

# 富士電機株式会社の財務体質改善事例における会計的考察

建 宮 努

第一工業大学准教授 情報電子システム工学科

The Financial improve case study of Fuji Electric corp.

Tsutomu Tatemiya

## Abstract

This is the financial improve case study of Fuji Electric corp. This company's stock price is rising 77yen to 519yen during 6years by strategic Financial improving. This paper reports how to improve financial problem.

**Keywords:** Fuji Electric corp. , Stock price , Financial improve, Financial analysis.

## 1. はじめに

富士電機株式会社は、1923 年に古川電気工業とドイツシーメンス社との資本・技術提携によって創業した、日本の代表的な重電メーカーである。<sup>1</sup>

電動機の製造からスタートし、1925 年より重電機器事業に進出、変圧器、整流器と事業を拡大するなかで、1933 年には通信機事業にも進出、1935 年にこの通信機事業が分離して現在は日本の IT の代表的メーカーである「富士通株式会社」となっている。<sup>2</sup>

1953 年から半導体事業に進出し、1955 年から火力発電事業にも進出、1960 年には地熱発電事業にも進出し、現在は地熱発電分野で世界シェアナンバーワンとなっている。1969 年には自動販売機の製造事業に進出し、現在では日本でのシェアナンバーワンである。

その後も重電関連の電気をコントロールする技術を中心として、発電所、向上、自動車、鉄道、データセンター、店舗などに関連する事業を展開し、「電気を自在にあやつる技術」を強みとして社会・産業のインフラを支える企業となっている。

本論は、2008 年のリーマンショックを契機として大きく株価が急落した富士電機株式会社が、

現在の株価まで立ち直るまで体質改善の軌跡を 6 年間にわたる決算資料の財務分析を中心に行い、大企業が目的意識を持って株価上昇につながる体質改善を現実的に行い、実際に株価を目標レベルまで改善させた事例として整理することを目的とした。

企業の財務体質の改善のための方策は、さまざまな会計テキストで紹介されてきているが、富士電機はまさにその会計テキスト的な体質改善を現実的に行い、経営者が宣言した株価に到達させた優等生的な事例である。

<sup>1</sup> 創業時の社名は「富士電機製造株式会社」であった。

<sup>2</sup> 創業時の社名は「富士通信機製造株式会社」であった。

現実的な視点からすると、会計テキストでアドバイスされているような方法で企業の財務体質を改善し、株価の上昇を達成することは、なかなかできることではない。

なぜなら、そこにはさまざまな人間が介在し、取引先とのさまざまな事情や、経済・経営環境など外部環境からもたらされる不測の事態、内部経営資源が影響して起こるさまざまな不測の問題などがあるからである。

しかし、富士電機株式会社は強力な経営者のリーダーシップのもと、実際に株価の目標通りの上昇を達成した。

その軌跡を整理し、景気低迷下で体質改善を図ろうとする企業に役立つ情報を発信することが本論の主たる目的である。

以下に富士電機株式会社の過去 10 年にわたる株価の推移表および株価推移グラフを示すが、リーマンショック後の 2008 年 3 月に最安値 1 株 77 円まで下がってしまった株価を、2014 年 1 月には最高値 519 円まで回復させている。<sup>3</sup>

年間高安(過去10年)				② 説明を見る
年	高値(円)	安値(円)	累積売買高(株)	
2014年	519(2014/1/23)	406(2014/2/4)	324,673,000	
2013年	495(2013/12/30)	203(2013/1/9)	1,174,776,000	
2012年	233(2012/1/23)	151(2012/11/13)	1,120,198,000	
2011年	290(2011/2/16)	166(2011/3/15)	1,926,345,000	
2010年	305(2010/4/9)	159(2010/1/4)	3,894,871,000	
2009年	196(2009/3/26)	77(2009/3/11)	1,529,658,000	
2008年	481(2008/6/6)	99(2008/11/21)	1,342,959,000	
2007年	672(2007/1/18)	364(2007/11/27)	1,365,591,000	
2006年	704(2006/5/10)	508(2006/6/14)	702,089,000	
2005年	656(2005/12/22)	271(2005/1/5)	705,776,000	

図 1 富士電機過去 10 年間の株価年間高値安値表

<sup>3</sup>図 1、図 2 の元データは日経会社情報 2014 年 5 月 8 日アクセス。  
<http://www.nikkei.com/markets/company/chart/chart.aspx?scode=6504&ba=1&type=10year>

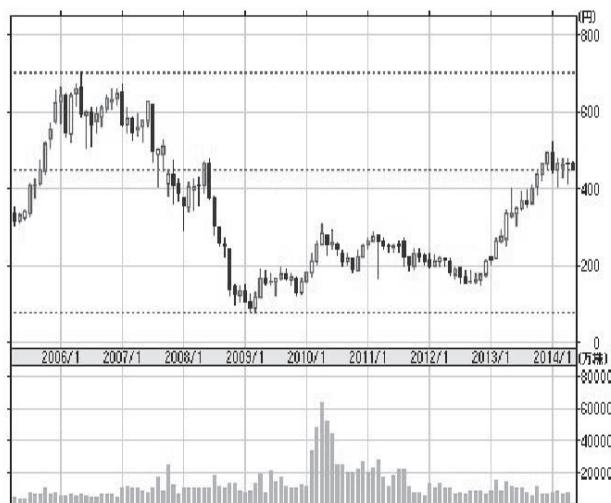


図2 富士電機 過去10年間の株価の推移グラフ

この回復過程の中で、富士電機の経営陣は投資家が望む企業体質の改善を図り、負債を減らし、収益性を高めることで、投資効率の高い企業へと変身を遂げてきた。

その結果として、現在の北澤社長が目標として掲げた「一株500円以上の回復」を2014年1月に達成することとなった。

では、具体的にはどのような手法によって、上記のような改善を図ったのか？以下より過去6年間の財務諸表を提示しながら分析を進めていくこととする。(以下公表された財務諸表は100万円未満切捨ての数値で発表されているため、エクセルで再計算した場合に端数にずれが生じる場合がある。)

