



MBA 経営戦略講義録

神戸大学 経済経営研究所
特命教授 小島 健司

付属資料：第8回 事業ポートフォリオ・マネジメント (**Business Portfolio Management**)

付属資料 1：企業戦略分析

(出所：茂木 稔 「経営戦略応用研究Ⅰ・Ⅱ 期末レポート」 2006年12月25日)

松下電器（現パナソニック）株式会社（2004）

1 事業概要

1.1 会社概要

社名	松下電器産業株式会社
本社所在地	〒571-8501 大阪府門真市大字門真 1006 番地
設立	1935年12月15日
取締役社長	大坪 文雄
資本金	2,587億4,000万円（単独）
売上高	連結 88,943（億円） 単独 44,726（億円）
連結会社	638社
従業員数	連結 334,402名 単独 45,658名

松下電工を傘下に収めた現在、2005年度の総売上高では日立製作所に続き日本で2番目、地上デジタルテレビの分野では業界1位の電機メーカーである。その経営スタイルや社風から、同業のソニーとの比較をされることが多く、ソニーが好調の際にはソニー型経営を褒め称える書籍が増え、逆の状況では松下電器型経営を褒め称える書籍が書店に並ぶなど、良きにつけ悪きにつけ、世間では両社をライバルだとみなす傾向が強い。これは VTR 機でのベータ・VHS 競争の印象が強いためだと思われる。確かにオーディオ・ビジュアル製品では、現在でも両者は直接の最大のライバルのひとつである。しかし、松下電器の販売製品全体の中でソニーと競合する製品は多くなく（特に、SONY は白物家電を販売していない）、これは映画事業やゲーム事業・金融事業へと展開するソニー側から見ても同じことが言える（松下は映画事業やゲーム事業に一時参入したが早期に撤退している）。

現在の戦略は様々な規格で日系他社と争いつつも、一方で分野によっては（液晶パネルなど）東芝や日立・ミネベアなどと提携・合弁・事業移管を行うなどの動きも見せている。

また、夏と冬のオリンピックの公式スポンサーで、2008年の北京夏季五輪まで夏季・冬季連続で12大会連続・20年連続でAV機器カテゴリーのTOPスポンサー(「The Olympic Partner」の略。最高位のオリンピックスポンサーのこと。日本企業では松下電器産業のみ)を務めている。知財活動も盛んで、米国出願件数では、IBMに続き、毎年、キヤノンと出願件数を争っており、技術力の高さも伺える。

1.2 歴史

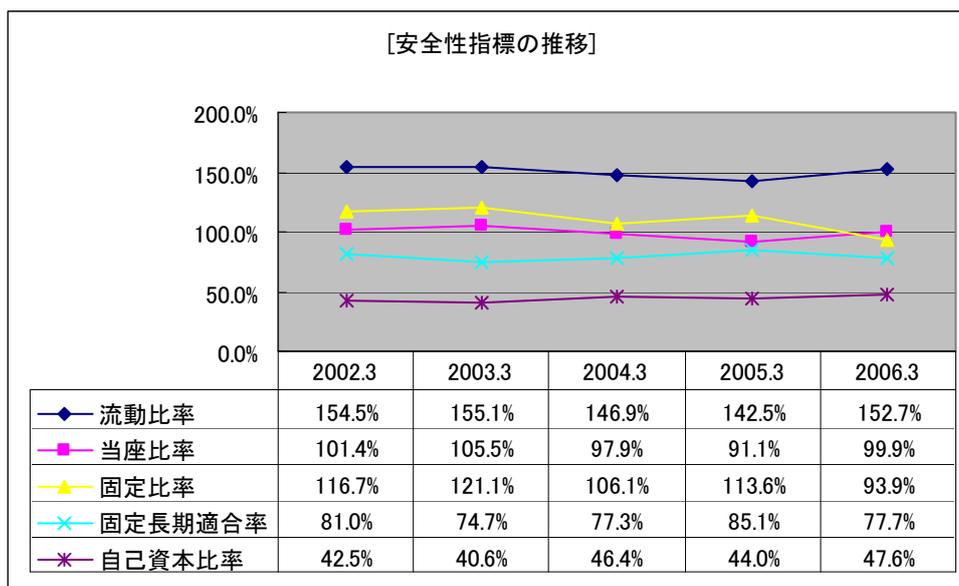
大正 7 年 3 月	松下幸之助により大阪市福島区大開町に松下電気器具製作所を設立創業、配線器具の製造を開始
大正 12 年 3 月	砲弾型電池式ランプを考案発売
昭和 2 年 2 月	「ナショナル」の商標を制定
昭和 8 年 5 月	門真に本店を移転、事業部制を採用
昭和 10 年 8 月	松下電器貿易(株)を設立
昭和 10 年 12 月	改組し、松下電器産業株式会社となる (昭和 10 年 12 月 15 日設立、資本金 1,000 万円)
昭和 27 年 1 月	中川機械(株)(現在の松下冷機(株))と資本提携
昭和 27 年 12 月	オランダのフィリップス社との技術提携により、松下電子工業(株)を設立し、管球製造所の 4 工場を分離
昭和 28 年 5 月	中央研究所を設立
昭和 29 年 2 月	日本ビクター(株)と資本提携
昭和 30 年 12 月	九州松下電器(株)(現在のパナソニックコミュニケーションズ(株))を設立
昭和 31 年 5 月	大阪電気精器(株)(現在の松下エコシステムズ(株))を設立
昭和 33 年 1 月	子会社松下通信工業(株)(現在のパナソニック モバイルコミュニケーションズ(株))を設立し、通信機器製造部門を当社から分離
昭和 34 年 9 月	アメリカ松下電器(株)を設立(以後海外各地に製造販売の拠点を設ける)
昭和 37 年 8 月	東方電機(株)(旧松下電送システム(株))と資本提携
昭和 44 年 11 月	松下寿電子工業(株)を設立
昭和 46 年 12 月	ニューヨーク証券取引所に株式を上場
昭和 50 年 12 月	米貨建転換社債額面総額 1 億ドルを発行
昭和 51 年 1 月	子会社松下電子部品(株)を設立し、電子部品製造部門を当社から分離
昭和 52 年 1 月	子会社松下住設機器(株)及び松下産業機器(株)(現在の松下産業情報機器(株))を設立し、住宅設備機器製造部門及び産業機器製造部門を当社から分離
昭和 54 年 1 月	子会社松下電池工業(株)を設立し、電池製造部門を当社から分離
昭和 60 年 7 月	米国に金融子会社パナソニック・ファイナンス・インクを設立 (昭和 61 年 5 月には欧州にも 2 社設立)
昭和 60 年 10 月	半導体基礎研究所を設立
昭和 62 年 3 月	決算期を 11 月 20 日から 3 月 31 日に変更
昭和 63 年 4 月	松下電器貿易(株)を合併

- 平成元年 4月 創業者 松下幸之助 逝去
- 平成2年 12月 米国の大手エンターテインメント企業 MCA 社を買収
- 平成5年 5月 オランダのフィリップス社と松下電子工業(株)に関する合弁契約を解消し、フィリップス社所有の松下電子工業(株)株式の全数を買取
- 平成7年 4月 松下住設機器(株)を合併
- 平成7年 6月 米国子会社が保有する MCA 社に対する持分の 80%をカナダのシーグラムへ譲渡
- 平成12年 4月 松下冷機(株)を株式交換により完全子会社化
- 平成13年 4月 松下電子工業(株)を合併
- 平成14年 4月 (株)東芝と液晶事業の合弁会社東芝松下ディスプレイテクノロジー(株)を設立
- 平成14年 10月 松下通信工業(株)、九州松下電器(株)、松下精工(株)、松下寿電子工業(株)及び松下電送システム(株)を、株式交換により完全子会社化
- 平成15年 1月 事業再編により、事業ドメイン別経営管理に移行
グループ会社の九州松下電器(株)(現在のパナソニック コミュニケーションズ(株))が松下電送システム(株)と合併
- 平成15年 4月 (株)東芝とブラウン管事業の合弁会社松下東芝映像ディスプレイ(株)を設立
松下電子部品(株)、松下電池工業(株)を、株式交換により完全子会社化
グローバルブランドを「Panasonic」に統一
- 平成16年 4月 松下電工(株)の追加株式取得により、同社、パナホーム(株)及び傘下の子会社を連結子会社化

2 業績推移

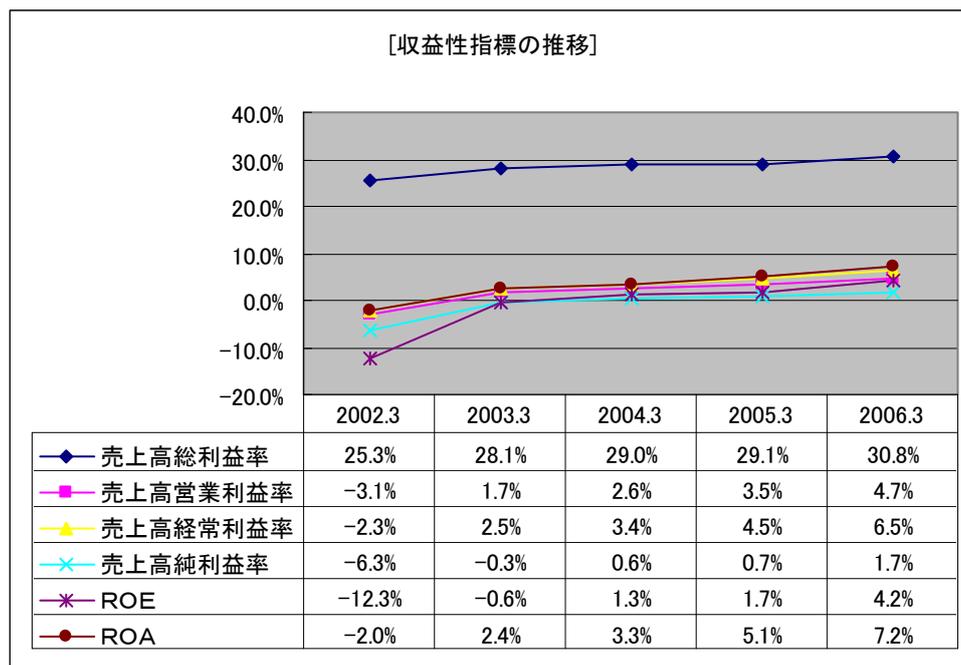
2.1 財務諸表分析

(1) 安全性



流動比率、当座比率は企業の短期的な債務返済能力を測る指標である。流動比率は一般的に 200%以上、当座比率は 100%以上が理想とされている。松下電器の流動比率は 150%前後、当座比率は 100%前後であり、ほぼ望ましい水準である。この水準は、製造業の平均水準（流動比率：133%、当座比率：86%）を上回っている。また、時系列的に見てもさほど大きな変化はなく、短期支払い能力は安定している。固定比率、長期適合率は固定資産に投資した資金の安定性を測る指標である。固定比率、長期適合率は一般的に 100%以下が望ましいとされている。松下電器の固定比率は過去 5 年間平均で 110%、長期適合率は過去 5 年平均で約 80%あり、ほぼ望ましい水準にある。また、時系列的にみてもさほど大きな変化はなく総じて安定しているといえる。自己資本比率は総資本に占める自己資本（株主資本）の割合から調達資金の安定性を測る指標である。比率が高ければ高い方が資金調達の安全性は増すが、比率の過度な高さは新規投資に対する無関心さの裏返しという側面もあるため、自己資本比率は新規投資による成長性と資金調達の安全性とのバランスにおいて評価する必要がある。松下電器の自己資本比率は、過去 5 年平均で 44%であり、ほぼ理想の水準にある。時系列的に見ても、年々上昇傾向にはあり、資金調達の安定性を重視する経営姿勢が伺える。

(2) 収益性



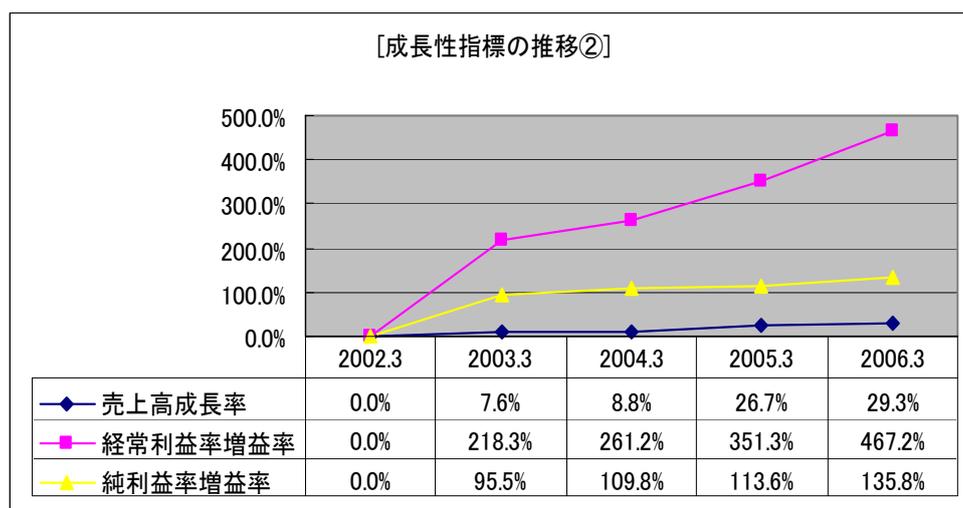
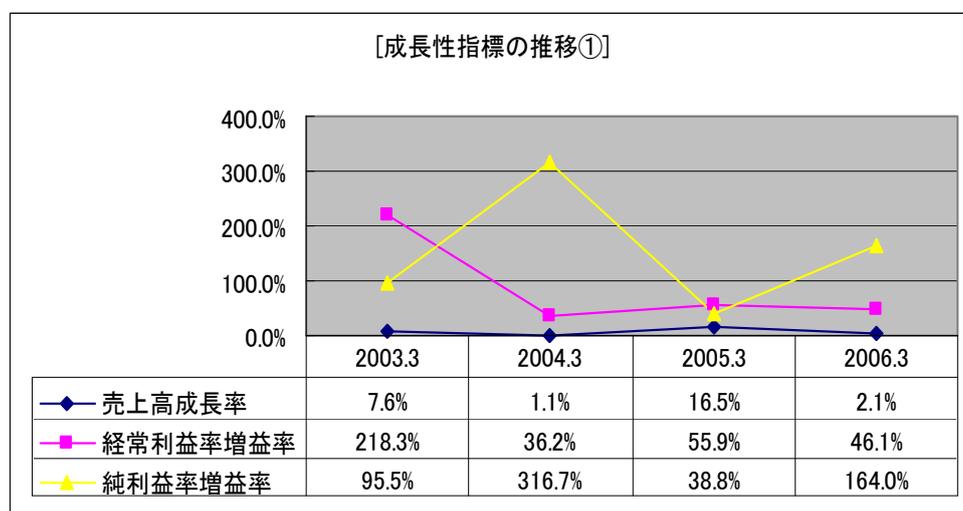
売上高粗利益率は売上原価と売上高の差額（粗利）の比率を表す。松下電器の売上高粗利益率は、わずかながらも上昇傾向で推移しており、粗利が高まっている。2006 年 3 月期には 30%を超えるなど、事業構造を良化させている。2006 年度 3 月期は、全業種平均の 21.0%と比べても高い水準にある。売上高営業利益率は会社本来の営業活動から生じた利益率を表し、企業の営業力を測る指標である。松下電器の売上高営業利益率も上昇傾向にあり、目標としていた 5%に近い水準まで回復している。なお、2002 年 3 月期は IT バブルがはじけた年であり、松下電器としても未曾有の大赤字に転落した年となっている。（赤

字額：営業利益△2,000 億円以上) 2006 年度 3 月期は、全業種平均の 3.8%と比べても高い水準にある。

売上高経常利益率は会社本来の営業活動とそれに付随した資金調達活動から生じた利益率を表し、企業の総合力を測る指標である。松下電器の売上高経常利益率は、こちらも一貫して上昇傾向にある。2006 年度 3 月期は、全業種平均の 3.4%と比べても高い水準にある。売上高当期純利益率は当期に処分可能な利益がどの程度あるかをみる指標である。松下電器の売上高当期純利益率は、ここ数年上昇傾向にあり、プラス基調が続いている。2006 年度 3 月期は、全業種平均の△0.3%と比べても高い水準にある。自己（株主）資本純利益率（ROE）は株主に帰属する資本部分とそこから生み出された利益を対比することによって、株主資本の投資効率を測る指標である。松下電器の自己（株主）資本純利益率（ROE）は総じて上昇傾向にある。使用総資本経常利益率（ROA）は総資産を使ってどれだけの利益を生み出したかを表し、企業の総合的な収益性を測る指標である。松下電器の使用総資本経常利益率（ROA）も総じて上昇傾向にある。ROA と ROE の関係を見ると、その差は ROA>ROE となっていることから、あまり財務レバレッジが効いていないことも伺える。（自己資本比率が高く、負債利用が少ないことが間接的に分かる。）

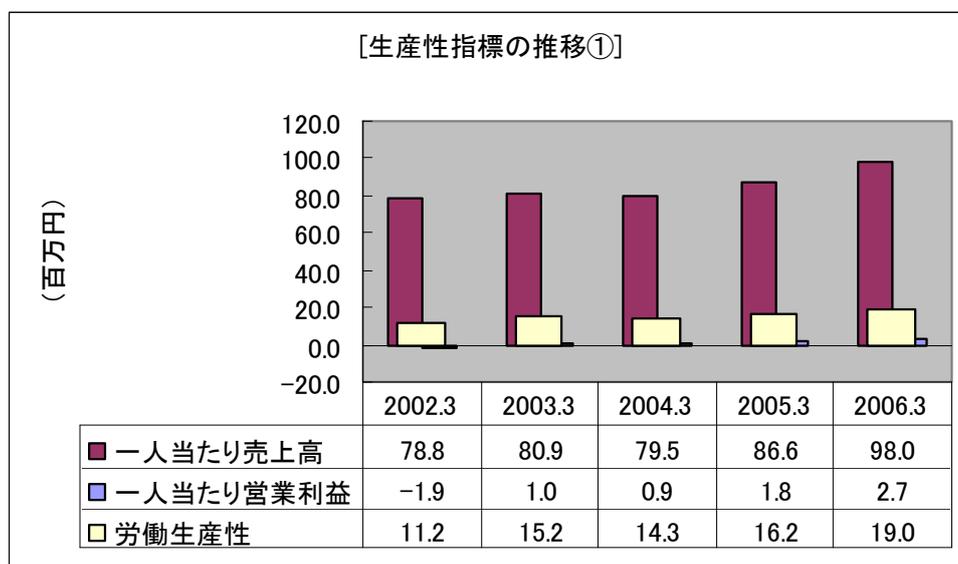
(3) 成長性

成長性は 2 つの観点から見ていくものとする。一つは、前年対比で見ていく方法（成長性指標の推移①）であり、もう一つは、2002 年 3 月度を基準にどれだけ成長したかをみる方法（成長性指標の推移②）である。



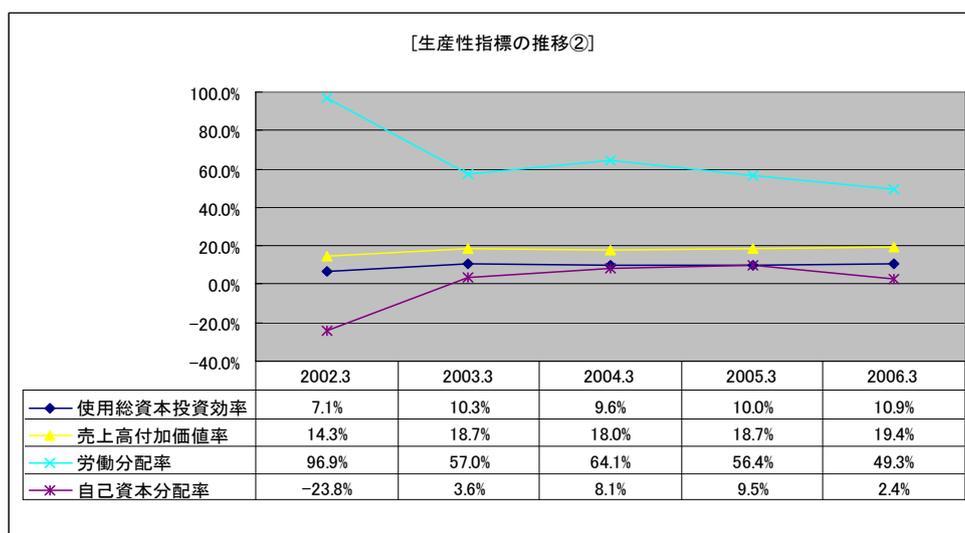
売上高成長率は当期の売上高が対前年比較でどれだけ増減しているかを示す指標をいう。松下電器の売上高成長率は、総じて増加傾向にある。2005年3月期に大きく売上高が伸びたのは、松下電工とパナホームの過半数株式取得による子会社化の影響による増収効果である。経常利益増益率とは当期の経常利益が対前年比較でどれだけ増減しているかを示す指標をいう。2002年3月期は、前述の通り、未曾有の大赤字であったことから、収益面でより一層大きく改善しているように見えている。前年度比較においても、着実に伸ばしており、子会社化した松下電工とパナホームの利益貢献相乗効果も出ている。純利益増益率とは当期の純利益が対前年比較でどれだけ増減しているかを示す指標をいう。こちらも経常利益率と同様、着実に増益基調となっている。

(4) 生産性



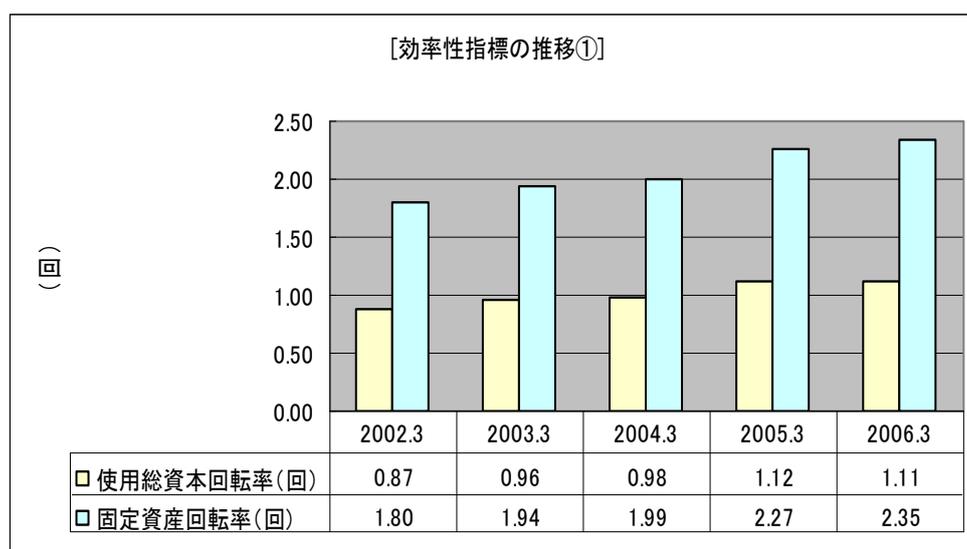
労働生産性は、従業員一人あたりの付加価値額を表す指標である。これが高ければ、投入した人的資源が創造する付加価値が高いことがわかる。松下電器の労働生産性は5年間の平均が15.1百万円で、製造業平均の14.1百万円に比べて若干高い水準である。

労働生産性は、一人あたりの売上高または売上高付加価値率を高めることによって改善される。一人あたりの売上高は従業員一人が生み出す売上高を表す指標である。松下電器の一人あたりの売上高の5年間の平均が84.8百万円で、製造業平均の70.0百万円に比べて高い水準である。

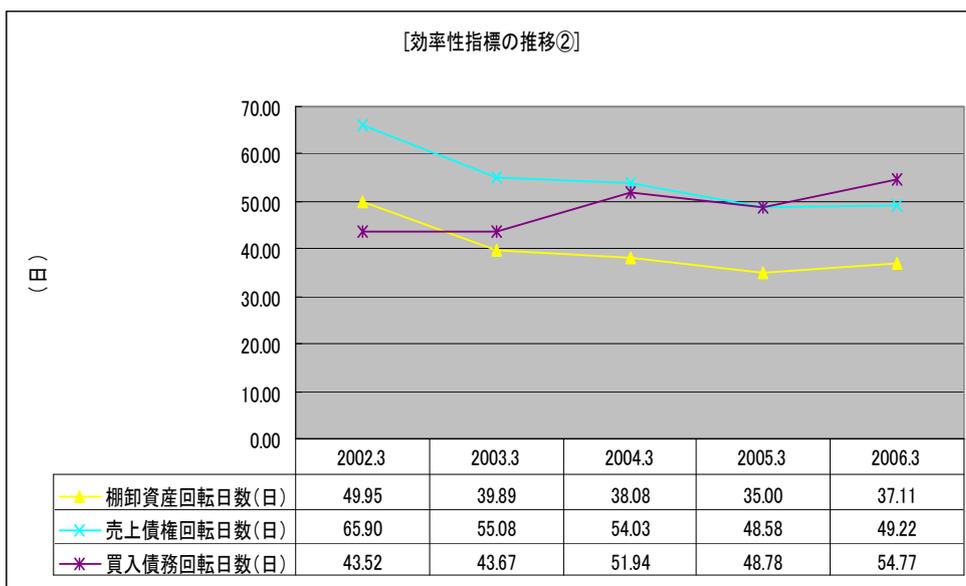


売上高付加価値率は売上高に占める付加価値の比率を表す指標である。松下電器の売上高付加価値率は5年間の平均が17.8%である。製造業の平均が20.2%であることから、若干低い水準であるといえる。労働分配率は、人件費のあり方を示す指標であり、50%を超えるとコストが硬直し、経営が困難になると言われる。一方、労働分配率の極端な低下は、従業員のやる気に悪影響を与える側面もある。この点、松下電器の労働分配率は、2002年3月期の当期損出が出た年を例外とすると、50~60%で推移している。ここ数年を時系列で見ると、松下電器の労働分配率は下がる傾向にある。自己（株主）資本分配率は付加価値に占める当期純利益（純利益は株主に帰属すべき利益）を示す指標である。松下電器の自己（株主）資本分配率は上昇傾向にある。2003年3月期以降の労働分配率と自己（株主）資本分配率との関係を見ると、松下電器では労働への分配よりも、株主への分配を重視する政策にシフトしてきたことがわかる。使用総資本投資効率は、総資本に占める付加価値の規模を示す指標である。松下電器における使用総資本投資効率はここ数年横ばいの状態である。

(5) 効率性

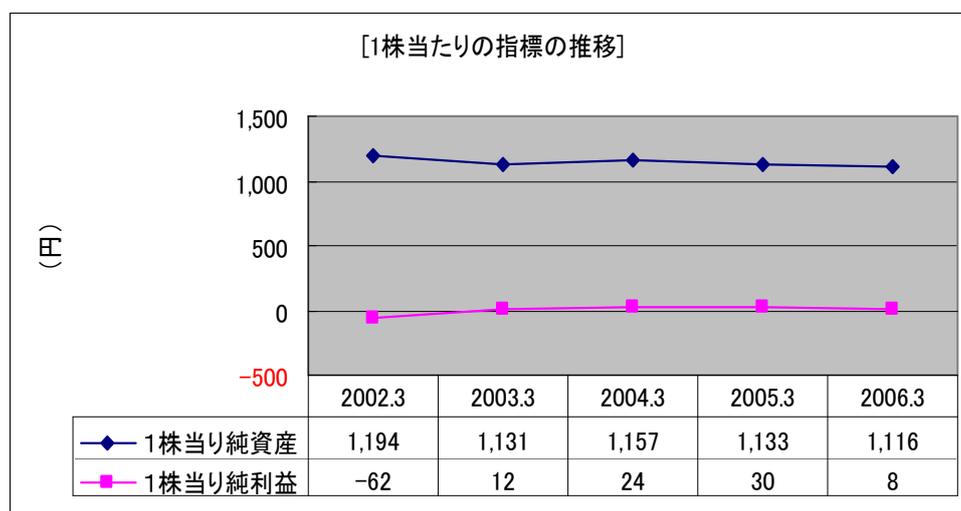


効率性分析は資本効率についての分析である。これは売上を獲得するために、どれだけの資本を投下したのかを見る指標である。2002年3月期以降の5年間における使用総資本回転率、固定資産回転率、それぞれの推移を見ていくと、堅調に上昇傾向を示している。従って、回転率は高まる傾向にある。

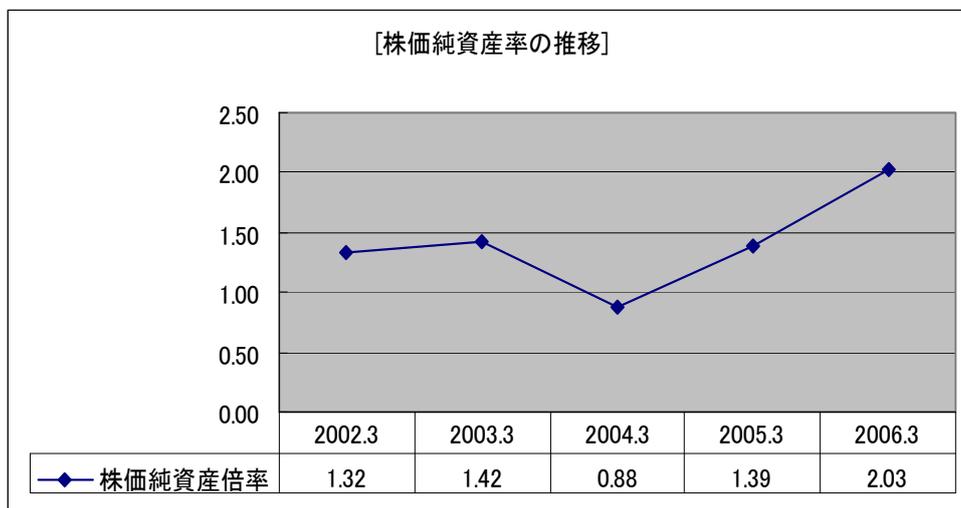


棚卸資産回転日数は365日を棚卸資産回転率で割ったものであり、年間に棚卸資産が何回転しているかを示す。売上高が増加に比して、在庫を減らしていることにより、回転日数が低下傾向である。売上債権回転日数は売上債権が回収されるまでに必要な日数であり、「 $365 \text{ 日} \div (\text{売上高} / \text{期首} \cdot \text{期末の平均売上債権})$ 」により算出される。売上が順調に伸びていることが起因して、指標が良化している。買入債務回転日数は買入債務が支払われるまでの日数であり、「 $365 \text{ 日} \div (\text{売上高} / \text{期首} \cdot \text{期末の平均買入債務})$ 」により算出される。こちらは、年々上昇傾向を示しており、支払いサイトを長くし、キャッシュフローに有利な方向を摸索している姿が伺える。

(6) その他



一株あたり純資産は、一株あたりの株主資本と言われており、一株あたりの経済価値を表している。松下電器の場合、一株あたり総資産及び一株あたり純利益は概ね横ばいである。



株価純資産比率（PBR）は、投資の判断指標である。株価純資産倍率（PBR）は株価と株主資本（ストック）との関係を示すものである。株価純資産倍率（PBR）は、株価を1株あたり株主資本で割ったものであり、1株あたり株主資本の何倍かを示す。また、式を変換すると、 $PBR = \text{株価} / 1 \text{株あたり株主資本} = \text{時価総額} / \text{株主資本} = \text{時価総額} / (\text{資産} - \text{負債})$ となり、企業の時価総額が株主（純）資産の何倍であるのかを表す指標でもある。株価純資産倍率（PBR）が1.0倍以下であれば、株価が割安であることを示す。また、時価総額に比べて純資産の方が大きな価値であるということは、市場は当該事業を評価していないことを意味している。松下電器は2004年3月期に1.0倍を割り込んだが、その後は順調に値を伸ばし、2006年3月度は2.0倍まで回復している。

2.2 CF分析

◇松下電器CFサマリー

	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3
営業活動によるCF	107,091	688,910	473,226	464,562	575,418
投資活動によるCF	△74,472	△11,177	△85,445	△178,296	407,091
財務活動によるCF	6,271	△433,447	△256,795	△405,578	△524,568
現金及び現金同等物の期末残高	933,132	1,167,470	1,275,014	1,169,756	1,667,396

この5年間の推移をみると、基本的に営業活動によるCFはプラス、投資活動によるCFはマイナス、財務活動によるCFもマイナスとなっており、特に財務活動CFが大きな数字（重点的な財務戦略を推進している）となっていることがわかる。営業活動によって稼いだCFを、投資活動へ廻すほか、財務活動で積極的に有利子負債の減少や自己株消却を実施している。若干、投資が少ないように思える結果がCF残高に現れており、非常に多くのCFを保持している。

● 営業活動CF

営業活動CFは、未曾有の大赤字であった2002年3月期から順調にV字回復している。これは前述の営業利益の推移をみても明らかである。また、2004年度4月1日に株式公開買い付けによる松下電工の子会社化も、営業CF面で大きく寄与している。なお、営業CFに占める減価償却費は、毎年3,000億円前後で推移しており、営業CFの50%～60%に相当する。営業CFは、本業も改善により、今後も安定したCFが見込まれる。

● 投資活動 CF

投資活動 CF は過去 5 年間に於いて、有形・無形固定資産の取得による支出平均で 3,100 億円に上っており、ほぼ毎年の減価償却費が生み出す営業 CF に近い形となっている。一方、有形・無形固定資産の売却も過去 5 年平均で 1,000 億円レベルの規模となっている。また、投資活動 CF の増減を大きく変化させているのは、投資有価証券の売買を含む投融資活動で、購入が過去 5 年平均で 2,200 億円規模、売却が過去 5 年平均で 2,800 億円規模となっている。2006 年 3 月期に至っては、約 9,000 億円の投融資活動による収入があった。なお、全体的な戦略の観点から重要な意味を持つ、松下電工の株式追加購入（持ち株比率 31.8%→50%への引き上げ）に伴う株式投資として 2005 年度 3 月期に、1,472 億円の投資を実施した。今後とも、松下が GE のようなグローバル企業へと脱皮していくためには、戦略的な投資活動を加速していかなければならない。

● 財務活動 CF

財務活動 CF は、前述の自己資本比率の上昇で見たように、積極的な有利子負債の低減を進めている。毎年波はあるが、2,000 億円～3,000 億円レベルで実施している。

有利子負債の推移は以下の通りである。

◇有利子負債の推移

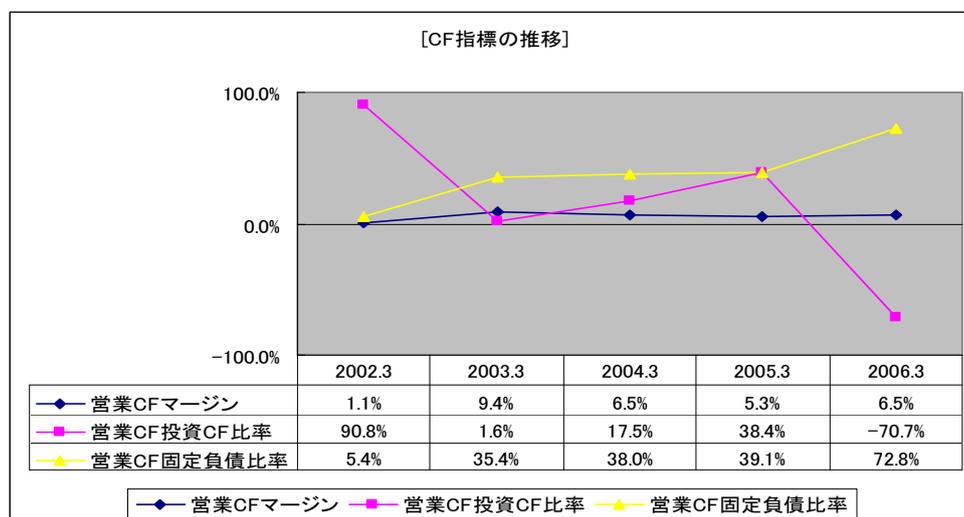
(単位:百万円)	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
有利子負債返済額	△109,956	278,068	171,041	△111,770	258,702
有利子負債残高	1,199,956	921,888	750,847	862,617	603,915

豊富な CF を保持していることから、敵対的買収にそなえ、自己株式の償却も積極的に推進しており、その額は株主への直接配当よりも大きな金額となっている。

◇自己株式購入額と配当推移

(単位:百万円)	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
自己株式購入額	91,446	115,770	69,394	91,555	86,922
配当支払額	35,895	29,065	33,893	50,016	55,386

上記から、財務体質強化と買収に備えた財務戦略を着実に実施しており、「財務の松下」や「松下銀行」と揶揄される姿が浮き彫りとなっている



(1) 営業 CF マージン

営業 CF マージンとは、売上高がどの程度の営業 CF を生み出しているかを示す指標であり、キャッシュフロー版収益性分析とも言える。営業 CF マージンは概ね良化傾向を示している。製造業の当該値の平均が 5.9%（2004 年度：財務省報告）であり、ほぼ同水準まで回復してきたといえる。

(2) 営業 CF 投資 CF 比率

営業 CF 投資 CF 比率とは、獲得したキャッシュを将来の収益力強化のための投資にどの程度振り向けているかの指標である。この指標により、営業 CF を上回る勢いで積極的に投資を行っているのが分かる。日本の製造業平均 66%と比較しても当該値は小さい。但し、これは前述の通り、そのほかの投融資活動を積極的に実施しているためであり、有形・無形固定資産投資額を営業 CF で割ってみると、60%近い値となる。

(3) 営業 CF 固定負債比率

営業 CF 固定負債比率とは、営業 CF に占める固定負債の割合である。いわゆる安全性指標の CF 版であり、長期負債がどの程度、営業 CF で賄えているかを示す指標である。固定負債とは、通常の営業活動以外で発生する債務のうち、1 年を超えて支払期限が到来するものをいい、社債・長期借入金・長期未払金・預り保証金・繰延税金負債・退職給与引当金などのことをいう。営業 CF の増加と固定負債の圧縮の W の要因で、当該値はものすごい勢いで良化している。

(4) 1 株当たり営業 CF

1 株あたりの営業 CF とは、営業 CF を発行済株式数で割った数である。CF 版投資分析 (CF 版 PER ; 株価収益率) の指標としての位置づけ的な指標である。

◇1 株当たり営業 CF 推移

	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
発行済株式数(千株)	2,138,514	2,447,923	2,453,053	2,453,053	2,453,053
営業CF(百万円)	76,864	698,317	489,132	464,562	575,418
一株当たり営業CF(円)	35.9	285.3	199.4	189.4	234.6
一株当たり配当(円)	10.0	12.5	14.0	15.0	20.0

一株当たり営業 CF は、営業活動による CF と同調した動きになっている。また、配当と比較してみるとほぼ同期した形となっており、株主をある程度意識した配当施策がうかがえる。

2.3 企業価値分析

(1) 資本コスト (WACC)

		情報入手ソース	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	
E	(前期+当期)/2	株式時価期中平均(百万円)	1,689,426	3,657,556	3,210,601	3,174,251	4,709,862	
	(A)	年度末株価(円)	東証終値	1,580	1,608	1,013	1,575	2,265
	(B)	株式発行数(千株)	B/S	2,138,514	2,447,923	2,453,053	2,453,053	2,453,053
	(A)X(B)	株式時価(百万円)		3,378,852	3,936,260	2,484,943	3,863,558	5,556,165
R1	(rf)+(β)X(MR)	株主資本コスト(%)	CAPM	6.9%	6.1%	6.9%	6.8%	7.1%
	(rf)	無リスク利率(%)	10年国債 年度末利率	1.4%	0.6%	1.5%	1.4%	1.6%
	(β)	企業ベータ値	bloomberg	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
	(MR)	マーケットリスクプレミアム(%)	「企業価値評価」	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
D	(前期+当期)/2	有利子負債期中平均(百万円)	1,144,978	1,060,922	836,368	806,732	733,266	
	(d1)	短期借入金(百万円)	B/S	508,064	333,686	290,208	385,474	339,845
	(d2)	1年以内返済長期借入金(百万円)	B/S	0	0	0	0	0
	(d3)+(d4)	社債・長期借入金(百万円)	B/S	691,892	588,202	460,639	477,143	264,070
	(d1)+(d2)+(d3)+(d4)	有利子負債(百万円)		1,199,956	921,888	750,847	862,617	603,915
R2	(i)/Dx100%	負債コスト= 負債利率(%)		3.6%	3.1%	3.3%	2.8%	3.0%
	(i)	支払利息(百万円)	P/L	41,213	32,805	27,744	22,827	21,686
E+D				2,834,404	4,718,478	4,046,969	3,980,983	5,443,128
T	実行税率(%)		有価証券報告書	41.9%	41.9%	41.9%	40.5%	40.5%
WACC (%) E/(D+E)xR1+D/(D+E)xR2x(1-T)				4.9%	5.1%	5.9%	5.8%	6.4%

個別証券のマーケットとの感応度を表す企業 β (ベータ) 値は、松下電器の場合、1.094 であり、市場とほぼ同期した証券であると言える。(Bloomberg HP より)

この関係を、5年間の TOPIX 平均と比較してみると、まさに、TOPIX 株価と松下電器の株価は、ほとんど同じ動きをしめしている。CAPM より、株主の期待収益率(株主資本コスト)は6~7%程度となり、負債コストが3%前後で推移している関係から、資本コスト(加重平均資本コスト)は概ね5%~6%で推移している。松下電器は、負債活用をあまりしていないことから、資本コストは、比較的株主資本コストに近い。なお、松下社内で使用している管理指標である CCM (Capital Cost Management) で使用している便宜的な資本コストが8.4%である。

(2) 経済付加価値 (EVA)

		情報入手ソース	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3	
NOPAT	(P)X(1-T)		△123,060	73,538	113,581	183,554	246,492	
	(P)	営業利益	P/L	△211,807	126,571	195,492	308,494	414,273
	(T)	実行税率(%)	有価証券報告書	41.9%	41.9%	41.9%	40.5%	40.5%
投下資本	(AD)+(AE)		4,652,860	4,271,664	4,151,356	4,304,646	4,399,203	
	(AD)	有利子負債期中平均(百万円)		1,144,978	1,060,922	836,368	806,732	733,266
	(d1)	短期借入金(百万円)	B/S	508,064	333,686	290,208	385,474	339,845
	(d2)	1年以内返済長期借入金(百万円)	B/S	0	0	0	0	0
	(d3)+(d4)	社債・長期借入金(百万円)	B/S	691,892	588,202	460,639	477,143	264,070
	(d1)+(d2)+(d3)+(d4)	有利子負債(百万円)		1,199,956	921,888	750,847	862,617	603,915
	(AE)	株主資本期中平均(百万円)		3,507,882	3,210,742	3,314,988	3,497,914	3,665,937
	(BE)	株主資本(百万円)	B/S	3,243,084	3,178,400	3,451,576	3,544,252	3,787,621
WACC			(前述)	4.9%	5.1%	5.9%	5.8%	6.4%
EVA NOPAT-投下資本xWACC				△352,338	△145,634	△131,320	△65,251	△33,898

EVA は、企業があげた CF ベースの利益から、資金提供者が要求する利益水準(資本コスト)を引いた経済的利益(付加価値)である。今まで、ROA や ROE ではわからなかったどれだけの水準を達成すればいいのかという問いに対し、資本コストを上回る利益を事業が上げていけば良いことを、利益額、投下資本利益率の両面から示す有用な手法である。EVA は数値が大きいほど、企業活動によって創出された価値が大きいことを意味する。

この EVA を高めるためには 3 つの方策が考えられる。(1) 営業利益を高める (NOPAT を高める) (2) 投下資本を減らす (3) WACC を下げる (但し、1 と 2 については両立しないことがあることに注意) このように考えると、EVA を高める具体策は、(1) 追加の資本投下を行わず、営業利益を増加させる (2) 追加投資は投下資本利益率が WACC を超えるものの投資のみを行う (3) 資本コストを下回る事業から撤退する (4) 負債を適度に有効活用する。(これは株主資本コストより負債コストのほうが低い場合が一般的なためとなる。松下電器の場合、EVA は年々良化傾向が伺えるものの、ここ数年常にマイナスである。これは、NOPAT の改善が寄与しているものの、投資家が要求する投資利益水準を稼ぎ出せていないことを意味する。実際、社内管理として使用している CCM もなかなかプラスへ届いていない状況からも EVA 指標に届いていない現状となっている。

(3) 投資資本収益率 (ROIC)

	情報入手ソース	2002	2003	2004	2005	2006
NOPAT	(前述)	△123,060	73,538	113,581	183,554	246,492
投下資本	(前述)	4,652,860	4,271,664	4,151,356	4,304,646	4,399,203
ROIC NOPAT/投下資本		△2.6%	1.7%	2.7%	4.3%	5.6%
WACC	(前述)	4.9%	5.1%	5.9%	5.8%	6.4%
ROIC-WACC比較(ROIC-WACC>0ならば価値創造とみなす)		△7.6%	△3.4%	△3.2%	△1.5%	△0.8%

ROIC は、NOPAT を投下資本で割ることにより求められる。このようにして求めた ROIC が WACC を上回っていれば、企業は価値を創造したことになる。(ROIC も EVA による企業のパフォーマンス評価の考え方に近い)

以上の考察から以下のことが言える。松下電器の WACC は 2002 年 3 月期より上昇傾向にある。これは、株価の上昇による投資家の期待収益率の上昇要因が、起因しているものである。また、EVA の観点から確認すると、NOPAT は順調に増加しており、EVA も上昇傾向にある。しかし、2002 年 3 月期以降常にマイナスの状態であり、資金提供者が要求する投資利益水準を稼ぎ出せていないことを意味する。さらに ROIC の観点からも検証してみると、ROIC も常にマイナスであり、投資家が期待する資本コストを超えるだけの事業活動が出来ていないことを表している。松下電器は、企業価値経営の実践に向けて、社内で管理している CCM 管理の徹底により、EVA をプラスにする事業展開を行う必要性が求められている。以上を踏まえ、企業価値を算出する。算出方法は以下の 3 点とする。

(4) フリーCF 価値

	情報入手ソース	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
フリーCF (A)-(B)	(百万円)	7,098	687,140	403,687	286,266	982,509	505,597	540,053	576,856	616,168	658,158	703,011
(A)	営業CF	76,864	698,317	489,132	464,562	575,418						
(B)	投資CF	△69,766	△11,177	△85,445	△178,296	407,091						
平均フリーCF	(百万円)					473,340						
平均売上高成長率						6.8%						
売上高	P/L	6,876,688	7,401,714	7,479,744	8,713,636	8,894,329						
売上高成長率	財務分析		7.6%	1.1%	16.5%	2.1%						
予測期間におけるフリーCFのNPV												
2002の予測期間におけるフリーCFのNPV			654,870	366,661	247,799	810,543	397,516					
2003の予測期間におけるフリーCFのNPV				383,985	259,006	845,563	413,889	420,519				
2004の予測期間におけるフリーCFのNPV					270,319	876,093	425,721	429,402	433,114			
2005の予測期間におけるフリーCFのNPV						928,824	446,824	540,053	576,856	616,168		
2006の予測期間におけるフリーCFのNPV							475,303	477,274	479,253	481,241	483,237	
予測期間におけるフリーCFのNPV(X)	(百万円)	2,477,389	2,322,963	2,434,650	3,108,724	2,396,308						
WACC	(前述)	4.9%	5.1%	5.9%	5.8%	6.4%						
フリーCFの永久成長率(無リスク利率)		1.4%	0.6%	1.5%	1.4%	1.6%						
継続価値のNPV(Y)	(百万円)	11,988,533	9,975,405	10,430,663	11,220,602	10,862,900						
企業価値(X)+(Y)	(百万円)	14,445,922	12,298,368	12,865,313	14,329,326	13,259,208						

FCF ベースによる企業価値を算出するために、FCF の成長率を過去 5 年間の売上高成長率、予測期間を 5 年とし、各期で予測される企業価値を現在価値 (NPV) に割り引いて算出した。上記の算出結果のとおり、FCF ベースによる企業価値を 2006 年 3 月期時点のものとする、

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \text{予測期間内の FCF} + \text{継続価値} \\ &= 13,259,208 \text{ (百万円)} \end{aligned}$$

(5) 株式・負債時価評価価値

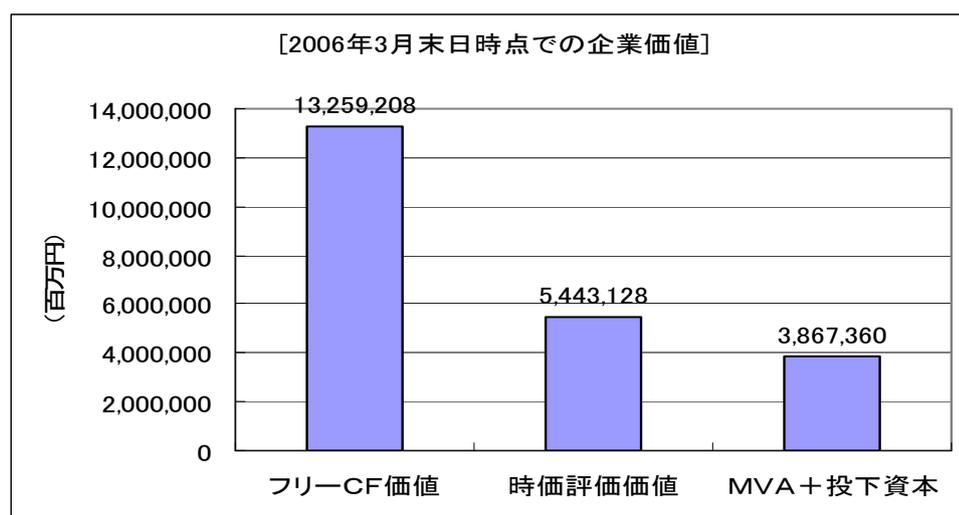
	情報入手ソース	2001	2002	2003	2004	2005
株式時価 (期中株式時価総額)	(前述)	1,689,426	3,657,556	3,210,601	3,174,251	4,709,862
負債時価 (期中有利子負債簿価≒時価)	(前述)	1,144,978	1,060,922	836,368	806,732	733,266
株式・負債時価評価価値		2,834,404	4,718,478	4,046,969	3,980,983	5,443,128

上記より実際の時価ベースでの企業価値 (2006 年 3 月期) は
 企業価値 = 株式資本時価 + 負債時価 = 5,443,128 (百万円)

(6) 市場付加価値 (MVA)

	情報入手ソース	2001	2002	2003	2004	2005
EVA	(前述)	△352,338	△145,634	△131,320	△65,251	△33,898
WACC	(前述)	4.9%	5.1%	5.9%	5.8%	6.4%
MVA (EVA/WACC)		△7,150,177	△2,838,414	△2,226,024	△1,128,930	△531,843
投下資本	(前述)	4,652,860	4,271,664	4,151,356	4,304,646	4,399,203
MVA+投下資本		△2,497,317	1,433,250	1,925,331	3,175,716	3,867,360

上記より市場付加価値ベースによる企業価値 (2006 年 3 月期) は
 企業価値 = MVA + 投下資本 = 3,867,360 (百万円)
 完全市場で裁定取引が行われれば、理論的に (1) = (2) = (3) となる。
 実際は下記の通り、算出方法により大きなばらつきが見られる。 (単位: 百万円)



今回の分析による理論的な企業価値（つまり FCF による企業価値）は前提条件がかなりラフであるが、(1) > (2) となっていることから、理論的な企業価値と市場との評価にギャップがある。このギャップを解消するためにも、まず、CF ベースの事業戦略を十分に説明できるディスクロージャーが有効と思われる。一方、市場付加価値ベースで見た場合、(2) > (3) となっており、経済的価値の創出が脆弱であるといえる。こちらは、単年度毎の EVA をしっかり稼ぎ出す事業展開が必要であり、それが実現できなければさらに、時価評価価値を落とすシグナルともいえる。そこで、実際の株式の推移を見てみることにする。低迷していた株価は、2003 年度に 1,000 円を割り込んだのを底に、大きく伸張してきた。これは、前述の通り、TOPIX などの平均株価指数と連動している。株主は、ある意味、松下電器へのポテンシャルは感じながらも、日本株としての位置づけのみでみている側面もある。企業価値経営実践に向けては、松下電器の守りの強さ（良好な財務体質）の側面だけでなく、攻めの強さ（戦略的な投資とそれによる高収益体質の変革）を発揮する側面が必要である。以上の考察から、松下電器は豊富な CF を稼ぐ本業と FCF を持ちえている。これを今までは強固な財務体質構築に使用してきた。今後、企業価値経営を更に一歩前へ進めていくためには投資に見合う以上の積極的な投資戦略が必要とされている。

2.4 競合他社との業績比較

松下電器の位置するエレクトロニクス業界の業績は以下の通りである。2005 年度時点において、松下電器は、売上高こそ 2 位と日立製作所に及ばぬものの、時価総額では 1 位を確保している。しかしながら、2001 年度の IT バブル以降、この順位もデジタル化の持つ優勝劣敗の法則により、めまぐるしく変化をしている。その結果、各社ともこの 5 年間で、赤字脱却によるリストラクチャリングなどを経験し、現在は回復基調にある会社と そうでない会社で業績が大きく差がつきつつある状況であると言える。そんな中であって、松下電器も 2001 年度 IT バブルの煽りを受け、営業赤字に陥ったが、現会長の中村邦夫のもと、人員削減、家電流通改革、組織改革など聖域なき事業構造改革を断行し、みごとに V 字回復をしたことが、時価総額の高評価に繋がっている。

3 業界分析

3.1 需要要因

まず市場であるが、電機業界の市場は 03 年以降、パソコン・携帯電話を中心とする情報通信分野の回復・拡大やデジタル AV 機器の成長に牽引され、概ね好調に推移してきた。特に 05 年は、AV 分野が薄型 TV とデジタルオーディオ市場の急成長で高い伸びを示した。06 年は、情報通信分野が循環的に調整局面となり、関連デバイスを含めて伸び率がやや鈍化するが、07-08 年にかけては上向きになる。AV 分野は、08 年頃にかけて薄型 TV 市場の高成長が続くものの、他の商品が総じて成熟化。北京五輪や上海万博が開催される 08 年を除き、伸び率は継続的に低下傾向である。地域的に見ると、1990 年代から、生産拠点シフトが進む中国でデバイスの市場が拡大。その後沿岸部を中心に消費財の市場も立ち上がり、中国市場は今後も、高成長を持続していくものと思われる。また 03 年頃からは、

携帯電話などを中心にインドやロシア市場も急成長しており、BRICs を中心とする新興市場は好調に推移していくものと思われる。本国である日本市場は、商品構成を変えながらも、市場全体としては横ばいの見方である。中国に古くから進出し、一定の成果を収めている松下電器にとって、この市場構造の変化は概ね機会であり、プラス要因として機能している。

3.2 供給要因

家電メーカーの供給要因で大きな問題は、流通問題である。日本においてもヤマダ電機やヨドバシカメラなどといった量販店が台頭しつつあり、小売でのバイイングパワーを高めている。世界的に見ても、流通業が寡占化によりさらに巨大化しつつある。新興市場では外資規制の緩和により、流通の近代化・店舗の大型化が進みつつあり、中国、ロシア、ブラジルの家電市場では、地場系の量販が台頭しつつある。今後は、流通大手による直接調達や流通ブランドの拡大が予想され、市場価格の下落に拍車をかける恐れも生じている。

● 世界の家電市場をめぐる主な動き（2005～2006年）

- ・ 中国上海永楽電器が大中電器と合併
- ・ 英ディクソンズがロシア最大手のエルドラドと提携
- ・ 米ベストバイが中国家電販売4位の五星電器を買収

流通問題で無視できない大きな流れとなりつつあるのが、オンラインネットショッピングの流れである。昨今では、ネットで家電製品を買うという基本的な使い方のみならず、購入の際の情報源として、「価格.com」などのサイトを確認した上で、値ごろ感を掴む消費者が増えてきている。米国では、パソコンの40%、小型電化製品の20%、大型電化製品の10%がネットショッピングによる購入となっていると言われる。松下電器では、かつてショップ店といわれる松下電器専売店網を全国に約50,000店規模で保持していたが、現在では、消費者の購入行動の変化から、半分程度まで規模を縮小させている。したがって、松下電器にとってこの環境変化は、マイナス要因となりつつあり、対応を急いでいる。

3.3 外部要因

電機業界を取り巻く環境は、長期的に見るとユビキタス社会の到来など、プラス面も多く見受けられるが、家計における消費支出の動向をみると、低迷していることがわかる。自動車などの商品と比較し、家庭用電化製品の価格下落がいかに激しいかが見てとれる。規模の似通った大規模な電機メーカーが乱立する中で、供給要因でも取り上げた、家電ディスカウントストアの台頭などがこの結果を大きく下支えする形で、大規模化している。これは、松下電器にとってマイナスとなる要因である。しかし、過去がそうであったように、電機メーカーは時代の環境変化を捉え、手を変え、品を変え、技術力を駆使し、成長してきた背景がある。ここ数年間の環境変化を見てみると、キーワードは、少子高齢化、環境・エネルギー・食糧問題、経済統合、そしてユビキタスネットワーク化である。これらは、

松下電器にとってプラスの要因であり、商品革新により環境変化に対応していく姿が見られる。特に、松下電器にとって、中国の動向（北京五輪・上海万博など）とアナログ放送からデジタル放送への変革によるディスプレイの買い替え需要が大きくプラス要因として挙げられる。

4 企業戦略分析

4.1 企業価値創造

(1) 顧客価値創造

松下電器は、2006年度3月期で8兆8,943億円の販売で、4.7%の営業利益を計上した。この増収増益には、連結子会社化した松下電工・パナホームの効果もあるが、主力のAVC商品（特にプラズマテレビ事業）が牽引したものであるといえる。薄型大画面テレビ市場において、松下電器は、世界市場で40%のシェアを確保している。この事実からも、顧客が松下電器にかける期待の大きさ＝顧客価値が伺える。松下電器は、社内に半導体事業などのデバイス事業を持ち、BB技術といわれるコア・テクノロジーをデバイスレベルから研究開発し、セット革新に繋げている。お客様に喜んでいただける商品を様々な観点から生み出し、顧客提案を実施している。これらの点からも、同社は顧客に対する価値提供を意識した経営を行っている判断できる。

(2) 株主価値創造

株主価値は企業価値の向上によって高められる。より具体的には、配当などのインカムゲインの増加や株価の向上によるキャピタルゲインの向上と言える。しかし、実際には株価は市場の動向にも左右される投機的要素も持っている。以下で、松下電器の株価とTOPIXの比較をみってみる。これをみてわかることは、TOPIXとほぼ同期して推移していることである。これは、ある意味、日本経済を代表する株価であるともいえる。企業が企業価値を高めて行くためには、①キャッシュフローによる企業価値を向上させる。②積極的なIR活動により株主に事業の有益性を理解してもらうことが重要である。それでは、実際に松下電器が取り組んでいる株主価値向上についてみってみる。まず株主に対しては、業績向上に伴い、配当を強化している。

	2002.3	2003.3	2004.3	2005.3	2006.3
発行済株式数(千株)	2,138,514	2,447,923	2,453,053	2,453,053	2,453,053
一株当たり配当(円)	10.0	12.5	14.0	15.0	20.0

これらの施策が株価を押し上げている要因でもある。しかしながら、自己株償却などの財務戦略なども積極的に実施しており、その額が配当支出を上まわっていることも見逃せない事実である。松下電器は株主に対する価値提供を意識した経営を行っているものの、それを悪用した買収を警戒するなど防衛意識が高い。

(3) 従業員価値創造

松下電器の古くからの考え方に、「松下電器はモノつくる前に、ヒトをつくる」という考え方があり。創業者である松下幸之助は、自らの体が弱かったこともあり、衆知を集めた全員経営という考え方の基、あるべき姿や共通の理念などを定め、それに応じてヒトに事業を任せるスタイルをとってきた。この考え方が、松下電器には流れており、社員は活き活きとした職場で多くの人とのかかわりの中で仕事を進める環境が整っていた。福利厚生面でも優遇されていた。しかし、時代は大きく変化し、松下電器も大きく変貌を遂げている。中村改革では雇用構造改革で、2万人ものヒトが松下を去った。その分、若手抜擢となるも、従来の仕事の延長線上のままで抜けた人員の分を含めて、経験も薄い中間管理職がそのまま荷を背負う形となっている。一般的には、労働分配率も高く、給与も比較的高い松下電器との評価だが、従業員価値に関しては、多くの職場で問題を抱えたままである。早急に、評価と報酬が連動した処遇を整備する必要があるように思われる。

(4) 社会価値創造

松下電器の事業ビジョンは、「ユビキタスネットワーク社会の実現」と「地球環境との共存」である。同社はこのように社会との調和を意識しながら成長を指向する姿が明示されている。また、経営理念においても、「産業人たるの本分に徹し、社会生活の改善と向上を図り、世界文化に寄与せんことをきす」と綱領で唱っている。同社は古くから、社会を意識した姿勢を内外に示しており、社会価値を意識した経営を行っているとは判断できる。

4.2 企業理念とビジョン

松下電器では、経営理念を「綱領」として毎朝、朝礼にて全社員が唱和している。

「綱領： 産業人タルノ本分ニ徹シ 社会生活ノ改善ト向上ヲ図リ 世界文化ノ進展ニ寄与センコトヲ期ス」松下電器の使命とは、生産・販売活動を通じて社会生活の改善と向上を図り、世界文化の進展に寄与すること―。綱領は、松下電器の事業の目的とその存在の理由を簡潔に示したものであり、あらゆる経営活動の根幹をなす松下電器の「経営理念」である。昭和4年、創業者の松下幸之助が制定して以来、現在に至るまで、松下電器は常にこの考え方を基本に事業を進めてきている。それほど事業活動において重要な位置づけである。ビジョンは、前述のとおり、「ユビキタスネットワーク社会の実現」と「地球環境との共存」とし、2010年にエクセレントカンパニーを目指す姿を明示している。したがって、松下電器にとって企業理念と経営戦略の関係は、非常に深いものである。中村現会長が断行した様々な経営改革に際しても、経営理念以外はすべてを破壊するつもりで取り組むとコメントしたように、物事を遂行する上で、常に照らしあわせていく概念となっている。ビジョンについては、その実現に向けた現実の具体策として、「創生21計画」、「躍進21計画」、「新中期計画」など、様々な形でPDCAサイクルを実際に廻して、事業を進めている。

4.3 企業成長戦略

4.3.1 事業展開シナリオ

松下電器の主力商品は、かつて冷蔵庫、洗濯機、掃除機などの家庭用電化製品であった。次に TV、ビデオ、オーディオ製品などの AV（アナログ）商品が事業を牽引し、現在は AV（デジタル）商品（デジカメ、薄型 TV、DVD、携帯電話）などが事業を伸張させている。1970 年代から 1980 年代にかけてのアナログ家電時代から、PC・デジタル家電時代、さらにはネットワーク時代に変遷するに当たり、松下電器の主力商品も大きな変化を遂げている。現在最も多いのがカラーテレビ、すなわち薄型テレビである。松下電器は、ユビキタス社会到来に備え、デジタル商品をコアにした商品開発を、半導体まで遡って源流から開発を実施しており、最終的な完成品とその応用用途としての業務用システムなどへ事業を発展させている。あと数年で、地上波アナログ放送が終了となることから、デジタル化の進展は一気に進むことになる。その意味でも、現在最も力を入れているプラズマ TV は、今後の事業を左右する戦略事業であるといえる。

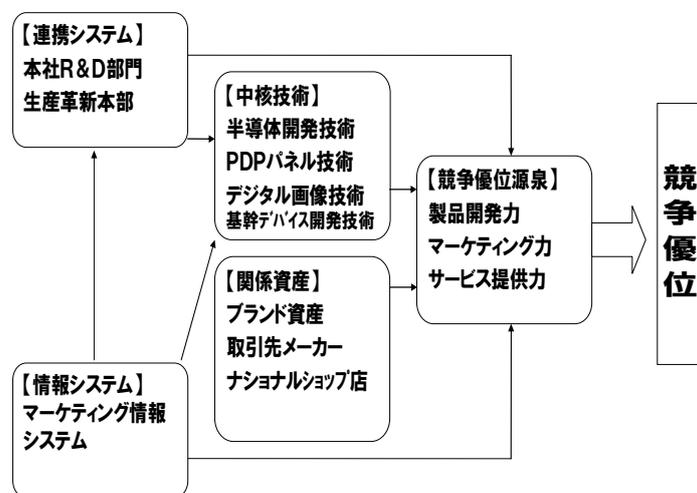
4.3.2 資源循環

松下電器では、まず CCM（キャピタルコストマネジメント）という社内事業評価基準が存在する。これは、資本コストに誓い概念で、資本コスト相当として投資に対して 8.4% のリターンを要求するものである。その基準が、CCM>ゼロである。しかしながら、社内でこれを満たしている事業は少なく、課題を残す指標となっている。もう一つの指標が、営業利益率である。こちらも、重要な指標で、2006 年度に 5%を達成すると社内外へ発信している。松下電器はここ数年事業構造改革として、事業の選択と集中を実施してきた。私の所属する部門でも、この事業の選択と集中は、品種・機種まで徹底的に実施された内容である。不採算機種や低収益事業を断ち切ることにより、今まで以上に高効率経営が可能となった。松下は 1 兆円を超えるキャッシュを保持している。従って、キャッシュ面での心配は要らない状態といえよう。松下電器の一番の課題は、この成長投資による事業拡大である。豊富なキャッシュを保持しているものの、戦略的な投資は一部で実施はしているものの、未だ模索中といえよう。M&A 戦略などを活用した企業価値最大化に向けた取組みが急がれるところである。

4.3.3 戦略資産蓄積

ここでは、松下電器の戦略事業であるプラズマ TV の戦略資産の蓄積をしてみる。中核技術は、システム LSI などの半導体開発技術、PDP パネル技術、デジタル画像技術、基幹デバイス開発技術などである。デバイスまで遡った技術力に松下は独自の強みがある。

競争優位源泉は、中核能力を組み合わせた製品開発能力である。また、その上流をみると本社 R&D 部門や生産革新本部などの連携シ



システムが商品開発から、モノづくり工程開発までを支援する体制が整っている。一方、下流をみるとマーケティング力としてマーケティング本部がある。また、サービス提案力として全国各地にナショナルショップ網を保持しており、エンド顧客の設置サービスまでを網羅している。

4.3.4 企業価値持続的創造

松下電器が企業価値の持続的創造を図るためには、セットとデバイスのシナジーを効かせた取組みが有効である。また、松下電器は事業部制の弊害から、同じような商品を製造している事業体が自社内に複数存在していた。これを 14 ドメイン制のもと、商品の選択と集中をはかり、商品力強化とシナジーを効かせていく活動を今後、強力に進めていく必要がある。

4.3.5 戦略資産の具体的展開

松下電器において、現状で戦略資産と呼べる最たるものは、BB（ブラックボックス）技術と名づけられたものである。これらは、松下電器の V 字回復を支えた V 商品に多く搭載されている。例えば、PDP における、システム LSI “PEAKS”、PEAKS パネルなどである。松下電器で、今後の投資で一番の戦略資産と目されているものは、やはりなんといっても PDP 事業である。国内尼崎工場に 1,800 億円の追加投資を決定しており、2007 年 7 月度から稼働させる予定である。PDP はすでに、中国でパネルから組み立てまでの一貫生産工場を立ち上げており、欧州チェコでの組立工場、アメリカでの組立工場と並んで、グローバル 4 極体制で生産体制が整いつつある。コア・コンピタンスとは、他社に真似の出来ない中核能力といわれる。PDP 事業における、半導体開発技術、PDP パネル技術、デジタル画像技術、基幹デバイス開発技術（省電力バッテリーなど）が該当する。

松下電器の場合、このほかコア・コンピタンスとして、モノづくり工法をあげる場合もある。セル生産システムによる世界垂直量産体制などは、この部類に該当する。今後の投資では、デジタル商品において異なる商品分野間でソフトウェアとハードウェアの資産が共有し、開発効率と設計品質の向上を図る統合プラットフォーム「Uniphier（ユニフィエ）」などがコア・コンピタンスとして挙げられる。さらに、上記とは異なる戦略資産として、松下電器では、顧客との接点として、2 万店ものナショナルショップ店網を有している。この販路網はかつて強力な力を持っていたが、家電量販店の台頭でその存在意義について変革に迫られつつある。しかし、これらのお店が例え 1 台でも新製品を購入してもらうだけで、初期ロットの 2 万台が確保されることから、今でも有力な販路網であることは間違いない。

4.4 企業成長戦略

松下電器の 2006 年度 3 月期（2005 年度）のセグメント別売上高構成比は右のとおりである。AVC ネットワークが 18%、アプライアンスが 12%、デバイスが 13%、電工・パナホームが 17%、日本ビクターが 7%、その他が 13% を占める。松下電器の中でも主力

を占めるのがこのように AVC ネットワーク分野である。この分野は、薄型 TV、デジタルカメラ、DVD、携帯電話などである。松下電器にとって、中でも戦略事業なのが、プラズマ TV となっている。ここで、薄型 TV の世界市場推移を確認していく。

まず、市場規模であるが年率 180% の勢いで市場が拡大していく。(含む液晶 TV)

このように主力商品を取り巻く事業環境は、急成長が期待され有望であるものの、業界の成長に伴って競争は更に激化していくものと思われる。薄型 TV は、PDP と液晶に大きく二分され、各社とも戦略投資を急いでいる。上記を踏まえ、以下で SWOT 分析により、松下電器に関する機会と脅威を明確化し、企業戦略への影響を鑑みることとする。

(1) Opportunity (機会)

- ・ ユビキタス社会の進展
(ネットワーク機器の融合：放送と通信)
- ・ デジタル機器市場の拡大
- ・ PDP・DSC 市場の拡大
- ・ グローバルな視点での人口の増加
(中国市場やアジア市場の増大)

(2) Threat (脅威)

- ・ 成長業界における競争の激化
- ・ 液晶 TV とのデファクト競争
- ・ 原材料・原油の高騰
- ・ 量販店台頭による値下げ競争の激化
- ・ 韓国・中国などの新興市場メーカーの参入・台頭

(3) Strength (強み)

- ・ PDP 市場 (パネル・TV) における業界地位 NO.1
- ・ デバイスまで遡った商品開発能力
- ・ デジタル機器開発技術
- ・ Panasonic ブランド
- ・ マーケティングチャンネル
- ・ アプライアンス事業やデバイス事業によるリスク分散

(4) Weakness (弱み)

- ・ PDP (パネル・TV) に偏った経営資源 (液晶 TV では他社の後塵に拝する)
- ・ 中国市場における占有率
- ・ アジアメーカーと比較して人件費の占めるウェイトが高い

		SWOT 分析	
		好影響	悪影響
内部	内部	S trength (③強み)	W eakness (④弱み)
	外部	O pportunity (①機会)	T hreat (②脅威)

上記の観点で、懸念材料は、大きく分けて 3 つといえる。一つ目は、液晶 TV とのデファクトスタンダード争いである。デファクトスタンダードが一旦、確立されてしまえば、ネットワーク外部性が働き、なかなか挽回が難しくなるためである。二つ目は、量販店の台頭による売価ダウンによる収益の圧迫である。量販店の台頭により、市場価格が年率 10% 以上の勢いで下落している商品もあるためである。三つ目は、中国・韓国などのアジアメ

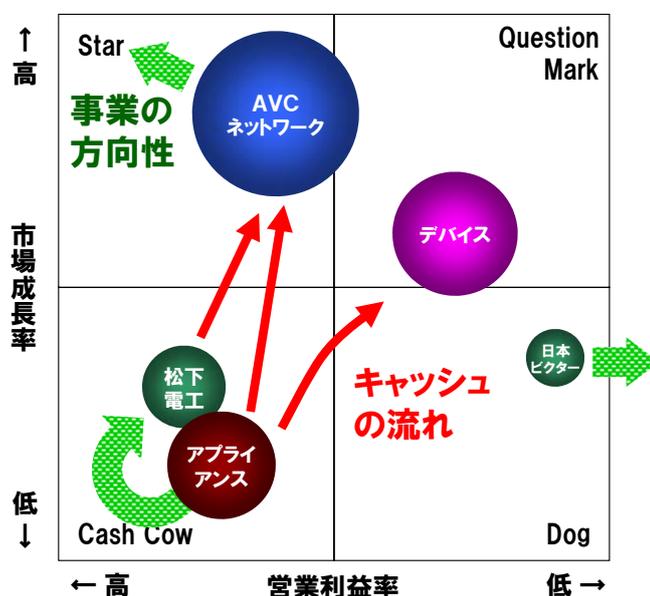
一かの台頭である。韓国企業では、LG・三星、中国企業ではローカルメーカー、との競争である。それらの企業との競争では、人件費比率のコスト構造が異なることから、価格競争へ陥りやすいためである。しかし、懸念材料はあるものの、総じてみると松下電器にとってフォローの風が吹いている状況であるといえる。

4.5 事業ポートフォリオ・マネジメント

上記の SWOT 分析を踏まえ、松下電器の企業成長戦略としては以下のようなポートフォリオが描けるはずである。

- 企業を成長させる成長エンジンとしての（スターの）AVC ネットワーク（含む PDP）、
- 成熟化して手堅い（キャッシュカウの）アプライアンス・松下電工、
- 景気変動に左右されやすい（問題児の）デバイス、
- 低収益に苦しむ（負け犬の）日本ビクター

■ 事業ポートフォリオ



松下電器の基本戦略は、キャッシュカウから生み出すキャッシュをスターにつぎ込み、企業成長を図る戦略である。それと平行して、負け犬である日本ビクターの再建または売却、問題児であるデバイスの事業の更なる選択と集中の加速などが、戦略選択肢として挙げられる。

PDP を事業の柱に据えて、事業をドライブする基本戦略は、評価できるものである。問題は他社との競争優位を価格以外の要素でいかに確保し、高収益を確保していくかである。

松下電器では、実際的には、コーポレートレベルでの事業ポートフォリオの組み替えについて、以下のように推進している。

(1) 14 事業ドメイン経営の実践

グループ内で分散していた事業を統合化し、事業ドメインを 14 に分けて運営を進めるも

のである。この推進のため、グループ内で自主独立していた会社を 2002 年に完全子会社化を実施した。その会社は、松下通信工業、九州松下電器、松下精工、松下寿電子工業、松下電送システム、松下電子部品、松下電池工業の 7 社である。これにより、事業ドメイン毎に事業ポートフォリオを組み替え、事業の重複を見直し、シナジー効果を発揮している。

(2) 松下電工の子会社化

更に、2005 年 4 月 1 日に、松下電工の株式を公開買い付けにより 19.2%追加し、子会社化を実施した。その後、電工コラボとして、おもにナショナルブランド（家庭用電化住設商品ブランド）での融合を強化している。本社主導のコーポレートレベルの事業ポートフォリオ組み替えは、社長交代などの経営者が変わった後に生じる場合が多い。松下でも今年、社長が交代した。PDP 事業を戦略事業に掲げ、いまのところそういった動きはないが、今後、豊富なキャッシュの使い道について、資金提供者からの強い圧力も考えられ、今後の動きに注目したい。課題は、松下電器自身に、過去の MCA 買収などの苦い経験があり、積極的な M&A 戦略などを進める推進力がないことがあげられる。14 事業ドメイン体制では、こういった大型案件での話はできないに等しい。企業価値創造に向けこの分野の取り組み強化が望まれる。

5 戦略の評価と課題

5.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

前述のとおり、経営資源として、松下電器は豊富なキャッシュを持っている。

◇松下電器CFサマリー

	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3
営業活動によるCF	107,091	688,910	473,226	464,562	575,418
投資活動によるCF	△74,472	△11,177	△85,445	△178,296	407,091
財務活動によるCF	6,271	△433,447	△256,795	△405,578	△524,568
現金及び現金同等物の期末残高	933,132	1,167,470	1,275,014	1,169,756	1,667,396

現在のところ、そのキャッシュは、PDP 事業の設備投資など、本業を中心としたキャッシュの用途に使用している。松下電器では、CCM という独自指標を用い、社内資本金制度の下、各ドメイン（社内分社）が経営管理を実施している。したがって、基本的に社内資金調達となることから、リスク投資はどうしても限られてくる場合が多く、本業を中心とした投資などが主力にならざるを得ないといえる側面もある。また、海外会社設立においても、設立 8 年目までで投資回収が基本の考え方となっている。よって、大型 M&A などの戦略投資は本社主導での案件となる実情がある。一方、株主サイドからは、企業価値向上に向け豊富なキャッシュの使い道を、M&A などの戦略投資に振り向ける声が年々高まりを見せている点も見逃せない事実である。松下電器が GE のようなグローバル企業として、大きく成長を指向するためには、M&A などの戦略投資が避けては通れない道であり、今後の動向が注目される。

ヒトという経営資源でみると、こちらも豊富な人材を有していることが分かる。学生の人気では、常に上位に位置し、同業の電機メーカーと比較しても平均給与が高い水準である。昨今、問題となりつつある 2007 年度問題（団塊世代の大規模退職）も、ここ数年

の雇用構造改革（早期退職制度などの活用による人員構造変革）によって、50代後半の従業員はすでに、多くが会社を退職しており、2012年まで、先行した形となっている。しかし、豊富な人材を有しているも、現実の現場では、必要人材と保有人材とのミスマッチは存在しており、キャリア採用や外国人採用などを拡充して、人材採用の取り組み強化を図っている。

最後にモノに関しても、前述のとおり、社内に強力なデバイス事業を保有し、セット商品の源流から遡った商品力強化を進めている。PDPなどの薄型TVや、デジタルカメラなどの戦略デバイスとなっている半導体などがこの好例である。また、モノを支えるモノづくりに関しても、電機メーカーはトヨタのカンバン方式をいち早く取り入れ、セル生産方式やNextセル方式へと昇華させており、リードタイム削減、在庫削減、品質向上という3つの両立を目指す新たな取り組みの最先端に位置している企業である。

5.2 組織・人事要因

松下電器、日本で最初の事業部制を敷いた会社である。それをベースにこれまで事業展開を図ってきたが、現在ではフラット&WEBの進む中、ドメイン制とBU（ビジネスユニット）制を基本に事業を展開している。ドメイン長は、大きな権限を与えられ、カンパニー制に近い形で、投資からBS・CF管理までを行う形態、インベストメントセンターの役割を担っている。一方、BU長は商品群を主軸として開発・生産・販売の1ユニットを持つ組織であり、プロフィットセンターの役割を担っている。このような組織であるために、人事マターについては基本的にドメイン毎で条件や処遇が異なっており、ボーナスなどのインセンティブもドメイン毎に変化を持たせた形となりつつある。ドメイン間を渡っての人事異動は極めて少ないといえる。人材ミスマッチを解消すべく、社内人材の流動化を進める制度として、スキルチャレンジ大学やOPENチャレンジ制度の導入など、自らが手を挙げてドメイン間を異動する制度を準備している。

5.3 今後の課題

松下電器は、日本の電機メーカーの代表として、大きな影響力を持っている。日本株式会社といえるような市場と同期した株価を見ても、その一端が伺える。しかし、グローバルに目を転じてみると売上規模が大きい割に、時価総額が小さく、米国の会社と比較すると大きく水をあけられている感が否めない。これは、豊富なキャッシュを持ちながらそれを有効に活用していないという側面すなわちキャッシュの非効率性に起因する問題が考えられる。松下電器が日本を代表する会社として大きき羽ばたくためにも、今後スピードと躍動感を重視した経営を進めることが肝要である。そのためにも、松下電工のM&A戦略など、戦略的な仕掛けを次々と進め、企業価値を高めていく必要があると考える。

付属資料 2：企業戦略分析・立案

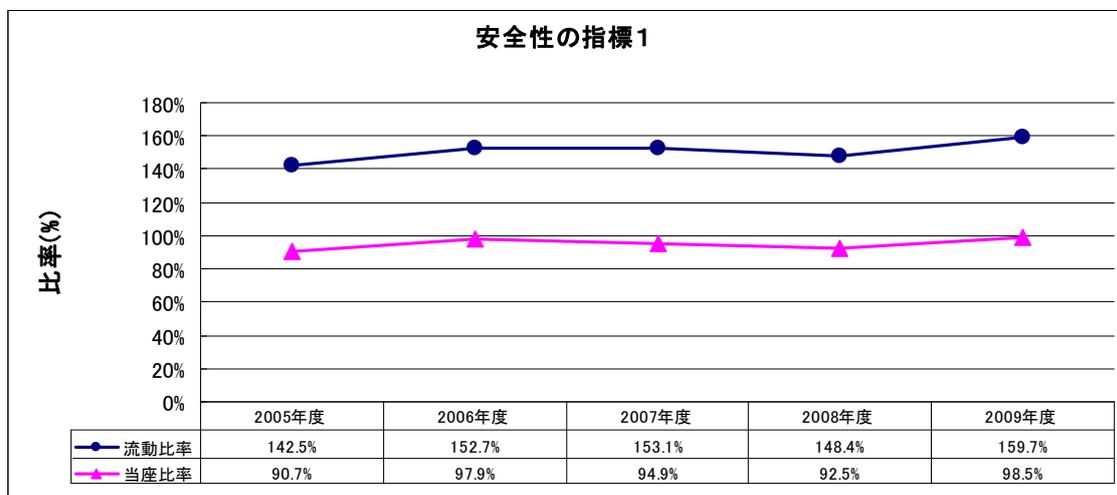
(出所：木村 亘志 「経営戦略応用研究 ケース・レポート No.3」 2010年9月11日)

パナソニック株式会社 (2010)

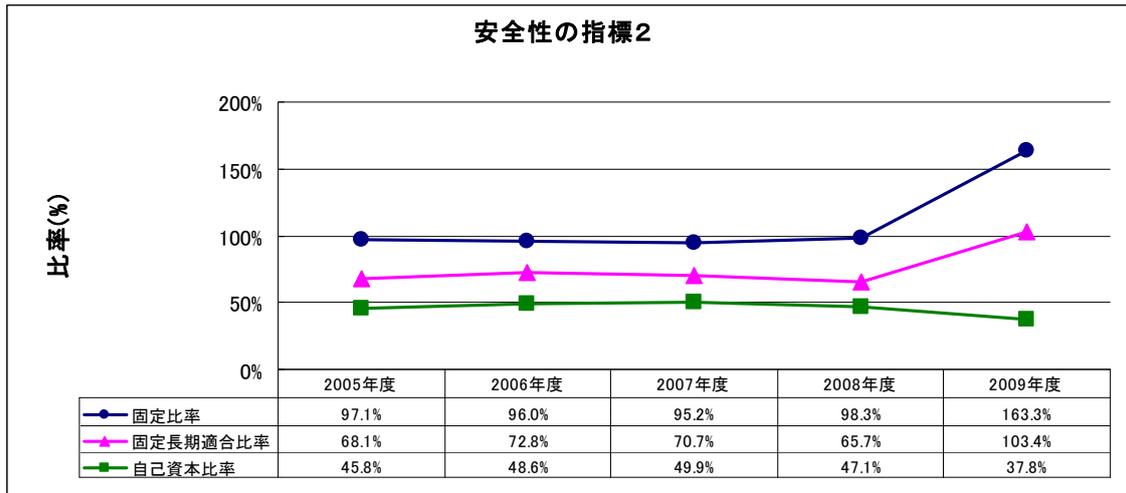
1 財務諸表分析

(1) 安全性

『流動比率』及び『当座比率』は、企業の短期的な支払能力を測る指標であり、ともに通常 100%を超えることが望ましいとされている。流動比率は過去 5 年間、常に 150%前後を推移しているのも特に問題はないと判断される。当座比率も 100%を下回る年はあるものの、回復基調にあり、危険視するレベルではない(図表予備 1.1-1)。『固定比率』『固定長期適合率』は長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する比率であり、固定比率 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が望ましいとされている。2008 年度まではほぼ横ばいで望ましい値であったが、2009 年度は三洋電機を完全子会社化したことにより自己資本が大幅に減少して、いずれの指標も望ましい値を上回った(図表予備 1.1-2)。『自己資本比率』は、調達資金の安全性を測る指標で 50%以上であることが望ましいとされているが、直近 5 年間を見ても減少傾向にあり、2009 年度は前述したとおり三洋電機の完全子会社化のため大幅に減少している。それでも 30%以上を維持しているためただちに大きな問題になるとはいえないが、注意すべき点である(図表予備 1.1-2)。



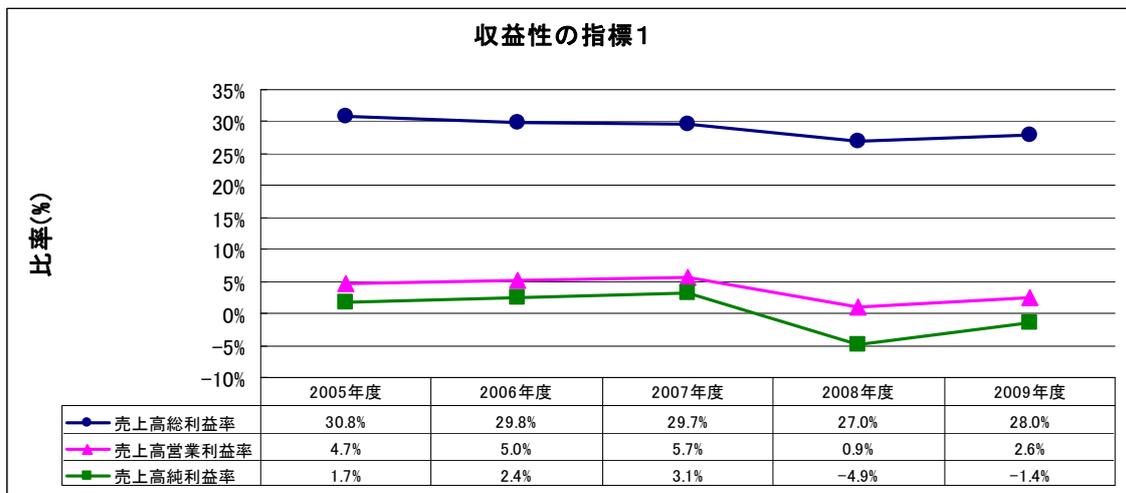
図表予備 1.1-1 流動比率・当座比率



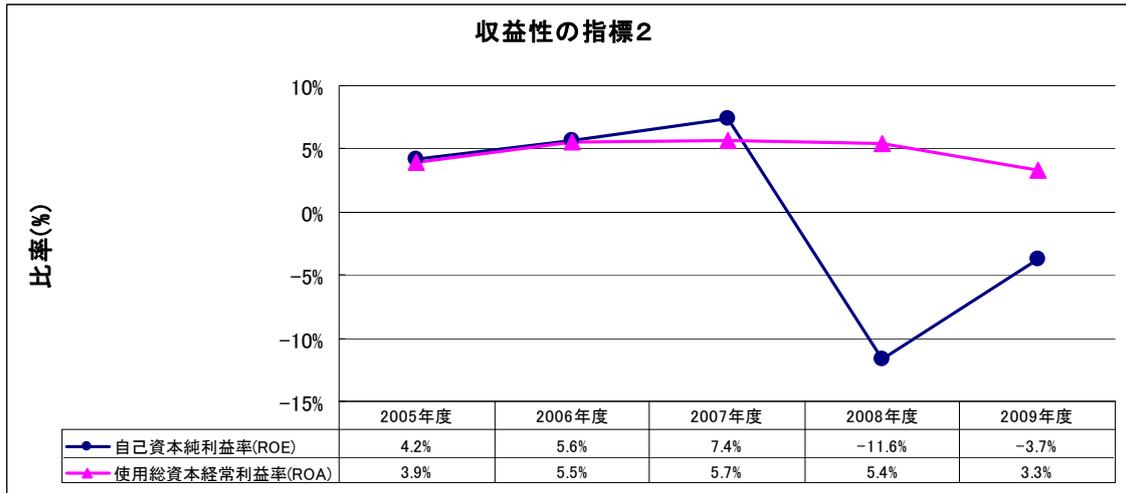
図表予備 1.1-2 固定比率・固定長期適合比率・自己資本比率

(2) 収益性

収益性について、売上高営業利益率が5%前後と、高い水準ではないものの、2007年度まではすべての指標が堅調に推移している。しかし、2008年度は、リーマンショックの影響により、売上減少・価格低下・為替の影響などを受け利益率が低下した(図表予備 1.1-3)。2008年度は、特に日・米・欧において急激に売上高が減少しており、営業利益に至っては△4,466億円という結果に終わっている。2009年度は、収益性の各指標ともに回復傾向にあるが、主な回復要因は営業費用の減少、原材料費・固定費のコスト合理化に起因するものであり、売上高が回復したわけではない。売上高の回復は、今後のパナソニックの課題である。『自己資本純利益率 (ROE)』は2007年度当期純利益が過去最高をマークしたため7.4%を達成したが、2008年度はリーマンショックの影響により当期純利益がマイナスとなったことを受け、急激に落ち込んだ。『使用総資本事業利益率 (ROA)』については、パナソニックが掲げる目標の10%には程遠い数値となっている(図表予備 1.1-4)。



