

日東精工の財務政策

齋藤 達弘

この論文の目的は、京都府綾部市に本社を置く、産業の塩と呼ばれるネジの老舗メーカー、日東精工株式会社の財務政策を東京証券取引所第1部に上場した1985年以降に焦点を当てて考察することにある。バブル経済が崩壊し、買収した新事業が頓挫して財務的困難に陥り、メインバンクに助けられた。その後、ネジから地盤調査機へと業務範囲を拡大し、業績を回復させた。そして、借入金を返済しつつ内部留保を積み上げ、高い株主資本比率を実現するとともに、キャッシュ・リッチに、さらに実質無借金へと変貌を遂げた。財務諸表分析に基づく日東精工株式会社の評価は、ここ10年、成長性の乏しさに難があるものの、収益性や安全性には問題のない優良企業である。しかし、株式市場による事業評価は低迷し続けている。低迷する理由の一つは株式市場が成長性を重視することにあるのだが、財務状態が大きく変わっているにもかかわらず、それに応じた財務政策が見えないことにも一因がある。企業価値を高めるためには、キャッシュは純現在価値(NPV)がプラスの投資に使うべきであり、近い将来に有望な投資機会がないのであればパイアウトに回すべきである。

キーワード: 日東精工株式会社, 財務政策, キャッシュ, メインバンク, 株主資本比率, キャッシュ・リッチ, 実質無借金, 市場評価

1. はじめに

産業の米が半導体ならば、産業の塩はネジである。この論文の目的は、京都府綾部市に本社を置くネジの老舗メーカー、日東精工株式会社(以下、日東精工と書く)の財務政策を東京証券取引所第1部(以下、東証1部と書く)に上場した1985年以降に焦点を当てて考察することにある。⁽¹⁾財務政策とは、資本予算(Capital Budgeting)、資本構成(Capital Structure)、現金分配(Payout)の三つの政策の総称である。資本予算とはどのような設備投資を採択して現金を投資するのか、資本構成とはどのように現金を調達するのか、現金分配とはどのように現金を分配するのかという意味決定である。財務政策のキーワードは現金、すなわちキャッシュである。

1938年2月に創業した日東精工は、30年後の1968年2月12日に京都証券取引所に上場した。その3年後の1971年2月12日に大阪証券取引所第2部に上場し、それから約9年後の1980年6月2日に大阪証券取引所第2部から第1部へ指定替えされた。そして、約5年後の1985年8月6日に東証1部に

⁽¹⁾『日経産業新聞』(2016年10月14日付、探訪・地方の豪族企業)が「ネジから月面地盤調査まで」と題して、精密ネジの量産技術を確立したネジの総合百貨店として日東精工を紹介している。また、蒲田(2016、第三章)が日東精工とはどのような会社なのかをわかりやすく綴っている。

上場し、現在に至っている（証券コードは 5957、東証 33 業種は金属製品）。

近年のコーポレート・ガバナンス改革について、手島（2015, 122 頁）は「ROE（自己資本利益率）、株主還元、そして社外取締役の三点セットによる標準化」と称している。日東精工はこの改革への対応として、2015 年 3 月に発表した最新の中期経営計画「日東パワーアッププラン FINAL」に「ROE は 8% 以上」と明記している（図 29 を参照されたい）。2014 年 8 月に発表された「伊藤レポート」（「持続的成長への競争力とインセンティブ企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト（座長：伊藤邦雄）が「ROE8% 以上」と明記したことを踏まえているのであろう。

「社外取締役」については、2015 年 5 月 1 日から施行された改正会社法において 1 人以上の社外取締役の選任が義務付けられた。また、2015 年 6 月 1 日から適用されたコーポレートガバナンス・コード（原則 4-8：独立社外取締役の有効な活用）において上場会社は独立社外取締役を少なくとも 2 名以上選任すべきであると明記された。それらを受けて、日東精工は 2016 年 3 月に一人（弁護士）、2017 年 3 月に一人（学識者）、あわせて二人の「社外取締役」を選任している。

ところが、「株主還元」については、有価証券報告書（2017 年）の配当政策に記載された、つぎのような内容に留まっている。

当社は、株主の皆様に対する利益還元を経営の最重要政策のひとつと位置づけるとともに、業績に見合った安定的な配当の継続を利益配分の基本としております。

当社は、中間配当と期末配当の年 2 回の剰余金の配当を行うことを基本方針としており（以下略）

1994 年の有価証券報告書から始まった配当政策の記述は、財務状態が大きく変わっているにもかかわらず、ほとんど変わることはなく、財務政策の一つであるペイアウト政策（現金配当や自社株買いに関する中長期的な方針）は無きに等しいと言わざるを得ない。⁽²⁾

ペイアウトとは、Jensen（1986）の意味でのフリー・キャッシュ・フローを分配することである。⁽³⁾ そのフリー・キャッシュ・フローとは、一般に用いられる、つぎのような便宜的計算

$$\text{営業利益} \times (1 - \text{税率}) + \text{減価償却費} - \text{投資} - \text{運転資本の差分}$$

ではない（運転資本の差分について、増加分は差し引き、減少分は足し戻す）。ペイアウト政策が重視される理由は、第一にはエージェンシー・コストの発生懸念にあるのだが、近年は、太田（2017）が指摘する「日銀の金融緩和政策により、借入れや社債発行といった負債調達のコストが低下していることから、株式市場を通じた資金調達が相対的に行われにくくなっている」という状況にもある。そのような状況について、広田（2018）は「今や株式市場は企業にとって教科書的に言えば根源的存在理由とも言うべき“資金

⁽²⁾ ペイアウト政策について、サーベイ論文として DeAngelo, DeAngelo, and Skinner（2008）を、アメリカ企業のサーベイ調査として Brav, Graham, Harvey, and Michaely（2005）を、日本企業のサーベイ調査として花枝・芹田（2008）をあげておく。

⁽³⁾ DeAngelo, DeAngelo, and Skinner（2008）は、Jensen（1986）の意味でのフリー・キャッシュ・フローを True FCF、便宜的に計算しているものを Measured FCF と区別している。

調達の間”ではなく“内部資金返却の間”へと変質している」と指摘している。⁽⁴⁾

日東精工が財務政策を意識した時期がないわけではない。日本企業がバブル経済に浮かれ始めた 1986 年に「必要な資金は必要な時に調達して、余資は極力抑えていくという原則」を「(資金調達は)「必要な時に」から「有利なときに」という原則へと変更した(日東精工(1988, 396 頁))。新しい原則は 1990 年代前半まで維持され、バブル経済の崩壊にともなって「負の遺産」を抱えることになった。そして、その影響を取り除くために約 15 年を要した。そのような苦い経験の後遺症からであろうか、日東精工は財務政策について何も語らなくなっている。50 年史である日東精工(1988)には財務政策についての記述があるが、近 25 年の歩みである日東精工(2014)にはそれがほとんどない。

バブル経済が崩壊し、買収した新事業が頓挫して財務的困難に陥り、メインバンクに助けられた。その後、ネジから地盤調査機へと業務範囲を拡大し、業績を回復させた。そして、借入金を返済しつつ内部留保を積み上げて高い株主資本比率を実現し、キャッシュ・リッチに、さらに実質無借金へと変貌を遂げた。財務諸表分析に基づく日東精工の評価は、ここ 10 年、成長性が乏しいことに難があるものの、収益性にも安全性にも問題のない優良企業である。しかし、株式市場による事業評価は低迷し続けている。低迷している理由の一つは株式市場が成長性を重視することにあるのだが、財務政策が見えないことも一因である。財務政策の重要性について、砂川・川北・杉浦(2008, 3 頁)は、経営戦略の 3C (Customer, Competitor, Company) に加えて四つ目の C, Capital を効率的に利用できるかが企業価値(株式市場における評価)を左右すると指摘している。⁽⁵⁾ 企業価値を高めるためには、キャッシュは純現在価値(NPV)がプラスの投資に使うべきであり、投資機会がないのであればペイアウトに回すべきである。⁽⁶⁾