まず、6年間の連結損益計算書を以下に示す。<sup>4</sup>

連結損益計算書	21年3月決算	22年3月決算	23年3月決算	24年3月決算	25年3月決算	26年3月決算
売上高	766,637	691,223	689,065	703,534	745,781	759,911
売上原価	644,477	568,966	543,557	546,688	587,457	579,856
売上総利益	122,160	122,257	145,508	156,846	158,324	180,055
販売費および一般管理費	141,015	121,332	133,590	137,592	136,330	146,918
営業利益/損失	-18,855	925	11,918	19,254	21,994	33,137
営業外収益合計	8,198	7,383	6,450	7,223	8,760	7,170
営業外費用合計	10,112	8,846	11,141	7,922	5,038	3,575
経常利益/損失	-20,769	-538	7,227	18,555	25,716	36,732
特別利益合計	3,396	10,241	31,531	2,371	1,045	913
特別損失合計	29,308	18,130	12,310	15,578	10,141	3,907
税引き前利益/損失	-46,681	-8,427	26,448	5,348	16,620	33,738
法人税等合計	27,426	-13,378	10,202	-7,897	-11,426	11,982
少数株主利益/損失	-800	-1806	1141	1443	1676	2172
当期純利益/損失	-73,307	6,757	15,105	11,802	26,370	19,584

図3 富士電機株式会社の過去6年間の連結損益計算書(富士電機HP投資家情報の決算書データより作成)

<sup>4</sup> 決算書データは富士電機IRライブラリーページより入手。

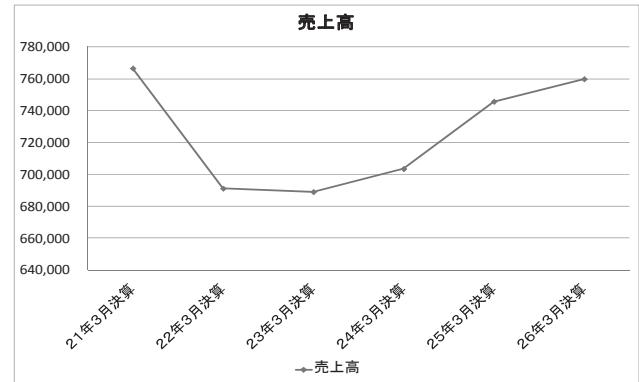


図4 6年間の売上高推移グラフ

(決算書データから作成)

リーマンショックの影響をうけ、21年3月決算での売上高は前年比16.6%減の7,666億円となった。売上高はその後も22年3月、23年3月と減少を続け、24年3月からやや回復して最新の26年3月決算では7,599億円まで持ち直しているが、この6年間ではそれ以前までの売上水準の回復とはなっていない。しかし、後述するように収益性は改善し、そこを市場が評価して株価は急回復している。つまり売上が下がっても、原価、経費を継続的に低く抑えられる経営改善が行われたということで、景気低迷期の経営改善に求められる経営テキスト的な改善手法が取られたということである。

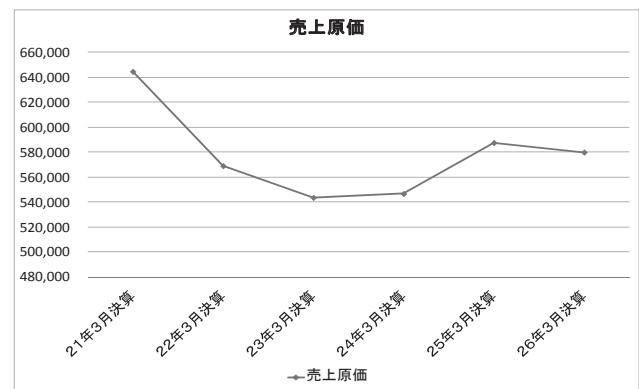


図5 6年間の売上原価推移グラフ(決算書データより作成)

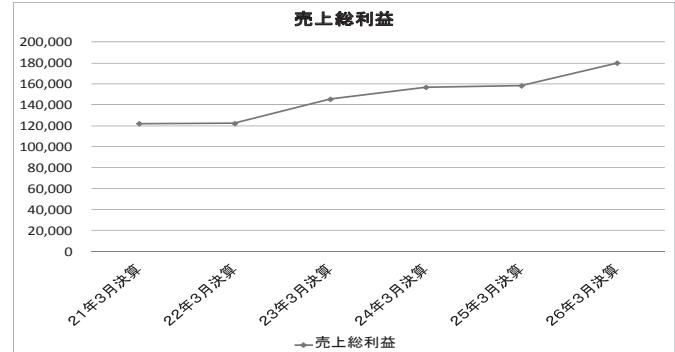


図6 6年間の売上総利益変遷グラフ(決算書データより作成)

コスト低減の方法として、具体的には、生産拠点の海外への移転（マレーシア、フィリピン、中国など）による調達原価、生産関連経費の削減である。

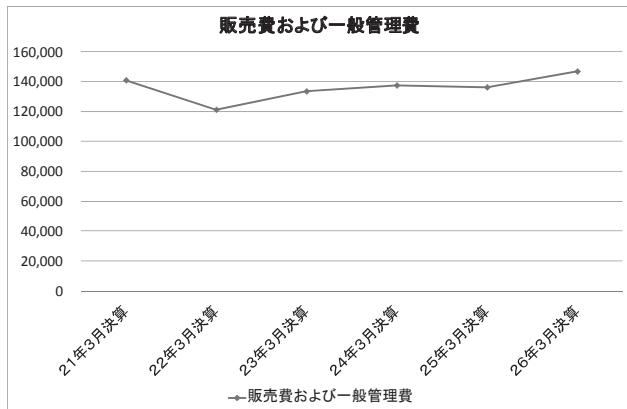


図7 6年間の販売費および管理費の推移グラフ（決算書データより作成）

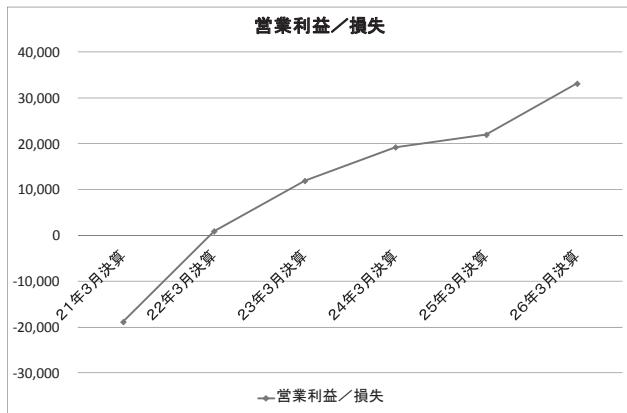


図8 6年間の営業利益・損失の推移グラフ（決算書データより作成）

図5～8の6年間の推移グラフを見てもわかるとおり、生産拠点の海外移転の効果は、売上原価の低減および販売費および管理費の削減に大きく効果があり、結果的に売上総利益を早期に改善させるとともに、営業利益においては22年3月決算から大きく改善している。