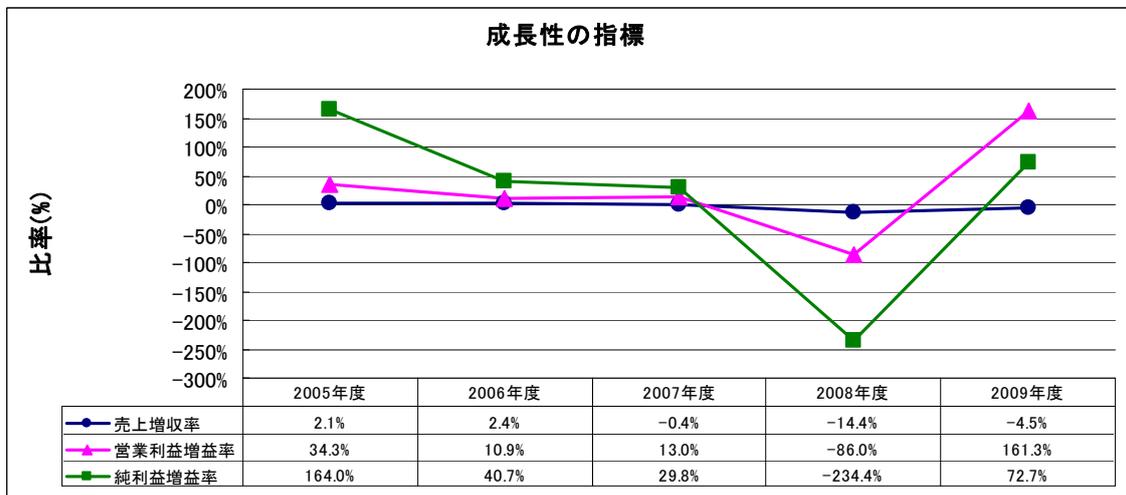
図表予備 1.1-3 売上高利益率・売上高営業利益率・売上高純利益率



図表予備 1.1-4 ROE・ROA

(3) 成長性

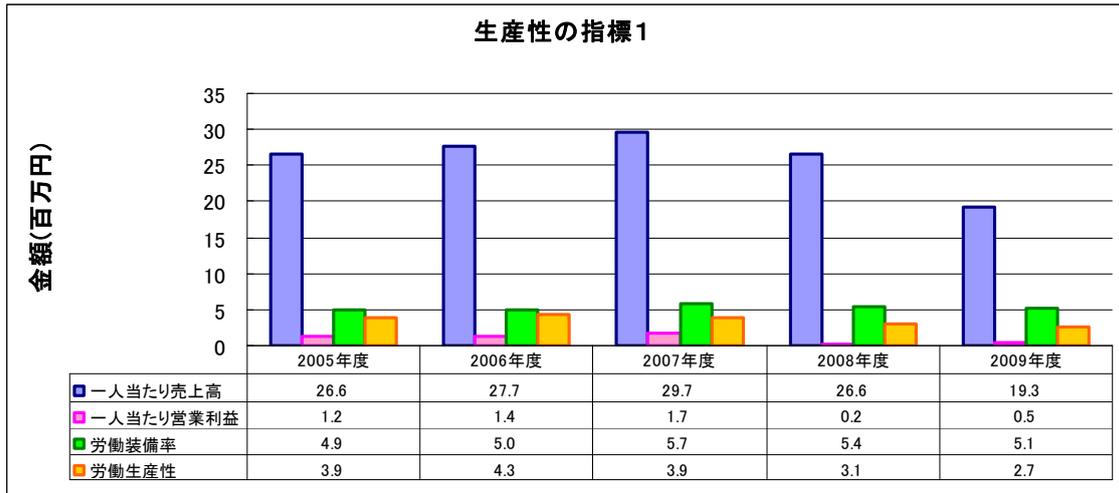
2008年度はリーマンショックの影響で成長性の指各標はマイナスとなっている。しかし2008年度の反動で、2009年度には『純利益増益率』『営業利益増収率』が2007年度以上の回復を見せている。しかし、「1.1.2 収益性」でも指摘したとおり営業利益率の増加は原材料費・固定費のコスト合理化によるものが大きく、「売上増収率」はわずかに回復基調にあるのみである（図表予備 1.1-5）。この売上高の鈍化傾向はパナソニックのみならず電機業界全体の課題である。



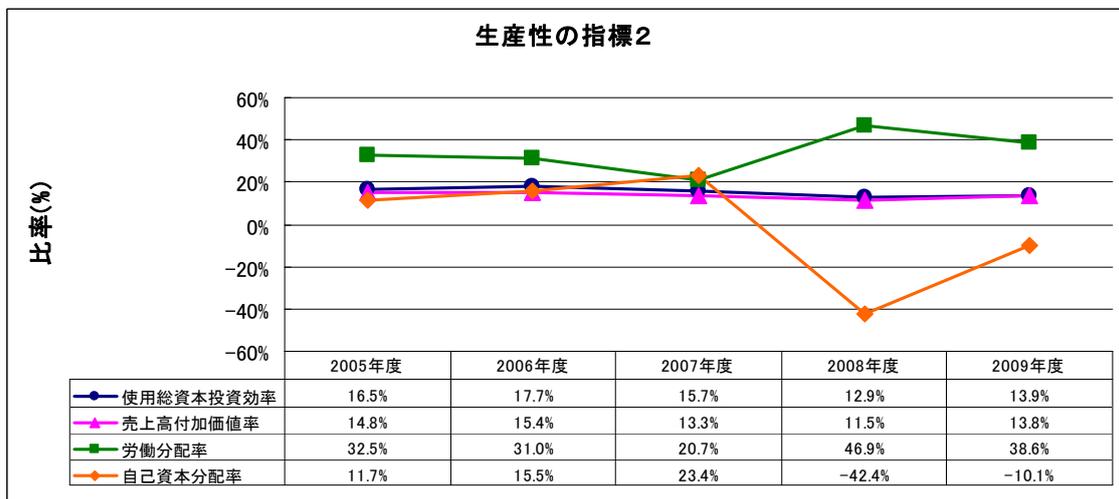
図表予備 1.1-5 売上増収率・営業利益増益率・純利益増益率

(4) 生産性

『一人あたりの売上高』はパナソニックの売上高の減少に伴い減少を続けている。しかし『一人あたりの営業利益』『労働生産性』が回復傾向にあるのは、コストの削減や合理化、人員削減によるものである（図表予備 1.1-6 及び 1.1-7）。



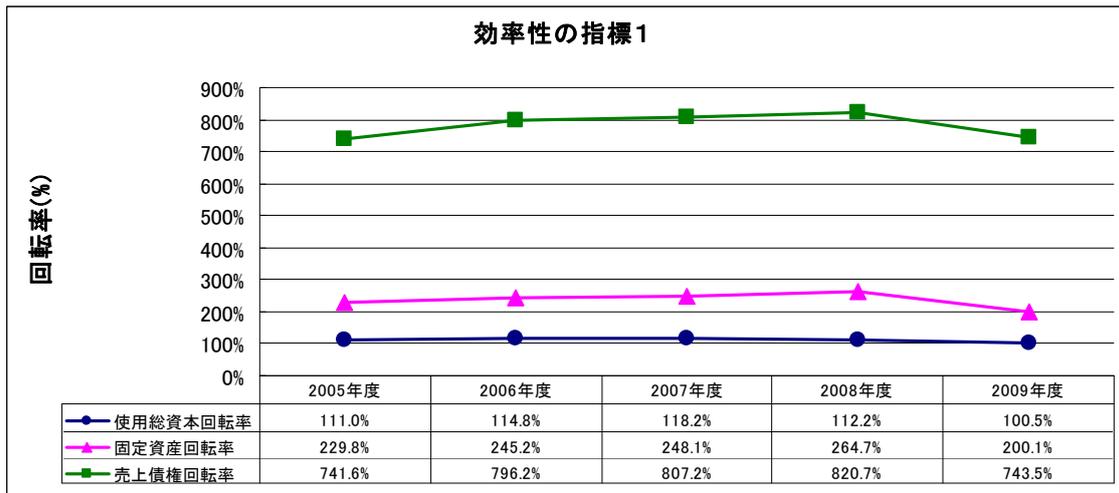
図表予備 1.1-6 一人当たり売上高・一人当たり営業利益・労働装備率・労働生産性



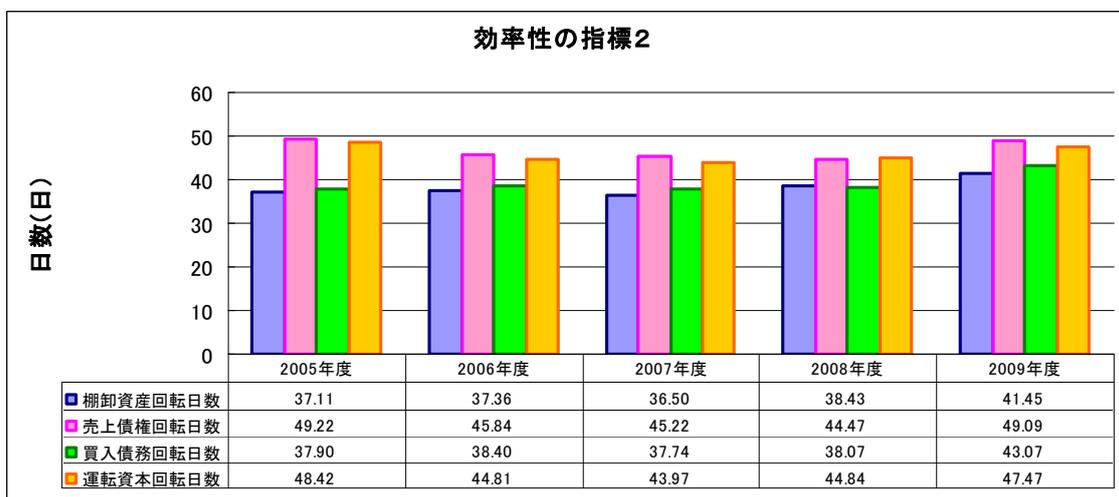
図表予備 1.1-7 使用総資本投資効率・売上高付加価値率・労働分配率・自己資本分配率

(5) 効率性

売上高が伸び悩む中、投資を圧縮しているため、『使用総資本回転率』は大きく変動しておらず、資産の利用効率はそれほど悪化していない。『固定資産回転率』を見ても、固定資産を効率的に使っていることがわかる。棚卸資産は全社的な在庫削減の取り組みにより2008年度からの2期の間約1,800億円削減している。しかし、三洋電機の在庫により『棚卸資産回転日数』は若干増える結果となった(図表予備 1.1-8 及び 1.1-9)。



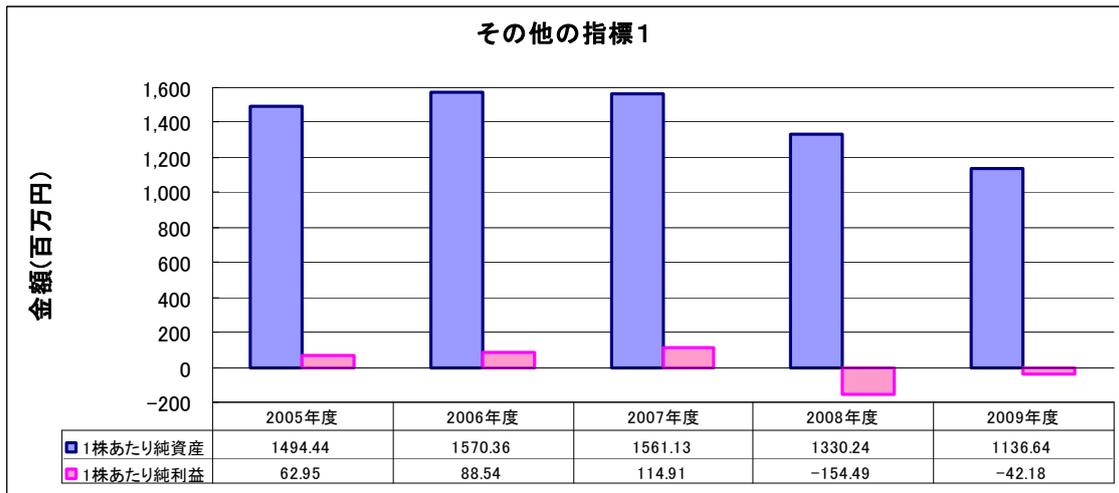
図表予備 1.1-8 使用総資本回転率・固定資産回転率・売上債権回転率



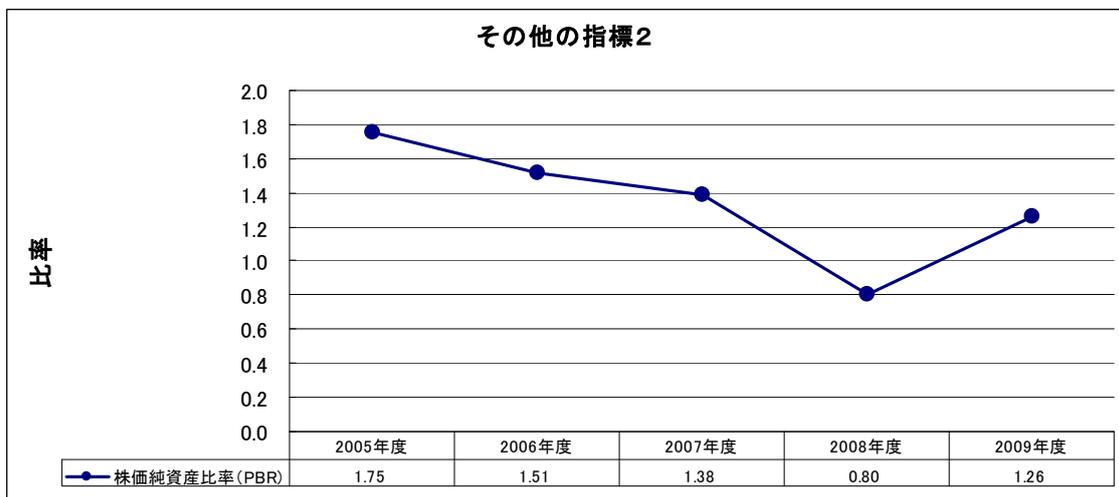
図表予備 1.1-9 棚卸資産回転日数・売上債権回転日数・買入債務回転日数・運転資本回転日数

(6) その他

2007年度まで好調な業績を背景に、『一株あたりの純資産』や『一株あたりの純利益』は順調に推移してきたが、リーマンショックの影響による業績悪化を受け、2008年度には低下した。しかし、2009年度には『一株あたりの純利益』が回復傾向にある。売上高の回復が進んでいないことから、在庫やコストの合理化が積極的に進められたことが要因である（図表予備 1.1-10）。株価純資産比率（PBR）については、2008年度に1度下回ったが、2009年度には回復しており、パナソニックの実施した在庫やコストの合理化と、それに伴うフリーキャッシュフローの創出が投資家より一定の評価を受けたものと考えられる（図表予備 1.1-11）。



図表予備 1.1-10 1株あたり純資産・1株あたり純利益



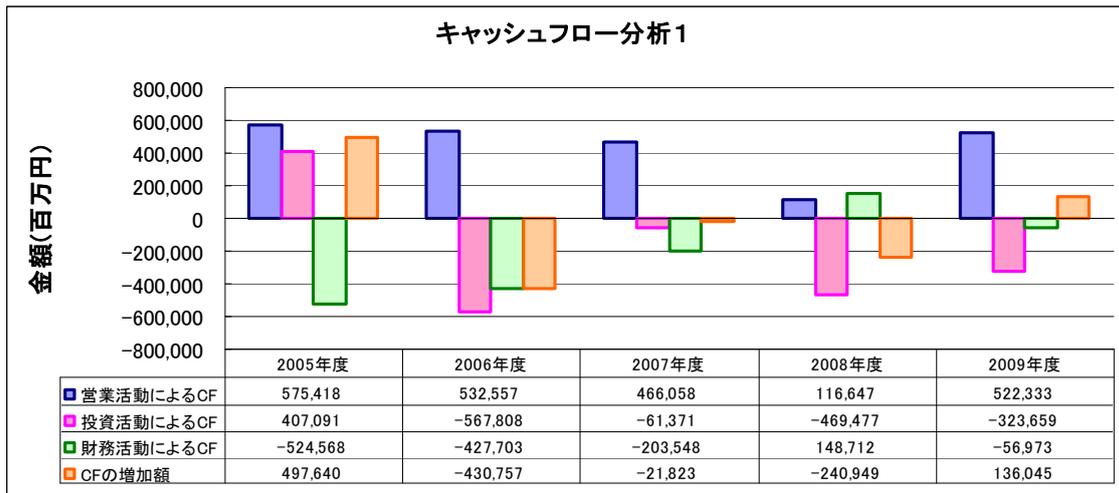
図表予備 1.1-11 株価純資産比率

パナソニックの貸借対照表及び損益計算書より算出される指標を分析した結果、収益性の低さ（売上高の伸び悩み、営業利益率の低さ、それに伴う ROE 及び ROA の低迷）が経営課題として抽出される。

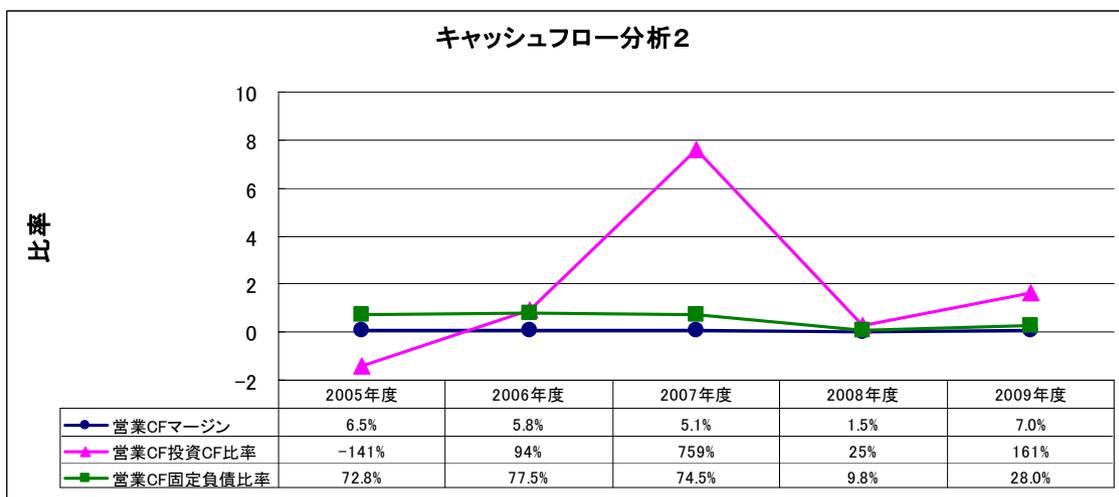
1.2 キャッシュフロー分析

(1) キャッシュフロー及び CF 分析指標

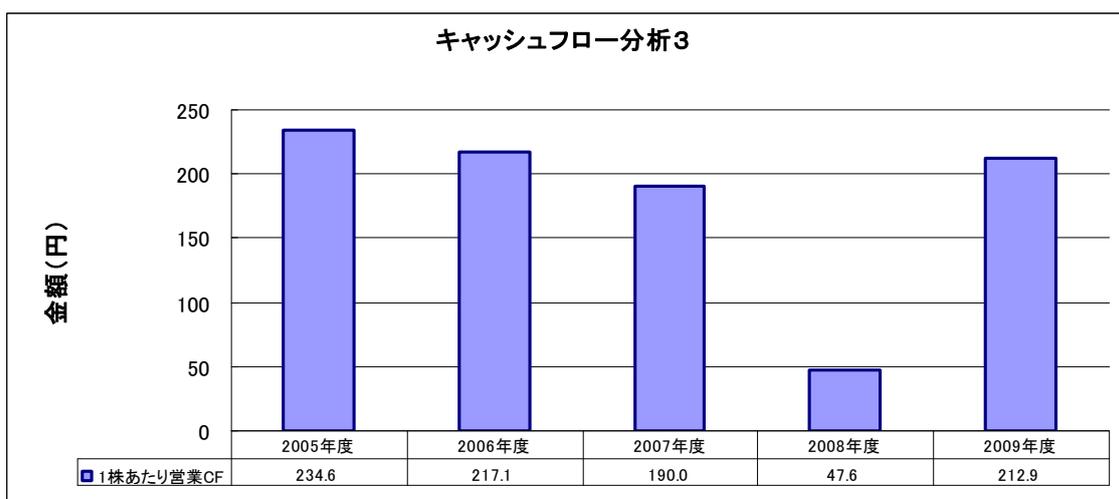
『営業キャッシュフロー』は本業によって創出するキャッシュを示す重要な指標である。パナソニックは、リーマンショックの影響を受けた 2008 年度を除き、每期安定した営業キャッシュフローを創出している。『投資キャッシュフロー』については、2008 年度に減少しており、リーマンショックによる業績悪化のため、投資を差し控えていることがわかる（図表予備 1.2-1）。



図表予備 1.2-1 営業CF・投資CF・財務CF・CFの増加額



図表予備 1.2-2 営業CFマージン・営業CF投資CF比率・営業CF固定負債比率



図表予備 1.2-3 1株あたり営業CF

(2) CF 指標まとめ

パナソニックのキャッシュフロー計算書より算出される指標を分析した結果、一定のキャッシュフローを創出するように経営されていることがわかる。特に 2008 年度からは、在庫や原料コストの低減等に取り組み、従来以上のキャッシュフロー創出を推進している点は評価できる。2010 年の新中期経営計画（以下、GT12）においてパナソニックはフリーキャッシュフロー重視の経営を目標として掲げているため、今後も事業ポートフォリオ戦略を推進し、調達の集中化等によりコストダウンをはかり、限界利益率の向上を続け、成長性・収益性のバランスをとりながら投資を続けていくと思われる。

1.3 事業種類別・所在地別セグメント分析

1.3.1 事業種類別

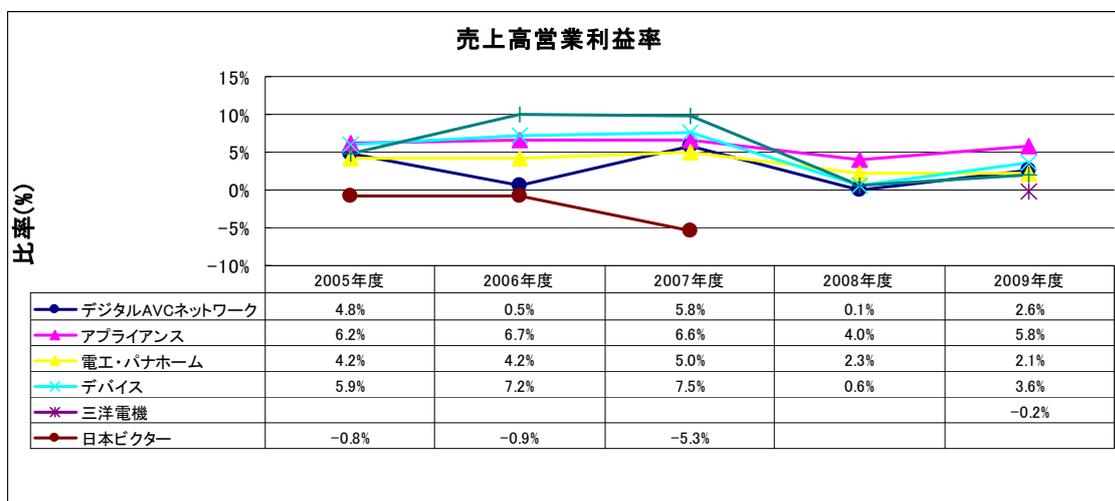
事業種類別セグメントの分析を行うにあたり、各セグメントの概要を該当事業ドメインの会社を図表予備 1.3-1 に示す。各事業種類別ドメインの売上高に占める割合を図表予備 1.3-2 に示す。売上高についてはデジタル AVC ネットワークが 40%近くを占めており、次いで電工・パナホーム、アプライアンス、デバイスと続く。また、それぞれの事業においても、統合・組み替え・廃止などにより見直しを積極的に行っている。

図表予備 1.3-1 事業種類別セグメントとその概要及び事業ドメイン会社

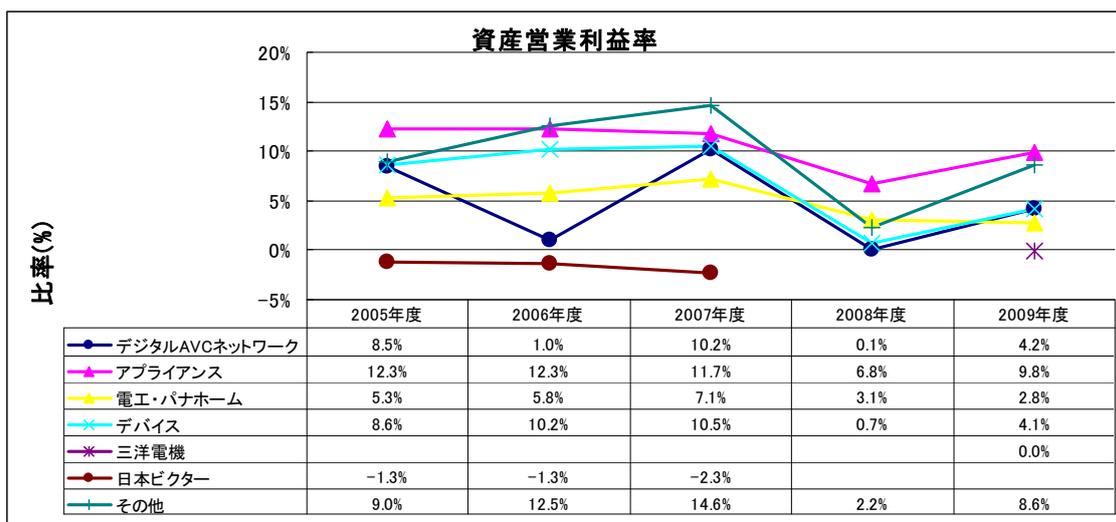
セグメント	概要	事業ドメイン会社
デジタル AVC ネットワーク	プラズマ・液晶テレビ、ブルーレ、DVD、ビデオカメラ、デジタルカメラ、オーディオ機器、パソコン 等	AVC ネットワーク社 パナソニックモバイルコミュニケーション等
アプライアンス	冷蔵庫、エアコン、洗濯機・乾燥機、掃除機、アイロン、電子レンジ、炊飯器 等	ホームアプライアンス社 ライティング社 パナソニックエコシステムズ
電工・パナホーム	照明器具、美・理容器具、健康機器、水まわり設備、システムキッチン、内装建材、外装建材、戸建住宅、不動産仲介・賃貸管理 等	パナソニック電工 パナホーム
デバイス	半導体、電子部品（キャパシタ、チューナー、回路基板、電源、回路部品、機構部品、スピーカー等）、電池、モーター 等	セミコンダクター社 パナソニックエレクトロニックデバイス エナジー社
三洋電機	太陽電池、リチウムイオン電池、半導体、デジタルカメラ、液晶テレビ、カーナビゲーションシステム 等	三洋電機
その他	電子部品自動実装システム、産業用ロボット、溶接機器、自転車、輸入部材 等	パナソニックファクトリーソリューションズ パナソニック溶接システム

(1) 収益性

2008年度はリーマンショックによる経済環境の変化により価格低下・売上減・為替の影響が大きく、すべての事業体において、収益性の指標が2～9%悪化した。しかし、2009年度は原材料費の引き下げに加え、固定費の削減により、回復基調にある（図表予備1.3-3及び1.3-4）。「デジタルAVCネットワーク」は2006年度から2007年度にかけて、薄型テレビの大幅な需要拡大やカーエレクトロニクス機器などが売上げを伸ばし、利益を上げていたが、2008年度からは市況悪化による売上低調に加えて、ノートパソコンや携帯電話の売上げが落ち込み、円高の影響・価格低下の影響も加わり、利益率は大幅減となった。2009年度は若干回復基調にあるものの販売減の減少は続いており、営業利益率の回復はコスト等の合理化によるものだと考えられる。「アプライアンス」は、国内ではIHクッキングヒーターやエコキュート等のオール電化商品は好調だったもののエアコンやコンプレッサーは低迷を続け、2008年度以降鈍化し、加えて原材料の高騰も要因となり、2007年度以前までの回復には至っていない。今後パナソニックでは新興国へのさらなる拡販を課題として掲げている。「電工・パナホーム」は住宅着工数の減少による住建の売上げ低迷や、住宅市況の悪化が続いていることから、2009年度もさらに利益率が悪化している。「デバイス」は2008年度以降半導体や一般電子部品の低迷が続き、コストの合理化もそれほどおおきな影響を及ぼさず、2009年度の売上高営業利益率もわずか3ポイントの回復にとどまった。「三洋電機」は太陽電池の売上高が4,048億円であるものの、完全子会社化に伴い計上した無形固定資産の償却費等を反映し、7億3千万の損失となっている。



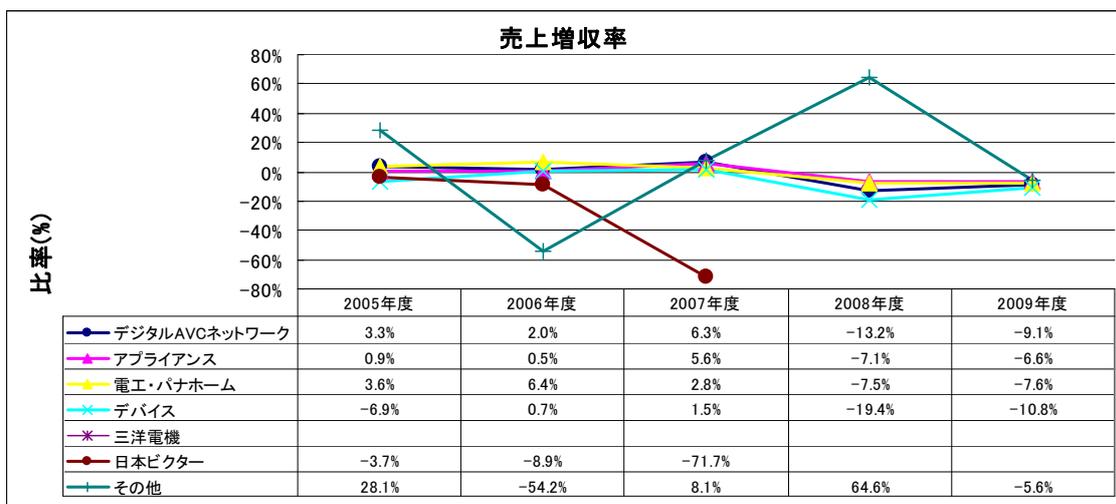
図表予備 1.3-3 売上高営業利益率の事業種類別比較



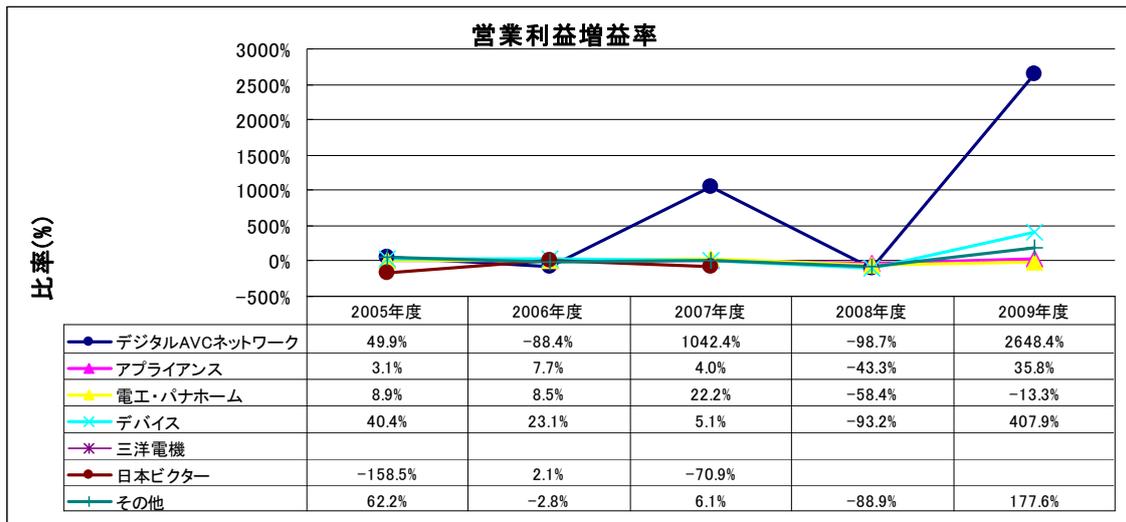
図表予備 1.3-4 資産営業利益率の事業種類別比較

(2) 成長性

2007 年度まではデジタル AVC ネットワーク、アプライアンスが増収となっていたが、2008 年度以降、すべての事業分野において減収となっている（図表予備 1.3-5）。また、2009 年度にデジタル AVC ネットワーク事業の営業利益増益率が増加しているが、これは 2008 年度の反動と、材料コストの低減などの取り組みによるものである（図表予備 1.3-6）。



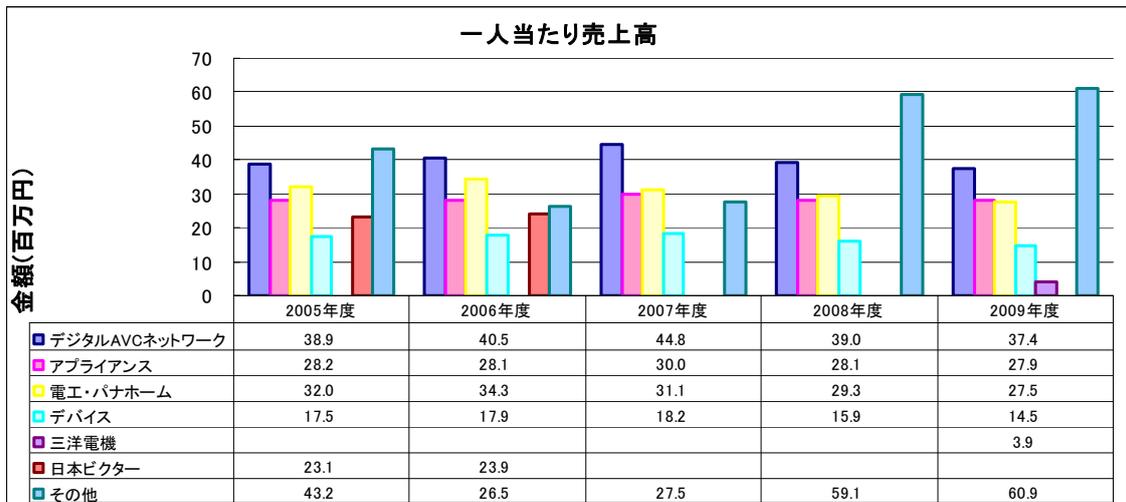
図表予備 1.3-5 売上増収率の事業種類別比較



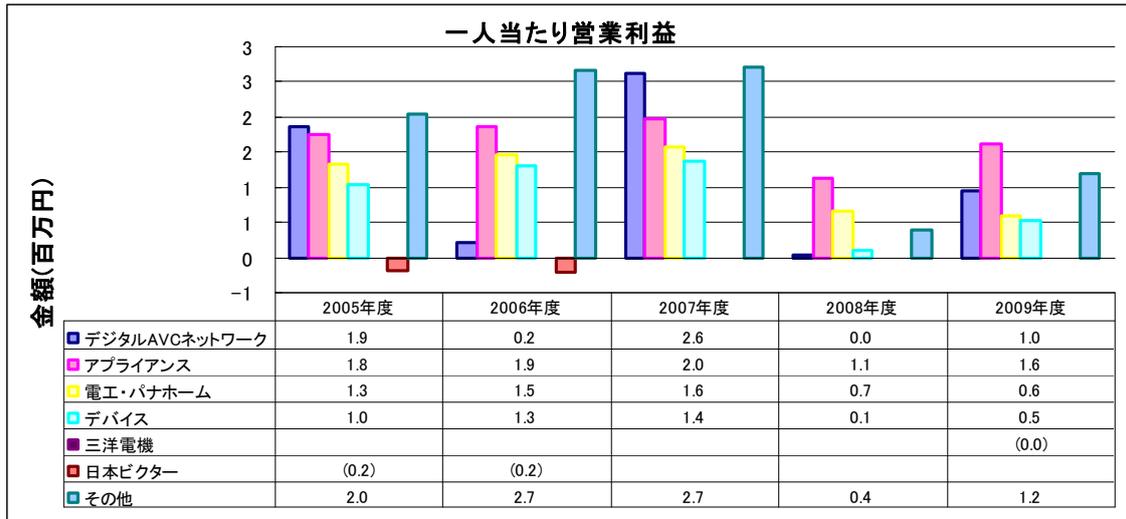
図表予備 1.3-6 営業利益増益率の事業種類別比較

(3) 生産性

2008年度を除いてはデジタルAVCネットワークの1人あたり売上高が40百万円前後、アプライアンスも30百万円前後で比較的安定しているが、電工・パナホームは2008年度以降市況変化により、減少基調にあることやデバイスは低迷を続けている（図表予備1.3-7及び1.3-8）。



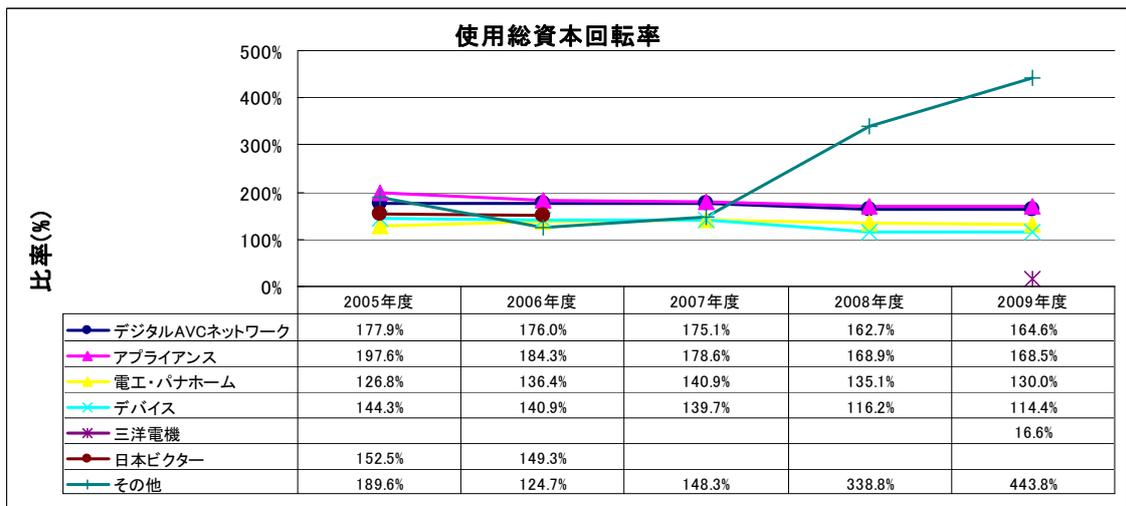
図表予備 1.3-7 一人あたり売上高の事業種類別比較



図表予備 1.3-8 一人当たり営業利益の事業種類別比較

(4) 効率性

使用総資本回転率で特徴的な点は、どの事業においても軒並み高い回転率であり、2008年度のリーマンショックによる市況の変化時においても大きく悪化していないことが評価できる（図表予備 1.3-9）。



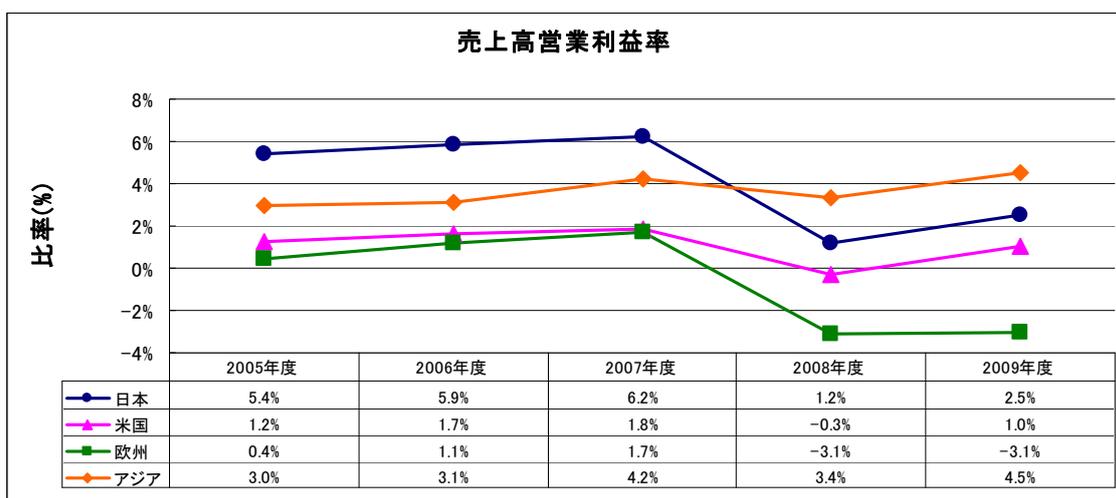
図表予備 1.3-9 使用総資本回転率の事業種類別比較

パナソニックの各事業セグメントの財務指標を分析した結果、いずれの指標においても、事業セグメントごとに大きな差がないことがわかる。パナソニックは各事業セグメントに万遍なく投資を行い、万遍なく成長させるという経営を行ってきた。今後は、利益率の高い事業、成長率の高い事業に対して成長投資するという企業姿勢がパナソニックには求められる。

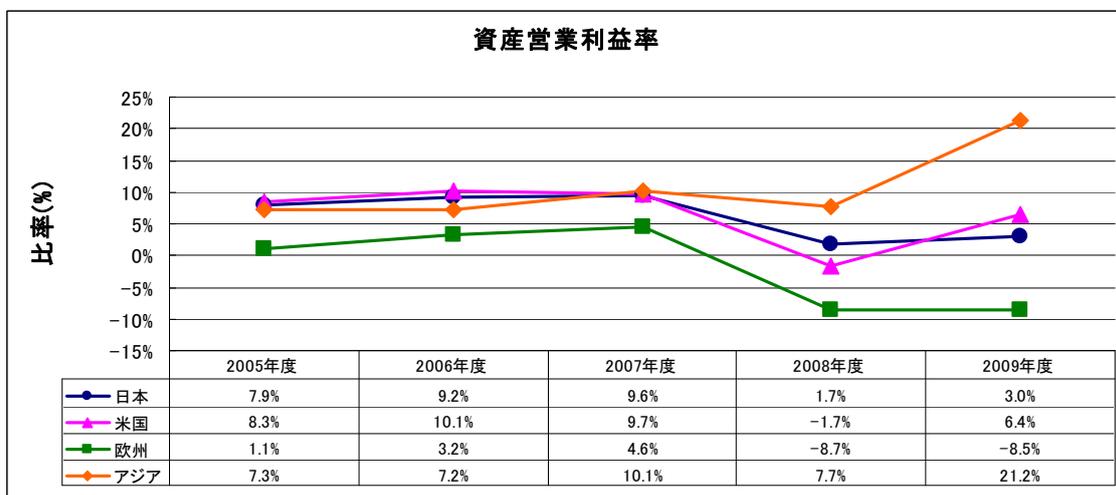
1.3.2 所在地別

(1) 収益性

『売上高営業利益率』は2007年度まですべての地域において右肩あがり伸張している。2008年度のリーマンショックにおいても、アジアにおいて『売上高営業利益率』と『資産営業利益率』はほとんど影響を受けておらず、パナソニックはアジアにおいては事業体制が整いつつあることが評価できる（図表予備 1.3-10 及び 1.3-11）。



図表予備 1.3-10 売上高営業利益率の所在地別比較

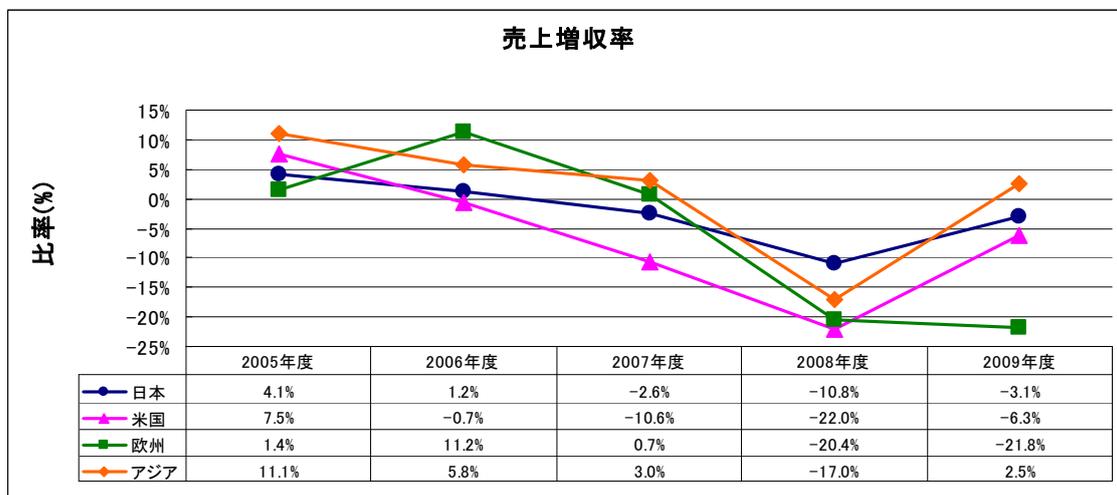


図表予備 1.3-11 資産営業利益率の所在地別比較

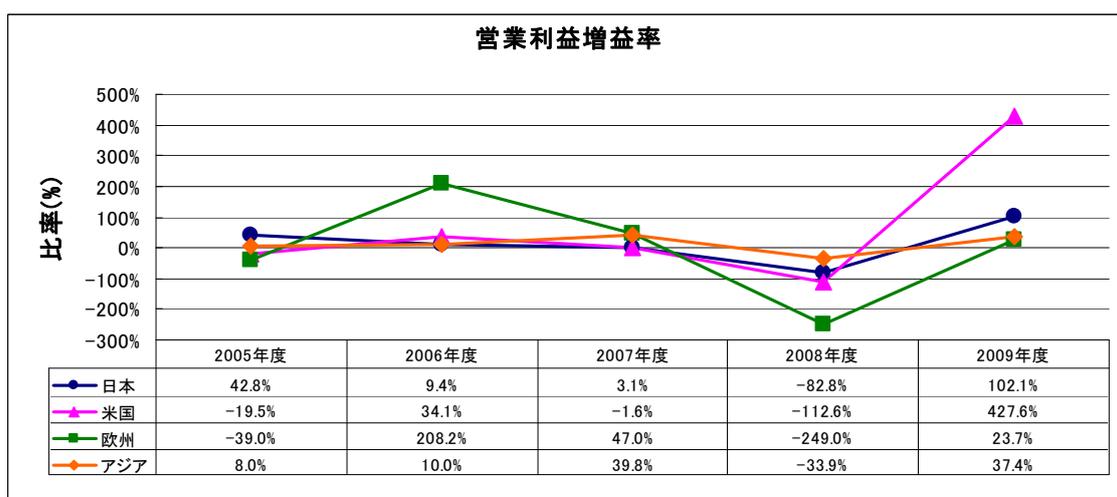
(2) 成長性

欧州における成長性をみると、2006年度はプラズマテレビやデジタルカメラ、白物家電の増販により成長性の各指標を増加させたが、その後売上が伸び悩み、低価格競争や為替が影響し、低調に推移している。2009年度においてアジアが他の所在地セグメントよりも成長性が伸長しているのは、アジア経済がリーマンショックから早く回復してい

ることに加え、カーエレクトロニクス機器等の増販と、三洋電機の売上高が加わったためである。なお、パナソニックは日本国内では堅調な強さを発揮しており、原材料コストの削減等の効果が他の地域と比べて大きかったと推測される。その結果、市況の変化においても一定の利益を挙げることができたと考えられる（図表予備 1.3-12 及び 1.3-13）。



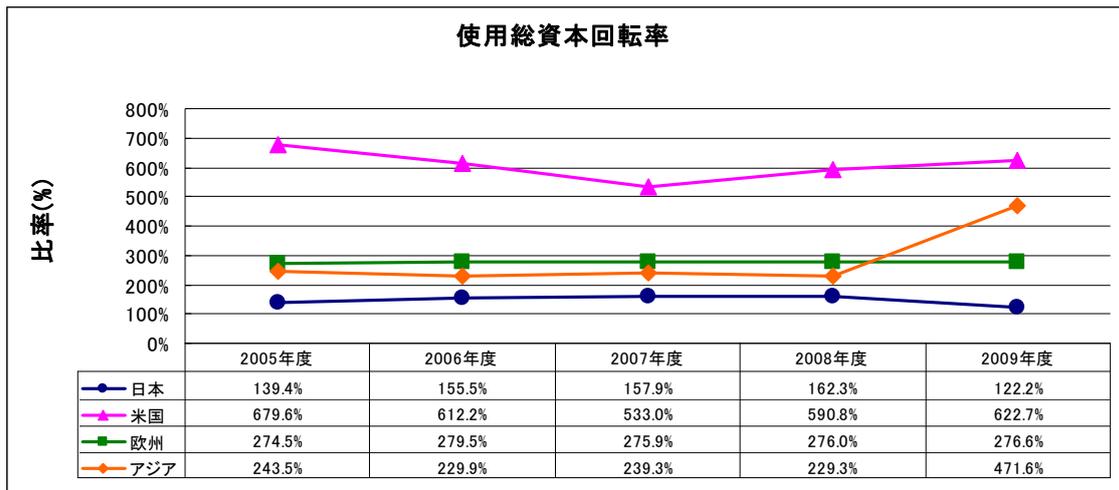
図表予備 1.3-12 売上増収率の所在地別比較



図表予備 1.3-13 営業利益増益率の所在地別比較

(3) 効率性

『使用総資本回転率』を地域別に見てみると、資産効率の状況は、日本では低く、米国では高い。また、アジアの『使用総資本回転率』は、2009年度より米国と同程度まで上昇したことがわかる（図表予備 1.3-14）。これは、製造機能・拠点をもつ地域ほど棚卸資産や製造設備が増加し、資産額が上昇、使用総資本回転率が悪化するためである。裏を返せばパナソニックの製造拠点は日本のウェイトが高いと判断出来る。製品原価の低減を考えれば、製造機能・拠点をアジアに有する企業を買収する等を戦略オプションとして検討するべきである。



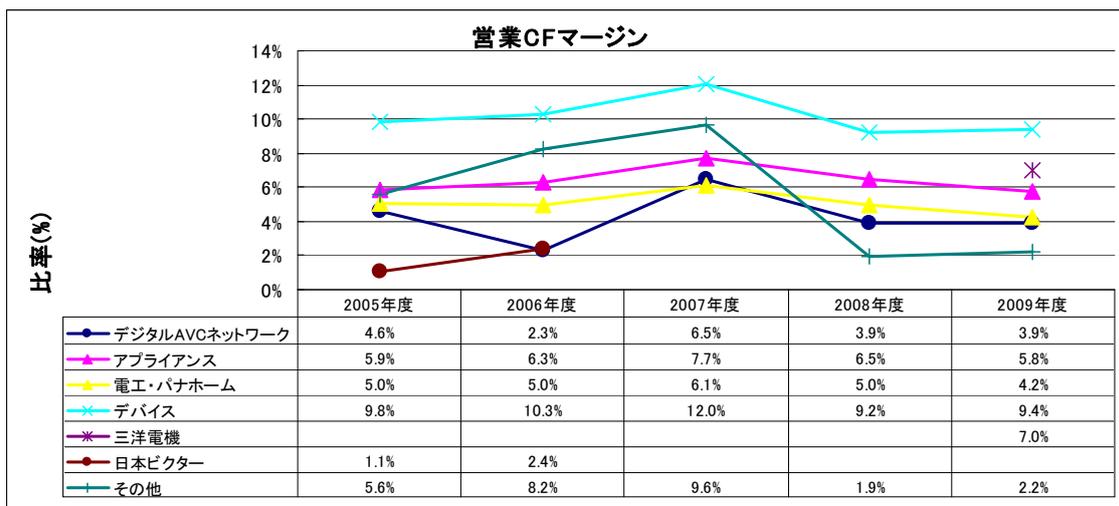
図表予備 1.3-14 使用総資本回転率の所在地別比較

パナソニックの各所在地セグメントの財務指標を分析した結果、アジアでは他の地域よりも収益性及び成長性が高く、欧州では低いことがわかった。その一方で、パナソニックは製造機能・拠点の多くが日本にあり、製品原価が高くなる傾向になると思われる。そのため、アジア等の日本と比べて安い価格で製造できるような地域に製造機能・拠点を有する企業を買収する戦略オプションの検討が必要になる。

1.4 事業種類別セグメント CF 分析

(1) 営業キャッシュフローマージン

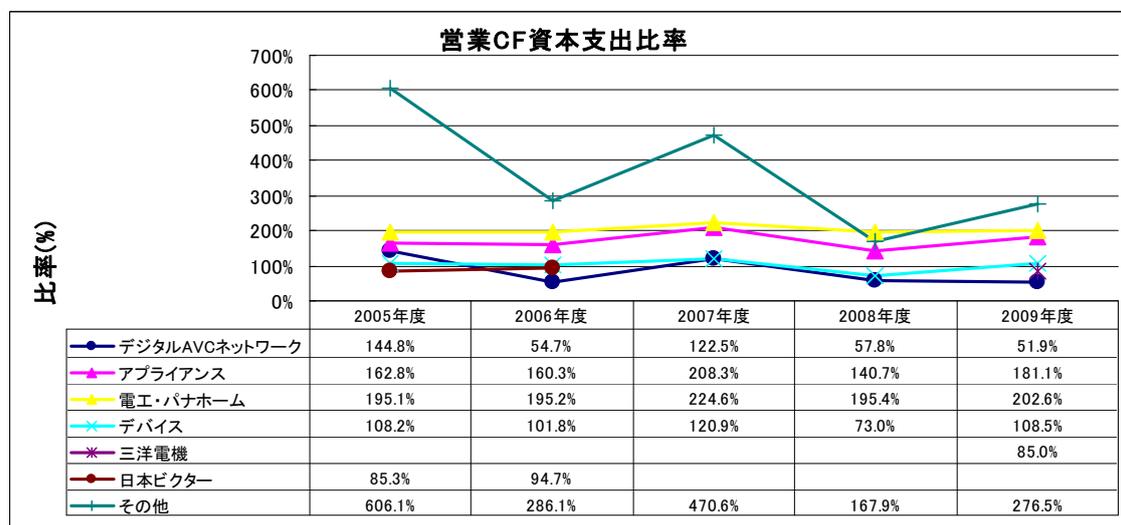
「デバイス」の営業 CF マージンが 10%前後を維持していること、「その他の事業」が 2007 年度をピークにして低下し続けていることわかる（図表予備 1.4-1）。



図表予備 1.4-1 営業 CF マージンの事業種類別比較

(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率

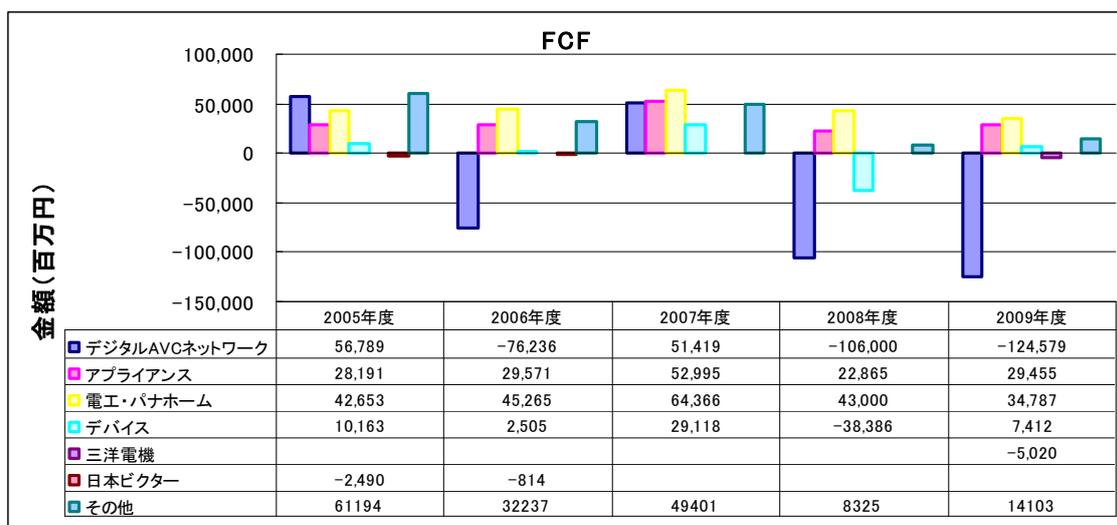
「デジタル AVC ネットワーク事業」が 2007 年度まではデジタル家電の販売が好調であったため、100%超となったものの、2008 年以降急激な経済環境の変化により 50%台まで低下している。それ以外の事業についてもほとんどが 100%を超えており、営業キャッシュフロー内での投資を行っていると判断できる（図表予備 1.4-2）。



図表予備 1.4-2 営業 CF 資本支出比率の事業種類別比較

(3) フリーキャッシュフロー

「デジタル AVC ネットワーク」については 2006 年度、2008 年度及び 2009 年度にフリーキャッシュフローが大きなマイナスとなっている。「デジタル AVC ネットワーク」は事業種類別売上高の 39%を示していることから、「デジタル AVC ネットワーク」においてフリーキャッシュフローを創出することがパナソニックにとって重要といえる。それ以外の事業については、いずれの事業も 2007 年度までは概ね堅調に推移しているが、2008 年度はリーマンショックの影響により全体的に下降している（図表予備 1.4-3）。



図表予備 1.4-3 FCF の事業種類別比較

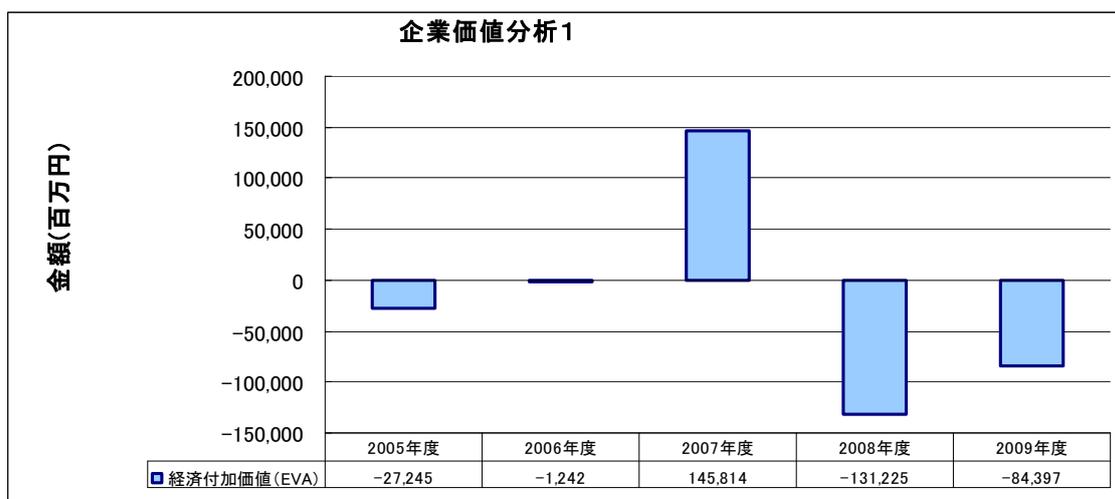
パナソニックの各事業セグメントの CF 分析した結果、いずれの指標においても、事業セグメントごとに大きな差がないことがわかった。しかし、パナソニックにおいて最も売上高比率の高い「デジタル AVC ネットワーク」においてフリーキャッシュフローが大きくマイナスになることがあり、全体への影響が懸念される。そのため、「デジタル AVC ネットワーク」においては、特にフリーキャッシュフロー創出に取り組まなければならない。その一環として、「デジタル AVC ネットワーク」の製品原価を低減させるため、製造機能・拠点をアジアに有する企業を買収する戦略オプションを検討する必要がある。

2 企業価値分析

2.1 資本コスト・経済付加価値 (EVA)・投下資本収益率 (ROIC)

(1) EVA についての評価

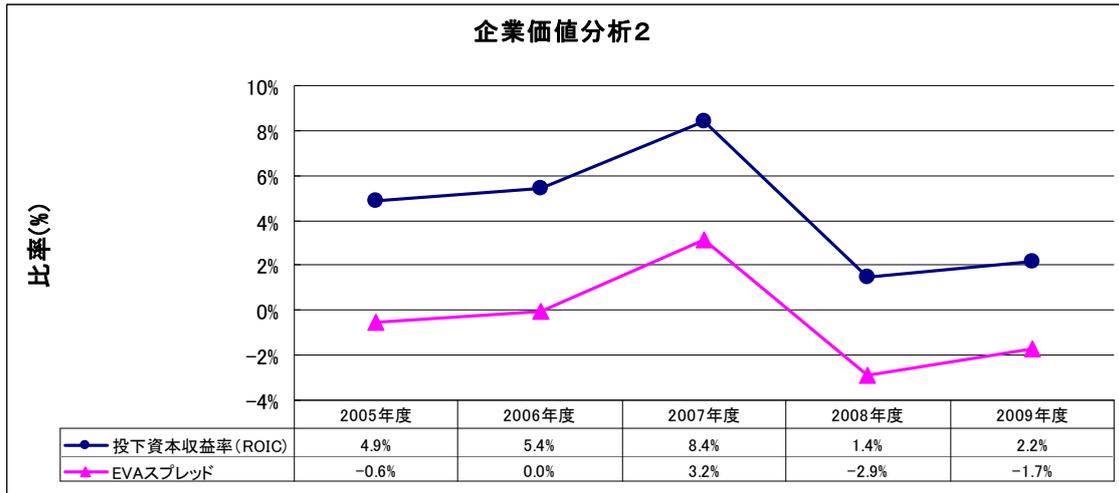
パナソニックの経済付加価値 (EVA)、つまり資本コストを加味した投下資本を上回る価値、を算出した場合、2007 年度を除きいずれの年もマイナスとなった (図表予備 2.1-1)。2008 年度はリーマンショックの影響を受けており、プラスの EVA を創出できなかった。しかし、良好に利益をあげていた 2005 年度と 2006 年度においても EVA がマイナスであったことを考えると、パナソニックは資本コストを考慮した経営を行ってこなかったことが読み取られる。



図表予備 2.1-1 経済付加価値

(2) ROIC についての評価

2007 年度には ROIC が 8% 台まで上昇し WACC を超えたものの、それ以外の年度においてはいずれも、WACC を下回っており、EVA スプレッドがマイナスとなった (図表予備 2.1-2)。このことから、パナソニックは ROIC が WACC を超えていることを意識していないことがわかる。投資家の視点から企業価値を高めるため、パナソニックは資本コストを意識した経営を意識しなければいけない。



図表予備 2.1-2 ROIC 及び EVA スプレッド

EVA、ROIC 及び EVA スプレッドを算出するにあたり、用いたデータを以下に示す。

指標	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	備考
期末株価	2,615	2,375	2,160	1,069	1,430	yahoo ファイナンス
期末発行済株式数	2,453,053,497	2,453,053,497	2,453,053,497	2,453,053,497	2,453,053,497	決算短信
株式時価総額 (E)	6,414,735	5,826,002	5,298,596	2,622,314	3,507,867	期末株価×期末発行済株式数
有利子負債 (D)	1,130,205	910,386	781,966	1,284,662	2,161,485	借入金、社債
資産 (V)	7,544,940	6,736,388	6,080,562	3,906,976	5,669,352	D+E
実効税率	43.7%	43.8%	25.4%	9.8%	43.8% 注	法人税等/当期税引前利益
負債利子率	1.9%	2.3%	2.6%	1.5%	1.2%	支払利息/有利子負債
リスクフリーレート	1.754%	1.655%	1.285%	1.342%	1.395%	財務省 国債金利情報 10年 (各年度3月末)
マーケット・リスクプレミアム	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	平成21年年金財政再計算資料 マーサー社
株式ベータ	1.058	1.058	1.058	1.058	1.058	Bloomberg (2010年8月15日)
WACC	5.43%	5.45%	5.24%	4.33%	3.87%	$E/V(R_f + \beta R_m) + D/V(1-t) \times \text{負債利子率}$

NOPAT	233,236	258,262	387,533	65,731	107,035	営業利益(1-実効税率)
投下資本	4,796,142	4,762,567	4,611,501	4,547,817	4,949,719	資本+有利子負債
運転資本	1,080,798	1,155,432	1,008,893	899,164	1,027,240	売上債権+棚卸資産-買入債務
運転資本増加分	-198,346	74,634	-146,539	-109,729	128,076	前年度との差
資本的支出	386,526	476,258	503,460	534,044	461,319	決算短信

注) 2009 年度の実効税率は税効果会計により異常な高値となった。そのため、企業価値を算出するにあたっては 2005 年度と 2006 年度の平均値である 43.8%を用いた。

パナソニックの EVA は 2007 年度を除きマイナスであり、また ROIC についても 2007 年度を除き WACC を上回っていない。このことから、パナソニックは資本コストを考慮した経営を行ってこなかったことがわかる。投資家の視点から企業価値を高めるため、パナソニックは資本コストを意識した経営を意識しなければいけない。

2.2 企業価値指標

(1) フリーキャッシュフロー

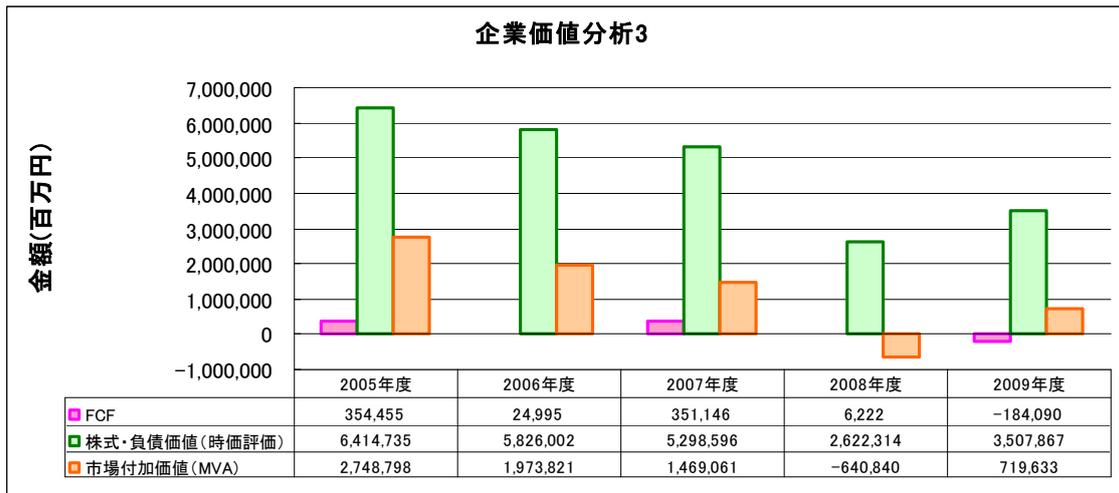
2009 年度を除き、パナソニックのフリーキャッシュフローはプラスである（図表予備 2.2-1）。このことから、パナソニックは資本コストを考慮した経営は行ってこなかったものの、フリーキャッシュフローの創出には一定の意識を払っていたものと思われる。なお、2009 年度は、売上高が前年度よりも増加したため、運転資本増加分が大きくなったことが主な要因である。今後、経済環境の変化が読みにくい中で、フリーキャッシュフローを最大化するためには、引き続き原材料価格の低減、棚卸資産の圧縮等、さらに利益率の向上に取り組む必要がある。

(2) 株式・負債価値（時価評価）

2008 年度の株価下落により、株式・負債価値は低下したが、その後株価の上昇と共に回復傾向にある（図表予備 2.2-1）。2009 年度に株価が回復したのは、原材料価格の低減や棚卸資産の圧縮、また設備投資額の管理を行い、キャッシュフロー創出への取り組みを強めたことに対し、投資家が一定の評価をしたと考えられる。

(3) 市場付加価値（MVA）評価

2008 年度はリーマンショックにより株価が下落、それに伴い MVA が低下、マイナスに転じている（図表予備 2.2-1）。2009 年度には再びプラスに転じているが、これも株価の回復によるものである。



図表予備 2.2-1 FCF、株式・負債価値、市場付加価値

(4) FCF による企業価値

フリーキャッシュフローによる企業価値を算出するため、今後5年間のフリーキャッシュフローを以下に予測する。フリーキャッシュフロー算出においては、GT12の目標に近づけるため、パナソニックにとっては非常に厳しい以下の仮定を設ける。

2010年度は、パナソニック発表の業績予測値を使用

2011年度以降の売上高を年率6%成長と仮定

2010年度以降の売上原価率を2009年度のマイナス5%と仮定

2010年度以降の販売・管理費を2009年度のマイナス2%と仮定

2010年度以降の棚卸資産を対売上原価でマイナス7日間と仮定

2010年度以降の実効税率を、2005年度と2006年度の平均43.8%と仮定

表1 直前期(2009年度)の要約損益計算書と要約貸借対照表

損益計算書		貸借対照表	
百万円		百万円	
売上高	7,417,980	(資産の部)	
売上原価	5,341,059	現金等	1,109,912
売上総利益	2,076,921	売上債権	1,185,040
販売管理費	1,886,468	棚卸資産	913,646
EBITDA	488,723	流動資産計	3,806,048
営業利益	190,453	固定資産	4,552,009
支払利息	25,718	資産計	8,358,057
税引き前利益	-29,315	(負債・資本の部)	
法人税等	141,833	買入債務	59,608
当期純利益	-103,465	有利子負債	1,327,992
		負債計	4,678,284
		純資産	3,679,773
キャッシュフロー計算書	百万円	負債・資本計	8,358,057
減価償却費	298,270		

注: EBITDA = 営業利益 + 減価償却費

表2 売上高とコスト予想

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	7,417,980	8,900,000	9,434,000	#####	#####	#####	#####
売上原価比率 対売上高	72.0%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%	67.0%
売上原価	5,341,059	5,963,000	6,320,780	6,700,027	7,102,028	7,528,150	7,979,839
販売・管理費 ¹ 対売上高	25.4%	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%	23.4%
販売・管理費	1,886,468	2,082,600	2,207,556	2,340,009	2,480,410	2,629,235	2,786,989

注) 2010年度売上高は決算発表時予想、2011年度以降売上は年6%成長と仮定

2010年度以降売上原価率はGT12を参考に2009年度より5%減と仮定

2010年度以降販売・管理費率は2009年度より2%減と仮定

表3 資本支出と減価償却

	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
資本支出(百万円)	461,319	460,000	460,000	460,000	460,000	460,000	460,000
減価償却(百万円)	298,270	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000

注)2010年度以降の資本支出と減価償却は2009年度と一定と仮定

表4 予測損益計算書(2009年も計算値)

損益計算書(百万円)	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	7,417,980	8,900,000	9,434,000	10,000,040	10,600,042	11,236,045	11,910,208
売上原価	5,341,059	5,963,000	6,320,780	6,700,027	7,102,028	7,528,150	7,979,839
売上総利益	2,076,921	2,937,000	3,113,220	3,300,013	3,498,014	3,707,895	3,930,369
販売管理費	1,886,468	2,082,600	2,207,556	2,340,009	2,480,410	2,629,235	2,786,989
EBITDA	488,723	610,000	1,205,664	1,260,004	1,317,604	1,378,660	1,443,380
減価償却費	298,270	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
営業利益	190,453	310,000	905,664	960,004	1,017,604	1,078,660	1,143,380
支払利息	25,718	25,718	25,718	25,718	25,718	25,718	25,718
税引き前利益	164,735	284,282	879,946	934,286	991,886	1,052,942	1,117,662
法人税等	74,131	127,927	395,976	420,429	446,349	473,824	502,948
当期純利益	90,604	156,355	483,970	513,857	545,537	579,118	614,714

表5 運転資本管理

	期間(日間)
売上債権 (対)売上高	58
棚卸資産 (対)売上原価	62
買入債務 (対)売上原価	4

表6 運転資本予測

運転資本(百万円)	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
流動資産							
売上債権(売掛金・受取手形)	1,185,040	1,421,796	1,507,104	1,597,530	1,693,382	1,794,985	1,902,684
棚卸資産	913,646	898,534	952,446	1,009,593	1,070,169	1,134,379	1,202,442
計	2,098,686	2,320,330	2,459,550	2,607,123	2,763,551	2,929,364	3,105,126
流動負債(買入債務)							
	59,608	66,549	70,542	74,775	79,261	84,017	89,058
NWC(流動資産-流動負債)	2,039,078	2,253,781	2,389,008	2,532,349	2,684,290	2,845,347	3,016,068
NWC増分(対前年)		214,703	135,227	143,340	151,941	161,057	170,721

注)2010年度以降棚卸資産はGT12を参考に対売上原価で55日と仮定

表7 FCF予測

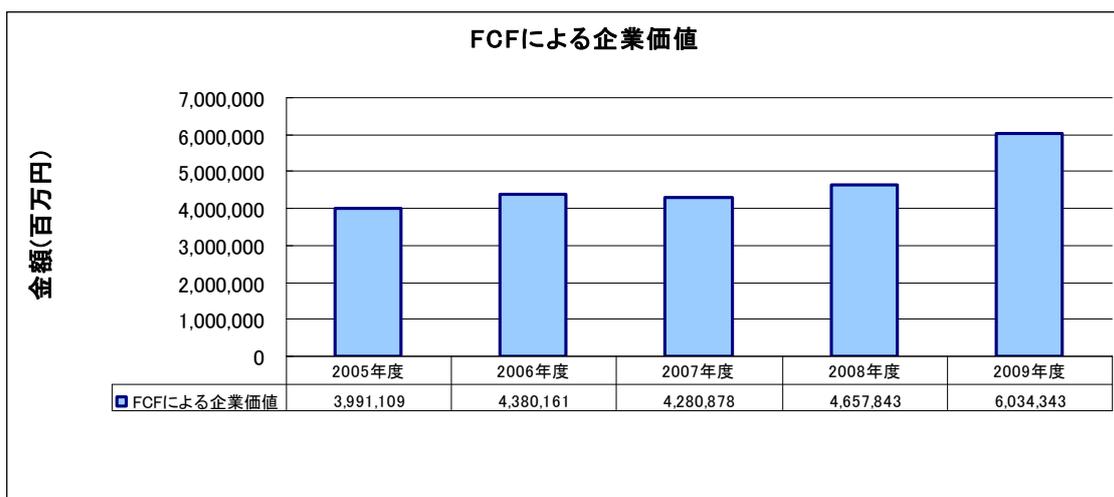
FCF(百万円)	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
営業利益(1-0.438)	135,780	396,681	420,482	445,711	472,453	500,800
減価償却	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
NWC増加	214,703	135,227	143,340	151,941	161,057	170,721
資本支出	460,000	460,000	460,000	460,000	460,000	460,000
FCF	-238,923	101,454	117,141	133,770	151,396	170,080

注)2010年度以降実効税率を2005年度と2006年度の平均の43.8%と仮定

上記の FCF 予測に基づき、2005～2009 年度までの FCF による企業価値を以下に算出する。

	2005年度	2006年度	2007年度	2008年度	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
フリーキャッシュフロー	354,455	24,995	351,146	6,222	-184,090	-238,923	101,454	117,141	133,770	151,396	170,080
2005年度の予測期間		23,683	315,251	5,293	-148,378	-182,465					
2006年度の予測期間			332,741	5,587	-156,634	-192,634	77,511				
2007年度の予測期間				5,911	-166,098	-204,766	82,591	90,582			
2008年度の予測期間					-178,383	-218,324	89,236	98,720	108,013		
2009年度の予測期間						-229,725	93,793	104,126	114,329	124,412	
予測期間のNPV(A)	13,384	66,571	-191,780	-94,746	206,935						
WACC	5.54%	5.53%	5.28%	4.37%	4.00%						
Terminal Value(B)	-3,293,795	1,401,286	1,716,540	2,471,559	3,107,205						
企業価値:(A)+(B)	-3,280,411	1,467,857	1,524,760	2,371,811	3,314,140						

注:継続価値は6年目のフリーキャッシュフローで定額成長すると仮定した場合のTerminal Value



図表予備 2.2-2 FCF による企業価値

2010 年度以降 5 年間のフリーキャッシュフローを予測し、それに基づき企業価値を算出した結果、2009 年度の企業価値が最大となった（図表予備 2.2-2）。これは、GT12 が計画通り成果をあげ、2011 年度以降、フリーキャッシュフローを継続的にうみだすと予測したためである。今回、GT12 を考慮し、パナソニックにとっては厳しい、投資家にとって楽観的な仮定のもとにフリーキャッシュフロー予測を行ったが、それでもパナソニックが GT12 に示している 2010 年度から 2012 年度までのフリーキャッシュフロー累計 8,000 億円を創出することはできなかった。このことからパナソニックがフリーキャッシュフローに関する目標を達成することは現在の事業ポートフォリオでは極めて難しいと思われる。今後、利益率を向上させるためにアジアに生産拠点を有する企業を買収したり、各事業セグメントのシナジー効果を最大化するような成長投資が必要になる。

2.3 分析の総括

(1) 考慮されていない資本コスト

EVA は、2007 年度を除きいずれもマイナスであった。2008 年度はリーマンショックによる不況の影響があったと考えられるが、一定の収益性が得られていた 2005 年度及び 2006 年度においても EVA がマイナスであったことは問題である。同様に、2007 年度以外は ROIC が WACC を上回っていなかった。このことからパナソニックは、株主の期待収益率である資本コストを考慮して経営を行ってこなかったと考えられる。投資家の観点から企業価値を高めるためには、今後パナソニックは資本コストを考慮した経営に取り組むべきであり、同社の課題であるといえる。

(2) 不十分な事業の選択と集中

3 年連続で利益がマイナスとなった日本ビクターを 2007 年度に売却した点は事業の選択という観点から評価できる。しかし、それ以外の事業セグメントの収益性及び成長性は同

程度であり、特に高い収益性や成長性を示す事業セグメントがない。これは、各事業セグメントに万遍なく投資を行ってきた結果と考えられ、十分な事業の選択と集中を行ってこなかったパナソニックの課題である。今後は、「(3) 収益性の低さ」の改善、及び各事業セグメントのシナジーを最大化するために成長投資を行う必要がある。

(3) 収益性の低さ

事業セグメントごとに見てみると、「デジタル AVC ネットワーク」においてフリーキャッシュフローが大きくマイナスになっていることが目立つ。「デジタル AVC ネットワーク」はパナソニックの売上高において最も大きな割合を占めており、企業全体に及ぼす影響を考えると、本事業の利益率向上と、それに伴うフリーキャッシュフロー創出はパナソニックが取り組むべき課題である。所在地セグメントごとに見てみると、日本国内の資産が米国・欧州・アジアを大きく上回っており、製造拠点が日本国内に片寄っていることがわかる。利益率の向上と、今後の新興国を中心としたグローバル展開を考えると、人件費の安いアジアを中心に製造拠点を有している企業の買収等を戦略オプションとして検討すべきである。

3 企業環境分析

3.1 PEST 分析

(1) Political (政治的環境要因)

【グリーン・ニュー・ディール】

オバマ米大統領のグリーン・ニュー・ディール政策に代表されるように、地球温暖化対策として各国政府が環境分野への投資および税制等の優遇を実施しはじめている。そして、日本政府も環境省が「緑の経済と社会の変革（日本版グリーン・ニュー・ディール）」を打ち出しているが、その中で「緑の消費への変革」として①省エネ家電への一斉買い換え等の取り組み促進、②次世代省エネ住宅・建築物の普及、③次世代自動車等の普及促進に向けた取り組みをあげている。

パナソニックの事業分野についての影響をみると、家電事業に関して①による「家電エコポイント制度」、パナソニック電工・パナホームの住宅関連事業に関し、②による「住宅エコポイント」、デバイス事業および三洋電機におけるハイブリッド車用自動車用電池に関し、③による「エコカー減税」などによる需要喚起により恩恵を受けた。一方で、消費者の多くが、補助金等の恩恵を受けるために購入時期を早めて今後の需要の先食いも懸念される。したがって、今後も世界各国政府の環境政策の動向による需要予測に注意が必要である。

【独占禁止法】

三洋電機の子会社化にあたっては、両社の電池事業の世界シェアが高まることから、世界各国の独占禁止法当局の審査をパスするために、三洋電機の主力ブランドである乾電池型充電電池エネループを含む一部のニッケル水素電池事業の売却を余儀なくされた。ホンダの「インサイト」などハイブリット自動車に供給している大型のニッケル水素電池の生産は

これまでどおり継続できるが、一部売却により両社の強みであった電池事業のシナジーが縮小されることになった。今後も、世界各国で、強みの事業にかかる M&A に際しては独占禁止法抵触を避けるギリギリのバランスの見極めが必要となる。

(2) Economic (経済的環境要因)

世界各国の活発な経済政策に刺激され、ここ数か月の世界経済は安定してきている。また、国際貿易は、2009 年夏以降拡大しており、世界経済活動は、特に中国などの新興国市場（ブラジル、中国、インド）の爆発的需要に支えられている。今後の世界経済の回復は、これらの新興国および他のアジア諸国の成長に牽引されていくと考えられる。主要な世界市場では消費者信頼感が大きく改善している。さらに「Political (政治的環境要因)」で示した世界各国政府のグリーン・ニュー・ディールは環境対策と同時に雇用創出も掲げていることもあり、最近の世界雇用の状況についても、予想を上回る回復を見せている。このように世界経済回復が勢いを増し、雇用市場も継続的に改善し、世界経済成長が予測通りに加速する場合プラスの影響を受けることとなる。一方、為替相場の急激な円高の進行は、輸出に対してマイナスの影響を受けることとなる。

(3) Social (社会的環境要因)

一律ではない世界各国の人口構成や出生率の動向により、世界各国の社会環境にあった戦略をとることが求められる。日本や欧州などの先進国では出生率の低下による若者人口の減少と高齢人口の増加による生活環境の変化、また生活レベルの上昇により冷蔵庫、洗濯機などいわゆる白物家電は、高い普及率であり新規の需要開拓は見込めない飽和状態となっている。一方アジア諸国や BRICs などの新興国では人口は増加傾向にあり、また白物家電の普及率も低い。先進国では、最先端技術を採用した高付加価値型の製品、そして環境への関心の高まりに対応したエコ家電、新興国では、ベーシックで安価な、そして新興国の競合家電メーカーとの違いを打ち出した商品展開が求められる。

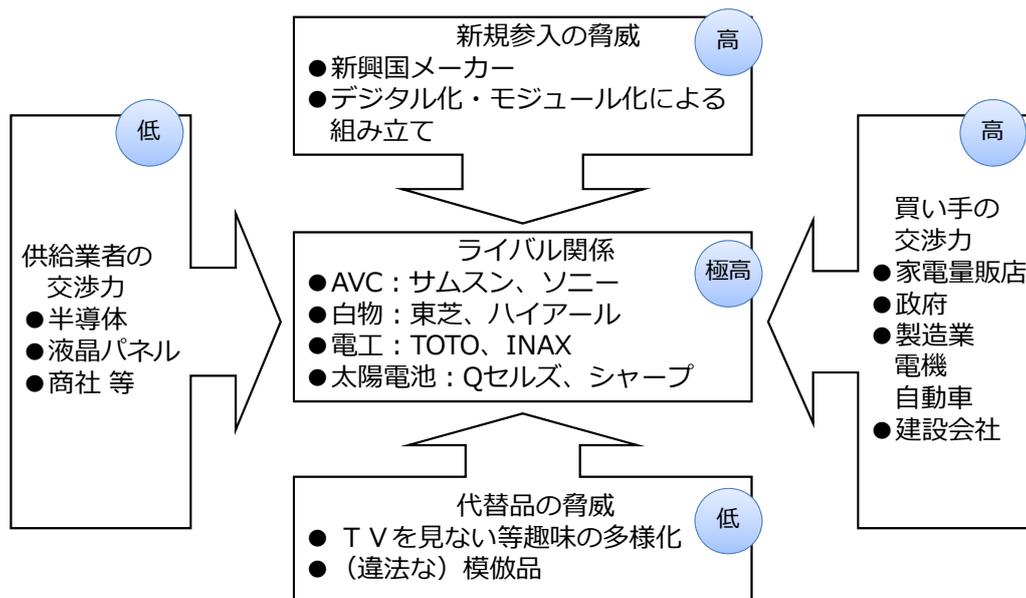
(4) Technical (技術的環境要因)

パナソニックが展開する事業領域のうち主要なエレクトロニクス関連事業においては、技術開発が活発であり、新しい技術が陳腐化するスピードが極めて激しい。また、デジタル化の進展により機器の大半の機能が LSI で実現されるようになりモジュール化が容易になることで、モジュール化されたデバイスを組み合わせることにより容易に一定水準の品質を確保できるようになっている。このモジュール化によりインドのゴドレジ (Godrej)、中国のハイアール (Haier) などの新興国家電メーカーも巨大な市場を持つ自国内を中心に一定のプレゼンスを示している。そうした新興国家電メーカーへの対抗手段として、例えば①特許出願による知財戦略、②高付加価値化による差別化戦略が考えられる。パナソニックは①に関し、2009 年度の国際特許出願数で世界一であり、グローバル事業の安全性と優位性を確保する知財戦略は評価できる。一方、②に関しては、消費者ニーズを超えた高付加価値化・高価格化を選択することによって、機能的には劣るが一定の機能と品質を持つ安価な新興国家電メーカーの製品に負けてしまうことにならないよう注意が必要である。

政治的環境要因としては世界各国政府の環境政策の動向による需要予測、経済的環境要因としては円高進行の影響、社会的環境要因としては先進国と新興国におけるニーズの乖離、そして技術的環境要因としてはモジュール化による新興国メーカーの追隨に、それぞれ注意が必要である。

1.2 ファイブ・フォース分析

パナソニックの競争構造をファイブ・フォース分析で図表 1.2-1 に示す。



図表 1.2-1 パナソニックのファイブ・フォース分析

(1) 業界内のライバル関係

パナソニックの事業セグメントには、それぞれ国内外を問わず多くのライバルが存在している。薄型テレビをはじめとするデジタル AVC ネットワークでは、サムスン、ソニーをはじめ、国内外に多くの企業があり、激しい競争を繰り広げている。いわゆる白物家電などのアプライアンスでは、三菱電機が洗濯機事業から撤退するなど国内企業の撤退もあるものの、以前として東芝、日立といった国内企業に加え、韓国のサムスン、そして中国のハイアールなども大きなプレゼンスを有している。パナソニック電工やパナホームのセグメントでは、パナソニック電工が海外比率を上げているがメインは国内市場であることから、少子化などによる住宅市場自体の縮小もあり、多くの国内メーカーが小さいパイをとりあっている。三洋電機を子会社化したことにより、太陽電池パネルでは国内ではシャープ、京セラに続く三位に位置するものの、世界規模で見ると、ドイツの Q セルズ社など競合が多く存在するなど、全てのセグメントにおいてライバル関係は極めて大きな脅威である。

(2) 新規参入の脅威

新規参入企業として、中国やインドなどの新興国メーカーがあげられる。これまでは、新興国向けには富裕層をターゲットに高付加価値商品を販売してきたことから、直接的な脅威にはなりにくかったが、GT12では、新興国での大增販を掲げており、富裕層からボリュームゾーンへのターゲットを拡大している。したがって、新興国メーカーの脅威は今後強くなることが想定される。また、「Technical（技術的環境要因）」で示したようにモジュール化の進展により、デバイスを組み合わせることにより容易に一定水準の品質を確保できるようになっており、新規参入の脅威は大きい。

(3) 代替品の脅威

代替品の脅威としては、家族そろってTVを見て余暇を過ごすという時代から、多様な時間の過ごし方へと生活スタイルが変化してきている。例えばTVの代替品はインターネットやゲームであったり、携帯電話であったりするなど、パナソニックの事業ドメインが相互に代替品をカバーしているといえる。したがって、事業ドメインが広いパナソニックにとって代替品の脅威は低い。なお、新興国においては違法な模倣品が市場に出回ることが多く、代替品の脅威になるといえる。そのため、各国の知財当局などへ働きかける等の確固たる対応を行うことが期待される。

(4) 供給業者の交渉力

パナソニックは、部品、材料、設備などをグローバルに調達しており、供給業者は約9,000社にも及ぶ。また、社内の設計・製造部門が供給業者に対し、加工技術や用途の開発まで踏み込んだ連携を行い、さらに共通部材化するなど集中購買に取り組んでいる。また、CSR調達に基づく評価を実施し、場合によっては取引の縮小・停止もするなども含め主導的に取引量を決定している。現時点においてこれらの取り組みが一定の成果をあげていることを考えると、供給業者の交渉力は低いと考える。

(5) 買い手の交渉力

買い手は、家電量販店などの小売り各社、システムLSIなどを供給する同業電気メーカー、カーエレクトロニクス関連の供給先である国内外の自動車メーカー等の製造業各社、そしてパナソニック電工の供給先である建設会社と幅広い。薄型TVのように価格競争にさらされている製品も多く、買い手の交渉力は総じて高いといえる。

パナソニックのファイブ・フォース分析の結果、脅威となるのが、「業界内のライバル関係」「新規参入」「買い手の交渉力」である。いずれの事業セグメントにおいても技術競争が激しく、ライバルが多いことから価格競争にさらされやすい業界であることが原因である。最近では新興国企業が参入してきており、今後、競争は激化していくと考えられる。

1.3 SWOT分析

パナソニックのSWOT分析を図表1.3-1に示すとともに、PEST分析、ファイブ・フォース分析も踏まえて、パナソニックの企業戦略についての影響および戦略について評価する。

内部環境	強み (Strengths)	弱み (Weaknesses)
	<ul style="list-style-type: none"> ●製品展開の「水平」の広がりと部品まで含めた「垂直」の深さによる守備範囲の広さ ●守備範囲の広さをさらにアライアンスの構築で補完 ●特許取得数世界一の知財戦略 ●デジタル家電プラットフォーム UniPhierの展開 ● 	<ul style="list-style-type: none"> ●リインベンション (Appleの iPhoneなど) を生み出す力の低下
外部環境	機会 (Opportunities)	脅威 (Threats)
	<ul style="list-style-type: none"> ●新興国経済の成長と人口増加による市場拡大 ●世界規模での環境意識の高まりと各国政府の環境関連への積極的な取り組み ●アナログTVの放送終了などのデジタル化への移行促進 	<ul style="list-style-type: none"> ●新興国家電メーカーとの価格競争激化 ●国内の少子化による市場縮小 ●長引く円高、不安定な欧米経済、といったマクロ要因 ●非正規模倣品の氾濫

図表 1.3-1 パナソニックの SWOT 分析

(1) 強み (Strengths)

パナソニックの強みは、大坪社長が「われわれは中小企業の集合である」と表現するように「デジタル AVC ネットワーク」から白物家電にまでおよぶ製品展開の「水平」的広がり、半導体、部品まで含めて自社開発する「垂直」的深さと全方位的な守備範囲の広さである。単に自前主義にこだわるわけではなく、歴史的にも積極的にM&Aやアライアンスを構築することで、守備範囲の広さをさらに補完している。また、グローバルな知財戦略も強みのひとつであり、世界知的所有権機関 (WIPO) が、国際特許出願状況を発表しているが、パナソニックは 2008 年世界 2 位、そして 2009 年世界 1 位である。「Technical (技術的環境要因)」で示したデジタル化によるモジュール化が進む中でモジュール化されたデバイスを組み合わせることにより容易に一定水準の品質を確保できることから、「1.2 ファイブ・フォース分析」で示した新規参入の脅威は大きい。そういった中で、知財戦略により積極的に脅威に対抗しているパナソニックの姿勢は評価できる。そうした知財戦略とあわせて、モジュール化自体を進めるプラットフォーム戦略も強みである。携帯電話からホーム AV まで幅広いデジタル家電に適合するプラットフォーム UniPhier (Universal Platform for High-quality Image Enhancing Revolution) により、商品分野間でのソフトウェア、ハードウェア (システム LSI) 資産の相互活用を可能にし、トータル開発効率の大幅な向上を実現し、今後のデジタル家電の飛躍的な展開を可能としている。また、外販もすすめることでプラットフォームビジネスとして展開をすすめていることは、モジュール化による新規参入の脅威を排除するだけでなく、知財戦略とあわせて強みに変えていることは評価できる。