この論文の構成はつぎのようである。第 2 節では、財務諸表分析に基づいて経営状況を考察し、財務政策との関連で、主要な大株主と経営陣、従業員数について概観する。第 3 節では三つの財務政策について検討する。資金調達については公募増資、転換社債、銀行借入にわけて、投資については有価証券投資、設備投資、事業買収にわけて、それぞれに考察し、ペイアウトについてはキャッシュ・リッチと実質無借金、現金配当と自社株買いについて検討する。第 4 節では、財務諸表分析を踏まえて、株式市場による評価を検証する。第 5 節では、最新の中期経営計画「日東パワーアッププラン FINAL」について点検する。第 6 節はまとめである。なお、本文中、人物の敬称はすべて省略する。また、日東精工の会計年度は 1 月から 12 月までであることから、本文および図表において、誤解が生じる恐れがないと判断するときには、年度

⁽⁴⁾ 吉川(2013)は、機関投資家に支持される株主還元として、つぎのような三つをあげている。

(1) 自社の事業特性(ROE, 成長率など)及び適切な財務構成(自己資本比率など)を踏まえたものである。

(2) 目標水準(配当性向)を示すなど、投資家に対する分かりやすさにも配慮したものである。

(3) 有価証券評価損益など一時的な非キャッシュ損益の発生などの状況に柔軟に対応した運用を行うものである。

そして、TOPIX100 企業の 4 割が配当性向の数値目標を明記しているという。吉川(2013)の指摘はその通りと考えるのだが、先に「(日東精工の)ペイアウト政策は無きに等しい」と書いているのは、数値目標を設定していないということではなく、何をどうしようとしているか、考えが伝わってこないという意味である。

⁽⁵⁾ コーポレート・ファイナンスでは Cash is king といわれることから、四つ目の C は Cash のほうが適当ではないかと考える。

⁽⁶⁾ 企業価値とは「将来生み出されると期待されるキャッシュフローをそのリスク(変動性)を反映した割引率で割り引いた現在価値の合計値」(手島(2015))である。宮川(2016, 19 頁)の「価値といたら割引現在価値以外を意味しない」も同じ定義である。

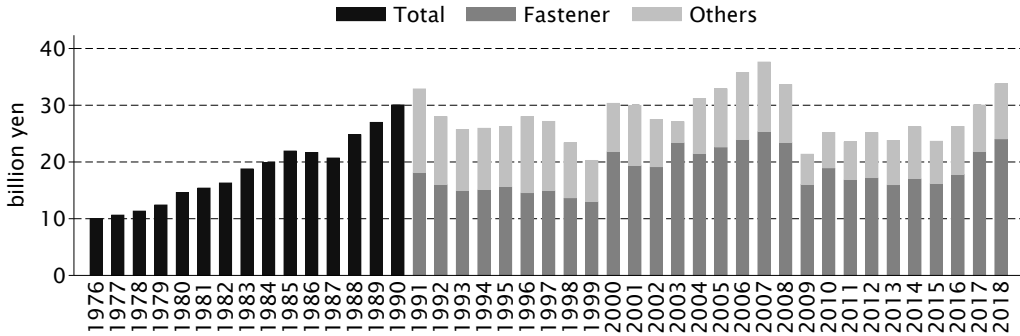


図1. 売上高

有価証券報告書に連結情報が記載されるのは1989年からである。ここでは、1987年までは個別情報を、1988年（前連結会計年度）からは連結情報を採用している。連結子会社の数は、1988年から1992年までが2社、1993年と1994年が4社、1995年が8社、1996年から1998年までが7社、1999年が8社、2000年が10社、2001年が12社、2002年から2009年までが13社、2010年と2011年が12社、2012年が13社、2013年が15社、2014年と2015年が16社、2016年が17社、2017年が19社である。セグメント情報が記載されるのは1991年からである。1991年以降、セグメント情報に基づいて売上高をファスナー部門（Fastener）とその他（Others）に区分している。その他には産機（産業用機械及び精密機器）部門と制御システム（計測制御機器及びその他製品）部門が含まれている。

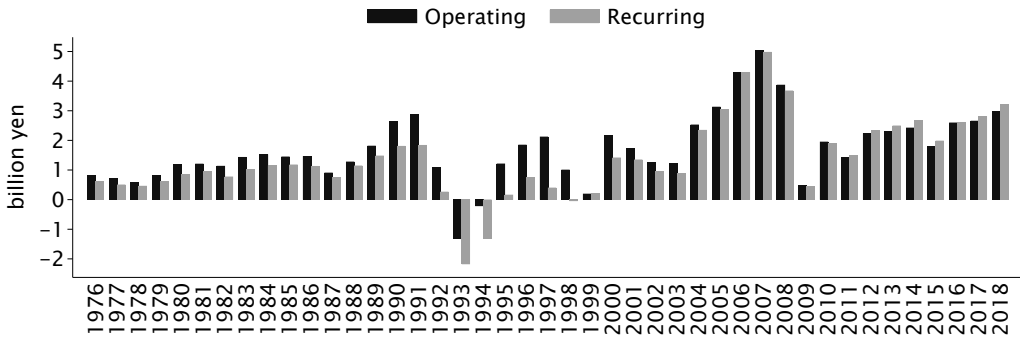


図2. 営業利益 (Operating) と経常利益 (Recurring)

1987年までは個別情報を、1988年からは連結情報を採用している。詳しくは図1の注を参照されたい。

ではなく年と表記し、これを含めて、年月日は、原則、西暦で表記する。

2. 経営状況

この節では財務諸表分析に基づいて経営状況を考察する。あわせて、財務政策との関連で、主要な大株主と経営陣、従業員数について概観する。宮川（2016, 19頁）はコーポレート・ファイナンス理論における三つの原則を、(1) 利得といったらキャッシュ・フロー以外を意味しない、(2) 価値といったら割引現在価値以外を意味しない、(3) 株式市場が正しい答えを知っている、と教えている。上場企業の財務政策はこの三原則に基づいて分析することになる。財務諸表分析はそのための準備と位置付けられる。

有価証券報告書に連結情報が記載されるのは1989年からである。この論文では、前連結会計年度を用いることにより、1987年までは個別情報を、1988年からは連結情報を採用している。連結子会社の数の

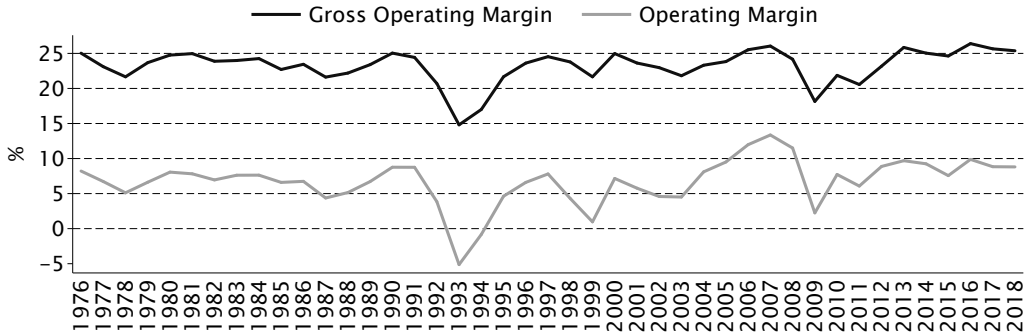


図3. 売上高総利益率 (Gross Operating Margin) と売上高営業利益率 (Operating Margin)