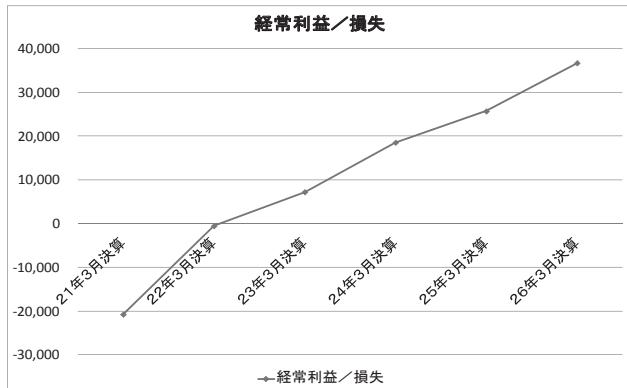


図9 6年間の経常利益損失の推移グラフ（決算書データより作成）

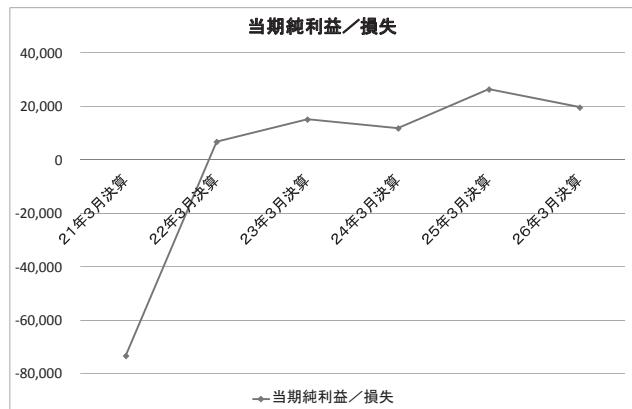


図10 6年間の当期純利益・損失の推移グラフ（決算書データより作成）

この間、経営陣は「損益分岐点売上高の引下げ」を目的とした「総経費の圧縮」により、売上高が成長しなくても利益がでる収益性の高い経営体質への改善を進め、事業部門の再編を進めるとともに伊藤社長から北澤社長への社長交代を行い、株価改善を強く意識した北澤社長のリーダーシップのもと、急速な営業収益の改善を果たしている。

このような急速な業績悪化時のテキスト的な対応としては、あらゆる手を講じて、最終損益の黒字化を早期に果たし、株主にむけて年次報告書などを通じてV字回復のアピールをするとともに、事業を再編し、強みのあるコアコンピタンス事業に集中できる体制をつくる、競争優位性を高めるという手法がある。

富士電機はこの手法を実際に展開し、2010年の年次報告書で大きな赤字からの急速な黒字化をアピールしている。ここで営業損益および経常損益のV字回復の状況（図8および図9）よりも、当期純利益損失のV字回復の状況（図10）のほうがより急速なカーブを描いているが、これは課税所得見込み額が増えたことを前提とした繰延税金資産の積み増しによるものである。この会計処理により、資産が増加するとともに税金等調整額で将来税金が減る効果を収益として認識できるため、より早いスピードで回復しているように見せることができる。

富士電機経営陣は、この急速な回復のアピールとともに、経営体質改善とグローバル化による成長を中心とした中期経営計画を発表し、中長期的な展望を描いている。

21年3月決算時の富士電機の経営体質は、

- 1、借金が多く、
- 2、グループ全体の事業の方向がわかりにくく
- 3、資産効率が悪化しており、
- 4、結果として収益性が悪化しており、
- 5、キャッシュフローの流れが悪化している

という状態だったが、これらの課題についても、テキスト的な優等生の対応を取ることによって、体質改善を図

って来た。以下に 6 年間にわたるバランスシートの推移データを提示する。

連結バランスシート	21年3月決算	22年3月決算	23年3月決算	24年3月決算	25年3月決算	26年3月決算
資産の部						
流動資産合計	463,721	415,673	443,024	453,197	424,706	429,338
現金および預金	85,467	37,344	81,883	64,323	39,750	34,025
売上債権	178,948	223,107	197,350	199,677	216,852	222,481
商品および製品(A)	53,601	36,633	37,935	40,860	42,464	43,180
仕掛品(B)	66,203	35,741	41,132	62,129	39,294	48,030
原材料および貯蔵品(C)	30,770	21,076	30,383	30,323	25,963	30,231
たな卸資産合計(A)+(B)+(C)	150,574	93,450	109,450	133,312	107,721	121,441
当座資産合計(流動資産合計-たな卸資産)	313,147	322,223	333,574	319,885	316,985	307,897
有形固定資産合計	194,552	176,193	165,931	158,439	168,442	172,619
無形固定資産	10,621	10,602	10,146	11,181	12,706	13,874
投資その他資産合計	239,676	306,251	186,584	169,911	159,572	194,775
固定資産合計	444,849	493,046	362,661	339,531	340,720	381,268
総資産合計	908,939	908,936	805,794	792,845	765,561	810,772
負債						
流動負債合計	473,602	380,984	404,898	465,814	380,466	359,457
固定負債合計	289,225	331,820	225,963	143,816	169,424	200,091
負債合計	762,827	712,804	630,861	609,630	549,890	559,548
純資産合計	146,113	196,134	174,935	183,217	215,672	251,225
負債純資産合計	908,940	908,938	805,796	792,847	765,562	810,773