(2) 弱み (Weakness)

パナソニックに限らず、日本の電気メーカーが Apple の iPhone や iPad のような革新的なイノベーションを生み出せないことは弱みといえる。iPod そして、Amazon の Kindle で注目される電子書籍についてもパナソニックは 2004 年に電子書籍専用モノクロ端末「ΣBook」を発売、2006 年にはカラー端末「Words Gear」を発売したが、ΣBook は数千台程度、Words Gear は約 2400 台しか売れなかった。また、消費者ニーズを超えた高付加価値化・高価格化を選択することによって、機能的には劣るが一定の機能と品質を持つ安価な新興国家電メーカーの製品に負けてしまうことになる「イノベーションのジレンマ」に陥らないようにしなければならない。

(3) 機会 (Opportunities)

先進国経済が伸び悩む一方、新興国経済は堅調に推移すると見られ、将来の有望市場と考えられる。2007 年にはロシア、ブラジル、インドにおける増販体制の構築として、「ロシア本部」「ブラジル総括部」「インド総括部」を設置し、コーポレートレベルでの戦略構築、経営資源の充実・強化を図っている。そして 2010 年 5 月に発表した GT12 においても、徹底的なグローバル志向へ転換し、2012 年度の海外売上高比率をグループ全体で 55%まで拡大（2009 年度実績 48%）し、特に新興国のボリュームゾーンを中心に 3,300 億円の販売拡大を図るとしている。これまで、富裕層を主要なターゲットとして 100 インチを超えるプラズマテレビなどを展開してきたが、ボリュームゾーンにターゲットを広げることにより、新興国経済の回復はまさに機会であるといえる。また、世界規模での環境意識の高まりや、各国政府の環境関連への積極的な関与は、直接的にはエコポイントなどの消費刺激策だけでなく、環境投資に対する税制優遇など、省エネ家電に技術的強みを持つパナソニックには絶好の機会といえる。さらに、三洋電機との再編の中で、国内 3 位のシェアを持つ三洋電機の太陽電池パネルを持つエナジーシステム事業は機会の拡大につながるが、単に三洋電機の太陽電池パネルを継承するのではなく、パナソニックの技術・ノウハウ・リソースを投入し、また尼崎のプラズマパネル工場で次世代太陽電池を製造するための 1,000 億円規模の投資を計画しており、機会を積極的に活かす姿勢は評価できる。

(4) 脅威 (Threats)

パナソニックを取り巻く環境として、「1.2 ファイブ・フォース分析」で示したように、業界内のライバル関係と新規参入の脅威、そして買い手の交渉力が脅威である。いずれも技術競争が激しく、ライバルが多いことから価格競争にさらされやすい業界であることが原因であり、今後は新興国企業が参入してきており、競争はますます激化していくと考えられる。さらに、長引く円高、先行き不透明な世界市場、不安定な欧州情勢も脅威といえ、ますますグローバル展開を図る上では、マクロ経済の動向にも十分注意しなければならない。

4 企業戦略分析

4.1 企業価値創造

(1) 従業員価値創造

パナソニックは、創業以来「事業は人なり。ものをつくる前に人をつくる」という理念に基づき、人材育成を重視した経営を積極的に展開している。また、パナソニックの人事の基本である「全員経営」「実力主義」「人間尊重」に基づきさまざまな取り組みを通じて、「会社と個人の Win-Win の関係」の構築、すなわち会社の継続的な業績工場と個人の仕事を通じた自己実現の双方を追及することによって、“働きやすく働きがいのあるパナソニック”の実現を目指している。以下にパナソニックの従業員価値向上の取り組みを示す。

パナソニックの多様性推進ビジョンとして、真のグローバル企業として異なる価値観を認めあう、多様性あふれる風土の構築を目指し、その中で自立した個人が自由闊達に個性・創造性を発揮し、会社も個人も成長し続けることによって「エレクトロニクス No.1 の環境革新企業」実現することを目指している。具体的な取り組みとしては

- ・ 日本に勤務する外国人の採用拡大と定着に向けた取り組み
- ・ 女性登用の拡大に向けた取り組み
- ・ 企業の枠組みを超えた多様性推進
- ・ 障害者が活躍できる職場づくり
- ・ 北米での多様性推進の取り組み
- ・ 商品企画における現地人材の活用
- ・ グローバルコミュニケーションの為に環境整備
- ・ 多様な働き方を支えるワーク・ライフ・バランス支援を実施している。

パナソニックの人材育成に関する取り組みは以下である。

- ・ グローバルに入り交じり多様な個性と能力を伸ばす取り組み
- ・ 製造人材育成のしくみのグローバル展開
- ・ 人材交流を促進するさまざまな制度の策定
- ・ グローバルに通用するスキルアップ・スキルチェンジを加速する「スキル評価」の取り組み
- ・ キャリアデザイン研修の開催
- ・ グローバルにチャレンジする人材の活用

(2) 取引先価値創造

パナソニックはグローバルに約 9,000 社の購入先より部品、材料、設備などを調達している。これまで自らの調達活動におけるコンプライアンスを徹底する為に「クリーン調達宣言」、購入先の評価に CSR の取り組み度合いを含む「サプライヤー評価制度」、調達部材の特定化学物質不使用を徹底する「グリーン調達」など、多くの調達先と協働で CSR の実線に取り組んできている。具体的な取り組みとしては、以下となる。

- ・ サプライチェーン連携で環境革新を推進
- ・ グリーン物流への取り組み
- ・ CSR 評価制度

(3) 社会価値創造

パナソニックは、「社会の公器」として本業を通じて社会へ貢献していくという経営理念を創業以来の DNA として受け継いでおり、パナソニックの企業市民活動は、持続可能な社会の実現に向けて、「育成と共生」を活動理念に「環境」と「次世代育成支援」を重点分野として、グローバルに活動を展開し、社会化代の解決に取り組むとしている。

(4) 株主価値創造

過去 10 年のうちほとんどの期間で TOPIX のパフォーマンスを下回っている。また、パナソニックの株価は 2006 年以降下落基調となっている。この傾向は、ソニーを初めとする日系エレクトロニクス他社でも同様であり、日系大手家電・電気機器メーカーに対する株主の厳しい評価が伺える。パナソニックは株主価値向上のためにも、成長戦略を明確にし、株主の理解を得る必要があると考えられる。

前述の通り、パナソニックは各ステークホルダーの価値という側面から考えた場合、従業員価値、社会価値のいずれも向上させる努力が見られ、その結果が評価されているといえる。しかしながら、株主価値においては TOPIX のパフォーマンスを下回っており、投資家に評価されているとはいえない。これは、予備設問においても述べたとおり、資本コストを考慮した経営を行ってこなかったことも一因であると思われる。

4.2 企業成長戦略

(1) GP3 計画の実績

直近の中期計画「GP3」を振り返る。「GP3」という名は、「グローバル・プロGRESS」「グローバルプロフィット」「グローバルパナソニック」という意味である。当時の軸は、イノベーションにより、パナソニックの既存製品を着実にグローバルに広めていきグローバルエクセレンスとしての地位をいかに獲得するかという視点に立った計画となっている。具体的な事業としては、「Appliance Solutions」「Black Box Devices」「Car Electronics」「Digital AV Networks」という 4 事業を主軸に、「ABCD カルテット」として展開し、それぞれの事業の収益を伴った着実な成長を目指すとともに、カルテット（四重奏）のように事業間の連携や垂直統合の強味を活かし、グループシナジーの最大化を目指すとしていた。

(2) GT12 の概要

次に、新たに策定した中期経営計画「GT12」の売上高と ROE の目標は、パナソニックが追求する「グローバルエクセレンス指標」をクリアする水準であり、エレクトロニクス界のリーディングカンパニーとしてかかげる目標として評価できる。また、CO₂削減貢献量 5,000 万トン、商品も含めた削減貢献の目標を業界の先頭に立って打ち出すものであり、評価できる。しかし、「FCF による企業価値」において述べたように、FCF 8,000 億円以上（3 年累計）は極めて厳しい設定であり、パナソニックはこの目標のためにどのような取り組みを行うか、より具体的に示す必要がある。

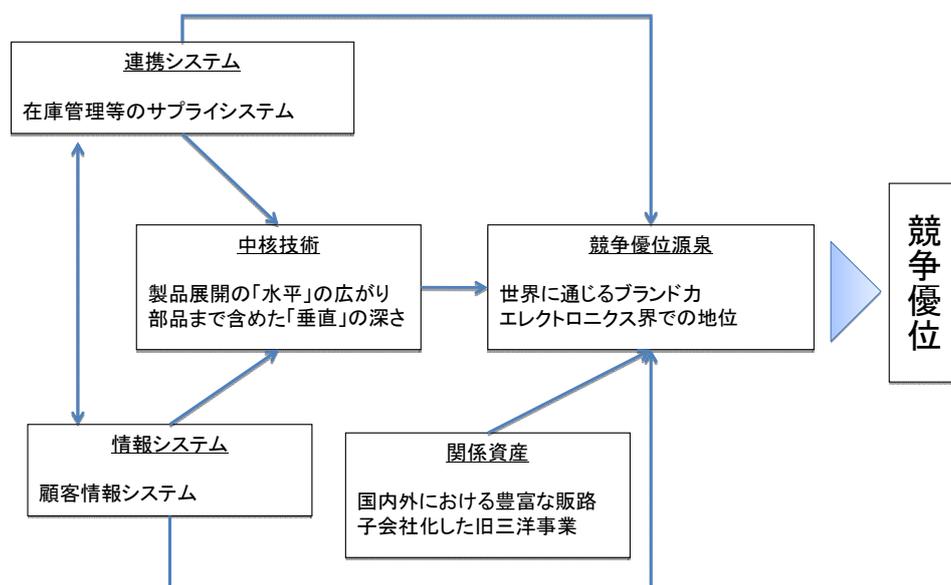
GT12は、これまでのGP3に打ち出していた「ABCDカルテット」にECOを加えることにより、4事業とも環境を基軸としており、GT12を「環境革新企業の基盤づくり」としている。さらに、GT12を「成長へのパラダイム転換」として位置づけ、『既存事業偏重からエネルギーなどの新領域へ』『日本中心から徹底的なグローバル志向へ』『単品志向からソリューション・システム志向へ』と3つの転換に取り組むとし、各々具体的な数値目標を明確にしている点は、評価できる。

一方、直近の海外成長目標は大幅未達であるにもかかわらず、グローバル志向へのシフトを新興国の売上拡大を前提にしている点は、評価できない。かかげた数値目標実現のための現実可能な戦略と具体的な実行プランが必要と考える。

4.3 戦略資産・事業展開シナリオ・資源循環

(1) 戦略資産と競争優位源泉

パナソニックの戦略資産と競争優位の源泉を図表2.3-1に示す。



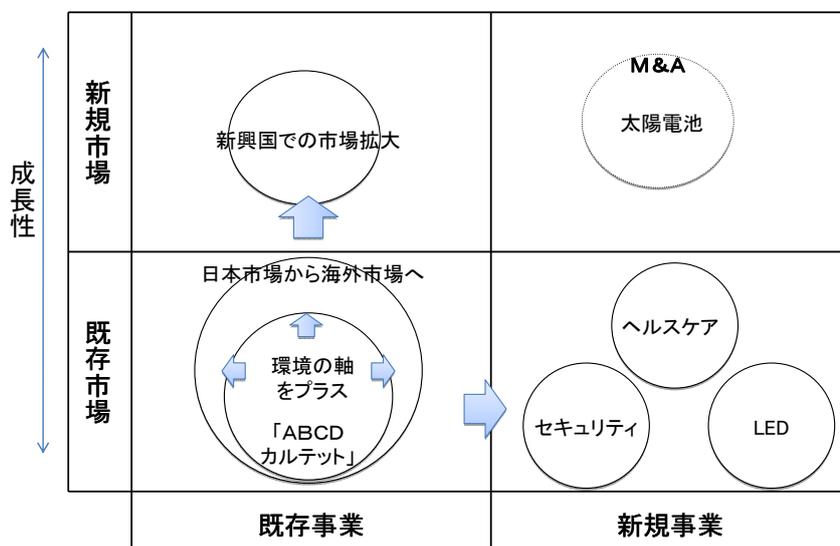
図表 2.3-1 パナソニックの戦略資産と競争優位源泉

この図が示す通り、デジタルAVCネットワークから白物家電にまで及ぶ製品展開の水平的広がり、半導体、部品まで含めて自社開発する垂直的深さと全方位的な守備範囲の広さがパナソニックの中核技術である。これら中核技術に基づき、パナソニックは日・米・欧・アジアへと自社ブランドを展開してきた。その結果、世界に通じるブランド力とエレクトロニクス界での地位を獲得してきたことが、パナソニックの競争優位といえる。

(2) 事業展開シナリオ

GT12の事業展開シナリオを図表2.3-2に示す。まず、既存のABCDカルテット事業については継続的に市場に浸透させる。そして、セキュリティ、ヘルスケア及びLEDを新規事業として今後成長させ、三洋電機のM&Aにより得られた事業として多角化として成功させる。さらに、これらを個々ばらばらに行うのではなく、シナジー効果が得られるよう

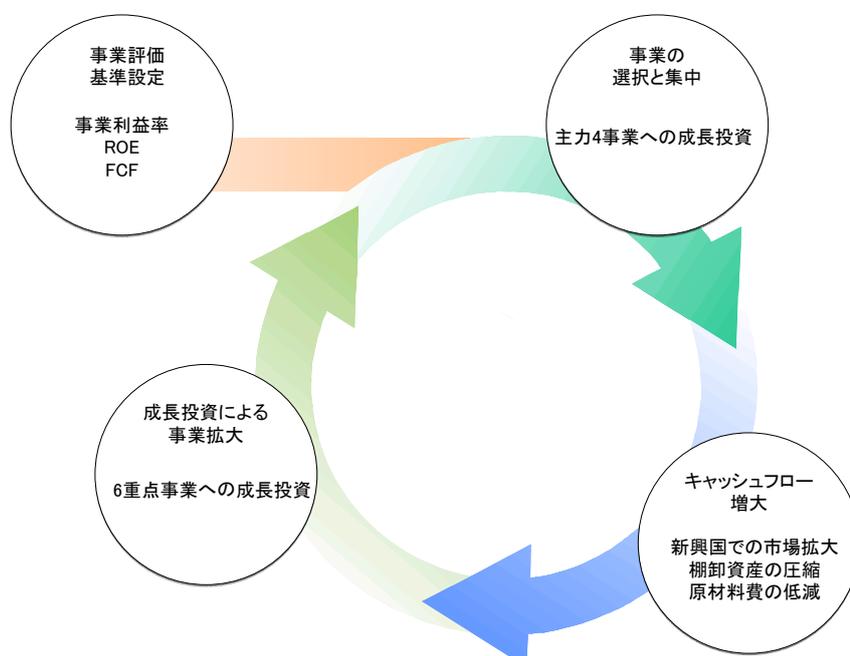
に、図表 2.3-2 に示す「家・ビルまるごとソリューション」が提案されているのである。また、BRICs+V（ベトナム）、MINTS（メキシコ、インドネシア、ナイジェリア、サウジアラビア）+B（バルカン諸国）を重点新興国とし、新規市場に展開するというのがパナソニックの事業展開シナリオである。



図表 2.3-2 パナソニックの事業展開シナリオ

(3) 資源循環

キャッシュフローを企業価値向上につなげるための資源循環を図表 2.3-4 に示す。



図表 2.3-4 パナソニックの資源循環

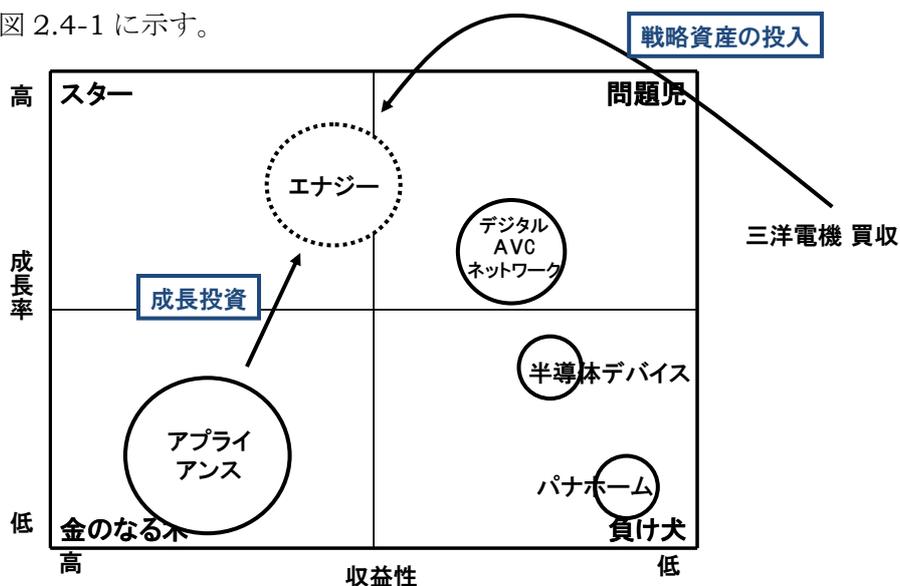
事業評価基準決定については、パナソニックは、「事業別利益率」「ROE」及び「FCF」の評価指標を GT12 において定めている。しかし、投資家への説明責任という観点からは資本コストを考慮した EVA または ROIC・WACC を用いるべきである。パナソニックは、GT12 以前は、「デジタル AV」「カーエレクトロニクス」「生活快適実現」「半導体・デバ

イス」という4事業を主軸に収益を上げてきた。しかし、これら4事業に対して万遍なく投資しており、必ずしも成長投資となっていたかは疑問である。GP12において、棚卸資産の圧縮や原材料費の低減等に取り組みFCF創出に努めると共に、新興国において市場拡大を行い、結果としてキャッシュ創出を目標としている。しかし、「デジタルAVCネットワーク」の利益率向上や各事業セグメントのシナジー効果向上を行うことによる、大幅なキャッシュフロー増大も、同社が取り組むべき重要な課題である。GT12において6つの重点事業への成長投資を行おうとしている。しかし、以前同様、各事業セグメントに対して万遍なく投資を行い、結果として十分な効果を得られないことが懸念される。成長投資は、利益率の向上、シナジー効果の増大、また新興国展開の実現のためになされるべきである。

パナソニックは、4事業を主軸に事業を選択し投資を行ってきたが、いずれの事業セグメントにも万遍なく投資しているようにしか見えない。結果的に、EVAがマイナスとなっている年度が多く、今までは投資家の期待を満たしていたとはいえない。その背景として、パナソニックは資本コストを意識した経営を行ってこなかったことがあげられる。また、キャッシュフローの増大において、GT12の計画通りに、新興国の売上高を拡大していけるかどうかは懸念される場所である。さらに、「デジタルAVCネットワーク」の収益性の悪さも改善されるべき課題である。最後に、GT12においては6重点事業に投資するということであるが、これらに対して万遍なく投資するのではなく、利益率の向上、シナジー効果の増大、及び新興国展開の実現に留意し、成長投資を行うべきである。

4.4 事業ポートフォリオ

会計上のセグメント毎に直近の収益と成長性を見たとうえで、パナソニックのポートフォリオ戦略を図2.4-1に示す。

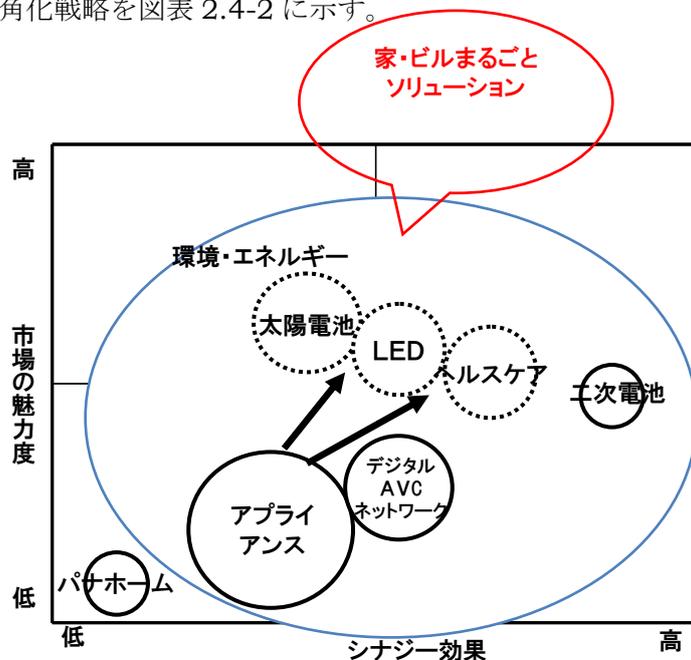


図表 2.4-1 パナソニックの事業ポートフォリオ

利益率については、アプライアンスが最も高く、直近で5.8%の営業利益率である。次にデバイスの3.5%が続く。アプライアンスについては、2008年度の経済不況の影響が最

も低く、最も安定しているビジネスといえ、現時点において金のなる木といえる。デバイスについては、これまで最も利益率が高い事業であったが、2008年度のリーマンショックの影響を受けて急激に落ち込み、回復基調ではあるものの、今後の経済環境を鑑みると、これまでのような7%台に乗せて利益頭とするには厳しい状況であり、これに代わる事業の軸が必要である。一方の売上高成長率については、いずれもマイナス成長であり、抜本的な成長戦略が必要といえる。そこでパナソニックは、成長率が高く、また今後グローバルにおいて高い収益性が見込まれるエネルギー分野への成長投資を考えている。三洋電機の買収、完全子会社化もそのための投資であるといえる。しかし、三洋電池の得意とする太陽電池においても、グローバルでみた場合には既にQセルズやシャープといったライバルが既に存在しているため、パナソニックが期待している程度の高い収益性が実現できるかが懸念される。したがって、今後パナソニックが意識的に成長投資を行うのは「利益率の改善」「事業セグメント間のシナジー効果の最大化(家・ビルまるごとソリューションの実現)」「新興国を中心としたグローバル化の実現」の3点であると考えられる。

パナソニックの多角化戦略を図表 2.4-2 に示す。



図表 2.4-2 パナソニックの多角化戦略

パナソニックは、環境といったキーワードを全面に出すことで、一定のシナジー効果を期待し、M&Aを含めた事業の多角化を進めている。その代表的なものとして、三洋電機の買収があげられる。パナソニックは、2008年12月に三洋電機と資本・業務提携契約を締結し、環境・エネルギー事業の強化を進めてきた。そして、2010年7月に、2012年4月を目処に完全子会社化し、「世界のどこにも負けない環境革新企業になる」ことを発表した。これは、GT12に掲げている「家・ビルまるごとソリューション」展開を加速し、エネルギーシステム事業の強化をはかることがねらいと考えられる。統合のシナジー効果として、2012年度までに800億円以上の増益が見込まれている。懸念されるのは、「家・ビルまるごとソリューション」の「家・ビル」の事業セグメントである電工・パナホームが

GT12 のシナジーに含まれていないことである。パナソニックにとってはシナジー効果を最大化することが重要であり、「家・ビル」を含めた全てのソリューションをセットで新興国を含めた世界中の顧客に提供することができれば、各事業セグメントのシナジー効果を最大化できると考えられる。

パナソニックはアプライアンスより得られたキャッシュを成長性の高いエネルギー事業へ成長投資することを考えている。しかし、エネルギー事業においても競争が激化すると考えられ、パナソニックが考えているほどの高い利益率を得られるかは懸念として残る。そのため、パナソニックが、その戦略資産である世界に通じるブランド力を用いて新興国を含めたグローバル展開を進めるにあたっては、電工・パナホームを含めた全ての事業セグメントにおいてシナジー効果を最大化するための成長投資が必要と考えられる。

5 企業戦略策定

5.1 課題抽出

図表 3.1-1 財務諸表分析及び企業価値分析の課題

課題	備考
課題 1 考慮されていない資本コスト	順調に収益をあげていた 2005 年度及び 2006 年度においても EVA はマイナスであった。今後は資本コストを考慮した EVA や ROIC・WACC 等を指標に用いることにより、投資家の期待に応えていくことが重要である。
課題 2 不十分の事業の選択と集中	営業 CF 資本支出比率がいずれの事業セグメントにおいても大差がない。各事業セグメントにおいて万遍なく投資しており、それらが本当に成長投資であったか疑問が残る。
課題 3 収益性の低さ	売上高の 39%を占める「デジタル AVC ネットワーク事業」において FCF が大きくマイナスとなっている年度が散見される。製造拠点が日本国内に片寄っていることもその要因である。したがって、「デジタル AVC ネットワーク」の利益率を向上させることは同社にとって課題である。

図表 3.1-2 企業戦略分析の課題

課題	備考
課題 1 GT12 における数値目標達成の 困難さ	FCF の 3 年累計 8,000 億円の実現は非常に難しい と思われる。 「家・ビルまるごと」としながらも、その基盤と
課題 2 家・ビルまるごとソリューションにおける戦略資産の不足	なり得る電工・パナホームが弱く、他の事業セグ メントとのシナジー効果が期待されていない。こ れではシナジー効果の最大化ははかれない。
課題 4 新興国進出における戦略資産 の不足	新興国を中心としたグローバル展開が計画通りにな され、GT12 で述べられているように売上高を 伸ばしていくための具体策が述べられていない。

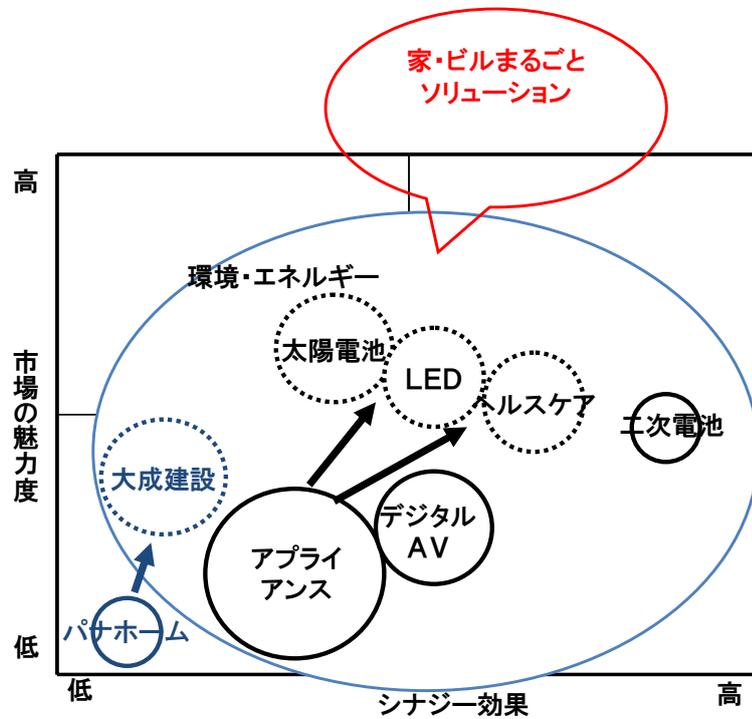
以上より、パナソニックの戦略策定にあたっては、①戦略策定の基準は資本コストを用いた EVA がプラスになること、②「デジタル AVC ネットワーク」の利益率の向上、③各事業セグメントのシナジー効果の最大化、④新興国における計画通りの売上高拡大、を考慮しなければならない。

5.2 戦略立案

パナソニックの課題の抽出を踏まえ、パナソニックがとるべき企業戦略のオプションを以下に示す。

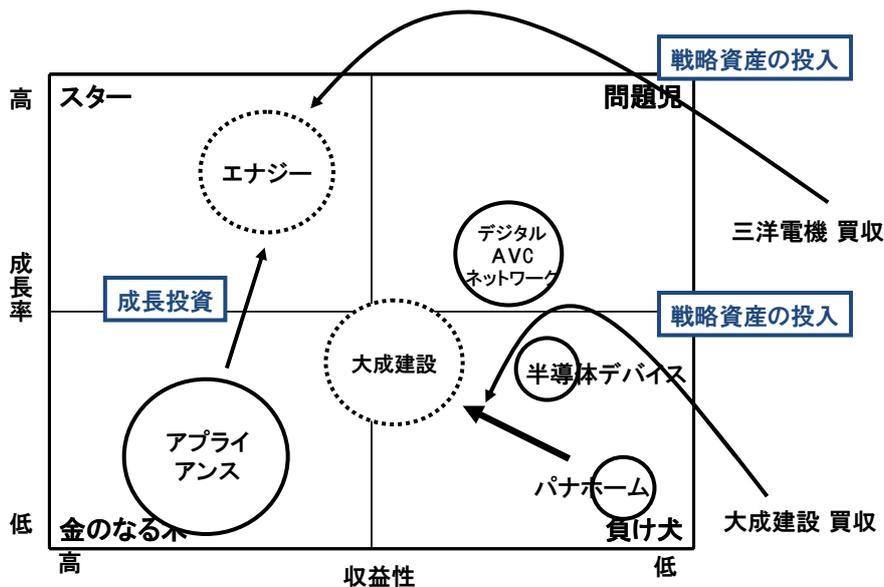
(1) 戦略オプション① 大成建設の子会社化

パナソニックは「家・ビルまるごとソリューション」を GT12 で示しながらもその基盤となり得る「家・ビル」を担う電工・パナホームセグメントは競争力に乏しく、また国内が主な市場でありグローバル展開には他の事業セグメントよりも遅れている。そのためか、GT12 の 6 重点事業に電工・パナホームの事業セグメントは含まれておらず、他の事業セグメントとのシナジー効果も期待されていない。そこで、大成建設を子会社化することにより、大成建設が建設する家・ビルにおいてパナソニックの「まるごとソリューション」を導入し、徹底したシナジー効果をはかる。大成建設は、アフリカや中東などの新興国にもプレゼンスを有しており、パナソニックの新興国進出計画とも方向性が一致する。パナソニックの新興国展開の拠点となることも期待できる。パナソニックにおける大成建設 子会社化のシナジー効果を図表 3.2-1 に示す。



図表 3.2-1 大成建設の子会社化によるシナジー効果

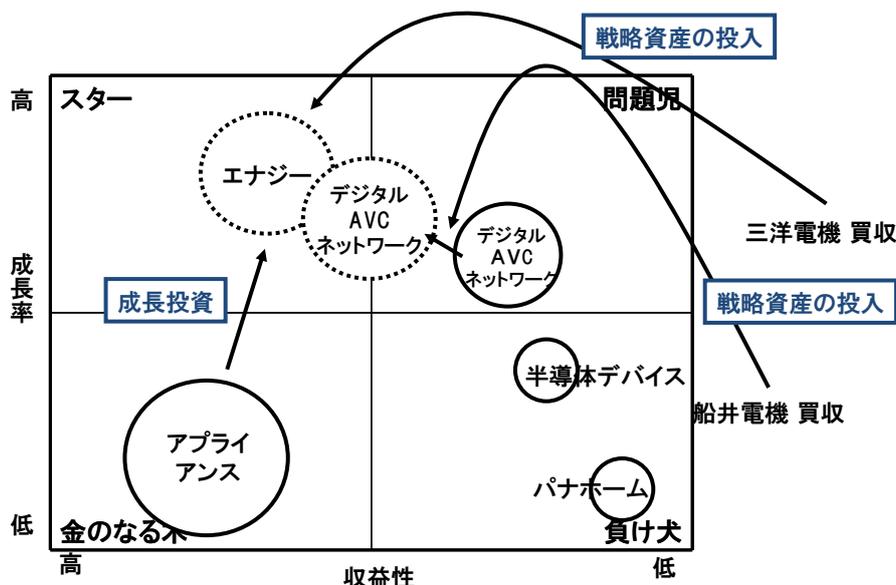
一方、大成建設の EVA はマイナスである（図表 3.3-2）。そのため、パナソニックの子会社となり、EVA をプラスに転じさせることは、大成建設の株主にとってもメリットが大きい。また、大成建設は、環境分野を大きなビジネスチャンスとみており（図表 3.2-2）、その点ではパナソニックと方向性が同じであり、大成建設にとってもパナソニックの戦略資産を利用できることはメリットがある。なお、大成建設は負債が株式・負債価値の 70% を占めることから、パナソニックが大成建設を完全に買収することは可能であるが、得策ではないと考えられる。また、業種が大きく異なることもあり、パナソニックは大成建設の株式の過半数を取得するのが望ましい。大成建設の子会社化におけるパナソニックの事業ポートフォリオの変化を図表 3.2-3 に示す。



図表 3.2-3 大成建設の子会社化による事業ポートフォリオの変化

(2) 戦略オプション② 船井電機の買収

パナソニックは GT12 において、BRICs に、メキシコ、インドネシア、ナイジェリア、サウジアラビア、バルカン諸国を加えた新興国への展開を目指している。これら新興国のすべてにおいて、パナソニック単独でスピード感をもって進出することは難しいと考えられ、デジタル AVC ネットワークに強く、北米において大きなプレゼンスを有する船井電機を買収することを考える。船井電機は製造拠点をアジア（特に中国）に有しているため、パナソニックと比較して安価にデジタル AVC ネットワーク（テレビや PC 関連装置）を製造する技術を有している。パナソニックにおいては、「デジタル AVC ネットワーク」の利益率が低く、その改善が大きな課題の一つであった。船井電機を買収し、中国を中心とした製造拠点を利用して安価な製品が製造されれば、「デジタル AVC ネットワーク」の利益率が向上すると考えられる。さらに、船井電機は北米に大きなプレゼンスを有しており、ブラジルやメキシコ等の中南米においてはパナソニックではなく船井電機の北米資産を利用して展開することが効果的である。なお、船井電機買収によるパナソニックのポートフォリオの変化を図表 3.2-4 に示した。一方、船井電機の EVA はマイナスであることから、船井電機の投資家に対して、本買収は説明がしやすいと思われる（図表 3.3-5）。



図表 3.2-4 船井電機買収による事業ポートフォリオの変化

3.3 戦略オプションの財務シミュレーション

(1) パナソニックのベースケース・シミュレーション

財務シミュレーションの実施に先立ってベースケースの設定を行う。ベースケースに関する数値の前提条件を以下に示す。

【予測期間】

予測期間は 2010 年度から 2015 年度までの 6 年間とする（2009 年度は実績）。

【主要前提条件】

「2.2.4 FCF による企業価値」では GT12 の目標値を参考にパナソニックにとって非常に厳しい仮定を設けたが、本項では、実現可能性の高い条件を設定する。

ベースケースは、個別の事業ではなく、連結指標から算出する。

- ・売上高は2010年度はパナソニック予想値、以降年率3%成長と仮定
- ・売上原価比率は2010年度以降、2009年度実績から1%減と仮定
- ・販売・管理比率は2010年度以降、2009年度実績から1%減と仮定
- ・資本支出と減価償却は2010年度以降、2009年度実績より一定と仮定
- ・実効税率は40.5%と仮定
- ・WACCは2010年度以降、「予備設問2」で算出した2009年度実績より一定と仮定

以上の条件で、パナソニックの事業全体（連結）の今後6年間のEVAを算出した（図表3.3-1）。

ベースケース	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	2010年度は同社予想値、以降3%成長と仮定	7,417,980	8,900,000	9,167,000	9,442,010	9,725,270	10,017,028	10,317,539
売上原価比率	原価比率2009年度から1%減とし、その後一定と仮定	72.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%	71.0%
売上原価		5,341,059	6,319,000	6,508,570	6,703,827	6,904,942	7,112,090	7,325,453
販売・管理費率	販管費2009年度から1%減とし、その後一定と仮定	25.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%	24.4%
販売・管理費		1,886,468	2,171,600	2,236,748	2,303,850	2,372,966	2,444,155	2,517,480
営業利益		190,453	409,400	421,682	434,332	447,362	460,783	474,607
資本支出(百万円)	2010年度以降は一定と仮定	461,319	460,000	460,000	460,000	460,000	460,000	460,000
減価償却(百万円)	2010年度以降は一定と仮定	298,270	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
投下資本(百万円)	前年投下資本+前年NOPAT+資本支出-減価償却	4,949,719	5,223,039	5,626,632	6,037,532	6,455,960	6,882,141	7,316,307
NOPAT	実効税率40.5%一定	113,320	243,593	250,901	258,428	266,181	274,166	282,391
ROIC	NOPAT/投下資本	2.3%	4.7%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%	3.9%
営業CF	NOPAT+減価償却	411,590	543,593	550,901	558,428	566,181	574,166	582,391
営業CFマージン	営業CF/売上高	5.5%	6.1%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%
FCF	営業CF-資本支出	-49,729	83,593	90,901	98,428	106,181	114,166	122,391
WACC	2009年度と一定と仮定	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
EVA	NOPAT-投下資本×WACC	-78,235	41,461	33,150	24,775	16,335	7,827	-750

図表 3.3-1 パナソニックのベースケースのシミュレーション

(2) 戦略オプション① 大成建設の子会社化

- ・大成建設のベースケース

戦略オプション①の財務シミュレーションの実施に先立って大成建設のベースケースの設定を行う。ベースケースに関する数値の前提条件を以下に示す。

【予測期間】

予測期間は2010年度から2015年度までの6年間とする（2009年度は実績）。

【主要な前提条件】

- ・売上高は2010年度は大成建設予想値、以降年率3%成長と仮定
- ・売上原価比率は2010年度以降、2009年度実績より一定と仮定
- ・販売・管理比率は2010年度以降、2009年度実績より一定と仮定
- ・資本支出と減価償却は2010年度以降、2009年度実績より一定と仮定
- ・実効税率は40.5%と仮定
- ・WACCは2010年度以降、図表3.3-3で算出した2009年度実績より一定と仮定

以上の条件で、大成建設の今後6年間のEVAを算出した（図表3.3-2）。

大成建設	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	2010年度は同社予想値、以降3%成長と仮定	1,441,975	1,370,000	1,411,100	1,453,433	1,497,036	1,541,947	1,588,205
売上原価比率	2009年度と同じと仮定	91.4%	91.4%	91.4%	91.4%	91.4%	91.4%	91.4%
売上原価		1,318,592	1,252,180	1,289,745	1,328,438	1,368,291	1,409,340	1,451,620
販売・管理費率	2009年度と同じと仮定	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
販売・管理費		87,755	83,570	86,077	88,659	91,319	94,059	96,881
営業利益		35,628	34,250	35,277	36,336	37,426	38,549	39,705
資本支出(百万円)	2010年度以降は一定と仮定	7,064	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000	7,000
減価償却(百万円)	2010年度以降は一定と仮定	9,171	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000	9,000
投下資本(百万円)	前年投下資本+前年NOPAT+資本支出-減価償却	814,298	833,497	851,875	870,866	890,485	910,754	931,690
NOPAT	実効税率40.5%一定	21,199	20,379	20,990	21,620	22,268	22,936	23,625
ROIC	NOPAT/投下資本	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
営業CF	NOPAT+減価償却	30,370	29,379	29,990	30,620	31,268	31,936	32,625
営業CFマージン	営業CF/売上高	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
FCF	営業CF-資本支出	23,306	22,379	22,990	23,620	24,268	24,936	25,625
WACC	2009年度と一定と仮定	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
EVA	NOPAT-投下資本×WACC	153	-1,163	-1,026	-888	-746	-602	-455

図表 3.3-2 大成建設のベースケースのシミュレーション

自己資本	2009年度実績(株主資本+評価・換算差額等)	285,752
有利子負債	2009年度実績(借入金+社債+コマーシャルペーパー)	528,546
発行株式数	2009年度末時点	1,090,622,482
年度末株価	2009年度末時点	206
V	株式時価総額+有利子負債	753,214
E/V	株式時価総額/V	29.8%
D/V	有利子負債/V	70.2%
負債利率	支払利息/有利子負債	1.8%
実効税率	40.5%と仮定	40.5%
リスクフリーレート	10年国債利回り	1.395%
マーケット・リスク・プレミアム	マーサー社	4.2%
株式ベータ	Bloomberg 2010/09/06	1.136
WACC		2.6%

図表 3.3-3 大成建設の WACC (2009 年度)

・大成建設子会社化の財務シミュレーション

戦略オプション①の財務シミュレーションの前提条件を以下に示す。

【予測期間】

予測期間は 2010 年度から 2015 年度までの 6 年間とする (2009 年度は実績)。2011 年度より戦略オプション①を開始する。

【主要前提条件】

- ・売上高は 2011 年度以降、シナジー効果のためベースケースより年率 2%増加と仮定
- ・売上原価比率はベースケースを売上高に応じて加重平均
- ・販売・管理比率はベースケースを売上高に応じて加重平均
- ・資本支出と減価償却はベースケースの合計
- ・実効税率は 40.5%と仮定
- ・WACC はベースケースを売上高に応じて加重平均

以上の条件で、戦略オプション①開始後、5 年間 (2011-2015 年) の EVA を算出した (図表 3.3-4)。

図表 3.3-4 戦略オプション① 大成建設 子会社化のシミュレーション

戦略オプション①	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高(単純合計)	二社合計	8,859,955	10,270,000	10,578,100	10,895,443	11,222,306	11,558,975	11,905,745
売上高増加分	2011年度以降、シナジーによる増加を2%と仮定			211,562	217,909	224,446	231,180	238,115
売上高(シナジー)		8,859,955	10,270,000	10,789,662	11,113,352	11,446,752	11,790,155	12,143,860
売上原価比率	二社の売上高に応じた加重平均	75.2%	73.7%	73.7%	73.7%	73.7%	73.7%	73.7%
売上原価		6,659,651	7,571,180	7,954,282	8,192,910	8,438,697	8,691,858	8,952,614
販売・管理費率	二社の売上高に応じた加重平均	22.3%	22.0%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%	21.5%
販売・管理費		1,974,223	2,255,170	2,322,825	2,392,510	2,464,285	2,538,214	2,614,360
営業利益		226,081	443,650	512,555	527,932	543,770	560,083	576,885
資本支出(百万円)	二社合計	468,383	467,000	467,000	467,000	467,000	467,000	467,000
減価償却(百万円)	二社合計	307,441	309,000	309,000	309,000	309,000	309,000	309,000
投下資本(百万円)	前年投下資本+前年NOPAT+資本支出-減価償却	5,764,017	6,056,535	6,478,507	6,941,477	7,413,597	7,895,140	8,386,389
NOPAT	実効税率40.5%一定	134,518	263,972	304,970	314,119	323,543	333,249	343,247
ROIC	NOPAT/投下資本	2.3%	4.4%	4.7%	4.5%	4.4%	4.2%	4.1%
営業CF	NOPAT+減価償却	441,959	572,972	613,970	623,119	632,543	642,249	652,247
営業CFマージン	営業CF/売上高	5.0%	5.6%	5.8%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%
FCF	営業CF-資本支出	-26,424	105,972	146,970	156,119	165,543	175,249	185,247
WACC	二社の売上高に応じた加重平均	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
EVA	NOPAT-投下資本×WACC	-76,490	39,970	70,060	62,422	54,726	46,972	39,157

シナジー効果として、「売上高の成長率を二社合計からさらに 2%増加する」と仮定した。その結果、2011 年度以降の各年度において、EVA はプラスとなるだけでなく、いずれの年度においても両社のベースケースよりも高い EVA を得た。このことから、本仮定のもとであれば、戦略オプション①は財務的にも効果的であると考えられる。

(3) 戦略オプション② 船井電機の買収

・船井電機のベースケース

戦略オプション②の財務シミュレーションの実施に先立って船井電機のベースケースの設定を行う。ベースケースに関する数値の前提条件を以下に示す。

【予測期間】

予測期間は 2010 年度から 2015 年度までの 6 年間とする（2009 年度は実績）。

【主要前提条件】

- ・売上高は 2010 年度は船井電機予想値、以降年率 3%成長と仮定
 - ・売上原価比率は 2010 年度以降、2009 年度実績より一定と仮定
 - ・販売・管理比率は 2010 年度以降、2009 年度実績より一定と仮定
 - ・資本支出と減価償却は 2010 年度以降、2009 年度実績より一定と仮定
 - ・実効税率は 40.5%と仮定
 - ・WACC は 2010 年度以降、図表 3.3-6 で算出した 2009 年度実績より一定と仮定
- 以上の条件で、船井電機の今後 6 年間の EVA を算出した（図表 3.3-5）。

図表 3.3-5 船井電機のベースケースのシミュレーション

船井電機	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高	2010年度は同社予想値、以降3%成長と仮定	314,911	350,000	360,500	371,315	382,454	393,928	405,746
売上原価比率	2009年度と同じと仮定	81.8%	81.8%	81.8%	81.8%	81.8%	81.8%	81.8%
売上原価		257,442	286,300	294,889	303,736	312,848	322,233	331,900
販売・管理費率	2009年度と同じと仮定	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
販売・管理費		46,321	51,450	52,994	54,583	56,221	57,907	59,645
営業利益		11,148	12,250	12,618	12,996	13,386	13,787	14,201
資本支出(百万円)	2010年度以降は一定と仮定	3,546	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500	3,500
減価償却(百万円)	2010年度以降は一定と仮定	5,756	5,700	5,700	5,700	5,700	5,700	5,700
投下資本(百万円)	前年投下資本+前年NOPAT+資本支出-減価償却	148,896	153,329	158,418	163,725	169,258	175,022	181,026
NOPAT	実効税率40.5%一定	6,633	7,289	7,507	7,733	7,965	8,204	8,450
ROIC	NOPAT/投下資本	4.5%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
営業CF	NOPAT+減価償却	12,389	12,989	13,207	13,433	13,665	13,904	14,150
営業CFマージン	営業CF/売上高	3.9%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
FCF	営業CF-資本支出	8,843	9,489	9,707	9,933	10,165	10,404	10,650
WACC	2009年度と一定と仮定	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
EVA	NOPAT-投下資本×WACC	-1,433	-1,017	-1,074	-1,137	-1,204	-1,278	-1,357

図表 3.3-6 船井電機の WACC (2009 年度)

自己資本	2009年度実績(株主資本+評価・換算差額等)	141,992
有利子負債	2009年度実績(借入金)	6,904
発行株式数	2009年度末時点	36,104,196
年度末株価	2009年度末時点	3,940
V	株式時価総額+有利子負債	149,155
E/V	株式時価総額/V	95.4%
D/V	有利子負債/V	4.6%
負債利率	支払利息/有利子負債	1.2%
実効税率	40.5%と仮定	40.5%
リスクフリーレート	10年国債利回り	1.395%
マーケット・リスク・プレミアム	マーサー社	4.2%
株式ベータ	Bloomberg 2010/09/06	1.012
WACC		5.4%

・船井電機 子会社化の財務シミュレーション

戦略オプション②の財務シミュレーションの前提条件を以下に示す。

【予測期間】

予測期間は 2010 年度から 2015 年度までの 6 年間とする（2009 年度は実績）。2011 年度より戦略オプション②を開始する。

【主要な前提条件】

- ・売上高は 2011 年度以降、シナジー効果のためベースケースより年率 1%増加と仮定
- ・売上原価比率はベースケースを売上高に応じて加重平均し、2011 年以降シナジー効果のためベースケースよりさらにマイナス 1%減少と仮定
- ・販売・管理比率はベースケースを売上高に応じて加重平均し、2011 年以降シナジー効果のためベースケースよりさらにマイナス 1%減少と仮定
- ・資本支出と減価償却はベースケースの合計
- ・実効税率は 40.5%と仮定
- ・WACC はベースケースを売上高に応じて加重平均

以上の条件で、戦略オプション②開始後、5 年間（2011-2015 年）の EVA を算出した（図表 3.3-7）。

図表 3.3-7 戦略オプション② 船井電機 買収のシミュレーション

戦略オプション②	条件	2009年度	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度
売上高(単純合計)	二社合計	7,732,891	9,250,000	9,527,500	9,813,325	10,107,725	10,410,956	10,723,285
売上高増加分	2011年度以降、シナジーによる増加を1%と仮定			95,275	98,133	101,077	104,110	107,233
売上高(シナジー)		7,732,891	9,250,000	9,622,775	9,911,458	10,208,802	10,515,066	10,830,518
売上原価比率	二社の売上高に応じた加重平均、2011年度以降はシナジーにより1%減と仮定	72.4%	71.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%
売上原価		5,598,501	6,605,300	6,775,266	6,978,524	7,187,880	7,403,516	7,625,621
販売・管理費率	二社の売上高に応じた加重平均、2011年度以降はシナジーにより1%減と仮定	25.0%	24.0%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%
販売・管理費		1,932,789	2,223,050	2,193,514	2,259,319	2,327,099	2,396,912	2,468,819
営業利益		201,601	421,650	653,995	673,615	693,824	714,638	736,078
資本支出(百万円)	二社合計	464,865	463,500	463,500	463,500	463,500	463,500	463,500
減価償却(百万円)	二社合計	304,026	305,700	305,700	305,700	305,700	305,700	305,700
投下資本(百万円)	前年投下資本+前年NOPAT+資本支出-減価償却	5,098,615	5,376,368	5,785,049	6,331,977	6,890,578	7,461,203	8,044,213
NOPAT	実効税率40.5%一定	119,953	250,882	389,127	400,801	412,825	425,210	437,966
ROIC	NOPAT/投下資本	2.4%	4.7%	6.7%	6.3%	6.0%	5.7%	5.4%
営業CF	NOPAT+減価償却	423,979	556,582	694,827	706,501	718,525	730,910	743,666
営業CFマージン	営業CF/売上高	5.5%	6.0%	7.3%	7.2%	7.1%	7.0%	6.9%
FCF	営業CF-資本支出	-40,886	93,082	231,327	243,001	255,025	267,410	280,166
WACC	二社の売上高に応じた加重平均	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
EVA	NOPAT-投下資本×WACC	-80,576	39,669	164,109	154,510	144,806	134,995	125,075

シナジー効果として、「売上高の成長率を二社合計から 1%増加」「売上原価比率及び販売・管理比率を二社加重平均から 1%減少」と仮定した。その結果、2011 年度以降の各年度において、EVA はプラスとなるだけでなく、いずれの年度においても両社のベースケースよりも高い EVA を得た。このことから、本仮定のもとであれば、戦略オプション②は財務的にも効果的であると考えられる。

5.4 企業戦略策定まとめ

今回検討した 2 つの戦略オプションの財務シミュレーションを図表 3.4-1 比較した。大成建設の子会社化は、パナソニックの GT12 の「家・ビルまるごとソリューション」を「家・

ビル」も含めてセットで販売し、各事業セグメントのシナジー効果を最大化することが目的である。さらに、大成建設はアフリカや中東を含む新興国にプレゼンスがあるため、それらをパナソニックの新興国への展開拠点とし、パナソニックがスピーディーにグローバルで売上高を増加することを期待した戦略である。シナジー効果としては売上高成長が各社単独よりも年率 2%増加すると考え、それ以外のシナジー効果は考えなかった。その結果、EVA はプラスとなり、本戦略は財務的にも効果的であるといえる。次に、中国に主な製造拠点を有する船井電機の買収により、パナソニックは利益率の低い「デジタル AVC ネットワーク」の収益性改善が期待できる。さらに、中国で生産し製品原価が低下すれば、よりスピーディーに新興国を中心に製品を販売しやすくなり、結果としてグローバルにおける売上高の増加が期待できる。なお、シナジー効果としては売上高成長が各社単独よりも年率 1%増加、売上原価比率及び販売・管理比率が両社の売上高加重平均よりも、それぞれ 1%減と考えた。その結果、EVA はプラスとなり、本戦略は財務的にも効果的であるといえる。

図表 3.4-1 戦略オプション①及び②における財務シミュレーションの比較

ケース	重要な仮定	2015 年度 FCF (百万 円)	2015 年度 EVA (百万 円)
パナソニック (ベースケース)	売上高：2010 年度より年率 3%成長 売上原価比率：2009 年度より 1%減 販売・管理比率：2009 年度より 1%減 実効税率：40.5%	122,391	-750
大成建設 (ベースケース)	売上高：2010 年度より年率 3%成長 売上原価比率：2009 年度より一定 販売・管理比率：2009 年度より一定 実効税率：40.5%	25,625	-455
船井電機 (ベースケース)	売上高：2010 年度より年率 3%成長 売上原価比率：2009 年度より一定 販売・管理比率：2009 年度より一定 実効税率：40.5%	10,650	-1,357
戦略オプション① 大成建設の子会社化	<u>シナジー効果</u> 売上高：両社合計より 2%増 売上原価比率：売上高加重平均 販売・管理比率：売上高加重平均	185,247	39,157
戦略オプション② 船井電機の買収	<u>シナジー効果</u> 売上高：両社合計より 1%増 売上原価比率：売上高加重平均より 1% 減 販売・管理比率：売上高加重平均より 1%減	280,166	125,075

付属資料 3：企業戦略分析・立案

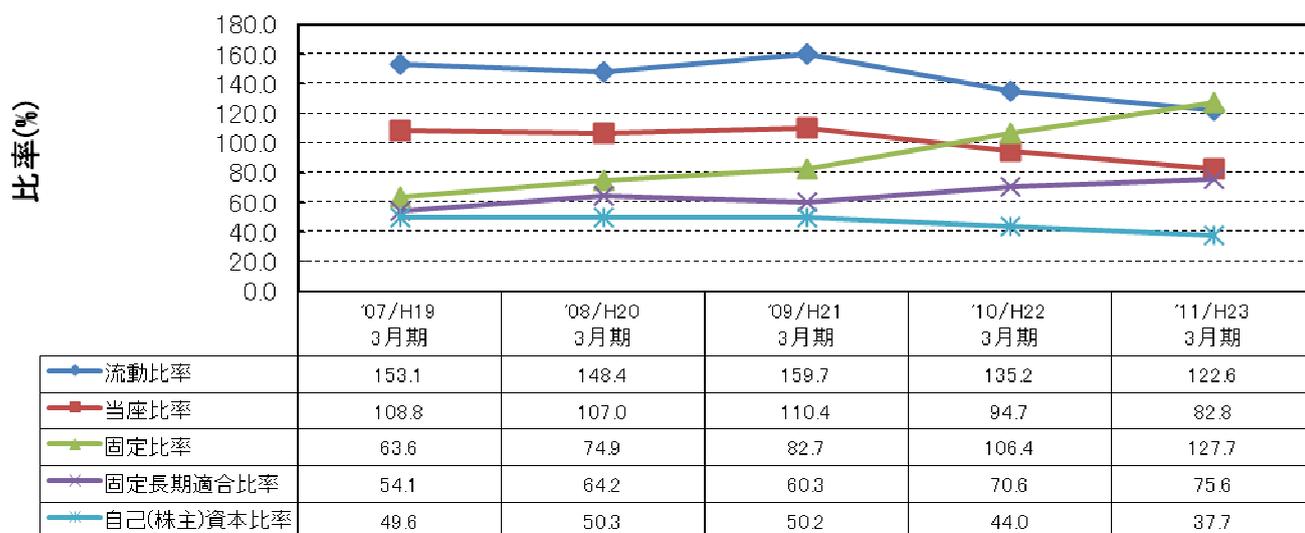
(出所：平林 義隆 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2011年10月24日)

1 財務分析

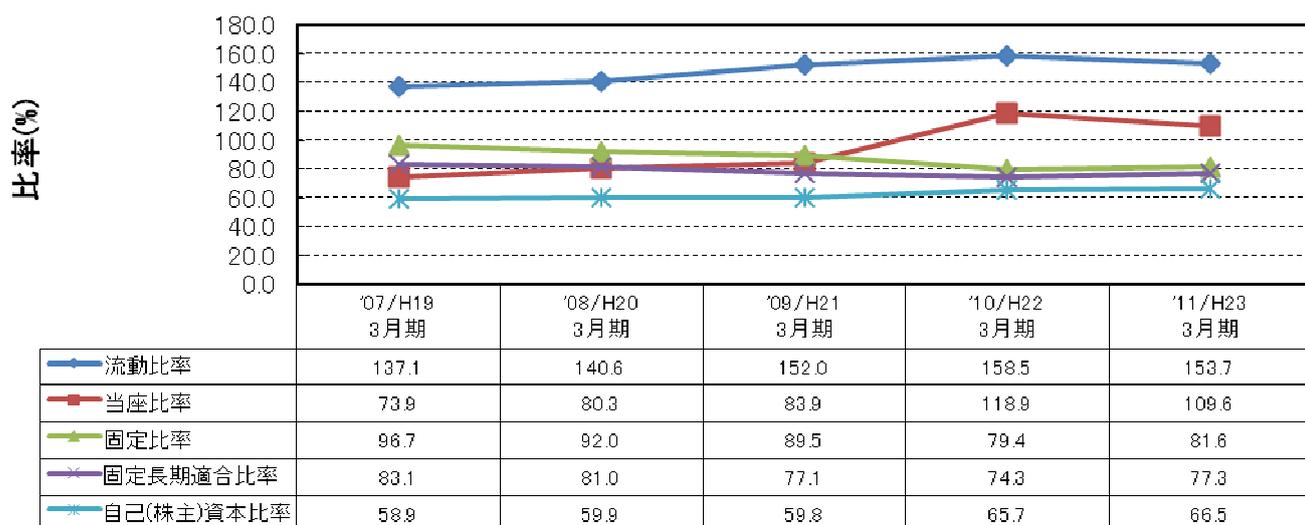
1.1 財務諸表分析

(1) 安全性

安全性の指標(Panasonic)



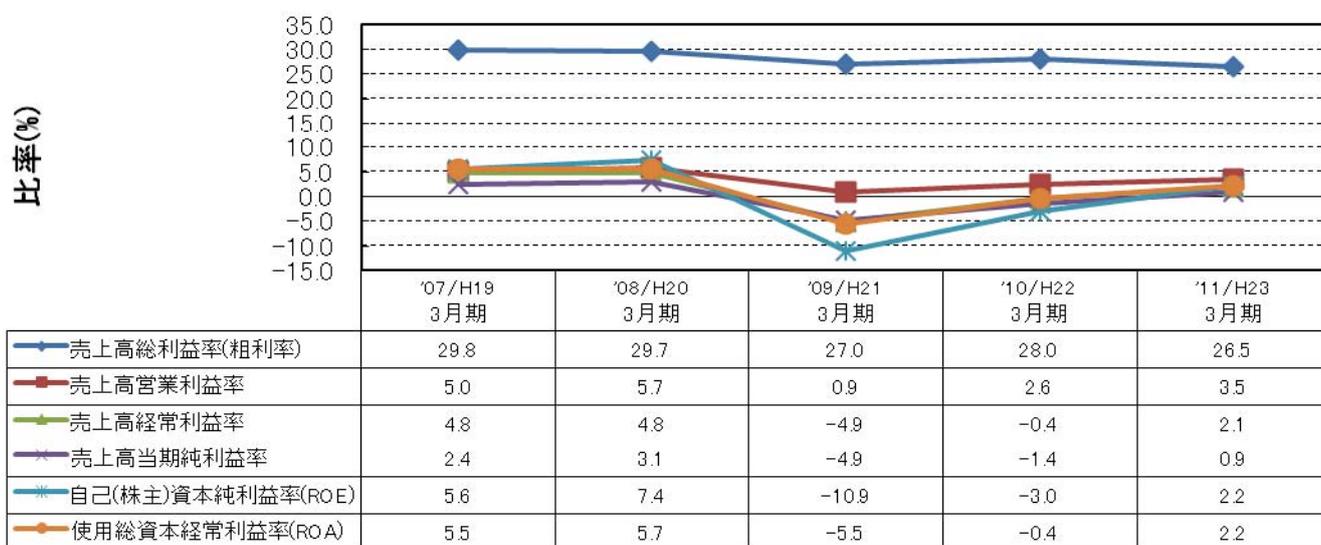
安全性の指標(Samsung)



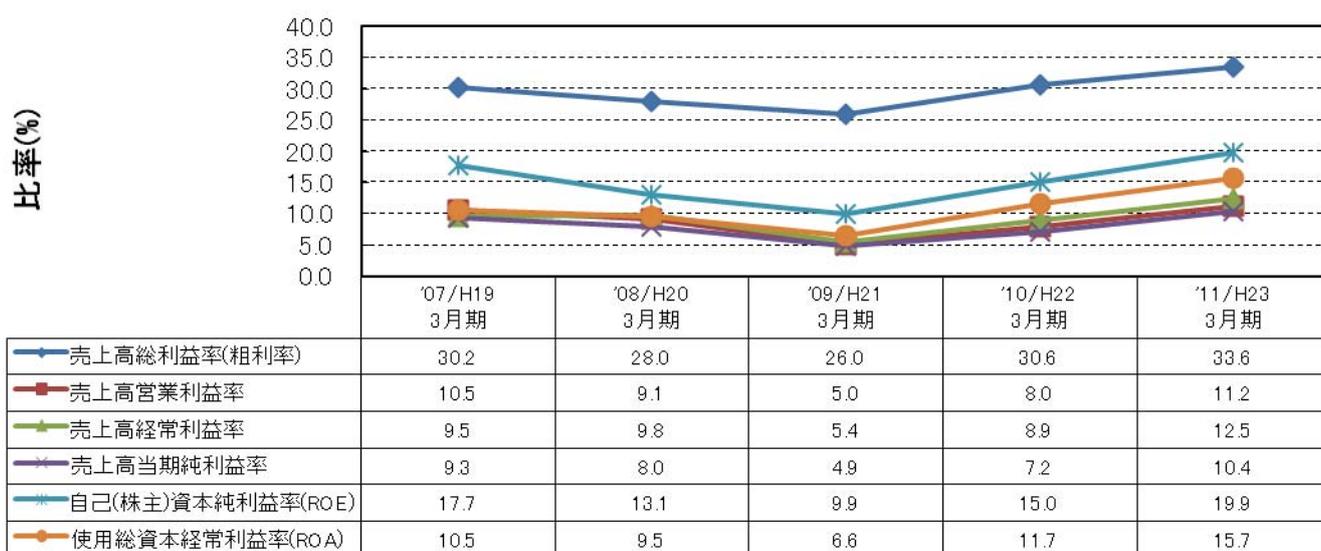
流動比率及び当座比率は、企業の短期的な支払能力を測る指標であり、ともに 100%を超えることが望ましいとされている。パナソニックの流動比率・当座比率はわずかながら下降トレンドにある。これは主に 2009 年に三洋電機子会社化を行い、50.27%の株式を取得したことにより手元資金が減少したことに起因する。一方、Samsung は上昇傾向にあり、これは足元の好調な業績によるものと思われる。全体としては概ね問題のないレベルであり、直近における懸念事項とはならない。固定比率と固定長期適合率は長期的な設備投資と、それに必要な資金の源泉に関する比率であり、一般的には固定比率 100%以下、固定長期適合率は 80%以下が望ましいとされている。パナソニックの直近 5 年間の固定比率、固定長期適合率ともに上昇トレンドにあり、危険水域に入ろうとしている。これは積極的な設備投資や M&A を実行するための資金を自己資本だけで賄えず、負債に頼るようになっていく兆候であり、注意が必要である。一方 Samsung は下降トレンドにあり、財務基盤を盤石なものにしつつある。自己資本比率は、長期資金の安定性を測る指標である。この比率が高いほど安定性が高い。2011 年 3 月期は 37.7%であり、全産業平均の 42%（平成 21 年度法人企業統計調査）を若干下回る程度である。問題ない水準ではあるが下降トレンドにある点が懸念される。これについても Samsung は上昇傾向にあり、66.5%まで達している。安全性からみるパナソニックと Samsung はともに大きな懸念はないものの、まさに衰退フェーズにある企業と成長フェーズにある企業の典型的な推移パターンとなっている。

(2) 収益性

収益性の指標(Panasonic)



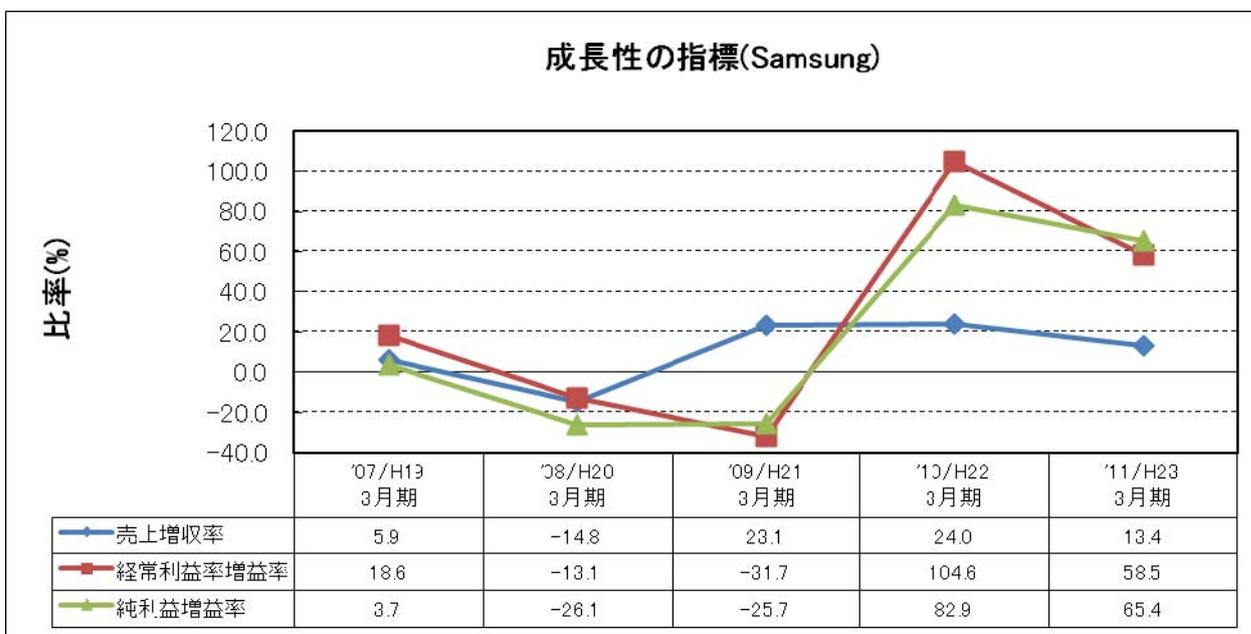
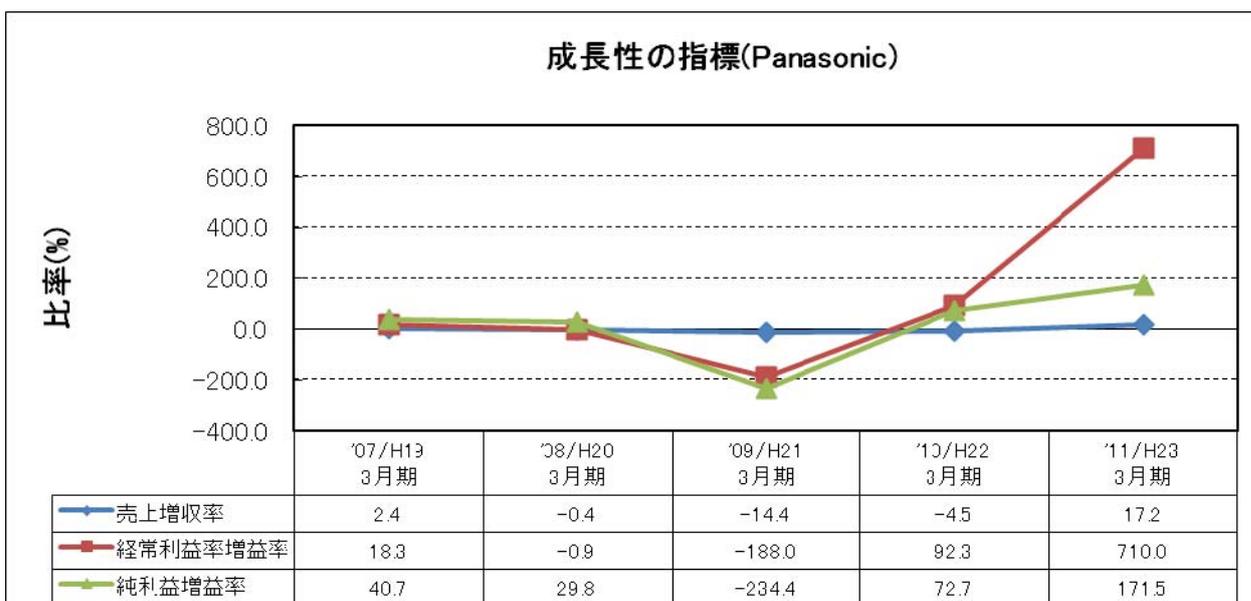
収益性の指標(Samsung)



収益性について分析する。売上に対して利益をどの程度稼いでいるか、資産や資本に対して利益をどの程度稼いでいるかを確認する。収益性に関する指標は両社ともリーマンショックにより2009年に下落し、そこから再度上昇している。一定売上総利益率については、一般に景気が良いときは上昇し、不景気になると下落する(業種によって大きな差があり、製造業で15~60%、小売業で20~30%、商社では1.5~2.0%程度)。パナソニックとSamsungの売上高総利益率は2007年度には大差なかったが、2011年度には7%近い差が出ており収益力に大きな差が出ている。これにはドルに対するウォン安円高という為替要因も大きく作用している。またパナソニックはリーマンショック以前の収益力を取り戻

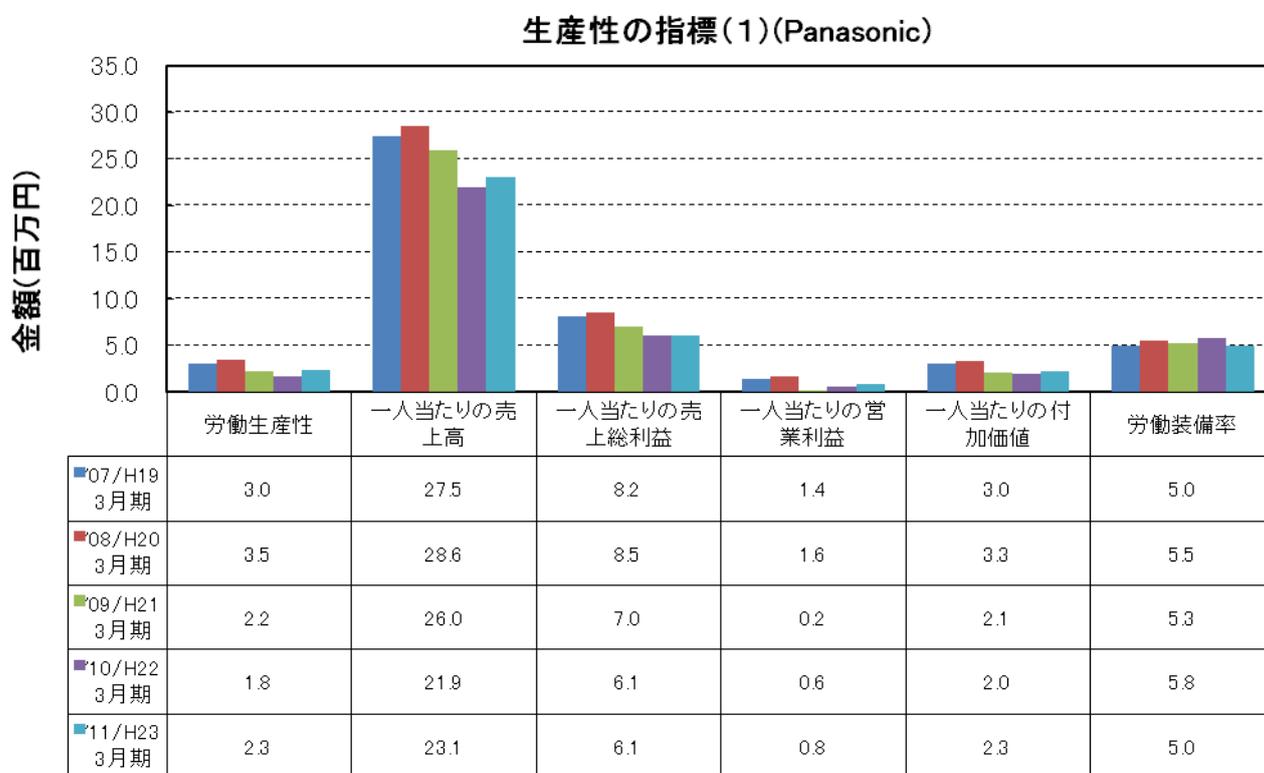
せていないが、Samsung はすでに復活し新たな成長フェーズへと入っていることが窺える。売上高営業利益率については、売上総利益は事業の粗利益だけだったのに対して、営業利益はそこから販売費及び一般管理費を差し引いたものなので、本業での実際の儲けが分析できる。パナソニックは5年間を通じて Samsung の3分の1程度の営業利益となっており、大幅に後塵を拝していると言える。製造業がほぼ壊滅的な業績となったリーマンショック時でも5.0%の利益を出した Samsung の経営体質は特筆すべきものであると言える。

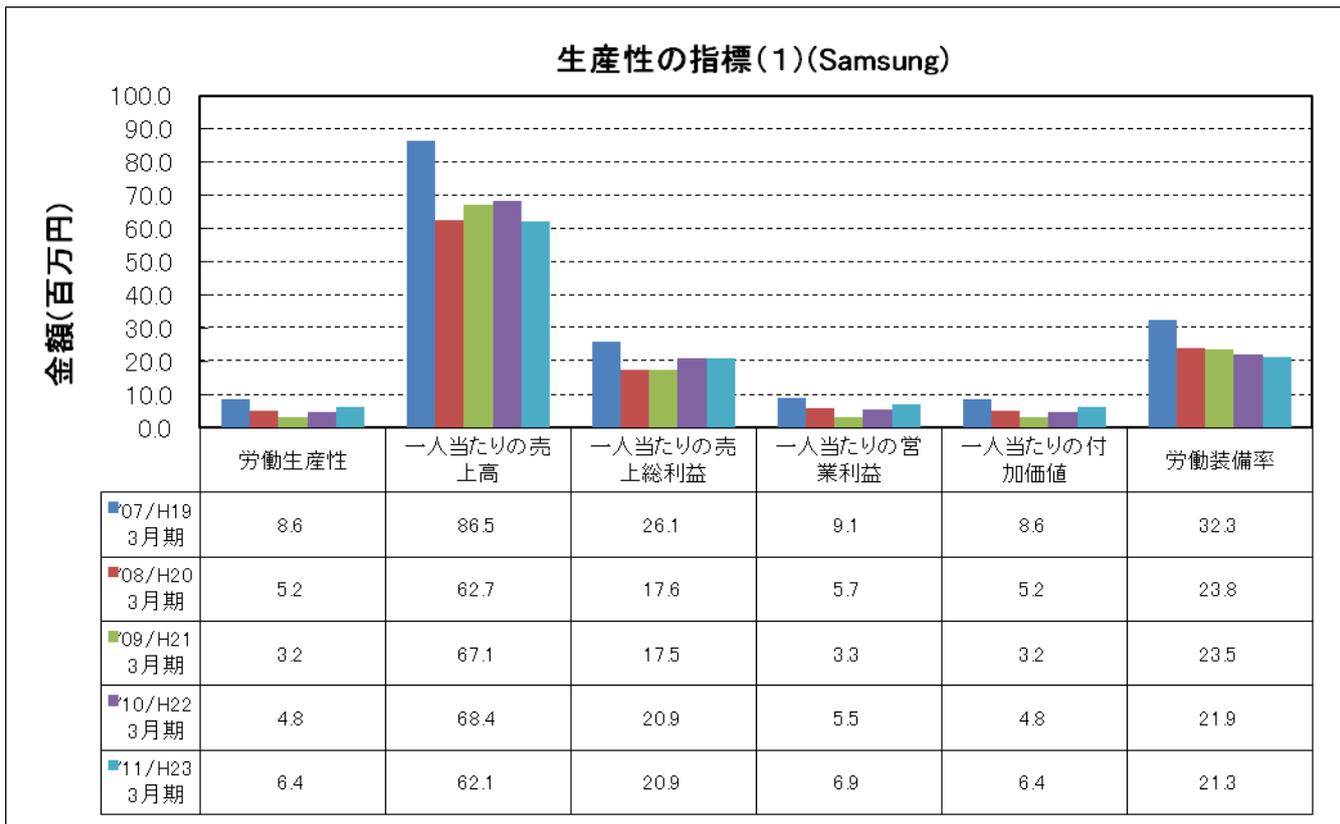
(3) 成長性



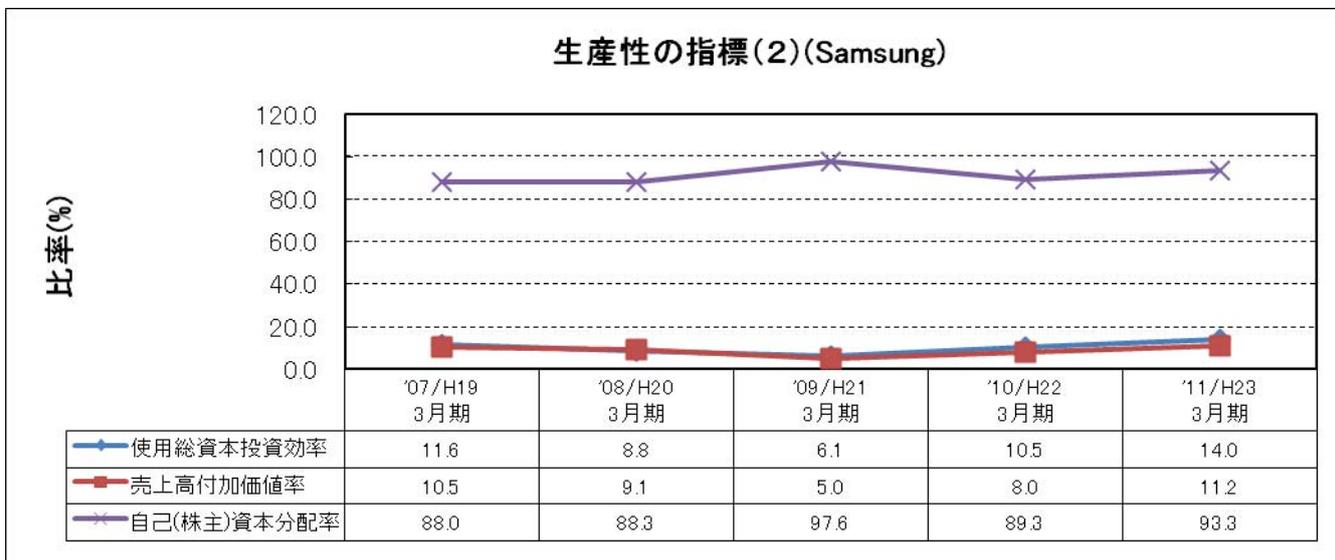
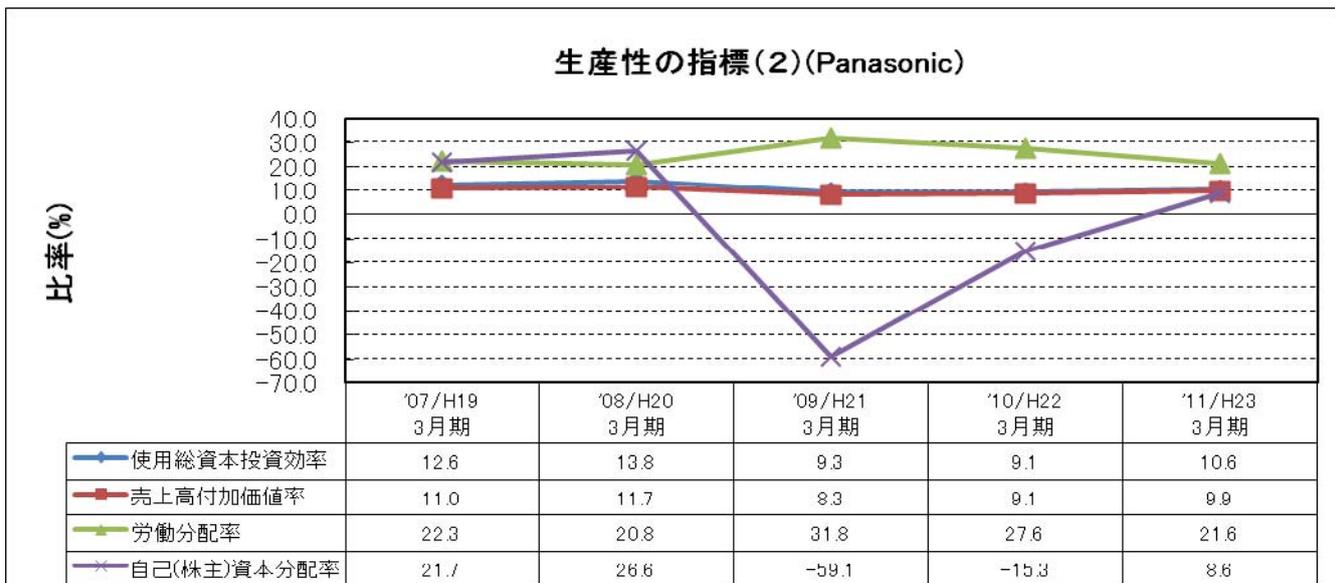
パナソニックの売上高増収率はリーマンショックの2009年に大きく毀損し、2011年まででやっと同程度まで回復している。しかし、この間に三洋電機の子会社化を行っていることから、売上げが縮小した分を企業買収で何とか埋め合わせて規模を保っていると考えられる。つまり企業の既存事業は衰退フェーズにあると判断する。Samsungは2008年に一度売上げを大きく毀損したが、それ以外は安定的に成長している。この事業規模にあって年率15~20%で成長しているのは驚愕に値する。経常利益増益率、純利益増益率がリーマンショックで大きく減少し、その後復調基調にあるという点で両社のトレンドは同じである。しかし、パナソニックの変動幅は大きく、キーデバイスでの競争力がない・カーエレクトロニクスへの傾倒などを経て、景気変動の影響を強く受ける事業構造になっているものと思われる。

(4) 生産性



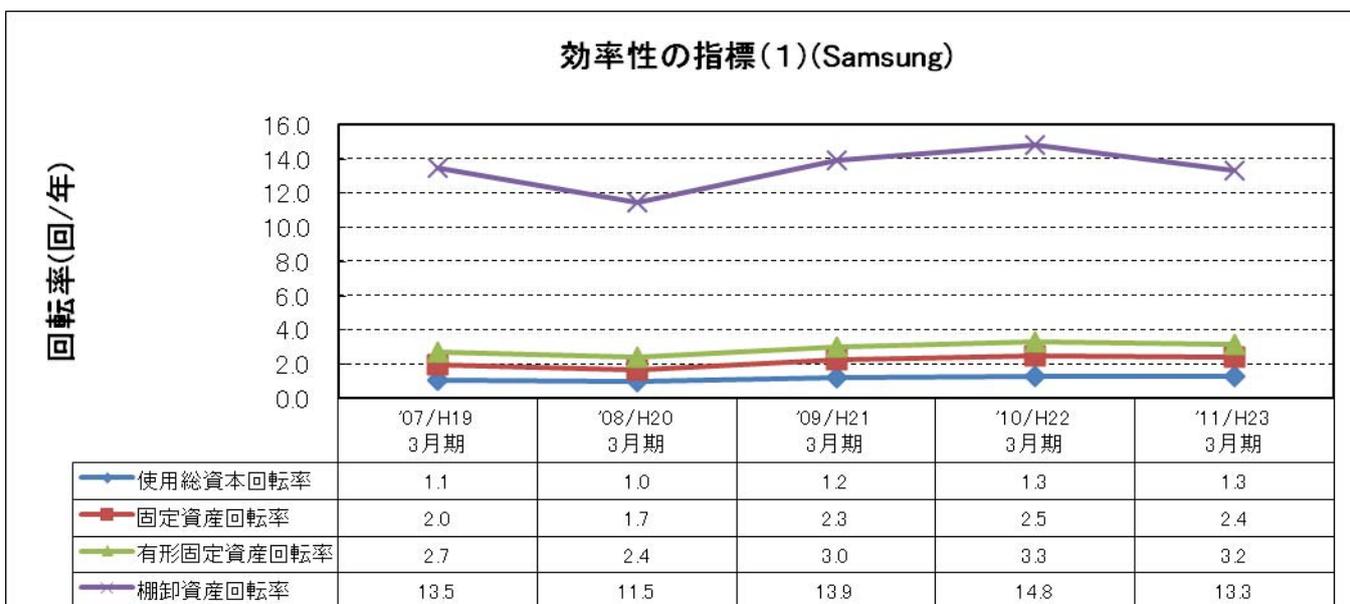
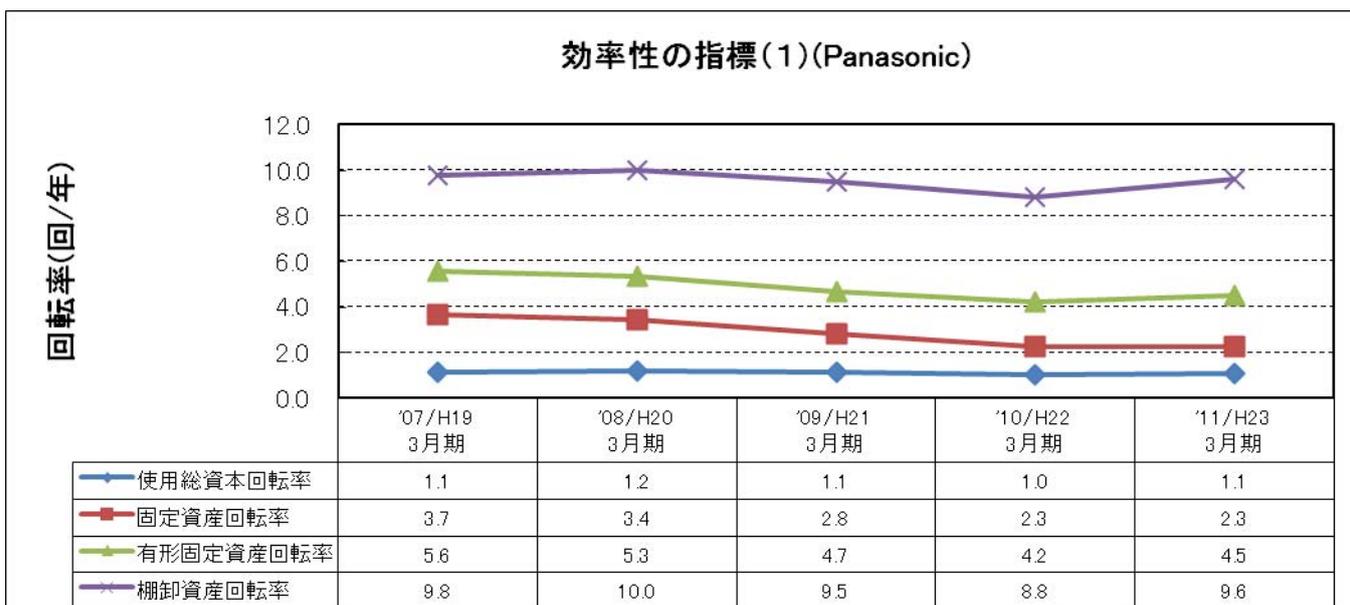


生産性指標(1)の傾向は次のとおりである。パナソニックの労働生産性、一人当たりの売上高、一人当たりの営業利益、一人当たりの付加価値は減少傾向にある。特に三洋電機を子会社化した2010年3月期における下落が顕著である。収益力の低下とともに従業員数がM&Aで増加したことが生産性を低下させた原因であろう。M&Aで従業員数が増加するのは仕方がないが、事前に重複事業や重複するスタッフ部門を切り離しておかなければ生産性がこのように大きく低下することとなる。今後増加させる従業員は新興国市場での現地採用を拡大し、プレゼンス確保と売上増加につなげるべきである。Samsungの推移はリーマンショックの2009年を谷にしたような対称形のように見える。しかし、2007年度の水準までは戻っていない。これは事業拡大に伴う従業員数増加、新興国事業を拡大による単価下落などが影響していると思われる。同業種にあつて労働生産性、一人当たりの売上高においてパナソニックがSamsungに3倍近い差をつけられていることは大きな問題と認識すべきであり、大幅なリストラが必須と考えられる。



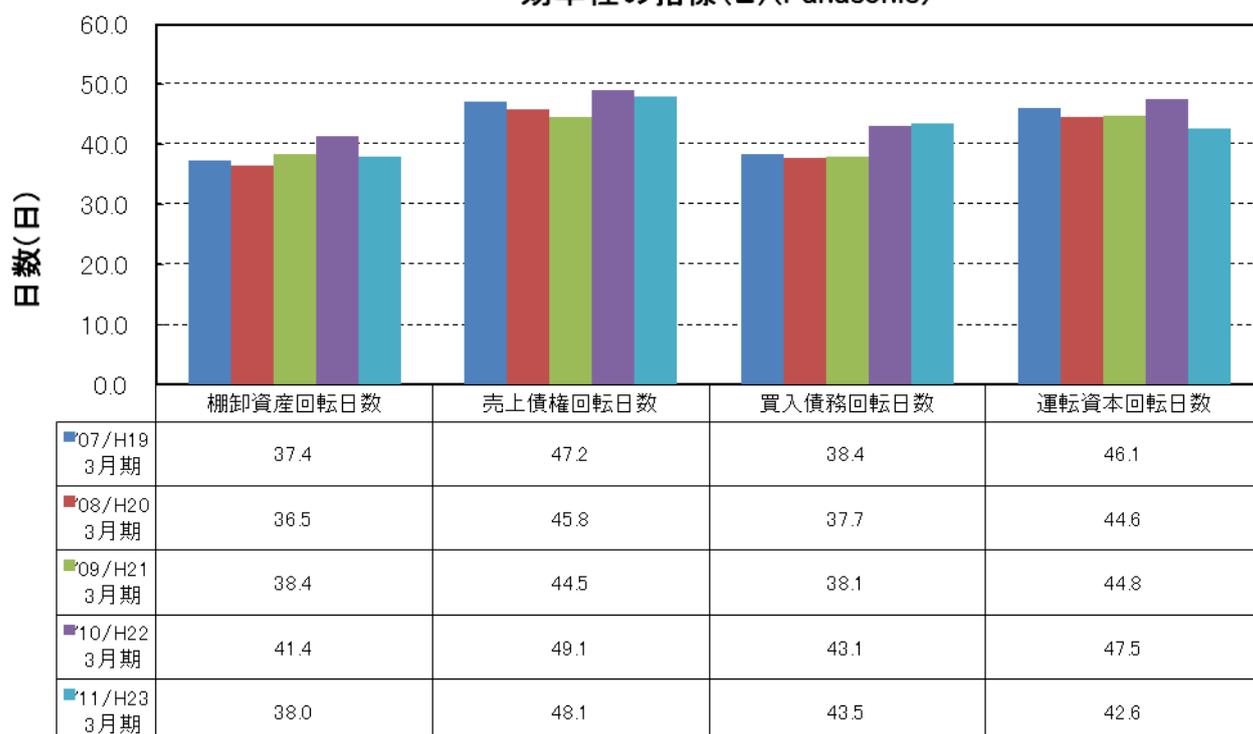
生産性指標(2)の傾向は次のとおり。総資本もしくは売上高と、そこから生み出された付加価値の割合が使用総資本投資効率と売上高付加価値率である。パナソニックの使用総資本投資効率は5年間の推移でみた場合 Samsung とそれほど差はない、売上高付加価値率も含めリーマンショックを底に復調基調にある。自己資本分配率は Samsung が極めて高く、設備投資や株主配当、内部留保のために大半が割り振られていることがわかる。