1987年までは個別情報を、1988年からは連結情報を採用している。詳しくは図1の注を参照されたい。

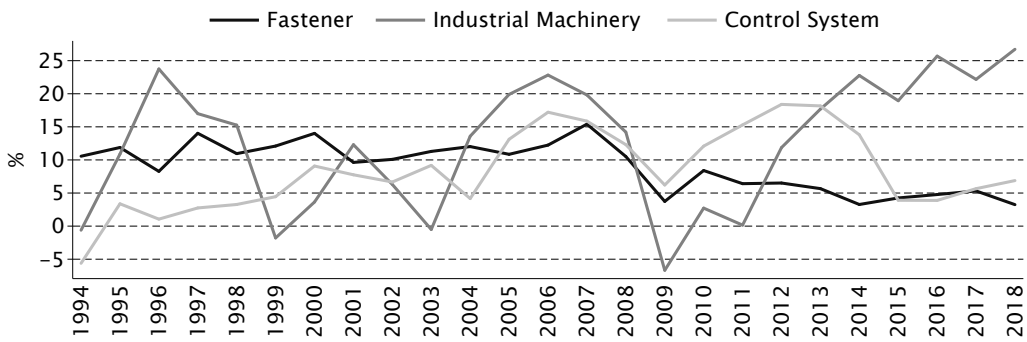


図4. セグメント別売上高営業利益率 (Operating Margin)

有価証券報告書から、ファスナー部門 (Fastener)、産機 (産業用機械及び精密機器) 部門 (Industrial Machinery)、制御システム (計測制御機器及びその他製品) 部門 (Control System) の3部門について売上高営業利益率を計算できるのは1994年からである。2007年までは配賦不能営業費用 (人事総務部門など管理部門に係る経費) を除いて計算しているため、利益率はかさ上げされている。2008年からは配賦不能営業費用を一定の配賦基準を設けて各セグメントに配賦している。

推移はつぎのようである。

1998年から1992年まで	2社	2010年と2011年	12社
1993年と1994年	4社	2012年	13社
1995年	8社	2013年	15社
1996年から1998年まで	7社	2014年と2015年	16社
1999年	8社	2016年	17社
2000年	10社	2017年	19社
2001年	12社	2018年	22社
2002年から2009年まで	13社		

連結子会社の数は財務諸表に影響を与えるのだが、とりわけ2000年から連結子会社になった和光株式会社 (以下、和光と書く) の影響は大きく、グラフ (数値) が不連続になっている場合があることを付記しておく。なお、いわゆる会計ビッグバンにより、2000年から有価証券報告書の主体は連結情報になっている。

2.1. 損益計算書

図 1 に売上高を、図 2 に利益（営業利益と経常利益）を、図 3 に売上高利益率（売上高総利益率と売上高営業利益率）を、図 4 にセグメント別売上高営業利益率を示している。⁽⁷⁾

売上高 売上高は、1976 年から東証 1 部に上場する 1985 年までの間に 100 億円から 200 億円へと倍増している。その後、足踏みし、1988 年から再び増加し（この年から連結ベースに変わっている）、1990 年には 300 億円を超えている。そして、1991 年も増収し続け、売上高は 330 億円に迫っている。しかし、1992 年からは、連結子会社の数は増えるものの、売上高は減少して伸び悩み、1999 年には、連結子会社は 8 社に増えているものの、203 億円にまで落ち込んでいる。なお、日東精工（個別）の売上高は、1991 年は 312 億円、1999 年は 177 億円である。1990 年代、連結子会社が売上高減少に与える影響は小さい。

2000 年には売上高は 300 億円を超えているが、それは連結子会社（和光）が増えたためである。その後も連結子会社の数は増え、そのことが増収に寄与して、2007 年には売上高は約 377 億円にまで成長している。2007 年の売上高について、日東精工（2014、52 頁）は「売上高こそバブル期の売上高（1991 年）を超えられなかった」と書いている。それは、日東精工（個別）の売上高が、1991 年は約 312 億円で、2007 年は約 245 億円だからである。⁽⁸⁾

2009 年、リーマン・ショックの影響により売上高は激減している。2008 年と 2009 年の連結子会社の範囲が変わっていないことを踏まえて、売上高は前年比で約 36% 減少している。そのうち日東精工（個別）の売上高は 225 億円から 138 億円へと約 39% 減少している。その後、連結子会社の数は増え続け、売上高は幾分、回復するも頭打ちの状況が続いている。

日東精工（2014、79 頁）に「平成 23 年にはタイで大洪水が広がり、日系企業も打撃を受けた。NST

⁽⁷⁾ 貸借対照表はストックを、損益計算書とキャッシュ・フロー計算書はフローを表している。財務指標は $\frac{\text{ストック}}{\text{ストック}}$ または $\frac{\text{フロー}}{\text{フロー}}$ が望ましいと考える。一般に、 $\frac{\text{フロー}}{\text{ストック}}$ の財務指標は「どれだけストックを使ってフローを生み出しているかを表している」と説明されるのだが、それは適切ではない。その理由はストックが簿価だからで、簿価は「現在、どれくらい使えるか」（経済的価値）を表していない。経済的価値とは、宮川（2016、19 頁）がいうように、どれだけキャッシュ・フローを生み出すのかという意味である。 $\frac{\text{ストック}}{\text{ストック}}$ の財務指標は簿価同士の比較であるから、その意味ではまだ許される。伊丹（2006、5 頁）は「企業の事業活動の収益性の高さは、その収益の獲得のためにどの位の資産を用いたかという財務的な行動の影響が入らない、市場での売上との比率がよりよく表現している、と思われる」、総資産の中には土地などが含まれていて「土地価格は企業の事業努力で左右できるものではないので、そうしたいわば環境要因を少しでも入れないような事業効率の指標が必要だと思われる」と述べている。このように考えて、収益性の指標である

$$\begin{aligned} \text{総資産営業利益率 (ROA) (\%)} &= \frac{\text{営業利益}}{\text{総資産}} \times 100 \\ \text{売上高営業利益率 (ROS) (\%)} &= \frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}} \times 100 \end{aligned}$$

を比べると、 $\frac{\text{フロー}}{\text{ストック}}$ の ROA よりも $\frac{\text{フロー}}{\text{フロー}}$ の ROS のほうが望ましいことになる。

⁽⁸⁾ 日東精工（2014、51 頁）に、塩田展康（社長）が 2007 年 9 月に「近年、企業業績は単体決算よりも連結決算が重視されるようになった」との認識を示しつつ、「単体決算での業績アップに向けた「チャレンジ！ 10」（1 年間で生産性を 10% 向上する目標）を展開することになった」と記載されている。

(Nitto Seiko Thailand) 社に被害はなかったものの、NST 社だけでなく本社も多大な受注減となった」と書かれている。図 1 や図 2 において 2010 年と 2011 年を比較すると、売上高も利益も減少している。しかし「大幅な受注減」というほどの減少ではない。2012 年には売上高も利益も 2010 年の水準を回復している。

2017 年、売上高は連結ベースで、再び、300 億円に達している。ゲーム機向けに精密ねじが、国内外の自動車関連業界向けに一般ねじやセルフタッピンねじが好調に推移したことが要因であった。ところが、日東精工（個別）の売上高は約 169 億円で、グループに占める本社比率は約 56% である。2007 年の約 65% から大きく低下している。第 2.6. 節で取り上げることになるのだが、連結子会社の位置づけが大きくなっている。

日東精工は三つの事業部門から構成されている。材木正己（社長）がそれぞれの部門の成り立ちについて手際よく説明している。⁽⁹⁾

戦後ダイハツ工業の自動車部品や千代田光学精工（現コニカミノルタ）の写真機部品の加工から始まり、その後それまでの技術や機械を活用して量水器を手掛けるようになりました。この流れが制御事業の始まりで、近年では、計測制御、検査機器のカテゴリーの中で展開しています。⁽¹⁰⁾