図 11 6 年間のバランスシートの推移表 (決算書データより作成)

バランスシートの体質改善については、経営分析計算による比率分析を行った後に実数の推移をみる方がわかりやすいので、以下に前掲した損益計算書も含めて基本的な財務分析計算を行った表を提示する。

流動性分析	21年3月決算	22年3月決算	23年3月決算	24年3月決算	25年3月決算	26年3月決算
流動比率	97.9%	109.1%	109.4%	97.3%	111.6%	119.4%
当座比率	66.1%	84.6%	82.4%	68.7%	83.3%	85.7%
固定比率	304.5%	251.4%	207.3%	185.3%	158.0%	151.8%
固定長期適合率	102.2%	93.4%	90.5%	103.8%	88.5%	84.5%
負債比率	522.1%	363.4%	360.6%	332.7%	255.0%	222.7%
自己資本比率	16.1%	21.6%	21.7%	23.1%	28.2%	31.0%
収益性分析	21年3月決算	22年3月決算	23年3月決算	24年3月決算	25年3月決算	26年3月決算
総資本利益率	-2.3%	-0.1%	0.9%	2.3%	3.4%	4.5%
自己資本利益率(ROE)	-50.2%	3.4%	8.6%	6.4%	12.2%	7.8%
売上高総利益率	15.9%	17.7%	21.1%	22.3%	21.2%	23.7%
売上高営業利益率	-2.5%	0.1%	1.7%	2.7%	2.9%	4.4%
売上高経常利益率	-2.7%	-0.1%	1.0%	2.6%	3.4%	4.8%
売上高純利益率	-9.6%	1.0%	2.2%	1.7%	3.5%	2.6%
効率性分析	21年3月決算	22年3月決算	23年3月決算	24年3月決算	25年3月決算	26年3月決算
総資本回転率(回)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9
固定資産回転率(回)	1.7	1.4	1.9	2.1	2.2	2.0
売上債権回転率(回)	4.3	3.1	3.5	3.5	3.4	3.4

図 12 6 年間の経営分析計算推移表 (決算書より作成)

企業の財務状況は、一般的に「流動性」、「収益性」、「効率性」の 3 つの視点から分析される。

まず企業の短期支払能力や、資産調達コストをどのくらい自前の資金でまかなえているかを判断する「流動性」の視点で、6 年間の推移を分析してみる。

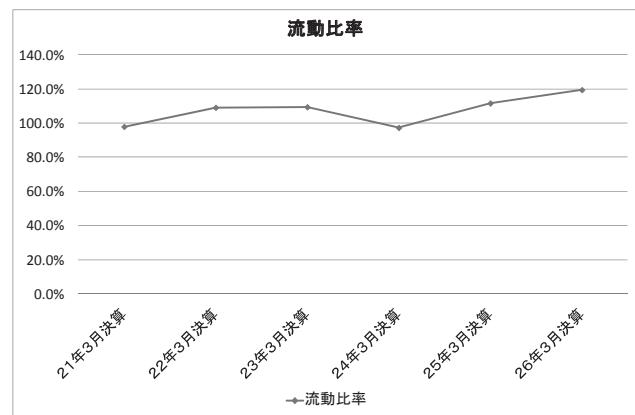


図 12 6 年間の流動比率の推移グラフ (決算書より作成)

流動比率は、「流動資産 ÷ 流動負債」で計算される分析比率で、一年間に返済すべき負債である流動負債を、一年間に現金化する可能性がある流動資産で割ることで、一年後の短期支払能力を示す。健全な企業は、120~150%くらいの比率になり、借金の 1.2~1.5 倍くらいの現金が用意できる可能性があるため、一年後の負債の返済は心配がないと判断できる。富士電機の場合、急激に業績が悪化した 21 年 3 月決算時は、97.9% と 100% を割っており、一年後の流動負債の支払のための現金が足りない状態であった。その後は 24 年 3 月決算時にも 97.3% と 100% 割ることがあったが、大きな傾向としては改善を続けており、最新の 26 年 3 月決算では 119.4% まで改善している。

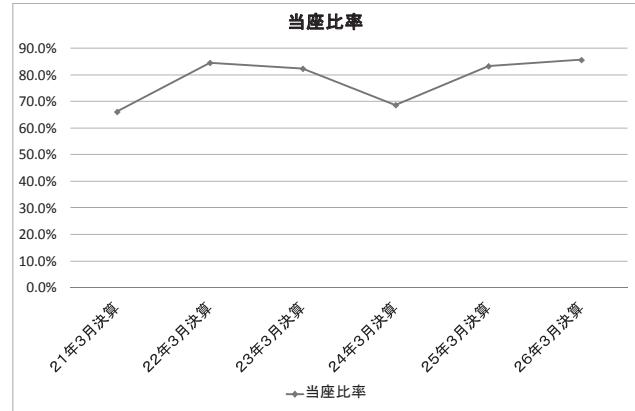


図 13 6 年間の当座比率の推移グラフ (決算書データより作成)

さらに短期現金化がほぼ確実な当座資産だけに資産を

絞った場合に、流動負債の返済能力があるかどうかを見る当座比率（当座資産÷当座負債×100%）を分析してみると、一番厳しかった21年3月決算時は66.1%と短期支払能力にかなり不安がある状態になっていたが、こちらも大きな傾向としては回復を続けており、最新の26年3月決算では85.7%まで回復している。

流動比率や当座比率を改善するためには、流動資産や当座資産を増やす、つまり現金を増やす努力をするか、流動負債を減らす、つまり短期の借金を返済する努力をする必要がある。富士電機が行ったのは、一時的にたな卸資産を圧縮し、遊休固定資産や持ち合い株式の一部を売却して流動負債の返済資金を確保し、短期の借金を減らすという手法である。

この手法により、一時的に流動資産は支払のために減少したが、その後の売上回復とともに売上債権やたな卸資産の増加によって流動資産は増加し、流動負債が減少することによって短期支払能力は改善傾向となった。以下に流動資産関連項目および固定資産、流動負債の詳細傾向グラフを示す。

