益事業の具体的な売却は、株価にとって強力なプラス材料となるだろう。累進配当の安定性は、株価の下値を支える強力なサポートとなる。
- **競合他社にとって：** 日本酸素 HD や岩谷産業は、エア・ウォーターがもはや規模だけでなく、収益性と資本効率の面でも競争を仕掛けてきていることを認識しなければならない。これは、高収益案件を巡る競争の激化や、より規律ある価格設定環境につながる可能性がある。
- **経営陣にとって：** 最大の課題は文化的なものである。歴史的に買収を繰り返し、分権的に運営されてきた組織に、収益性と資本リターンを重視する文化をグループ全体に浸透させるには、トップからの絶え間ない注力とコミュニケーションが求められる。人的資本の統合を成功させることが、最も重要な長期的成功要因であり続ける。

引用文献

1. 中期経営計画（2025～2027 年度）「terrAWell ... - エア・ウォーター, 6 月 18, 2025 にアクセス、
https://www.awi.co.jp/ja/ir/news/auto_20250610585732/pdfFile.pdf
2. 中期経営計画 | 経営方針 | 株主・投資家情報 | エア・ウォーター株式会社, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://www.awi.co.jp/ja/ir/management/plan.html>
3. 中期経営計画（2025～2027 年度）「terrAWell30 2nd stage」について - とれまがニュース, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://news.toremaga.com/release/others/3624608.html>
4. 中期経営計画（2025-2027 年度） - エア・ウォーター, 6 月 18, 2025 にアクセス、
https://www.awi.co.jp/ja/ir/management/plan/main/0116/teaserItems2/0/linkList/0/link/newsrelease_terrawell30_20250610_slide.pdf
5. コーポレートガバナンス・コード | サービス紹介 - 日本総研, 6 月 18, 2025 にア

- クセス、https://www.jri.co.jp/service/business4/business_b113/
6. 資本コストや株価を意識した 経営の実現に向けた対応について - JPX, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/jr4eth0000004w6n.pdf>
 7. エア・ウォーターが新中期経営計画を策定、「収益性の追求」へシフト - ガスペディア, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://igaspedia.com/2025/06/11/airwater-terrawell30-2nd-stage/>
 8. エア・ウォーター株式会社: 今後の収益性に関する分析 | 財務レポート LABO - note, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://note.com/finreportlabo/n/n20cd35ffc91e>
 9. エアウォーター---大幅反発、前日発表の中計を受けて国内証券では ..., 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://diamond.jp/zai/articles/-/1051638>
 10. エアウォーター---大幅反発、前日発表の中計を受けて国内証券では目標株価上げ - みんかぶ, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://minkabu.jp/news/4258012>
 11. エア・ウォーター(4088) 株価 | マーケット情報 - 楽天証券, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.rakuten-sec.co.jp/web/market/search/quote.html?ric=4088.T>
 12. 前場コメント No.8 エアウォーター、グリーンエナシ、イオン ..., 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://finance.yahoo.co.jp/news/detail/5bb2deae39b91e5dc6aaea767ace1eef863498c6>
 13. エア・ウォーター(4088):米系大手証券、レーティング強気継続。目標株価引き上げ - 株予報 Pro, 6 月 18, 2025 にアクセス、https://kabuyoho.jp/consNewsDetail?nid=4088_20250610_rep_20250611_110503_1&cat=3
 14. エアウォーター---大幅反発、複数の増益ドライバーなど評価し国内 ..., 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://kabutan.jp/news/marketnews/?b=n202501200452>
 15. エア・ウォーター (4088): アナリストの予想株価・プロ予想 [AIR WATER] - みんかぶ, 6 月 18, 2025 にアクセス、https://minkabu.jp/stock/4088/analyst_consensus
 16. 中期経営計画 - (2022-2024 年度) - エア・ウォーター, 6 月 18, 2025 にアクセス、https://www.awi.co.jp/ja/ir/library/presentation/main/0/teaserItems2/012/linkList/0/link/Medium-term%20Management%20Plan_JPN1208%20.pdf
 17. エア・ウォーター[4088] - 対処すべき課題 | Ullet (ユーレット), 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.ullet.com/%E3%82%A8%E3%82%A2%E3%83%BB%E3%82%A6%E3%82%A9%E3%83%BC%E3%82%BF%E3%83%BC/%E6%A6%82%E8%A6%81/type/task>
 18. 産業ガス大手 2 社、こんなに違う M&A 戦略 大陽日酸とエア・ウォーター、それぞれの道 - 東洋経済オンライン, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://toyokeizai.net/articles/-/130223?display=b>
 19. 2025 年 3 月期 決算短信 [I F R S] (連結), 6 月 18, 2025 にアクセス、