千代田光学精工の部品加工から、自社ブランドのカメラを製造していた時期もありましたが、その関係で、ねじの頭部十字穴を成型する工具（パンチ）の製作を依頼されるようになりました。打鋌試験の副産物としてできたリベットを売り始めたのがファスナー事業の始まりです。⁽¹¹⁾ その後、ファスナー事業から、ねじ締め機の産機事業が生まれました。

有価証券報告書にセグメント情報が記載されるのは 1991 年からである。図 1 では、1991 年以降、売上高をセグメント情報に基づいてファスナー部門（Fastener）とその他（Others）に区分している。その他には産機（産業用機械及び精密機器）部門と制御システム（計測制御機器及びその他製品）部門が含まれている。売上高をセクター別に見ると、1991 年、ファスナー部門の比率は約 55% であった。2000 年に和光が連結子会社に加わり、ファスナー部門の比率は 70% を超え、リーマン・ショックの影響を受けた 2009 年には 75% に達している。その後、ファスナー部門の比率は高いままの横ばい状態が続いている。言い換えると、その他（Others）に含まれる産機部門と制御システム部門の売上が伸び悩んでいるということである。

⁽⁹⁾ <http://www.fij.or.jp/blog/cat01/post-67.html>.

⁽¹⁰⁾ <https://www.nittoseiko.co.jp/company/history.html>

⁽¹¹⁾ 日東精工が手がけるネジの特徴の一つは「砂粒ほど」小さいものである。



https://style.nikkei.com/article/DGXMZ008856640X21C16A0000000?channel=DF130420167231&n_cid=LMNST011

利益 1976年からの42年間で、1993年と1994年だけが営業損益、経常損益ともにマイナスになっている。これらの年はいわゆるバブル経済の崩壊の時期にあたる。確かに赤字に陥った主因はバブル経済の崩壊にあるのだが、大幅な赤字に陥った理由は別にある。このことについては第3.2節で述べることにする。

その後のマクロ経済ショックとしては、1997年と1998年の日本の金融危機、2008年と2009年のリーマン・ショックがある。これらの時期、営業損益と経常損益、いずれの利益も落ち込んでいるが、マイナスにはなっていない。企業体質の改善が進んだことを示唆している。

1990年代、営業損益と経常損益が乖離している。乖離する要因は営業外費用（支払利息及び割引率、社債利息）の増加にある。これについては第3.1節で述べることにする。⁽¹²⁾

売上高利益率 営業損益と経常損益が落ち込んでいる時期、それぞれの売上高利益率もまた落ち込んでいる。それ以外の時期、売上高営業利益率は20%から25%の間を、売上高経常利益率は5%から10%の間を推移している。売上高利益率が変動するのは普通のことであるが、日東精工の変動幅は小さく、長期的に安定しているといえよう。

売上高利益率が安定しているのは製品の特性が作用していると推測する。材木正己（社長）が企業成長について興味深い話を紹介している。⁽¹³⁾

— 御社の歴史の中で、転機となった出来事は。

材木 1967年に、「三角形タップタイトねじ」の量産体制を確立したことです。⁽¹⁴⁾ タップタイトねじは、米国コンチネンタルスクリュー社が開発した、ねじ部の断面形状が略三角形（おにぎり形）をしたタッピンねじです。生産を開始した当初は、三角形に成形した線材を使用するものでしたが、線材を供給する際に線材がねじれるために、金型にスムーズに入らず安定した製造ができない状態が続いていました。そんな時、工場で使用する線材を誤って円形状の材料を使用した際に、材料が三角形にできあがるということを見つけたのです。この失敗を参考に試作研究がなされた結果、現在の丸線から三角形に絞り加工する方法ができました。この方法により、量産加工が可能となり、品質が安定し、製造コストを大きく低減させることができました。

— その生産技術をパテント申請するというお考えはなかったのですか。

材木 当時の判断ですから何とも言えませんが、結果的に申請はしませんでした。現在は主流となっていますし、東南アジアでもこの技術を使っています。もしこの技術を当社の中だけで抱え込んでいたら、これほどまでには

⁽¹²⁾ 売上高営業利益率（7.8%）と売上高経常利益率（1.5%）の差が最も大きいのは1997年である。その差6.3%の主たる原因は有価証券評価損（-2.0%）と為替差損（-1.3%）にある。

⁽¹³⁾ <http://www.fij.or.jp/blog/cat01/post-67.html>.

⁽¹⁴⁾ タッピン（tapping）ねじは部材に下穴をあけながら締め付ける。タッピンねじは軸部分の断面が円形状であるのに対して、タップタイト（taptite）ねじは軸部分の断面が三角形（おむすび型）である。 <https://www.nittoseiko.co.jp/aboutscrew/column01.html>



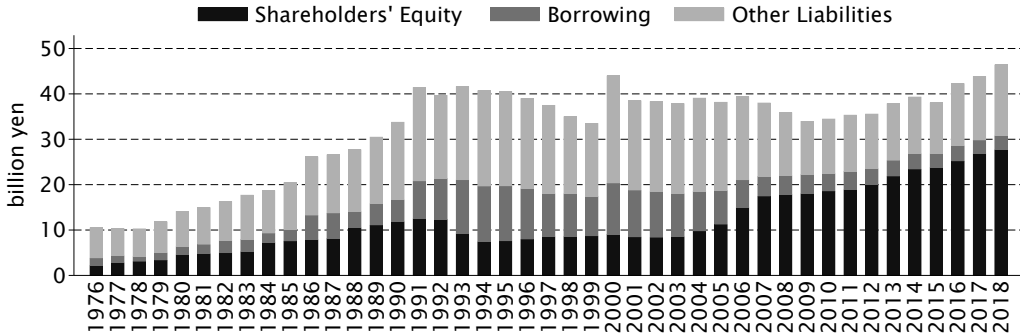


図5. 総資産と資本構成

借入金 (Borrowing) は短期借入金と長期借入金の合計 (転換社債を含む) である。1987年までは個別情報を、1988年からは連結情報を採用している。詳しくは図1の注を参照されたい。

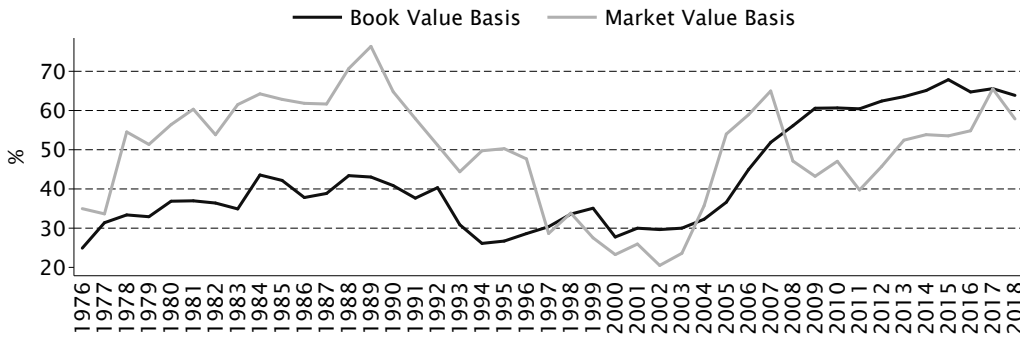


図6. 株主資本比率 (純資産 ÷ 総資産) : 簿価ベース (Book Value Basis) と時価ベース (Market Value Basis)

1987年までは個別情報を、1988年からは連結情報を採用している。詳しくは図1の注を参照されたい。

タップタイトねじが伸びなかったのではないかと思います。むしろ新しい技術を開発し、市場を活性化することができたのは、日東精工の誇りです。

「タップタイトねじ」の生産技術にパテントを取得しなかったことが結果的に「タップタイトねじ」を普及させ市場を確立させている。(15)