(4) 効率性

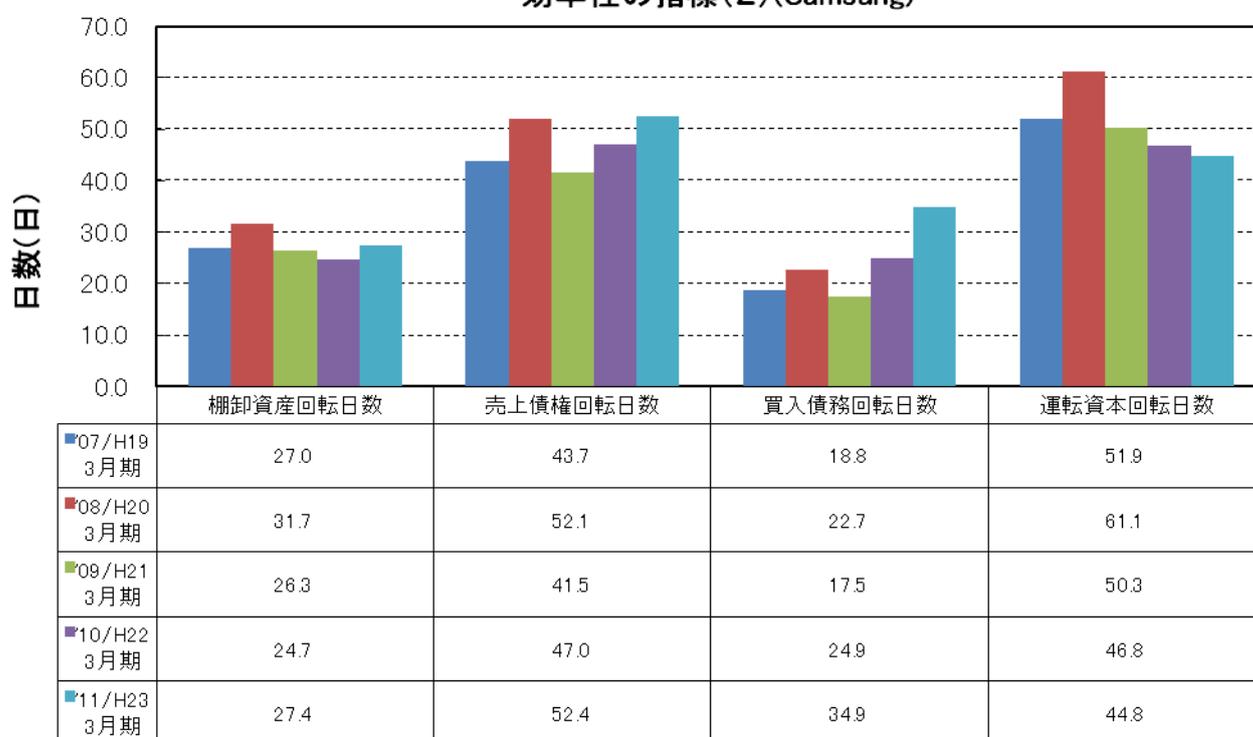


「使用総資本回転率」は1回を達成している企業は効率的に資本を運用できていると言える。全業種平均は0.8回ほどで商業では比較的高く、多額の設備投資が必要な電力・鉄鋼などの重工業では低い数値となる。パナソニック・Samsungともに直近5年間において1.0を超えており問題ない水準を確保している。「固定資産回転率」、「有形固定資産回転率」ともに大きな差がない（むしろパナソニックの方が効率が良い）が、大きな差がついているのが棚卸資産回転率である。パナソニックの9.6に対してSamsung13.3と38.5%ほどSamsungの方が効率が良い。この指標は商品力などにも影響されるが一般的には在庫管理の効率性指標として見られ、CFにおいて大きく有利であるため、この点における差異も懸念事項として挙げられる。

効率性の指標(2)(Panasonic)



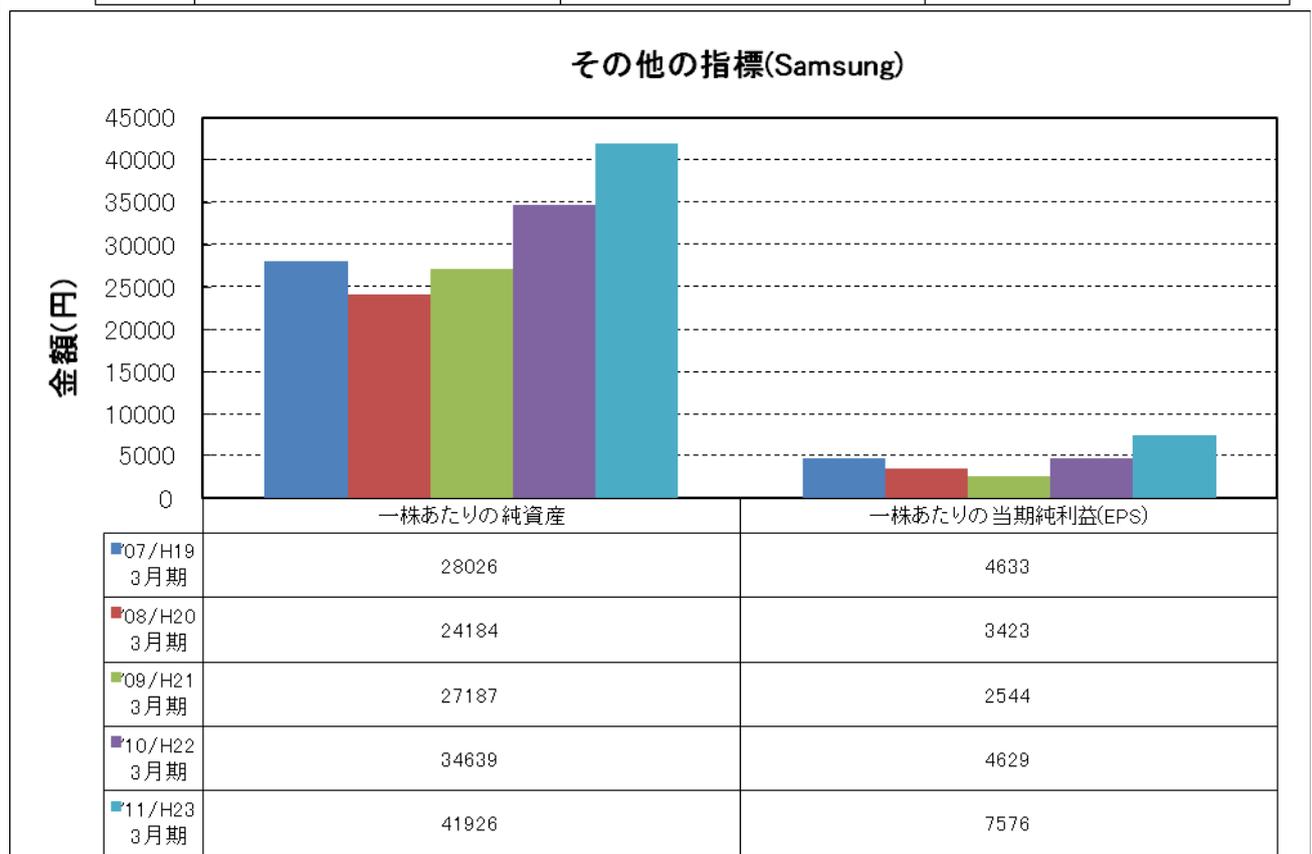
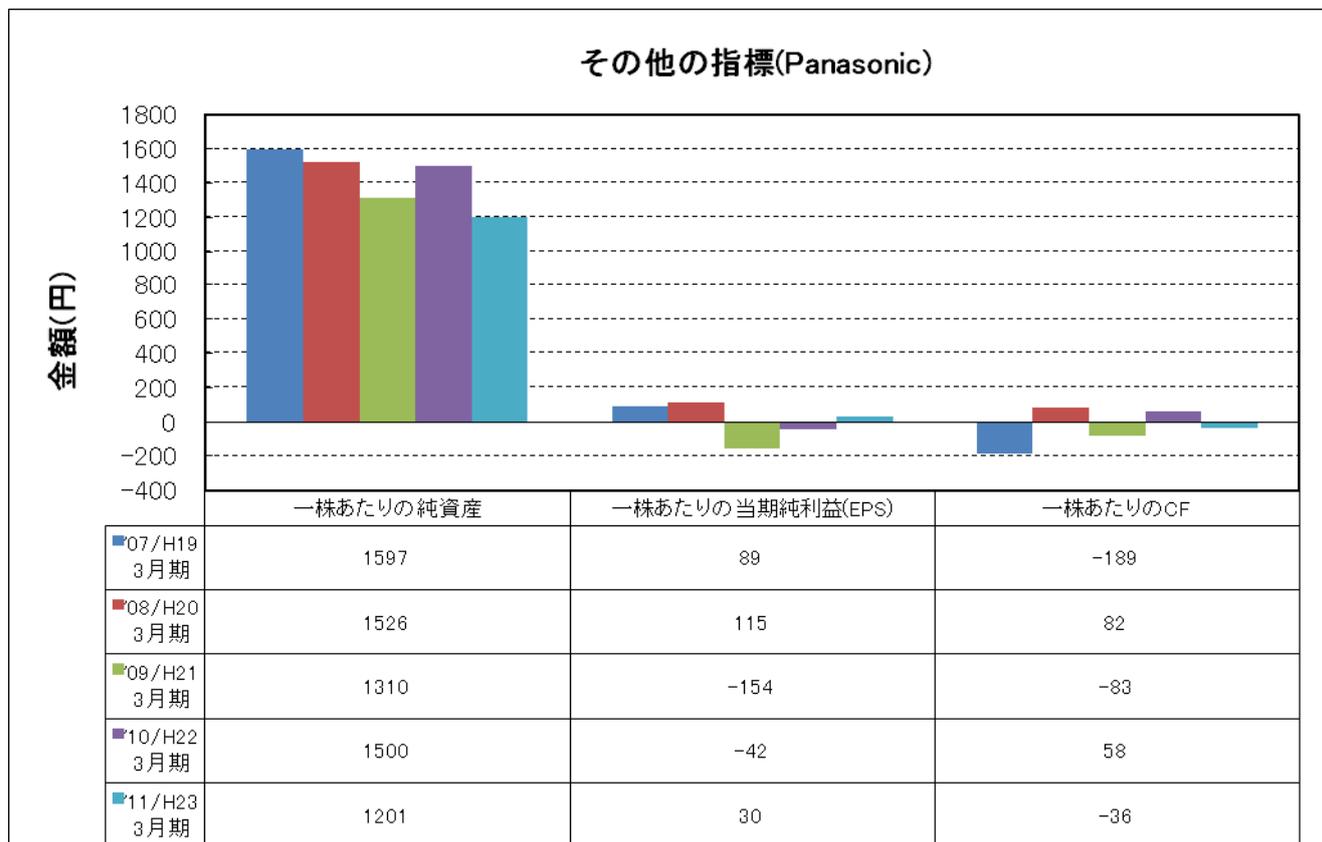
効率性の指標(2)(Samsung)

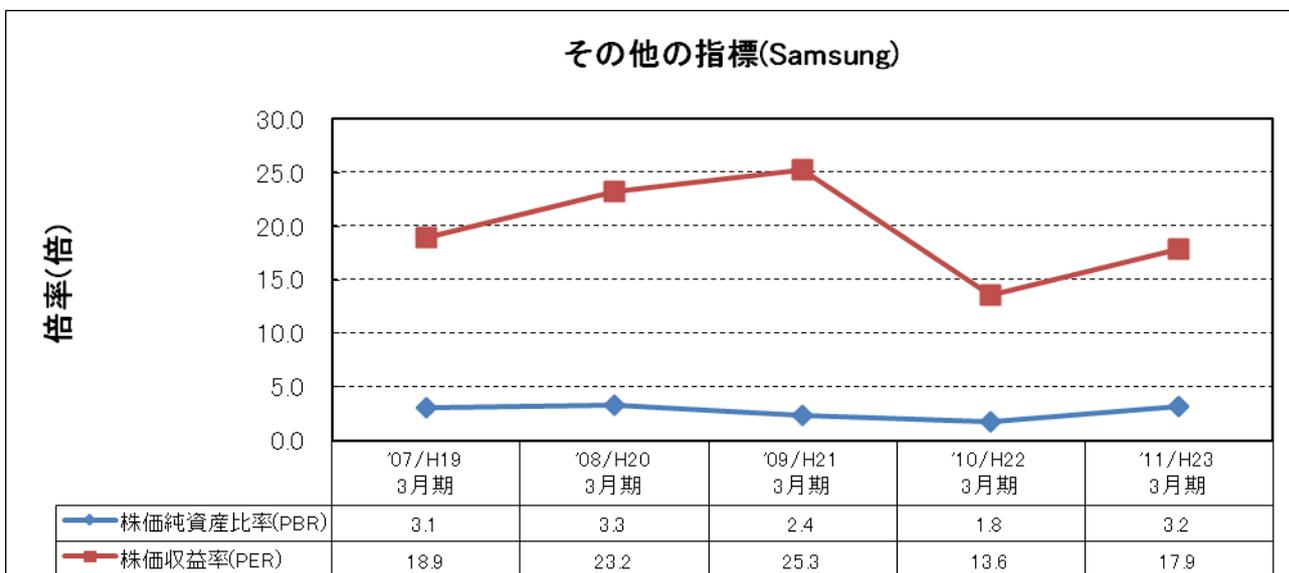
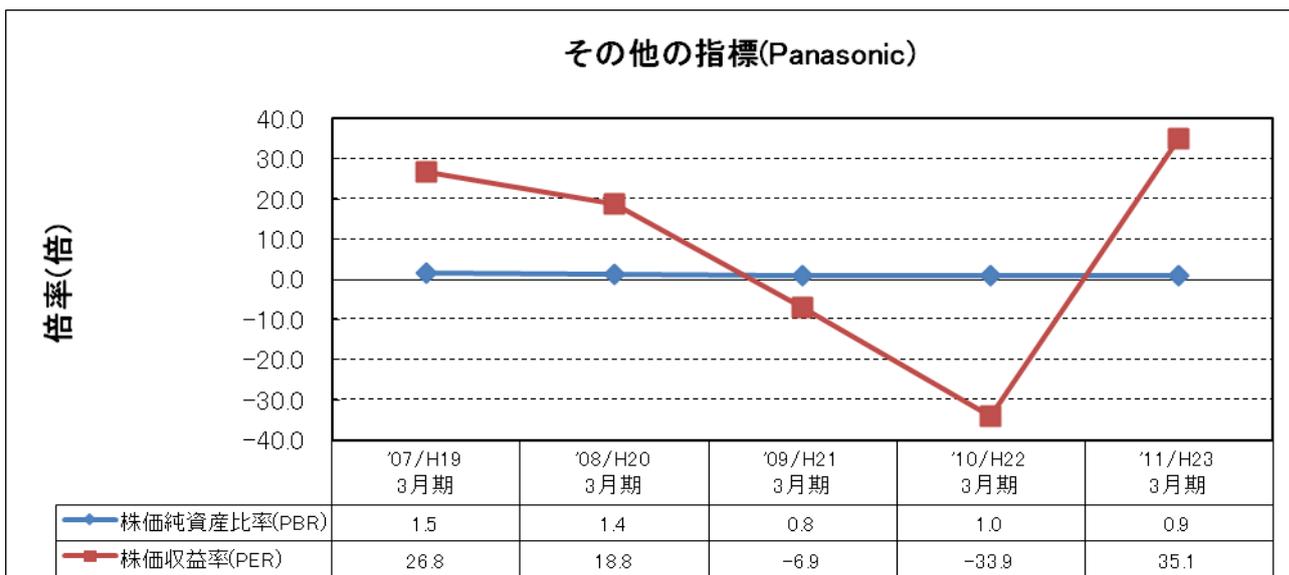


上記効率性の指標(1)とも重なるがパナソニックと Samsung で大きな差異が出ているのが棚卸資産回転日数である。Samsung の特徴としては売上債権回転日数と買入れ債

務回転日数の差異である。パナソニックではこれらの数値はほぼ水準にあるが、Samsungは買入債務回転日数が売上債権回転日数に対して短いのが特徴である。早期に支払ってくれる顧客はサプライヤーに喜ばれ、割引などの恩恵にもつながるため、手元資金の豊富さを活かした調達戦略を行っている可能性がある。ただし、長期化している傾向もみられるため、断言するには至らない。

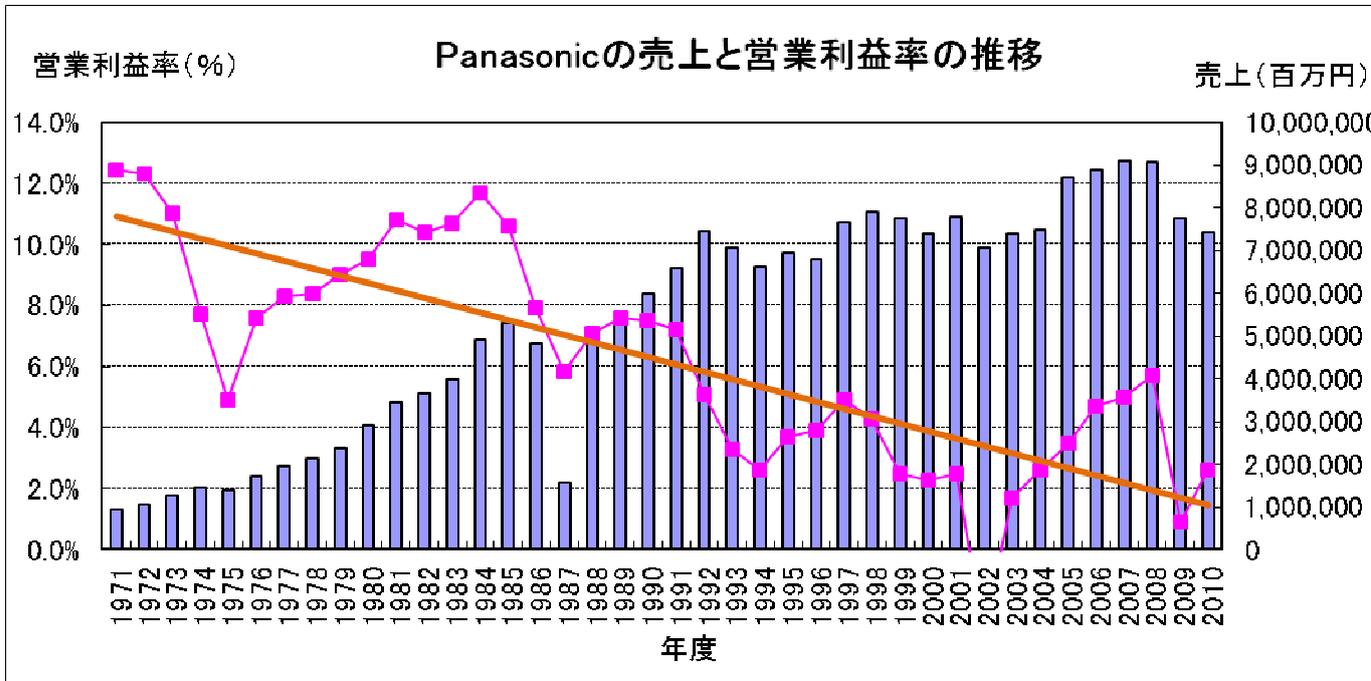
(5)その他





Samsung は 1 株当たりの純資産が EPS とともにパナソニックを圧倒している。PBR が 1 以下の水準である状態は、会社が保有する純資産の額より株式時価総額のほうが安いことを意味しており、継続的に事業を行うより解散した方が株主の利益になるとされる。パナソニックの PBR は 1.0 を下回る水準になっており、市場からその社会的存在意義を評価されていないことを深く認識すべきである。また経営陣の責任は重い。

パナソニックの株価は、2010年までTOPIXと連蔵する動きを見せていたが、それ以降は大きく下振れするようになってきている。このことは売上や収益力が回復する兆しを見せないことに対する不満、三洋電機やパナソニック電工を完全子会社化することに高額な手元資金を投じることを市場が評価していないことを表している。

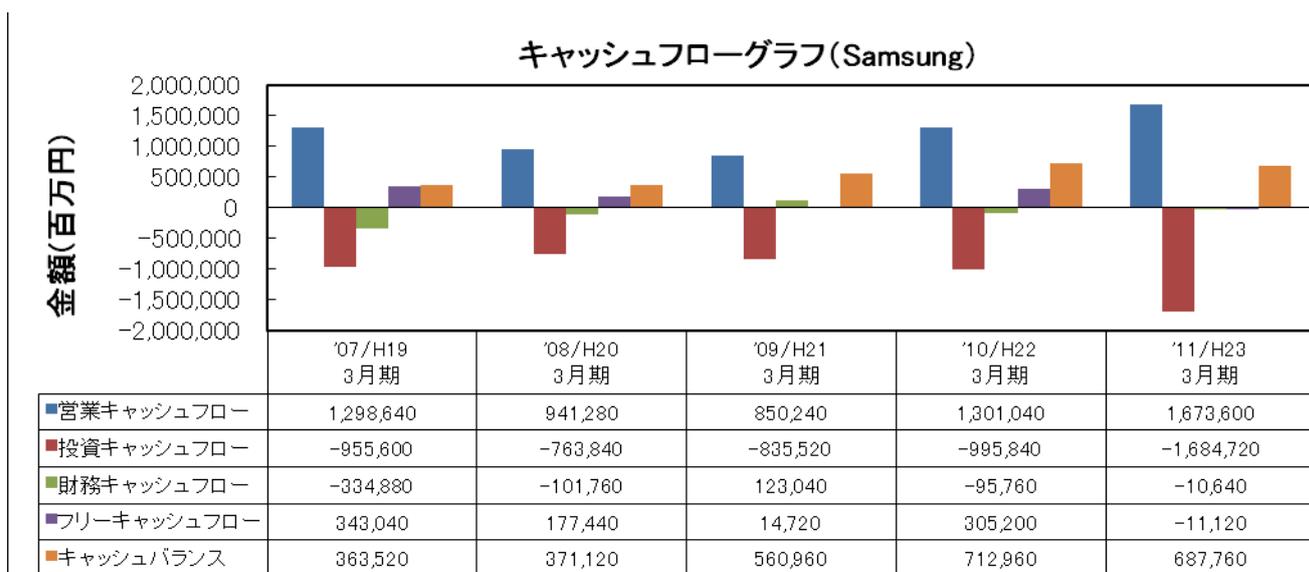
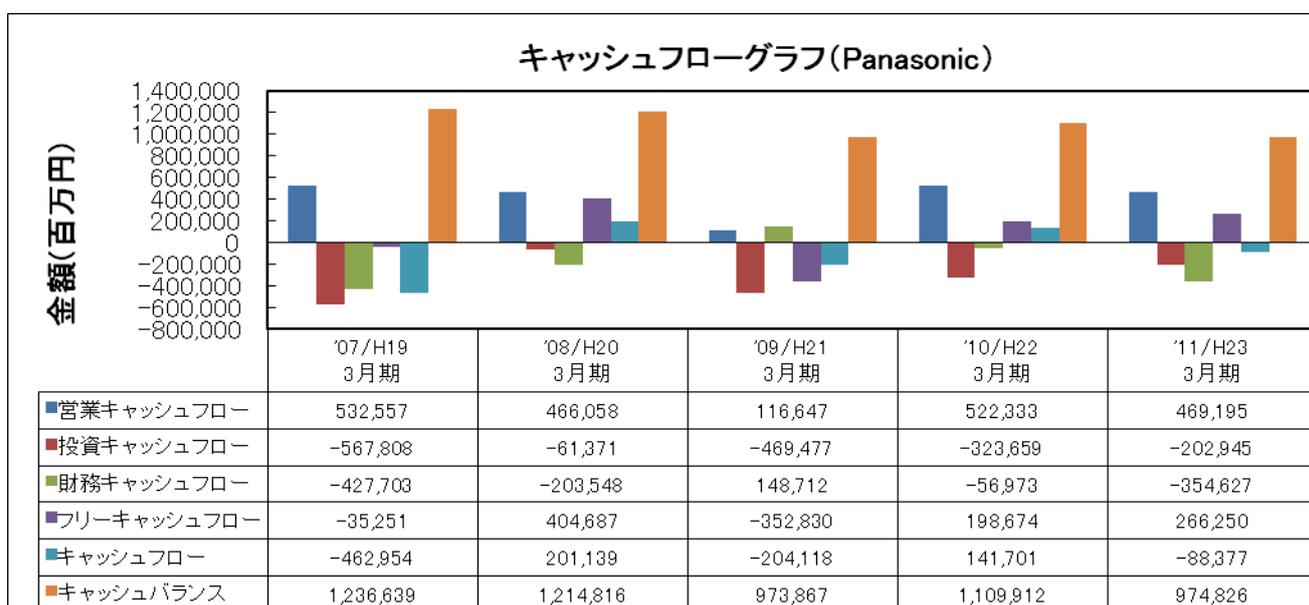


※1987年はデータ不十分により、参考情報

過去40年に遡ってパナソニックの営業利益率データを取得した。この結果からわかることは、事業は拡大したが、その反面営業利益率は一貫して下降を続けているという事実である。マネシタ電器と呼ばれ、付加価値を付けずに類似製品を後発で発売する戦略を採り、売り上げ規模の拡大のみを求めていった推移と結果がここに表れている。近似曲線から推測されることは、後10年もすれば慢性的に赤字会社になるという内容であり、今までの類を見ない次元での大変革が必要であることがわかる。

1.2 CF分析

(1) キャッシュフローの状況



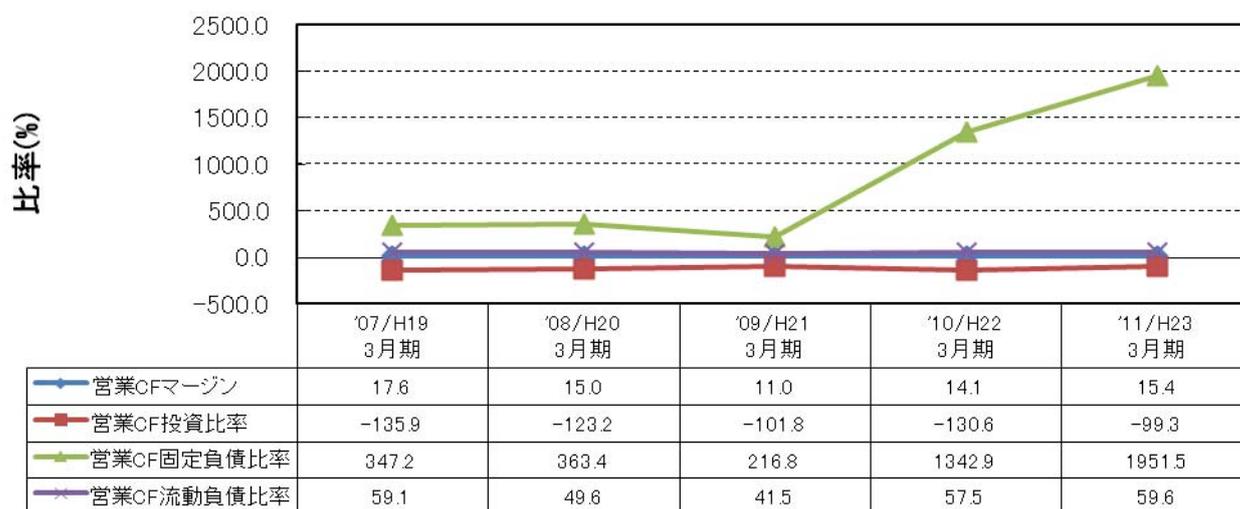
本業で獲得したキャッシュフローを示す営業キャッシュフローについては、パナソニックはリーマンショック当時を除けば、常時5,000億円程度稼ぎ出すことができている。それに対して投資キャッシュフローも大きく2,000～5,000億円程度の規模である。営業キャッシュフローを超える投資をしたのが過去5年中2年あり、2009年には1,400億円ほど外部から資金調達をしていることがわかる。投資案件はプラズマTV 尼崎工場、二次電池 住之江工場、三洋電機 M&A などであり、いずれも数千億円の投資案件である。投資効果を明確に出すことはできないが、キャッシュバランスが悪化傾向にあり、投資効果にも疑念が呈される。それに対して Samsung は営業キャッシュフローを伸長させており、2011年度3月期では1兆6,700億円規模の営業キャッシュフローを稼ぎ出している。それに

対する投資キャッシュフローもすさまじい規模であり、1兆6,800億円にも上る。ここ5年投資キャッシュフローが7,000億円を下回ったことはなく、DRAM・液晶パネル・二次電池など大規模な開発投資が必要とされる事業をいくつも抱えながら、競争に勝ち抜き成長したその要因の1つはこの大規模投資によって生み出された価格競争力にあると思われる。

営業CFマージン他(Panasonic)



営業CFマージン他(Samsung)

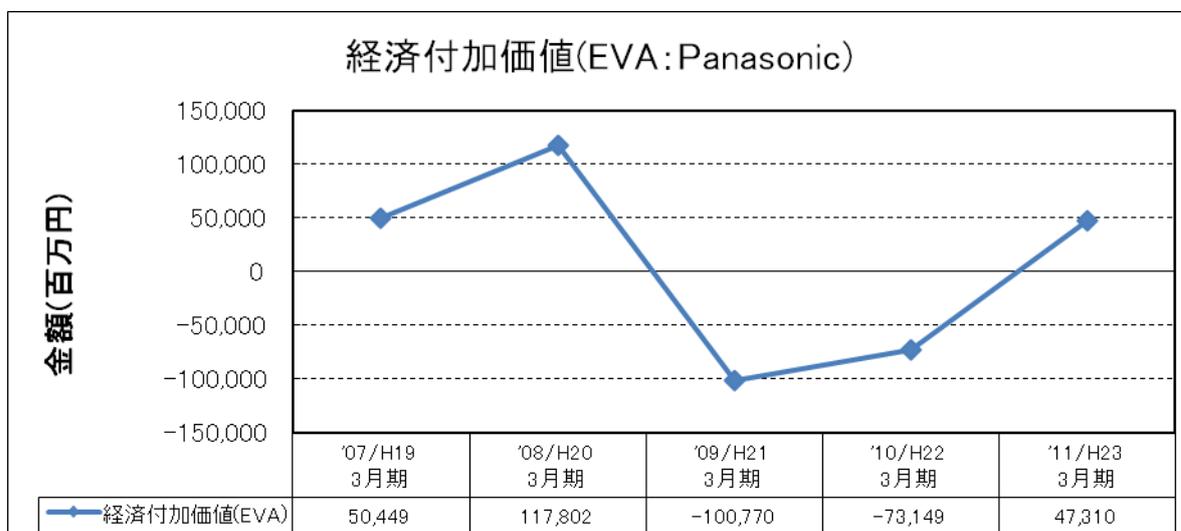


営業キャッシュフローマージン（営業CFマージン）は、売上高に対する営業キャッシュフローの割合を示しており、キャッシュフローの収益性を表している。ここからパナソニックの営業CFマージンはリーマンショックの影響を除けば5.0～7.0程度で推移していると思われる。それに対して Samsung の営業CFマージンは14.0～17.0程度で推移している。つまりパナソニックと比較して、2倍以上の高い収益を上げることができている会

社だと言うことができる。営業キャッシュフロー投資比率は、営業キャッシュフローがどれだけ投資をカバーしているかを見る指標である。この指標は、営業キャッシュフローを投資キャッシュフローで割ったもので、投資キャッシュフローを営業キャッシュフローがどの程度カバーしているのかを表している。100%以上であれば、営業キャッシュフローで投資に必要なキャッシュがまかなえているので、投資に対して新たな資金調達をしなくてもよいことになる。逆に、100%を切ると、通常の営業活動だけでは必要なキャッシュをまかないきれないほどの大型投資を行っていると思われ、資金の流出が常態化している可能性がある。従ってこの比率は基本的に100%以上であることが望ましいといえる。パナソニックも Samsung も積極的な投資を継続しているが、パナソニックは100%以下に落ち込むことある一方で Samsung は投資キャッシュフローの中で投資している様が見て取れる。営業キャッシュフロー固定負債比率は、固定負債の返済能力を示す指標である。パナソニックはこの比率も100%を割っており、資金的な余裕がないことが見て取れる。これはプラズマ TV・電池・三洋電機など新たな成長のための投資を行ったためであり、同社にとっては想定範囲内と言える。しかし、Samsung はその比率を悪化させることなく、投資を行っており盤石な財務基盤となっている。営業キャッシュフロー流動負債比率についても同様である。

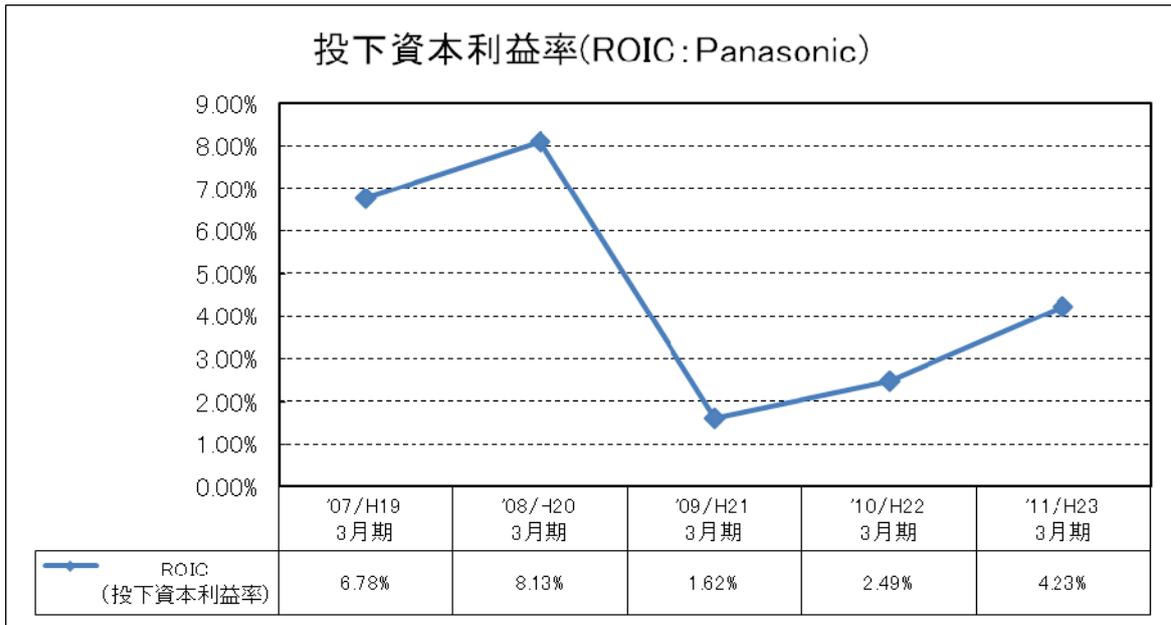
1.3 企業価値分析

Panasonic の EVA 算出結果は、次のとおりである。



EVA はリーマンショックで大きく反転し、マイナスの値となっている。その後プラスの領域に持ち直してきているが依然としてその水準は低いままとなっている。

ROIC の算出結果は、次のとおりである。



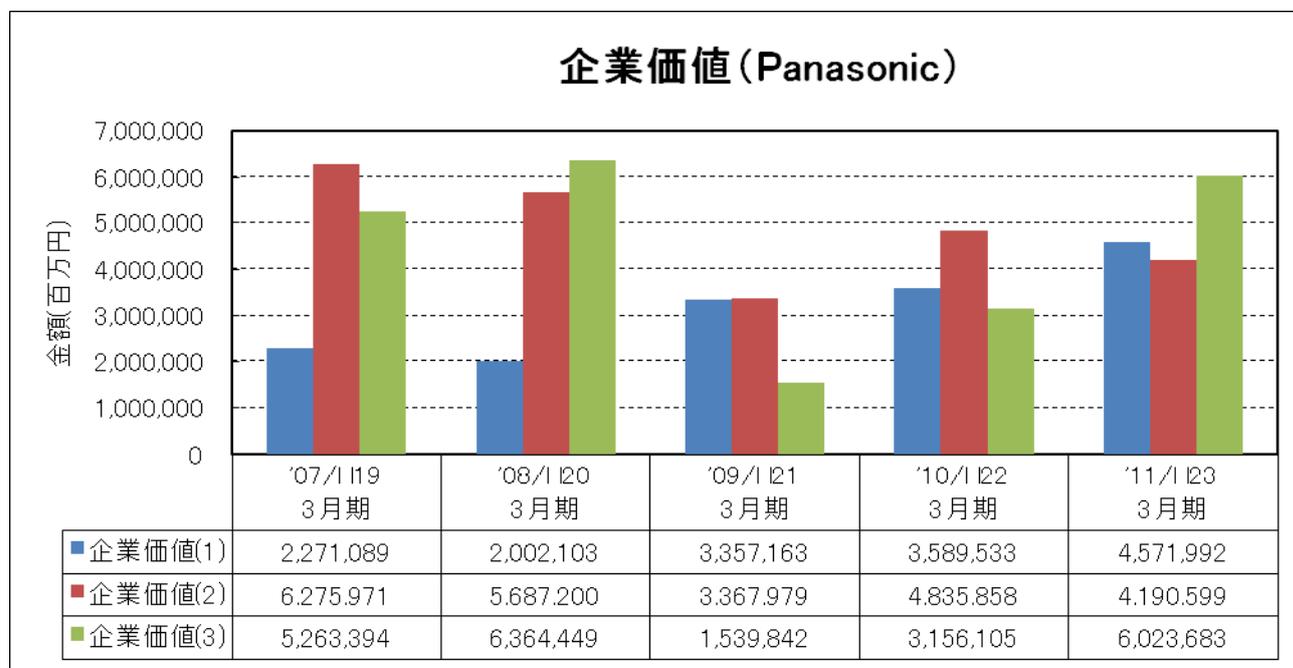
Panasonic	07/H19 3月期	08/H20 3月期	09/H21 3月期	10/H22 3月期	11/H23 3月期	単位
経済付加価値						
簿価有利子負債(D)	449970	388606	745665	1327992	1595269	百万円
時価株主資本(E)	5826001	5298594	2622314	3507866	2595330	百万円
負債コスト(re)	-3.97%	-4.86%	-3.42%	-2.38%	-1.88%	%
リスクフリーレート	1.66%	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%	%
リスクプレミアム	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	%
株主資本コスト(rd)	6.24%	5.87%	5.93%	5.98%	5.84%	%
D/(D+E)	7.17%	6.83%	22.14%	27.46%	38.07%	%
E/(D+E)	92.83%	93.17%	77.86%	72.54%	61.93%	%
加重平均資本コスト(WACC)	5.63%	5.27%	4.17%	3.95%	3.19%	%
簿価投下資本	4366711	4130935	3958246	5007765	4541604	百万円
資本費用(簿価投下資本 ×WACC)	245677.5	217878.2	164932.9	197829.4	144975.7	百万円
税引き後営業利益(NOPAT)	296126.1	335680.6	64162.42	124680.5	192286.2	百万円
ROIC(投下資本利益率)	6.78%	8.13%	1.62%	2.49%	4.23%	%
経済付加価値(EVA)	50448.68	117802.4	-100770	-73149	47310.47	百万円

EVAは、株主資本コストも加味した投下資本コストをどれだけ上回る価値を企業が創出したかを表す指標である。過去5年間のEVAはプラスかつ、2009年12月期を除き前年比プラスで推移しており問題はない。EVAスプレッドは、ROICからWACCを差し引くことにより求められ、これがプラスであれば企業は付加価値を生み出していると言えることができる。EVAスプレッドの算出結果は次のとおりプラスである。

Panasonic	07/H19 3月期	08/H20 3月期	09/H21 3月期	10/H22 3月期	11/H23 3月期	単位
ROIC（投下資本利益率）	6.78%	8.13%	1.62%	2.49%	4.23%	%
加重平均資本コスト(WACC)	5.63%	5.27%	4.17%	3.95%	3.19%	%
EVA スプレッド	1.16%	2.85%	-2.55%	-1.46%	1.04%	%

以上から、資本コスト指標に大きな問題はないといえるが、ROIC はリーマンショックの後それ以前の収益レベルに戻っていないところに注意が必要である。ROIC は、簿価投下資本に対する税引後事業利益(NOPAT)の割合であり、ROIC を改善するためには、NOPAT の増加か簿価投下資本の減少が必要である。そのためには買収した三洋電機・パナソニック電工の資産の中で不要なものを売却し、筋肉質な体質に変えていくことが必要であると思われる。

企業価値指標の算出



企業価値(1)フリーキャッシュフロー価値

企業価値(2)株式・負債時価評価価値

企業価値(3)市場付加価値 (MVA)

なお、企業価値(1)フリーキャッシュフロー価値は、表2の通り算出した。

表2 フリーキャッシュフロー価値の算出方法

	07/H19 3月期	08/H20 3月期	09/H21 3月期	10/H22 3月期	11/H23 3月期	12/H24 3月期	13/H25 3月期	14/H26 3月期	15/H27 3月期	16/H28 3月期	17/H29 3月期	単位
営業キャッシュフロー	532,557	466,058	116,647	522,333	469,195	2,106,790						百万円
投資キャッシュフロー	-567,808	-61,371	-469,477	-323,659	-202,945	-1,625,260						百万円
フリーキャッシュフロー	-35,251	404,687	-352,830	198,674	266,250	96,366	96,425	96,485	96,545	96,604	96,664	百万円
平均フリーキャッシュフロー					96,306							百万円
売上高	9,108,170	9,068,928	7,765,507	7,417,980	8,692,672							百万円
売上高成長率	2.4	-0.4	-14.4	-4.5	17.2							%
平均成長率					0.1							%
H19/3の予測期間		383,131	-316,244	168,588	213,897	73,293						百万円
H20/3の予測期間			-335,153	179,265	228,204	78,457	74,573					百万円
H21/3の予測期間				190,727	245,375	85,258	81,898	78,671				百万円
H22/3の予測期間					256,132	89,180	85,844	82,633	79,542			百万円
H23/3の予測期間						93,385	90,552	87,805	85,142	82,559		百万円
予測期間の割引現在価値(A)	522,665	225,346	681,928	933,332	439,442							百万円
加重平均資本コスト	5.63%	5.27%	4.17%	3.95%	3.19%							%
リスクフリーレート	1.66%	1.29%	1.34%	1.40%	1.26%							%
継続価値の資本コスト	3.97%	3.99%	2.82%	2.56%	1.94%							%
継続価値(B)	1,748,424	1,776,757	2,675,234	2,996,202	4,132,550							百万円
企業価値:(A)+(B)	2,271,089	2,002,103	3,357,163	3,589,533	4,571,992							百万円

注：平均キャッシュフローが売上高の平均成長率で増えると仮定

注：平均フリーキャッシュフローは5年間のフリーキャッシュフローを平均化

注：平均成長率は6年間の成長率を平均化

注：予測期間を5年と仮定

注：継続価値は6年目のフリーキャッシュフロー／継続価値の資本コスト

パナソニックはフリーキャッシュフロー経営を標榜しており、それを実行している効果も表れているようでフリーキャッシュフロー価値は順調に拡大の一途をたどっている。しかし、それを市場は評価しておらず、株式・負債時価評価価値は低迷し続けている。市場付加価値(MVA)は2009年にリーマンショックの影響もあって大きく減少したが2011年3月期の実績ではほぼ2008年の価値に戻っている。ただし、フリーキャッシュフロー価値は前提条件によって結果が大きく変動するため注意が必要である。MVAの過去5年間の推移をみると、図3のとおり簿価投下資本の増加により、市場付加価値が増加傾向にある。2010年に急激な増加を見せているのは、三洋電機の買収による影響が大きいものとみられる。

図3

Panasonic	07/H19 3月期	08/H20 3月期	09/H21 3月期	10/H22 3月期	11/H23 3月期	単位
簿価投下資本	4366711	4130935	3958246	5007765	4541604	百万円

株式・負債時価評価価値はアップダウンがあるが、内訳をみると、図4のように簿価有利子負債が膨張の一途をたどっており、株価下落によって時価株主資本が減少の一途である中で合計値として株式・負債時価評価価値が低迷する結果となっている(図5参照)。負債を借りるだけの信頼があるということであるが、この傾向は決して評価できるものではなく、同社は現在の経営を早急に見直し、次なる方向性を打ち出していかなければならない。

図 4

Panasonic	07/H19 3 月期	08/H20 3 月期	09/H21 3 月期	10/H22 3 月期	11/H23 3 月期	単位
簿価有利子負債 (D)	449,970	388,606	745,665	1,327,992	1,595,269	百万円
時価株主資本 (E)	5,826,001	5,298,594	2,622,314	3,507,866	2,595,330	百万円

図 5

Panasonic	06/H19 3 月期	07/H20 3 月期	08/H21 3 月期	09/H22 3 月期	10/H23 3 月期	11/H23 3 月期
株価 (決算日終値)	2,615	2,375	2,160	1,069	1,430	1,058

以上、フリーキャッシュフロー価値は上昇基調にあるが、株式・負債時価評価価値は負債が増加する中で株価が低迷しているために結果として低迷、MVA はリーマンショック以前の水準に戻りつつある。

1.4 主要事業部門別業績推移

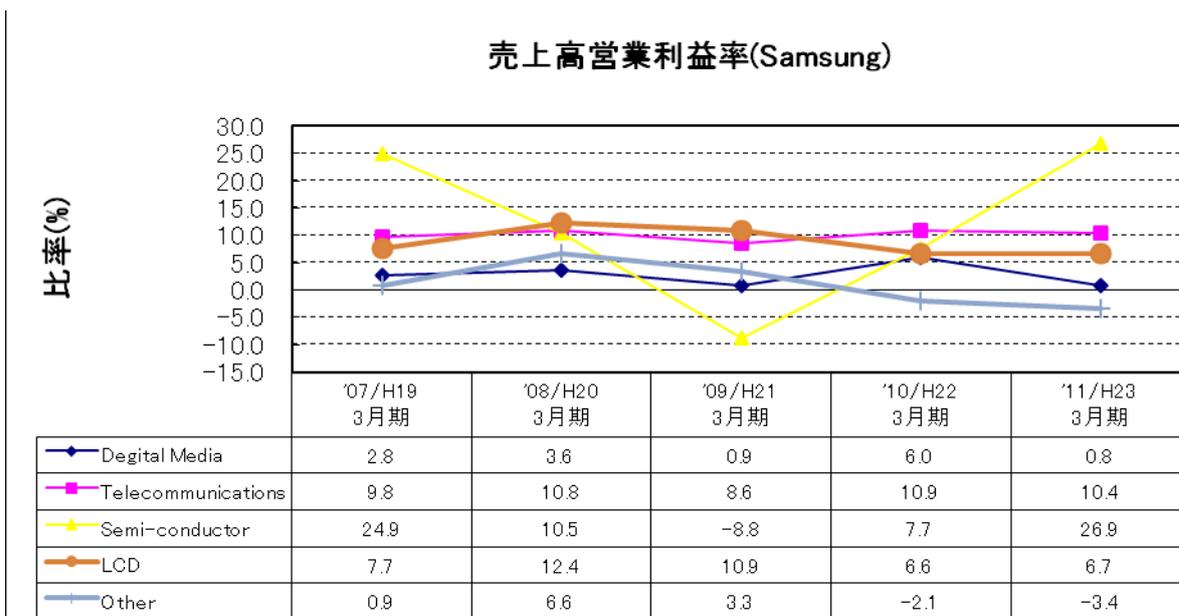
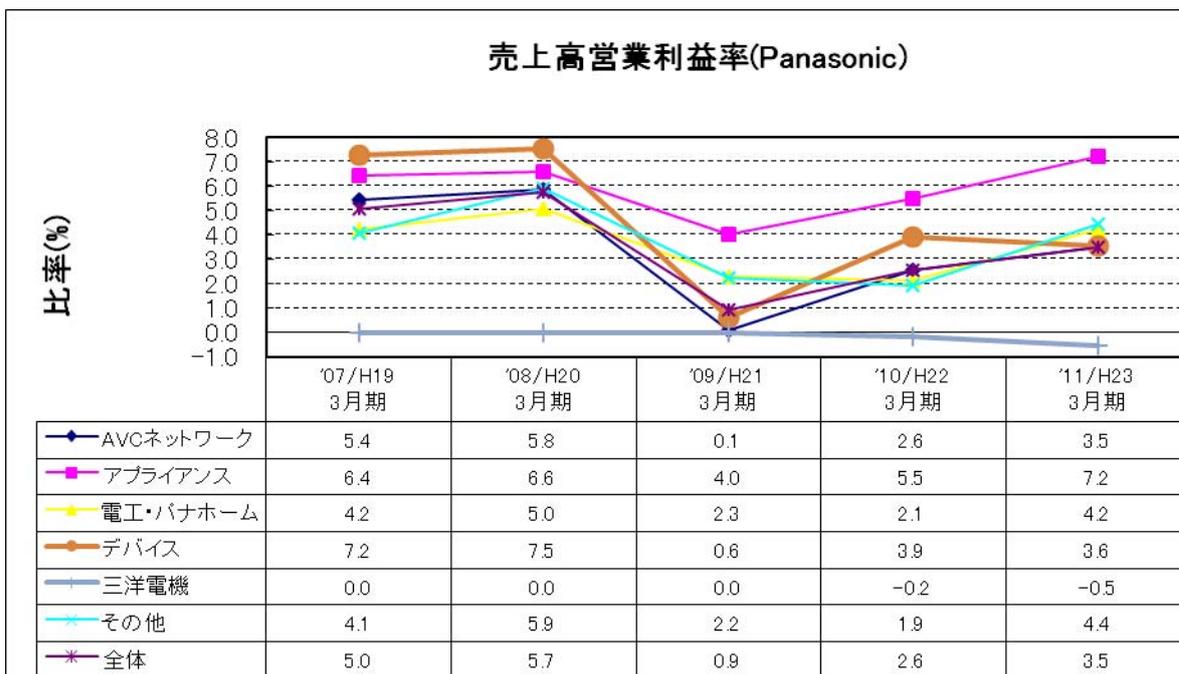
1.4.1 事業種類別

パナソニックの扱う事業は大きく 6 つに分けることができる。

- (1) デジタル AVC ネットワーク
- (2) アプライアンス(3) 電工・パナホーム
- (4) デバイス
- (5) 三洋電機
- (6) その他

現在は 6 事業に分かれているが、三洋電機・パナソニック電工の完全子会社化によりスクラップ&ビルドを行い、2012 年度にはコンシューマ・デバイス・ソリューションの 3 事業分野に再編されることが決定している。今回は財務諸表からの分析となるため、既存の 6 事業分野における分析を実施する。

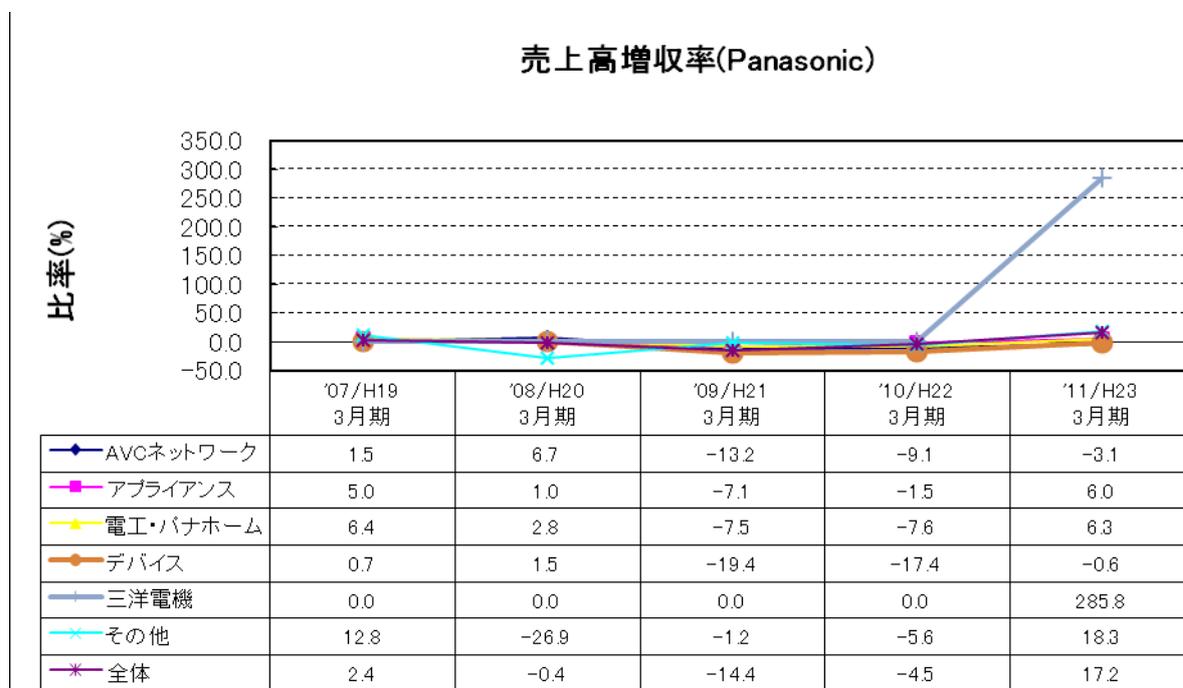
(1) 収益性

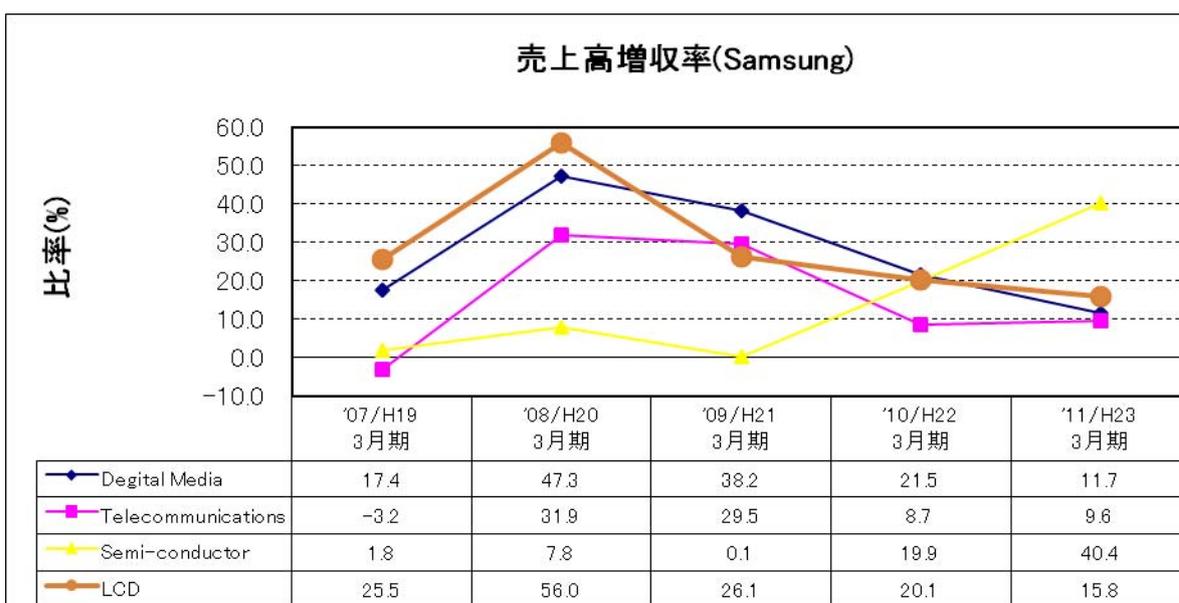
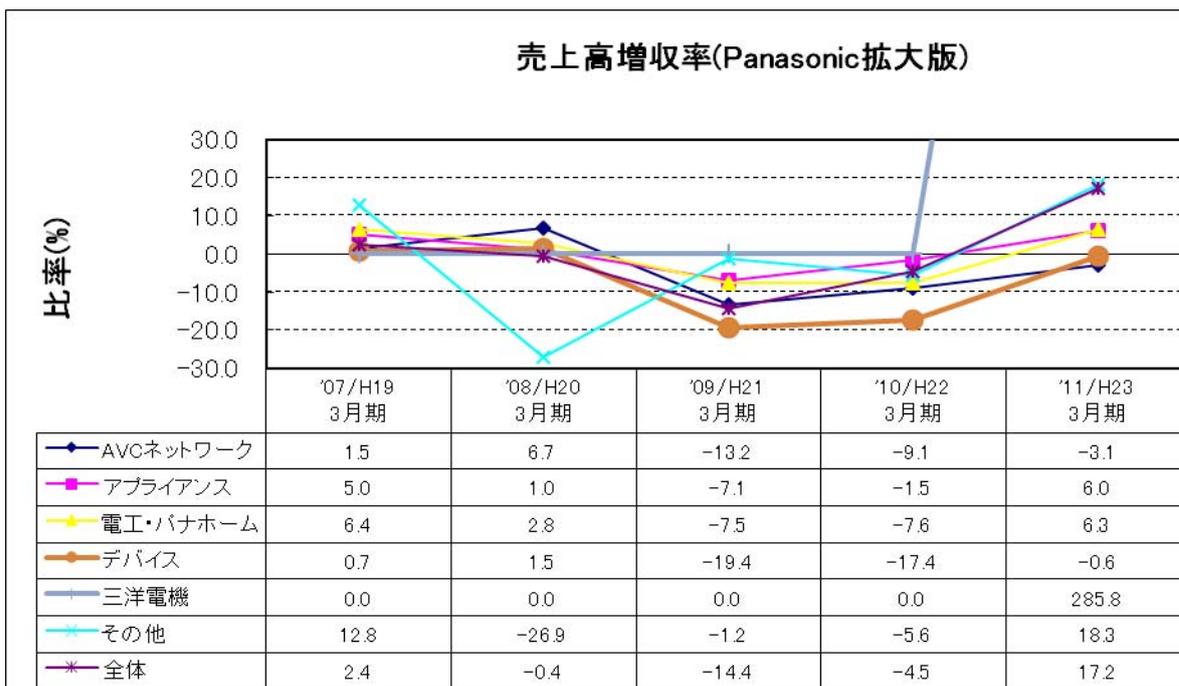


パナソニックの事業別の売上高営業利益率については、売り上げ全体の13%を占めるアプライアンスが2011年度で7.2%と高い。また恒常的に高水準を保持しており、過去の投資案件に大規模なものが見られないことからこの事業分野が全社のキャッシュカウとなっていることがわかる。リーマンショックから立ち直る傾向が見られないのがAVCネットワークとデバイスであり、特にデバイスはその利益率の変動の大きさが目立つ。売り上げ規模が全社の9%であるため、全社レベルでは目立たないが柱事業には据えにくい事業である。この変動の大きさは成長のために外販拡大を目指した結果であり、カーエレクトロニクス分野を大きく伸ばしたことからリーマンショックの影響を大きく受けた。半導体・電

池など大規模投資が必要な商品を抱えていることも景気変動の影響を受けやすい原因であると考えられる。三洋電機を除けば5期を通じて赤字がない状態である点は評価できるが、収益力が弱く、成長エンジンがないのが懸念事項である。**Samsung**は実はTVなどの**Digital Media**で収益を上げていないことがわかる。収益源は携帯電話を中心とした**Telecommunications**と**Semiconductor**事業である。製品サイクルが早く、投資が必要となる厳しい事業であるが、1兆円を軽く超える投資キャッシュフローを背景に競争を勝ち抜いていることがわかる。**Semiconductor**事業はパナソニックのデバイス事業以上に景気変動の影響を受けており、そのリスクの大きさがわかる。しかし、両社ともこのデバイスの差別化がセットの利益源泉であり、その投資を継続している。**Samsung**は売上規模・営業利益などの額は大きく成長しているが、利益率の観点では各事業とも大きく成長していないことがわかる。

(2) 成長性

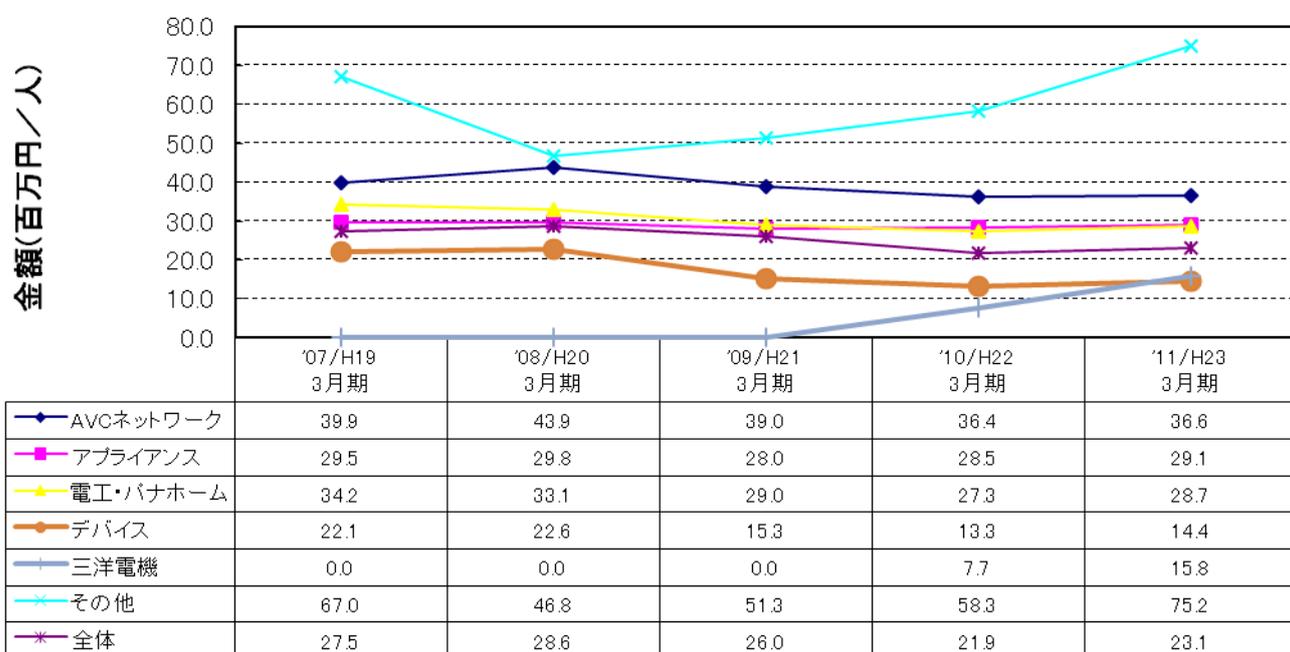




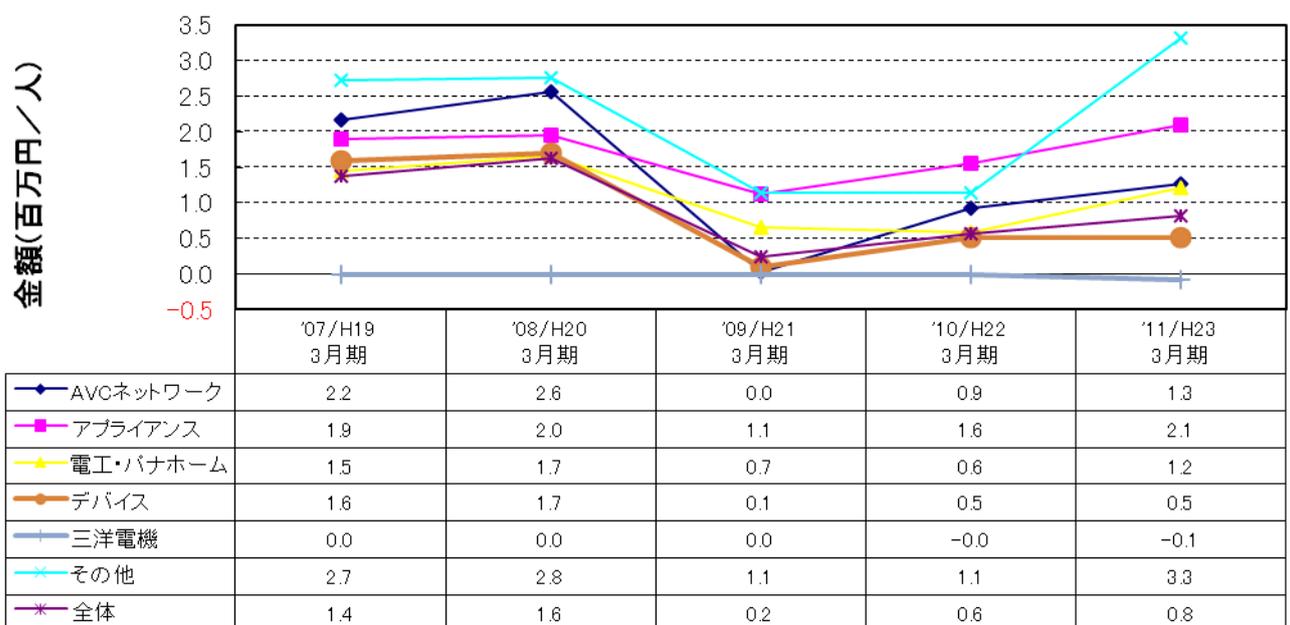
パナソニックの事業別の売上高増収率を見ると、売り上げが成長している事業が見られないことがわかる。三洋電機の売上高増加は持ち株比率の向上によるものと思われ、実際にはマイナスである。全社としてゆっくりと衰退の一途をたどっていることがわかる。特にデバイス事業の衰退が著しく、2年連続で20%程度減少したまま下げ止まっている。これに対して Samsung は全事業が10~40%と大きく成長している。Digital Media、Telecommunications のセットの成長より、Semiconductor や LCD などのデバイス事業の成長が大きく、キーデバイスを作り出せていることがセット事業の成長を支えていると推測される。

(3) 生産性

一人当たりの売上高(Panasonic)



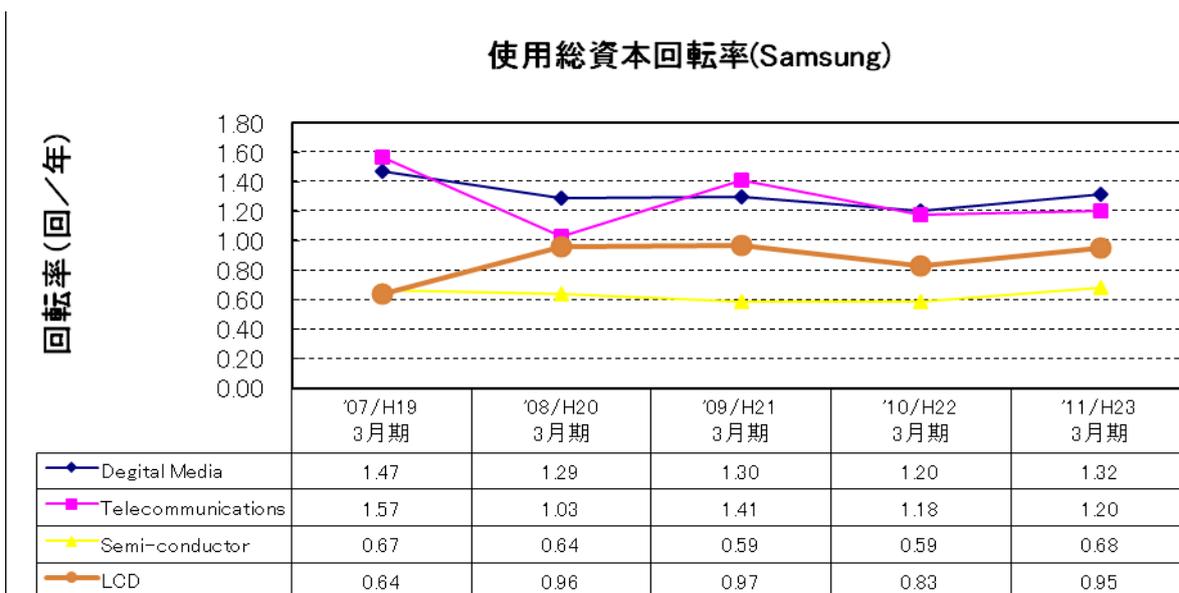
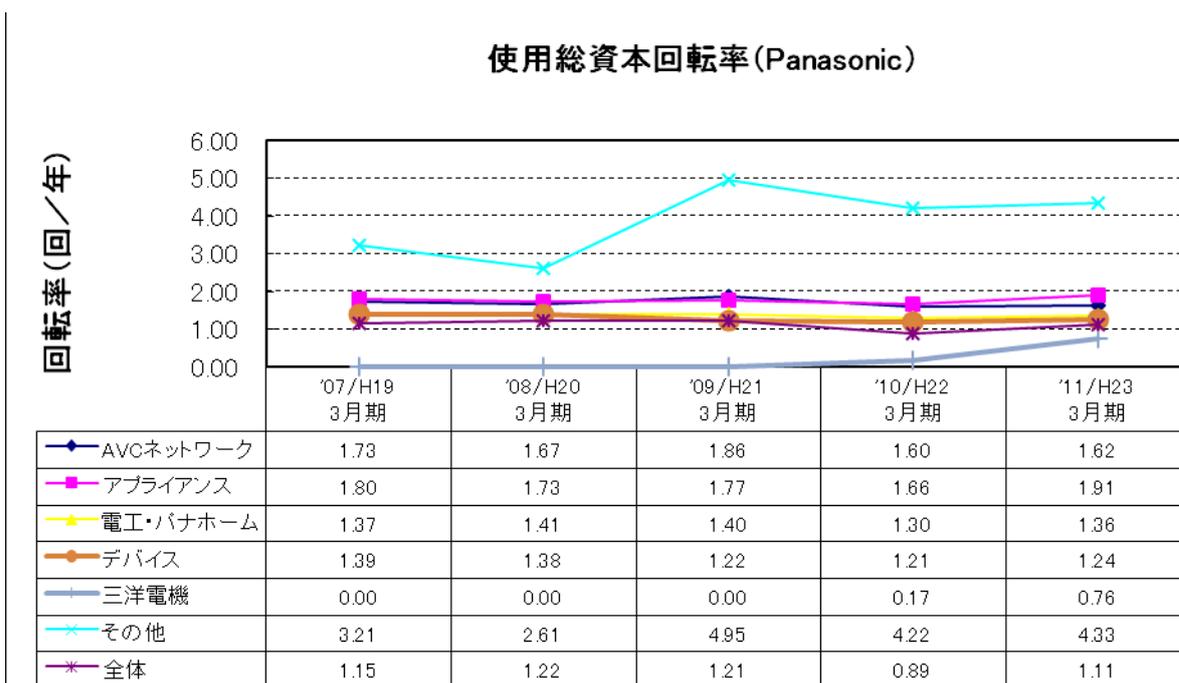
一人当たりの営業利益(Panasonic)



パナソニックの一人当たりの売上高はその他の事業が最も高い。この事業には実装機・溶接機器といった産業機器が含まれており、単価が高いことからこの結果になっていると思われる。しかしながら、一人当たりの営業利益率も高いことからかなりの生産性を誇って

いるものと思われる。その他と分類されているが、その売り上げはデバイス事業を上回り、アプライアンスに匹敵しようかという12%を占める。生産設備を外部に販売することから、社内にも顧客にも抵抗感のある事業であるが、この事業の位置付けの見直しの余地はある。三洋電機の一人当たり売上高の低さは、単価の安いデバイス事業並みであり、営業利益もマイナスに落ち込んでいる。課題事業であることは間違いなく、必要な技術・事業以外の人員・資産・事業の売却が望まれる。アプライアンス分野は売上高の割に高い営業利益を上げていることが確認でき、商品に付加価値を付け利益を確保できていることがわかる。

(4) 効率性



パナソニックの総資本回転率はその他が最も高く 4.33 であり、それにアプライアンスが 1.91 で続いている。この数値は Samsung をも凌駕する値であり、評価に値する。両社とも大規模投資が必要なデバイス関連事業は低い数値になっており、その効果が売りに上げに転嫁するまでに時間が必要であることがわかる。民生機器を含んだ中での三洋電機の数値は課題であり、事業の見直しが必要である。パナソニックは収益性で優れるアプライアンスと低迷するそれ以外の事業の格差が広がっており、成長性が全ての事業で低調である。生産性・効率性を含めてもアプライアンス事業は優秀であり、キャッシュカウとして位置付けられる。課題事業は収益性・成長性で衰退の一途をたどるデバイスとすべての面で劣る三洋電機であり、問題児/負け犬と考えた上での再編が不可欠と言える。Samsung は Telecommunications 事業・Semiconductor 事業での収益性がそれぞれ 10%、20%を超えるレベルにある。セット事業の収益性と成長性は際立った成長性を見せる Semiconductor・LCD のデバイス事業に支えられていると考えている。具体的には NAND 型フラッシュメモリと LCD 液晶・有機 EL パネルであり、これらの商品力による事業の伸びがセットの販売と収益に大きく寄与している。

1.4.2 所在地別

パナソニックも Samsung もグローバルに事業を展開している。両社の売り上げには顕著な特徴がある。図 1.3.2.1 を見ればわかるようにパナソニックの売上高の 6 割近くは日本国内におけるものである(※2011 年度 3 月期は非開示であったため 2010 年までで作成)。アジア・中国他の地域では売上規模を維持しているが、欧州・米州ではむしろその規模を縮小している。他方 Samsung の売上は規模を順調に拡大している点、海外売り上げを大きく伸ばしている点が見て取れる(図 1.3.2.2)。この所在地別の比較は、日本に依存し、いつまでもグローバル企業になれないパナソニックとグローバルに羽ばたく Samsung の比較ともいえる。

図 1.3.2.1 地域別売上高 (Panasonic)

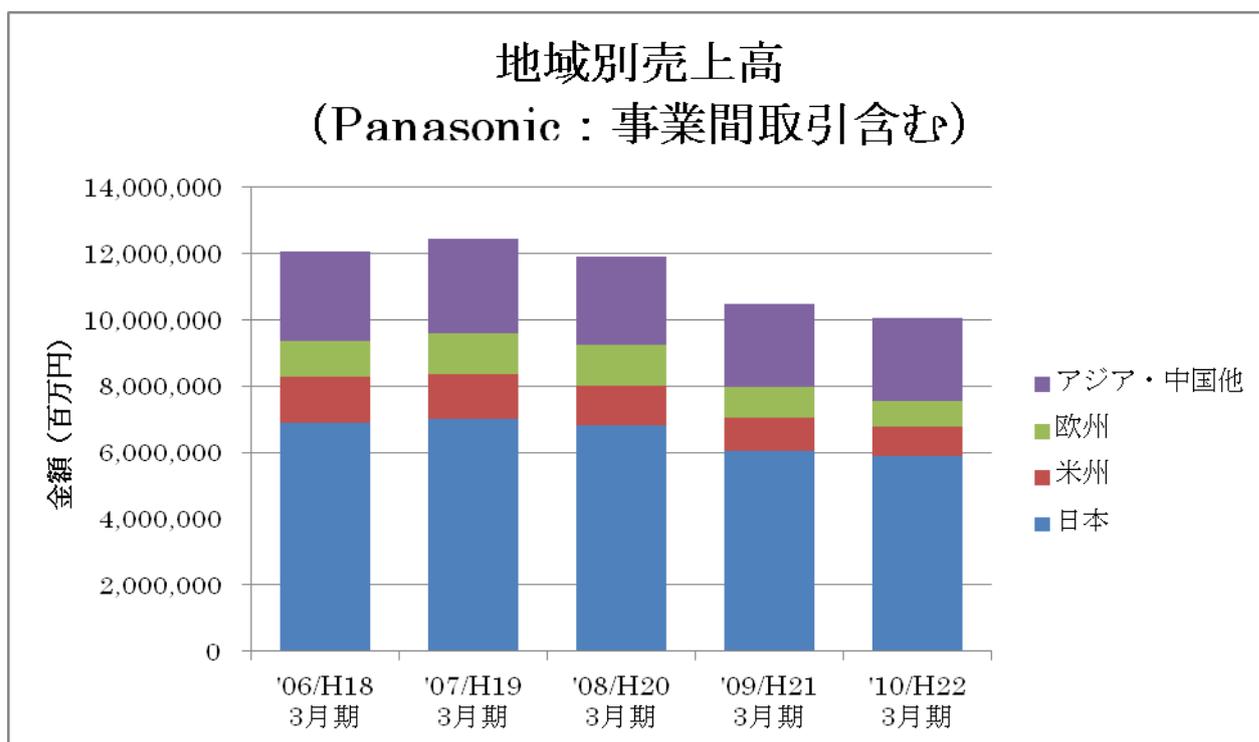
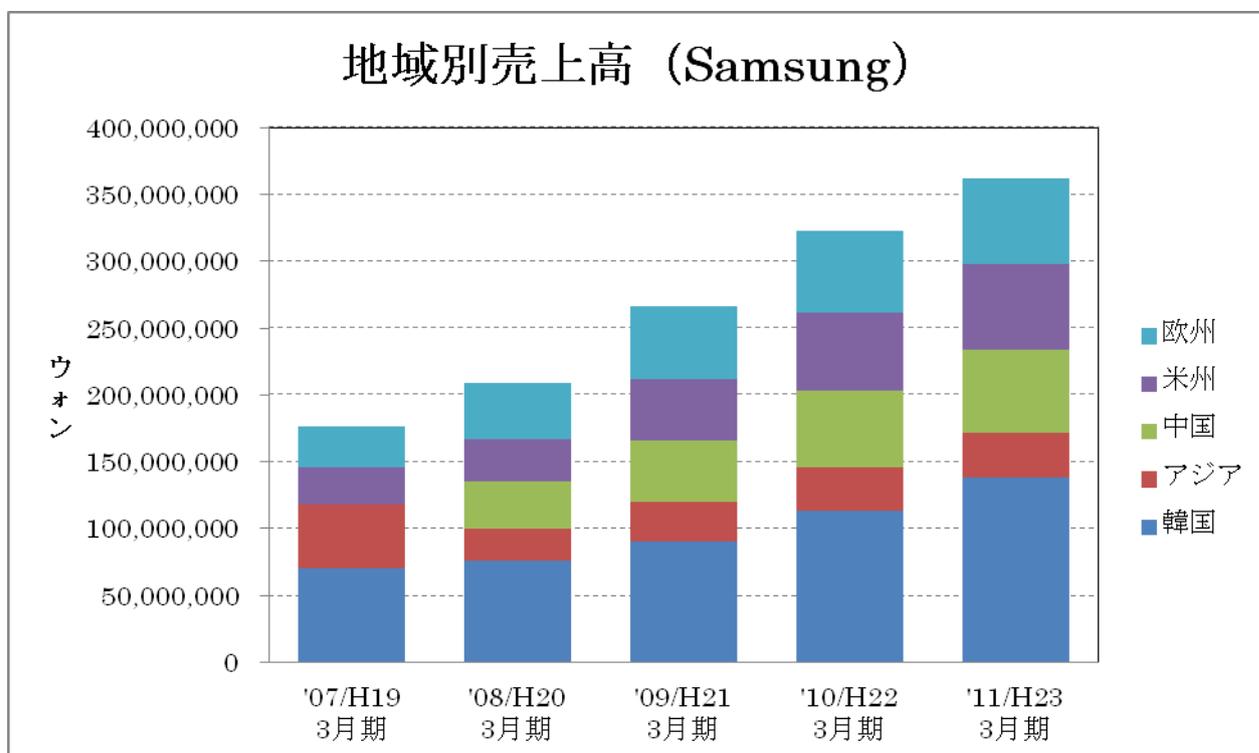
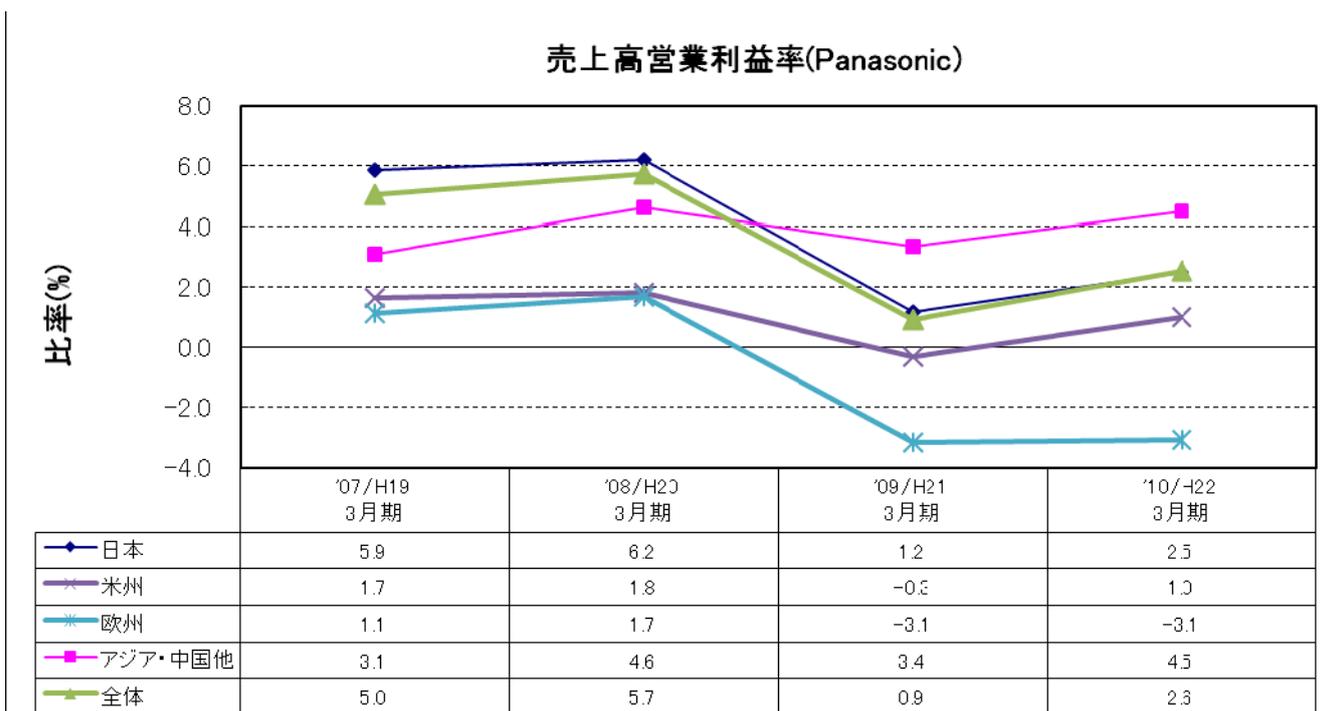


図 1.3.2.2 地域別売上高 (Samsung)

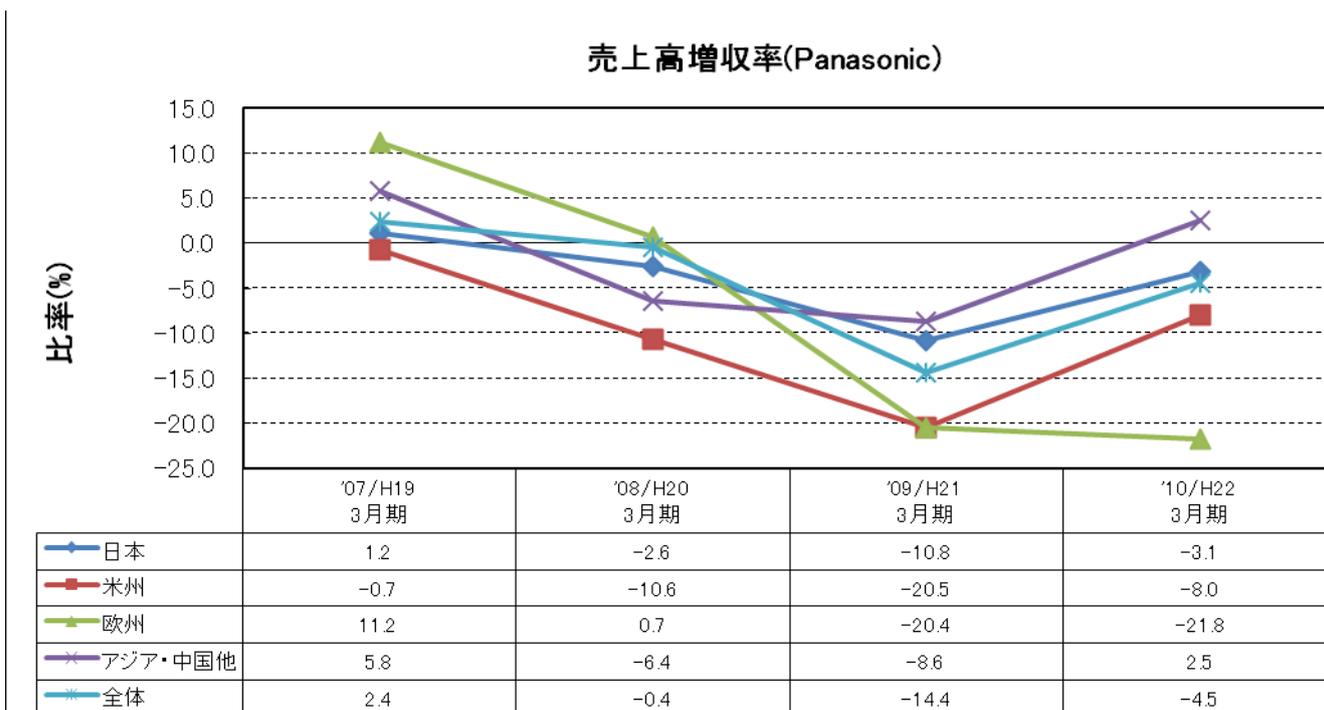


(1) 収益性

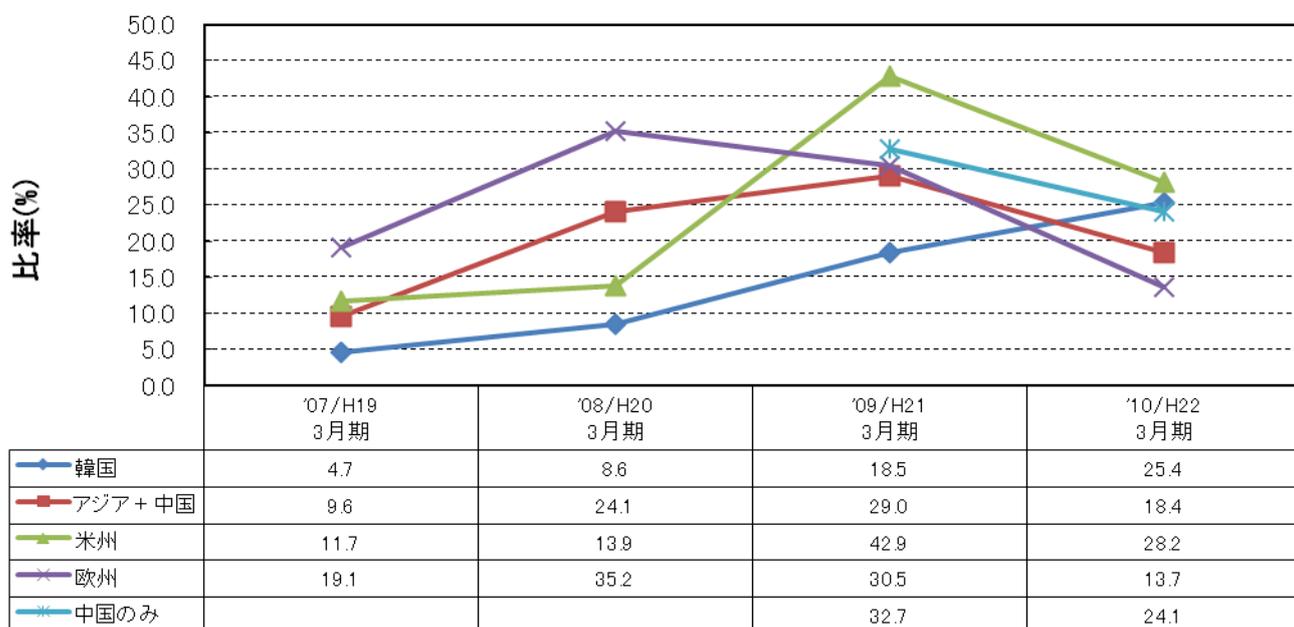


パナソニックの地域別の売上高営業利益率は明暗がはっきり分かれており、国内とアジア・中国で収益を上げている。欧州・米州は売り上げが落ち込む中で収益力も低下しており、特に欧州の低収益性が目立っており、今後市場としてどう位置付けていくか判断すべきタイミングにきていると思われる。

(2) 成長性



売上高増収率(Samsung)