- <https://data.swcms.net/file/awi/dam/jcr:e6d10986-ddcb-49c5-b3e6-7d442ed75a38/140120250513546447.pdf>
20. エア・ウォーター 2025 年 3 月期通期連結決算 (IFRS) | ガスペディア, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://igaspedia.com/2025/05/13/airwater-financialperformance-2025-4/>
 21. 2025 年 3 月期 通期決算説明会 質疑応答要旨, 6 月 18, 2025 にアクセス、https://www.awi.co.jp/ja/ir/library/results/main/00/teaserItems2/0113/linkList/01/link/FY24.4Q_QA_JP.pdf
 22. セグメント別情報 | 財務データ | 株主・投資家情報 | エア・ウォーター株式会社, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.awi.co.jp/ja/ir/finance/segment.html>
 23. 真逆に進む 2 社の戦略 2018 年 10 月 16 日 | 大和総研 | 神谷 孝, 6 月 18, 2025 にアクセス、https://www.dir.co.jp/report/column/20181016_010127.html
 24. SECTION 3 - 日本酸素ホールディングス, 6 月 18, 2025 にアクセス、https://www.nipponsanso-hd.co.jp/Portals/0/images/ir/library/integrated_report/nippon-sanso-holdings-integrated-report_jp-section3_2022.pdf
 25. 経営戦略を聞く／エア・ウォーター 松林良祐社長／地産地消で水素・ガス供給／印高炉向け注力、電炉化も商機 | 鉄鋼・非鉄金属業界の専門紙「日刊産業新聞」, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.japanmetal.com/news-to20240819137192.html>
 26. 中期経営計画「PLAN27」 - IR 情報 - 岩谷産業, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.iwatani.co.jp/jpn/ir/vision/midterm-plan/>
 27. 中期経営計画「PLAN27」 - 岩谷産業, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.iwatani.co.jp/jpn/ir/pdf/plan27.pdf>
 28. 岩谷産業株式会社 中期経営計画「PLAN27」 - YouTube, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.youtube.com/watch?v=UQTqwFtbjvM>
 29. 岩谷産業[8088] - 対処すべき課題 | Ullet (ユーレット), 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.ullet.com/%E5%B2%A9%E8%B0%B7%E7%94%A3%E6%A5%AD/%E6%A6%82%E8%A6%81/type/task>
 30. 中期経営計画 | 日本酸素ホールディングス株式会社, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://www.nipponsanso-hd.co.jp/ir/management/plan.html>
 31. エア・ウォーター (東証:4088) が負債を抱える理由 - Simply Wall St News, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://simplywall.st/ja/stocks/jp/materials/tse-4088/air-water-shares/news/3a4aff848588fad6>
 32. エア・ウォーター株式会社の環境への取り組み：包括的分析 - GX リサーチ, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://gx-research.com/companies/1430001009475/reports/65>
 33. エア・ウォーター【4088】GHG 排出量推移・環境スコア | GX リサーチ, 6 月 18, 2025 にアクセス、<https://gx-research.com/companies/1430001009475>
 34. 【アメリカの半導体】主要半導体メーカー5選と半導体政策を解説 - trend-bizlab-magazine, 6 月 18, 2025 にアクセス、

- <https://trend.bizlab.sg/blog/2023/01/23/america-trend-semiconductor/>
35. エア・ウォーターの強みと成長戦略 | 会社情報, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://www.awi.co.jp/ja/company/strengthandstrategy.html>
 36. インドの産業用ガス市場：世界の市場規模と需要、シェア、トップ傾向とメーカーレポートの洞察と将来予測調査 - SDKI Analytics, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://www.sdkj.jp/reports/india-industrial-gases-market/76965>
 37. FOCUS 1: グローバル&エンジニアリング | 成長戦略 | エア・ウォーター株式会社, 6 月 18, 2025 にアクセス、
https://integrated-report.awi.co.jp/strategy/global_engineering/
 38. Air Water America acquires gas and welding products distributor in Southwest | ROI-NJ, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://www.roi-nj.com/2023/08/09/industry/energy-utilities/air-water-america-acquires-gas-and-welding-products-distributor-in-southwest/>
 39. Air Water America Expands its Helium Gas Business in the United States with the Acquisition of AGP LLC (DBA) American Gas Products - 気体圈子, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://www.igascn.com/global/detail/?TypeId=1036&Id=6409&SortSource=related>
 40. PMI の長期学習メカニズム: エア・ウォーター株式会社を事例として, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/hermes/ir/re/73457/hub020202101301.pdf>
 41. エア・ウォーター, 6 月 18, 2025 にアクセス、
https://www.awi.co.jp/ja/ir/library/report/main/02/teaserItems2/0/linkList/0/link/AW_report2024_A3.pdf
 42. エア・ウォーター・メカトロニクス - SEMICON Japan 2024, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://expo.semi.org/japan2024/Public/eBooth.aspx?BoothID=626435&Task=Products>
 43. 決算業績関連 | IR ライブラリ | 株主・投資家情報 | エア・ウォーター株式会社, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://www.awi.co.jp/ja/ir/library.html>
 44. Semiconductors - Air Products, 6 月 18, 2025 にアクセス、
<https://www.airproducts.com/applications/semiconductors>