売上高利益率の水準について、『日経産業新聞』(2016年10月14日付)に「(2015年の)売上高経常利益率は8.3%と中堅企業としては収益率は低くない」と書かれている。しかし、正しく評価するためには同業他社比較が必要になる。

(15) 同じような事例は齋藤 (2014) が取り上げているカニカマ (かに風味かまぼこ) についてのスギヨ (石川県七尾市) にも見られる。1973年にカニカマを発売したスギヨは、1970年に中華クラゲの中国から日本への輸入がストップした後、珍味業界からの依頼を受けて、その代替品を開発していた。その過程で、アルギン酸ナトリウムに卵白を加え、塩化カルシウム溶液に漬けた試食品を醤油に漬けて細かく刻んだところ、カニ足の身をほぐした物に似ているところからカニカマのヒントを得た。スギヨは最初の製造方法だけは製法特許をとったが、カニカマの製造法はいろいろあり、その後は特許を取得せず、様々な会社がカニカマを製造できるようにした。その意思決定がその後のカニカマ市場の競争を促した。カニカマはサラダやサンドイッチ、寿司ネタなど、本物の蟹よりも世界中で食べられている魚肉練り製品で、インスタント・ラーメンやレトルト・カレーと並んで「100年に一度の大ヒット商品」といわれている。あわせて、Boldrin and Levine (2008) も参照されたい。

セグメント別売上高営業利益率 有価証券報告書から、ファスナー部門 (Fastener)、産機 (産業用機械及び精密機器) 部門 (Industrial Machinery)、制御システム (計測制御機器及びその他製品) 部門 (Control System) の 3 部門について売上高営業利益率を計算できるのは 1994 年からである。なお、2007 年までは配賦不能営業費用 (人事総務部門など管理部門に係る経費) を除いて計算しているため、利益率はかさ上げされている。2008 年からは基準を設けて配賦不能営業費用を各セグメントに配賦しているため、利益率はかさ上げされていない。

ファスナー部門の売上高営業利益率は、2007 年まで 10% を超えて安定している。産機部門の売上高営業利益率は変動が激しく、20% を上回る時期がある一方で、マイナスに落ち込む時期があるが、リーマン・ショック以降、上昇傾向にある。制御システム部門の売上高営業利益率は徐々に高まってきたが、近年、大きく落ち込んでいる。

産機部門は、売上高の比率は小さいものの、図 4 を図 2 に照らしてみると、高い利益を獲得している 1996 年や 1997 年、2005 年から 2007 年までの期間、会社全体の利益を押し上げていることがわかる。2005 年から 2007 年までは、それに制御システム部門の好調が重なり、過去最高の利益を記録している。

ファスナー部門は、2000 年代半ばまで、全体の売上高営業利益率を押し上げていた。しかし、リーマン・ショックの後、2012 年からは全体の売上高営業利益率を押し下げるようになっていく。図 1 の観察では、売上高は、2008 年以降、ファスナー部門の比率が高くなったままの状態が続き、産機部門と制御システム部門が伸び悩んでいるようにみえたが、図 4 の観察から、利益への貢献は、ファスナー部門ではなく、産機部門が大きいことがわかる。

2.2. 貸借対照表

図 5 に 1976 年から 2017 年までの 42 年間の貸借対照表の右側を示し、その棒グラフの高さは総資産を表している。図 6 にはその情報を集約する株主資本比率を簿価ベース (Book Value Basis) と時価ベース (Market Value Basis)、それぞれに示している。後者の計算では、分子と分母ともに、株主資本 (簿価) の代わりに株式時価総額を用いている。一般に、財務諸表分析では簿価ベースが、コーポレート・ファイナンスでは時価ベースが用いられる。⁽¹⁶⁾ なお、ここでも 1987 年までは個別情報を、1988 年からは連結情報を採用している。

1976 年に 100 億円ほどであった総資産は東証 1 部に上場する 1985 年にはほぼ倍の 200 億円にまで成長している。1985 年の株主資本比率 (簿価ベース) は約 40% であるが、負債に占める借入金 (Borrowing) の比率は小さい。その後、総資産は 6 年後の 1991 年にはさらに倍の 400 億円に達している。株主資本比

⁽¹⁶⁾ 2006 年 4 月 25 日に公布された「業務補助等に関する規則等の一部を改正する内閣府令」により、財務諸表等規則や連結財務諸表規則、中間財務諸表等規則、中間連結財務諸表規則、開示府令 (企業内容等の開示に関する内閣府令) などが改正された。その結果、貸借対照表の「資本の部」は廃止されて「純資産の部」となり、その内訳は「株主資本」、「評価・換算差額等」、「新株予約権」、「少数株主持分」となった。2006 年 5 月中間決算から、有価証券報告書における「自己資本」は、純資産 - 新株予約権 - 少数株主持分と定義し直されている。詳しくは、吉井 (2006) を参照されたい。