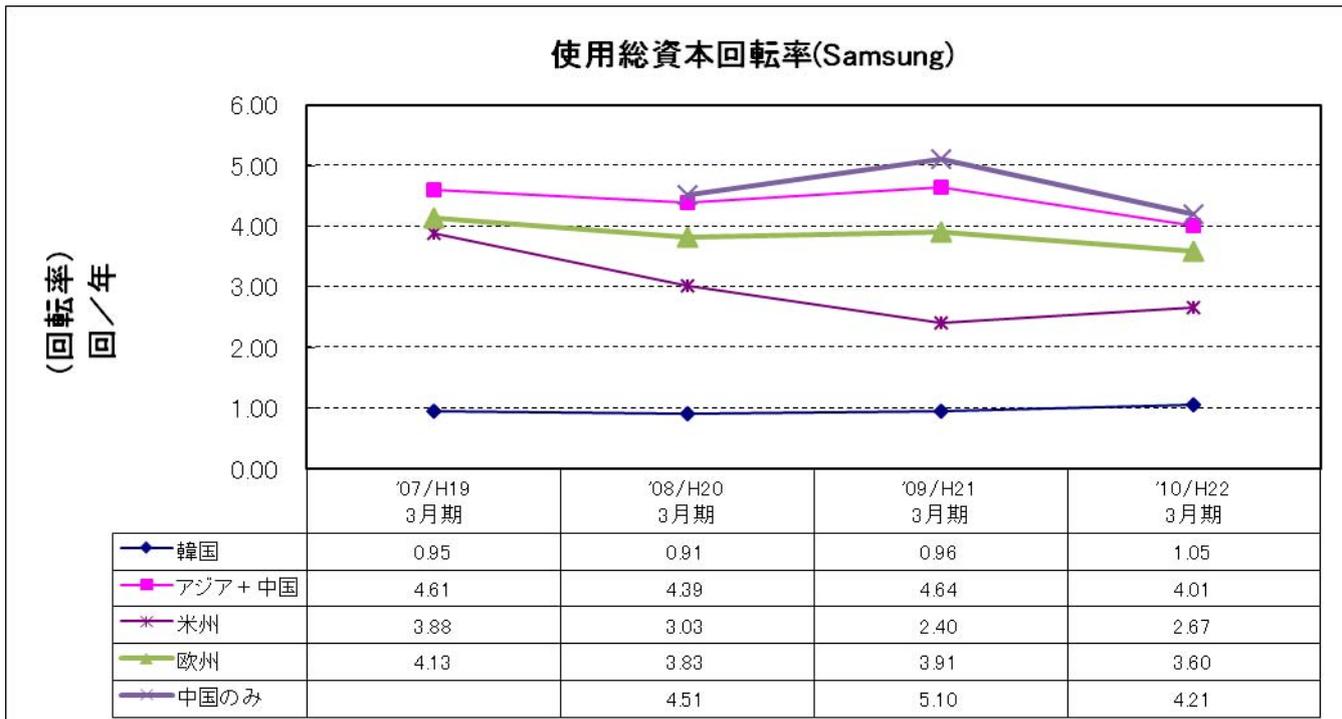


パナソニックの地域別の成長性においては、米州の住宅ローン問題に端を発していることもあり、米州・欧州のプレゼンス低下が著しい。国内の同業他社も横並びで大きな影響を受けているが、Samsung の財務指標からはその影響がほとんど見られない。ウォン安も手伝って全世界で平均 20% 近く売り上げを大きく伸ばし、家電の王者の地位を築きあげている。

(3) 効率性

使用総資本回転率(Panasonic)



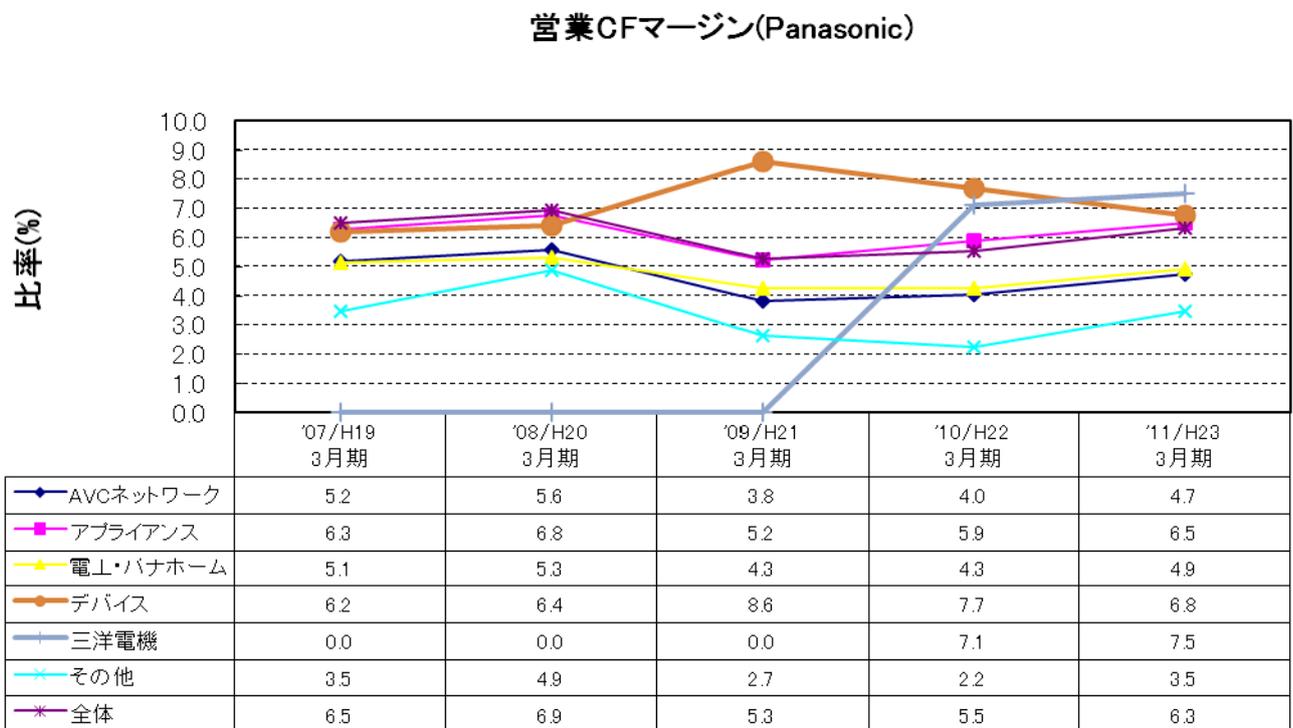


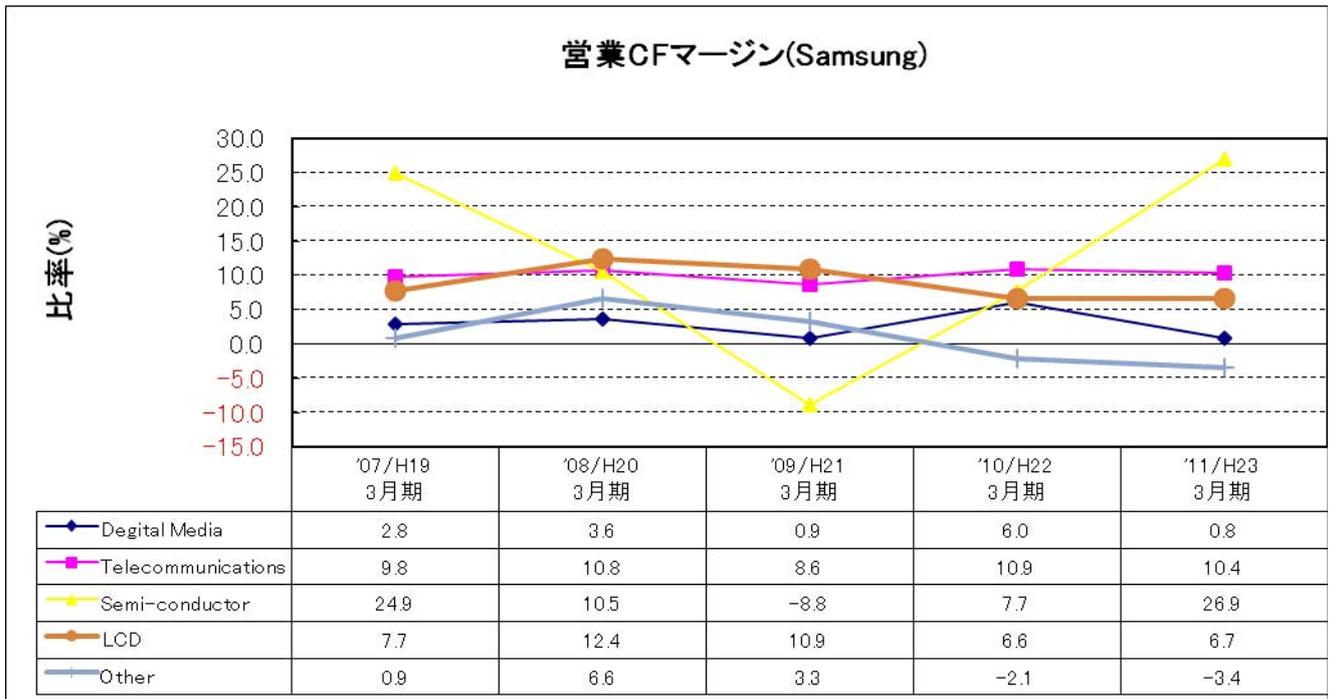
パナソニックの使用資本回転率は世界各地で 1.0 以上を確保している。Samsung も同様であるが、数値はパナソニックの 1.5 倍程度となっている。両社とも自国内に LCD や電池の工場へ大規模投資しているため、自国での回転率が最も低くなっている。

パナソニックは全世界で低成長に喘いでおり、アプライアンス以外の収益力が低下している。それに対して Samsung は全世界で年率 20%近い成長を遂げており、その差は徐々に開きつつある。

1.4.3 事業種類別 CF 分析

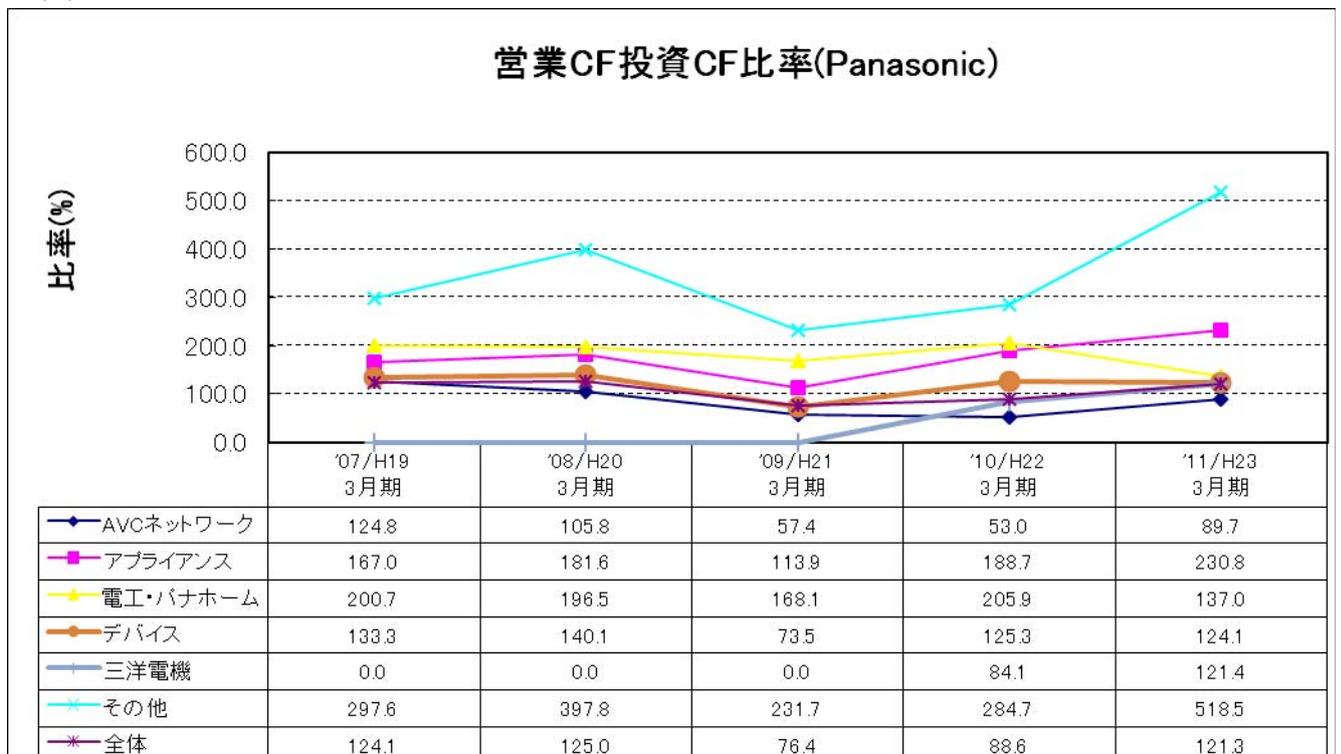
(1) 営業キャッシュフローマージン





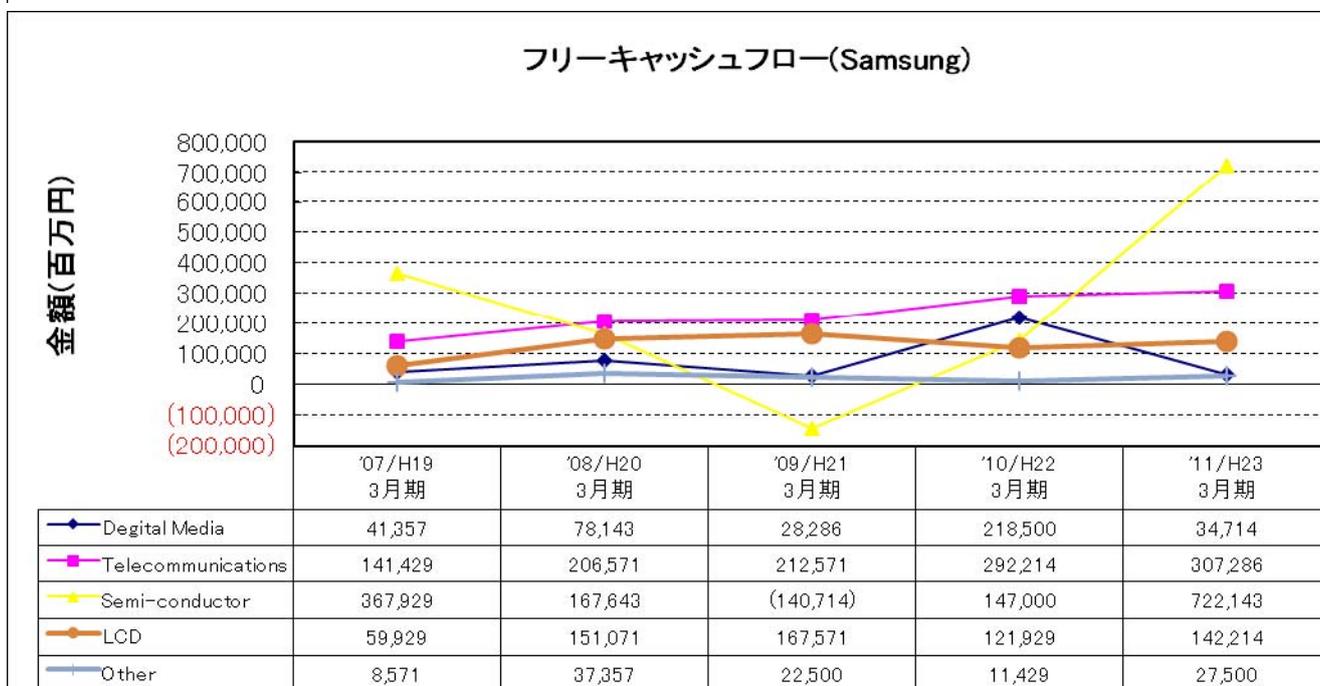
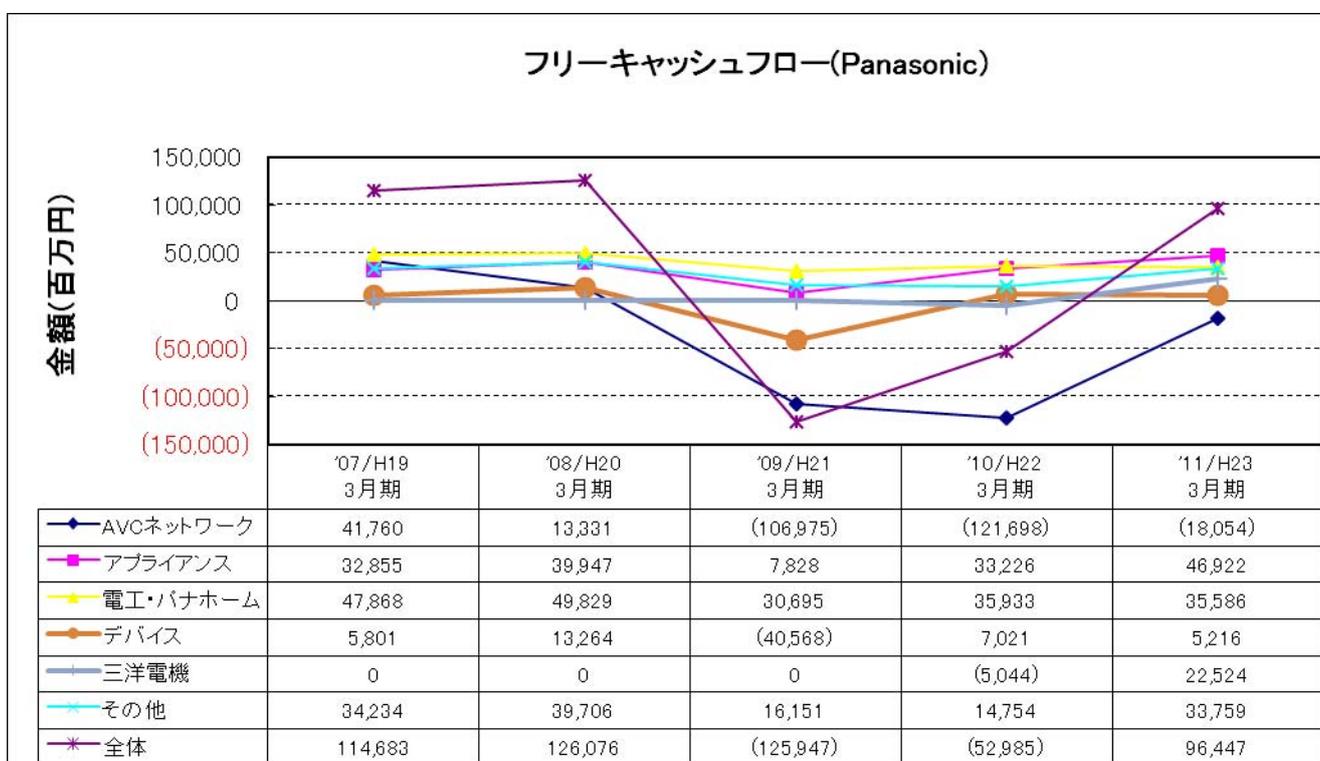
パナソニックの営業CFマージンを見ると、アプライアンスとデバイス事業が高いことがわかる。営業利益で劣るデバイス事業がここで浮上してくる理由は、設備投資による減価償却費にあると思われる。つまり投資によって営業CFは稼ぎ出しているが、減価償却が重く利益向上につながっていない構造にある。デバイス事業は売上高が減少する中での営業CFマージンの維持のため、額としては縮小している点には注意が必要である。Samsungの営業CFを稼ぎ出しているのはやはりTelecommunications事業とSemiconductor事業であることがわかる。Telecommunications事業とLCD事業の変動が小さく底堅いのに対し、Digital Media事業とSemiconductor事業は変動が大きく、全社としてバランスが取れる事業構成にしているものと思われる。

(2) 営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー（資本支出）比率



パナソニックの営業CF投資CF比率を見れば、パナソニックの経営戦略が浮き彫りになってくる。2007年段階ではいずれの分野においてもその分野で稼ぎ出せる営業CFで十分可能な投資しかしていなかった。つまり分野間でのリソースの移転を行う必要がなかった。しかし、そこからAVCネットワーク事業においては比率が2009、2010、2011年に100を大きく下回り、デバイス事業は2009年に100を大きく下回っており、他から原資が調達されて投資されたことがわかる。原資は主にアプライアンス、電工・パナホーム、その他事業での営業CFと推測され、特にアプライアンスやその他事業では自事業にあまり投資がされなかったことが見て取れる。つまり、アプライアンス事業がキャッシュカウ（金のなる木）となっており、AVCネットワークとデバイスの両分野が問題児かスターに位置付けられているものと考えられる。

(3) フリーキャッシュフロー



パナソニックの営業 CF 投資 CF 比率における記述はこのパナソニックのフリーキャッシュフローの推移を見ればより強く裏づけられる。アプライアンス、電工・パナホーム、その他事業の FCF は高止まりしており、投資 CF が大きい AVC ネットワークとデバイス事業は FCF がマイナスになる年が散見される。パナソニックにおいてはキャッシュカウである前述の 3 分野が合算では売上規模が 42%に達し、収益性もプラスで推移しているため、成長分野への投資原資を捻出することができる。Samsung のフリーキャッシュフローは基本的に全事業プラスで推移している。稼いだ営業 CF の範囲内で次期投資を行う姿勢は各事業でも徹底されていると思われる。唯一、マイナスになったのはリーマンショック後の Semiconductor 事業だけであり、前後の実績からこれも平時であれば十分プラスにできた投資であったものと思われる。すなわち Samsung では全社レベルでのリソース移転は基本的に行われていない。

パナソニックは合計 42%の売上規模を占めるアプライアンス、電工・パナホーム、その他事業がキャッシュカウとなっている。その稼いだ営業 CF の投資先は AVC ネットワーク・デバイスの両分野となっており、デバイス事業の CF マージンはアプライアンス事業と並んで全社的に高いため、投資が利益の源泉となる事業と言える。AVC ネットワーク事業はその点で大規模投資を活かせてないと言える。Samsung は Telecommunications 事業と Semiconductor 事業が大きな営業 CF を稼いでおり、この 2 分野がキャッシュカウのポジションにある。安定性で見た時には Telecommunications 事業と LCD 事業が高く、Digital Media 事業と Semiconductor 事業が低いという事業バランスとなっており全社で整合が取れている。営業 CF 内で投資をするというのは事業レベルでも徹底されているようで、基本的に全社レベルでのリソース移転は行われていない。

1.5 財務諸表分析および企業価値分析の総括

1.5.1 財務諸表分析

財務諸表分析から、保有していた潤沢な手元流動資金がデジタル AVC ネットワーク事業のプラズマ TV 工場の新設など度重なる大型投資により減少し、財務基盤が痛んできている。キャッシュカウであるアプライアンス事業など全社の利益を投じての投資であったが、デジタル AV 事業は Samsung も含め過当競争により投資回収ができていない。人件費はダウントレンドにあるが、生産性で Samsung に 3 倍以上の差をつけられていることから、電工・三洋電機と合併に伴う重複部門の早期のスリム化が必要である。成長性・収益性ともにリーマンショック以前の水準に戻すことができず、歴史的なウォン安を背景に躍進を続ける Samsung とは水を開けられるばかりの状態となっている。また日本国内偏重の売り上げ構成も課題である。PBR は 1.0 を割り込んで 0.9 前後、株価もパナソニック電工や三洋電機の買収効果が出ていない/薄いと見られており低迷を続けていることから、早急に市場価値を高める施策の実行が必要である。

1.5.2 企業価値分析

企業価値分析から、フリーキャッシュフロー価値はアップトレンドであり、一定の評価ができる。簿価有利子負債が膨張の一途をたどっており、株価下落によって時価株主資本が減少の一途である中で合計値として株式・負債時価評価価値が低迷という最悪の状況にある。MVAは2008年水準まで戻しているが、三洋電機のM&Aにより簿価投下資本が増加したことがその要因となっている。数値だけ見れば改善しているようにも見えるが、その要因がネガティブなモノであり、また市場平均を下回る株価の低迷を考えれば、企業価値全体としては市場から評価されているとは言えない。

1.5.3 まとめ

パナソニックは中期計画「GT12」の最終年度となる2012年度のグループ経営目標を下記のように置いている。

- ・売上高 10 兆円、
- ・営業利益率 5%以上
- ・ROE10%
- ・フリーキャッシュフロー3年累計 8,000 億円以上、
- ・CO2削減貢献量 5,000 万トン

財務分析から導き出されるこれを実現するための施策下記の通りである。

- ・パナソニック 電工・三洋電機との重複不採算部門の売却（収益性・安全性の向上）
- ・人件費の抑制（生産性の向上）
- ・棚卸回転日数の減少(効率性の向上)
- ・成果の出ないデジタル AC ネットワーク事業への偏重投資からの路線変更（キャッシュフロー改善）
- ・日本偏重の売上構成からの脱却（成長性の向上）

2 企業環境分析

2.1 企業環境分析

2.1.1 業界概要

業界規模：64 兆 5,833 億円

売上高純利益率：-0.1%

前年比成長率：-8.5%

総資産額：70 兆 1,859 億円

労働者数：359,996 人

平均年齢：41.2 歳

平均勤続年数：17.2 年

平均年収：676 万円

（平成 22 年 3 月 31 日現在）

家電業界の過去の推移を見ると、平成15年から18年にかけて年を追うごとに上昇を続けていたが平成19年からは減少に転じている。家電大手メーカーの平成22年3月決算によると、日立製作所が売上高前年比-10.3%、パナソニックが-4.5%、ソニーが-6.7%、東芝が-4.1%、富士通が-0.3%、NECが-15.0%となり、当期純利益も日立製作所が-1,069億円、パナソニックが-1,034億円、ソニーが-408億円、東芝が-197億円と大幅な最終赤字を計上した。20年秋のリーマンショックに端を発した世界経済の落ち込みが原因と見られ、価格下落が加速。さらに円高による為替損失も後押しし、財務体質も悪化。国内での消費低迷も加わり、家電業界は厳しい経営環境の中にある。白物家電は安定推移、液晶テレビは需要増と共に競争、激化国内の白物家電（冷蔵庫、洗濯機、エアコン、掃除機等）はパナソニックが高シェア。次いで、東芝、三菱電機、日立などが並びます。白物家電は景気低迷による需要の減少は見られるものの、比較的安定した推移を見せていたが、今後は政府発行の『エコポイント』の効果が切れ、需要の減退が懸念される。世界的な需要の伸びを見せる液晶テレビ事業であるが、同時に価格競争も激化。サムスン電子（韓）、ソニー、LG電子（韓）、パナソニック、シャープ、フィリップス（オランダ）など世界的メーカーが激戦を繰り広げているが、中国を中心として相次ぐ生産能力の増強により、全社赤字の見通し。主要マーケットは先進国から新興国へと移っていつている。

2.1.2 市場環境分析

【PEST】

Panasonic 市場環境分析

市場環境分析(全事業)

P(政治)	E(経済)	S(社会)	T(技術)
<ul style="list-style-type: none"> ・欧州の電力支援策(FIT)施行 ・家電エコポイントの失効 ・日本の目標として2025年までにCO2を25%削減の方針を打ち出す ・国際エネルギースタートアッププログラムの認知度向上 ・地上波デジタル放送への移行完了 	<ul style="list-style-type: none"> ・長引く世界景気低迷 ・ソブリンリスクによる一段の景気の冷え込み ・歴史的円高の進行 ・レアメタルを中心に原料高続く ・薄型TV市場の競争が激化 ・スマートフォンへの置き換え需要が旺盛 ・震災ショック 	<ul style="list-style-type: none"> ・省エネ志向が強まる ・環境志向が強まる ・コスト削減意識が強まる ・BOPの中間所得層への移行が進む ・高齢化の進展 ・非正規雇用者の増加が過去最高の38.7% 	<ul style="list-style-type: none"> ・有機ELの大型化技術 ・フレキシブルディスプレイ技術の発達 ・CIGS系太陽電池技術の発達 ・太陽電池の低コスト生産技術の発展 ・IPS方式の液晶技術確立

(1) 政治的環境要因 (P=Politics)

政治的要因として挙げられるのは多くは、各国の環境政策に関する内容である。まず、欧州では FIT：フィード・イン・タリフ（電力固定価格買い取り制度）が用いられ、環境エネルギーの創出を後押ししている。そのような中で日本においても鳩山首相が「2025年までにCO₂を25%削減」という方針を打ち出している。日本版FITも開始されたが、削減の大きな手段の1つであった原子力発電への傾斜は震災における福島原子力発電所での事故により白紙化され、今後のエネルギー政策の動向が注目されている。また、リーマンショック後に導入されていた家電エコポイント制度は2010年12月31日を持って終了し、併せて地上波デジタル放送への移行（アナログ放送の終了）が2011年7月24日に完了し、薄型テレビへの置き換え特需が終了することとなった。しかし、省エネ性能については、国際的に評価しようという動きが高まっており、エネルギースタープログラムの認知度が高まっている。

(2) 経済的環境要因 (E=Economics)

リーマンショック後の世界経済は一度復調する気配を見せたが、現在はより不透明感を増しており、ギリシャ危機に端を発した欧州経済危機がより深刻化している。各国の国際の格付けが引き下げられたことによって、ソブリンリスクが顕在化し、さらに景気を悪化させるという悪循環が続いている。さらに日本では歴史的な円高が進行しており、輸出企業であるパナソニックは為替の収益に対する影響が無視できないレベルとなっている。今後も円高が進行するようだと、為替差損だけで営業利益が全て失われかねない。さらに株式、債権市場から逃避した投資資金が商品先物に積極的に流入しており、液晶テレビや精密機器の原料となるレアメタルの価格が高騰している。これにより製品原価が押し上げられ、収益を圧迫する要因となりかねない。一方好影響要因として、世界中でスマートフォンへの重要が急拡大している。既に日本では携帯の新規購入台数の50%に迫る割合となっている。特にスマートフォンはタッチパネルを用いる機種が主流となっており、液晶ディスプレイの薄膜フィルムなどへの需要急拡大が予測されている。

(3) 社会的環境要因 (S=Social)

社会的環境要因は、地球温暖化の懸念が高まる中、省エネ志向、環境志向への意識の高まりが挙げられる。人口1人当たりのエネルギー消費量は増大を続け、地球環境への悪影響が懸念されている。要国における人口1人当たりのエネルギー消費量（1次エネルギー供給量）の推移を石油換算量で示した図録を掲げた。近年、日本、ドイツ、フランス、英国、韓国など主要先進国はほぼ4トン前後の消費量となっているのに対して、米国は8トン前後と約2倍の人口1人当たり消費量とエネルギー多消費国家となっている点が目立っている。世界全体ではなお2トン弱であり、米国を除く主要先進国でも世界平均の2倍のレベルとなっている。このため、人口1人当たりCO₂排出量も米国は、日本、フランス、ドイツ、英国、韓国といった国と比較して約2倍となっている。1973年のオイルショックまで日本の高度成長期といわれる時期には、日本だけでなく、米国、ドイツ、フランスなど多くの国でエネルギー消費量が急拡大した。1970年代後半からは各国ほぼピークを経て横ばいに転じた。日本とフランスは高度成長期ほどではないが、2000年代前半まで増加

傾向にあったが、2000年代後半に入ると景気動向も反映して減少傾向に入った。韓国は高度成長が1980年代～90年代に起こり、この時期にエネルギー消費が拡大した。最近も増勢が継続している。消費水準は低かったものの中国も、同時期、拡大を続けていたが、2002年頃から拡大がさらに加速化し、人口規模も大きいだけに世界のエネルギー消費の拡大にも影響を与えている。米国を除く主要各国は京都議定書によって2008年から2012年の5年間にかけて主要各国の削減率（全体を足し合わせると5.2%の削減）、日本：-6% 米国：-7% EU：-8% カナダ：-6% ロシア：0% 豪州：+8% NZ：0% ノルウェー：+1%となっており、削減に向けての取り組みが求められるのである。

もう1つの社会の大きな変化はBOP（Base of the Pyramid）の増大である。世界の所得別人口構成の中で、最も収入が低い所得層（年収3000ドル以下）を指す言葉で、約40億人がここに該当すると言われる。BOPビジネスだけでも市場規模が約5兆ドルにも上ると言われるが、この層は徐々に収入を増し中間所得者層（世帯可処分所得5000～3万5000米ドル）へと移行してくる。アジアの新興国における中間層は、2000年の2億200万人から、2010年には9億4000万人に拡大し、米国とEU（欧州連合）を合わせた人口規模を上回った。さらに、2020年にはアジア新興国における中間層が20億人に拡大する見込みであり、世帯可処分所得が3万5000米ドル以上である富裕層の2億3000万人と合わせると、アジア新興国全体の人口の2/3を占めるまでに拡大すると予測されている。このような予測の通りに進むとすれば、2010年から2020年までにアジア新興国で約7億2000万人、その他の新興国で約1億8000万人の、合計9億人のエレクトロニクス購買層が誕生する。やはりこの10年間はアジア新興国地域をターゲットにした戦略が求められる。その他の新興国としては、ブラジルとパキスタンが市場規模と成長率から注目される。中国、インド、ASEAN（東南アジア諸国連合）主要5カ国（タイ、マレーシア、インドネシア、フィリピン、ベトナム）の7カ国の人口を合計すると、約30億人と世界人口の40%以上に達する。数が多いだけでなく、人口構成で見て若い人口層の比重が大きい。総人口に占める20歳未満の割合は、2010年時点で日本が18.8%なのに対し、最も低い中国でも27.7%、フィリピンやインドは40%を超えている。新興国では若い人口層の消費が市場の牽引役になっている。ここが先進国とは違う特徴であり、これらの実情を踏まえてビジネスを行っていく必要がある。

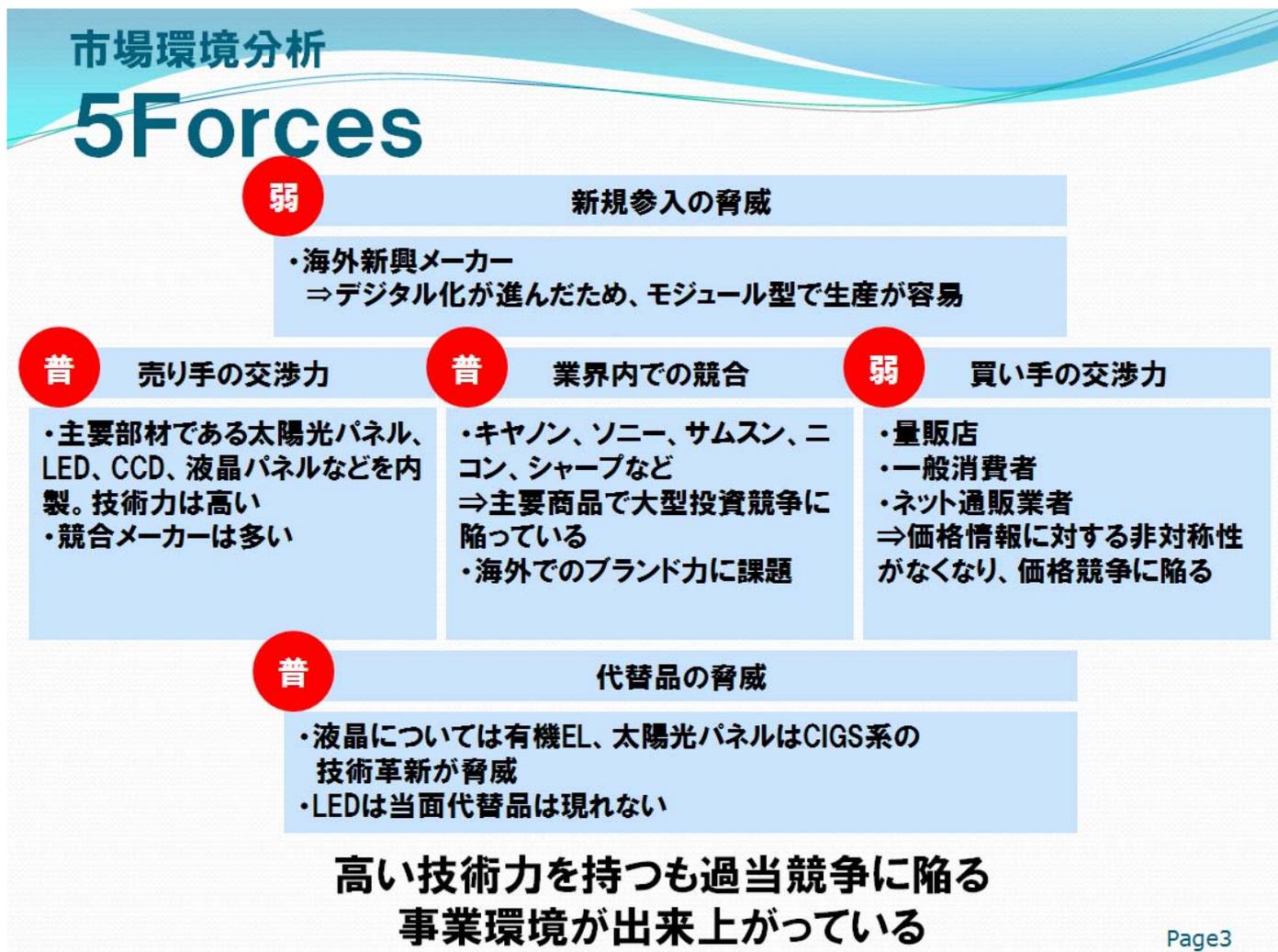
(4) 技術的環境要因 (T=Technology)

パナソニックの展開する事業領域は技術開発が活発であり、新しい技術が模倣され陳腐化するスピードが非常に早い。また台湾、中国のメーカーによるモジュール化の進展は、容易に一定水準の品質をもった製品を作成可能としている。実際太陽電池パネルは中国、台湾のメーカーに市場のほとんどを抑えられている。これへの対抗手段として、①特許出願による知財保護戦略、②高付加価値化による差別化戦略が考えられる。①に関しては、少し古いデータであるが、パナソニックの総特許数は日本企業全体で1位であり、特許数的には優越性を確保していると言える。特許数がそのまま企業の技術力の差ではないが、知財戦略を推し進めるためにはさらなる強化が必要であろう。②に関しては、潜在的消費者ニーズを掘り起こすことが可能な高付加価値・高価格化を選択することによって、新興国

メーカーにはマネできない商品を作り出すことが競争に勝つためには欠かせない戦略となる。

政治的環境要因としては世界各国の環境保護政策の動向による需要予測、経済的環境要因としては世界的な景気の交代、歴史的円高進行の影響がパナソニックにとって大きなリスク要因となる。社会的環境要因としては新興国と先進国のニーズの乖離、技術的要因としては新興国の模倣、低価格化戦略に注意が必要である。

【5Force】



(1) 業界内でのライバル構造

パナソニックの事業セグメントには、世界でも大手電機メーカーがひしめいている。その競争は非常に厳しいものである。パナソニックはデジタル AV ネットワーク事業を主力事業としているが、この分野ではサムスンと非常に厳しい競争に陥っている。パナソニックは大型 TV 生産拠点として尼崎に大規模生産工場を持ち 2009 年 12 月に第三工場に竣工させたところだが、大型パネルの価格低下と歴史的円高によって低稼働率に喘いでいる。サムスンなどの新興国企業が規模の経済によるコストダウンを狙ってパネル供給量を増やしていることから液晶パネルの平均価格はここ 5 年ほど連続して 3 割ずつ下落している。

サムスンの液晶事業も同様に赤字であるが、コーニング社との合弁会社で販売する液晶パネル用ガラス基板メーカーが大幅な黒字を計上しており、パネルが不採算であってもその部材で稼ぐ構造ができています。パネルの価格を意図的に下げることで競合会社を撤退に追い込み、残存者利益を狙う得意の戦略を採用しているものと思われる。また東芝、日立、ソニーの3社が中小型液晶事業で統合することを発表し、世界シェア20%を超えトップとなる規模となることから、日立からIPS液晶工場を買収したパナソニックにとって非常に苦しい状態が続く。また太陽光発電事業においては世界規模で見るとドイツのQセルズ社など強豪が多く存在し、また台湾メーカーによる低価格品が市場に出回るなど、ライバル関係は非常に大きな驚異である。このように主力商品が大型投資の必要なものばかりとなり、体力勝負に陥っているがパナソニックは会社規模が比較的大きいため、競争環境の中において劣位にあるとまでは言えない。

(2) 新規参入の脅威

新規参入企業として、中国やインドなど新興国のメーカーが挙げられる。これまでの戦略は高付加価値商品を、富裕層をターゲットに投入していたため直接的には競合関係になかった。しかし、パナソニックは中期計画において年収1万ドル世帯のボリュームゾーンをターゲットとすることを表明しているため、今後は彼らとの熾烈な争いになることが予想される。また技術そのものがモジュール化しているため、デバイスを組み合わせることによって容易に一定水準の品質を確保できることから、新規参入そのものがそもそも容易になっている。よって新規参入の驚異は大きい。

(3) 代替品の脅威

代替品の驚異としては、液晶事業に対する有機EL、太陽光発電パネルに対するCIGSが挙げられる。これらは現在各事業での主流ではない。しかしこれらは今後さらなる技術的進歩が生じることで主力製品となる可能性があり、パナソニックの技術そのものが陳腐化する恐れのある破壊的イノベーション技術である。またパナソニックは太陽電池事業において三洋電機のHITに注力していることから、これが致命的なミスとなりうる恐れがある。

(4) 売り手の交渉力

パナソニックは主要部材である太陽光パネル、LED、CCD、液晶パネルなど主要デバイスを内製していることから外部供給者の交渉力は低いと思われる。しかし、金属の板や化学物質の粉までは内製できていないため、レアメタルなど素材については注意が必要である。今後新興国市場において、コスト削減の観点から現地調達を主体とするならば、現地のサプライヤーとの交渉が必要となる。その場合売り手の交渉力は増大すると思われる。

(5) 買い手の交渉力

買い手は、大手家電量販店などの小売各社、ネット通販業者、LSI、ガラス基盤などを供給する同業電機メーカーなどである。インターネットの普及によって消費者の製品価格情報に対する非対称性がなくなり、価格競争に陥る傾向が強い。よって買い手の交渉力は総じて高いと思われる。

パナソニックの 5Force 分析の結果、驚異となるのが「業界内のライバル関係」、「新規参入」、「買い手の交渉力」である。いずれのセグメントにおいても技術競争が激しく、ライバルは大手であることから価格競争にさらされやすく利益を上げにくい構造である。近年は台湾、中国の低価格品を販売する新興国企業が参入してきており、競争はますます激しくなると思われる。

【SWOT 分析】

『デジタル AVC ネットワーク事業』

SWOT分析(デジタルAVCネットワーク)

強み	弱み
<ul style="list-style-type: none"> ・AV機器におけるキーデバイスに自社で製造しているものが多い(技術力高い) ・ニッチ市場の大型TVにおいて確実にニーズのあるプラズマTVにおいて、一定のシェアを確保している ・レコーダー、カメラ機器など関連機器を製造している 	<ul style="list-style-type: none"> ・海外での販売が約4割と少ない ・海外でブランド力が低い ・薄型TV市場の過当競争についていけない ・デザイン力がないため、顧客訴求力が弱い
機会	脅威
<ul style="list-style-type: none"> ・海外市場で中間所得層が増えている ・AV機器、特に携帯電話に対する新興国での旺盛な需要 ・スマートフォンへの置き換え需要発生 	<ul style="list-style-type: none"> ・エコポイントの終了により、しばらく需要を前借した反動が出る ・中国・韓国など新興国による低価格競争 ・国策を背景とした中国系企業の新規参入 ・有機ELパネルの大型化技術革新

強みとなる技術も機会もあるが、うまく活用できていない

Page1

(1) 強み (Strength)

AVC ネットワーク事業の強みは高い技術力にあり、AV 機器に欠かせない LSI、CCD、液晶・プラズマパネルなどをグループ内で内製している。また激しい価格競争下にありながらも、世界・日本において一定のシェアを確保しており、特に 45 インチ以上の大型パネルにおいて競争力の高いプラズマ TV に強みがある。また AV・携帯電話・HD レコーダー・デジタルカメラなどそれぞれが接続・連携することにより付加価値を付けることができる関連機器を多く製造している点に強みがある。

(2) 弱み (Weakness)

AVC ネットワーク事業の弱みは、海外での販売比率が低いことが挙げられる。またそれに関連するのであるが、海外でのブランド力が低く、海外では販売店に行っても店頭の商品が置かれていないこともままある。またデザイン力も弱く、海外の TV 販売においてはサムスンにこの側面で大きく水を開けられてしまい、結果他社がサムスンのデザインを模倣するという現象も起きた。さらに TV 事業において、新興国企業の参入による増産と技術革新の狭間で価格競争力を維持できておらず、恒常的な赤字状態になっている。

TV は先進国に普及した電気製品であるが、CRT から技術革新が起こり薄型 TV への置き換えが進んでいた。それによる需要に対して各電機メーカーが鎬を削ってきたが、日本のデジタル放送への移行の終了が象徴するようにその置き換え需要は終了した。これに伴い、国内の市場規模はこの数年 5 割程度に縮小すると思われ、国内でしか販売力のない日系メーカーの TV 事業は危機的状況にある。

しかし、新興国ではまだこれから需要が大きく伸びる段階であり、特に BOP (年収 3,000 ドル以下の人) が中産階級の所得へ移行するとの見込みから、液晶パネル全体で見ても世界需要は 2015 年まで年間 7~10% 程度成長し続けると予想されている。その内訳は大半が液晶パネルとなっている。液晶テレビのサイズは徐々に大型の商品にシフトしており、これに合わせてメーカーによる投資合戦による大型パネル工場の新設が相次いでいる。世界シェアは上図のようになっており、世界トップのサムスンでさえも 17.9% のシェアしか持っていない。また参入プレーヤーは極めて多く、購入部品を組み合わせれば組み立てれば生産することが出来るモジュール型の商品となっている。モジュール型の商品で競争が激しいことから、価格は著しい勢いで下落し薄型 TV は 6 年間で 72% も価格下落をした。この結果、勝者なき競争、栄華なき繁忙の状態に陥っており、全社赤字という燦燦たる状況に陥っている。TV の組立生産シェアは中国がどんどんシェアを伸ばしているが、パネル生産は 1% に満たない。国家の技術力向上を目論む中国政府はこれを危惧し、何とかシェアを伸ばそうとしている。その結果、誘致合戦から多数の液晶パネル企業が工場を建設する計画を立て、ただでさえ過剰供給気味の市場に 2011 年後半から多数の大型最新鋭パネル工場が立ち上がってくる。これによる需給バランスの崩壊と更なる価格下落が危惧されている。

(3) 機会 (Opportunity)

AVC ネットワーク事業の機会としては、PEST でも触れたとおり中間所得層が増加し、販売対象顧客が徐々に増している点にある。そして、それらの市場における AV 機器への需要は高く、特に携帯電話は必需品となっているため、月給の数倍の価格であっても購入されるケースが目立っている。この点については時勢がスマートフォンへの置き換え需要も重なっているため、大きなマーケットとなることが見込まれる。

(4) 脅威 (Threat)

AVC ネットワーク事業を取り巻く環境としては、5Force 分析で示したように、業界内の

ライバル関係と新規参入の脅威、そして買い手の交渉力が脅威となっている。家電事業ではエコポイントの終了により、しばらく需要を前借した反動が出ると思われる。さらに長引く円高、世界的な景気後退、欧州情勢の不安定化も環境的な脅威である。

『アプライアンス事業』

SWOT分析(アプライアンス)

強み	弱み
<ul style="list-style-type: none"> ・ナノイーなどコア技術を保有している ・各生活家電において日本でトップレベルのシェアを持っている ・高い省エネ性能を誇る ・新興国企業の参入が少なく、価格競争に陥っていない 	<ul style="list-style-type: none"> ・海外での販売が少ない ・海外でブランド力が低い ・デザイン力がないため、顧客訴求力が弱い ・各地域の生活スタイルに合わせた商品が開発できていない
機会	脅威
<ul style="list-style-type: none"> ・健康志向が強まっている ・海外市場で中間所得層が増えている ・生活家電は生活必需品と捉えられやすく、優先的に購入されやすい 	<ul style="list-style-type: none"> ・エコポイントの終了により、しばらく需要を前借した反動が出る ・新興国企業が本格参入してくる

安定的な日本市場で優位であるが、海外展開に弱み

Page2

(1) 強み (Strength)

アプライアンス事業の強みは高い技術力にあり、LED、ナノイー、IHなどを主要な技術を自社で開発できている。また高い省エネ性能を誇り、家電エコポイント制度の好影響を享受することができた。さらに各主要な生活家電において日本国内でトップレベルにあり、外資系の参入も少なく安定的な利益を稼ぎ出すことができている。

(2) 弱み (Weakness)

アプライアンス事業の弱みは、海外での販売比率が低いことが挙げられる。またそれに関連するのであるが、海外でのブランド力が低く、海外では販売店に行っても店頭商品が置かれていないこともままある。これらはアプライアンス商品は生活への密着度が高いため、地域のニーズに合わせた商品を開発する必要がある。しかし、その体制が不十分であ

ることがアプライアンス事業の弱みであり、今後改善が必要である。またデザイン力も弱く、近年になってようやく力を入れるようになってきている。

(3) 機会 (Opportunity)

アプライアンス事業の機会としては、PESTでも触れたとおり中間所得層が増加し、販売対象顧客が徐々に増している点にある。そして、それらの市場におけるアプライアンス商品への需要は高い。特に洗濯機・冷蔵庫は所得の向上とともに購入される傾向があり、これからの伸びが期待される。また世界的に健康志向が高まっており、美顔器・マッサージ器を中心としたヘルスケア商品にも今後の期待が持てる。

(4) 脅威 (Threat)

アプライアンス事業を取り巻く環境としては、家電エコポイントの終了により、しばらく需要を前借した反動が出ると思われる。さらに新興国の企業参入は脅威と言える。

『デバイス事業』

SWOT分析(デバイス)

強み	弱み
<ul style="list-style-type: none"> ・受動部品・能動部品の双方を開発できる ・高い安全性を確保し、それが競争力に結びついている ・グループ外へ外販を行うことにより、スケールメリットを享受できている 	<ul style="list-style-type: none"> ・合従連衡を繰り返す専門メーカーに対して、規模が小さく、償却回収が大きな負担になっている ・セット事業をグループ内に持つが故の外販制約を持つ ・商品カテゴリーが広いため、開発力が分散してしまう
機会	脅威
<ul style="list-style-type: none"> ・スマートフォンへの移行に伴い、搭載部品数が劇的に増える ・中間所得層の増加により、電気機器の売上向上が見込める ・自動車の電子化が進み、搭載される部品が増加する 	<ul style="list-style-type: none"> ・新興国企業の参入 ・世界の景気低迷の長期化

強みと機会は十分あるも、今後の成長のためには弱みの解消が必須

(1) 強み (Strength)

デバイス事業の強みは技術力とその商品カテゴリーの広さにあり、それが複数種類の部品の一括納入を希望する顧客に対する競争力に結びついている。またリチウムイオン電池などは高い安全性が要求され、過去にもソニーなどが事故を起こして大きな損害を出している。パナソニックのデバイス事業においては高い安全性が保たれているため、それが競争優位に働く。またグループ外への積極的な外販を行っており、それによる原価低減が見込まれる。

(2) 弱み (Weakness)

デバイス事業の弱みは、取り扱う商品カテゴリーが広いため、それぞれへの開発投資が分散をしてしまう。また、競合専門メーカーが合併・統合を繰り返す中で取り残されており、開発投資力に差がついてしまっている。これに加えて、キーデバイスにおいては外販が制約されることもあり、グループ内にセット事業を持つが故のデメリットもある。

(3) 機会 (Opportunity)

デバイス事業の機会としては、PESTでも触れたとおり中間所得層が増加し、販売対象顧客が徐々に増している点にある。そして、セット販売が上昇することによるデバイスの需要増が見込まれる。さらにスマートフォンへの移行はMLCCを中心とした搭載電子部品の増加に直結する。自動車業界の電子化、EVの普及もデバイス事業にとってはプラスに働く。

(4) 脅威 (Threat)

デバイス事業における脅威としては、世界不況の長期化と新興国企業の参入が挙げられる。

SWOT分析(全社)

強み	弱み
<ul style="list-style-type: none">・多種多様な商品群を抱えており、様々な組み合わせを顧客に提案できる・トップシェア商品を多数抱えており、規模的にも日本有数の電機企業となっている・グローバル各地に拠点を持っており、供給能力が高い	<ul style="list-style-type: none">・事業別で独立採算となっているため、事業場間の壁が高く、商品開発の制約となっている・全社戦略を実現する実行力が弱く、事業計画の達成率が低い・海外販売比率が低い
機会	脅威
<ul style="list-style-type: none">・中間所得層の増加により、電気機器の売上向上が見込める・自動車の電子化が進み、搭載される部品が増加する・3社統合により、家や都市丸ごとでのソリューションを提案できる(国内限定)	<ul style="list-style-type: none">・新興国企業の政府支援による大規模参入・円高進行・家電のモジュール化進行・世界の景気低迷の長期化

グローバルでのオペレーション能力と事業を跨ぐソリューション実現が今後の成長に向けた要諦となる

Page1

(1) 強み (Strength)

パナソニック全社の強みは技術力とその商品カテゴリーの広さにある。さらに市場でトップレベルにある商品も多く、組み合わせによるソリューション提案などで競争力を強化することも可能である。またグローバルに拠点を持っており、製造販売面での供給能力は高い。

(2) 弱み (Weakness)

パナソニック全社の弱みは事業間の連携が弱く、互いの商品を組み合わせたソリューション提案やプラットフォーム化ができていないことにある。また経営方針で打ち出された目標やその手法が実現されるケースが少なく、オペレーション能力に問題があると思われる。あわせて海外販売比率が低く、国内に依存した経営になっていることも課題になっている。

(3) 機会 (Opportunity)

パナソニック全社の機会としては、PESTでも触れたとおり中間所得層が増加し、販売対象顧客が徐々に増している点にある。そして、自動車の電子化が進んでいることから様々なユニット・部品において勝機が拡大していくと思われる。またパナソニック電工・三洋

電機との合併効果を活かして、家や都市全体の省エネインフラ・家電をソリューションとして提案することができる。ここで期待の柱となっている太陽電池を用いたエネルギーソリューションの市場について触れておく。太陽電池市場は日本・欧州・アメリカを含む世界で大きく伸びることが予想される。これまでのスタンドアローン型ビジネスではなく、住宅用太陽光発電システムや大規模太陽光発電所の設計、施工、販売からメンテナンスまで、幅広いバリューチェーンでビジネス展開を行うソーラーの「トータルソリューションビジネス」の実現を目指している。国内においては、傘下のパナソニック電工やパナホームとの連携を強化し、屋根一体型太陽電池をはじめとする建材と太陽電池との融合商品の開発にも取り組み、住宅用太陽光発電システムの普及を図っている。太陽光パネル単体に注目すれば、これまで結晶太陽電池が主流であったのが、今後は薄膜太陽電池が大幅に伸長するものと予想されている。その販売量は 2010 年実績において 2008 年のおよそ 8.4 倍に到達するものと予想されている。シリコン価格が上昇している現況では結晶系太陽電池よりも原材料が低コストに抑えられる薄膜太陽電池事業への参入企業が増えている。しかし、太陽電池導入の際に重要な指針の 1 つとなる発電効率の面で見ると、薄膜太陽電池は現在市場で主流の結晶系太陽電池や三洋電機の HIT などよりも低く、今後、技術面での補いや持続可能なビジネスモデルの構築が重要となる。三洋電機を取り込んだパナソニックの太陽電池における課題はその規模の小ささである。三洋電機は過去数年に経営苦境に陥ったために大規模な投資が行えていない。そのため、生産能力を拡大することができず、規模の経済や経験曲線の恩恵を享受できないため、高コスト構造になってしまっている。

(4) 脅威 (Threat)

パナソニック全社の脅威の 1 つは新興国企業に対する政府援助である。政府の強力な援助の下に薄型 TV や太陽光パネルに新規参入&大增産して積極的な価格で販売し、その結果市場価格を大きく引き下げるといったケースが散見されるようになっている。アメリカではグリーン・ニュー・ディールの旗印となったソリンドラ社が経営破たんし、貿易摩擦の種となりつつある。そして歴史的円高、欧州経済不安による世界不況の長期化も脅威となる。加えて、徐々に進む家電のデジタル化、モジュール化の進展が競争激化を招いている。

3 企業戦略分析

3.1 企業成長戦略

ここでパナソニックの中期計画を振り返ることでパナソニック自身がどのように成長したいと考えているかについて触れたい。パナソニックの 2007～2009 年にかけての中期計画 GP3 であるが、未達に終わっている。経営目標としていた売上・ROE は大幅未達であり、またそれらを実現するための中間指標として設定してあった 3 つの柱のうち、1 番目の海外 2 桁増販の計画は 72%の達成率で大幅未達、2 番目の 4 つの事業戦略における増販計画大幅未達、3 番目のモノづくりイノベーションは固定費を削減できたが大型新規事業を創出できずということで燦燦たる有様に終わっている。社長自身は「変革へのスピード・実行力の欠如」に対する反省の弁を述べている。

2012 年に向けた中期計画は三洋電機を加えた新・パナソニックとして初めての中期計画であり、エレクトロニクス No.1 の「環境革新企業」の実現に向けた取り組みを進めていく。取り組むべき内容は「環境貢献と事業成長の一体化」であり、“成長への大胆なパラダイム転換”と“環境革新企業の基盤づくり”をその要素としている。

特に、成長へのパラダイム転換としては、

- ・既存事業偏重から、エネルギーなどの新領域へ、
- ・日本中心から、徹底的なグローバル志向へ、
- ・単品志向から、ソリューション・システム志向へ、

という、3つの転換に取り組む計画になっている

エレクトロニクス No.1 の「環境革新企業」に向けて大胆な変革を起こしていく、との意志を込め、新中期計画の名称は、「Green Transformation 2012 (twenty-twelve)」、略称「GT12 (twelve)」と名付けられている。

「GT12」の最終年度となる 2012 年度のグループ経営目標は、

- ・売上高 10 兆円、
- ・営業利益率 5%以上
- ・ROE 10%
- ・フリーキャッシュフロー3年累計 8,000 億円以上、
- ・CO2削減貢献量 5,000 万トン

と設定されている。

「GT12」は、パラダイム転換が大きなテーマであるとし、目標が設定されている。「新領域へのシフト」としては、6重点事業の売上比率を 42%に、そのうちエネルギーシステム事業の売上を 8,500 億円とすることを目指している。「徹底的なグローバル志向へのシフト」としては、新興国の売上拡大を牽引役に、海外売上比率を、現在の 48%から 55%へと高める計画となっている。「ソリューション・システム志向へのシフト」としては、システム・設備事業を、海外中心に大きく伸ばし、売上を 2 兆 6,000 億円、そのうち海外比率は 39%まで引き上げることを目指している。2018 年の目指す姿に向けた「Transformation 指標」まで指針が示されている。

グループ重点 6 事業となっている。エネルギーシステムと、冷熱コンディショニング、ネットワーク AV は、グループの中核事業と位置づけ、全社の販売・収益を牽引すると説明ノートに記載されているが、市況を考えるにネットワーク AV における実現が懸念される。またヘルスケア・セキュリティ・LED の 3 事業は、現時点では、まだ売上規模は小さいものの、「次代の柱事業」として大きく伸ばす計画であり、これらの事業を核にして、「家・ビルまるごとソリューション」を提供する中で、パナソニックならではの、成長の姿を追求する方針となっており、具体的な手段が明確に定まっていない点が懸案事項と言える。ここからは私が必要と判断した 2 事業の具体的な目標と目標実現手段に絞って、記載をする。

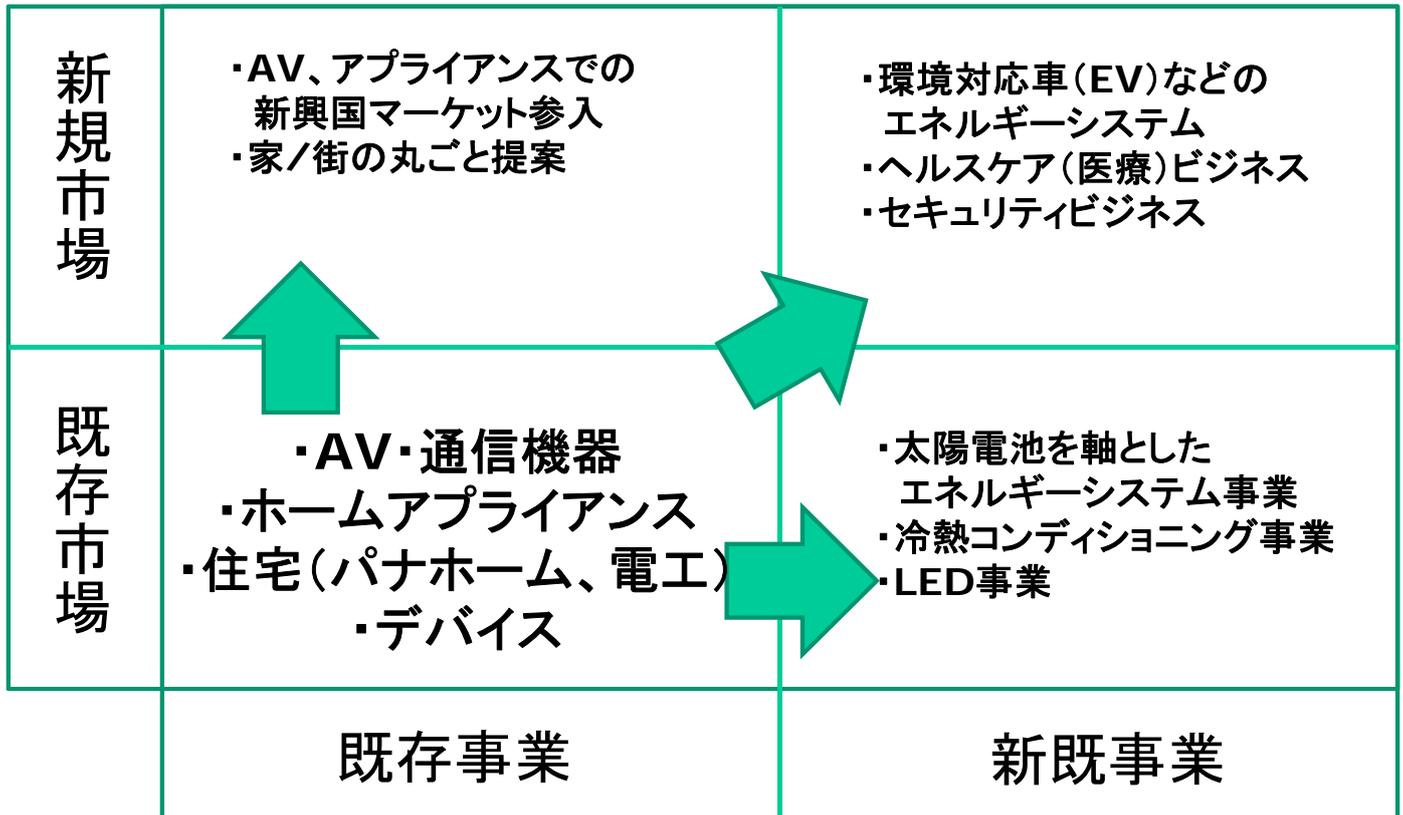
1 つ目はネットワーク AV 事業である。プラズマテレビの大幅の省エネ性能向上と 3D 比率 70%達成、液晶テレビの LED バックライト搭載率を 60%とすることで TV 事業の売り上げを伸ばしていこうと試みている。しかし TV 価格が年間 3 割下落していく中で年平均 10%の成長を見込んでいる点、3D テレビが大きく普及すると仮定している点、TV 事業が競合含めて全社赤字と言われる中で利益をどう創出していくのか不明な点が懸念される。

ネットワーク AV 事業が薄型テレビの収益改善が最大の課題であるという点はパナソニックも認識しており、セット・モジュールのアジアシフトや、部品点数半減などにより、大幅に原価を低減すること加えて、2011 年度以降は、新規投資を抑制し、これまでの投資回収を行っていくことが述べられている。これに「3D 化」や「LED 化」で売価の引き上げが見込め、販売増に繋がるとなっているが、競合他社も同様のアプローチを行い、さらに新規参入企業が想定されているため、この戦略では競争優位に立てないと判断する。

2 つ目はエネルギーソリューションビジネスである。より総合的な提案力を高めるためのグループ一体の事業推進体制も構築を目論んでおり、「システム・設備事業推進本部」を推進役として、7 つの重点市場それぞれに合った「ソリューションパック」の開発に取り組む。この本部を軸に 6 重点事業を自在に組み合わせ、企画からメンテナンスまでをコーディネートする、「まるごとソリューション」の具現化を謳っている。この取り組みにおける最大の課題は事業部制を採る中で、事業をまたがる横断的ソリューションをどう実現するかである。自社で人・モノ・金のリソース配分、収益の配分について解決策が見いだせていないため、顧客へのソリューション提案が行えていない。またパートナー・Sier との協業をこれから模索するのではこの計画の実現性は低いと断じざるを得ない。

当社の中期経営戦略に対する内容検証の最後に事業再編について述べたい。社内の PMI がうまく進まず、リソースの分散が散見されたため、パナソニックは競合他社が成長事業において大型投資を進める中で、内部の統合のために追加投資を行い、パナソニック電工と三洋電機を社内に取り込んだ。2012 年より、大幅な事業再編を行い、再構築しようとしている。

企業戦略分析 パナソニックの成長マトリックス

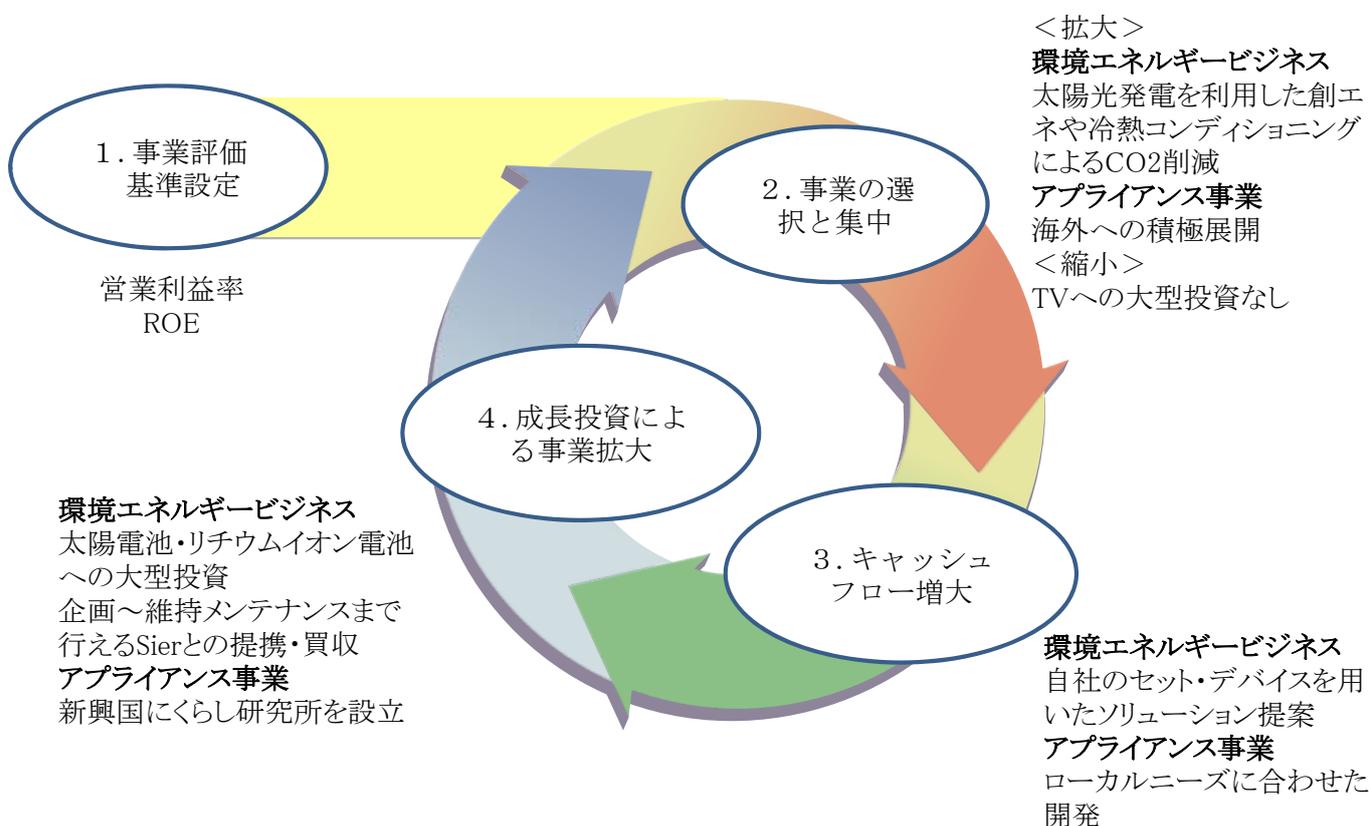


市場浸透の戦略を取る既存市場（国内）での既存事業として、AV・通信機器事業・ホームアプライアンス事業・住宅事業・デバイス事業などが行われている。現在の既存事業で新しい市場への進出は、ボリュームゾーンを狙って、新興国マーケットに参入しようとしている取り組みが挙げられる。また行政や住宅ディベロッパーに向けて、家や街ごとのソリューション提案を行うことを目論んでいる。既存市場における新規事業としては、照明機器の新しい技術を用いた LED 事業、太陽電池を用いたエネルギーシステム事業、光熱費低減ひいてはCO2削減に繋げることを目指す冷熱コンディショニング事業が挙げられる。新規市場で新規事業に当たるのはEVなどの環境対応車に対するエネルギーシステムの提案、医療機器やシステムなどのヘルスケアビジネス、システムまで統合する形でのセキュリティビジネスなどが挙げられる。

(2) 資源循環

パナソニックは中期計画などでも記しているように、事業評価基準に営業利益率と ROE を用いている。対内的には事業撤退基準として CCM (Capital Cost Management) など も用いられているが、対外的には用いられていない。

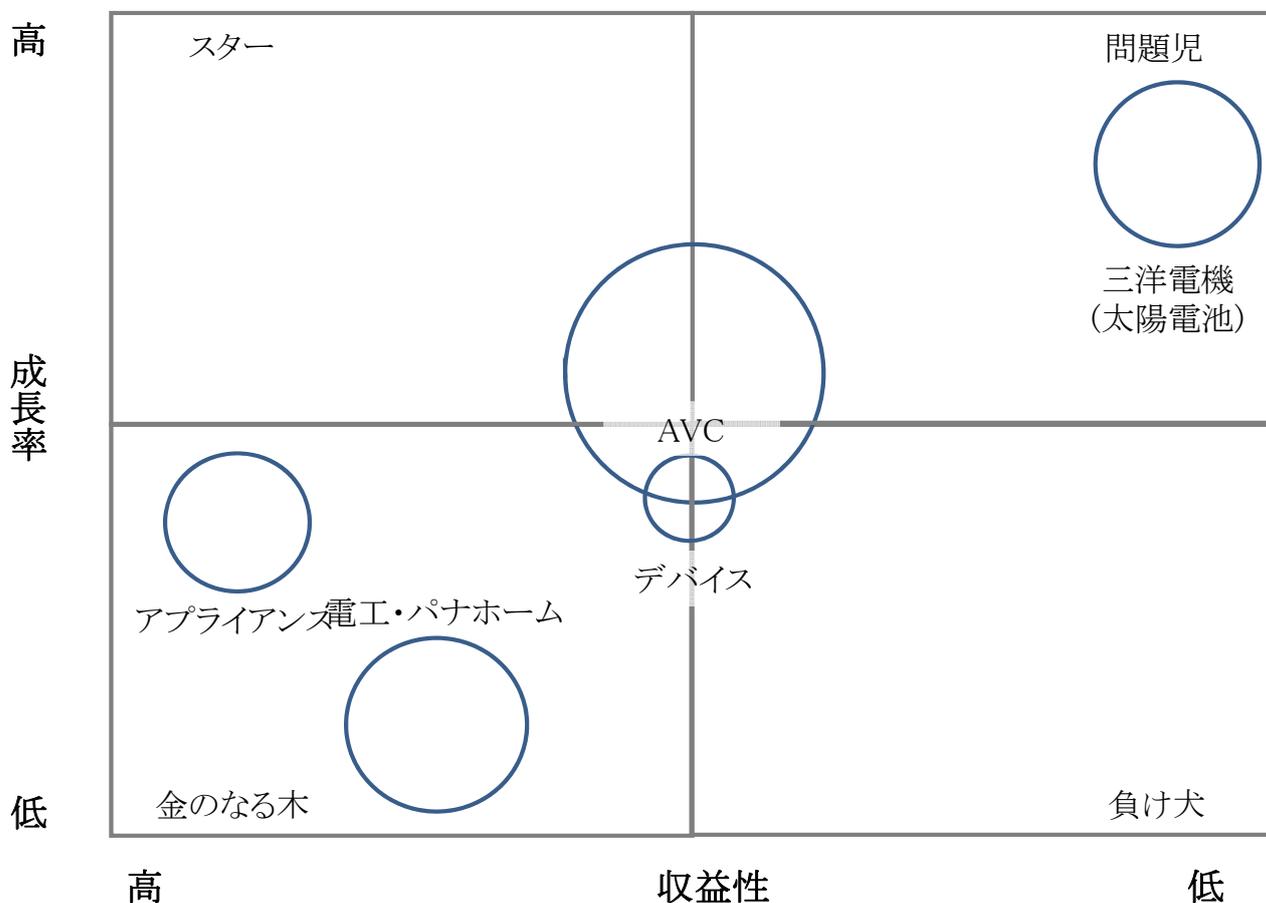
キャッシュフロー循環と企業成長



パナソニックが選択と集中を行い、拡大させようとしている事業は環境エネルギービジネスとアプライアンス事業である。環境エネルギービジネスでは太陽光発電を利用した創エネや冷熱コンディショニングによる CO2 削減を目論み、アプライアンス事業では海外への積極展開を狙っている。逆に縮小を試みている事業が TV 事業であり、TV への大型投資をしないという方針を打ち出している。パナソニックがキャッシュフロー増大のために行っている施策は、環境エネルギービジネスでは自社のセット・デバイスを用いたソリューション提案であり、アプライアンス事業ではローカルニーズに合わせた開発を行うことによって付加価値を付けている。パナソニックは環境エネルギービジネスにおいて太陽電池・リチウムイオン電池への大型投資を行っており、それに重ねて企画～維持メンテナンスまで行える Sier が海外展開に向けて必要であると判断し、提携・買収を探っている。アプライアンス事業では新興国にくらし研究所を設立し、ローカルニーズの把握に努めている。

3.2 事業ポートフォリオ

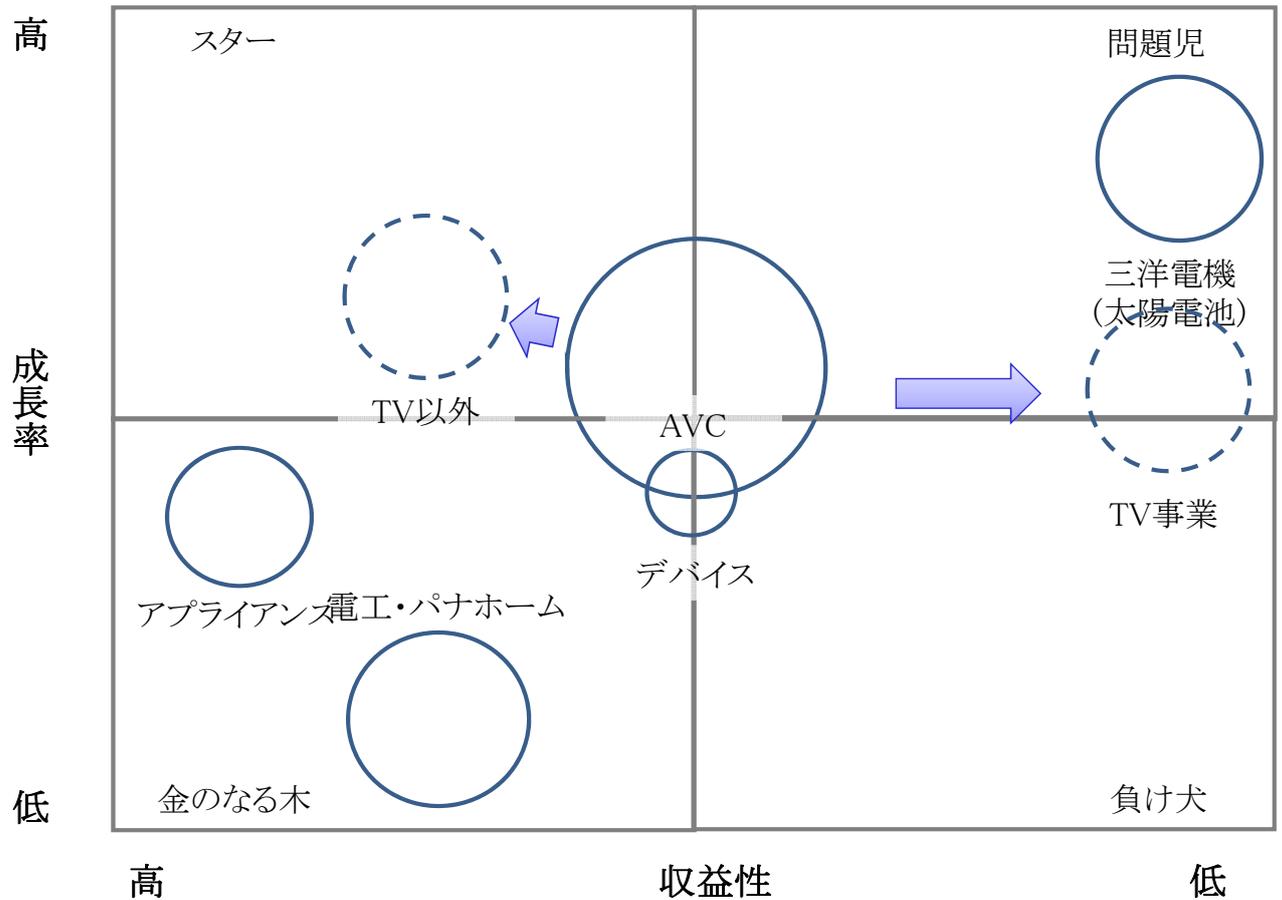
PPM分析（事業ポートフォリオ分析）



- ・バブルの面積は2011年3月期での売上規模を示している
- ・全社営業利益率の平均を収益性中心軸に設定

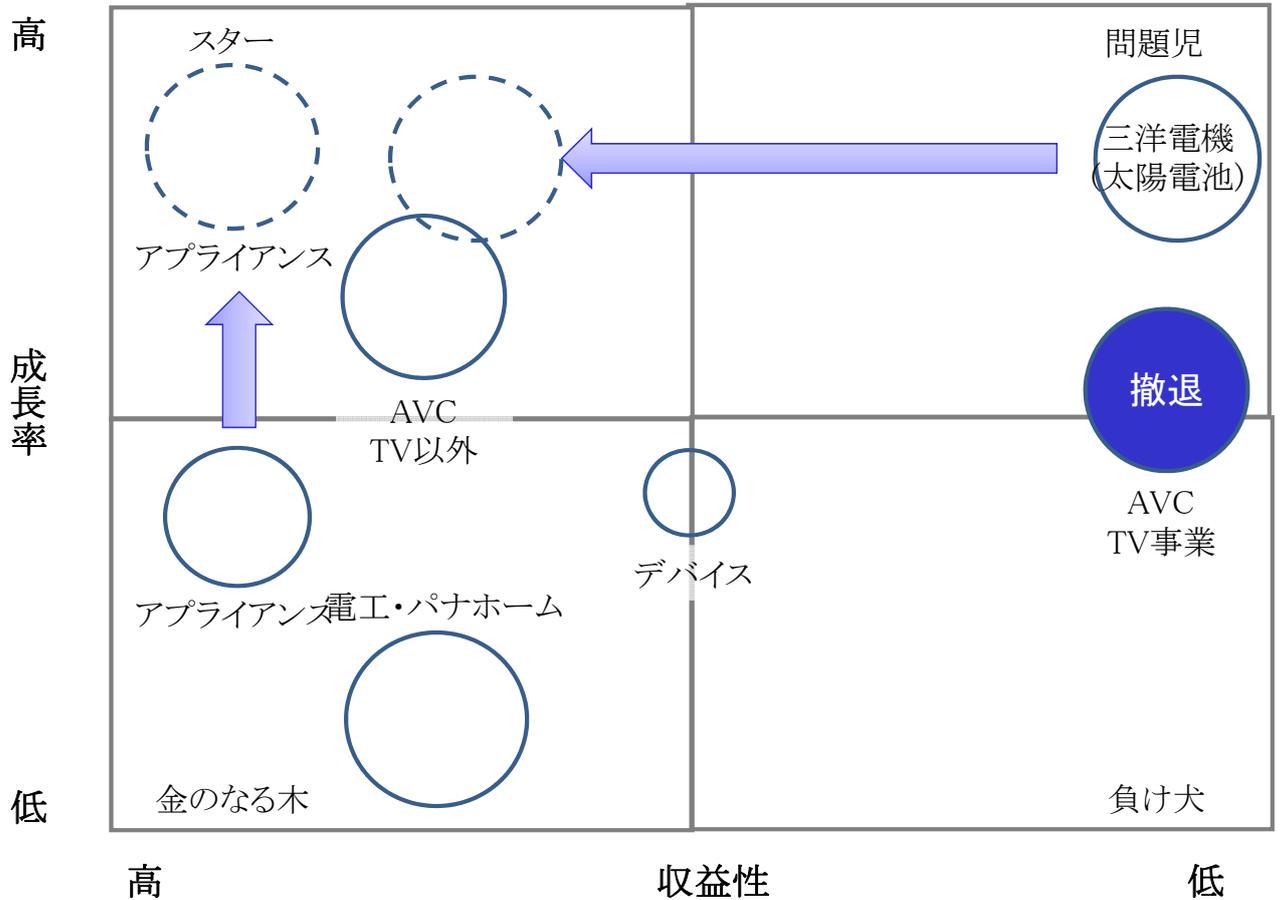
パナソニックのプロダクト・ポートフォリオからわかることは、アプライアンスと電工・パナホーム事業が全社のキャッシュカウ（金のなる木）になっており、収益を生み出している。それに対してAVC事業とデバイス事業がちょうど真ん中付近、三洋電機が問題児のポジションにある。売上バランスとしては、AVCが最も大きく、アプライアンスと電工・パナホームを合わせたぐらいの規模がある。電工・パナホームと三洋電機は同等の規模であり、アプライアンスがそれに続く。デバイス事業はAVCの3分の1程度の規模である。

PPM分析（事業ポートフォリオ分析）



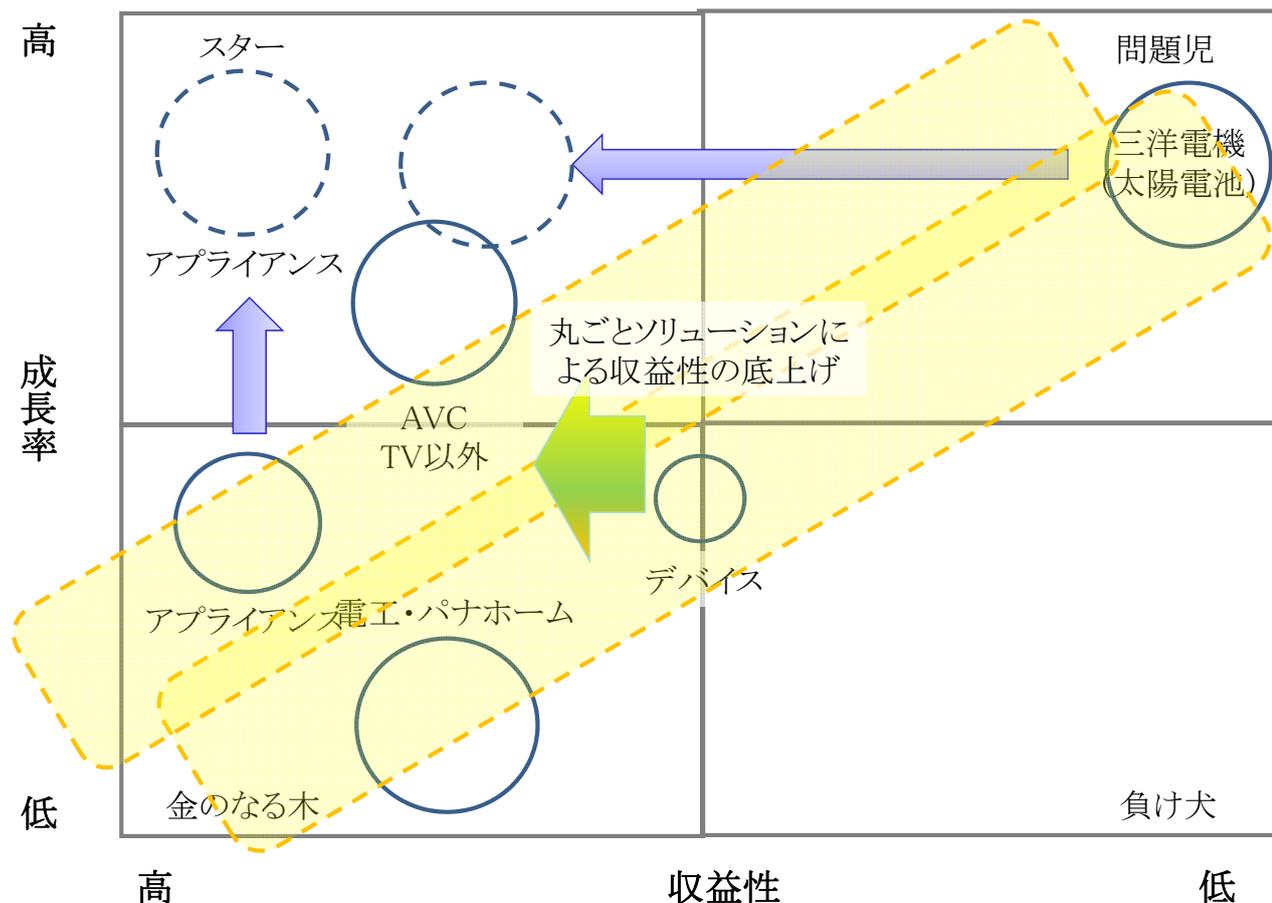
しかし、AVC 事業を TV 事業と TV 事業以外に分類すると TV 以外の事業はスターに位置し、TV 事業は負け犬から問題児の位置にあることがわかる。

PPM分析（事業ポートフォリオ分析）



パナソニックの今後の成長を考えれば、まず商品のモジュール化によってコモディティ化し、投資合戦で供給力が大幅に過剰になった TV 事業を継続する価値はない。しかし、商品をフルラインナップで揃える必要性はあると思われるため、自社の資産をすべて売却し、売却先の設計・製造による ODM を利用すべきである。またアプライアンス事業は今後海外で伸びる見込みであるため、国内を維持したまま新興国への参入によって再度成長率を向上させる。太陽電池やリチウムイオン電池は投資合戦となっているが、技術的優位があることに加えて、今後の企業戦略上重要なソリューションビジネスの要諦になるため、大型投資によりスターの位置に引き上げる。各事業における主要な商材の今後の市場動向とそのポイントを下記に記す。

PPM分析（事業ポートフォリオ分析）



最終的には丸ごとソリューションを行うことにより、全事業の収益性の向上を試みる。これは住宅からデバイスまで幅広い商品カテゴリーをもつパナソニックにしか行えない事業の強みであり、現在モノを作って売るだけの会社からサービスまでを統合した事業に作り変え、サービスによる収益を得ようとするものである。

4 企業戦略の策定

4.1 課題の整理

戦略策定にあたり、これまで分析・検討を行った予備設問、本設問の課題を整理し課題を集約する。まず、財務分析と企業価値分析の結果の課題を整理すると、以下の通りとなる。

分析結果	課題の内容
1	収益性がリーマンショック以降低迷を続けている
2	国内に売上げが依存しており、海外事業売上げが伸びていない（成長性）
3	生産性が低い（Samsung の 3 分の 1 程度）
4	中期経営計画の達成の困難さ（企業価値創出力の低さ）

次に経営戦略分析結果を整理すると以下の通りである。また上記の分析結果との関連も表中に示すとおりである。

課題	国内/海外	内容	分析結果との関連
1	海外	新興国におけるアプライアンス需要が取り込めていない	2
2	国内・海外	丸ごとソリューションの実現性懸念	1, 2, 4
3	国内・海外	太陽電池発電のソリューション化・海外展開が必須	1, 2
4	国内	TV事業の収益性が悪化しており、先行きも不透明	1, 3, 4
5	国内	重複事業が発生しており、スリム化が必要	3
6	国内	美容・健康へのニーズから収益性向上	1

課題 1～6 がパナソニックの直面する経営課題と言える。SWOT 分析再掲すると以下の通りである。

SWOT分析(全社)

強み	弱み
<ul style="list-style-type: none"> ・多種多様な商品群を抱えており、様々な組み合わせを顧客に提案できる ・トップシェア商品を多数抱えており、規模的にも日本有数の電機企業となっている ・グローバル各地に拠点を持っており、供給能力が高い 	<ul style="list-style-type: none"> ・事業別で独立採算となっているため、事業場間の壁が高く、商品開発の制約となっている ・全社戦略を実現する実行力が弱く、事業計画の達成率が低い ・海外販売比率が低い
機会	脅威
<ul style="list-style-type: none"> ・中間所得層の増加により、電気機器の売上向上が見込める ・自動車の電子化が進み、搭載される部品が増加する ・3社統合により、家や都市丸ごとでのソリューションを提案できる(国内限定) 	<ul style="list-style-type: none"> ・新興国企業の政府支援による大規模参入 ・円高進行 ・家電のモジュール化進行 ・世界の景気低迷の長期化

グローバルでのオペレーション能力と事業を跨ぐソリューション実現が今後の成長に向けた要諦となる

Page1

4.2 戦略案抽出

以上の経営課題の整理結果を踏まえ、SWOT分析に基づいたSWOTダイアグラムを作成し、パナソニックが取るべき企業戦略のオプションと方向性を分析する。結果は以下の通りである。まずこの戦略立案の前提として1つの方針を打ち出している。それは“国内で儲け、海外で売る”である。つまり現在売り上げの58%を占めている国内売り上げは人口減少などもあり、今後の大きな伸びは見込めない。よって、その中で収益性をいかに上げるかが肝要となってくる。反面海外の新興国市場においては、成長性が高くその分参入プレーヤーが多い。最先端の機能よりも地域ニーズを取り込むことが大切であり、結果価格競争に陥りやすいため海外では売上成長を目指すことを考えた。