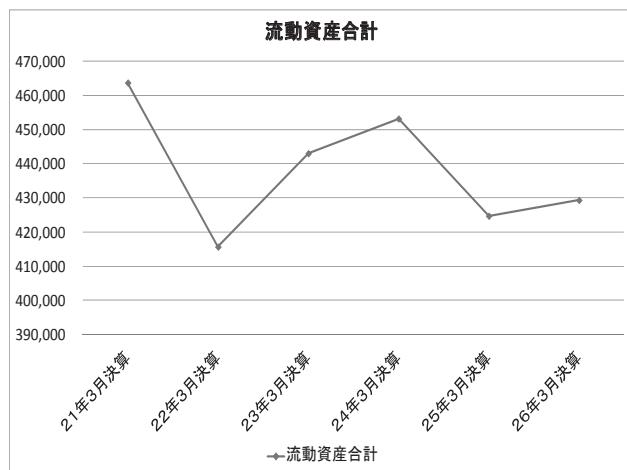


図14 6年間の流動資産の推移グラフ（決算書データより作成）

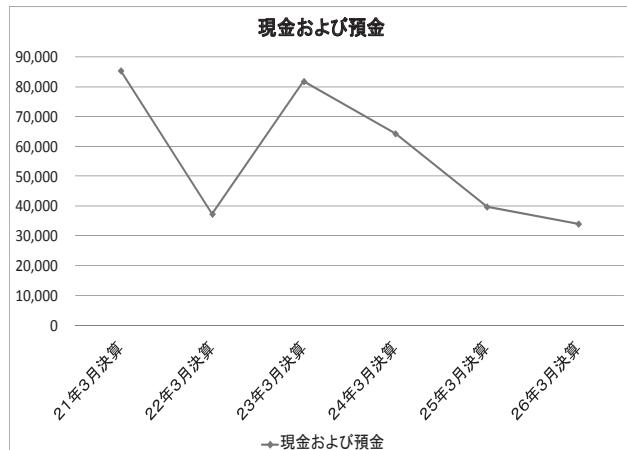


図15 6年間の現金および預金の推移グラフ（決算書データより作成）

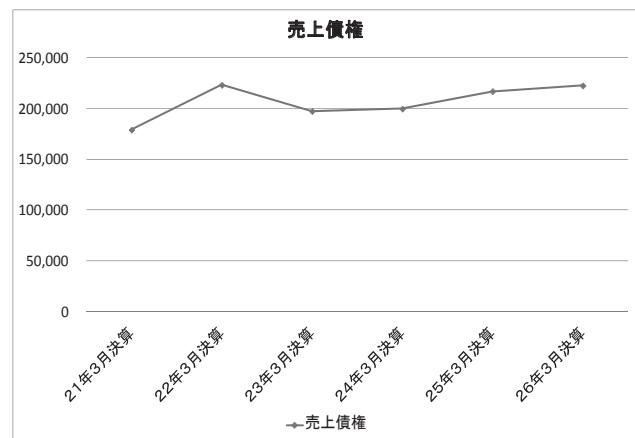


図16 6年間の売上債権の推移グラフ（決算書データより作成）

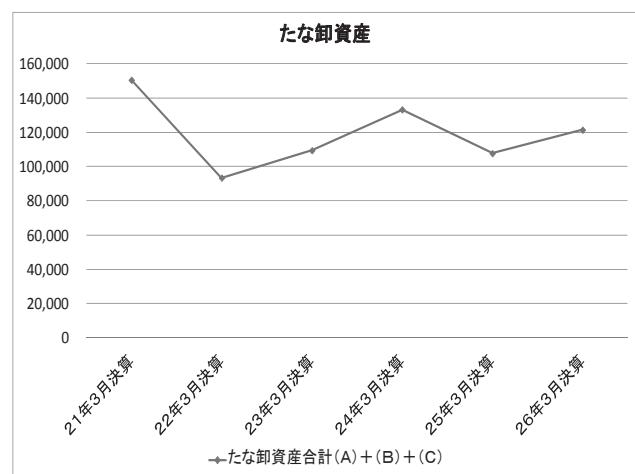


図17 6年間のたな卸資産の推移グラフ（決算書データより作成）

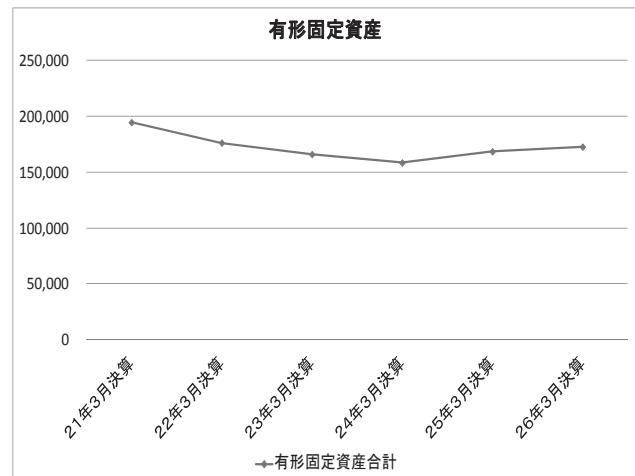


図18 6年間の有形固定資産の推移グラフ（決算書データより作成）

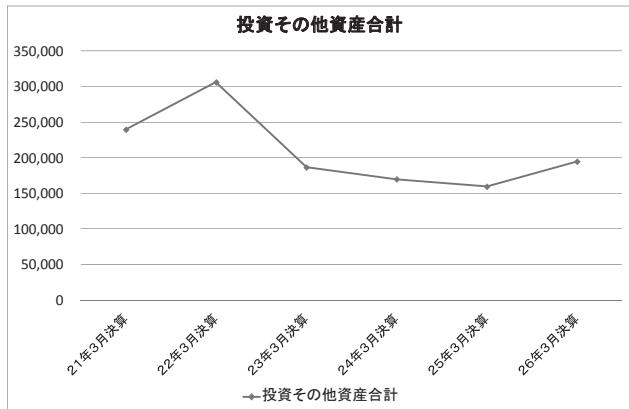


図 20 6 年間の投資その他資産の推移グラフ (決算書データより作成)