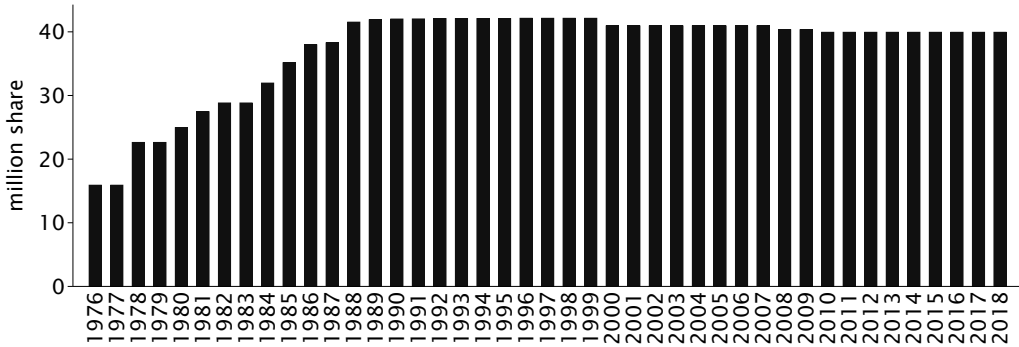


図 7. 発行済株式数

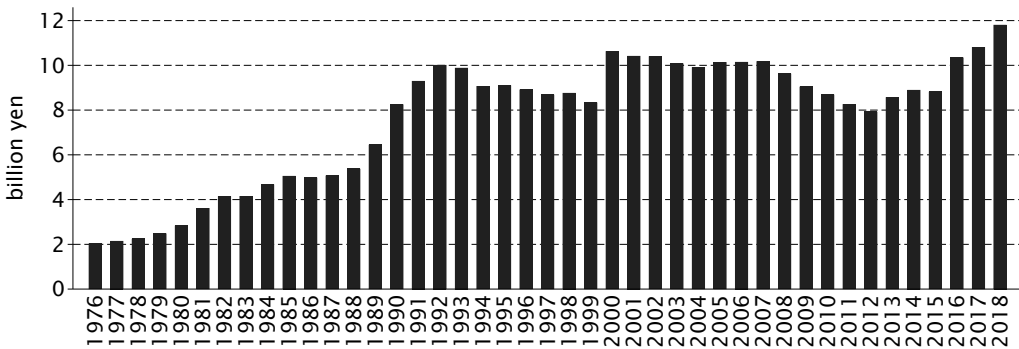


図 8. 有形固定資産

1987 年までは個別情報を、1988 年からは連結情報を採用している。詳しくは図 1 の注を参照されたい。

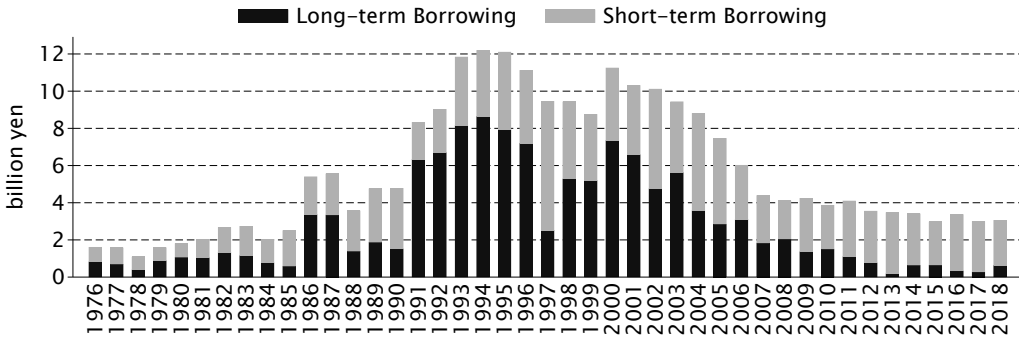


図 9. 短期借入金と長期借入金

1987 年までは個別情報を、1988 年からは連結情報を採用している。詳しくは図 1 の注を参照されたい。

率（簿価ベース）は 40% 前後とほぼ横ばいであるもの、負債に占める借入金の比率は大きくなっている。

株主資本は 1992 年まで増加している。しかし、翌 1993 年、最終損益がマイナスであったことから、株主資本は減少に転じている。また、負債残高が増加している。総資産は変わらないままに株主資本が減少していることから、株主資本比率（簿価ベース）は 40% から 30% を下回る水準にまで下落している。このとき、株主資本比率（時価ベース）は 50% 近くを維持している。最終損益のマイナスは一時的な特殊要

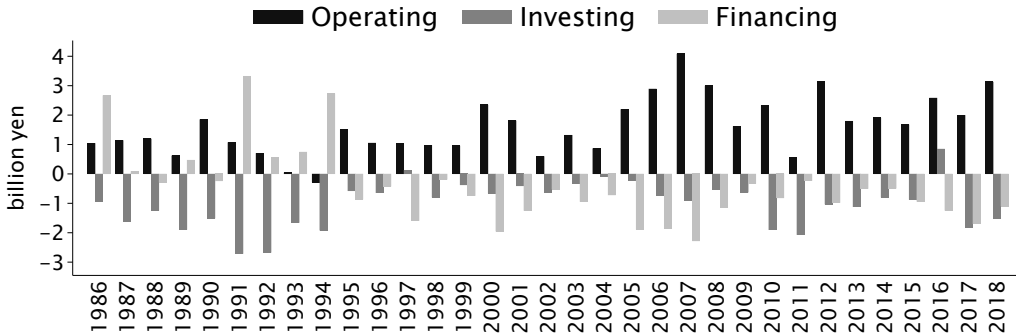


図 10. キャッシュ・フロー

1986年から1999年までは資金取支の状況(個別)を営業活動によるキャッシュ・フロー(Operating)、投資活動によるキャッシュ・フロー(Investing)、財務活動によるキャッシュ・フロー(Financing)の区分にあわせて計算し直している。連結子会社の数は、2000年が10社、2001年が12社、2002年から2009年までが13社、2010年と2011年が12社、2012年が13社、2013年が15社、2014年と2015年が16社、2016年が17社、2017年が19社である。2000年からは連結キャッシュ・フロー計算書から採取している。

因であると株式市場は判断し、株式価格はそれほど大きく下落することはなかったからであろう。

株主資本比率(簿価ベース)は、1998年に向けて上昇するものの、連結範囲の影響から一時、下落し、本格的に反転して上昇するのは2006年からである。2006年には借入金を返済すると同時に株主資本を増加させ、株主資本比率(簿価ベース)は40%を回復している。負債が減少し、株主資本が増加する傾向はその後も続き、株主資本比率(簿価ベース)は2007年には50%を超え、その後も上昇し続け、2015年には70%に達しようとしている。しかし、株主資本比率(時価ベース)は2008年から株主資本比率(簿価ベース)を下回り、50%を上回る水準である。こうなる理由は株式市場の評価の低さにある。このことについては第4.2節で議論する。

2006年からの株主資本の増加はエクイティ・ファイナンスによるものではない。図7に発行済株式数を示している。1976年から1988年までの間、発行済株式数はエクイティ・ファイナンス(公募増資と転換社債の株式転換)により増加している。しかし、その後は自己株式の消却によるわずかな減少があるものの、発行済株式数はほぼ一定である。図5で確認した2000年代後半からの株式資本の増加は内部留保の積み上げによるものである。

図8に有形固定資産を、図9に借入金(短期借入金と長期借入金の合計(転換社債を含む))を示している。一般に、短期借入金の用途は運転資力で、長期借入金の用途は設備投資である。ここでは図8に示した設備投資との関係で長期借入金に着目する。

長期借入金が増加している年は、1986年、1991年、1998年、2000年である。1986年と1991年は転換社債の発行による増加で、2000年は追加された連結子会社の長期借入金による増加である。1998年はつぎのような動きである。1997年に長期借入金が増加する一方で短期借入金が増加している。これは1998年に満期を迎える転換社債が1年以内に償還予定として長期負債から短期負債に計上し直されたからである。そして、1998年に転換社債を償還すると同時に、ほぼ同じ金額を長期に借り入れているため

に、長期借入金が増加している。

資金調達から設備投資までにラグがあることを踏まえて、長期借入金が設備投資に使われているかを図8に照らしてみると、1988年から1992年までは対応関係が観察できる。しかし、1993年以降、2000年と2016年は連結子会社の範囲変更の影響であることから除外すると、有形固定資産は増加してなく、長期借入金が設備投資に使われていないことがわかる。長期借入金の特徴的な増減については第3.1.節で、設備投資については第3.2.節であらためて検討する。

2.3. キャッシュ・フロー計算書

図10にキャッシュ・フローを示している。1986年から1999年までは資金収支の状況（個別）からデータを採取し、営業活動によるキャッシュ・フロー（Operating）、投資活動によるキャッシュ・フロー（Investing）、財務活動によるキャッシュ・フロー（Financing）の区分にあわせて計算し直している。2000年からは連結キャッシュ・フロー計算書から採取している。

営業活動によるキャッシュ・フロー（Operating）図2に示したように、1987年から1991年まで増益基調にあった。この時期の営業活動によるキャッシュ・フローは安定していない。1995年から1997年までも増益基調にあったが、この時期の営業活動によるキャッシュ・フローはほぼ一定である。2000年代前半から、利益と営業活動によるキャッシュ・フローが平行に推移する。そのように推移する背景について、日東精工（2014, 46-47頁）につぎのような記述がある。

納品から集金までの流れ（キャッシュ・フロー）を見直す必要があった。その最たる事業モデルであるトヨタのカンバン方式を学ぶために見学に行ったり、当時さかんに言われ始めた「キャッシュ・フロー経営」の理論を各部署のリーダーがまなび、重点課題として取り組んでいった。

記述の時期は特定できないが、2002年ころではないかと思う。また、日東精工（2014, 49頁）によると、2004年の初めに、由良龍文（当時の社長）が経営のスピード化を狙いとして、今年度から四半期情報（キャッシュ・フロー）を開示すると宣言したことも影響を与えているであろう。

投資活動によるキャッシュ・フロー（Investing）図8に示した有形固定資産の推移は投資活動によるキャッシュ・フロー、すなわち設備投資に大枠で対応しているであろう。有形固定資産が増加しているのは1989年から1992年までの間である。