(1) 自社の強みで取り込むことができる事業機会は何か？（強みと機会）

パナソニックがこれまで蓄積してきた事業に関する戦略資産を利用して、ビジネスチャンスの拡大に転用できないか考える。

→アプライアンス事業の新興国積極展開

アプライアンスの今後の市場動向を確認したが、やはり今後5年間で需要は大きく伸びてくる。新興国の所得増加によって、需要が伸びてくるものと考えられるが、生活家電であるために冷蔵庫・洗濯機を代表としてその反応係数が高いと思われる。ローカルニーズの把握とその流通・販売網が重要となることから日本で過去取り組んだような自社の系列店を地元企業とのアライアンスで構築していくことが重要と思われる。

→アメリカや中東など富裕層向けのビジネスを展開する

会社の経営哲学の中に“水道哲学”というのがあり、勝手に使っても怒られない水のように世の中に便利な製品を普及させたいという考え方に立っている。この思想から富裕層に特化したビジネスは行ってこなかったが、ここに大きなビジネスチャンスがあると考え。過去に103インチのプラズマTVの受注販売を年1,000台限定で行ったことがあるが、600万円とも言われる価格にも関わらず受注が殺到し、生産能力を遥かに超える水準となった。このことから富裕層は確実に一定数以上存在し、価値を認めたものに対してのコストはいとわないということがわかった。パナソニックではディズニーランドの音響や駅の構内放送などのシステムソリューションにも強みと実績がある。後の丸ごとソリューションにも関係する話であるが、高級家電のみにとどまらず富裕層向けのホームシアター構築などのようなシステム込みのビジネスを展開するところに商機があると考え。地域は国別分布を踏まえ、アメリカと日本と中東での展開とする。

→健康・美容機器を用いた美容エステスポットの設置（先進国向け）

世界的な美容と健康へのニーズが高まりを見せる中、効果を体験してもらうためにも顧客とのコンタクトポイントの増加が重要であると考えている。現在は機器の売り切りビジネスが中心であり、スマイルカーブで言えば利益の大きな源泉となるサービス部分が希薄である。そのため、日本中の主要駅の駅前に散在し、個室でのリラックススペースが提供サ

ービスに含まれているネットカフェへのリース販売を提案したい。ネットカフェナビ (<http://www.cafeman.jp/>)に登録されているだけでも全国に2,655件の店舗が存在する。ネットカフェ業界も競争が激しい業界であるため、価格競争だけでなく、座席の種類や設備などで独自のサービスを展開している。実際には図4.1.2.3に示すような個室が提供され、右側の写真にあるようにマッサージチェアが設置された個室も珍しくない。また女性向けネットカフェ「Café MELT」なども存在する。ネットカフェ業界から見れば差別化の1つの手段となり、パナソニックから見れば収益源とコンタクトポイントに結びつくため、実行する価値のある戦略だと思われる。

(2) 自社の強みで脅威を回避できないか？（強みと脅威）

パナソニックがこれまで蓄積してきた事業に関する戦略資産を利用して、業界内の競争回避をできないか考える。

→太陽電池発電のソリューション化・海外展開

- ・太陽電池ソリューションにおける電力会社3社（東京電力・関西電力・東北電力）との提携（国内）
- ・環境負荷の高い太陽電池に対する国内規制の制定（国内）
- ・太陽電池システムインテグレーターPhoenixの買収による欧州における拡売（海外）
- ・太陽電池システムインテグレーターSolarDepo、SolarNetを保有する伊藤忠商事との提携によるアメリカにおける拡売（海外）

太陽電池事業であるが、今後も大きな成長が見込める市場となっている。この市場は、今後2018年に向けて徐々に成長率が上昇するというこれからの成長が見込める市場となっている。また規模も2018年で444億ドルと巨大な市場となることが予想されている。各国共にグリーンエネルギーや再生可能エネルギーへの巨大投資を行っていく予定であり、日本でも2012年からFITが開始される予定となっている。世界的な需要拡大が見込めるが、日本市場においては2025年までにCO2削減25%という目標を打ち出し、東日本大震災で国民の原子力発電所への信頼が失われたことから、一層の市場拡大の機会となっている。この中で被災地域である東北にある東北電力、電力供給先である東京への供給を行っている東京電力では特に太陽光発電のようなグリーンエネルギーが今後求められることになるため、これに地場である関西電力を含めた3電力会社と提携して、積極的に太陽光発電を進めていくべきである。この市場のプレーヤーは多く、1位のファーストソーラーですら9.5%のシェアしか持っていない。また過去は日本が席巻していた市場であるが現在はシャープが3位で5.6%を維持するのが精一杯となっている。三洋電機に至っては2.4%と業界劣位に置かれている。この市場の課題は価格下落の激しさである。価格が暴落し続ける用品として有名な薄型テレビを例にとってみても、2006年以降ほぼ同等のスピードで価格下落しており、たった5年で価格は半減した。すなわちこの発電モジュール製造・販売のビジネスにおいては新規参入の多さと価格下落の速度が最大の脅威となっている。そのため、企画・施工・維持メンテナンスを含んだソリューションでビジネスを行うことが重要であり、パナソニックの総合力で脅威を打ち消すことが可能と考えている。

さらに今後も継続して価格が下落することが予測されており、経済産業省の資料によれば非住宅用・住宅用共に今後5年でさらに価格が半減することが予想されている。

これに追い討ちをかけるように日本市場に大規模生産を背景とした“安価”を売りにした太陽電池が参入を開始している。特に中国メーカーは中国政府から税額控除の他、融資面での優遇、土地や電力の安価な提供など幅広く補助を受けており、生産した太陽電池モジュールの大半を輸出している。それによってアメリカでソリンドラ社など3社が破綻するような競争環境にある。(※オバマ大統領がグリーン・ニュー・ディール政策を打ち出した際に見学した会社の破綻であり、ダンピング訴訟など高度に政治的な問題になりつつある。)日本の太陽光パネル設置は個人の住宅向けが多く、顧客個人の嗜好に依る部分が多い。太陽光パネルを設置しようという顧客は現在のところ高級品志向を持っており、目立ったシェア拡大には至っていない。しかし、今後販売網が確保された場合、市場がどう動くかについては定かではない。また、工場など産業向けの太陽光パネル市場はこれから大きく成長が見込まれる分野であり、外資の積極攻勢が予想される。

国内市場はシャープが37%のシェアを占め、1位である。また2位以降も京セラ、三洋電機、三菱電機と続き国内勢が現在のところ圧倒している状況にある。しかし、前述したように外資の参入の勢いが著しい。安価な外資の太陽光パネルであるが、課題も多い。大きく3つの問題が上げられており、1つめはメンテナンスの問題である。これは導入したは良いが故障が発生した場合、十分なメンテナンスが受けられない恐れがあるという体制の問題である。2つめはアメリカや中国の企業の中にはカドミウムや鉛などを用いた製品が多く、これは環境規制物質としてRoHSなどで規制されている物質であるため用いられない方が望ましい。3つめは日本の気象条件は雨天が多いため、公称の特性が出ない恐れがあるというものである。こういった安かろう悪かろうで参入されてはたまらないということで、業界標準を設定しようとシャープは業界団体に働きかけている。この動きによって、標準が制定されれば外資系の上位ほぼ全ての企業が抵触する結果となり、競争優位を大きく殺ぎ外資系企業の日本への参入が大きく阻害される結果が予想される。シャープが提案した施策であるが、パナソニックはこの提案に同調すべきであり、さらに言えばこの標準化の取り組みを国内のみならず、海外でも積極的に取り組んでいくべきである。まずはロビー活動がしやすい日本で標準を制定し、それをISOなどで世界標準としてもらうことがステップとして現実的ではないだろうか。これはパナソニックの競争力を大きく向上させる結果になるため、是が非でも取り組みたい内容である。

安価な外資の太陽光パネルに対抗するためにリースを導入することも1つの解決策として考えられる。太陽光パネルは初期投資が大きく、その効果が使用するまで不明なため導入が進まないという側面がある。その課題を解決する方法としてアメリカでは実績のある方式であり、シャープも国内外で導入すべきと考える。

市場としては欧州市場が最大の市場となっているが、投資には注意が必要である。スペインではFITの買い取り価格が高かったため、投資ブームが発生してしまった。国民負担が

大きくなることを恐れ、すぐに価格を引き下げる結果となり参入したシステムインテグレーター・太陽光パネルメーカーはその激しい市場動向に振り回される結果となった。海外投資のリスクはこの事業では避けがたいため、標準制定などでまず国内でシッカリ収益を上げられるビジネス構造を作り出し、海外での価格競争の原資として用いたいと考えている。海外への展開は、やはり欧州・アメリカ市場が有望であり、システムソリューションとなればそれぞれ地場のネットワークが必要であるため、それぞれにシステムインテグレーターを M&A する戦略を採りたい。欧州では実績のあるドイツの太陽電池システムインテグレーター Phoenix の買収、アメリカでは太陽電池システムインテグレーター SolarDepo、SolarNet を保有する伊藤忠商事との提携（出資提携が望ましい）である。シャープがリカレントエナジーを買収した際の金額が 260 億円であったことから、パナソニック全体の投資額 3,000~5,000 億円からすれば年間投資で十分吸収できるものとする。

(3) 自社の弱みで事業機会をとりこぼさないために（弱みと機会）

パナソニックの強化が必要な事業を改善して、ビジネスチャンスの拡大に活用できるかどうかを考える。

→丸ごとソリューションの実現

パナソニックは全社最適よりも部分最適に陥りやすい組織体制であり、商品カテゴリーで区切った事業部制を採っている。現在のように顧客ニーズを満たす方法が複数ある(情報を得るためにインターネットをしようと思った場合にデスクトップ PC・ノート PC・タブレット PC・携帯電話と選択肢が豊富)もしくは商品同士を組み合わせる必要がある状況下では、この組織体制は機能せず部分最適に留まってビジネスチャンスを逃してしまう。中期計画の中にも下図 FUJISAWA プロジェクトのような内容が含まれているが、各事業間での資源と利益の割り当て・分配問題が発生してしまうため得てしてうまくいかない。そのため、各商品のスペシャリストをシャープの緊急プロジェクトのように強制的に選出し、別会社を立ち上げた上でその会社に企画させ、そこから各事業部に発注&統合する形で商品・ソリューションをまとめあげていくべきである。発電・家電ネットワーク・LED インテリジェンス照明システム・ホームシアター・セキュリティ・家などグループ全体の収益に直結するため、この取り組みの実現可否がグループの榮衰を握ると言っても過言ではない。

→政府 ODA への積極参画

日本の ODA は不景気で削減されているようなイメージがあるが、実際はその逆で微増している。この ODA の額はかなりの金額となっており、下図が示すように 1 兆円規模の金額となっている。日本の ODA は紐付き援助であると言われており、賛否様々であるがその実態は今も変わらない。日本の ODA は発展途上国向けであり、ベトナム・ラオス・カンボジアなどこれから大きく経済発展することが見込まれる地域が多く含まれている。この援助先は徐々にアフリカ地域などに向けられるようになってきている。これらの内訳は社会インフラが 29.25%、経済インフラが 33.73%となっており、半分以上がインフラに投資されていることがわかる。経済インフラの中のエネルギー分野だけでも約 1,000 億円であ

り、これを1つのビジネスチャンスととらえることができる。奇しくも新興国に対する環境規制が世界の課題となっており、グリーンエネルギーが注目を集めていることからこのエネルギー分野に太陽光発電システムを持って参入することは双方においてメリットとなる。よって、政府 ODA の計画に積極的に関与することによって、売り上げを伸ばしていくことが可能と考える。

(4) 弱みと脅威の鉢合わせで最悪の事態を招かないために <弱みと脅威>

パナソニックの収益構造によって、業界内ブランド力低下などを回避するために、事業の売却も含めた組み換えを考える。

→TV 事業および半導体事業の売却 (ODM による販売継続)

パナソニックにおける最大の課題は TV 事業の低迷である。1,400 万台/年という生産能力を抱えながら、600~700 万台の生産しかできないため、大きく能力過剰となっている。国内市場がデジタル化への放送切替が終了し、需要が半減している影響も大きい(数年続く見通し)。また自社で内製している半導体(デバイスドメイン)などにも経営的に大きな負荷をかけていることから、TV 事業は全社の大きな負担となっている。この商品は前述した通りデジタル化によりモジュール製品となってしまったことから、コモディティ化してしまっており、台湾・中国メーカーも含めた熾烈な価格競争に陥ってしまっている。遅きに失している中でパナソニックは 2009 年 12 月稼働の尼崎第三工場を閉鎖し、前年取得した日立 IPS アルファの株式の放出することを決定し、生産を縮小することを発表した。経営層に TV 事業出身者が多いためか中途半端な施策に留まっている。全社が赤字となっているこの事業においてコスト高の日本企業が居残る理由は皆無であり、早期の撤退を提案する。現在であればまだ価値を見出す企業は存在すると思われるため、TV・半導体事業の全資産を 3,000 億円程度で売却する。丸ごとソリューションにおいて商品ラインナップ上テレビが欠けることは影響があるため、ODM を活用し、自社では内部のシステムと TV を使ったソリューション企画に特化する。アップルなど自社で生産を一切行わず、企画とサービスだけ提供して成功している会社はこの業界に既に存在するため、売り上げに与える影響はそれほど大きくないと考えている。

→M&A により膨張し続ける人員、販売管理費を抑制するためのリストラを実施する。

グループ 38 万人という人員は巨大であるが、その生産性の低さ(Samsung の約 3 分の 1)は課題であり、Samsung が 2009 年実績で売上高 10 兆 8,000 億円に対して従業員 16 万人であることを考えれば、少なくとも 10 万人近くは過剰であると考え。これは主に重複部門と不採算部門のリストラを通じて実施する。

4.2. 戦略オプションの財務シミュレーション

4.2.1 ベースケースのシミュレーション

財務シミュレーションの実施に先立ってベースケースの設定を行う。本ケースに関する数値的前提は以下の通りである。

【予測期間】

→予測期間は2011年3月期から2016年3月期までの6年間とする（2011年3月期は実績）

【主な前提条件】

→売上高は、2011年3月期が実績、2012年3月期以降、過去5年の成長率の平均値から年率0.1%成長と仮定

→売上高原価比率は、2011年3月期以降一定と仮定

→販売・管理費率は、2011年3月期以降一定と仮定

→法定実行税率は、有価証券報告書記載の40.5%と仮定

→WACCは、2011年3月期実績以降一定と仮定

以上の条件で、パナソニックの事業全体（連結）の2011年3月期から6年間のEVAを算出した。

ベースケース	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
売上高	8,692,672	8,701,365	8,710,066	8,718,776	8,727,495	8,736,222
売上高原価比率	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%
売上原価	6,389,180	6,395,569	6,401,965	6,408,367	6,414,775	6,421,190
販売・管理費率	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
販売・管理費	1,998,238	2,000,236	2,002,236	2,004,239	2,006,243	2,008,249
営業利益	305,254	305,559	305,865	306,171	306,477	306,783
資本支出(百万円)	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185
減価償却(百万円)	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006
投下資本(百万円)	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113
NOPAT	192,286	194,209	196,151	198,113	200,094	202,095
ROIC	37.3%	37.7%	38.1%	38.5%	38.8%	39.2%
営業CF	559,292	561,215	563,157	565,119	567,100	569,101
営業CFマージン	6.4%	6.4%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
FCF	107,107	109,030	110,972	112,934	114,915	116,916
WACC	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
EVA	175,843	177,766	179,708	181,669	183,650	185,651

このベースケースを本設問4.2における定量分析とし、これを基準として本設問4.1の事業戦略に対する定量分析を行い、比較することとする。

4.2.2 企業戦略におけるリストラ実施シミュレーション

企業戦略という全社レベルで検討すべき戦略は、高い生産性の実現である。まず実施すべきはM&Aにより発生したスタッフ部門の重複を解消することであり、リストラによる筋肉質な企業体質を目指す。グループ約38万人から重複事業・不採算部門、そして人件費の高い日本を中心とした10万人規模のリストラを行い28万人程度まで人員を削減する

【主な前提条件】

→売上高は、2011年3月期が実績、2012年3月期以降、過去5年の成長率の平均値から年率1%成長と仮定

→売上高原価比率は、2011年3月期以降一定と仮定

→販売・管理費率は、2012年3月期に2%減、2013年度3月期に1%減、それ以降は一定と仮定

→法定実行税率は、有価証券報告書記載の40.5%と仮定

→WACCは、2011年3月期実績以降一定と仮定

以上の条件で、パナソニックの事業全体（連結）の2011年3月期から6年間のEVAを算出した。

リストラ	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
売上高	8,692,672	8,701,365	8,710,066	8,718,776	8,727,495	8,736,222
売上高原価比率	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%
売上原価	6,389,180	6,395,569	6,401,965	6,408,367	6,414,775	6,421,190
販売・管理費率	23.0%	21.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
販売・管理費	1,998,238	1,826,209	1,740,934	1,742,675	1,744,418	1,746,163
営業利益	305,254	479,587	567,167	567,734	568,302	568,870
資本支出(百万円)	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185
減価償却(百万円)	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006
投下資本(百万円)	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113
NOPAT	192,286	296,014	348,124	348,462	348,800	349,138
ROIC	37.3%	57.5%	67.6%	67.6%	67.7%	67.8%
営業CF	559,292	663,020	715,130	715,468	715,806	716,144
営業CFマージン	6.4%	7.6%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
FCF	107,107	210,835	262,945	263,283	263,621	263,959
WACC	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
EVA	175,843	279,571	331,681	332,018	332,356	332,694

リストラの実施により、約4,800億円の営業利益を捻出できるようになり2012年までの中期計画に記載のあった営業利益率5%の目標に対して5.51%となり、目標を達成することができる。

4.2.3 各事業戦略の実施シミュレーション

次に各事業戦略を実施した場合の財務シミュレーションを実施する。このケースに関する数値的前提は以下の通りである。

・アプライアンス事業の新興国積極展開

⇒アプライアンス事業約1兆3,000億円の売り上げが年3%向上(390億円/年増収)

・アメリカや中東など富裕層向けのビジネスを展開する

⇒全社の売り上げが年230億円ずつ増収

・健康・美容機器を用いた美容エステスポットの設置（先進国向け）

⇒リース事業自体とPR効果による売り上げ増により年50億円ずつ増収

・TV事業および半導体事業の売却（ODMによる販売継続）

⇒TVのブランド価値低下による売り上げ低下がAVCネットワーク事業3兆3,000億円の売り上げを年2%ずつ(660億円/年)低下させる

⇒ODM活用によりAVC事業の製造原価・販売管理費が低下、また半導体事業の赤字が消滅するためデバイス事業の収益性が大きく向上する点を全社売上原価の年0.3%の低減、

販売管理費の年 0.1%の低減を見込む

- ・政府 ODA への積極参画
- ・丸ごとソリューションの実現
- ・太陽電池発電のソリューション化・海外展開

⇒上記 3 項目を合わせて年 1.0%の全社売上向上と想定

【予測期間】

→予測期間は 2011 年 3 月期から 2016 年 3 月期までの 6 年間とする（2011 年 3 月期は実績）

【主な前提条件】

→売上高、売上高原価比率、販売・管理費率は、2011 年 3 月以降は上述の通り

→法定実行税率は、有価証券報告書記載の 40.5%と仮定

→WACC は、2011 年 3 月期実績以降一定と仮定

以上の条件で、パナソニックの事業全体（連結）の 2011 年 3 月期から 6 年間の EVA を算出した。

各事業戦略実行	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
売上高	8,692,672	8,779,599	8,867,395	8,956,069	9,045,629	9,136,086
売上高原価比率	73.5%	73.2%	72.9%	72.6%	72.3%	72.0%
売上原価	6,389,180	6,426,733	6,464,398	6,502,174	6,540,059	6,578,051
販売・管理費率	23.0%	22.9%	22.8%	22.7%	22.6%	22.5%
販売・管理費	1,998,238	2,009,441	2,020,668	2,031,918	2,043,192	2,054,488
営業利益	305,254	343,425	382,329	421,976	462,379	503,547
資本支出(百万円)	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185
減価償却(百万円)	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006
投下資本(百万円)	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113
NOPAT	192,286	214,998	238,146	261,736	285,775	310,270
ROIC	37.3%	41.7%	46.2%	50.8%	55.5%	60.2%
営業CF	559,292	582,004	605,152	628,742	652,781	677,276
営業CFマージン	6.4%	6.6%	6.8%	7.0%	7.2%	7.4%
FCF	107,107	129,819	152,967	176,557	200,596	225,091
WACC	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
EVA	175,843	198,555	221,702	245,293	269,332	293,827

4.2.4 企業戦略（リストラ）と各事業戦略の並行実施シミュレーション

企業戦略で述べた内容と各事業戦略で述べた内容は、双方同時に実行することが可能である。これを実行した場合にどのような効果が得られるかについて、シミュレーションを行う。

【予測期間】

→予測期間は 2011 年 3 月期から 2016 年 3 月期までの 6 年間とする（2011 年 3 月期は実績）

【主な前提条件】

- ・アプライアンス事業の新興国積極展開

⇒アプライアンス事業約 1 兆 3,000 億円の売り上げが年 3%向上 (390 億円/年増収)

- ・アメリカや中東など富裕層向けのビジネスを展開する

⇒全社の売り上げが年 230 億円ずつ増収

- ・健康・美容機器を用いた美容エステスポットの設置 (先進国向け)

⇒リース事業自体と PR 効果による売り上げ増により年 50 億円ずつ増収

- ・TV 事業および半導体事業の売却 (ODM による販売継続)

⇒TV のブランド価値低下による売り上げ低下が AVC ネットワーク事業 3 兆 3,000 億円の売り上げを年 2%ずつ (660 億円/年) 低下させる

⇒ODM 活用により AVC 事業の製造原価・販売管理費が低下、また半導体事業の赤字が消滅するためデバイス事業の収益性が大きく向上する点を全社売上原価の年 0.3%の低減、販売管理費の年 0.1%の低減を見込む

- ・政府 ODA への積極参画
- ・丸ごとソリューションの実現
- ・太陽電池発電のソリューション化・海外展開

⇒上記 3 項目を合わせて年 1.0%の全社売上向上と想定

→リストラ実施による販売・管理費率は、2012 年 3 月期に 2%減、2013 年度 3 月期に 1%減、それ以降は一定と仮定

→法定実行税率は、有価証券報告書記載の 40.5%と仮定

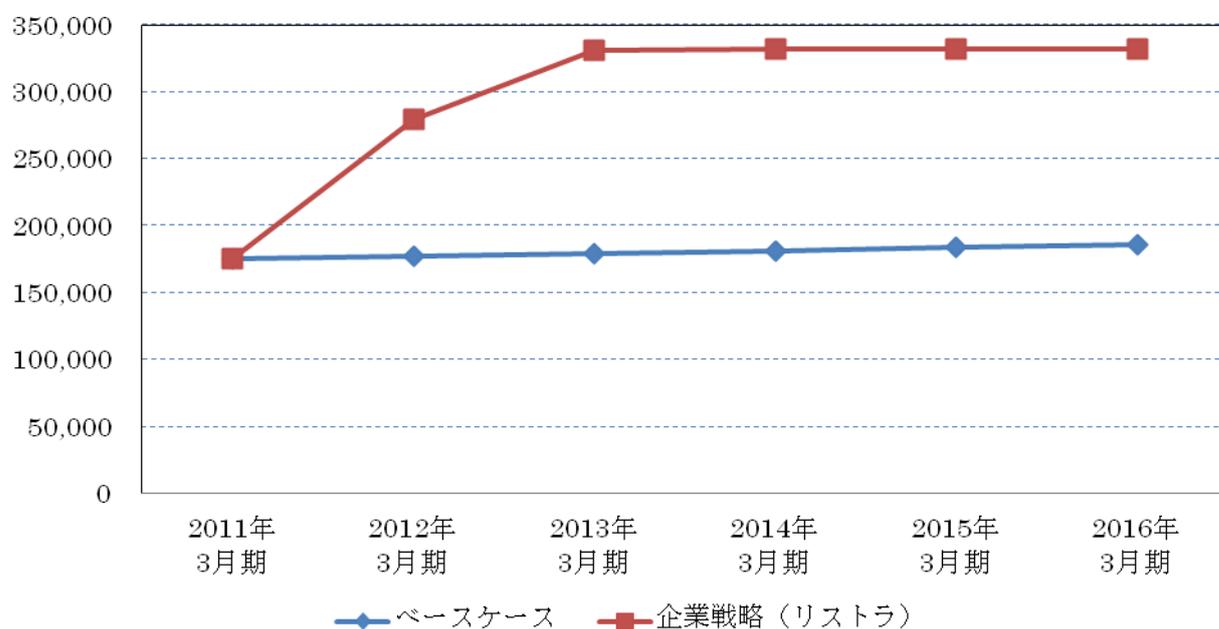
→WACC は、2011 年 3 月期実績以降一定と仮定

以上の条件で、パナソニックの事業全体 (連結) の 2011 年 3 月期から 6 年間の EVA を算出した。

リストラ 各事業戦略実行	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
売上高	8,692,672	8,779,599	8,867,395	8,956,069	9,045,629	9,136,086
売上高原価比率	73.5%	73.2%	72.9%	72.6%	72.3%	72.0%
売上原価	6,389,180	6,426,733	6,464,398	6,502,174	6,540,059	6,578,051
販売・管理費率	23.0%	20.9%	19.8%	19.7%	19.6%	19.5%
販売・管理費	1,998,238	1,833,849	1,754,646	1,763,236	1,771,823	1,780,405
営業利益	305,254	519,017	648,351	690,658	733,747	777,629
資本支出(百万円)	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185	452,185
減価償却(百万円)	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006	367,006
投下資本(百万円)	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113	515,113
NOPAT	192,286	319,475	396,429	421,602	447,240	473,349
ROIC	37.3%	62.0%	77.0%	81.8%	86.8%	91.9%
営業CF	559,292	686,481	763,435	788,608	814,246	840,355
営業CFマージン	6.4%	7.8%	8.6%	8.8%	9.0%	9.2%
FCF	107,107	234,296	311,250	336,423	362,061	388,170
WACC	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%	3.19%
EVA	175,843	303,032	379,985	405,158	430,796	456,906

ベースケースで算出した EVA と立案した戦略をベースに算出した EVA の比較を行うことによって、戦略の有効性について検証を行いたい。比較する戦略は企業戦略、各事業戦略、企業戦略・各事業並行戦略である。その比較結果は下図のようになった。

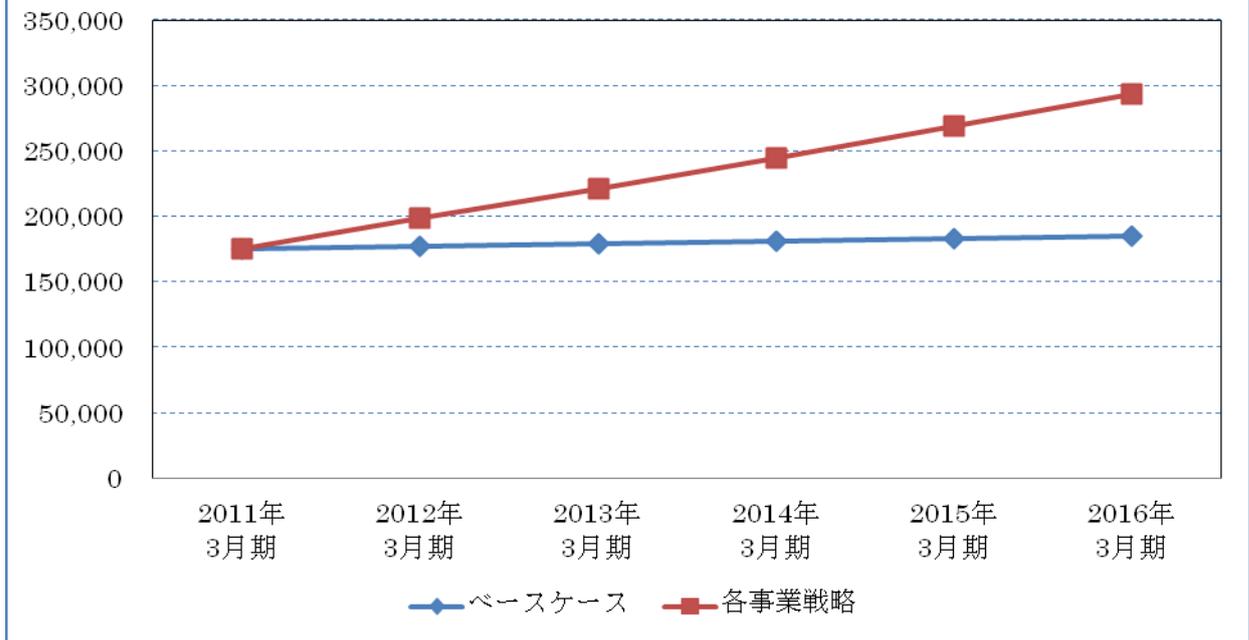
企業戦略（リストラ）によるEVAの変化



EVA	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
ベースケース	175,843	177,766	179,708	181,669	183,650	185,651
企業戦略(リストラ)	175,843	279,571	331,681	332,018	332,356	332,694

企業戦略として、リストラを実施した場合にはベースケースでEVAが185,651となるのに対して、実施後は332,694となる。これは実施しない場合に対して79.2%のEVA向上となる。

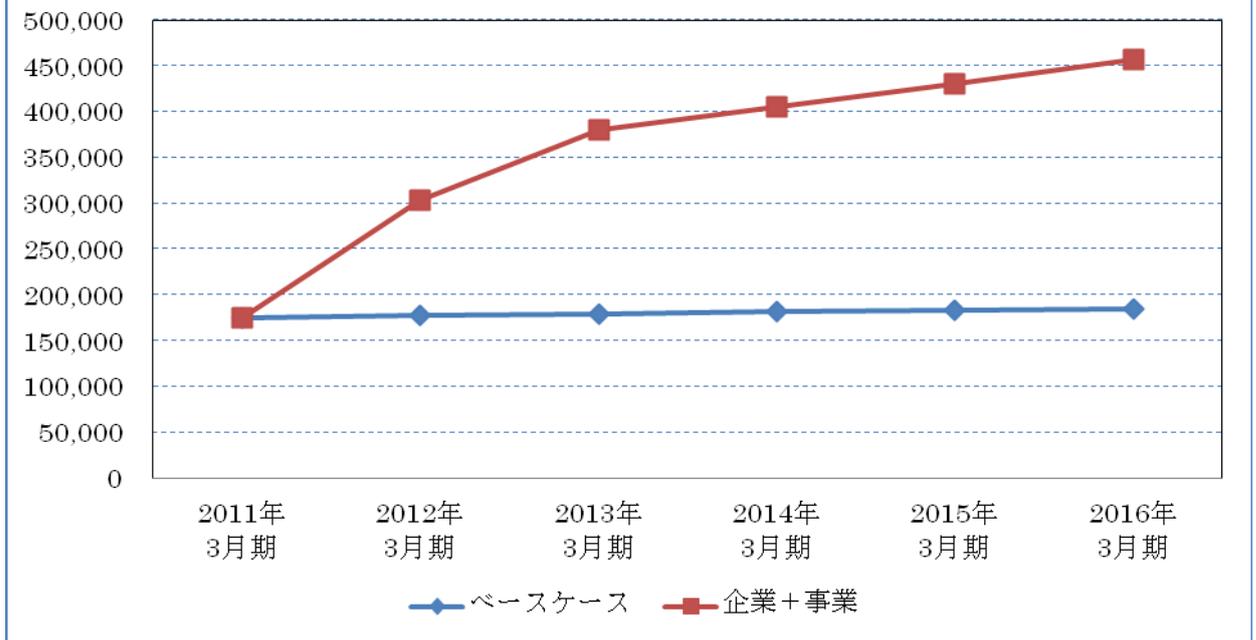
各事業戦略によるEVAの変化



EVA	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
ベースケース	175,843	177,766	179,708	181,669	183,650	185,651
各事業戦略	175,843	198,555	221,702	245,293	269,332	293,827

事業戦略として、前述の各事業戦略を実施した場合にはベースケースでEVAが185,651となるのに対して、実施後は293,827となる。これは実施しない場合に対して58.3%のEVA向上となる。

並行実施によるEVAの変化



EVA	2011年 3月期	2012年 3月期	2013年 3月期	2014年 3月期	2015年 3月期	2016年 3月期
ベースケース	175,843	177,766	179,708	181,669	183,650	185,651
企業+事業	175,843	303,032	379,985	405,158	430,796	456,906

企業戦略と各事業戦略を合わせて実施した場合にはベースケースでEVAが185,651となるのに対して、実施後は456,906となる。これは実施しない場合に対して146.1%のEVA向上となり、企業価値の大幅な向上が見込める。売上規模は9兆1000億程度になると推定され、売り上げ規模についてはパナソニックの2012中期計画の目標10兆円にも及ばない。しかし、2016年3月期には約7,700億円の営業利益となり、その営業利益率は8.51%に達する。これは財務諸表分析のその他の指標の項で“Panasonicの売上と営業利益率の推移”を用いて示した通り、慢性的な営業利益率の低下傾向に歯止めをかけ、本来であれば恒常的な赤字企業に陥ると予想されるのに反して、1980年頃の営業利益率の水準まで引き上げることができる点において画期的な成果であると言える。

付属資料 4：企業戦略分析

(出所：柴原 啓司 「経営戦略応用研究 ケース・レポート 三菱重工業株式会社」 2003年6月7日)

三菱重工業株式会社 (2003)

1 財務諸表分析

(1) 安全性

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
流動比率	$\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$	145.7%	151.7%	149.8%	147.1%	138.1%	138.8%
当座比率	$\frac{\text{現金・預金・売掛債権・有価証券・貸倒引当金}}{\text{流動負債}}$	60.9%	59.4%	63.7%	68.6%	69.5%	73.7%
固定比率	$\frac{\text{固定資産}}{\text{株主資本}}$	86.4%	82.8%	93.4%	105.3%	102.7%	100.5%
固定長期適合比率	$\frac{\text{固定資産}}{\text{株主資本} + \text{固定負債}}$	51.8%	47.5%	50.5%	59.6%	65.2%	66.1%
自己資本比率	$\frac{\text{株主資本}}{\text{総資本}}$	28.9%	28.2%	26.9%	30.2%	32.8%	34.7%

短期の安全性については、当座比率が上昇（60.9%⇒73.7%）しているのに対して、流動比率が低下（145.7%⇒138.8%）している。これは、売上債権回転日数の増加（24.1日⇒105.0日）が示しているように、運転資金の長期化によるものであり、従来から財務体質が強いとされていた同社の短期の安全性に陰りが見えていることを表している。具体的には、官公庁からの受注の割合が減少し、前受金が減少していることが原因である。長期の安全性については、平成12年3月期を境に悪化している。過去最高益を記録した平成9年3月期に30.89%だった自己資本比率は平成12年3月期に26.9%まで下落し、平成13年3月期には固定比率が105.3%と一倍を超え、固定長期適合比率は年々悪化している。これは、経常赤字を出した平成12年3月期にピークとなった固定負債（1,057,045百万円）を、営業活動によるキャッシュフローで返済しているためである（平成15年3月期は661,595百万円まで減少）。同社の借入りを早期に返済して自己資本比率を高めるという財務戦略は評価できるが、そのしわ寄せが短期の安全性の悪化を招いており、新しい収益分野への投資を行わない限り、縮小均衡となるおそれがある点が問題である。

(2) 収益性

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高営業利益率	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$	4.7%	2.2%	-0.8%	2.5%	2.7%	4.4%
売上高経常利益率	$\frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}}$	4.3%	1.9%	-3.1%	2.1%	2.4%	3.0%
ROE	$\frac{\text{当期純利益}}{\text{平均株主資本}}$	4.5%	1.3%	-10.6%	-1.6%	2.1%	2.7%
ROA	$\frac{\text{事業利益}}{\text{平均使用総資本}}$	3.7%	2.0%	-0.1%	2.1%	2.3%	3.4%

海外の原動機や大型プラントの失敗により大幅な赤字となった平成 12 年 3 月期を谷として回復基調にはある。ただし、平成 13 年 3 月期以降、売上高は減少傾向にあり、収益性の高い分野への事業展開が急務となっている。また、平成 13 年 3 月期は退職給付会計に係る会計基準変更時差異の計上や、三菱自動車工業㈱のリコール関連特別対策費による持分法投資損失の計上があり、当期純損失となっている。ROA は、有利子負債の返済等による総資産の圧縮効果により、平成 10 年 3 月期の水準にまで戻しつつある。

(3) 成長性

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高増収率	$\frac{\text{当期売上高} - \text{前期売上高}}{\text{前期売上高}}$	-1.5%	-6.1%	-1.1%	5.9%	-5.9%	-9.4%
経常利益増益率	$\frac{\text{当期経常利益} - \text{前期経常利益}}{\text{前期経常利益}}$	-36.1%	-59.6%	-266.0%	170.6%	7.5%	15.0%
純利益増益率	$\frac{\text{当期純利益} - \text{前期純利益}}{\text{前期純利益}}$	-51.0%	-70.2%	-857.4%	-85.1%	230.0%	29.8%

平成 13 年 3 月期には、原動機や航空・宇宙部門の売上が好調だったため増収となっている他は、売上高は減少傾向にある。利益率は平成 13 年 3 月期以降、回復基調にあるが、海洋・船舶や原動機部門の利益率向上による影響に依存しており、新たな収益分野の開発が急務である。

(4) 生産性

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
労働生産性	$\frac{\text{付加価値(1)}}{\text{従業員数}}$	8.6	7.9	6.6	8.1	8.4	
一人あたり売上高	$\frac{\text{売上高}}{\text{平均従業員数(期末従業員数で代用)}}$	46.8	44.4	44.2	47.6	45.6	
一人あたり売上総利益	$\frac{\text{売上総利益}}{\text{平均従業員数(期末従業員数で代用)}}$	7.0	5.4	3.8	5.3	5.9	
一人あたり営業利益	$\frac{\text{営業利益}}{\text{平均従業員数(期末従業員数で代用)}}$	2.2	1.0	-0.4	1.2	1.3	
使用総資本投資効率	$\frac{\text{付加価値(1)}}{\text{平均総資本}}$	12.5%	10.9%	9.1%	11.7%	12.9%	
労働装備率	$\frac{\text{有形固定資産}}{\text{従業員数}}$	11.7	12.2	12.0	11.8	12.1	
売上高付加価値率	$\frac{\text{付加価値(1)}}{\text{売上高}}$	18.4%	17.8%	14.9%	17.0%	18.4%	
労働分配率	$\frac{\text{人件費}}{\text{付加価値(2)}}$	55.4%	65.0%	94.9%	71.4%	65.7%	
自己資本分配率	$\frac{\text{純利益} + \text{金融費用} + \text{減価償却費} + \text{賃借料}}{\text{付加価値(2)}}$	33.9%	29.6%	0.7%	23.5%	28.8%	

一人あたりの付加価値を表す労働生産性は、平成 12 年 3 月期を谷に回復基調にある。これは、労働装備率がほぼ一定であるのに対して、使用総資本効率が改善していることから読み取れる。具体的には、平成 12 年 3 月期において 1,758,013 百万円あったたな卸資産を平成 15 年 3 月期には 918,889 百万円まで削減し、総資本をスリム化してきた効果と考えられる。しかし、一人あたり付加価値が 840 万円、一人あたり売上総利益が 590 万円と低い水準にあり、より高付加価値な分野への進出が課題である。分配の側面から見た場合、労働分配率が高く、自己資本分配率は低い。これは、同社の戦略資産である技術力

が、設備等の有形戦略資産に依存しているのではなく、技術開発力やシステムインテグレーション能力といった無形の戦略資産に依存していることを意味している。しかし、無形の戦略資産をより活用するためにも、一人あたりの付加価値を高めるような戦略が必要である。

(5) 効率性

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
使用総資本回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}}$	65.4%	61.3%	62.0%	71.9%	73.1%	70.7%
有形固定資産回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{有形固定資産}}$	401.2%	362.9%	370.1%	402.9%	377.8%	341.4%
棚卸資産回転日数(日)	$\frac{\text{棚卸資産}}{\text{売上高} \div 365 \text{日}}$	210.6	251.9	223.2	154.7	132.5	129.3
売上債権回転日数(日)	$\frac{\text{売上債権(受取手形割引高、裏書譲渡高を含む)}}{\text{売上高} \div 365 \text{日}}$	24.1	9.0	18.3	63.0	89.2	105.0
買入債務回転日数(日)	$\frac{\text{仕入債務(前渡金)}}{\text{売上高} \div 365 \text{日}}$	75.5	85.3	87.7	89.1	88.4	85.5
運転資本回転日数(日)	$\frac{\text{運転資本(売上債権+棚卸資産+仕入債務)}}{\text{売上高} \div 365 \text{日}}$	159.2	175.6	153.8	128.6	133.2	148.7

使用総資本回転率は、平成 12 年 3 月期を境に改善している。これは、平成 11 年 3 月期に有利子負債がピーク（1,249,229 百万円）となり、平成 12 年 3 月期において大幅な経常損失（89,520 百万円）となった後、たな卸資産の削減や有利子負債の返済により使用総資本をスリム化した結果、売上高は減少したが効率性は向上していることを示している。このことは、たな卸資産回転日数が平成 11 年 3 月期（251.9 日）以降改善している（平成 15 年 3 月期は 129.3 日）ことから読み取れる。しかし、対照的に売上債権回転日数は長期化している。これは、官公庁からの受注の割合が減少し、前受金が減少していることが原因である。このことは、長期大型の仕掛案件が減少し、代わりに支払条件の悪い海外を中心とする比較的小規模の受注獲得に動いている結果とも考えられ、運転資本回転日数の悪化を招いている（平成 13 年 3 月期 128.6 日⇒平成 15 年 3 月期 124.7 日）。総合的に評価すると、従来型の官公庁受注を中心とした安定経営の時代は終わり、自らリスクをとって新規受注を獲得する経営スタイルに変わりつつあり、効率性の改善の裏にビジネスリスクがあることを常に注意しておく必要がある。

(6) その他

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
1株あたり純資産	$\frac{\text{株主資本}}{\text{発行済株式総数(自己株式等除外)}}$	405.85	396.50	369.13	378.96	380.22	376.79
1株あたり純利益	$\frac{\text{当期純利益}}{\text{期中平均株式数}}$	17.97	5.36	-40.62	-6.03	7.84	10.18
1株あたりキャッシュフロー	$\frac{\text{営業活動によるキャッシュフロー}}{\text{期中平均株式数}}$			39.66	75.34	29.38	14.85

1株あたり純資産額が、平成 11 年 3 月期、平成 12 年 3 月期において減少している。これは、連結配当性向が 100%を超えている（1株あたり純利益よりも1株あたり配当が大きい）ためである。平成 13 年 3 月期は、当期純損失となったものの、有価証券の時価評

価により自己資本が 78,269 百万円増加したため、1 株あたり純資産額は増加している。また、平成 15 年 3 月期は、当期純利益が 34,330 百万円あったものの、三菱自動車工業株を持分法の範囲から除外したため、連結剰余金が 32,346 百万円減少し、1 株あたり純資産額は減少している。1 株あたりキャッシュフローは平成 13 年 3 月期以降減少傾向にあり、企業価値創出の観点からは、既存事業の衰退のスピードに新規事業が追いついていない現状が読み取れる。

1.2 キャッシュフロー分析

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
営業キャッシュフローマージン	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{売上高}}$			4.7%	8.3%	3.5%	1.9%
営業キャッシュフロー投資比率	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{投資キャッシュフローの絶対値}}$			197.9%	333.7%	110.7%	47.2%
営業キャッシュフロー固定負債比率	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{長期負債(社債+長期借入金)}}$			19.3%	37.4%	20.5%	10.3%
1株あたり営業キャッシュフロー	$\frac{\text{営業キャッシュフロー}}{\text{期中平均株式数}}$			39.66	75.34	29.38	14.85

営業キャッシュフローマージン、1 株あたりキャッシュフローともに平成 13 年 3 月期以降減少傾向にあり、平成 15 年 3 月期においては、投資キャッシュフローを営業キャッシュフローで賄いきれない現状となっている。営業キャッシュフロー固定負債比率は、営業キャッシュフローの落ち込みはあるものの、長期負債も減少していることから悪化の度合いは緩やかだが、営業キャッシュフローの悪化の原因が運転資本の悪化に起因していることを考えると、追加の借入れが必要となるケースも予想され、さらに悪化する可能性がある。全体として、投資キャッシュフローを営業キャッシュフローで賄いきれない部分を財務キャッシュフローで調達する構造になっており、資本コストを最適化する資金調達方法と資本コストを上回る新規事業の開拓が課題といえる。

1.3 セグメント別分析

(1) 船舶・海洋

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高営業利益率	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$		2.3%	-0.1%	-1.4%	1.9%	4.2%
売上高増収率	$\frac{\text{当期売上高}-\text{前期売上高}}{\text{前期売上高}}$			-10.9%	6.8%	-1.3%	-8.3%
使用総資本回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}}$		100.9%	89.8%	104.8%	111.9%	
売上高減価償却比率	$\frac{\text{減価償却費}}{\text{売上高}}$		2.5%	2.8%	2.5%	2.2%	0.0%
営業キャッシュフロー対設備投資額	$\frac{\text{営業利益}+\text{減価償却費}}{\text{資本的支出}}$		125.3%	155.0%	61.5%	251.7%	

船舶・海洋の売上高営業利益率は、平均して低い水準にある。船舶は、造船不況時にすでに

コスト削減を経験しているが、近年、韓国や中国の造船会社との受注競争により、利益の出にくい環境にある。平成15年3月期は、LNG船等、高付加価値船の引き渡しにより利益率が改善したが、受注高は年々減少傾向にあり、これが売上高増収率の減少に現れている。営業キャッシュフロー対設備投資額は、平成13年3月期を除いては高い水準にあり、設備投資を営業キャッシュフローで賄っていると言える。平成13年3月期は、円高の影響により海外向け受注が赤字工事となったため、営業損失となっている。

(2) 原動機

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高営業利益率	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$		2.8%	-5.1%	3.3%	3.6%	8.2%
売上高増収率	$\frac{\text{当期売上高}-\text{前期売上高}}{\text{前期売上高}}$			8.9%	21.3%	0.7%	-28.4%
使用総資本回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}}$		53.5%	60.8%	86.0%	100.5%	
売上高減価償却比率	$\frac{\text{減価償却費}}{\text{売上高}}$		3.7%	3.4%	2.7%	2.5%	0.0%
営業キャッシュフロー対設備投資額	$\frac{\text{営業利益}+\text{減価償却費}}{\text{資本的支出}}$		124.4%	-65.4%	324.4%	204.8%	

原動機は、平成12年3月期に37,156百万円の大幅な営業損失を計上した。これは、これまで稼ぎ頭だった発電プラントが、海外で軒並み赤字工事に陥ってしまったことに起因する。このことは、平成12年3月期の受注工事損失引当金が61,691百万円と過去最高になっていることから読み取れる。平成13年3月期以降は売上高営業利益率、使用総資本回転率ともに回復しており、当面の危機は乗り越えたと考えられる。しかし、海外に依存した場合の為替リスクや、国内需要の落ち込みを考慮すると、予断を許さない状況が続く。

(3) 機械・鉄構

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高営業利益率	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$		0.3%	-0.8%	1.6%	2.3%	2.5%
売上高増収率	$\frac{\text{当期売上高}-\text{前期売上高}}{\text{前期売上高}}$			3.8%	-19.7%	-21.2%	-2.4%
使用総資本回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}}$		73.8%	93.9%	97.4%	84.0%	
売上高減価償却比率	$\frac{\text{減価償却費}}{\text{売上高}}$		1.5%	1.7%	1.9%	2.2%	0.0%
営業キャッシュフロー対設備投資額	$\frac{\text{営業利益}+\text{減価償却費}}{\text{資本的支出}}$		77.3%	71.9%	236.0%	204.3%	

機械・鉄構も売上高営業利益率は、平均して低い水準にある。また、売上高増収率、使用総資本回転率ともに悪化傾向にあり、国内の廃棄物処理装置等の需要が落ち込んでいることを示している。一方で、平成12年3月期以降、売上高営業利益率、営業キャッシュフロー対設備投資額が改善しているのは、海外への輸出プラントの採算改善によるものと考えられる。

(4) 航空・宇宙

分析目標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高営業利益率	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$		9.4%	7.4%	6.3%	7.1%	8.1%
売上高増収率	$\frac{\text{当期売上高}-\text{前期売上高}}{\text{前期売上高}}$			-1.2%	30.2%	-9.6%	7.3%
使用総資本回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}}$		58.8%	53.6%	77.0%	67.0%	
売上高減価償却比率	$\frac{\text{減価償却費}}{\text{売上高}}$		3.9%	4.2%	3.0%	3.1%	0.0%
営業キャッシュフロー対設備投資額	$\frac{\text{営業利益}+\text{減価償却費}}{\text{資本的支出}}$		225.3%	207.6%	404.5%	265.4%	

航空・宇宙の売上高営業利益率、営業キャッシュフロー対設備投資額は高い水準にある。これは、防衛庁向け売上が減少する一方で、民間機の受注が好調であるためである。ただし、他のセグメントに比べて、使用総資本が大きい（使用総資本回転率 67%）ため、投資資金の回収に時間がかかることを考慮に入れた投資が必要である。

(5) 中量産品

分析目標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高営業利益率	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$		-1.1%	-2.7%	0.1%	-1.2%	-0.5%
売上高増収率	$\frac{\text{当期売上高}-\text{前期売上高}}{\text{前期売上高}}$			-8.6%	0.5%	-2.7%	-2.6%
使用総資本回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}}$		87.8%	85.7%	92.0%	92.0%	
売上高減価償却比率	$\frac{\text{減価償却費}}{\text{売上高}}$		3.7%	3.7%	3.5%	3.6%	0.0%
営業キャッシュフロー対設備投資額	$\frac{\text{営業利益}+\text{減価償却費}}{\text{資本的支出}}$		54.4%	33.6%	92.7%	64.8%	

中量産品の売上高営業利益率は、平均して低い水準にある。また、営業キャッシュフロー対設備投資比率も低い水準にあり、設備投資を営業キャッシュフローで賄いきれていない現状にある。これは、国内は中小型エンジンや、エアコンの需要が減少したほか、産業機械も、中国向け押出成形機等を除いては需要が低迷しているためであり、何らかの抜本的改善策を講じる必要がある。社長はエアコン事業から撤退しない意向を表明しているが、企業価値創出の観点から事業の選択と集中を行う必要があると考える。

(6) その他

分析指標	計算式	結果					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
売上高営業利益率	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$		6.6%	6.9%	7.0%	6.0%	4.1%
売上高増収率	$\frac{\text{当期売上高}-\text{前期売上高}}{\text{前期売上高}}$			-9.6%	2.3%	-1.3%	-1.5%
使用総資本回転率(%)	$\frac{\text{売上高}}{\text{使用総資本}}$		43.5%	40.1%	39.2%	42.2%	
売上高減価償却比率	$\frac{\text{減価償却費}}{\text{売上高}}$		12.2%	16.2%	15.6%	16.0%	0.0%
営業キャッシュフロー対設備投資額	$\frac{\text{営業利益}+\text{減価償却費}}{\text{資本的支出}}$		109.5%	107.8%	93.1%	97.7%	

その他事業は、売上高営業利益率が高い水準にある。しかし、使用総資本回転率が低く、営業キャッシュフロー対設備投資比率も100%を割り込んでいることから、キャッシュフローを生み出していない製品の洗い直しを行い、その他事業の中で資源を投入すべき事業とそうでない事業を峻別し、効率的な資源循環を行うべきである。

2 企業価値分析

2.1 経済付加価値 (EVA)

(指標の名称と計算式)

指標の名称	計算式
EVA	税引事業利益-資本コスト
税引事業利益	$(\text{営業利益}+\text{受取利息}+\text{受取配当金})\times(1-\text{実効税率})$
営業利益 受取利息 受取配当金 実効税率	
資本コスト	投下資本(1)×加重平均資本コスト
投下資本(1)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(簿価)
投下資本(2)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)
短期借入金	CPおよび1年内償還社債含む
長期借入金+社債	キャッシュフロー分析の長期負債と一致
株主資本(簿価)	
株主資本(時価)	発行済株式数×株価
発行済株式数	
株価	自己株式控除後
加重平均資本コスト	$\text{負債コスト}\times(1-\text{実効税率})\times\text{投下資本負債比率}+\text{株主資本コスト}\times\text{投下資本株主資本比率}$
負債コスト	短期借入金、長期借入金、社債の平均利率
投下資本負債比率	$\frac{\text{短期借入金}+\text{長期借入金}+\text{社債}}{\text{投下資本(2)}}$
株主資本コスト	リスクフリーレート+β×リスクプレミアム
投下資本株主資本比率	$\frac{\text{株主資本(時価)}}{\text{投下資本(2)}}$
リスクフリーレート	10年もの国債の応募者利回り
β(ベータ)	企業のシステマティックリスク
リスクプレミアム	市場全体の期待収益率とリスクフリーレートの差

指標の名称	参照 H9/3	数値(単位:百万円)						出所
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	
EVA		-22,647	-66,930	-97,727	-46,645	-46,533	-3,737	
税引事業利益		98,979	54,766	-1,484	55,179	55,316	74,804	
営業利益		144,259	65,307	-23,796	74,889	78,655	115,308	
受取利息		19,612	23,084	15,479	14,603	12,300	13,443	
受取配当金		6,488	5,871	5,762	5,480	4,253	0	
実効利率		41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	41.9%	税効果益
資本コスト		121,625	120,697	96,243	101,823	101,849	78,541	
投下資本(1)		2,572,936	2,586,606	2,450,362	2,365,933	2,332,722	2,393,890	
投下資本(2)		2,914,092	3,063,770	2,294,781	2,642,657	2,507,392	2,080,884	
短期借入金	359,658	555,044	511,368	511,180	407,847	555,965	636,209	貸借対照表
長期借入金+社債	395,907	649,027	737,861	694,118	679,845	484,030	486,713	
株主資本簿価		1,368,865	1,337,377	1,245,064	1,278,241	1,282,727	1,270,968	
株主資本時価		1,710,021	1,804,541	1,089,483	1,554,965	1,457,397	957,962	
発行済株式数		3,372,823,000	3,372,973,000	3,373,013,512	3,373,027,082	3,373,603,980	3,373,106,122	
株価		507	535	323	461	432	284	Yahoo Finance
加重平均資本コスト		4.73%	4.67%	3.93%	4.30%	4.37%	3.28%	
負債コスト		2.93%	2.64%	2.35%	2.42%	2.43%	2.01%	
投下資本負債比率		41.32%	40.91%	52.52%	41.16%	41.88%	53.96%	
株主資本コスト		6.86%	6.84%	6.76%	6.33%	6.50%	5.76%	
投下資本株主資本比率		58.68%	59.09%	47.48%	58.84%	58.12%	46.04%	
リスクフリーレート		1.857%	1.836%	1.762%	1.329%	1.495%	0.758%	住友言徳銀行
β(ベータ)		1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	Bloomberg
リスクプレミアム		5%	5%	5%	5%	5%	5%	朝日監査法人CF部

(計算結果)

平成10年3月期から平成15年3月期まで期間においてEVAはマイナスとなっている。これは、簿価ベースの株主資本が高い水準にあり、資本コストを押し上げているためである。時価ベースの株主資本は、平成12年3月期と平成15年3月期において、簿価ベースの株主資本を下回っている。これは、市場が企業を清算価値以下と評価していることを意味している。税引事業利益は、平成12年3月期を谷に回復基調にある。しかし、簿価ベースの株主資本を減少させない限り資本コストが高いままであるため、EVAを高めるためには、フリーキャッシュフローを借入金の返済のみに充てるのではなく、自己株式消却やM&Aのためにあてることが、企業価値を高める財務戦略であると考えられる。

2.2 企業価値指標

指標の名称	計算式	数値(単位:百万円)					
		H10/3	H11/3	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3
企業価値(1)	短期借入金+長期借入金+社債+株主資本(時価)	2,914,092	3,053,770	2,294,781	2,642,657	2,507,392	2,080,884
企業価値(2)	MVA=EVA/資本コスト	-479,085	-1,412,931	-2,488,157	-1,083,818	-1,065,783	-113,904
企業価値(3)	フリーキャッシュフロー価値			2,212,620	1,470,368	1,486,443	1,709,353

企業に対する投下資本の観点からみた市場価値は、日本経済の低迷による株価の下落の影響を受けて減少している。しかし、企業価値(2)(3)に比べて高い水準にあり、当社の株式市場での評価が相対的に高いことを示している。

2.3 フリーキャッシュフロー価値の計算根拠

	H12/3	H13/3	H14/3	H15/3	H16/3	H17/3	H18/3	H19/3	H20/3	H21/3
営業キャッシュフロー	133,779	254,132	99,116	50,094						
投資キャッシュフロー	-67,559	-76,161	-89,538	-106,150						
フリーキャッシュフロー	66,220	177,971	9,578	-56,056	47,335	45,331	43,411	41,573	39,812	38,126
平均フリーキャッシュフロー				49,428						
売上高	2,875,039	3,045,023	2,863,984	2,593,894	2,400,000					
売上高成長率		5.9%	-5.9%	-9.4%	-7.5%					
平均成長率					-4.2%					
H12/3の予測期間		171,245	8,868	-49,938	40,575	37,388				
H13/3の予測期間			9,183	-51,526	41,714	38,299	35,164			
H14/3の予測期間				-53,711	43,457	39,876	36,590	33,575		
H15/3の予測期間					45,831	42,496	39,404	36,537	33,878	
予測期間の割引現在価値(A)	208,138	72,835	99,787	198,146						
資本コスト	3.93%	4.30%	4.37%	3.28%						
永久成長率(リスクフリーレート)	1.76%	1.33%	1.50%	0.76%						
継続価値の資本コスト	2.17%	2.97%	2.87%	2.52%						
継続価値(B)	2,004,482	1,397,532	1,386,656	1,511,206						
企業価値(A)+(B)	2,212,620	1,470,368	1,486,443	1,709,353						

この算定においては、平成12年3月期より平成15年3月期までのフリーキャッシュフローの平均値(49,428百万円)をとり、これが平成12年3月期から平成16年3月期(決算予想を含む)の売上高の平均成長率(△4.2%)で成長すると仮定して平成21年3月期までのフリーキャッシュフローを求めている。各期の企業価値の算定においては、予測期間を5期としてフリーキャッシュフローの割引現在価値(A)を求め、その次年度(6期目)のフリーキャッシュフローを継続企業の資本コスト(資本コストからリスクフリーレート(企業の永久成長率と仮定)を引いたもの)で割って継続価値(B)を求め、その合計(A)+(B)により算定している。これによれば、平成12年3月期と平成15年3月期において企業価値(1)(3)が近似しているのに対して、平成13年3月期と平成14年3月期においては、企業価値(1)が(3)を上回っている。これは、同社の株価が相対的に高い水準にあり、業績の悪化や株式市場の下落等の特殊要因があった場合に、適正な企業価値を表すと言える。ただし、この計算においては、仮定が多く含まれているため、その設定を変えることにより企業価値の値も大きく変化することから、さらに詳細な検討が必要と考える。しかし、この計算が正しいとすれば、日本を代表する三菱重工を1兆3～5千億円で買収できることになり、一方で企業再生のために4,000億～6,000億円の債務免除がいくつも行われている日本の現状を考えると、複雑な心境にならざるを得ない。

3 企業成長戦略

相川社長・会長時代(89年6月から99年6月)、西岡社長時代(99年6月から2003年6月)、それぞれの企業成長戦略を、(1)事業展開シナリオ、(2)資源循環、(3)戦略資産蓄積・移転、(4)企業価値持続的創造の点で評価を行う。

3.1 事業展開シナリオ

同社の事業展開は、戦後の造船、70年代の原動機、80年代の工作機械というように主力製品が変遷してきた。なかでも長崎造船所は、海外の一流メーカーから技術を導入し、国産化することで日本製造業の発展の基礎を作ってきた。他の事業部においても、絶えず新しい製品を手がけることで拡大してきた。

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>(経営環境) 航空・宇宙産業も、冷戦の終結、民間航空会社の不振などで環境は厳しい状況にあった。長い間、造船事業は中核事業であり、社長も歴代造船部門出身という伝統どおり、相川社長は長崎造船所出身であった。</p> <p>(市場浸透) 厳しい環境を事業の幅の広さで補完しようとした。90年代の為替変動に伴う収益の落ち込みに対しては国内事業の拡大で吸収し、93年から94年の円高時には、電力設備投資が高い伸びを示し、なかでも原動機が好調であった。95年から96年の円高でも環境関連投資が好調であった。</p> <p>(問題点) 相川社長の事業展開は、プラットフォーム（中核技術）を生かした市場浸透というよりは、市場の幅に広さと国内需要の好調に支えられ、結果的に成功していた側面がある。成長の前提は、国内市場の成長と継続的な技術進歩にあり、これが崩れたもとでの戦略がなかった。</p>	<p>(経営環境) 海外の赤字受注により収支が急激に悪化し、財務体質も悪化した。国内需要が冷え込み、海外や新規事業に活路を見出すほかなかった。</p> <p>(事業開発) 日本発の純国産民間ヘリ「MH2000」を受注し、ETCで成功を収め、米プリンセスクルーズからの客船2隻を受注した。</p> <p>(市場開拓) 台湾の高速鉄道プロジェクトの受注競争においては、プラットフォーム（中核技術）を活かして日本企業連合が優先交渉権を獲得した際の立役者となった。</p> <p>(問題点) 新規事業や海外で部分的には成功を収めたが、収益の足かせとなる中量産品や機械・鉄構のリストラクチャリングを行っておらず、事業の選択と集中が不十分といえる。</p>

3.2 資源循環

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>(コスト削減による企業価値創出) 長崎造船所は、「50プロジェクト」により工程数を半減させ、人件費が日本の3分の1である韓国造船業界に対抗しようとした。また、仕掛品削減プロジェクトにより仕掛品の回転率を高める努力をしている。神戸造船所も92年から「スリムアンド・ストロング」、93年からコスト半減作戦を実施している。売上高経常利益率、棚卸資産回転率、売上債権回転率、電気代、交際費にいたる費用項目の事業所ごとのラン</p>	<p>(事業の選択と集中) 大型ガスタービン、選択と集中によって撤退・売却をするGEとは対照的にすべて自社開発で行う。しかし、すべてにおいて自前主義にこだわるのではなく、客船はホテルオークラ、トンネル掘削機はコマツ、射出成型機はファナックと提携することにより、補完関係により新たな戦略資産を生み出そうとしている。三菱電機に技術者を派遣し、原子力事業のプラズマ制御技術を半導体製造装置に応用した例もある。事</p>

<p>キングを公表し競わせる。円高を利用して海外からの資材・部品調達の拡大し、各事業所が独自に資材得を調達している海外企業のうち、技術力や価格競争力が優れている企業を「相乗り拠点」として他の事業所に紹介する方法が採られた。</p> <p>(問題点)</p> <p>円高による価格競争力の急激な低下により、「クリスタル・シンフォニー」、LNG 船 4 隻の建造をフィンランドの造船会社にとられた。輸出案件比率が高まると、調達コストをドル化しないと固定比のコスト削減は難しい。また、海外調達部品が品質面で使い物にならないために国内産に振替え、かえって期間と費用のロスが発生した。</p>	<p>業評価基準は技術であり、キャッシュフロー増大に結びつくかどうかは、長期的な視点から判断している。</p> <p>(成長投資による事業拡大)</p> <p>国内需要の低調を補うために、新たな中核事業として航空宇宙事業の一層の拡大に取り組む。</p> <p>(問題点)</p> <p>しかし、商業ロケット打ち上げの失敗等により日本の宇宙ロケット開発は大幅な見直しを迫られており、この影響が懸念材料となる。また、投下資金の回収に時間を要するため、技術面の蓄積が、収益やキャッシュフローの改善に寄与しにくい。</p>
--	--

3.3 戦略資産蓄積

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>(独自性と競争優位源泉)</p> <p>同社は、超一流の技術者集団であり、技術力と、製品群の幅の広さでは、世界的にも比類のない企業である。また、システム・インテグレーターとして傑出した能力をもっており、各事業部は、市場も技術も異なる複数のビジネスを抱えている。例えばタービンは 4 つの事業所で作っている。同社はミニ三菱重工の集まりであり、全体がわかる技術者を多数抱えており、他の事業所との競争に勝つ事を目標に掲げている。</p> <p>(戦略資産蓄積)</p> <p>米ウエスチングハウス・エレクトリック (WH) 社との技術提携契約の内容見直しを行い、フロリダ電力向けの 15 万 k w ガスタービンを WH 社経由で受注した。世界一厳しい排ガス規制のお陰で、環境関連</p>	<p>(独自性と競争優位源泉)</p> <p>将来の産業基盤に必要となりそうな技術は幅広く手がけ、社内に独自技術を蓄積していくという全方位的な技術開発戦略をとった。例えば、長崎造船所の風車は要素技術の複合化の賜物。「MH2000」の開発において、ヘリの機体とエンジンを 1 社で両方開発した例は世界でも珍しい。マイクロガスタービンも大型タービンと小型タービンの複合技術であった。西岡社長は、技術を磨くことが生き残る道であり、ガスタービンや旅客機などの要素技術もハイテクであると語っている。</p> <p>(戦略資産蓄積)</p> <p>高砂工場では、中小の協力会社から専門分野の工夫技術を吸収する。名古屋航空宇宙システム製作所では、工場の分析により他社に学んでいる。「MH2000」の墜落、「H2」</p>

<p>(脱硫・脱硝技術)が飛躍的に進歩した。米ボーイング社との包括提携を締結した。</p> <p>(問題点) ただし、手本がある分野、目標がはっきりし一定の成果を期待できる分野で力を発揮する傾向にある。すなわち商品企画はお客様さんがやってくれるケースが多かった。弱い商品企画力の例として、日本郵船から受注した豪華客船「クリスタル・ハーモニー」は、為替リスクを負担し、100億円の赤字となった。結果的に、足りない部分をユーザーに依存しつつ、技術を蓄積する勝ちパターンでしかない。また、コストダウン至上主義は、三菱重工の戦略資産である研究開発力や生産技術力を低下させた。</p>	<p>ロケットの打ち上げ失敗の経験を経て戦略資産の蓄積が行われた。同社には、一旦導入した生産技術を徹底的に消化改良し、さらに全社に広げていくというしつこい企業風土がある。</p> <p>(問題点) 幅広い要素技術を保持する三菱重工の技術本位の経営と、GEの選択と集中の経営とどちらが勝利するかという命題に対する答えは、現時点では見えていない。</p>
--	--

3.4 企業価値持続的創造

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>(社長就任時の状況) 金融収支は200億円の黒字、財務部門はリスクを冒さず、常に安定的。92年度(93年3月期)の経常利益は1,407億円。1,000億円を超えているのは上場企業で4社だけだった。94年3月期に21.1%だった有利子負債比率が、97年3月期には15.3%に、94年3月期△7億円だった金融収支も97年3月期には+122億円に改善した。</p> <p>(業績評価基準) 売上高3兆円、全製品トップシェアでかつ25%以上、売上高経常利益率6.5%~8%を目標とする。</p> <p>(財務の急激な悪化) 97年9月下旬以降、原動機と機械の落ち込みによる3,800億円の資金ショートが発生した。1997年3月期の経常利益は</p>	<p>(業績評価基準) 製鉄機械をやめたら日本から製鉄機械を作る会社がなくなってしまう。株主、顧客、従業員の3者の利益をバランスよく考えたい(西岡社長)。また西岡氏は、人材と技術を守り抜いていく、厳しい受注環境のもと、事業規模に見合った体制を作るため、固定費をいかに削減するかが課題だとしている。PBR1倍以下は株主に申し訳ない。</p> <p>(配当政策) 2003年3月期は6円に引き上げる予定、将来はせめて8円にしたい。</p> <p>(問題点) 自社事業の現状を収益性の視点、競争地位の視点から把握し、資本コストを上回る価値を今後も上げられる事業は何かを見極める必要がある。そして、成長が見込める</p>

<p>2,089 億円、1998 年 3 月期予想 1,950 億円⇒1,600 億円⇒1,200 億円、2 度にわたる減額修正を行った。2000 年 3 月期は 895 億円の経常赤字、3 度目の業績下方修正のときは工事損失引当金が 920 億円にまで膨らんでいた。</p> <p>(問題点) ROE は結果であり、目標ではない（相川社長）。格付けは 98 年 8 月 AAA⇒AA+に、2000 年 5 月 AA+⇒AA-に引き下げられた。銀行を中心とする間接金融から、株式市場を中心とする直接金融市場へと変わるにつれ、株主を重視しない姿勢は競争力を失うと考えられる。国内需要の低調を海外案件の確保で補うと、運転資金が長期化するため有利子負債の削減は厳しい。</p>	<p>分野には、競争力強化投資を行い、成長が見込めない事業については、合併・提携・撤退・売却を行う必要がある。フリーキャッシュフローの使途についても、開発投資、M&A、自社株消却等の選択肢を検討すべきである。</p>
--	--

4 事業ポートフォリオ
4.1 事業定義（企業レベル）

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>(末永聡一郎社長) 「自主・自立の達成」「全員売子子の構え」「全員で神輿をかつぐこと」をスローガンに三菱重工の舵きを唱えた。</p> <p>(飯田庸太郎社長) 「全製品の一流化・黒字化」「新製品・新技術の開発と新事業開拓の積極化」「NEXT - もっと楽しく、もっと快適に」をスローガンに実際に舵を切った。潤沢な資金があるなら設備投資にまわし、世界のどこにもない製品を作るように努力すべきとの考え方から原子力、冷熱、鉄構建設、汎用機の 4 つの事業を独立させた。</p> <p>(相川賢太郎社長) 「メーカーとして世界の一流企業を目指す」「三菱重工 BEST 新製品選定」等の施</p>	<p>(意思決定の焦点) 技術回帰の姿勢を明確にし、新しい需要を生み出す新製品を創造する意外に前に進む道はない。開発現場からの提案を元に社長自身が選定し、開発プロジェクトを立ち上げる。戦略的提携で収益確保し、幅広い基盤技術は手放さない。事業をやや絞り込みつつも、長期的な視点から、幅広い独自技術を持ちつづける技術本位の経営を貫く。</p> <p>(資源の活用移転) 販売層を広げるためには、輸出を伸ばすことが必要。1 つの製品で磨いた技術を他の製品に取り入れていけるところが三菱重工の強さである。</p> <p>(問題点)</p>

策を打ち出し、新製品数の増大と開発のスピードアップを図った。「コスト段階からコストを作り込め」「コスト削減も技術力である」との考え方から、輸出の割合を20%⇒30%にし、販路を世界に広げて、国内景気が冷え込んでも大丈夫な体力を作ろうとした。一方で海外調達には漸進主義で望む、終身雇用を確保する一面も。品質、納期、コスト。鉄鋼メーカーとのバランスをとりながらコストの競争力をつけたい。

(問題点)

コスト削減努力が、海外部品の調達率アップを生み、品質面で裏目に出た後は、現地の施工進行を管理するプロジェクトマネージャーが不在という負の戦略資産となってしまう。国内の需要低迷に価格競争が加わり、輸出を伸ばす戦略しかなかった。海外工事の引渡しを急いで、かえって手直し工事が増えてしまい、実力以上のことをやり失敗した結果となる。航空宇宙部門は希望の星ではあるが不採算事業の見直しを含め、競争力の強化を図る必要あり。造船及び鉄構事業は国際競争力の低下や市場縮小による過当競争に陥っているため、分社化などの対応が必要。リスクの分散化をおこない、筋肉質な収益基盤の構築が必要。

開発員の固定費が膨らむため、収益力は低い。技術革新のポテンシャルは高いという体質から、企業価値が創出できるかが課題である。従来は、原動機、造船、航空宇宙、プラントなどの受注品が収益を稼ぎ、中量製品の赤字を覆い隠す作戦であった。次期社長の佃氏は産業機器事業部の出身であるため、赤字部門にメスを入れられるかどうかは課題である。

4.2 事業戦略（事業単位レベル）

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>（末永聡一郎社長） （市場浸透によるシェアアップ） 量産品・中量産品部門の抜本的体質改善策として、市場の動向に迅速・機敏に対応するために、量産品統括本部を設置し、生産・販売を一体化した直轄型事業部制を採用した。</p> <p>（相川社長） （新市場開拓による販売量アップ） 重厚長大と先端エレクトロニクスを融合させ、レジャー・生活、産業機械分野の展開として豪華クルーズ客船、探検クルーズ客船、搬送システム、立体駐車場、レジャー・流通施設等の開発を行った。ミスを恐れず、大胆な開発を促進し、スキー場やマリナーまで作る。ルームエアコンやカーエアコンの販売力を強化し、トップの松下電器産業（19.6%）を上回るシェアを目標に販売網を一新した。産業機械部門が旺盛な設備投資に支えられて大幅に伸び、印刷機械事業部が業界トップになった。</p> <p>（競争優位性） 航空・宇宙開発事業では、名実共に世界のトップの地位にある。海洋・エネルギー開発、地球環境保全は今後が期待される。汎用機事業本部は、既存製品のシェアを25%以上を目標とする。シェアが足りない部分は、新規事業や強い製品のシェア拡大でカバーする。「事業所事業部制」事業本部で受注が決まりそうになると、事業所間で社内コンペを実施する。受注価格が出来る過程をオープンにすることで、戦略資産を共有することが出来る。</p>	<p>（事業ポートフォリオ） 技術本部を設置し、各事業部と研究所間の人的交流を活発化することにより、将来技術のシーズを見つけるよりも製品化に必要な要素技術に絞って研究する。各事業部の自立、赤字の事業はある程度取捨選択していく。冷熱事業を事業部制にして製販を一体運営で独立性を高めることにより顧客の声をより早く製品に生かす。中量産品は製造と販売を一体化した分社型運営に切り替えた。</p> <p>（シナジー効果） 造船は付加価値の高いものへのシフトを考える。量は追わず質で勝負する。神戸造船所はもともと原子力事業の中心拠点だが、ETC、ERP、ITS の設計・施工では有数のメーカーとなっている。佃新社長の門出のために海外戦略本部を設置し、米国に統括会社を設立した。2002年3月期は海外向け20%増の見通し。</p> <p>（問題点） 同社のシナジー効果を生かしたポートフォリオ戦略も、既存事業の選択と集中というレベルには達しておらず、伝統的な事業所の不文律を守るといった企業風土は残されている。しかし、同社の経営環境を考えると、企業改革の域を越えた企業革命が必要となっており、トップの強力なリーダーシップが求められる。</p>

<p>(問題点)</p> <p>アジア通貨危機による原動機、機械受注の繰り延べは、二大主力事業の誤算となった。受注も 59%がアジア諸国によるものであり、繰り延べが計画延期、見直し、凍結なのかキャンセルなのか見通しがつかなかった。比較的採算の良い国内事業用発電プラントの比率は従来 6 割であったが 5 割を割り込んでいる。成長が期待できる IPP (卸売電力事業者) 向けも受注競争が激しい。ストーカー炉 (大型ごみ焼却炉) も、地方自治体の財政健全化努力により受注が鈍化している。トップシェアなら不況に左右されないという幻想が、数々の失策に繋がったと言える。</p>	
--	--

5 企業変革

5.1 企業改革

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>(80 年代以降三代の社長)</p> <p>強い意志とリーダーシップにより、低成長経済の定着と産業構造の転換が図られた。「自主・自立の達成」「全製品一流化・黒字化と新製品開発」「世界的一流企業を目指す」「新・重厚長大企業への変身」のスローガンのもと、原動機、航空機などの成長部門の一層の強化・拡大、汎用機、冷熱事業などの量産品、中量産品部門の抜本的体質改善の基礎が作られた。</p> <p>(相川社長) (漸進的変革)</p> <p>常務会の改革、事前に調整済みの案件を承認するだけの場になりがちだったが、活発な議論の場とすることにより、役員クラスの意識改革を喚起している。経営の意思決定の迅速化、各現場からの積極的な発言や提案、ハイテク技術を取り込んだ。「国とともに」の社是に歴史的な新解釈を加える。</p>	<p>(調整、適応)</p> <p>フロンガス放出事故を契機に「現場管理改善委員会」が組織された。</p>

<p>従来実権をにぎっていた「社長室長」が空席となり、常務会のメンバーは、事業本部という子会社の社長ではなく、全員が三菱重工の社長としての役割を求められた。</p> <p>「航空機・宇宙部門は官需でも、もっとコストは下げられないのか」「コストを 3 割安く出来たら、それは新製品」</p> <p>(コスト削減に対する反応の違い)</p> <p>長崎造船所は指示に素直に従う、名古屋航空宇宙システム製作所は研究開発費は削減できない。「来るべき不況に備えよう」 (津田副社長)</p> <p>「人を減らして利益を出すのではなく、経営の精度を上げて損を減らし、収益を上げていく」リストラを避け、日本的経営を基本に収益を立て直す。</p>	
--	--

4.2 企業革命

相川社長・会長時代	西岡社長時代
	<p>(問題点)</p> <p>未だ、企業革命に相当する現象が起こっていないところが問題である。</p>

4.3 企業変革へのコミットメント

相川社長・会長時代	西岡社長時代
<p>(問題意識の段階)</p> <p>相川社長の叱責を受けて、名古屋航空宇宙システム製作所の幹部が、長崎造船所を視察した。</p>	<p>(問題意識の段階)</p> <p>西岡社長の視線を現場にあわせるやり方で、新しいものに挑戦しようという雰囲気社内が変わってきた。</p> <p>(参加意識の段階)</p> <p>独立志向の強い事業所の工作部長まで連れてくることで、会社の総力を結集して船主の信頼を回復する。昼夜交代制で納期に間に合わせる。組合も全面的に協力。課長級の若手が、意識改革、新製品改革、生産革新に取り組む。「フロントライン・ミーテ</p>

	<p>イング」は、課長と対話することで従業員の意識改革。世の中にはない新しい製品を作りたいとの声があがる。</p> <p>(当事者意識の段階)</p> <p>高砂製作所の「経営革新・新事業推進委員会」は、硬直的・官僚的な経営スタイルを変えることで、まず、組織力を強化したいという事実上の工場独立宣言であった。具体的には、社内稟議書の承認印の簡素化。工作機械事業は、社内売りが多いため、顧客の声を聞き取る視点が乏しかった。そこで、事業所に技術者を派遣して、調査をおこなう。「技工資接点活動」は、開発期間の短縮とコスト削減のための活動。</p>
--	---

付属資料 5：企業戦略分析

(出所：蓮沼 俊勝 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2006年1月16日)

三菱重工業株式会社 (2005)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

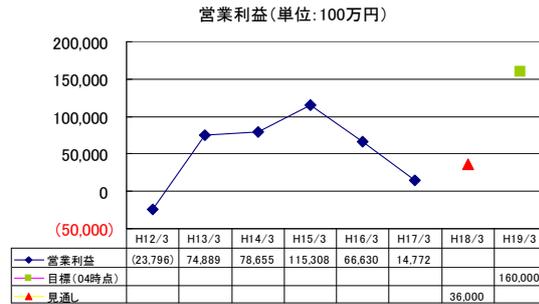
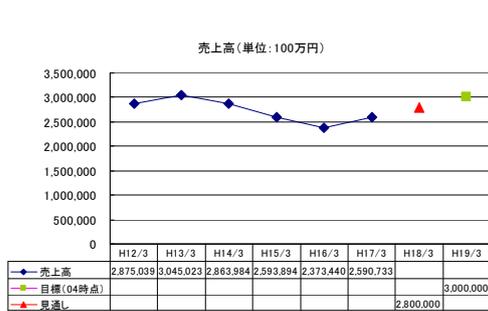
同社では以下の6つのセグメントから有価証券報告書を構成している。従業員数3万3千人、連結売上高2兆6,000億円という巨大企業である。

No	事業セグメント名称	主要製品
①	船舶・海洋	各種船舶、海洋構造物
②	原動機	ガスタービン、ディーゼル、水車、風車、原子力、排煙脱硫装置、船用機械
③	機械・鉄構	廃棄物処理・排煙脱硫・排ガス処理など環境装置、交通システム、輸送用機器、石化プラント、海水淡水化装置、製鉄・風水力・包装機械、橋梁、水門扉、クレーン、煙突、立体駐車場、タンク、文化・スポーツ・レジャー関連施設
④	航空・宇宙	各種航空機、ヘリコプタ、航空機用エンジン、誘導飛しょう体、魚雷、宇宙機器
⑤	中量産品	フォークリフト、建設機械、運搬整地機械、中小型エンジン、過給機、農業用機械、トラクタ、特殊車両、住宅用・業務用・車両用エアコン、冷凍機、プラスチック・食品機械、産業用ロボット、動力伝導装置、製紙・紙工・印刷機械、工作機械
⑥	鉄構建設事業本部」「船舶不勳洋筆粟本部」の10事業(本)部に分かれている。同社ではHP上でIRのページを設けるなど、近年は広報にも力を入れ始めているが、各事業部門毎の業績分析を試みるものにとっては厄介な企業でもある。最近では官需が厳しくなっていることから、風力発電システム、ロボット、半導体・液晶パネル製造装置などへ展開を始めているが、いずれも各事業部門の収益性を一変させるほどのヒットにはなっていない。	

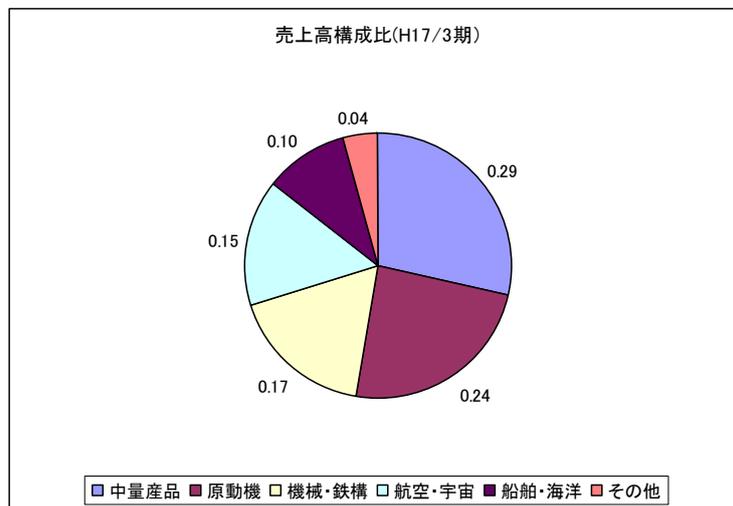
1.2 全社業績推移

1.2.1 売上高・利益過去5年間の推移

売上は2兆5,000億円前後で横ばいとなりつつあるも、営業利益は500億円に達しない状況にある。すなわち、これだけ大型受注生産品を売りさばいて得られる営業利益率は、わずか2%である。この数値から既に、いかに企業としての付加価値を産んでいないかが明白である。



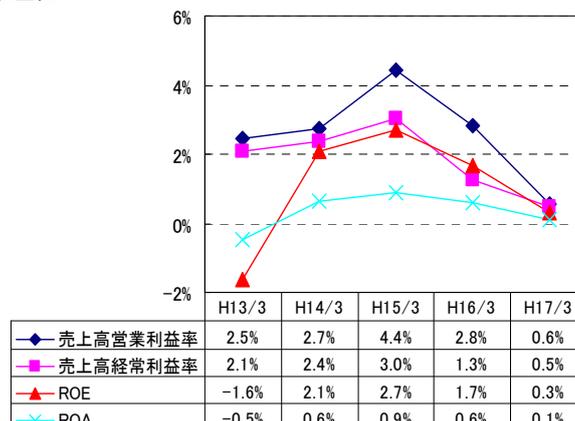
一方で、annualでの目標値は上図中の緑のポイントである。到底達成できなさそうなこの目標について、現時点では経営陣は何の責任も負うつもりはなさそうである。売上構成比率(H17/3)を下図に示す。すでの同社の売上高のトップは中量産品となっており、「重工業」という名前とはそぐわない。但し、それ以外の項目についてはすべて重厚長大・一点モノといった性格が強く、未だにそのような業界構造に依存していることも良くわかる。



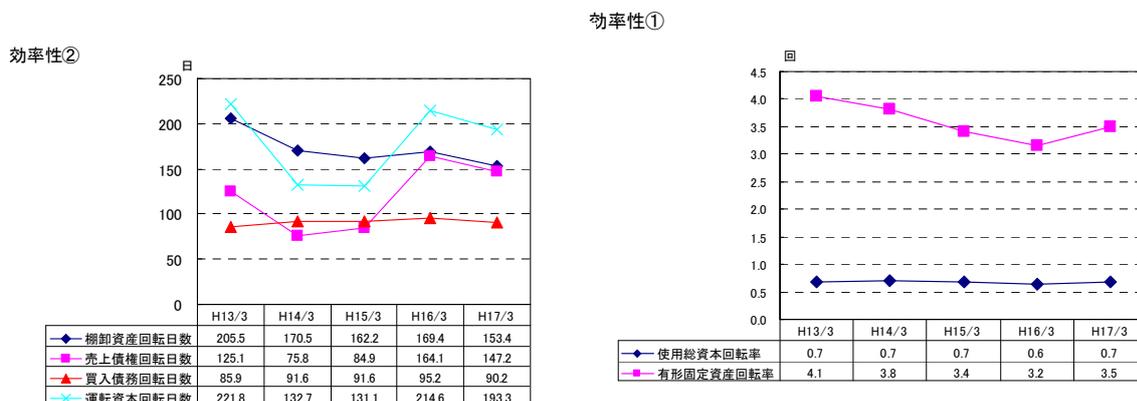
1.2.2 財務諸表分析

特徴的な指標について示す。至近の業績からは収益性からは、営業利益率・経常利益率ともに1%を切っており、膨大な取扱量を誇る同社にしてみれば「何を売っても儲からない」という状態にある。一方で、売上高ベースではH16<H17であることから、H17にはかなり薄利多売体質がさらに進んでいる事が伺える。

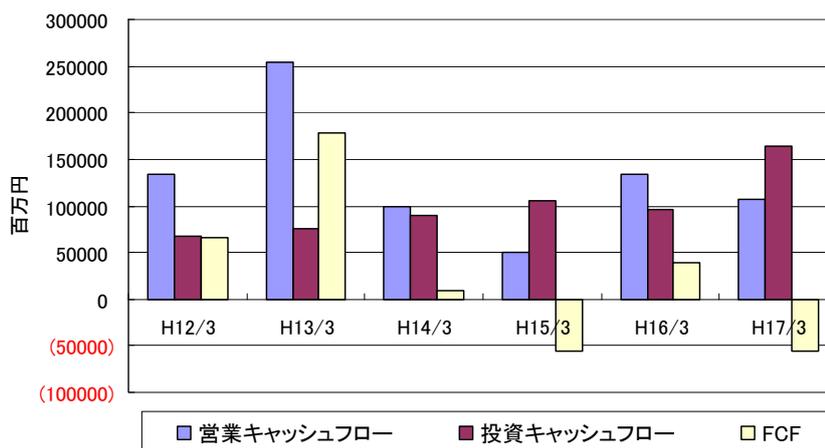
収益性



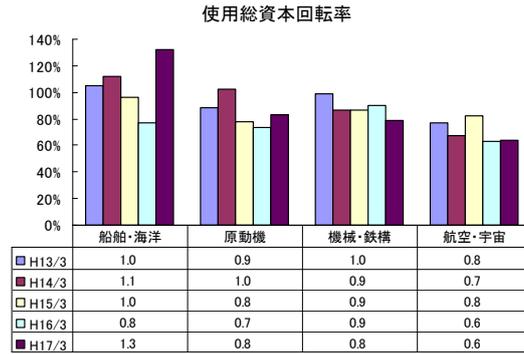
次に効率性であるが、いずれの回転率も非常に悪い数値を示している。特に効率性②に示した指標から、買入債務の回転が 90 日前後であるのに対して、売上債権の回収にはその 1.5 倍以上もかかっていることを示している。また、既に売上高の 3 割近くを中量産品が占めているという今にあって尚、棚卸回転日数が 150 日を越えている。1 年間に在庫が 2.3 回転しかしないことや、特に改善の傾向が見えないことから、「重厚長大産業はこんなもんだ」という甘えがあるのではないか。



次に CF であるが、事業環境の厳しいこの 5 年間で、とくに投資を抑制するという傾向が見られない。むしろほぼ右肩上がりが増えてきており、その結果 FCF がマイナスとなっている。では投資の効果が出始めたか、というとそれも見られず、また何に投資したのかも annual・財務諸表では明確に述べられていない。この背景として、予算確保型の官僚的年度予算配分システムが強固に機能しており、自身の事業部門のことだけを考慮確保した予算を使い切るといった体質もあるのではないか。特に近年は業績が円相場に左右される（注）状況も少なくなく、より機動的な予算配分システムが必要と考える。そもそも、為替相場の変動で利益が吹き飛ぶ程度の業績であることが問題である。

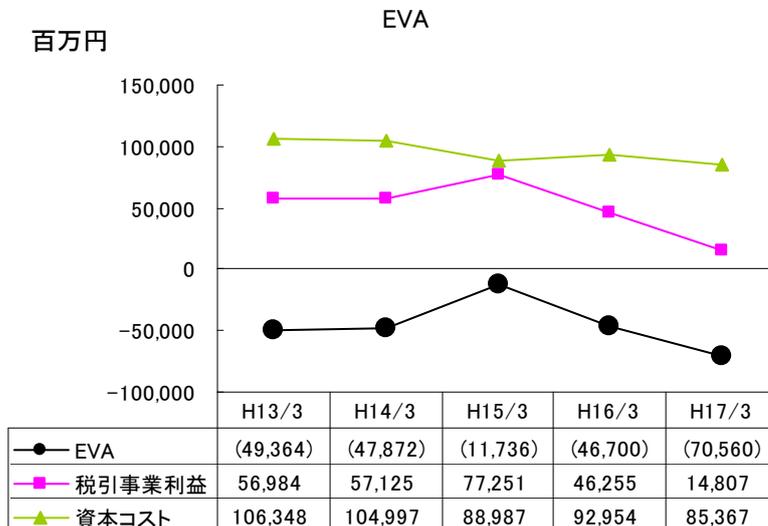


使用資本回転率については、近年 5 年間でほとんど減少傾向にある。つまり、以前から効率性が悪い状況にあったのに、利益の減少と漫然とした投資計画により、効率的な事業経営が出来ない状況に陥っている。