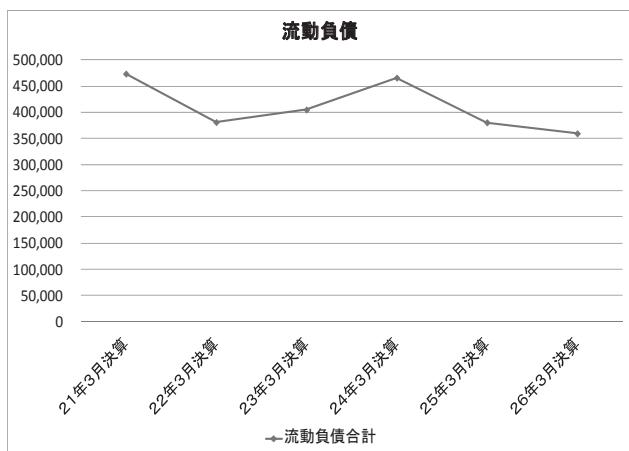


図 19 6 年間の流動負債の推移グラフ (決算書データより作成)

流動性を別の視点から見る固定比率、固定長期適合比率、負債比率、自己資本比率についても分析してみる。

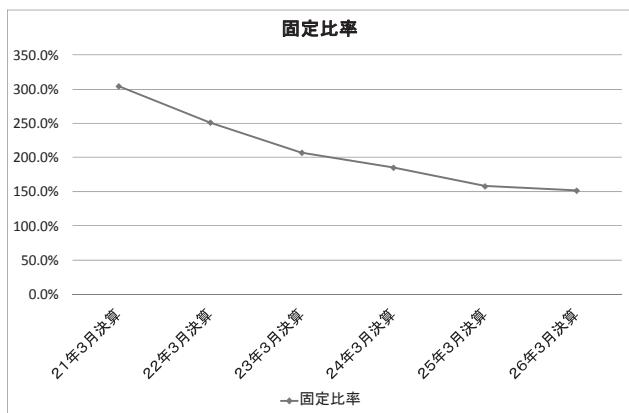


図 20 6 年間の固定比率の推移グラフ (決算書データより作成)

図 20 のグラフで示されているように、長期にキャッシュフローが固定されてしまう固定資産を、自己資本の範囲でまかなえているかどうかを示す固定比率は、21 年 3

月決算時点で 304.5% と自己資本の 3 倍を超えており、多額の借入資金で、収益を生むかどうかの保証がない固定資産を大量に購入している危険な状態であった。

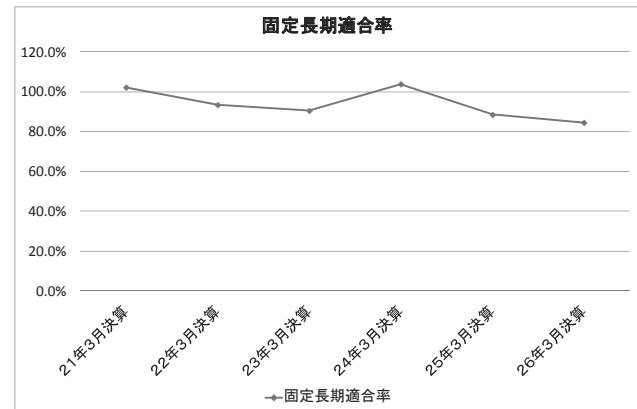


図 21 6 年間の固定長期適合率の推移グラフ (決算書データより作成)

多額の借入資金を使っていても、自己資本に長期借入金や社債など長期負債を加えた範囲で収まっていれば、一年後にキャッシュフローがショートして破たんするリスクはないが、その状況を分析する固定長期適合率も図 21 のグラフのように 21 年 3 月時点では 102.2% と 100% を超えており、一年後に返済する短期借入資本も使って固定資産を購入していた危険な状態であったことがわかる。

その後、この両比率については、短期借入金の長期借入金への借り替えや、遊休固定資産の売却、持ち合い株式の売却によって手にした資金で負債を返済することにより、最新の 26 年 3 月決算で固定比率 151.8%、固定長期適合率 84.5% と大幅に改善しており、早期の経営体質改善を好感したことが株価の上昇要因のひとつとなった。

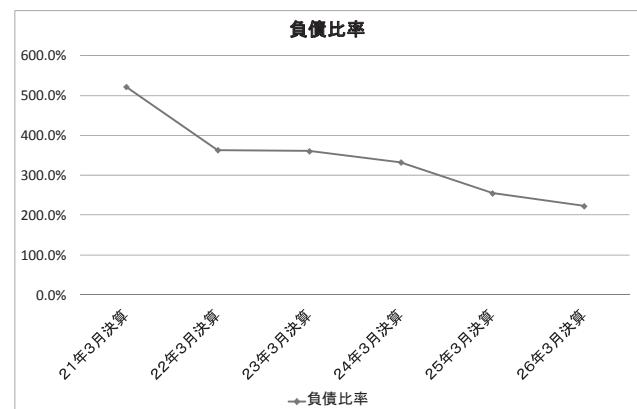


図 22 6 年間の負債比率の推移グラフ (決算書データより作成)

このような一連の改善努力により、図 22 グラフのように、21 年 3 月決算時には、522.1% と自己資本の 5 倍以上もあった借金は、急速に減少し、26 年 3 月決算時には、222.7% まで改善している。

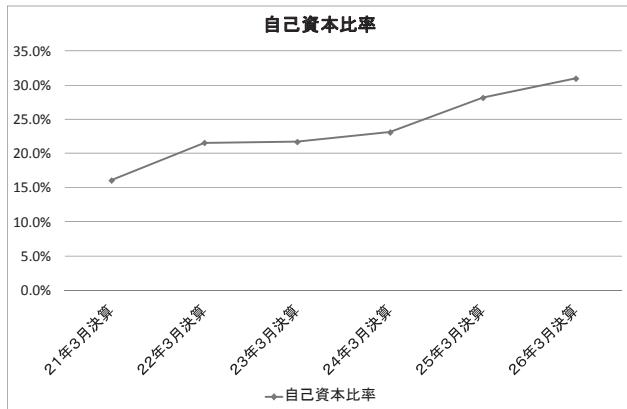


図 23 6 年間の自己資本比率の推移グラフ（決算書データより作成）

同時に自己資本比率も改善し、21年3月決算期には16.1%しかなかった状態から、最新の26年3月決算期には31.0%まで改善している。この負債比率の減少および自己資本比率の増加による筋肉質な経営体質への改善も、株価を上昇させる大きな要因のひとつとなった。