一方、投資活動によるキャッシュ・フローは1986年から1994年まで連続してマイナス（支出）になっている。投資活動によるキャッシュ・フローには定期預金や長期預金、有価証券、貸出金に関する収入や支出が含まれている。投資活動によるキャッシュ・フローがマイナスになっている主たる理由は、1987年と1988年は投資有価証券の取得、1989年から1992年までは有形固定資産の取得である。1993年と1994年は関係会社への貸付金である。この貸付金については第3.2.節で取り上げる。

表 1

日東精工の主要な大株主の株式所有比率

表中の銀行名は旧銀行名（合併前）である。現在の銀行名は、三井信託銀行は三井住友信託銀行、富士銀行はみずほ銀行、三菱銀行は三菱 UFJ 銀行、日本興業銀行はみずほ銀行である。

	1980	1985	1990	2000	2005	2010	2015	2018
日東精工協友会	3.63	3.79	3.80	5.11	6.15	6.89	6.94	7.83
日東精工従業員持株会	1.78		0.92	3.13	2.66	2.26	1.88	1.88
京都銀行	4.36	4.96	4.83	4.96	4.78	4.87	4.73	5.03
三井信託銀行	4.24	4.90	4.84	4.96			4.46	4.35
富士銀行	2.17	3.17	3.10	3.18	3.01		1.55	
三菱銀行	1.66	3.17	3.10	3.28	3.28	3.37	3.37	3.58
日本興業銀行		2.74	2.95					
三井住友銀行						1.87		
第一生命			1.88	1.95				
日本生命				1.93		1.82	1.54	1.64
グンゼ株式会社	4.65	4.98	4.95	5.08	5.08	5.21	5.21	5.54
神戸製鋼所	3.40							
神鋼商事		3.94	3.56	3.65			3.75	3.99
木村研二郎	3.23	2.98						

財務活動によるキャッシュ・フロー（Financing）1999年までは資金収支の状況（個別）から計算し直していることから、関係会社とのキャッシュ・フローが表面化していることに留意されたい。財務活動によるキャッシュ・フローの大きなプラスに注目すると、1986年と1991年は転換社債の発行による資金調達のため、1994年は関係会社のための長期借入のためである。これら以外、財務活動によるキャッシュ・フローが大きくプラスになっている年はない。つまり、外部からの資金調達は1994年が事実上、最後ということになる。(17)

一方、財務活動によるキャッシュ・フローの大きなマイナスに注目すると、1997年、2000年、2005年から2007年までである。これらはすべて長期借入金の返済による支出である。営業活動によるキャッシュ・フローが安定したり、増加したりした時期に当たっている。

2.4. 主要な大株主

表1に主要な大株主の株式所有比率（発行済株式総数に対する比率）を示している。(18) 1980年と2017年を比べると、主要な大株主は基本的に変わっていない。大手銀行が経営統合により再編されたことによる変化が目立つだけである。

1980年と東証1部に上場した1985年を比べると、京都銀行と三井信託銀行（現在の三井住友信託銀行）が独占禁止法による上限の5%に近い所有比率に増やし、富士銀行（現在のみずほ銀行）と三菱銀行（現在の三菱UFJ銀行）が横並びに3.17%を所有するようになっている。アレンジされたことがわかる。

(17) 資金調達しないときの株式市場の機能について、広田（2004）を参照されたい。

(18) 日東精工の自己保有株式は含めていない。

第 3.1. 節で述べることになるのだが、資本市場からの資金調達の主幹事は和光証券（現在のみずほ証券）と山一証券（1997 年に経営破綻）で、それぞれのメインバンクは日本興業銀行と富士銀行である。そのメインバンク関係で主幹事証券が選ばれ、それぞれの銀行が株式を所有している。その後、富士銀行と日本興業銀行（現在のみずほ銀行）は両行とも所有比率を減らし、経営統合後のみずほ銀行は主要な大株主ではなくなっている。三菱銀行は経営統合後も一貫して株式を所有している。

京都銀行とグンゼ株式会社は 5% 前後の株式を所有し続けている。日東精工協友会（取引関係にある企業の持株会）と日東精工従業員持株会も継続して上位に位置している。近年、日東精工協友会の所有比率が増加傾向にある一方で、日東精工従業員持株会の所有比率は減少傾向にある。この減少傾向は、後に示す図 11 に見るように、日東精工（個別）の従業員数の減少に呼応している。またその減少傾向を補うように日東精工協友会の所有比率が増加しているのは、自然に、ということではなく、安定株主対策のための意図した動きではないかと推測する。

生命保険会社は機関投資家であるから、主要な大株主に名を連ねることは普通であるが、取引関係による株式保有も少なくない。日東精工は 1986 年 12 月から日東企業年金と日東共済年金を発足させた。その幹事会社が、住友生命、日本生命、第一生命であった。後で述べることになるのだが、これら生命保険会社は日東精工の借入においても重要な役割を果たしている。

独占禁止法による上限の 5% に近い所有比率を維持していた三井信託銀行は 2003 年から 2011 年までの間、主要な大株主に登場していない。ところが、2012 年に 4.46% を所有する大株主として再登場している。三井信託銀行（現在の三井住友信託銀行）は日東精工の株式事務を取り扱っている。神戸製鋼所の所有株式は、1981 年に直系の商社、神鋼商事に引き継がれ、神鋼商事は 2001 年まで大株主であった。しかし、これもまた 2002 年には大株主から名前が消え、2011 年に再び、以前とほぼ同じ所有株式数により大株主として登場している。日東精工（1988, 116 頁）によると、日東精工と神戸製鋼所との取引は 1956 年に始まる。十字穴付きネジのための鉄線材料を神戸製鋼所から購入した。木村研二郎は 1959 年 2 月に相談役に、1971 年 2 月に取締役役に就き、1984 年に退任している。

2.5. 経営陣

この小節では財務政策と関連する範囲で経営陣について考察する。日東精工は地域上場企業に多いファミリー企業ではない。「昔から生糸をはじめとする繊維産業の町（綾部）で、多くの女性が働いて」いて、日東精工は「この地に男性の働く場を作ろう、そして地域を支えていこうと地元の有志の方が出資してきた」。(19) 創業者たちは明らかであるが、その子孫が経営陣に就いているということはない。付表に役員（監査役を除く）の推移を示している。

財務部門の位置付け 1974 年 12 月の組織改正により、経理部が財務部（財務課と経理課）に再編された。ところが、1983 年 4 月 1 日現在の組織図（日東精工（1988, 344 頁））から財務部はなくなってい

(19) <http://www.fij.or.jp/blog/cat01/post-67.html>.

る。1987年の有価証券報告書に掲載されている組織図にも財務部はない。しかしながら、1989年の有価証券報告書に掲載されている組織図には再び財務部が配置されている。

1989年の有価証券報告書の「役員 の 状況」において「財務」という言葉が初めて登場した。⁽²⁰⁾ 1989年3月に常務取締役役に昇格した池田博之の職名に「企画室長人事総務部・財務部管掌」と記されていた(役職は1989年4月に任じられている)。東証1部に上場して3年半が経ち、初めて財務が経営機能の一部として認知された。

1989年当時の財務部長である平石鐵雄が取締役に就くのは1993年3月のことである。取締役・財務部長の誕生である。平石鐵雄は1989年4月、49歳のときに財務部長に就いている。取締役・財務部長が誕生したとき、常務取締役・池田博之の役職は、財務部管掌が外れ、「管理本部長兼海外管掌」に変更されている。

取締役・財務部長の平石鐵雄は2004年3月に常任監査役に就任する。その結果、2004年4月、「役員 の 状況」から「財務部管掌」も「財務部長」も無くなってしまふ。1年の空白の後、2005年3月、新任の取締役である今川和則の役職が「企画・財務部門担当兼倫理管理部長」となり、「役員 の 状況」に「財務」が復活する。しかし、今川和則は財務部長ではない。当時の財務部長は小林善朗であった。