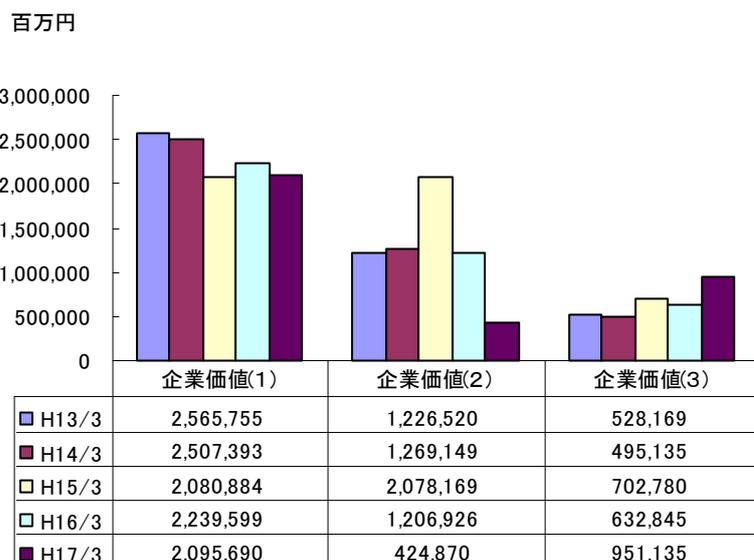
1.2.3 企業価値分析

同社では投下資本は2兆円規模でほぼ一定であるにも関わらず、十分な利益を創出できていない。資本コストの最適化が図られているかといった観点よりも、純利益が決定的に小さく、資本コストを最適化するだけでは効果はあがらない。なお、同社のEVAが正となるために必要な最低限のラインを試算したところ、売上高営業利益で1兆3,000億円～1兆6,000億円程度、売上高営業利益率は5.5%前後となる。これは、営業利益で現在の倍近くの数字であり、現実的な数字とは思えない。したがって、①儲かる製品の見極め②企業規模のスリム化の両方が必要である。その後で投資対効果の評価と事業撤退基準の明確化を行うなど、「普通会社」へと移行することが必要であろう。



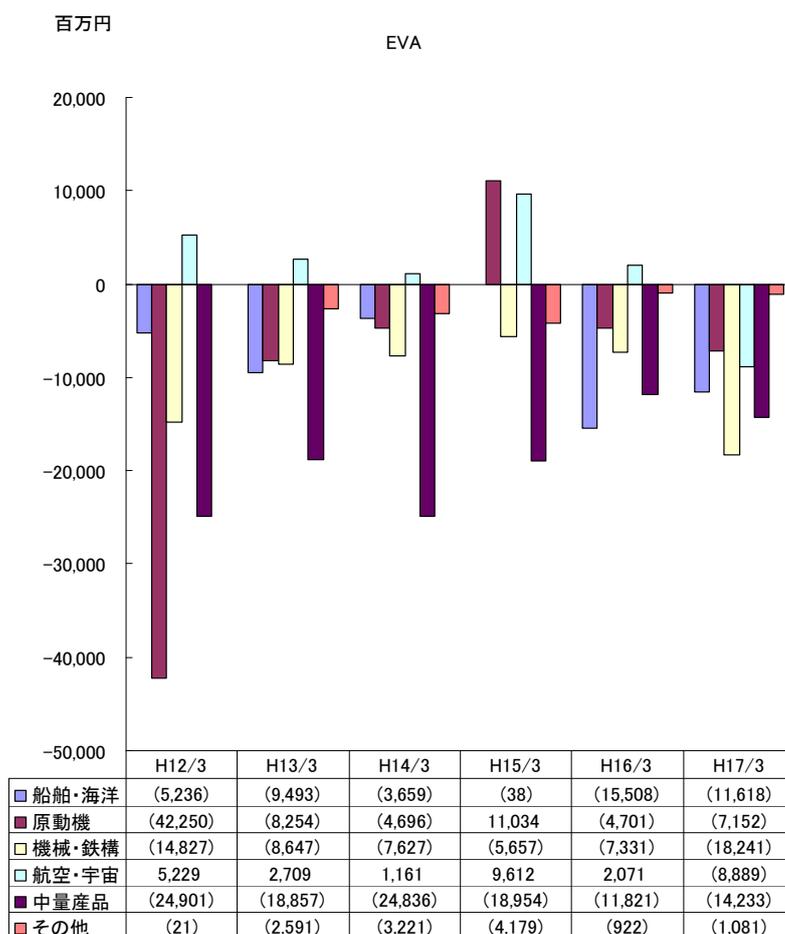
同社の企業価値を評価した結果を下図に示す。価値(2)の時価ベースの評価が最も高い点特徴的である。すなわち、同社では株主が期待している価値を満足していないといえる。しかも、ここではFCFを評価する上での評価期間を半永久的とおいており現実的な値はこれよりもさらに少ないはずである。また、簿価ベースでの投資から得た価値である(3)については2年連続で著しく減少しており、早急に改善する必要がある。同社に対しては、「儲かってなくてもつぶれない会社」とのイメージが根強く、業績よりも高い市場

評価を得ているものと推測されるが、同社自身がその評価に甘んじているのではなかろうか。同社は一刻も早く企業価値に対する考え方を改め、その向上に取り組むべきである。



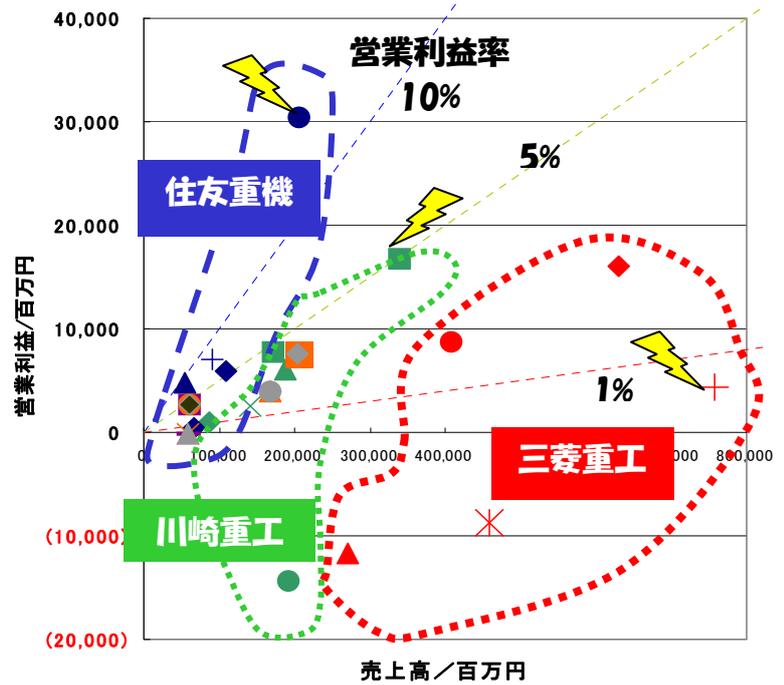
1.3 主要事業部門別業績推移

ここでは、有価証券報告書の分類に沿って各事業セグメントの EVA を試算した。結果を下図に示すが、惨たんたる状況である。先にも述べたとおり、売れないことと資本コストが巨大であることの2重苦により、長年に渡って価値を破壊し続けている。同社では「ROEなどの指標を用いた業績評価は行わない」などしているが、即刻このような状況にあることを公開し、社会的に正当な評価を受け、適切なレベルにまで企業規模を縮小すべきである。

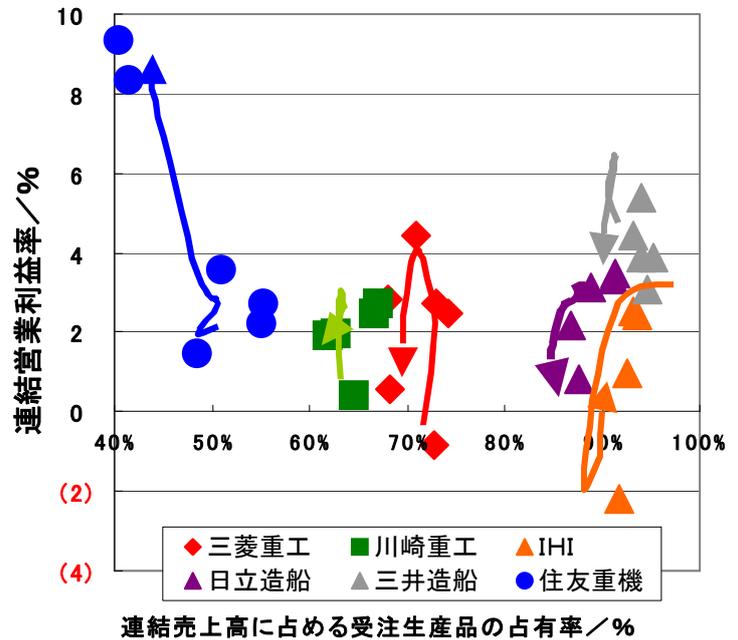


1.4 競合他社との業績比較

ここでは、造船重機 6 社に絞って比較を行った。下図は、6 社の売上高と営業利益をプロットしたものである。三菱重工は売上高ではダントツのトップにあることが分かるが、営業利益が総じて低い事も特徴である。一方で住友重機では、売上高は少ないものの事業セグメントによっては 15% 近い利益を上げるセグメントを有している。また、もうひとつの特徴は、いずれの企業も最大の売上高を稼いでいる事業セグメントが中・量産品にシフトしている状況である。いずれの企業でも過去の造船不況や重厚長大産業の不況時代を経験しているはずであるが、その後の現在の企業像は全く異なるものになっているといえる。



さらに、受注生産品の割合と営業利益率の関係についてみる。ここでも住友重機の挙動が際立っているのが分かる。受注生産品の割合を下げながら、営業利益を大幅に伸ばしている。これは、これまで「1 点ものの受注生産品が儲かる」ことを信じてきた企業にとって、ややショッキングな数字である。その証拠に、他の 5 社は受注生産品の割合を下げてはいるものの、営業利益の創出には成功していない事が良く分かる。このように、産業構造が大きく変わろうとしている今日において、その企業形態を変革できるか否かは、その企業の生死をも決定すると考えられる。



2 企業戦略分析

2.1 企業価値創造

同社では決算短信に以下のような文言が見られる。

当社は事業基盤の異なる様々な製品事業を展開していることから、ROE などの資本効率の直接的な目標は設けておりませんが、上述 () の施策、経営資源の有効活用を地道に実施していくことが、自ずと企業価値、資本効率の向上につながるものと考えております。(決算短信 H17/3 期)

この文脈からは、同社が企業価値をどのように定義しているかが提示されておらず、具体的な説明を放棄しているようにも見える。「中長期的経営戦略など」の項では、グループ全体でコスト低減・生産効率の追求・損益改善を行っていくとし、各製品事業で取り組んでいく内容が盛り込まれている。この内容を注意深く読むと、次のようなことがわかる。すなわち、同社では様々な活動を行うことで自社の受注増・利益増を狙っていくが、それぞれの独自性や優位性について触れられているものは無く、その市場における競争力等を明確に示しているものはない。また、これらの事業の中には既に赤字に苦しむ事業も存在するが、それらの撤退基準が示されていないことも無視できない問題である。整理すると、少なくとも最新の決算短信においては、同社には企業価値という概念は見当たらない。従って、それをいかにして高めようかという、企業価値創造の経営プロセスも見当たらなかった。さらに、留意すべきは前年度の決算短信での記載である。そこでは、以下の記述が見られる。

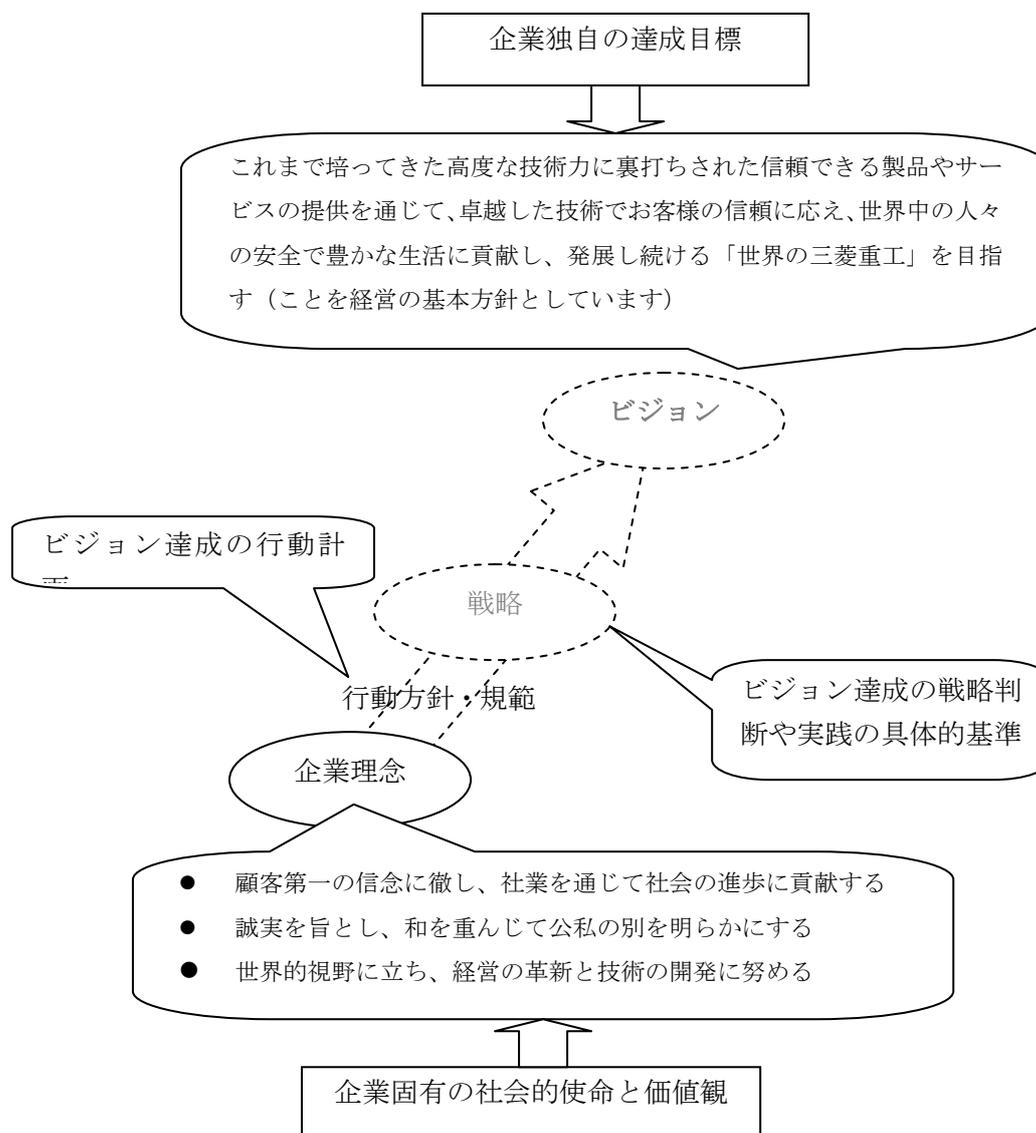
・・・これにより企業価値を高め、顧客や株主・投資家等のステークホルダーのご期待に応えてまいりたいと考えております。(H14,15/3 期 決算短信)

・・・これにより株主価値、顧客価値、社会的価値、社員価値の 4 つの企業価値とその総和である総合価値を高め、顧客や株主・投資家等のステークホルダーのご期待に応えてまいりたいと考えております。(H16/3 期 決算短信)

ここから読み取れるのは、H16/3 期までは、同社内に企業価値に関する考察の結果が加えられているが、H17/3 期にはその記述そのものが見られなくなっている点である。また、基本的な方針そのものに変更がないにもかかわらず、この文章をはじめとする段落が省略されており、経営の基本方針の記述が簡素化されている。この理由はわからないが、安易に削除しているとすれば、ステークホルダーへのメッセージを送る場でもある決算短信でのステートメントを軽視しているようにも感じられる。

2.2 企業理念とビジョン

同社には創業当時の社是が存在する一方で、短信や Annual 04 では「基本的な経営方針」や「our vision」と題された文章が記載されている。この記載は H13/3 期から用いられており、同社にとってはビジョンの位置付けである。これらを理念とビジョンと捉えた場合の関係は下図のようになる。

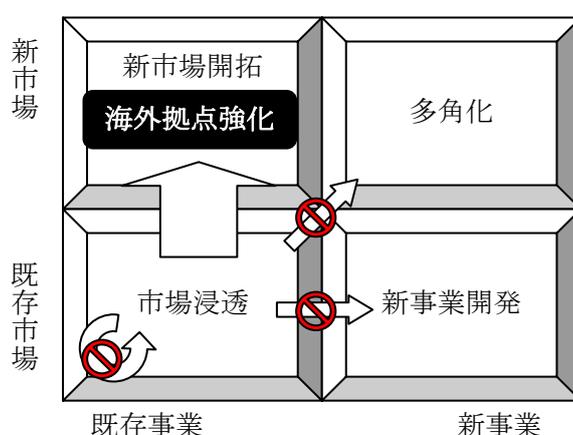


同社における課題は2点ある。1点目はビジョンが曖昧であることである。定量的な目標は設定されておらず、また文章としても長く洗練されていない。これではステークホルダーに浸透しにくいことは容易に想像できる。つまり、経営陣の熱意やコミットメントも感じられず、当然、従業員が情熱を持って追求できる将来像とはいえない。このビジョンへの達成度を再検証するための指標なども設けられておらず、形骸化しやすい。

2点目は同社における戦略の無さである。先にも述べたように企業戦略の記述がまったく見当たらない。この理由は、正直なところ不明である。辛うじて具体的なビジョンとして

トップが発信しているのは、海外案件の強化である。同社では近年、「世界の三菱重工」との標語を掲げており合弁会社などを活用して本社主導と事業部単位の両方で海外での拠点作りを進めている。その結果、特にアジア・欧州での業績は拡大傾向にある点は評価できる。一方で、最大のマーケットであるはずの北米での売上が頭打ちになっており、同市場での拡販が必要である。また、依然として売上高の90%近くを国内での売上に頼っている状況に変わりはない。今後は新製品の開発などよりも、既存製品の海外拡販と、海外の営業拠点強化を進める必要がある。特に同社では過剰とも言える製品展開を行っており、投資額を絞り込む必要もあるため、既存製品で競争力を維持できるエリアへの展開を行うなど、エリアの確保を最優先に展開していく戦略が効果的ではないかと考える。

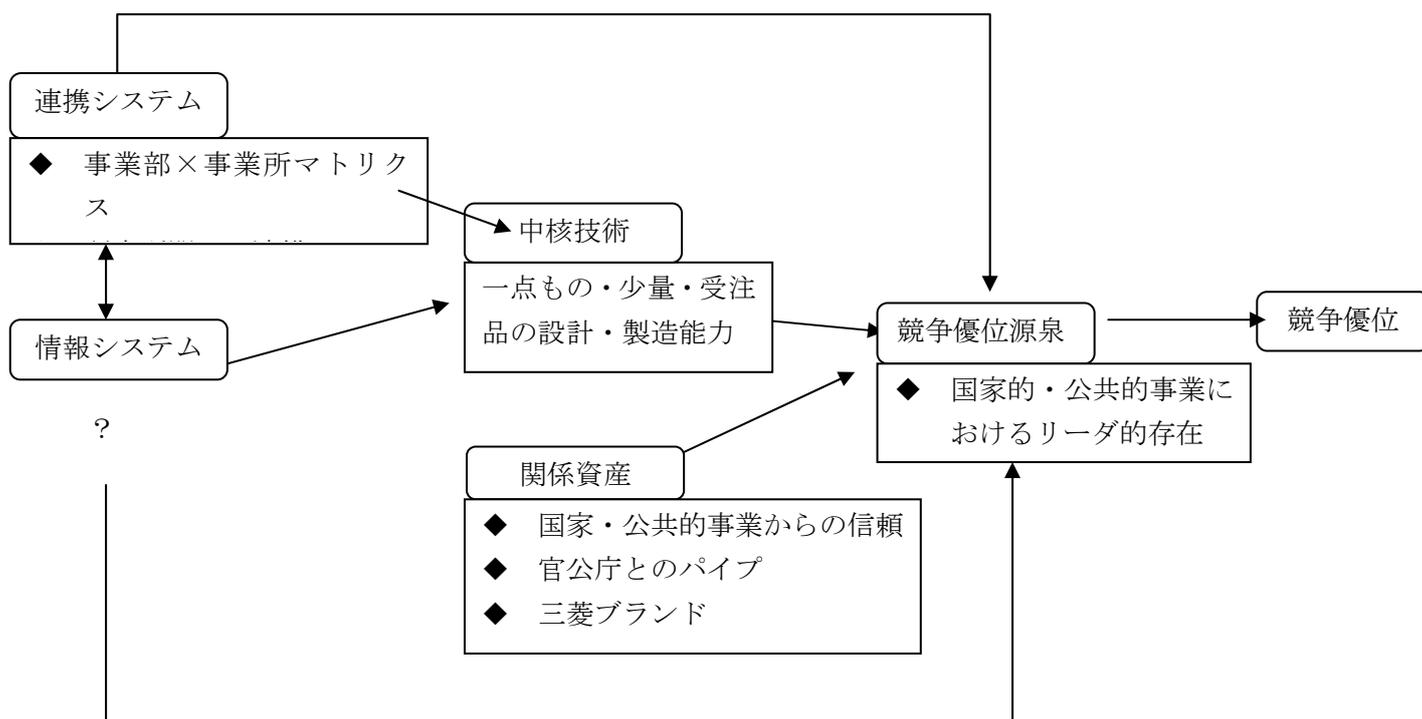
<投下資本を集中させる>



一方で、具体的な企業戦略が見えないことについては、事業部制の弊害が顕在化している可能性が考えられる。同社では事業部制が取られており、最も小さい事業部でも売上高2~3,000億円規模を有している。各事業部がその規模や業績を競うことは企業規模としてはメリットであるが、その分本社機能としてのステアリングが機能していないのではなかろうか。例えば、同社の短信では企業戦略についての記述がほとんど無く、各事業部の業績や方向性だけが列記されている。このことは、本社が具体的な大方針を描けていないのではないかという懸念を抱かせる。同社では、本社主導による新事業開発ファンドをH16/3期に創設しており、医療機器・半導体製造装置・ホームユースロボットの3製品に対して事業化を加速していくこととしているが、その選定基準やどの程度の投資枠を設けているのか、あるいは業績のフォローをどのように行っていくのかなどのコミットメントがなされていない。これらの点については改善が必要と考える。

2.3 戦略資産

三菱重工業における戦略資産の関連図は以下ようになる。過去（特に～95年ごろまで）は、国家プロジェクトや電力業界を含む公共的事業も多くあり、その分野でリーダー的な存在であった同社は数多くの製品分野で競争優位にあったと言ってよい。しかしながら、近年では公共事業予算の減少や、科技厅などの予算が国家的大型プロジェクトから小額・普及型になってきており、当社の業績は振るわない状態が続いている。同社ではこのような大型案件では現在でも競争優位を維持していると考えられるが、一方でそれ以外の一般産業製品ではこれらの戦略資産が逆資産となっている可能性が強い。

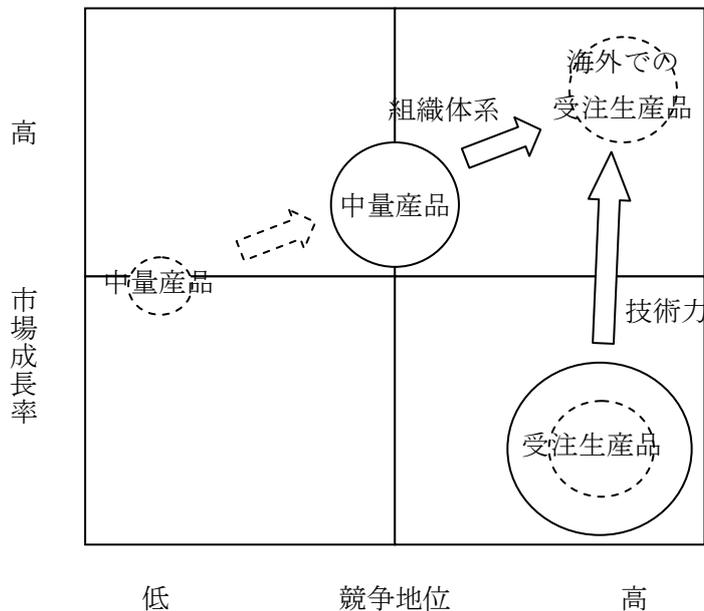


(1) 現状で、戦略資産と呼べるもの

(2) 今後の投資で戦略資産と成り得るもの

中量産品では、近年、収益が改善傾向にある。これは現場での作業体制や設計・製作を合理化し、これまで不得意としてきた市場への対応を改善してきたことによる。この点は、設計から製作にいたるまでの組織的な財産になりつつあると考えられる。これがもし、受注生産品でのノウハウを活かしながら組織設計に反映されているとすれば、他者には模倣が困難で分解できない組織的な資産であると言える。

そこで、これを他事業セグメントにも移転することが出来れば、海外での受注生産品市場においてあらたな競争優位性を獲得できる可能性がでてくる。例えば、市場のニーズや変化の即応できかつ柔軟な組織体系を受注生産品事業においても開発・適用することで、海外案件においてもスピーディーで効率の良いバリューチェーンを構築できる可能性もある。したがって、今後は中量産品における効率的な生産技術などの構築・強化に投資することも一案と考える。



(3) コア・コンピタンスと呼べるもの

ここでは、先のコア・コンピタンスの定義に基づいて考察する。多角化を実行する際に特に有効となる経営資源としては、事業部×事業所マトリクスが運用が挙げられる。同社では、ある事業所（例えば神戸造船所）に複数の事業部が混在している状態が長年続いていた。同社では新製品の開発を行う際に、複数事業部からの混成チームにより試作品を興すことがある。これは同社がこれまで多角化を図ることで存続してきた歴史に基づくものでもある。但し、同様の仕組みは他社にもあり、三菱重工特有の戦略資産とまでは言えない。また、関連資産として挙げた三菱ブランドについては近年凋落著しいが、元々幅広い事業分野という企業イメージが社内外に根付いているため、多角化を行うことに対して寛容な文化がある。これは、新事業・新市場の両面についていえることであり、応用製品の開発や海外チャンネル構築などは実務レベルでも日常的に行われているのが実態である。このようなある意味「身軽」な組織文化の一面もっており、この点に関しては多角化において重要な経営資源＝コア・コンピタンスと考えられる。

(4) 今後の投資でコア・コンピタンスと成り得るもの

同社では、現在ではその多様な製品ラインナップを活かすための情報システムは存在しないといってよい。これは各事業セグメントがほぼ独立して活動しているためであり、シナジー効果も生まれにくい体制になっている。そのため今後は、これらを繋ぐ情報システムの開発が望ましい。但し、このような多様な製品ラインナップや情報システムは他社でも既に構築されているものも多く、模倣困難性などの観点から戦略資産とまではいえないものの、コア・コンピタンスにはなりうるのではなかろうか。

(5) 逆戦略資産：戦略資産効果に逆作用する要因

現時点においては、本章の始めに提示した図中のほぼ全てが逆作用する要因にもなっている。つまり、市場がこれまでの国内・受注生産品から既にグローバルな中量産品に移行しつつあるため、これまでの戦略資産が足を引っ張っている状況ともいえる。

(6) どれにも分類できないもの

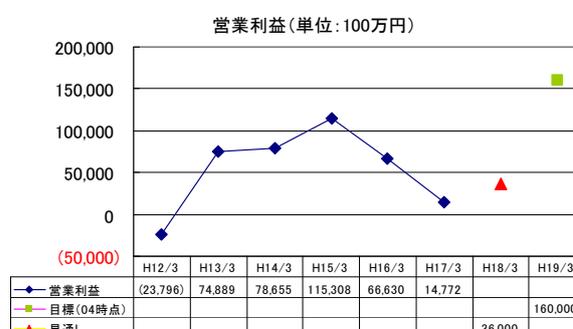
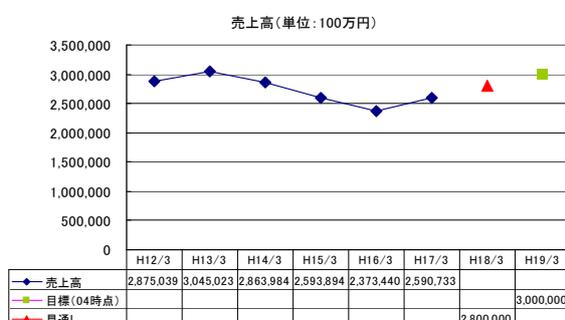
先にも述べたように、事業や市場の多角化は各事業所レベルで行われている。また、ブランドや人脈も製品ごとに散らばっている状況にある。したがって、ブランド管理や官公庁などとのパイプ以外の機能については、本社組織の存在が希薄であることは否めない。これまでの考察も含めて考えると、三菱重工における本社機能は戦略的な価値が小さく、今後の投資によっても有効な資産とはなりえないものと考えられる。したがって、同社における本社機能は戦略資産あるいはコア・コンピタンスのいずれにも分類できないものであり、適切なレベルまで縮小することが望ましいと考える。

2.4 企業成長戦略

三菱重工における成長戦略は、多角化とアライアンスの歴史でもある。同社では新規技術を自前で開発するよりも、海外企業などからの移転によりコア事業を強化する傾向がある。例えば、防衛、船舶用ディーゼルエンジンや火力・原子力発電所用タービン、原子力発電プラントなど、現在の同社を支えている事業の起点は、アライアンスによる技術移転であるものが少なくない。特に、同社の成長期には、景気に左右されず一定の業務量を安定して確保できる官公庁や社会インフラ企業を顧客として定義していた。この戦略(?)により、同社は国が豊かになるのとほぼ並行して規模と利益の拡大を得ることになった。しかしながら、この戦略(?)は公共事業の縮小や規制緩和に伴う社会インフラ企業の変質ともない、非常に厳しい事業環境となっている。将来的にもこの外的要因には変化が期待できないことから、同社の成長は中量産品をはじめとする「顧客」を定義するところからの再出発となる。しかしながら(繰返しになるが)同社ではこの新しい事業での顧客層を明確に描ききれておらず、海外への展開という点以外では戦略らしいものは見えてこない。

2.5 企業変革

三菱重工でも経営目標として annual 04 では「2007年には売上高3兆円、営業利益1,600億円を目指す」としている。一方で2005年度第1四半期に発表された通期見通しでは、売上高2兆8,000億円、営業利益360億円となっている。



これによると、売上高目標には達成の可能性が残されているが、営業利益では目標の達成はほとんど不可能である。しかしながら、これに対する経営陣の説明は一切なされていない

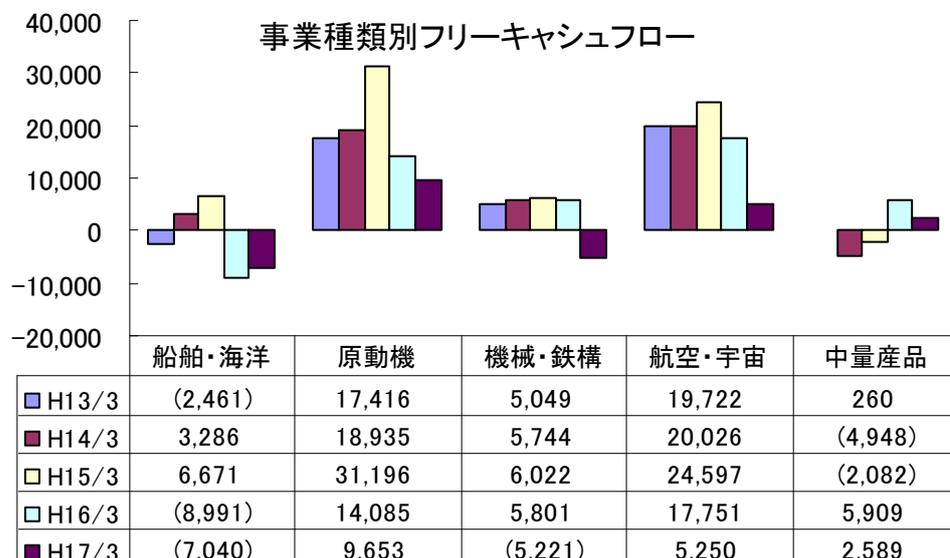
い。また、同社の annual 04 では「Our next priority is to increase MHI's competitiveness, increasing business volume to drive earnings higher」との記載があり、同社が売上規模の拡大を最重要視していることが見て取れる。同社のような重厚長大産業では工場の操業率を重視する傾向があり、利益率よりも受注高・売上高を優先する傾向が否めない。今後はこの体質を改め、利益率重視の経営方針へ転換する必要がある。また、目標が達成できなかった時点で、数字のコミットメントを行っている経営者はその責任についても必ず説明すべきである。さらにこれは大前提であるが、特に目標とする数字に対しては広くステークホルダーに対して知らせ、そこに到達するための道筋を明確に示すべきである。現時点では HP 上や決算短信などで売上高や営業利益の目標に関する記載は見当たらず、英語版の annual だけに記載されている。経営陣が数字に対してコミットメントしているとは言えない状況にあり、改める必要がある。

現在再建途上にある三菱自動車に関しては、完全に事業を清算することは簡単であるが、数多くのステークホルダーからの出資・援助を既に受け入れており、何らかの形で再生することが社会的責任でもあろう。そのように考えた場合、事業の大幅な縮小と三菱ブランドを活かすことが出来る車種に特化した販売・開発戦略に向かう以外に生き残る術は無い。参考になる事業モデルとしては、高級オフロード車に特化している RANGE ROVER ブランドや、軍需から民生用に展開した HAMMER、ラリー車ブランドとして細々と生き長らえているランチャ（イタリア）などが挙げられる。また、デザイン性に優れ少量生産で完全売切型の光岡自動車との提携や、4 輪生産に興味のある国内外の 2 輪専門メーカーへの身売り、または完成車販売からは完全撤退しパーツメーカーとしての生き残りを模索するなどについても視野に入れるべきである。いずれにせよ、国内で発生したような設計不良による事故が海外で発生した場合には、訴訟リスクも甚大なものになる。出資企業は一刻も早く方針を明確にし、顧客も株主も不在のままの企業延命に終止符を打つべきであり、幅広い再生策について議論を交わし速やかに着手するべきである。

2.6 事業ポートフォリオ

同社では近年、不採算事業の整理・統合を進めている。H17/3 期には食品包装機械、射出形成機、業務用洗濯機、鉄構事業について別会社を設立するなどの実績も出始めている。また、冷熱事業や産業機械など、現在分社化や他社との提携などを検討している事業セグメントもある。基本的にこれらのセグメントは売却や整理・縮小ではなく、いずれも他社との合併や分社化といった形態になっており、その結果、再利用可能な資源循環が発生するものではない。すなわち、これら不採算部門を分社化しても、基本的にはそれぞれのセグメントは自身で稼ぐしか手立てはなく、本社部門からの積極的な資源移転は発生しない。同社の場合には本体からのキャッシュの流出や雇用確保などを最優先しており、この点については成功しているとも考えられるが、市場そのものが縮小傾向にあるこれらの事業分野では、本来目指すべき上場によるゲインや効率化により生じるキャッシュの獲得は期待できない。

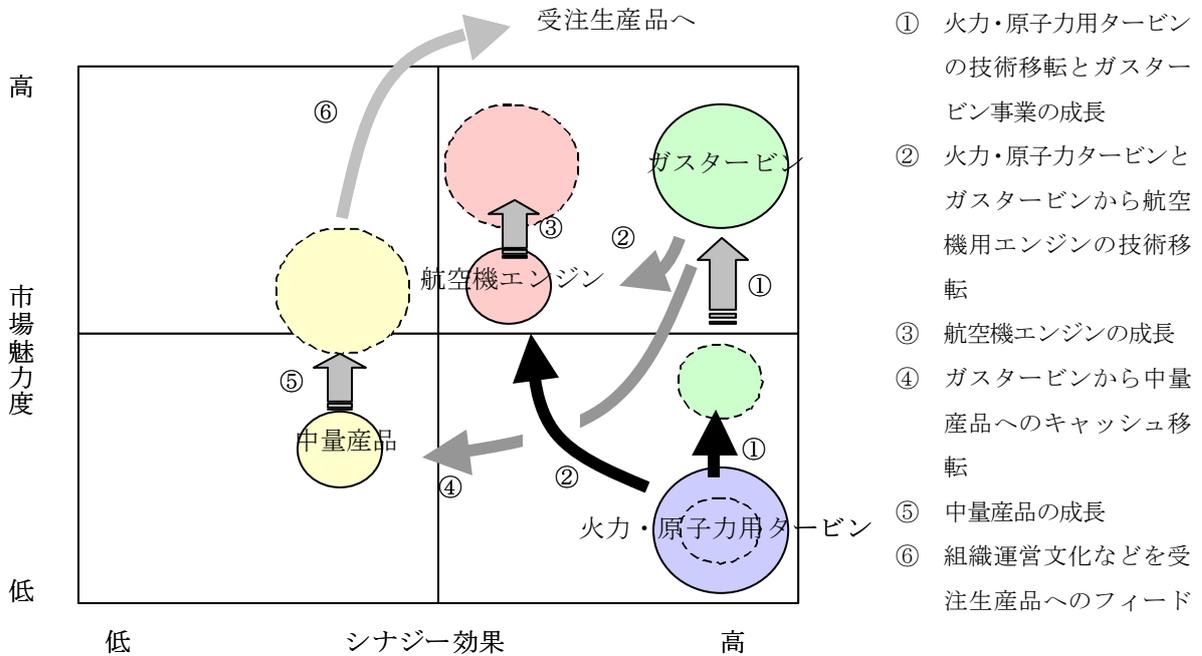
同社の各事業セグメント別の CF をみると、安定的にプラスなのは原動機と航空・宇宙製品のみであり、他は非常に不安定な収益体制になっていることが分かる（但しすべての事業部門で EVA がマイナスであることはもう一度付け加えておく）。



従って、稼ぎ頭のセグメントで得られたキャッシュは他の不採算部門に消えている事になる。一方で不採算部門得では将来に向けた積極的な投資を行っているわけでもなく、赤字を相殺するための消極的なキャッシュの移転と言わざるを得ない。特に船舶・海洋事業は同社の中でも特に不安定な事業となっている。造船事業は同社のシンボルでもあり簡単には切り離しが難しいため、国外での生産や一部不採算製品からの撤退など、ポートフォリオの内部に踏み込んだ抜本的な建て直しが必要と考える。最終的には、製作の海外移転や国内での設計事業への特化、他社との合併等も視野に入れるべきではなかろうか。また、造船事業は受注から納品までのタイムラグにより材料の価格変動などの影響を受けやすく、採算の悪化を助長している。このように現在の産業構造を考えると受注側に圧倒的に不利な契約システムとなっている。このような伝統的なシステムに変化を促すリーダー的な役割こそ、同社に期待したい。また同社では、原動機や航空宇宙などの稼ぎ頭が傾きかけているために全社的な収益が悪化している。そのため、現時点の段階から事業ポートフォリオの見直しを進め、将来へのコア・ビジネスのための投資へとまわすほうが得策である。

三菱重工では、現在の稼ぎ頭は、原動機部門、特に海外での需要が旺盛なガスタービン発電設備である。この技術はもともと、火力・原子力の発電タービンの技術から派生したものであり、この際にヒト・モノ・カネの移転が行われているものと推測できる。また、近年ロールスロイス社と提携した航空機エンジン事業では、一部の技術がガスタービン技術と似通っており、ここへ一部技術の転用があったものと考えられる。同社にとって、航空機エンジン分野への進出は悲願であり、将来にわたって定期的な点検・補修作業が発生するためアフターマーケットまで含めた市場の魅力度は非常に大きいと考えられる。

同社ではさらに、今後の事業の柱として中量産品を位置づけており、現在ガスタービンで得た資源を投入して成長を促している可能性が高い。現時点においては中量産品の規模が小さいため、他事業に与える効果（シナジー）は大きくない。しかしながら、将来的には中量産品と同様の生産体制で臨むべきところも出てくると考えられることから、今はこの分野への投資と仕組み・人材の育成も必要である。つまり、中量産品で得られたノウハウは再び、全社的にシナジー効果の大きい受注生産品へフィードバックされるべきと考える。



しかしながらここで留意すべきは、発電用タービンと航空機エンジンでは事業部が異なる点である。前者は原動機事業部、後者は航空/宇宙に属している。そのため、人材やそれに付随するノウハウを移管する必要性が生じた場合には、それらが移管後にも機能するものであることを確認するか、機能するような環境作りが必要である。

2.7 事業ポートフォリオ・マネジメント

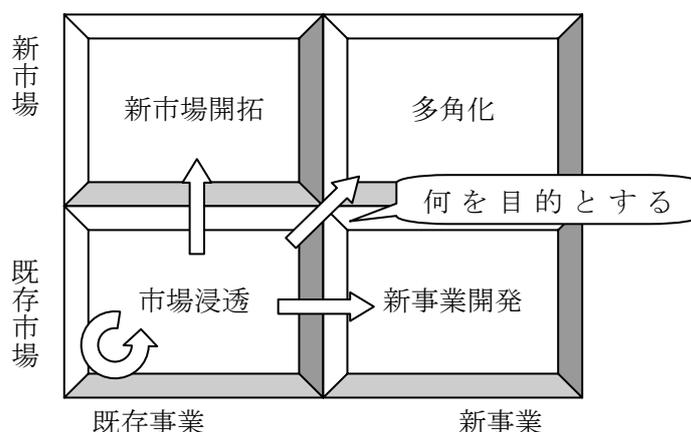
三菱重工においては至近 5 年間、事業ポートフォリオの組み換えはほとんど行われていない。同社の事業セグメントは以下の通りであり、H13 年 3 月期以降、組み換えは見られない。

No	事業セグメント名称	主要製品
①	船舶・海洋	各種船舶、海洋構造物
②	原動機	ガスタービン、ディーゼル、水車、風車、原子力、排煙脱硫装置、船用機械
③	機械・鉄構	廃棄物処理・排煙脱硫・排ガス処理など環境装置、交通システム、輸送用機器、石化プラント、海水淡水化装置、製鉄・風水力・包装機械、橋梁、水門扉、クレーン、煙突、立体駐車場、タンク、文化・スポーツ・レジャー関連施設
④	航空・宇宙	各種航空機、ヘリコプタ、航空機用エンジン、誘導飛しょう体、魚雷、宇宙機器
⑤	中量産品	フォークリフト、建設機械、運搬整地機械、中小型エンジン、過給機、農業用機械、トラクタ、特殊車両、住宅用・業務用・車両用エアコン、冷凍機、プラスチック・食品機械、産業用ロボット、動力伝導装置、製紙・紙工・印刷機械、工作機械
⑥	その他	不動産管理など

同社では受注生産品が未だ主体であり、重複が少ないことも事実である。しかしながら慢性的に不採算となっている事業もあり、適切なポートフォリオのマネジメントが必要である。言うなれば、ポートフォリオの組換えをはじめとするマネジメントがほとんどなされていないことが課題である。同社における事業ポートフォリオ組換えを考えた場合、重要なのはより小さい事業分野への細分化が必要になることである。表中に示したように、特に機械・鉄鋼および中量産機械については取り扱い製品が膨大になっており、内容の見直しが必要である。例えば、まずこれまでの受注案件のレビューを行い、不採算製品を明確にすることで第一次スクリーニングは可能であろう。同社では現在、引合時点から完全オーダーメイド体制で仕様を作りこんでいくため設計費用が膨らみ、繰返し受注しても細部の設計変更に対応していることでコストが下がりにくいという事情がある。そのため、少ロットの製品ほど受注生産体制を改め、モジュール化などを行うことで設計費用を低減し、コスト合理化を図っていく取り組みが必要である。それでも利益の出ない製品については、分社化や売却・清算などを視野に入れるべきである。

また、公的な意味合いが強く事業清算が難しい事業については、分社化と同時に自治体からの出資受け入れ等も検討すべきではなかろうか。現時点では、これら公共的な性格のある事業のからの撤退などが難しいが、株主価値や従業員価値の観点を加味して、社会的価値を重視しすぎる体質は見直していく必要がある。

企業成長戦略に基づいて、事業ポートフォリオを下図のどの部分に進めるかを決定する必要がある。また、その結果としてアンゾフの成長マトリクス上のどこに移行させるのかのビジョンが必要である。こうした戦略が自社の内部開発だけで実行可能であればそれに越したことはないが、実行は早いほど良く、時間を買う手段として **M&A** が有効となる。したがって重要なのは、その事業ポートフォリオをどの方向に進めるのかの明確な方向付けである。そこへ進む確固たる意思さえあれば、他企業の資産を取得する案が浮上するのは至極当然のことでもある。



三菱重工業では近年、いくつかの業務提携が進行していた。また、三菱グループという意味では、三菱化学と三菱ウェルファーマ、三菱製紙と中越パルプも業務提携を実行または試みた例である。また、三菱重工単体で見ると、冷熱事業・製鉄事業における日立との提

携・合併や、業務用洗濯機など産業用機械製品の分社化があげられる。エルピーダやコンカミノルタの事例に共通なのは、両社トップの切実な危機感である。いずれの事例でも、危機感のもと、両社トップが生産拠点の統廃合やブランド戦略などで、出資比率にこだわらない歩み寄りを行っており、執念が結実している。またエルピーダの事例では、DRAM価格の一時的な価格回復により統合話が停滞する危機もあったが、これを乗り越えて実現している。

三菱重工の冷熱事業については、近年のアジア・欧州での需要の伸びが冷熱事業の業績を押し上げたことが破談の要因とされている。本来であれば、長期的な予測シナリオに基づき、外的要因の変化が発生した場合にどう対処するかの合意が必要ではなからうか。また、このような事前の合意を翻すにあたっては、両者のトップの顔が見えない。つまり、そもそも経営陣に強い意志があったわけではなく、緩やかな事業提携から合併までの選択肢を事業部に与え、選択させているように思える。これは、本社組織が従来の事業部主導型の経営計画に頼りがちになっており、強固な方針を打ち出せていない可能性が読み取れる。さらに、同社では破談後の収益予想や影響について提示されておらず、そもそも提携・合併にともなう経済的な効果の試算がどの程度把握されていたのかも疑問が残る。

これまでの同社の歴史は、事業・技術などの提携による成長の歴史でもあり、非常に数多くの事業提携を行ってきた。但し、特に近年の事業提携については、同社本体が得た成果よりも、無軌道な多角化や製品数の肥大化等のネガティブな側面が目立つ。すなわち課題として、事業提携以前に新製品開発に対する参入基準やポリシーが曖昧であり、このことが提携を戦略的に活かし切れていないことに繋がっているのではないか。例えば、同社のこれまでの強みが受注品にあるとし、かつ今後の強化部門が半量産品であるとすると、最初に必要となるのは事業セグメントの再編成であろう。現時点においては、各製品別に分割されており、受注品間での資源移管も無く、全く別の会社のような形態でシナジーが見られない。例えば、事業セグメントを受注品と中量産品に再編成し、さらに不採算の事業セグメントの分離・独立・売却あるいは清算の明確な基準を設けることが必須である。その造り込みには、過去の経験やデータも出来るだけ取り込み、同社の独自の判定基準を策定すべきである。そのような活動を経て、自社内に散らばっている戦略資産を明確に特定できれば、それらの組合せにより社外との提携と同じような効果が生まれる可能性もある。

同社では取り扱い製品があまりに増えすぎていることをネガティブに捉える向きもあるが、それを強みと捉え直すことと、事業ポートフォリオの組換えの中でさらに自社内の資産活用を事業部の壁を越えて真剣に検討することが出来れば、新しい形の企業内提携が実現し、他者には無い戦略資産としての連携システムになりうるものと期待している。

冷熱事業については、もう一度日立との合併にむけて協議を行うことが最善と考える。この事業分野では多数のメーカーがひしめいており、一方で製品の差別化が難しいことから、将来的にはコストリーダーシップ戦略をとらざるを得ない。従って、規模の拡充が必須の条

件になることは容易に予想されることから、将来的には三菱電機や新菱冷熱など、ブランド力を横断的に活用できる企業体との提携・合併も視野に入れることが生き残りの唯一の道と考える。

3 戦略の評価と課題

先のも述べたように、企業レベルでも事業レベルでも、戦略といったものは見当たらない。その理由としては、いくつか考えられる。

3.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

人材の選別が成されていない。また、三菱自動車の救済に多額を投じており、他社からは「資金力が不足している」と揶揄されている状況が続いている。そのような環境中でも事業の選択と集中が成されておらず、惰性で続けている事業も少なくない。打ち上げ高重視ではなく、利益率／利益額での事業評価を徹底し、それを浸透させ、後押しする教育が必要である。

3.2 組織・人事要因

本社機能の強化が必要。現在は企業レベルでの資源配分や戦略策定が不十分であり、単なる立案と配分を行い部署ではなく、強制力を持ち、策定した計画に事業所とともに責任を持つような組織が必要と考える。特に、財務に強い人間はほとんどおらず、エンジニアがそのまま昇進するケースがほとんどである。その為、データに基づく分析よりも当人の感覚に左右される部分の少なくなく、再三度外視のアクションなども散見される。一部幹部の発言や流行に左右される傾向があったり、一方ではトップの意思が貫徹されていなかったりと、組織としては最悪の状況にあると見てよい。このような状況は、経営状態が悪化している事を、社員各人が「だれか他の人の責任」と考えている事による。

3.3 経営管理要因

現状の報酬に対して不満をもつものは多い。すなわち、現在の業績を真つ当に評価できていないことの現れである。被害者意識に近いものを訴える者さえいるのは、危機意識の欠如に他ならない。報酬制度については、人事部門の権限の強化や積極的な説明などが必要。

付属資料 6：企業戦略分析・立案

(出所：東久保 智広 「経営戦略応用研究 期末レポート」 2009年10月26日)

三菱重工業株式会社 (2009)

1 事業内容と業績

1.1 事業内容

三菱重工業株式会社の業種は製造業である。現在の事業セグメントは船舶・海洋、原動機、機械・鉄構、航空・宇宙、中量製品の大きく5つに分かれており、それぞれの事業内容は以下のとおりである。

(船舶・海洋)

油送船・コンテナ船・客船・カーフェリー・LPG船・LNG船等各種船舶、艦艇、海洋構造物等の設計、製造、販売、サービス及び据付

(原動機)

ボイラ、タービン、ガスタービン、ディーゼルエンジン、水車、風車、原子力装置、原子力周辺装置、原子燃料、排煙脱硝装置、船用機械、海水淡水化装置、ポンプ等の設計、製造、販売、サービス及び据付

(機械・鉄構)

廃棄物処置・排煙脱硫・排ガス処理装置等各種環境装置、交通システム、輸送用機器、石油化学等各種化学プラント、石油・ガス生産関連プラント、製鉄機械、風力機械、橋梁、クレーン、煙突、立体駐車場、タンク、文化・スポーツ・レジャー関連施設、その他鉄構製品等の設計、製造、販売、サービス及び据付

(航空・宇宙)

戦闘機等各種航空機、ヘリコプタ、民間輸送機機体部分品、航空機用エンジン、誘導飛しょう体、魚雷、航空機用油圧機器、宇宙機器等の設計、製造、販売、サービス及び据付

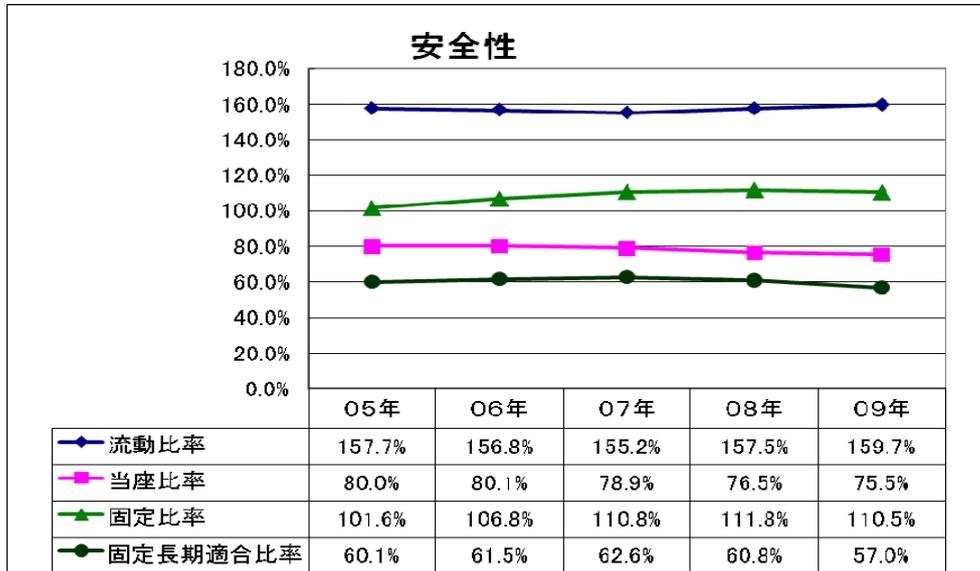
(中量製品)

フォークリフト、建設機械、運搬整地機械、中小型エンジン、過給機、農業用機械、トラックタ、特殊車両、住宅用・業務用・車両用エアコン等各種空調機器、冷凍機、プラスチック機械、食品・包装機械、洗濯機械、動力伝導装置、印刷機械、紙工機械、工作機械等の設計、製造、販売、サービス及び据付

1.2 財務諸表分析

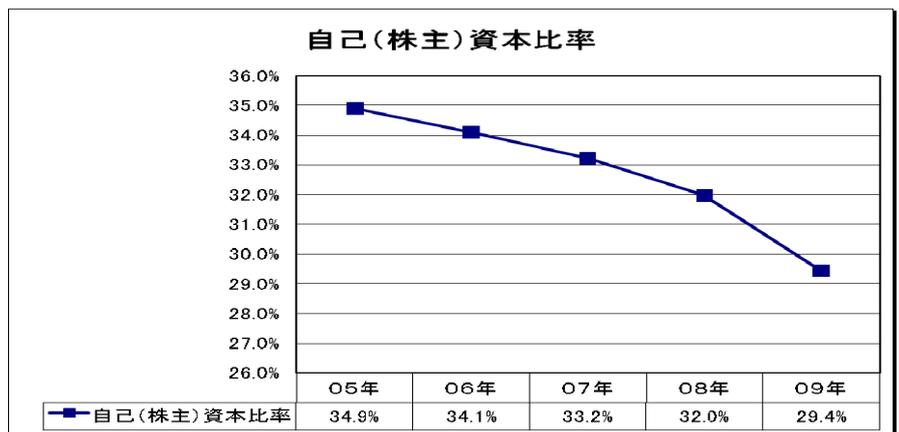
(1) 安全性

図 1.2.1



流動比率は、1年以内に資金化出来る流動資産と、返済しなければならない流動負債との比率で、支払能力を見る指標。「2:1の原則」ともいわれ、流動資産が流動負債の2倍あれば理想であると言われるが、同社の場合、2005年3月期からほぼ横ばいであり、2009年3月期は159.7%となっている。当座比率は、当座資産の合計額と流動負債の比率で、換金性の極めて高い資産を用いた短期の債務返済能力の指標として、流動比率の補助的指標となる。同社の場合、この指標も2005年3月期からほぼ横ばいである。固定比率は固定資産投資の安全性をみる第1の指標で固定資産投資が自己資本（純資産）の範囲内であれば、返済義務がなく、資金繰りの面で安全と言えるので、100%以下が理想であるが、同社の場合、110%前後とやや上回る水準である。固定比率が高い場合は固定資産の金額と長期資金の比率である、固定長期適合率で、固定資産投資と調達資金の関係を分析することで、固定資産に対する過大な投資がないかを判断し、100%以下にすることが理想である。この点では同社は60%前後であり安全性が高いと考える。自己（株主）資本比率は調達資金の安定性をみる指標であり、自己資本（純資産）は返済義務のない資本で、この比率が高い会社ほど資金の安定性が高いと言える。算出結果を図1.2.2に示す。

同社の自己（株主）資本比率は、2005年3月期の34.9%より、年々低下傾向であり、直近期では29.4%まで低下しており、同業種（40～60%）と比較してやや劣っている。



(2) 収益性

どの指標についても2005年3月期から、2008年3月期まで、安定的に伸長しており、2009年3月期においては4指標とも悪化した。売上高営業利益率、売上高経常利益率、売上高純利益率ともプラスを確保した。これは製作期間が長い工事が多いことから、リーマンショックの影響はこの期では他の業界に比べて少ないが、来期以降に影響していくものと思われる。事業の範囲が広く、比較する会社を定義するのは難しいが、業種平均と比較した場合、表1.2.1に示すように総じて売上総利益率などの収益性が低い傾向である。

図 1.2.3

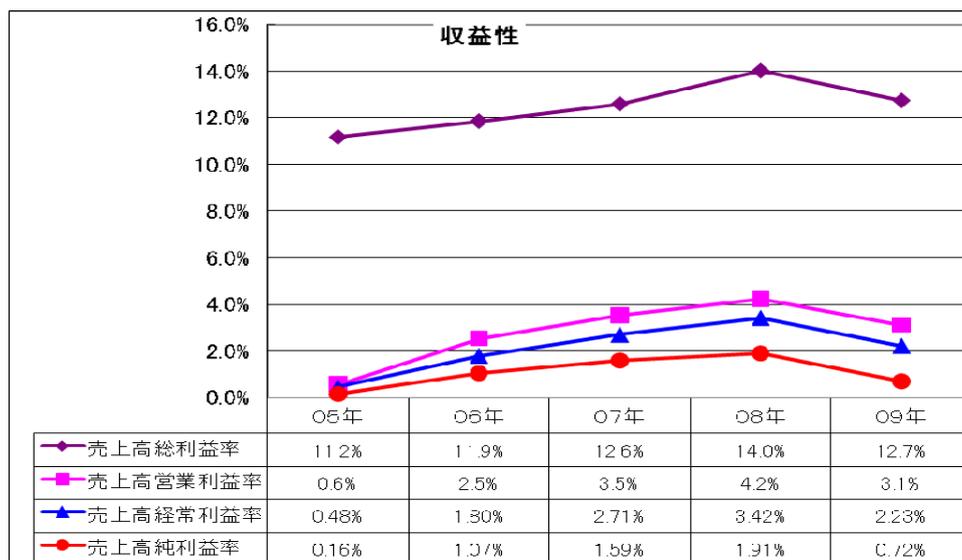
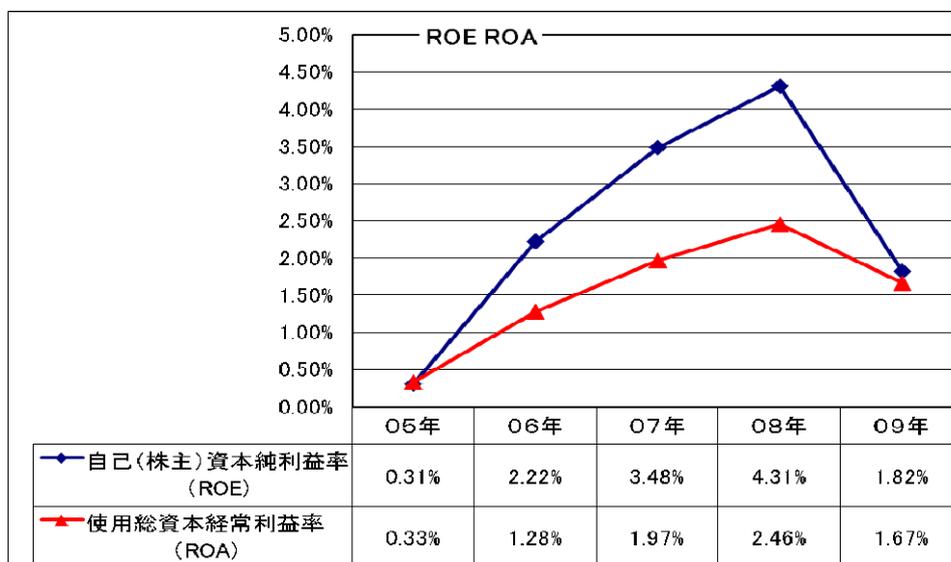


表 1.2.1

売上総利益率	2005	2006	2007	2008	2009
三菱重工業	11.1875	11.8652	12.6001	14.0219	12.7481
業種平均	26.2801	26.7372	26.769	26.5378	20.1214
全体平均	27.4549	27.5661	26.9857	26.1814	18.4916

図 1.2.4



同社の ROE、ROA も 2005 年 3 月期より 2008 年 3 月期まで順調に伸びてきたが、直近期は、リーマンショックの影響を受け、相当落ち込んでいる。ここで、ROE は、次式のように分解することができる。

自己資本比率は図 1.2.2 で示される通り、低下傾向であることから財務レバレッジは増加傾向であり、また、後述するように総資本回転率は、2009 年 3 月期にも、安定していることから、ROE が大幅な下落となった原因は売上高純利益率の分子である純利益が売上高以上に落ち込んだことが原因としてあげられる。ROE 同様、総資本回転率は、安定していることから、ROA の大幅な下落についても、経常利益が、売上高以上に落ち込んだことが理由としてあげられる、また、ROE が ROA 以上に落ち込んだのは財務レバレッジが逆に影響したことが考えられる。

(3) 成長性

2005 年 3 月期の決算が悪かったことから、2006 年度の経常利益増益率、純利益増益率はやや異常値となったが、2005 年 3 月期からの 4 年間は、売上高増収率、経常利益増益率、純利益増益率の 3 指標とも、順調に増加し、この間一貫して、増収、増益を果たしてきた。昨年度はリーマンショックによる景気後退及びそこから急激な円高の影響があらわれはじめていることが、この指標の数値からも見て取れる。

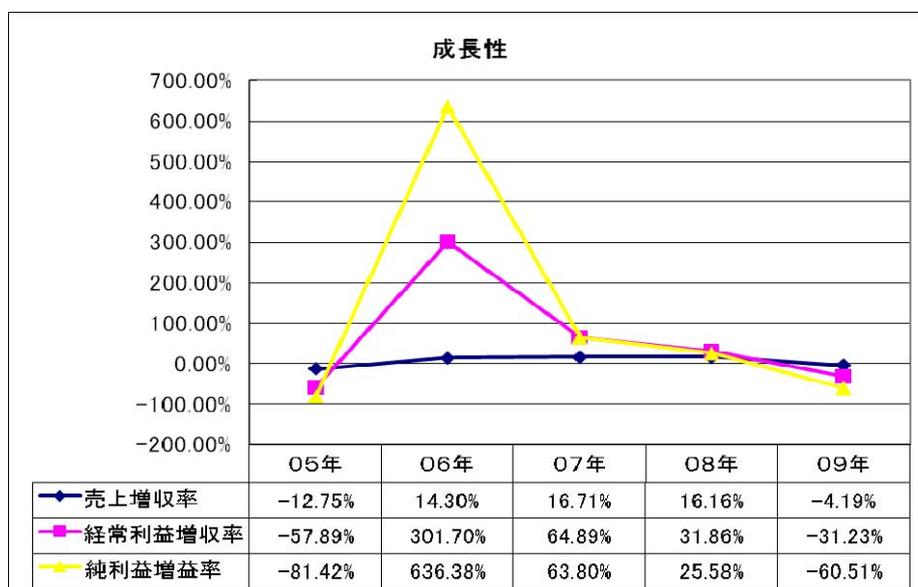


図 1.2.5

(4) 生産性

図 1.2.6 では、一人当たりの生産性を算出している。同社の売上高はリーマンショックの影響をまだあまり受けておらず、一人当たり売上高を 43.73 百万円から 51.33 百万円まで増加させ、効率上げつつ、拡大を図ってきたと考えられる。また、一人当たり営業利益も安定しているが、1～2 百万円前後で他業界からは低い水準である。これらの指標では、

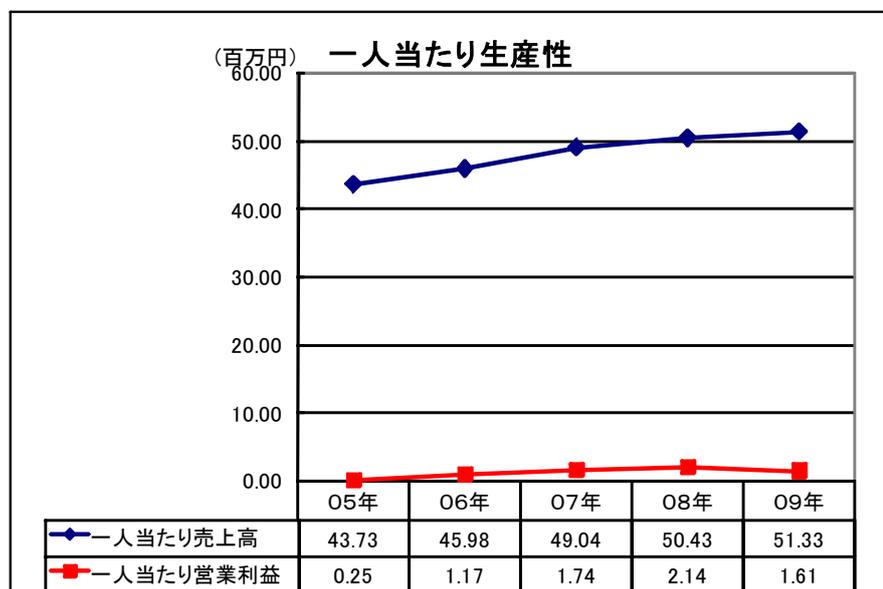
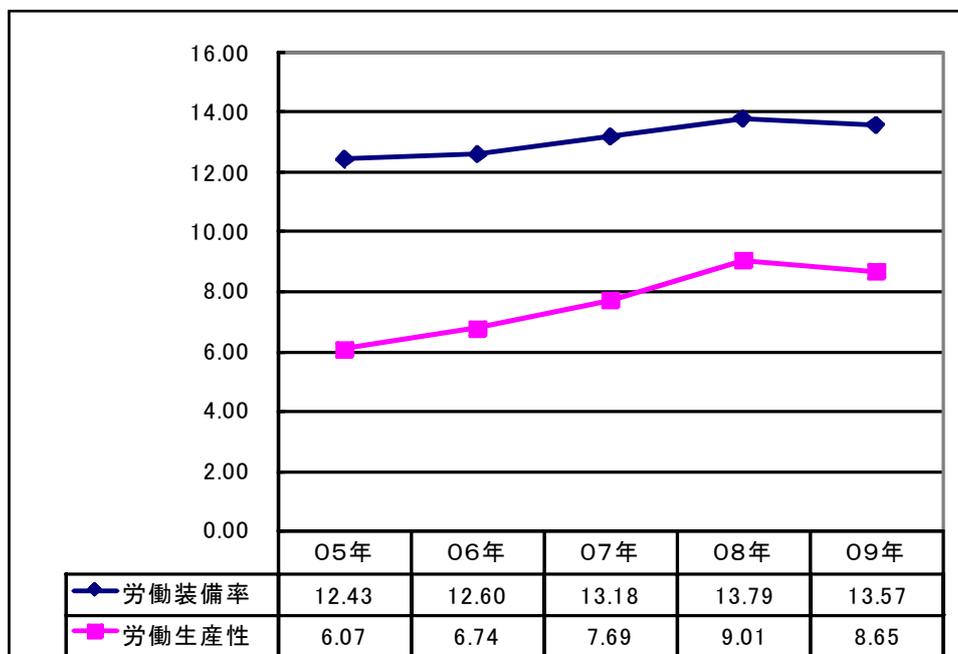


図 1.2.6

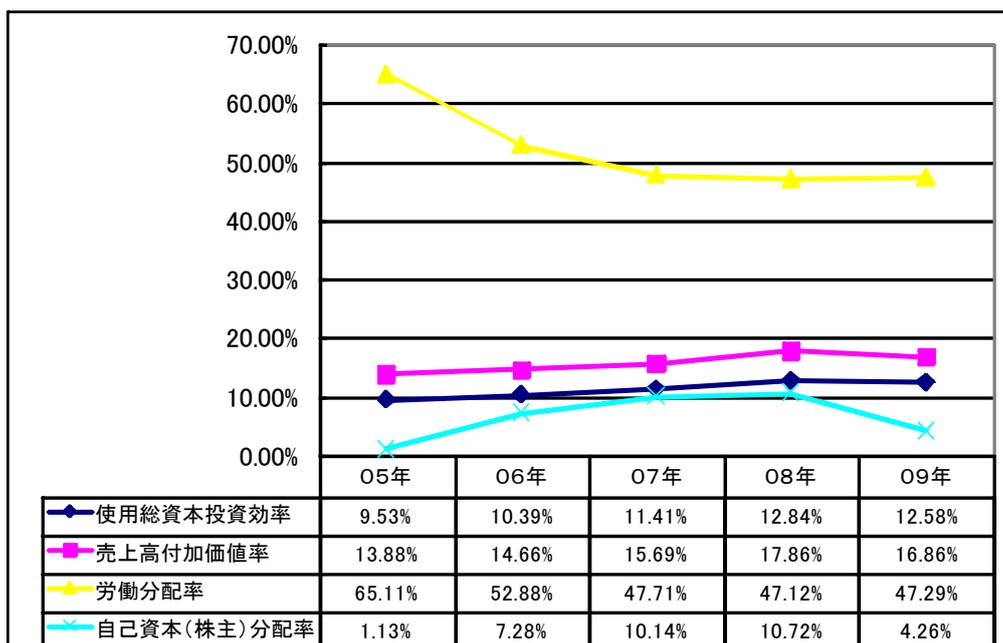
一人当たり売上高ほど、一人当たり営業利益は、増加しておらず、利益に売上高に比例して伸びていないことが見て取れる。次に、労働装備率を算出した。労働装備率は、稼働している有形固定資産を従業員数で割ったもので、従業員一人当たりの設備投資金額を表し、設備の省力化・合理化を測る指標である。同社は図 1.2.7 の通り、この 5 年間 13 百万円前後の安定した数値を残してきている。

図 1.2.7



純資産投資効率、売上高付加価値率、自己資本分配率、労働装備率においては付加価値額の算出において、連結での人件費の把握ができないことから、ここでは単体の製造原価明細書の労務費、販売費及び一般管理費の人件費から算出した付加価値額による結果を参考までに図 1.2.8 に示す。

図 1.2.8



(5) 効率性

総資本回転率（回）は総資本の運用効率をみる指標であり目標は1回であるが、同社は0.7前後で若干劣っている。固定資産回転率（回）は固定資産が効率的に使用されているか否かをみる指標である。この固定資産回転率で会社の基礎体力を見たり、固定資産の問題点を発見することができる。同社は、昨年度を除き、2回前後を維持しており、おおむね健全なレベルにあるといえる。

図 1.2.9

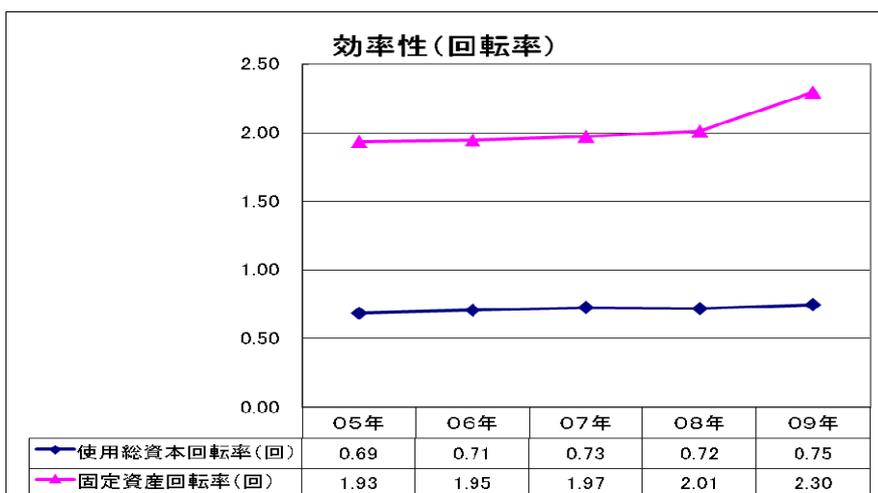
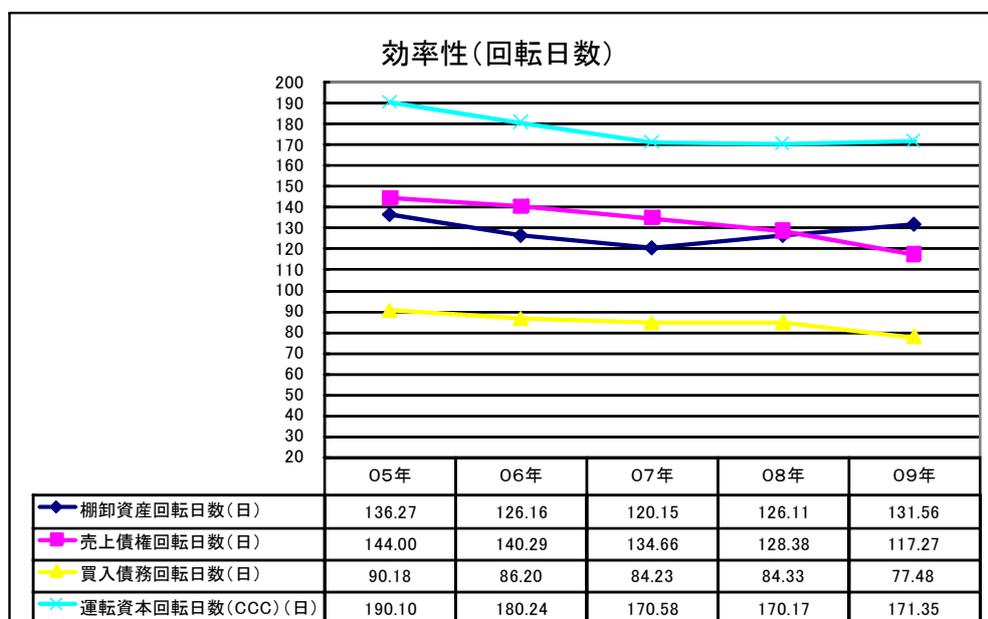


図 1.2.10

図 1.2.10 において、棚卸資産回転日数は在庫の適正性をみる数値であり、同社は5年間平均で130日前後と安定している。売上債権回転日数（日）は売上債権の回収に何日かかるかを表す指標でこの5年間減少を続けており、回収が早くなっていることがわかる。買入債務回転日数（日）は仕入債務の支払いに何日かかるかを表す指標で、90.18日から77.48日と減少傾向である。運転資本の回転数を示す運転資本回転日数（CCC）は、2005年3月期の190.1日より昨年度まで減少傾向であり、昨年度は171.35日となっている。リーマンショックの影響で他業種は資金繰りが悪化するなかで、改善傾向となっている。



向である。運転資本の回転数を示す運転資本回転日数（CCC）は、2005年3月期の190.1日より昨年度まで減少傾向であり、昨年度は171.35日となっている。リーマンショックの影響で他業種は資金繰りが悪化するなかで、改善傾向となっている。

図 1.2.11

(6) その他

一株当たり純資産は、2005年3月期から2008年3月期まで、順調に増加しており、また、一株当たり純利益も同様に1円から18円まで増加しているが、昨年度は減少する結果となった。

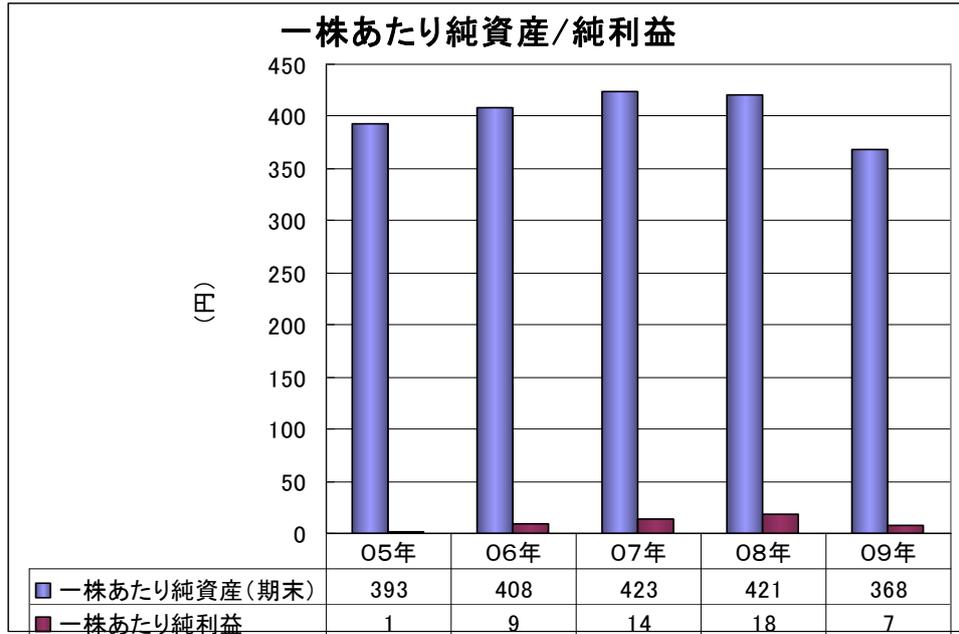
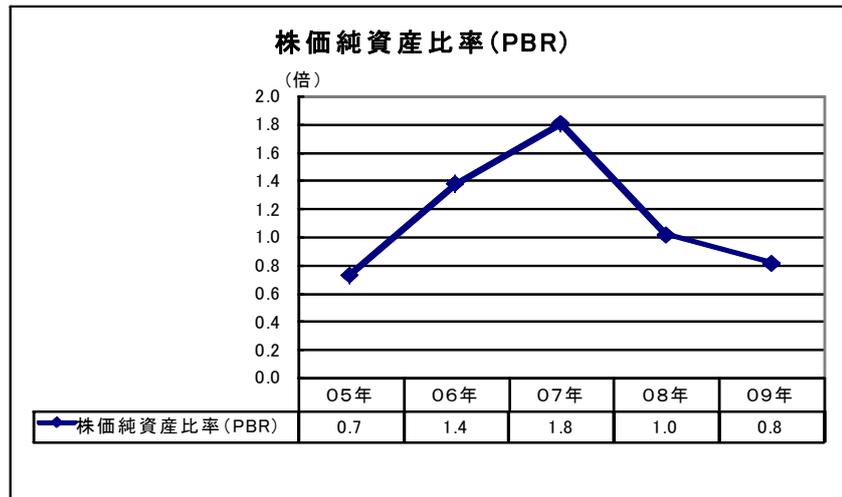


図 1.2.12

株価純資産比率（PBR）とは、企業の解散価値を表し、最低1以上になることが、必要である。同社は2006年、2007年3月期に1.4倍、1.8倍と市場ではまだ高い評価を得ていたが、直近では0.8となっている。なお、同社の株価の推移を日経平均株価との推移と比較すると、図1.2.13の通りとなる。業績の良かった2007年3月期や2008年3月期では日経平均株価よりも高値にかい離している。



1.3 キャッシュフロー分析

図 1.2.14 に示す営業キャッシュフローマージンは、売上高から営業キャッシュフローがもたらされる割合を見る指標である。同社の場合、昨年度は大幅に落ち込んでおり、売上高も落ち込んでいるが、売上高以上にキャッシュを稼ぐ力が落ち込んだことがわかる。

図 1.2.14

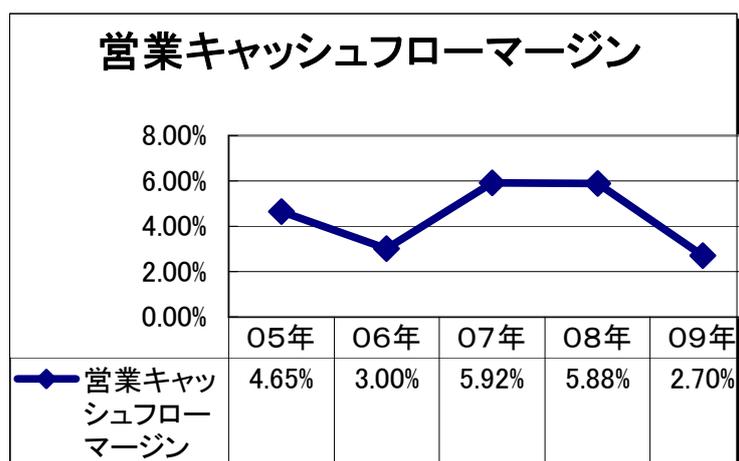
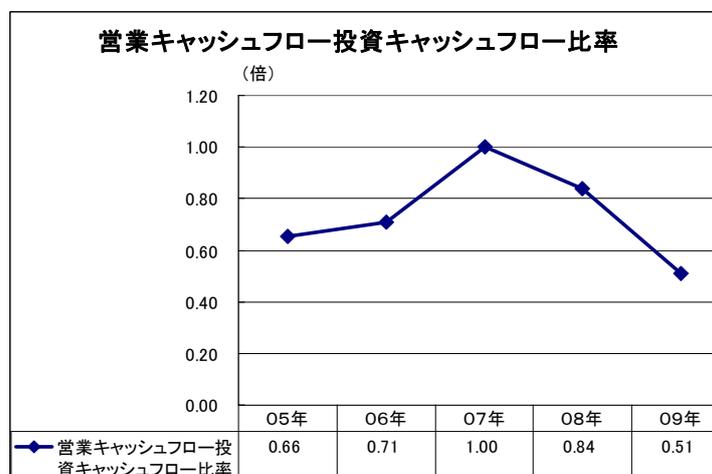
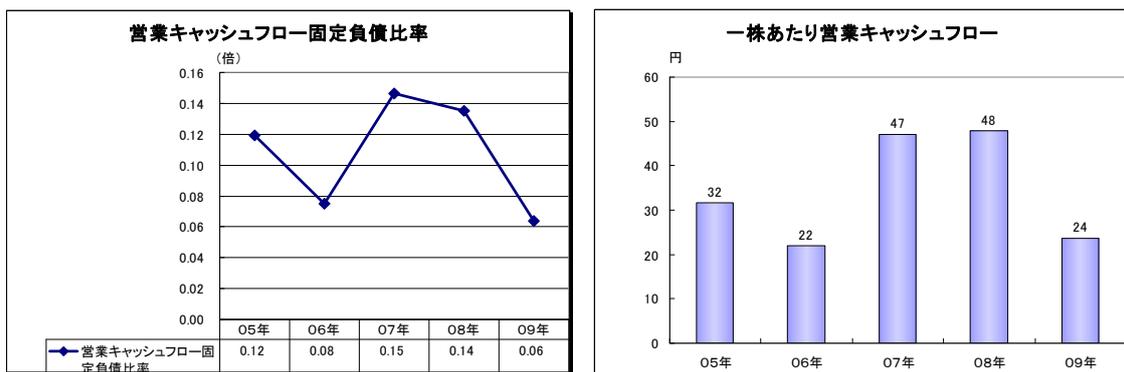


図 1.2.15



営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率は図 1.2.15 に示す通り、投資キャッシュフローを営業キャッシュフローがどの程度カバーしているのかを表す。1.0 倍以上であれば、営業キャッシュフローで投資に必要なキャッシュをまかなうことが可能であるとされる。同社の場合、全般に積極的な投資により、1.0 倍以下の数値となっている。2006 年 3 月期及び 2009 年 3 月期は営業キャッシュフローの減少が影響している。これは、図 1.2.16 に示す営業キャッシュフロー固定負債比率、一株当たり営業キャッシュフローからもわかる。

図 1.2.16



1.4 企業価値分析

1.4.1 経済付加価値 (EVA)・投下資本収益率 (ROIC)

表 1.2.2

資本コスト (WACC)・経済付加価値 (EVA)・投下資本収益率 (ROIC) の算出方法		
1) WACC の算出		
①	支払利息	
②	簿価有利子負債 (D)	短期借入金+長期借入金+社債 : 期中平均
③=①/②	負債コスト (Rd)	支払利息÷簿価有利子負債
④	無リスク利率	国債10年物応募者利回り(各年度の月次利回りの平均値)
⑤	β (ベータ) 値	2009年9月1日付Bloomberg値
⑥	リスクプレミアム	東京証券取引所における株式市場の期待収益率 - リスクフリーレート
⑦=④+⑤×⑥	株式資本コスト (Re)	無リスク利率+β値×リスクプレミアム
⑧	期末株価	各年度の期末株価
⑨	期末発行株式数	各年度の期末発行株式数
⑩=⑧×⑨	時価株式資本 (E)	期末株価 × 期末発行済株式数
⑪=②/(②+⑩)	負債比率 D/(D+E)	
⑫=⑩/(②+⑩)	株式資本比率 E/(D+E)	
⑬	法定実行税率	
⑭=①×③×(1-⑬)+⑦×⑫	資本コスト (WACC)	D/(D+E)×負債コスト (Rd)×(1-法定実効税率)+E/(D+E)×株主コスト (Re)
2) EVA の算出		
⑮	営業利益	売上総利益 - 販売費及び一般管理費
⑯	受取利息・受取配当金	
⑰=(⑮+⑯)×(1-⑬)	税引後事業利益	(営業利益+受取利息+受取配当金)×(1-法定実効税率)
⑱	純資産	期中平均
⑲=⑱+②	簿価投下資本	純資産+簿価有利子負債 : 期中平均
⑳=⑲×⑭	資本費用	簿価投下資本×WACC
21=⑰-⑳	経済付加価値 (EVA)	税引後事業利益-資本費用
3) ROIC の算出		
22=21/⑲	投下資本利益率 (ROIC)	税引後事業利益÷簿価投下資本

上記計算に用いた、各種指標の出所を表 1.2.3 に記載する。

表 1.2.3

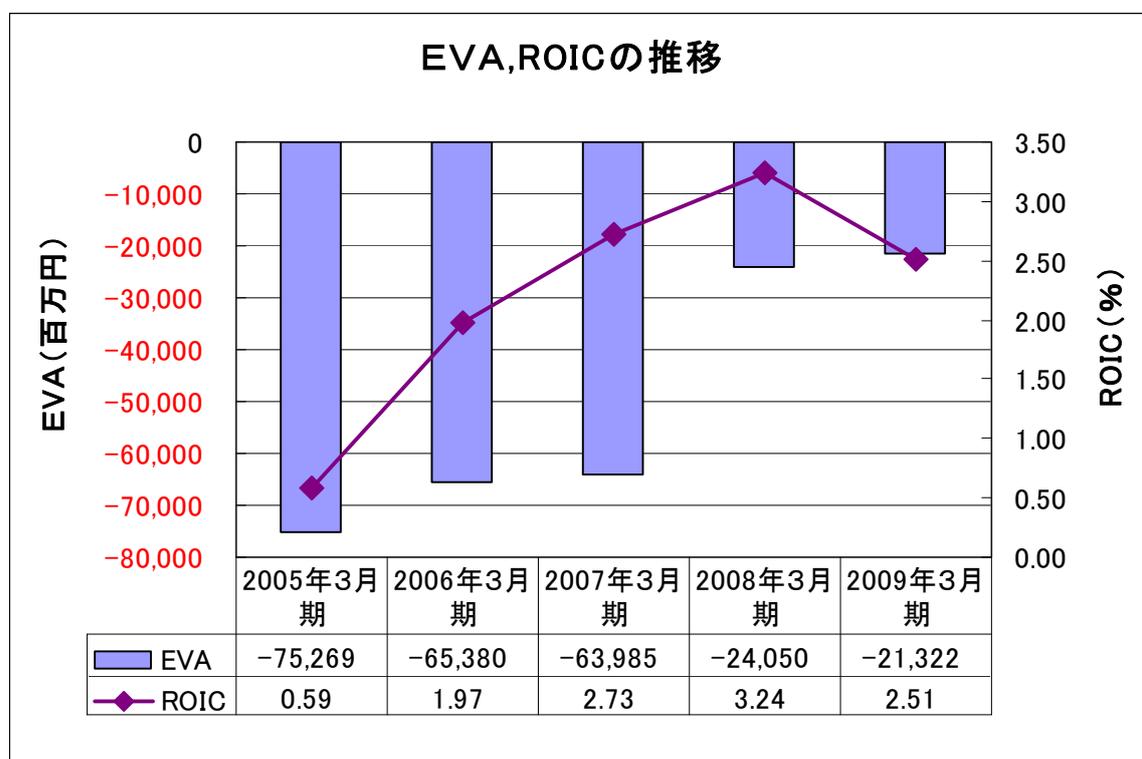
資本コスト (WACC)・経済付加価値 (EVA)・投下資本収益率 (ROIC) の算出のデータの出所	
無リスク利率	日本銀行 http://www.boj.or.jp/index.html
β (ベータ) 値	Bloomberg http://www.bloomberg.co.jp/
リスクプレミアム	企業価値評価(下)21章、日本企業のコーポレートファイナンス2章による
期末株価	Yahoo Finance http://finance.yahoo.co.jp/
期末発行株式数	有価証券報告書 株式等の状況
法定実効税率	有価証券報告書 連結財務諸表注記 法人税等

上記算出方法より、算出した WACC、EVA、ROIC は表 1.2.4、図 1.2.17 の通りである。

表 1.2.4

	2005	2006	2007	2008	2009	単位
1)WACCの算出						
支払利息	15,496	15,765	17,810	20,288	20,244	百万円
簿価有利子負債(D)	1,137,079	1,185,778	1,236,116	1,319,480	1,489,125	百万円
負債コスト(Rd)	1.36	1.33	1.44	1.54	1.36	%
無リスク利率	1.51	1.43	1.74	1.58	1.44	%
β (ベータ)値	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	
リスクプレミアム	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	%
株式資本コスト(Re)	6.99	6.91	7.22	7.06	6.92	%
期末株価	285	560	762	426	298	円
期末発行株式数	3,373,647,813	3,373,647,813	3,373,647,813	3,373,647,813	3,373,647,813	株
時価株式資本(E)	961,490	1,889,243	2,570,720	1,437,174	1,005,347	百万円
負債比率 D/(D+E)	54.18	38.56	32.47	47.87	59.70	%
株式資本比率 E/(D+E)	45.82	61.44	67.53	52.13	40.30	%
法定実行税率	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	41.0%	%
資本コスト(WACC)	3.64	4.55	5.15	4.11	3.27	%
2)EVAの算出						
営業利益	14,772	70,912	108,912	136,030	105,859	百万円
受取利息・受取配当金	9,906	13,796	13,002	14,558	14,192	百万円
税引後事業利益(NOPLAT)	14,560	49,978	71,929	88,847	70,830	百万円
純資産	1,331,951	1,350,739	1,402,156	1,424,114	1,330,901	百万円
簿価投下資本	2,469,029	2,536,516	2,638,272	2,743,594	2,820,026	百万円
資本費用	89,829	115,358	135,914	112,897	92,152	百万円
経済付加価値(EVA)	-75,269	-65,380	-63,985	-24,050	-21,322	百万円
3)ROICの算出						
投下資本利益率(ROIC)	0.59	1.97	2.73	3.24	2.51	%