次に企業の儲かりやすさを示す「収益性」について見ていくこととする。

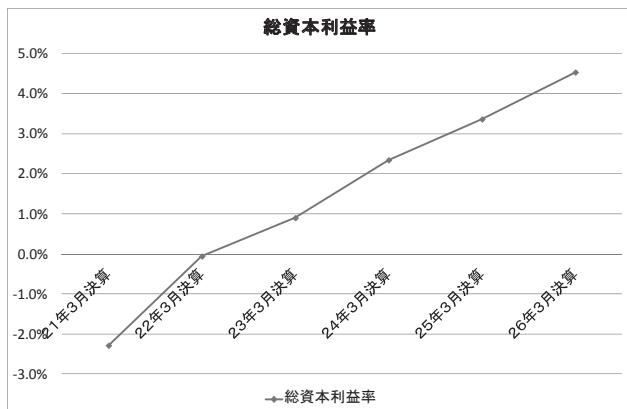


図 24 6 年間の総資本利益率の推移グラフ（決算書データより作成）

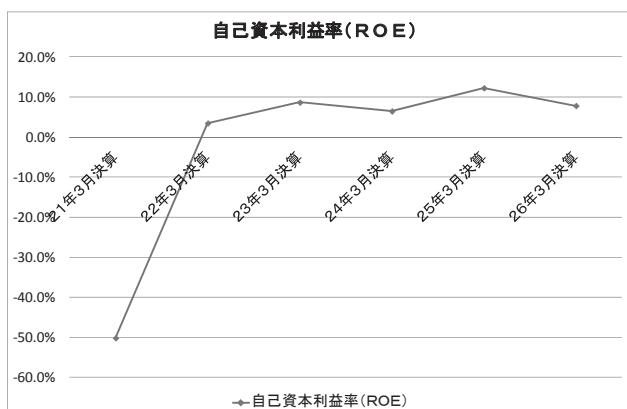


図 25 6 年間の自己資本利益率(ROE)の推移グラフ（決算書データより作成）

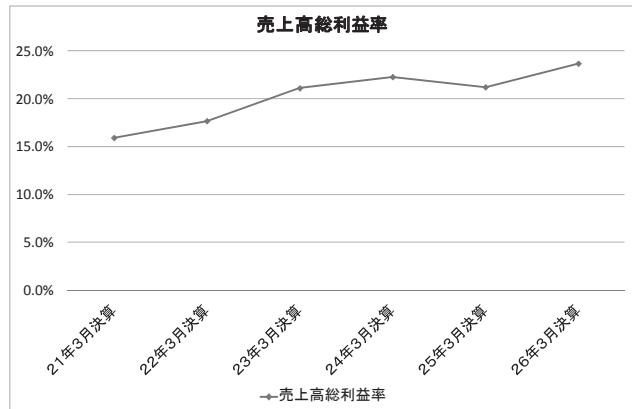


図 26 6 年間の売上高総利益率の推移グラフ（決算書データより作成）

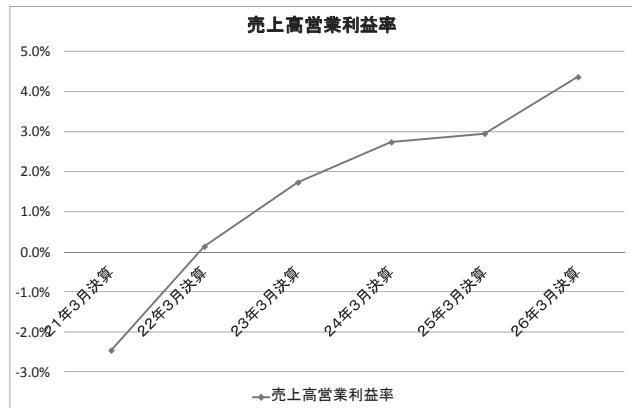


図 27 6 年間の売上高営業利益率の推移グラフ（決算書データより作成）

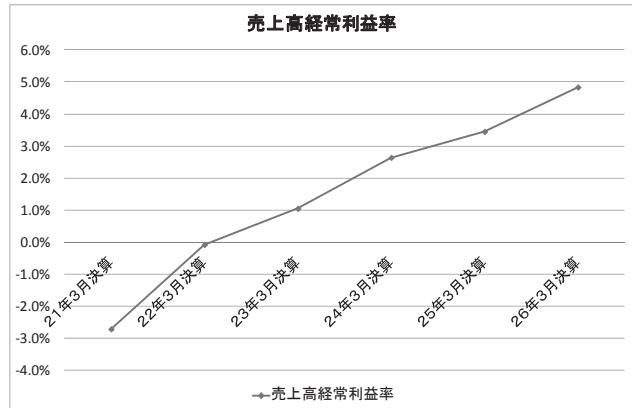


図 28 6 年間の売上高経常利益率の推移グラフ（決算書データより作成）

収益性については、図 24、図 25 のグラフのように、資産の収益効率を示す総資本利益率や、自己資本の収益効率を示す自己資本利益率(ROE)が急速に改善していることがわかる。これは、原価、経費の圧縮とともに、効率性の悪い資産の売却を同時に進めたことによるもので、戦略的に株主の評価を高めて株価を上昇させる強い意図を感じさせるものであり、特に株主が一番気にするとい

われる自己資本利益率(ROE)の急速な改善は、株価上昇の大きな一因となった。

損益計算書の収益性指標を分析していくと、売上高総利益のような上位構造よりも、売上高営業利益率や売上高経常利益率のような下位構造のほうがより急速な回復となっているが、これも、売上の上昇、原価・経費の圧縮とともに、積極的な資産売却収益の計上や繰延税金資産の計上などを行ったことが影響しており、トップ主導の収益体质改善活動の結果として売上高純利益が急速に改善した。