図 1.2.17



三菱重工の過去5年間のEVA、ROICの推移をみると、2005年3月期から2008年3月期の4年間まで改善されたものの、EVAは常にマイナス、ROICは最近でも2~3%低いレベルである。EVAから見た場合、同社は付加価値を生み出していない。EVAは(2-2-1式)より、①税引後事業利益を改善する、または②投下資本コストを減少させることで、改善を図ることができるが、特に②の影響が大きく、さらなる投下資本を意識した経営が必要である。次に、ROICからWACCを差し引くことで、EVAスプレッドを求める。この計算結果を表1.2.5に表す。プラスであれば企業は成長し付加価値を生み出しているとみなすことができる。

表 1.2.5

	2005年3月期	2006年3月期	2007年3月期	2008年3月期	2009年3月期	単位
投下資本利益率(ROIC)	0.59	1.97	2.73	3.24	2.51	%
資本コスト(WACC)	3.64	4.55	5.15	4.11	3.27	%
EVAスプレッド	-3.05	-2.58	-2.43	-0.88	-0.76	%

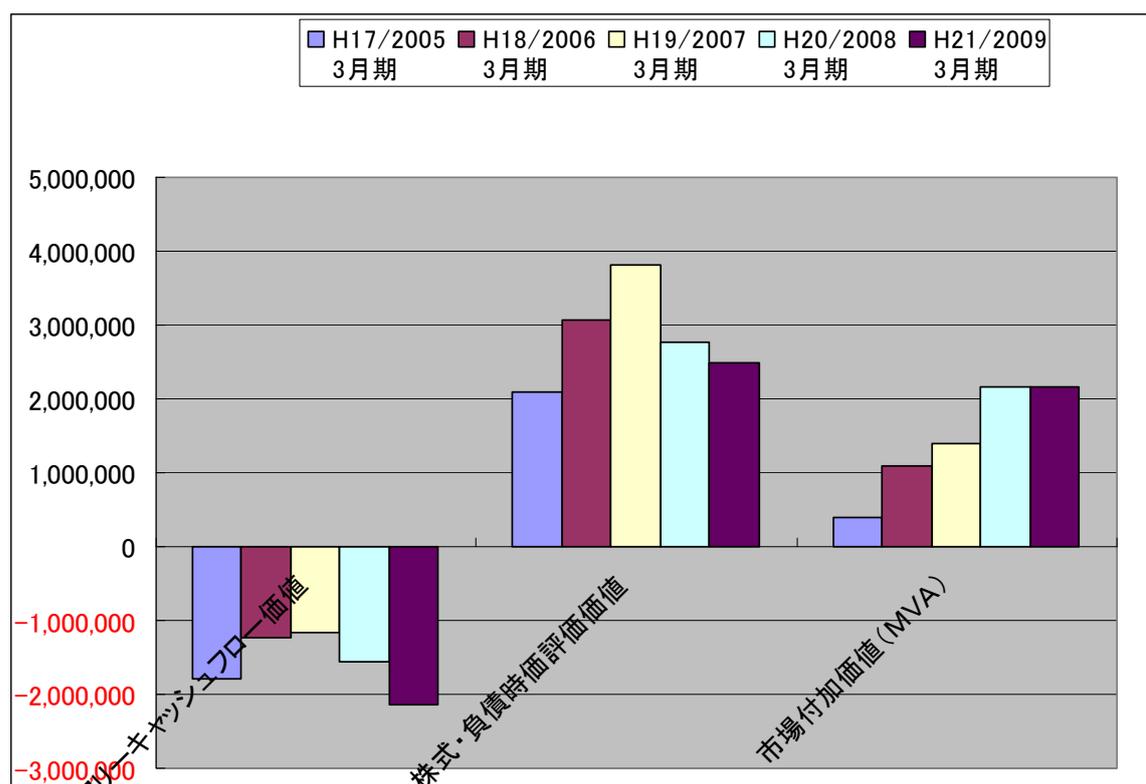
ここでも、EVAスプレッドは改善されているものの、直近の2009年3月期でもマイナスであり、付加価値を生み出すには至っておらず、ROICのさらなる改善が必要である。

1.4.2 企業価値指標の算出と分析

表 1.2.6

	H17/2005 3月期	H18/2006 3月期	H19/2007 3月期	H20/2008 3月期	H21/2009 3月期	5期平均	単位
フリーキャッシュフロー価値	-1,800,430	-1,237,002	-1,154,459	-1,566,239	-2,135,854	-1,578,797	百万円
株式・負債時価評価価値	2,098,568	3,075,020	3,806,835	2,756,654	2,494,472	2,846,310	百万円
市場付加価値(MVA)	400,195	1,098,925	1,396,244	2,159,135	2,167,526	1,444,405	百万円

図 1.2.18



*注記：フリーキャッシュフロー価値の算出手順
 具体的算出手順は表 1.2.7 による。

表 1.2.7

単位= 百万円

	H16/2004 3月期	H17/2005 3月期	H18/2006 3月期	H19/2007 3月期	H20/2008 3月期	H21/2009 3月期	H22/2010 3月期	H23/2011 3月期	H24/2012 3月期	H25/2013 3月期	H26/2014 3月期
営業活動によるキャッシュフロー	134,240	107,065	73,928	158,721	161,823	79,533					
投資活動によるキャッシュフロー	-95,379	-163,321	-104,065	-158,653	-193,055	-156,593					
フリーキャッシュフロー	38,861	-56,256	-30,137	68	-31,232	-77,060	-41,773	-41,773	-41,773	-41,773	-41,773
						-38,923	(5年間の平均)				
売上高	2,373,440	2,590,733	2,792,108	3,068,504	3,203,085	3,375,674					
売上高成長率(%)		9.16%	7.77%	9.90%	4.39%	5.39%					
平均売上高成長率(%)						7.32%	(5年間の平均)				
H17/2005の予測期間におけるFCFのNPV			-29,079	63	-28,057	-66,796	-34,938				
H18/2006の予測期間におけるFCFのNPV				65	-28,574	-67,435	-34,965	-33,444			
H19/2007の予測期間におけるFCFのNPV					-29,702	-69,694	-35,929	-34,169	-32,495		
H20/2008の予測期間におけるFCFのNPV						-74,014	-38,536	-37,013	-35,550	-34,145	
H21/2009の予測期間におけるFCFのNPV							-40,451	-39,171	-37,931	-36,731	-35,569
予測期間におけるFCFのNPV(A)		-158,806	-164,352	-201,989	-219,258	-189,853					
加重平均平均資本コスト(WACC)		3.64%	4.55%	5.15%	4.11%	3.27%					
FCFの永久成長率(無リスク利率)		1.51%	1.43%	1.74%	1.58%	1.44%					
継続価値の割引率		2.13%	3.12%	3.41%	2.53%	1.83%					
継続価値のNPV(B)		-1,641,624	-1,072,650	-952,470	-1,346,981	-1,946,002					
企業価値(A)+(B)		-1,800,430	-1,237,002	-1,154,459	-1,566,239	-2,135,854					

1.4.3 算定結果からの考察

(1) フリーキャッシュフロー価値

同社の場合、フリーキャッシュフローに関しては、2005年3月期～2009年3月期まで一貫してマイナスで推移した。一方、営業キャッシュフローを生み出す売上高は2009年3月期を入れた5年間の平均でも7%近くの伸びを示していることから、積極的な投資を行ったためにフリーキャッシュフローがマイナスになっていると考えられる。マイナスのまま価値評価を行っているため、企業価値は大きくマイナスとなることから、正しい評価を行っているとは言えない。DCF法を用いてフリーキャッシュフローを評価する場合、何らかの仮定をおいて、計算の前提となるフリーキャッシュフローをプラスにおかなければ、その評価は困難である。現状では当社には適当でない評価方法と考えられる。

(2) 株式・負債時価評価価値

株式負債時価評価価値の算出結果を表1.2.8に示す。株式負債時価評価価値は、2007年3月期が3,806,835百万円とピークとなり、その後2年間は前期比から大幅に減少している。図1.2.19に示すように簿価有利子負債・時価株主資本金額推移内訳をみると、簿価有利子負債は年々増加傾向にある一方で、時価株主資本はこの2年間急激に減少している。図1.2.20からも明らかなように、株式負債時価評価価値における簿価有利子負債の割合の増加が目につく。

表 1.2.8

	03/2005	03/2006	03/2007	03/2008	03/2009	単位
簿価有利子負債(D)	1,137,079	1,185,778	1,236,116	1,319,480	1,489,125	百万円
時価株主資本(E)	961,490	1,889,243	2,570,720	1,437,174	1,005,347	百万円
株式・負債時価評価価値(D+E)	2,098,568	3,075,020	3,806,835	2,756,654	2,494,472	百万円

図 1.2.19 簿価有利子負債・時価株主資本 金額推移

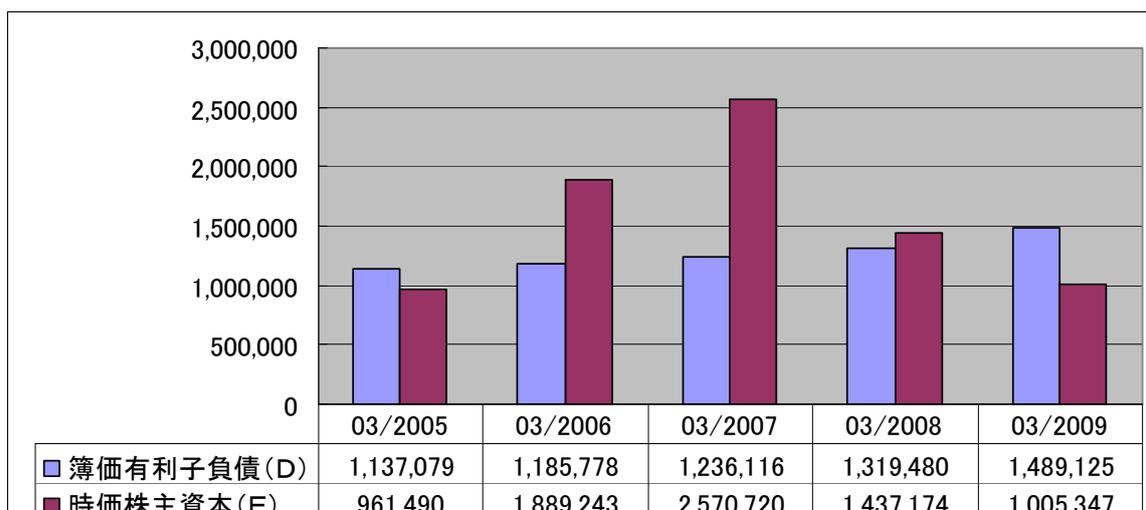
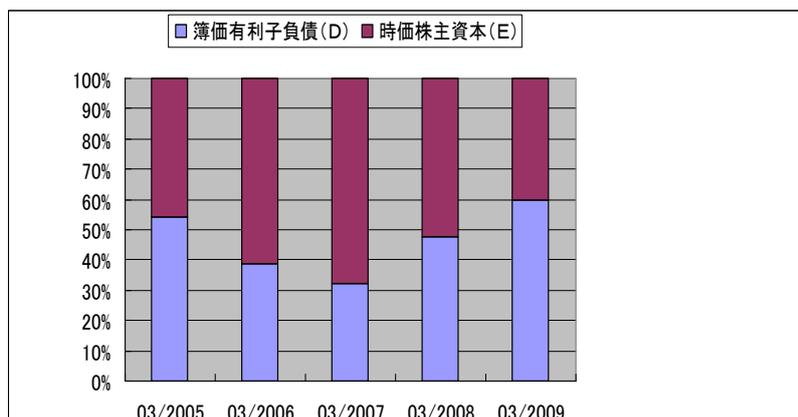


図 1.2.20 簿価有利子負債・時価株主資本 割合推移



同社の株価と日経平均を比較してみると、過去5年間で振幅は大きいですが日経平均とほぼ同様に上下しており、市場の変化と同様であると判断できる。

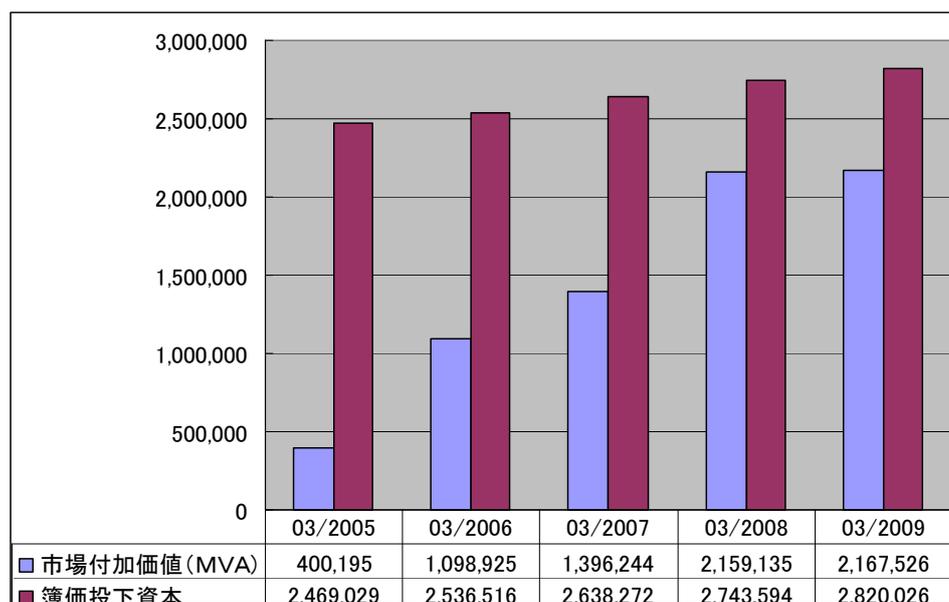
(3) 市場付加価値

市場付加価値 (MVA) については表 1.2.9 及び図 1.2.22 に示す通り、この5年間、2005年3月期の400,195億円から2,167,526億円と大きく伸ばしてきた。簿価投下資本も2009年3月期までは2,469,029億円から2,820,026億円と増加傾向にある。

表 1.2.9

	03/2005	03/2006	03/2007	03/2008	03/2009	5期平均	単位
市場付加価値(MVA)	400,195	1,098,925	1,396,244	2,159,135	2,167,526	1,444,405	百万円
簿価投下資本	2,469,029	2,536,516	2,638,272	2,743,594	2,820,026	2,641,487	百万円

図 1.2.22



企業価値の 3 指標（キャッシュフロー価値、株式負債価値および MVA 市場付加価値（MVA））において、まずキャッシュフロー価値については、フリーキャッシュフローをマイナスのまま計算することによって企業価値が大幅にマイナスになる結果になった。よって、この指標だけによる企業価値評価を行うのではなく、他指標との比較等を通して判断する必要がある。次に株式負債時価評価価値については、時価株主資本が直近 2 年間は前期比約 20%のペースで減少しているが、この間の同社の株価の変動は日経平均の変動とほぼ同様であるため市場の変化と同様であると判断できる。市場付加価値は順調に伸びている。旺盛な投資のリターンとして、資本コストを上回る付加価値を取り戻すことが今後の課題である。

1.5 事業種別セグメント分析

事業種別セグメントについて、売上高及び営業利益を比較する。売上高、営業利益とも原動機の伸びが大きく、営業利益の大半を占めている。原動機セグメントが三菱重工業の経営を左右するといえる。直近のリーマンショック以降においても原動機は順当に増収、増益をあげているセグメントであり、最近では機械・鉄構セグメントも比較的堅調である。営業利益面では、受注品に比べて、中量産品セグメントがリーマンショックの影響をものに受けている形となった。航空・宇宙セグメントはMRJを中心とした開発費が利益を圧迫したと思われる。

図 1.3.1

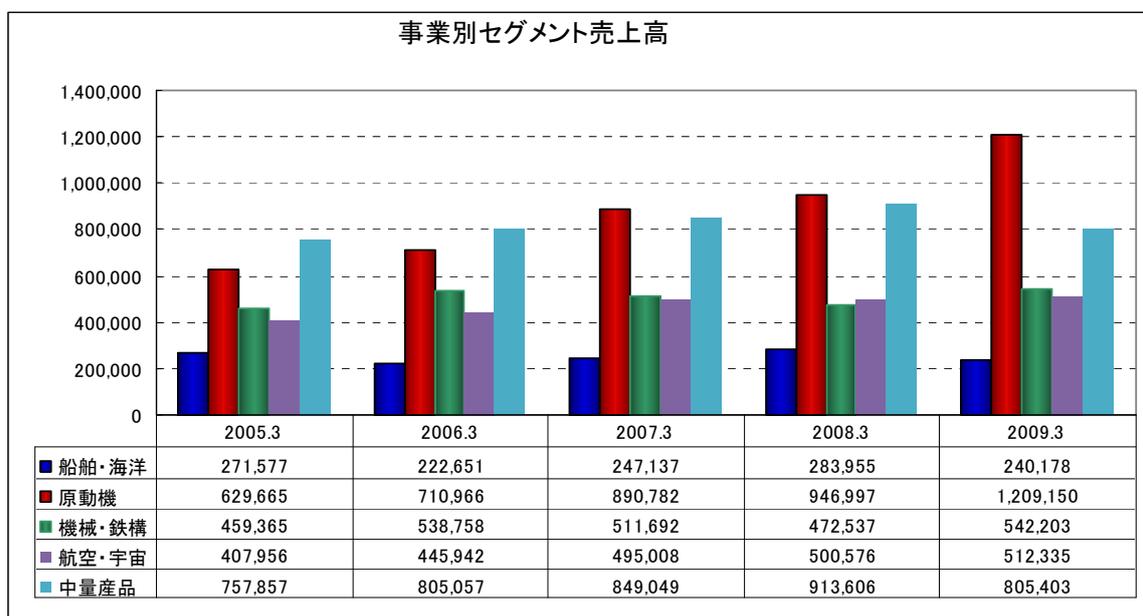
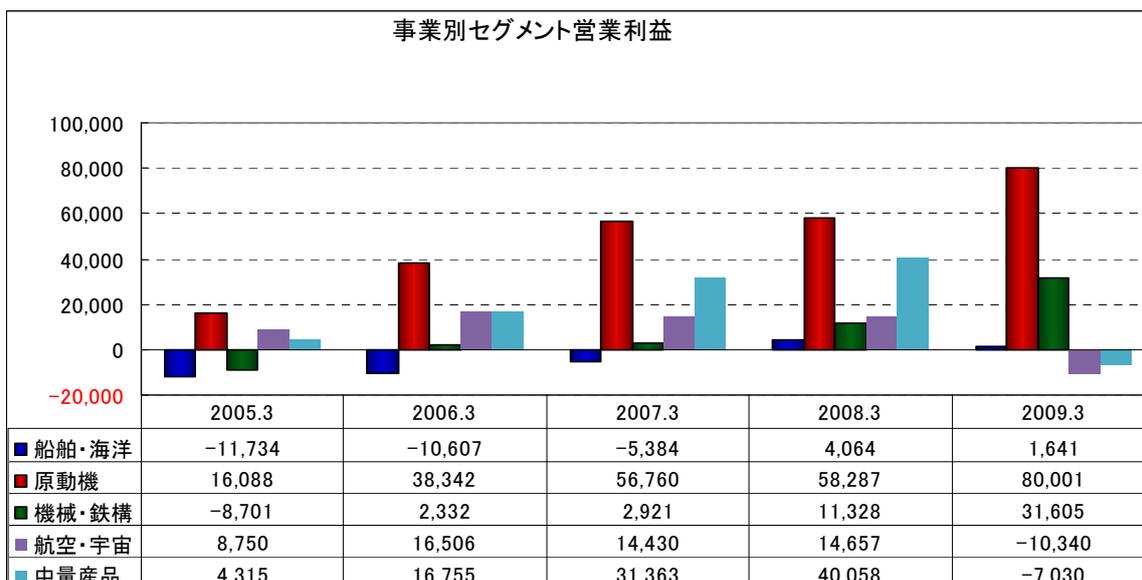
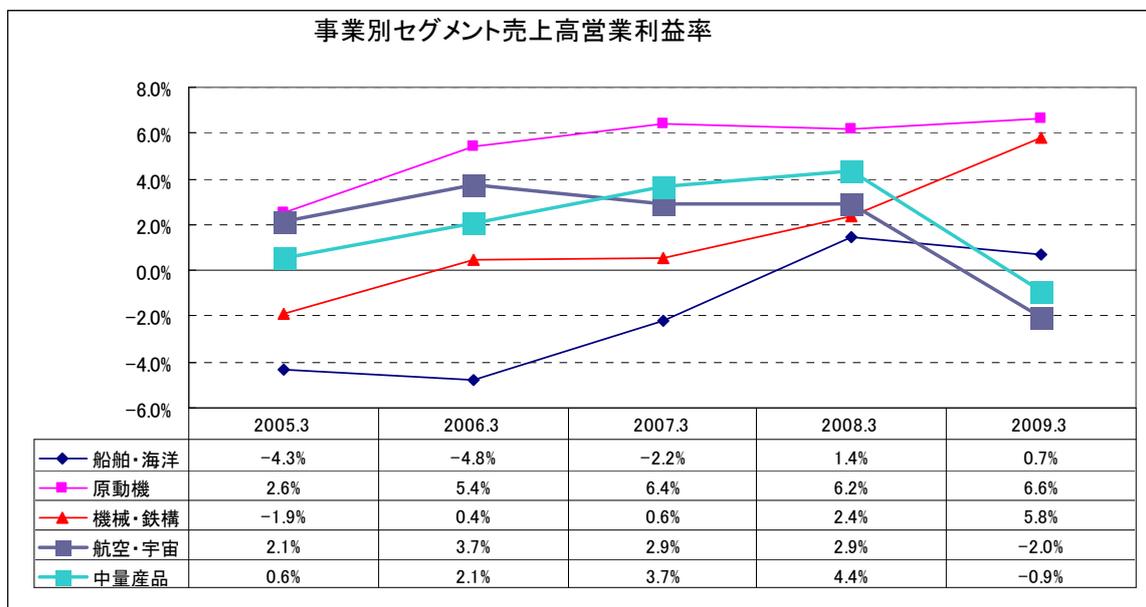


図 1.3.2



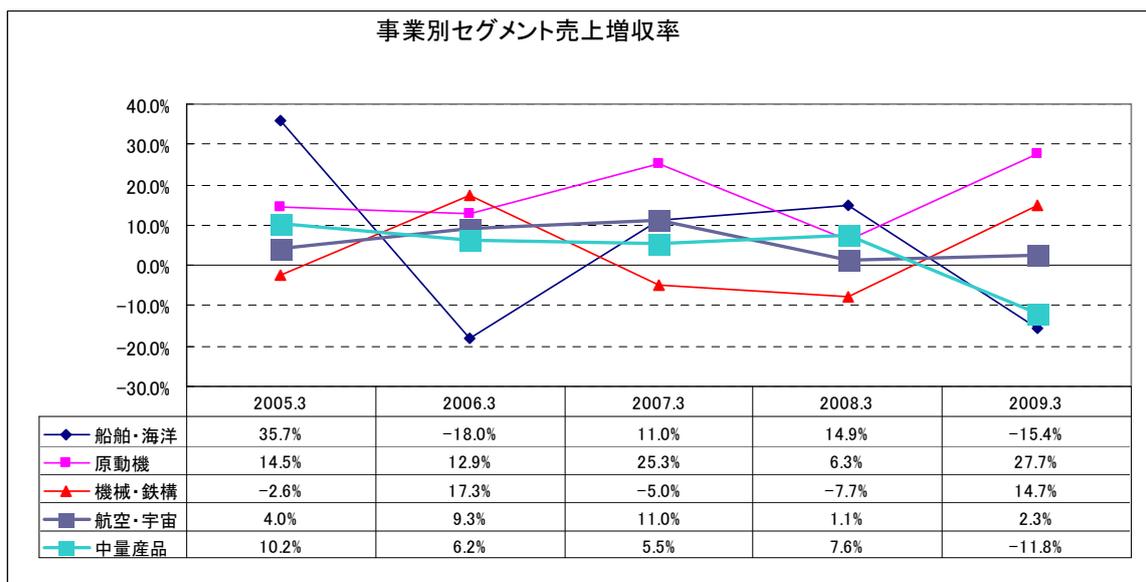
次に、事業種別セグメントにおいて、収益性、成長性、生産性、効率性を分析する。まず、売上高営業利益率については、船舶・海洋セグメントでは利益率がようやくプラスとなってきた。その他のセグメントでは2008年3月期までは安定して推移していたが、中量産品セグメント及び航空・宇宙セグメントは直近ではマイナスに転じた。

図 1.3.3



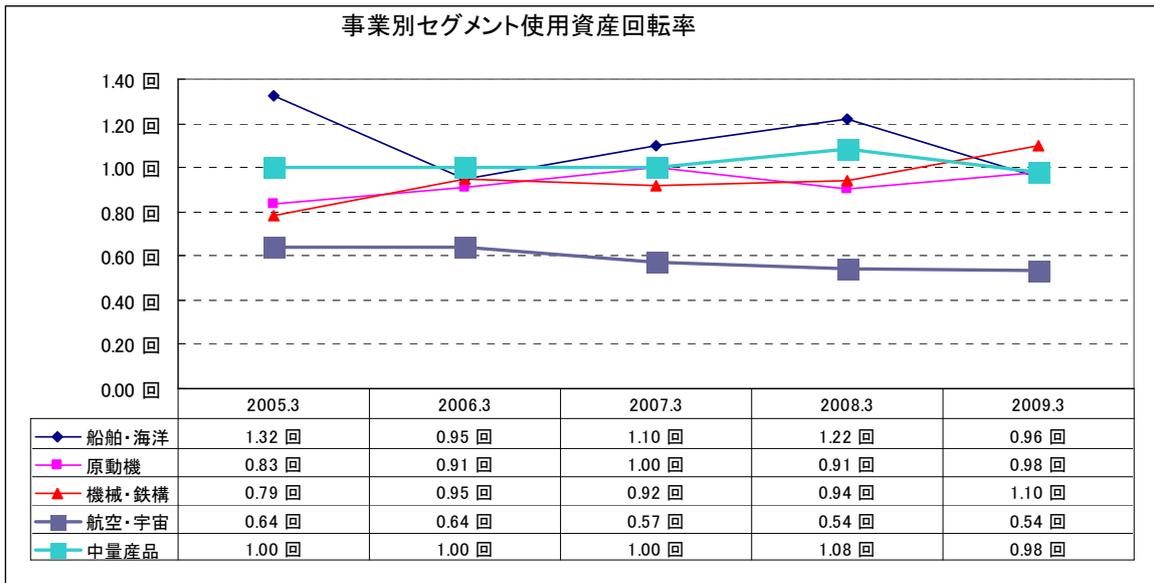
売上高増収率を図 1.3.4 に示す。ばらつきが大きく特に船舶・海洋は不安定である。原動機セグメントと航空・宇宙セグメントは一貫してプラスの伸びを続けている。

図 1.3.4



使用資産回転率は、どのセグメントも総じて低い。特に航空・宇宙セグメントでは0.6回を下回っている。

図 1.3.5



使用資産営業利益率では利益の大きい原動機セグメントに続いて、機械・鉄構セグメントも比較的高く、船舶・海洋セグメントが低い。

図 1.3.6

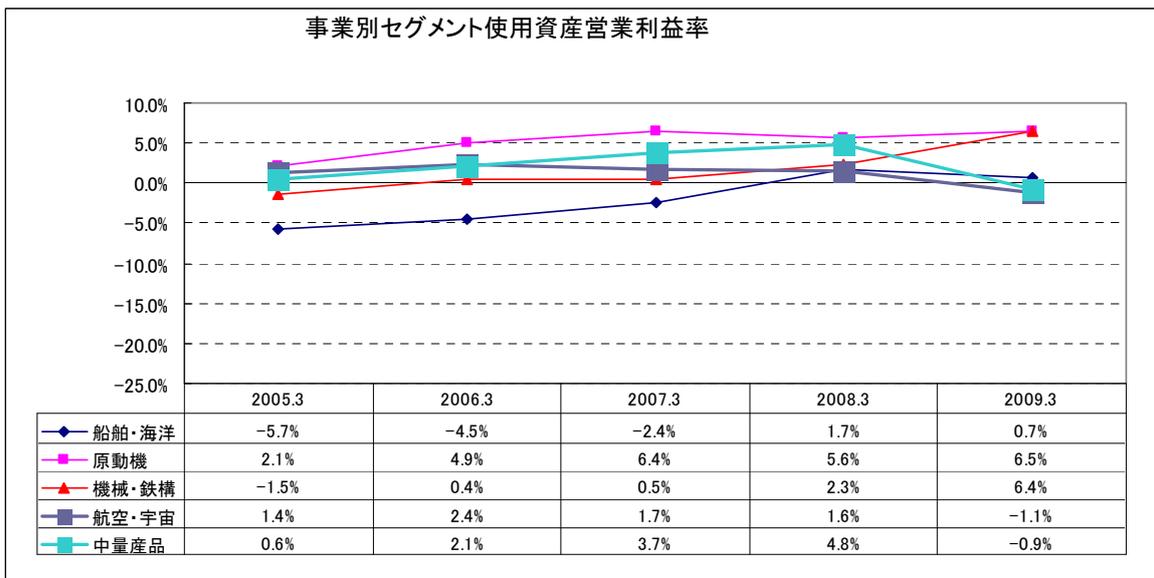


図 1.3.7 の通り、営業キャッシュフローマージンについては、総じてどのセグメントも伸びている。中量産セグメントが直近で著しく落ち込んだのはリーマンショックの影響と考えられる。

図 1.3.7

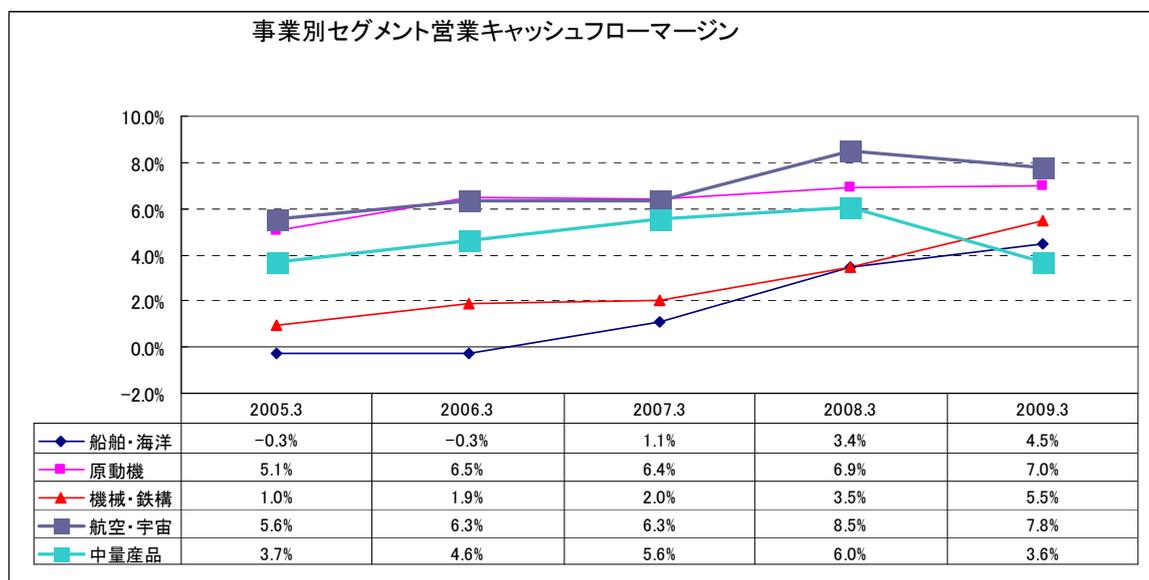
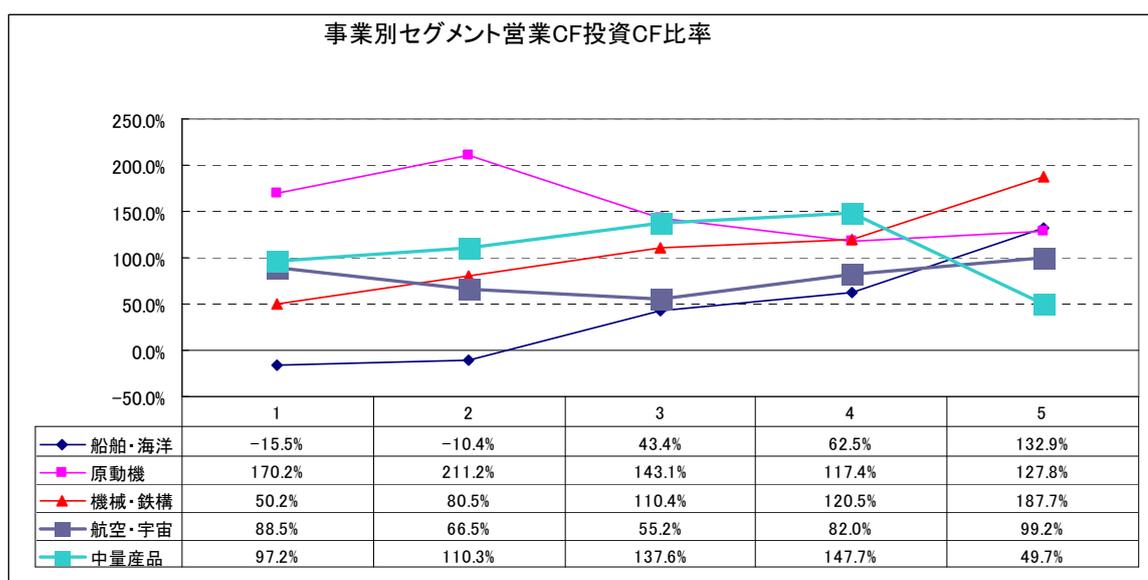


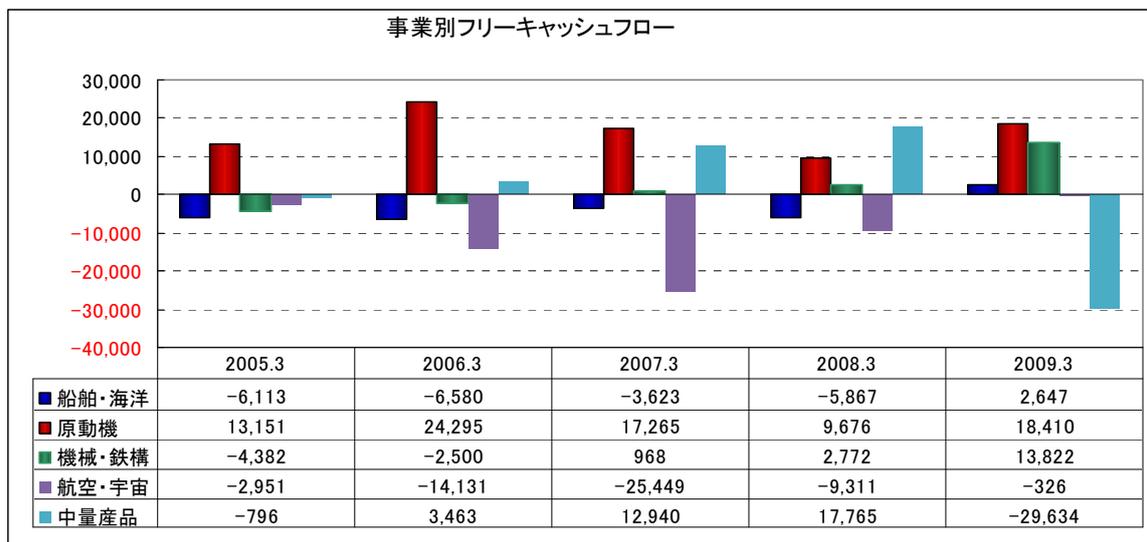
図 1.3.8 に営業キャッシュフロー投資キャッシュフロー比率を示す。ここでも中量産セグメントだけが直近で 100%を下回っている。その他のセグメントでは投資を営業キャッシュフローでまかなえる状態である。

図 1.3.8



船舶・海洋セグメントではこれまでずっとマイナスが続いてきたが、直近でかろうじてプラスになった。航空・宇宙セグメントもこれまで大きくマイナスを出してきた。これは特に大型の設備投資を行ってきた影響による。中量産セグメントはリーマンショックの落ち込みが顕著にあらわれている。

図 1.3.9



2 企業環境分析

2.1 PEST 分析

Political 政治的環境	<ul style="list-style-type: none"> ● 貿易協定や税制 ● 輸出に関する各種規制 ● 原子力、航空・宇宙、防衛関連などの国による各種規制
Economic 経済的環境	<ul style="list-style-type: none"> ● リーマンショックによる経済情勢の変化 ● 為替相場の変動
Social 社会的環境	<ul style="list-style-type: none"> ● 少子高齢化 ● 生活水準の向上による顧客ニーズの多様化、高度化 ● エネルギー問題や環境意識の高まり
Technological 技術的環境	<ul style="list-style-type: none"> ● 顧客ニーズに合わせた技術高度化 ● 海外メーカ（韓国）の技術力向上

(政治的要因)

- ・ 貿易協定や税制により、貿易障壁がより低くなれば、世界での更なる市場拡大が見込まれる。
- ・ ただし、製品の特殊性により、様々な規制が多い。

(経済的要因)

- ・リーマンショックによる世界的な需要減は今後の業績に大きな影響を与える。
- ・海外の輸出工事も多く、為替変動による影響を受けやすい。

(社会的要因)

- ・国内では少子高齢化で需要が減少する傾向にあり、若者の技能職離れも問題となっている。
- ・生活水準の向上による顧客ニーズの多様化、高度化に対応する必要がある。
- ・環境にやさしいエネルギーの需要が今後ますます増大とすると考えられる。

(技術的要因)

- ・顧客ニーズに応じるため技術による製品の差別化が必要である。
- ・原子力機器製作ではドゥーサン、造船では現代重工業など、韓国を始めとする海外企業の技術力躍進はめざましい。

2.2 SWOT 分析

	強み (Strengths)	弱み (Weakness)
内部環境	<ul style="list-style-type: none">● ブランド力● 総合重工メーカー● 高度生産加工設備● 技術・技能の蓄積● 技術開発力● 比較的強い財務体質● 官公庁関連の工事实績	<ul style="list-style-type: none">● 高コスト体質 (設備、人材)● サービス力の低下● 大衆商品の不足
外部環境	<ul style="list-style-type: none">● 新興国経済の成長 (市場拡大BRICsなど)● 技術・インフラ発達による新たなビジネスモデル創出 (ネットワーク・情報化社会)● 顧客ニーズの変化● 環境意識の高まり	<ul style="list-style-type: none">● 各国マクロ経済、為替相場、資材費高騰● 業界内での競争激化● 企業再編の加速● 中国・アジアメーカーの台頭

3 企業戦略分析

3.1 企業理念とビジョン

三菱重工業の発祥は遠く明治3年（1870年）にさかのぼり、創業者岩崎彌太郎を始め歴代の経営者、従業員のたゆまぬ努力により今日を迎えている。諸先人の残された数々の教訓を思い起こし、将来への一層の飛躍に備え、伝統ある会社にふさわしいものとして、昭和45年6月1日に社是が制定された。この社是の文言は直接には第四代社長岩崎小彌太（いわさきこやた）の三綱領「所期奉公、処事光明、立業貿易」の発想に基づくものであるが、さらにこれを会社の基本的態度、従業員のあるべき心構えそしてまた将来会社の指向すべき方向をこの三つの観点から簡明に表現したものである。時勢に応じ、絶えず新しい意欲を持って前進したいという思いが社是にあらわれている。

（社是）

- 一、顧客第一の信念に徹し、社業を通じて社会の進歩に貢献する。
- 一、誠実を旨とし、和を重んじて公私の別を明らかにする。
- 一、世界的視野に立ち、経営の革新と技術の開発に努める。

三菱重工業は、社員がCSR（企業の社会的責任）の理念を踏まえて事業活動を行う際の共通の心構えとなる「CSR行動指針」を制定している。これは社長をトップとするCSR委員会が決定したもので、CSRを経営・事業運営の基軸に据え、社会の期待に応じていくことで、社会から尊敬され、信頼される企業グループとなることを目指している。このCSR行動指針は、地球環境を守り、社会との信頼関係を築き、次世代を担う人の育成に貢献していくことを強く意識し、社員による指針づくりを目指し、基本的な考えをボトムアップで策定されたものである。この指針は、「社業を通じて社会の進歩に貢献する」とCSRの理念が謳われている先の社是を、社員が常にCSRを念頭に行動する上で、具体的にイメージしやすいかたちにしたものであり、社の存在価値を表すCI（Corporate Identity）ステートメント「この星に、たしかな未来を」に込めたサステナビリティ（持続可能性）実現のために配慮すべき実践規範にもなっている。

3.2 企業価値創造

企業価値は顧客価値、従業員価値、社会価値、株主価値がある。それぞれの価値を重視していることは同社が出版しているCSRレポートから明白であり、ここではその記載の一部を引用することにより、要点を述べる。

（1）顧客価値創造

社是の中で「顧客第一の信念に徹し、社業を通じて社会の進歩に貢献する」ことを明言しており、顧客の視点に立ち、製品安全性確保や品質向上に取り組んでいる。

(2) 従業員価値創造

「人こそが会社にとって最大の財産であり、その成長が会社全体の発展につながる」との考えから、多様な人材の活用・育成や、働きやすい職場環境づくりに積極的に取り組んでいる。

- ・多様な人材の採用（キャリア・海外要員・女性の積極的採用、グループ全体での高齢者の再雇用促進）
- ・教育による能力向上と自己実現支援（OJT、OFF-JT、技能塾その他）
- ・働きやすい職場づくり（ワーク・ライフ・バランス、安全快適な職場づくり、経営トップと社員のコミュニケーション）

(3) 社会価値創造

社是、CSR 指針ともに社会貢献をうたっており、地域貢献と次世代育成の観点を重視した社会貢献活動に取り組んでいる。

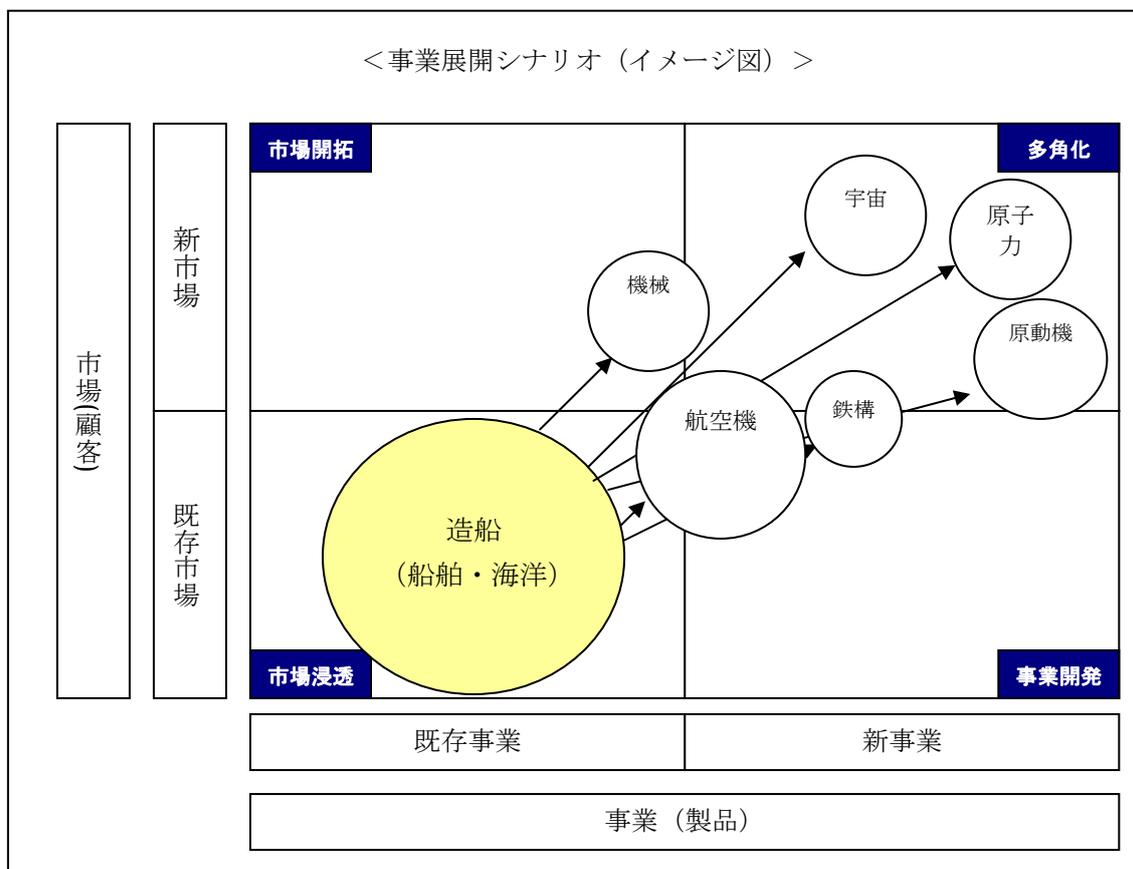
- ・神戸造船所における一般市民の工場見学ツアー（三菱しんせんファクトリーツアー）
- ・高砂製作所におけるチャリティコンサート
- ・地域と一体となったサマーフェスティバルなどのイベント開催
- ・自然災害被災地復興の支援

(4) 株主価値創造

経営の健全性、透明性を高めるとともに、的確かつ迅速な情報開示、株主・投資家とのコミュニケーションの機会・場の拡充に努めることで、信頼関係の構築に取り組んでいる。次に実際の株価の面から株主価値を評価する。同社の株価の推移を日経平均株価との推移と比較すると、図 1.2.13 の通りとなる。この 5 年間ではほとんど日経平均株価よりも良いパフォーマンスがあり、特に業績の良かった 2007 年 3 月期や 2008 年 3 月期では日経平均株価よりも相当上方にかい離している。この点からも株主価値を高めているといえる。参考までに三菱重工業神戸造船所では企業価値創造のために、バランススコアカード式による戦略マップを作成している。それぞれの視点（財務、顧客、プロセス、学習と成長）における活動指標及び目標値を設定しており、顧客価値、従業員価値、社会価値を高める活動を行った成果が財務指標（株主価値）につながるという考え方を明確にしている。

3.3 企業成長戦略

3.3.1 事業展開シナリオ



三菱重工の歴史は古く、明治 17 年（1884 年）に、三菱の創業者岩崎彌太郎が政府より工部省長崎造船局を借り受け、長崎造船所と命名して造船事業を本格的に開始した。昭和 9 年（1934 年）には、船舶のほかに重機、航空機、鉄道車両を加え、社名を三菱重工株式会社に変えて新しいスタートを切っている。つまり創業まで遡ると造船業がスタートであり、そこからの事業展開は複雑で多岐にわたっており、事業展開シナリオはアンゾフのマトリックスに表現するのは難しく、イメージ図にとどめた。

現在の事業セグメントは船舶・海洋、原動機、機械・鉄構、航空・宇宙、中量製品の大きく 5 つに分かれており、各事業分野の 2008 年度の概要は以下の通りである。

(1) 船舶・海洋

世界の新造船需要が急激に減速する中、得意とする船種に重点を置いた受注活動を展開したが、自動車運搬船 8 隻、大型油送船（タンカー）3 隻、コンテナ船 2 隻、防衛省向け護衛艦及び潜水艦各 1 隻等合計 18 隻を受注するにとどまった。この結果、連結受注高は、好調な海運市況により受注が堅調だった前年度を下回る 2,713 億円、年度末の新造船契約残は 66 隻、約 385 万総トンとなった。連結売上高は、自動車運搬船 10 隻、LNG 船 5 隻

等合計 23 隻を引き渡したことなどにより、2,401 億円となった。営業利益は、採算改善が進んだ一方で、円高の進行や鋼材等資材費の上昇等により、前年度を下回る 16 億円となった。

(2) 原動機

国内では、既納プラントの改良・改造・修理工事が堅調に推移したほか、大型火力発電プラントを受注した。また、海外でも、東南アジアや中東を中心に受注拡大に努め、インドネシア及びカタール等各国でガスタービンコンバインドサイクル火力発電プラントを成約したほか、中国向け原子力タービンを受注するなどの成果があった。しかしながら、年度後半に風車の契約解除があったことや、案件の繰り延べや中止が相次いだ結果、部門全体の連結受注高は 1 兆 1,488 億円となり、前年度を下回った。連結売上高は、新規発電プラント工事に加え、既納プラントの改良・改造・修理工事が伸長し、前年度を上回る 1 兆 2,091 億円となった。営業利益は、売上増加に伴う増益効果等により、前年度を上回る 800 億円となった。

(3) 機械・鉄構

海外では、大型案件の計画取り止めなどにより交通システムが減少したものの、積極的な受注活動が奏功し、大型肥料プラントや製鉄機械を受注するなどの成果があった。一方、国内では、各社が設備投資計画の見直しを急速に進めたことによる商談繰り延べなどの影響により、運搬機械等の受注が減少した。以上の結果、部門全体の連結受注高は前年度を下回る 5,278 億円となった。連結売上高は、製鉄機械や風力機械等が伸長し、前年度を上回る 5,422 億円となった。営業利益は、売上増加に伴う増益効果に加え、採算改善が進んだことにより、前年度を上回る 316 億円となった。

(4) 航空・宇宙

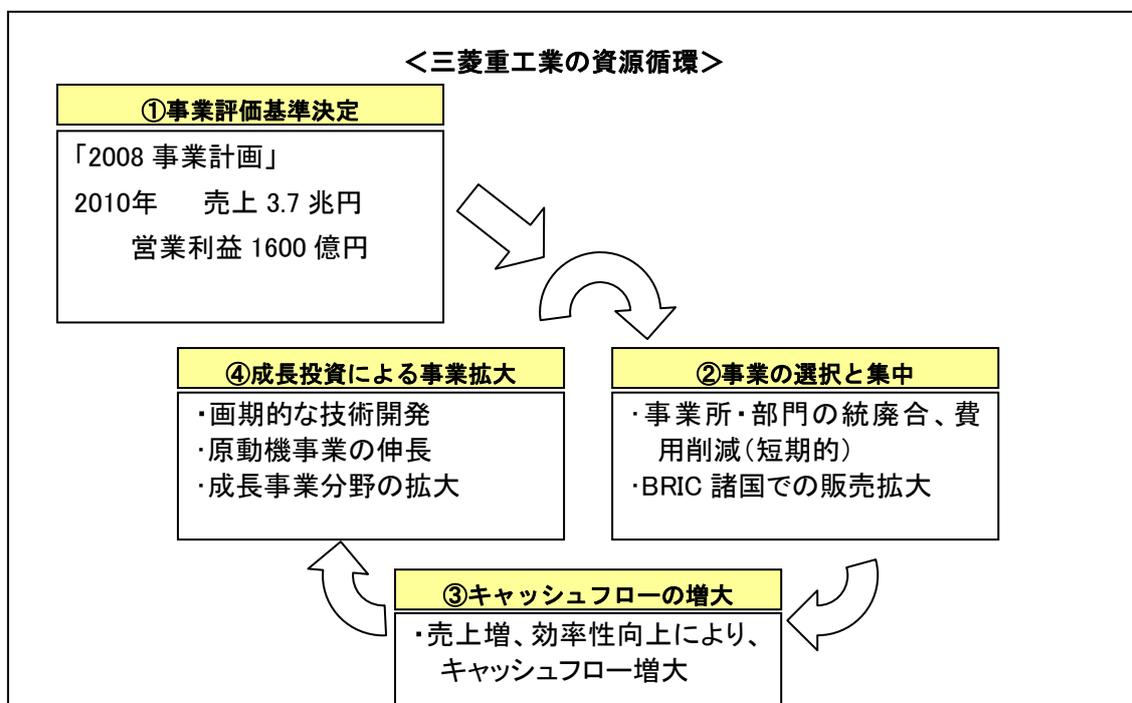
民間機関係は、ボーイング社（米国）のストライキに伴い B777 民間輸送機（後部胴体等）の受注が減少したことなどにより、前年度を下回った。防衛関係も、F-15 戦闘機の改修工事や誘導飛しょう体の受注が堅調に推移したが、F-2 支援戦闘機の調達終了等により、前年度を下回った。また、宇宙関係も、海外としては初めて韓国から H-IIA ロケットでの打上げ輸送サービスを受注するなどの成果があったものの、前年度を下回った。この結果、部門全体の連結受注高は 5,108 億円となり、前年度を下回った。連結売上高は、民間機関係が減少したものの、防衛関係が増加したため、前年度を上回る 5,123 億円となった。営業損益は、円高の進行等により、103 億円の損失となった。

(5) 中量産品

汎用機・特殊車両関係は、国内で特殊車両の受注が堅調に推移した。一方、前年度まで好調だったフォークリフトは、販売体制の強化や製品ラインナップの充実に取り組んだものの、顧客の買い控えにより受注が低迷したほか、ターボチャージャ（過給機）も自動車メーカーの大幅な生産調整の影響を受けて受注が減少したため、連結受注高は 4,393 億円、連結売上高は 4,327 億円となり、それぞれ前年度を下回った。また、営

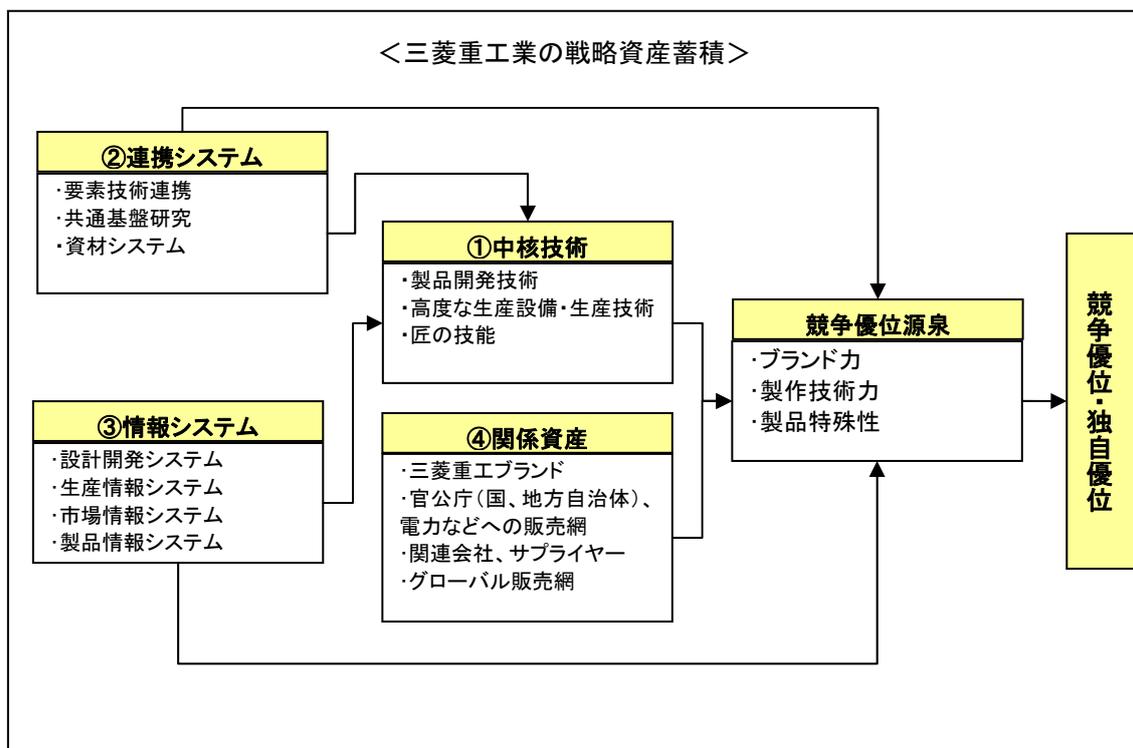
業損益は 13 億円の損失となった。冷熱関係は、海外を中心に販売網の強化等に取り組んだが、カーエアコンの受注が低迷したほか、ルームエアコンやパッケージエアコンも近年好調な受注を維持していた欧州を中心に需要が落ち込み、国内外ともに受注が減少したため、連結受注高は 1,862 億円、連結売上高は 1,875 億円となり、それぞれ前年度を下回った。また、営業損益は 24 億円の損失となった。産業機械関係は、設備投資意欲の減退が顕著となる中、急激な円高の影響により商談の取り止めや繰り延べが相次いだオフセット枚葉機の受注が減少したほか、工作機械の受注も自動車関連産業を中心とする需要の急減を受けて低迷した。この結果、連結受注高は 1,413 億円、連結売上高は 1,850 億円となり、それぞれ前年度を下回った。また、営業損益は 31 億円の損失となった。

3.3.2 資源循環



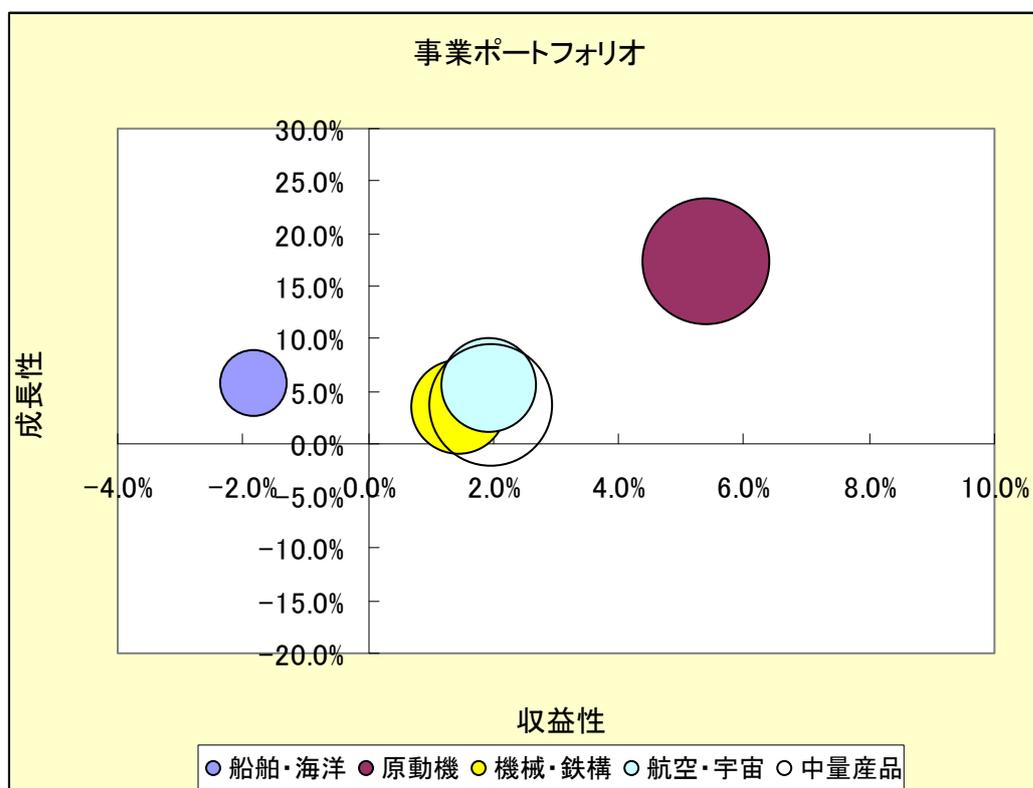
事業評価基準決定であるが、「2008 年事業計画」として数値目標を掲げており、これを軸として、現在の三菱重工業の資源は循環しているといえる。事業の選択と集中は、まず、現況を脱するための構造改革が挙げられる。製造事業所及び部門の統廃合は生産オペレーションの合理化を掲げ、現在推進中であるが、小規模なものにとどまっている。その他費用の削減策として、生産調整、在庫圧縮、マーケティングおよびその他の諸経費の削減、投資計画の一部縮小や延期なども進めている。一方、売上拡大の方策として、BRICs 諸国など、成長地域で三菱重工ブランドを活かしてビジネスを拡大させようとしている。これらにより、生み出されたキャッシュは、画期的な技術開発、原動機事業のさらなる伸長や成長事業分野の拡大に投じられる。しかしながら、現在、同社は 1 節の企業価値分析でみたように、フリーキャッシュフローがマイナスの状態が続いており、この資源循環がうまく回らなくなっている。

3.3.3 戦略資産蓄積



三菱重工業の戦略資産蓄積をしてみる。中核技術は、製品開発技術とともに「ものづくり力」である。世界に類を見ない大型設備や世界トップレベルの加工・溶接などの生産技術、また長い経験に培われた匠の技能など「ものづくり力」がコアである。連携システムとしては、さまざまなセグメントの製品製造における要素技術連携が挙げられる。事業の多角化により蓄積してきたこれらの事業は、人、技術、設備などが横断することにより新たな価値をもたらすだろう。全社で技術本部がまとめている研究分野についても基盤研究の共通化を図ることができる。資材システムは事業セグメントを越えて連携し、チャンピオン購買や共同購買を図ることでコスト優位性を発揮できる。情報システムでは営業、設計、製作といったバリューチェーンごとに多くのシステムが存在している。事業セグメントごとに存在している場合が多いが、統合化や共通化を図ることにより、連携システムにもなりえるであろう。関係資産では、三菱重工ブランド、官公庁（国、地方自治体）及び電力などへの販売網、関連会社及びサプライヤーのネットワーク、グローバル販売網などが挙げられる。なかでも特殊技術を持ったサプライヤーは同社にとって重要な資産である。これらにより、三菱重工業株式会社の競争優位源泉は、ブランド力、製品技術力、製品特殊性と考える。

3.4 事業ポートフォリオ



現状の事業ポートフォリオは上記の通りである。座標位置の縦軸、横軸はそれぞれ成長性、収益性、円の大きさは売上高規模を示しており、それぞれ直近5年間の平均値から求めた。原動機（原子力）は成長性、収益性とも高いが、その他の事業は成長性が低く、このうち船舶・海洋は収益性がマイナスである。これらの事業をどのようにしていくかについては、今後の企業戦略策定で述べる。

以上が三菱重工業の企業戦略の特徴である。同社は、創業以来の三菱精神が存在し、社是をベースにしなが、企業価値創造を行っている。明治からの古い歴史を持ち、事業は数々の変遷をたどった結果、現在大きく5つの事業セグメントで成り立っている。資源循環をまわし、戦略資産を活用して競争優位を続けるためには、まずはフリーキャッシュフローを生み出す必要があり、そのための事業ポートフォリオを変更する戦略を考える必要がある。

3.5 企業戦略の評価と課題

3.5.1 資源（ヒト・モノ・カネ）要因

あらためて資源循環について考えた場合、事業評価基準は「2008年事業計画」であり、これを軸としていることから、「2008年事業計画」がきちんと計画どおり進捗していることが重要である。しかしながら直近の2008年度において上期は新興国中心に世界経済は

堅調に推移し社全体で増収・増益を実現したが、下期は世界同時不況による中量産品事業の売上急減と急激な円高により利益目標を 650 億円（経常利益）と計画を下方修正するに至っている。これは、環境の悪化という大きな要因はあるものの、そもそも体質として以下のような問題点があると考えられる。

(1) 為替影響を受けやすい体質

織込み為替レートは¥95/\$であり、1 円の円高で約 40 億円の損失になる。

(2) 中量産品の損益が急落

高いコスト体質であり、大幅な固定費、とくに人員削減が必要である。

(3) 大口赤字工事が依然として発生

入口管理徹底や不適合の大幅な低減が必要

(4) サービス工事拡大が不十分

《サービス工事实績(重工単体)》

	<u>売上高比率</u>	<u>利益率</u>	<u>(全体利益率)</u>
H19年度	26.0%	18.7%	(2.8%)
H20年度	30.7%	16.7%	(1.8%)

- ◆ 本体工事は低採算・・・サービス事業を増やさないと利益が伸びない
- ◆ 連結でのサービス事業売上高比率：19%（H17～H19 平均）・・・単体より低い
⇒ グループ全体でサービス事業を拡大していくことが必要
- ◆ 景気低迷時は、サービス事業受注拡大のチャンス

(5) 低い利益率

受注品事業でも商談繰り延べやキャンセルが顕在化し、業績の先行指標である受注が急減しており、利益率を高めることが急務である。そのためには全体の原価を下げる活動とともに、事業セグメントごとの選択と集中が必要である。

3.5.2 組織・人事要因

成長投資による事業拡大のためにも、事業セグメントの統合を考えていく必要があるが、急には難しく、各事業セグメントを横断した組織として 2008 年 4 月 1 日に「エネルギー・環境事業統括戦略室」を発足したことは評価できる。事業の集中と選択をすすめる過程で、ここから組織をさらに柔軟に変化させていく必要がある。

先の問題点で述べたとおり、どの事業においても全方位に原価低減をしていくことが、短期的に急務であり、そのためには以下の対策が考えられる。

(1) 中核技術の強化

生産技術力など中核技術を強化するため、特に以下の点で経営プロセス改革をすすめ、基盤確立を図る。

①標準化・共通化

図面・部品共通化の加速により、全社で繰り返し生産モデルを拡大させ、コスト削減、品質安定化を図る。製品リードタイムの30%を超える大幅な短縮を図る。

②製品信頼性革新

タービン動翼クリアランスの精度向上など、複雑な製造プロセスに対し、最新のシミュレーション技術などを適用し、製造プロセス改革を推進するとともに、多くのパートナーを巻き込んだ品質管理体制を強化する。

③サプライチェーン革新

IT活用によりサプライチェーン全体のものとの情報の流れを可視化し、最適なサプライチェーン構築をめざして活動するとともに、全社ビジネスパートナーチーム結成による一体となったVE活動を加速する。

④EPC 大口赤字工事の低減

EPC事業の長期にわたる経験を有し、業務プロセスが確立している化学プラント事業の知見の社内水平展開など、社内外のベストプラクティスを反映したリスク管理や業務のITツールの整備を推進する。

⑤技術開発

研究所（技術本部）は、これまで先端技術や製品開発を中心に活動していたが、その活動領域を製造現場やサプライチェーンに拡大させることにより、現場のボトルネック工程の解消、営業支援システム・SCMシステムの開発など連携システムや情報システムをさらに進化させる必要がある

(2) その他

①人員対策、設備投資の抑制

特に損益が急激に悪化している中量産品セグメントについては、工場の操業対策として、受注品事業所への再配置をはじめとした1,000人規模の人員対策や生産ライン単位での稼働調整を実施するとともに、設備投資計画も生産の縮減に伴い、繰り延べ・縮小する必要がある。

②サービス工事の拡大

売上確保には、工期の短いサービス事業を拡大することが有効であり、人員のサービス部門への再配置や顧客巡回サービスや提案型サービスの強化が必要である。

③円高対策

為替変動に影響されにくい事業体質を構築するため、品質も重視しながら最適調達先のグローバル化や海外生産の拡大も進め、コストの外貨化を推進する。

5.2 成長事業の強化対策

5.2.1 エネルギー・環境事業

世界各国・地域ではエネルギー・環境分野への社会投資を景気刺激対策の柱として位置づけており、低炭素社会インフラの構築が世界の共通課題となっている。今後、低炭素社会インフラ構築に向けての投資は拡大傾向にあり、最近の IEA の報告によると、2030～50 年には最大で 50 兆円／年規模の市場になるという予想も出されている。このように新たな市場が創出され始めたことにより、大きな商機が到来しつつある。三菱重工業は、エネルギーの安定供給と環境負荷の削減を両立させる多様な分野の技術・製品を保有しており、低炭素社会の実現へ向けた総合的なソリューションを提供することが可能と考える。

○既存事業の強みを生かしつつ、次世代新事業を創出

現在活況を呈している GTCC、風車、原子力、化学プラントなどの事業で得られる収益を活動しながら、IGCC、CCS、太陽光・熱、洋上風車、EV 関連事業、ココハウスなどの次世代事業に投資を行う。

○エネルギー・環境関連製品（政策）の一括提案で商機拡大

多くの事業セグメントで保有する技術・ノウハウを結集し、一国のクリーンエネルギー政策に貢献するための包括的な提案を行う。

○グローバル展開の加速（拠点拡充、アライアンス）

商機の拡大に伴い個々の事業規模が大きくなっても、リスク・マネジメントの観点からも、アライアンスを活用した事業展開を図る。

このエネルギー・環境事業は、現在の成長力の高い原動機（原子力を含む）セグメントに、機械・鉄構セグメントの成長が期待できる一部の製品を組み合わせた新しいセグメントの概念である。

(1) ガスタービン

世界最大・最高効率の「J 形ガスタービン」の開発を当社独自技術により完了し、商用化に着手した。従来型の石炭火力発電に比べ約 50%の CO₂削減も可能であり、地球温暖化防止対策に大きく貢献すると思われる。世界的需要拡大に対応し、早期に年間 50 台規模の生産体制を構築する。ガスタービンコンバインドサイクル向け蒸気タービンでは、世界トップメーカーの GE と共同開発し、先端技術を組み合わせ、高効率・高信頼性のタービンを開発していかなければいけない。

(2) 石炭ガス化複合発電 (IGCC)

安定的な資源の一つである石炭を利用した IGCC のニーズは今後高まってくると予想される。さらに同社が世界トップクラスの技術を有している CO₂回収技術と組み合わせた CO₂回収型 IGCC は、極めて大きな市場になると考えられる。

(3) 再生可能エネルギー

洋上風車を含めた風車事業に加え、太陽電池、世界トップクラスの地熱発電やバイオマス発電など、地域の特徴に応じた製品に多角的に取り組む。

(4) 原子力

170 万 kW 級の大型戦略炉である US-APWR 及び EU - APWR や、仏アレバ社と共同開発している 110 万 kW 級の中型戦略炉 ATMEA1 の世界での受注拡大に努める。また、燃料事業では、設計・開発から製造・販売までを一貫して行い、海外展開を含めた事業規模を拡大する。

(5) リチウムイオン電池

将来の需要拡大に対応し、製品化に向けて開発を行う。

5.2.2 航空・宇宙事業

(1) 民間航空機事業

MRJ は、現在、基本設計を終え、主要装備品のパートナー選定もほぼ完了し、2011 年の初飛行、2013 年の初号機納入を目指して、開発を加速している。B787 複合材主翼は、2009 年度からの本格的な量産開始に対応していくとともに、民間航空機エンジンでは、B787 やエアバス向けの新型エンジンの開発を行う。

(2) 宇宙機器事業

H-IIA の能力向上型である H-II B と、それに搭載する、国際宇宙ステーションへの物資補給を担う HTV の開発しており、2009 年 9 月には試験機の打上げの成功を機に商機拡大を図る。

5.2.3 その他

(1) 成長事業とキー技術への投資継続

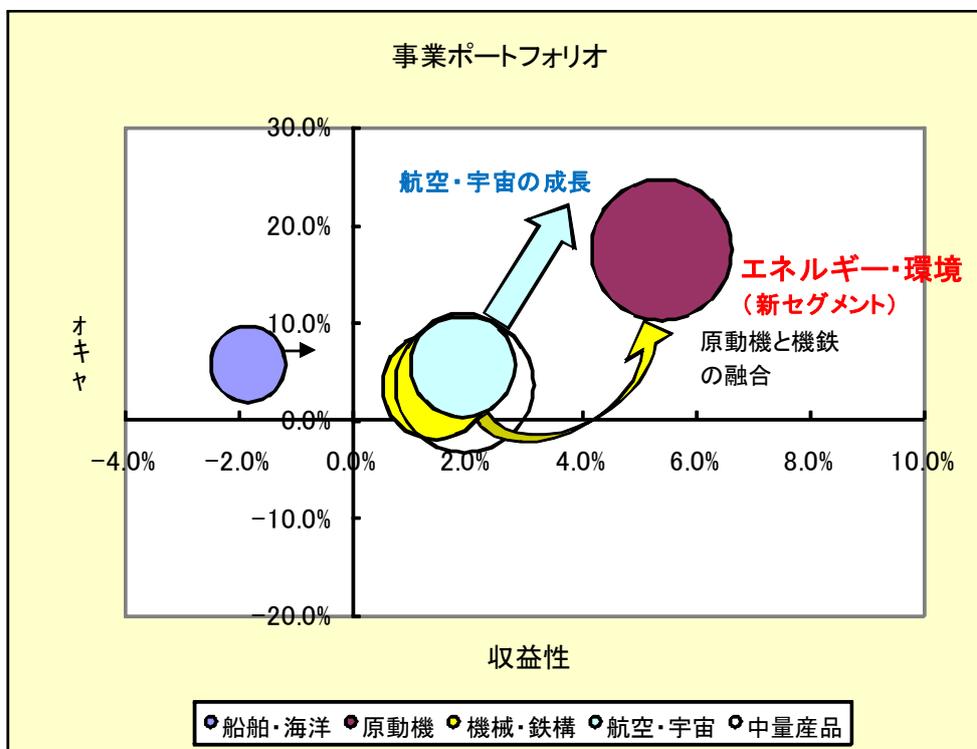
大型開発プロジェクトへの投資、次期製品につながるキー技術の開発、世界トップクラスの頭脳を活用するオープン・イノベーションを加速するため、成長分野には大規模な研究開発投資を行う必要がある。

(2) 成長に向けた基幹人員の確保

人材の獲得は企業の成長にとって極めて重要な経営課題であり、成長事業では、事業拡大に対応した積極的な人員確保を行う一方、事業環境が厳しい中量産品についても、規模に将来の基幹要員については継続して確保する必要がある。

5.3 事業ポートフォリオの見直し

成長事業の強化を柱に、事業の選択と集中を行い、事業ポートフォリオの見直しを検討する。事業セグメントの考え方は次のとおり。



(1) 船海

現在、船舶・海洋の事業を行っている事業所（いわゆる造船所）は長崎、神戸、下関と 3 場所にある。しかし、今後大幅な需要は望めず設備、人員ともに余剰が出ることが予想される。また収益性が低く完全に撤退することも選択肢としてあるが、潜水艦・魚雷といった防衛事業や深海探査船など付加価値の高い製品があるため、規模の縮小を前提に考え、造船所を 2 場所に集約する。

(2) エネルギー・環境

原動機セグメントは成長性・収益性ともに高く、まさに三菱重工業の収益の柱である。先に述べた成長事業の強化対策により、機械・鉄構セグメントを統合して新しいエネルギー・環境セグメントとして成長を続けるものとする。

(3) 航空・宇宙

このセグメントは H-II ロケットの打ち上げ成功や民間航空機 MRJ の海外メーカーからの 100 機受注をはじめ、ようやくこれまでの投資が活かされて明るい展望がみえてきた。まだ予断を許さないが、最も成長が期待される分野である。

(4) 中量産品

リーマンショックの影響を大きく受けたセグメントである。セグメントのなかには成長が見込めずに事業の存続を真に考えなければならない多くの製品群がある。特に紙印刷事業の撤退や冷熱機器事業（ビバーエアコンなど）の縮小をはじめ、固定資産の処分や設備投資の抑制、及びセグメント全体で大幅な人員削減を行っていく。

5.4 企業価値の再評価

同社は財務諸表分析による経営指標から低い収益性や、企業価値評価分析からは付加価値を創出していないことが見て取れる。上述の事業ポートフォリオ見直しにより、企業価値がどのように変化するかを以下の手順でみる。まず、事業ポートフォリオを見直した後の、2010年3月期～2014年3月期の5年間の事業セグメントごとの予想財務諸表(売上高、営業利益、資産、減価償却、資本的支出)を作成する。原則、2009年3月期の値をベースに、2010年3月期から2014年3月期まで、売上高、資産、減価償却及び資本的支出は「成長性」の比率で増加していくものとし、売上高から「収益性」の比率で営業利益を求める。事業セグメントごとの仮定した条件は次のとおり。

(船海)

2010年3月期の売上規模は2009年3月期の2/3、成長性・収益性は双方とも0.5%とする。

(エネルギー・環境)

原動機セグメントと機械・鉄構セグメントを統合し、2010年3月期時点で売上高、営業利益、資産、減価償却、資本的支出のいずれも双方のセグメントを合わせた9割の規模とする。成長性・収益性は過去5年間の原動機セグメントの平均値(成長性：17.3%、収益性：5.4%)と機械・鉄構セグメントの平均値(成長性：3.4%、収益性：1.5%)の売上高での加重平均値(成長性：12.2%、収益性：4%)にシナジー効果を考慮し、成長性15%、収益性は5%とする。

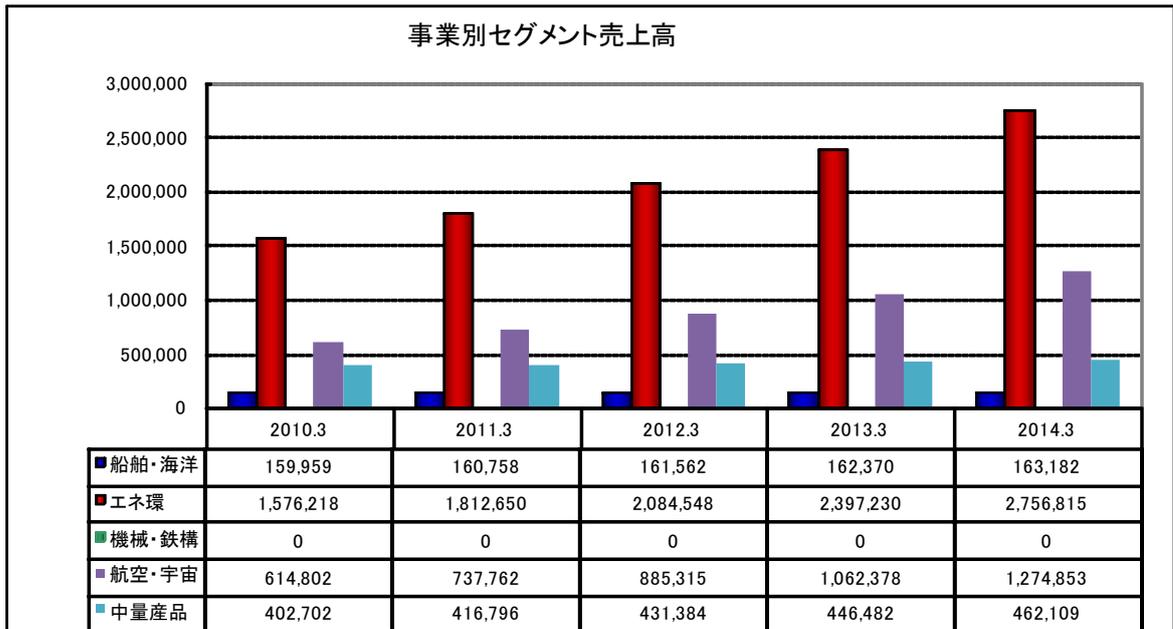
(航空・宇宙)

急成長が期待できる分野であり、成長性を20%、収益性は3%とする。

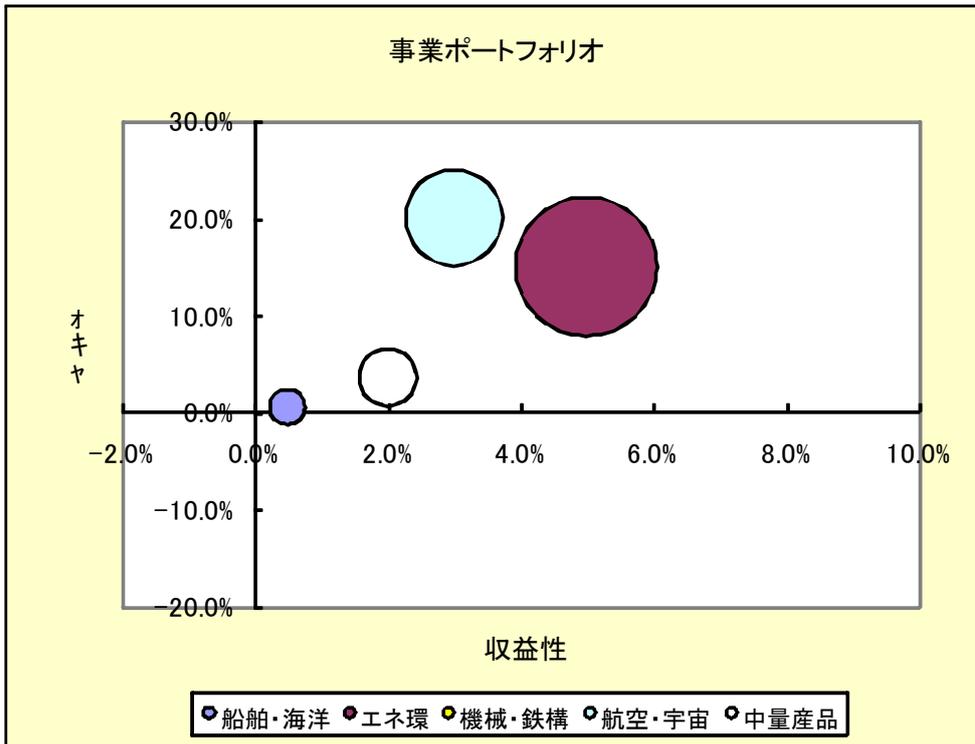
(中量産品)

大幅な設備・人員削減による規模縮小により、2010年3月期に売上規模は現在の1/2、資本的支出については投資抑制により1/3の規模とした。成長性・収益性は過去5年間の同セグメントの平均値(成長性：約3.5%、収益性：約2%)と同じとした。

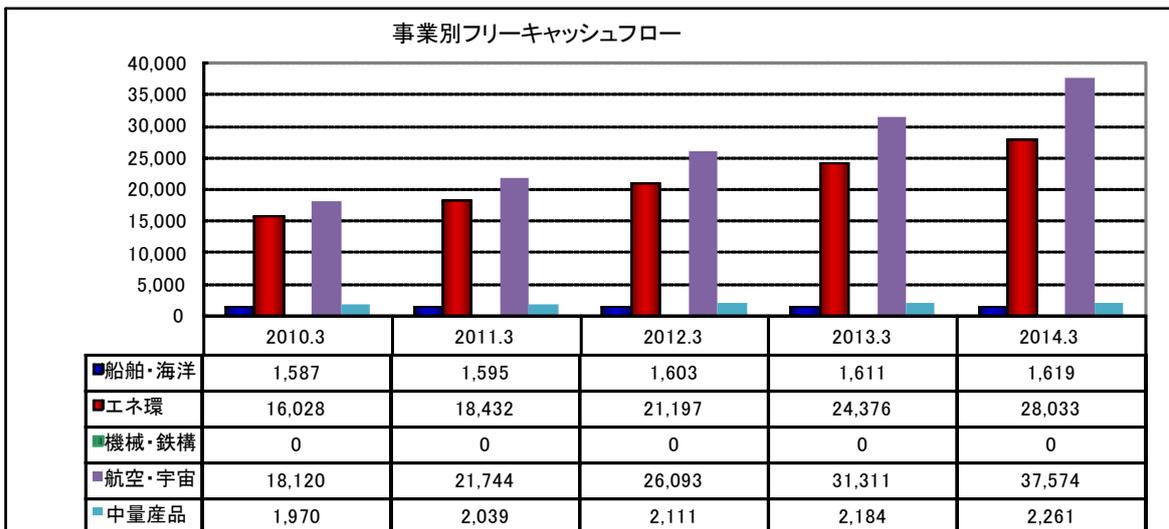
これらの前提条件にて計算した、事業セグメントごとの2010年3月期～2014年3月期の5年間の売上高及び営業利益を下図に示す。



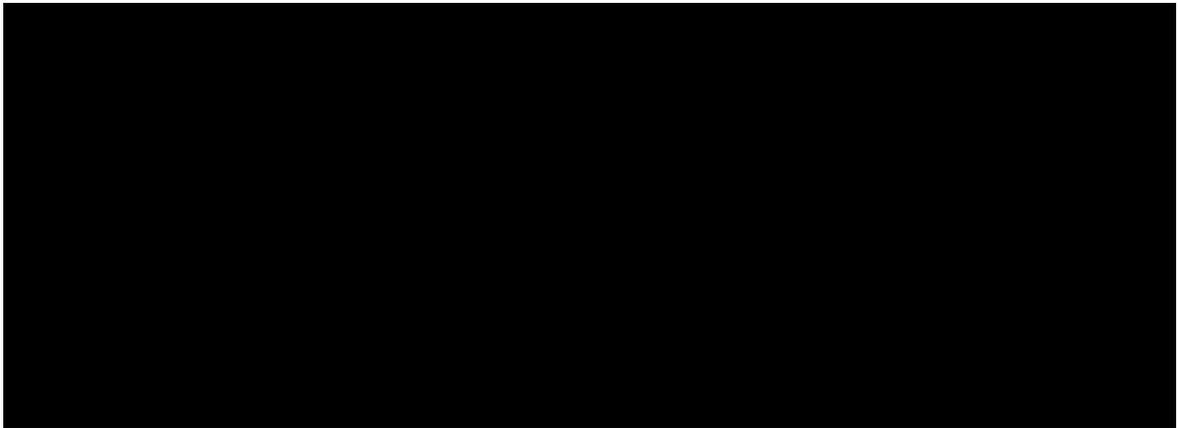
環境・エネルギーセグメントと航空・宇宙セグメントの2本柱になっており、環境・エネルギーセグメントの2014年3月期売上高は2.7兆円、営業利益は1,370億円に至っている。2014年3月期の事業ポートフォリオを図示すると、次のように変化したことがわかる。



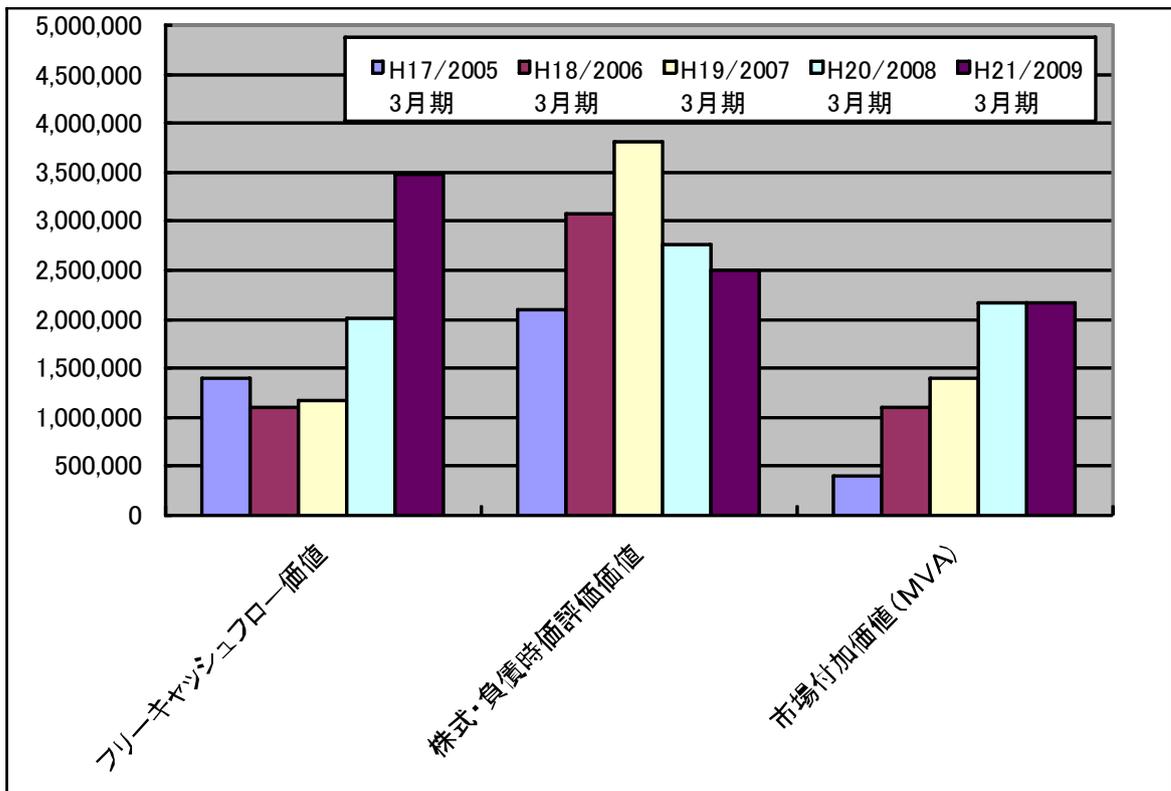
次に同条件にて計算した、事業セグメントごとの2010年3月期～2014年3月期の5年間のフリーキャッシュフローについて下図に示す。どのセグメントもプラスになっており、やはり環境・エネルギーセグメントと航空・宇宙セグメントの2本柱になっているが、特に航空・宇宙セグメントの伸びが著しい。



最後にこれらの事業から得られたフリーキャッシュフローの合計から、企業価値がどのように変化したかを求める。算出方法は1節で行った企業価値分析の手法と同様であり、具体的には表 1.2.7 の 2010 年 3 月期～2014 年 3 月期の各年度のフリーキャッシュフローを入れて求める。



この結果から、先に示した図 1.2.18 は以下のように変化し、フリーキャッシュフロー価値は大幅なマイナスからプラスに転じ、企業価値を生み出していることがわかる。



5.5 まとめ

今後の企業戦略策定において、短期的な対策についてもとりあげたが、事業の選択と集中を行い、成長事業を強化することが重要である。具体的には原動機及び機械・鉄構セグメントを統合しシナジー効果を生かしたエネルギー・環境事業を発足し、このセグメントと航空・宇宙セグメントに資源を集中する。これらのセグメントに属する代表的な成長製品の取り組むべき方向を列記した。一方、船海・海洋セグメントや中量産品セグメントは今後大きな成長は見込めず、人件費、設備などの固定費削減とともに事業規模を縮小することも併せて実施する必要がある。これらの考え方により事業ポートフォリオを見直し、2010年3月期には上述の対策が実施されるものとみなして仮定の条件を与え、今後5年間の各事業の業績の変化とフリーキャッシュフロー価値をシミュレーションした。その結果、フリーキャッシュフローの現在価値は大幅なプラスとなり、企業価値を生み出すことが示された。2010年3月期に対策を行うのは時間的に現実的ではないが、シミュレーションの結果からも同社はできる限り早い時期に、策定した企業戦略に基づいて事業ポートフォリオを見直す必要があると考える。