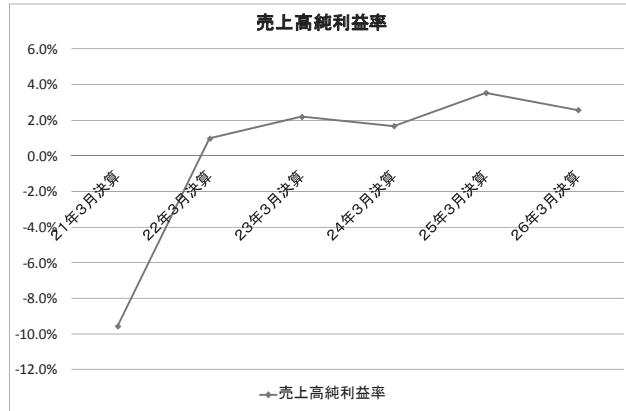


図29 6年間の売上高純利益率の推移グラフ (決算書データより作成)

北澤社長は、株価の上昇を公言して、実際に株価をほぼ目標レベルまで上げており、元役員の方に聞いた話では富士電機OBの中でも高い評価を得ているとのことである。<sup>5</sup>この改善過程の中で株価上昇を目的として設置されたIR部門の方からも、積極的に証券会社とのミーティングを行なながら、外部への情報発信を戦略的に考えているとのお話を伺っており、本事例はほぼ経営・会計テキスト的な正当な手段を真摯に遂行することで、高い目的意識を持って戦略的に株価の上昇を実現させた好事例である。

最後に効率性については、総資本回転率、固定資産回転率がいずれも改善しており、資産の活用効率が改善していることがわかる。

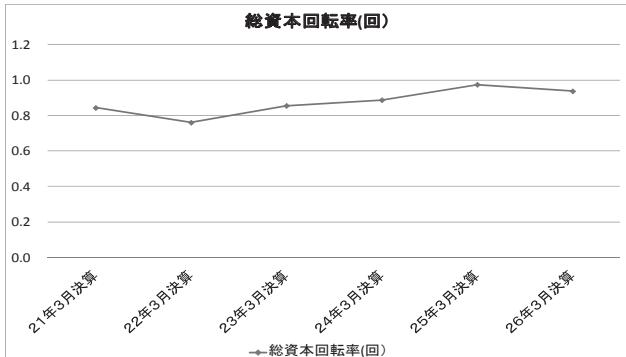


図30 6年間の総資本回転率の推移グラフ (決算書データより作成)

<sup>5</sup> 元富士電機取締役 関谷氏へのインタビューより。

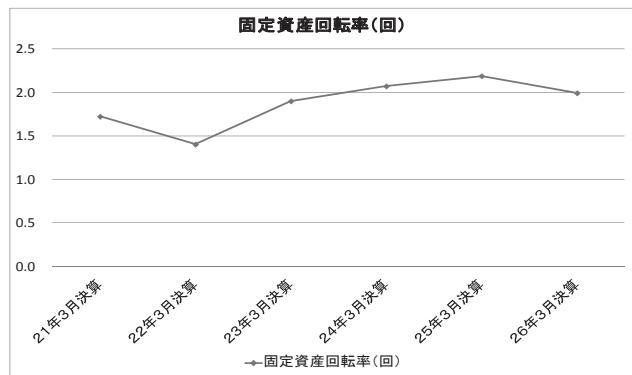


図31 6年間の固定資産回転率の推移グラフ (決算書データより作成)

最後に、富士電機と似たビジネスシステムを持つ重電を中心とした総合電機メーカー4社について、財務分析による比較表と、その中でも突出して富士電機が優れた数値を出している自己資本利益率(ROE)のグラフを示す。

分析項目	富士電機25年3月決算	東芝25年3月決算	三菱電機25年3月決算	日立25年3月決算
流動比率	111.6%	115.3%	150.4%	130.9%
当座比率	83.3%	77.6%	109.0%	94.7%
固定比率	158.0%	207.8%	92.6%	145.3%
固定長期適合率	88.5%	87.5%	63.8%	79.0%
負債比率	255.0%	331.1%	149.5%	208.5%
自己資本比率	28.2%	23.2%	40.1%	32.4%
収益性分析	富士電機25年3月決算	東芝25年3月決算	三菱電機25年3月決算	日立25年3月決算
総資本利益率	3.4%	2.5%	1.9%	3.5%
自己資本利益率(ROE)	12.2%	5.5%	5.1%	5.5%
売上高総利益率	21.2%	24.4%	27.0%	25.4%
売上高営業利益率	2.9%	3.4%	4.3%	4.7%
売上高経常利益率	3.4%	2.7%	1.8%	3.8%
売上高純利益率	3.5%	1.3%	1.9%	1.9%
効率性分析	富士電機25年3月決算	東芝25年3月決算	三菱電機25年3月決算	日立25年3月決算
総資本回転率(回)	1.0	0.9	1.0	0.9
固定資産回転率(回)	2.2	2.0	2.8	2.0
売上債権回転率(回)	3.4	4.2	3.7	3.7

図32 重電メーカー4社の財務分析比較表

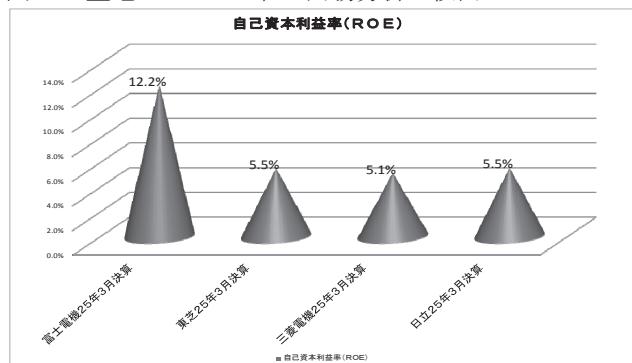


図33 重電メーカー4社のROE比較グラフ

富士電機株式会社については、今回の分析をベースに、今後も経営戦略、財務戦略を中心に継続研究を進め、定期的に論文として発表していく予定である。

#### 参考文献

森田松太郎『経営分析入門』日本経済新聞社、2009年2月