つぎに取締役・財務部長が登場するのは5年後の2009年3月である。小林善朗は2003年10月、平石鐵雄の後任として、51歳のときに財務部長に就き、それから5年半後に取締役に就いた。平石鐵雄の財務部長の在任期間は、1989年4月から2003年9月までの14年半であった(うち1993年3月から2003年9月までは取締役・財務部長)。小林善朗は2015年3月に退任し、平石鐵雄と同じように常任監査役に就任している。小林善朗の財務部長の在任期間は、2003年10月から2015年3月までの11年半であった(うち2009年3月から2015年3月まで取締役・財務部長)。2015年3月、今川和則の役職は「管理部門担当 兼 支店管理部門担当 兼 人事総務担当」から「管理部門担当 兼 財務担当」に代わった。

東証1部上場企業の組織図に財務部がないだけでなく、財務部門の責任者が取締役ではないという状態が続いていた。誰が、どこで、どのように財務政策を立案していたのであろうか。1989年からは、「役員 の 状況」に「財務担当」または「財務部長」のいずれかが存在する体制にある。財務部長が取締役ではないときには取締役の一人が「財務担当」という役職に就き、財務部長が取締役に就くときには取締役・財務部長となっている。2015年4月1日付で財務部財務課長の松本真一が「財務部長 兼 財務課長」に昇格している。「財務部長 兼 財務課長」という部課長兼職が示しているように、財務部長には若くして就任し、50歳代前半になって取締役に就く慣行が形成されつつある。松本真一は2018年3月29日付で取締役・財務部長に選任されている。⁽²¹⁾

⁽²⁰⁾ 1990年3月の株主総会において承認された取締役が1989年の有価証券報告書に記載されている。

⁽²¹⁾ 財務部長が取締役に就任するまでの期間は、平石鐵雄が4年、小林善朗が5年半、松本真一が3年である。これらの期間は、取締役・財務部長ではなく、「役員 の 状況」に「財務担当」が存在する。

渡辺^{ただし}義の12年間の社長在任（1983年から1995年まで）1981年11月、社長の西山竹治が急逝する。後任の社長には、社長を退任して会長に就任したばかりの福井祐司が復帰し、急場をしのごことになった。ところが、リリーフであったであろう福井祐司は、「イノベーション元年」を宣言し、事業部の横の連携を強化するために、1975年以來の4事業本部制（ファスナー・産機・計器・生産技術）を2本部制（製造・販売）に組織改革する。この2本部制への大きな組織改革について、有価証券報告書には言及されていない。「当社は事業部制度を採用し、それぞれの事業部門別に製品の製造販売を行っております」という記載が続いていた。

1年4か月後の1983年3月、常務取締役の渡辺義（59歳）が代表取締役社長に就任する。渡辺義は社外取締役の由良源太郎を取締役会長（代表取締役）に据える。「地元有力者として当社の創立に参画されて以来、一貫して社の発展に格別の情熱を傾けられた由良家より、新会長を迎えることができたことは誠に心強い」ということであった。由良金一の長男である由良源太郎は1995年3月までの12年間、渡辺義とともに、代表取締役であり続けた。

社長に就任した1か月後の1983年4月、渡辺義は、「守りと攻めの両面の使い分けが大切である」という思いから、マーケティングを強化するために営業企画室を拡充してマーケティング室を設置する。その一方で、製造・販売の2本部制を廃止し、製販一体の3事業部制（ファスナー、産機、計器）に戻す組織改革に着手する。ということは、福井祐司による4事業本部制から2本部制への組織改革は、渡辺義が常務取締役として参加していた取締役会における熟議を踏まえた結果ではなかったということになる。渡辺義による組織改革は社内に相当な混乱を招いたのではないかと推測する。

そして、1984年1月、長期5か年計画「FINE '88 3&3 PLAN」を策定する。この計画において、売上高300億円、経常利益30億円という数値目標を掲げている。ところが、翌1985年には東証1部に上場することになるといふときの長期経営計画「FINE '88 3&3 PLAN」に財務政策は見当たらない（日東精工（1988, 332-334頁））。

1988年、日東精工は創立50周年を迎えた。その記念式典の席で、社長在任6年目の渡辺義は、この年を「第2創業元年」とし、21世紀への展望として中期経営計画「GLORY21」を発表した（付録に中期経営計画の推移を示している）。それは、つぎの7点、すなわち(1)組織、人材の活性化、(2)高付加価値製品の創出並びに高品質の追求、(3)最適生産形態の確立、(4)新製品開発システムの確立、(5)新市場の創造、(6)海外事業の体系化、(7)間接部門の精鋭化、を基本戦略としていた。東証1部に上場した後であるが、ここにも財務政策は見当たらない。時はバブル絶好調で、中期経営計画「GLORY21」にかかる1989年から1991年までの間、増収増益した。日東精工（2014, 39頁）につぎのように書かれている。

バブル景気に浮かれるなか、渡辺（義）社長は「我々は、かかる好況感に酔いしれることはできない。21世紀に生き残る企業としての条件を築く時だ」と、積極的な設備投資を続けた。

渡辺義は1983年3月から1995年3月までの12年間、社長を務めることになる。その12年間はバブ

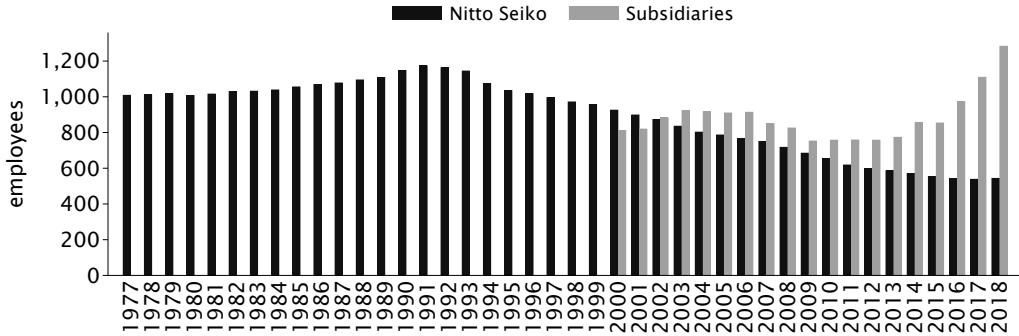


図 11. 従業員数

Nitto Seiko (個別)には、本社工場、八田工場、城山工場、本社、支店等が含まれ、Subsidiariesには国内と在外の連結子会社が含まれている。連結子会社 (Subsidiaries) の数は、2000 年が 10 社、2001 年が 12 社、2002 年から 2009 年までが 13 社、2010 年と 2011 年が 12 社、2012 年が 13 社、2013 年が 15 社、2014 年と 2015 年が 16 社、2016 年が 17 社、2017 年が 19 社である。

ル生成からバブル崩壊までを含む期間で、日本経済の混乱が日東精工にそのまま投影されている。渡辺義の在任期間中、日東精工は東証 1 部に上場し、海外に積極的に事業展開した。渡辺義は 12 年を超えてさらに続投するつもりであった。日東精工 (2014, 41 頁) につぎのように書かれている。

営業利益を計上できるまでに回復した 12 月には、新たな経営計画を打ち出す予定だったが、渡辺社長は後任の岡本社長に委ね、平成 7 (1995) 年 3 月末をもって相談役に退いた。

渡辺義は 2001 年 10 月 10 日に 77 歳で亡くなっている。渡辺義がどのような経営計画を打ち出そうとしていたのかは知る由もない。渡辺義は日東精工を大きく成長させた。その貢献が、成長に陰りが見えるまで在任期間を長くさせてしまったのであろう。

2.6. 従業員数

地域に本社を置く上場企業の地域経済における役割の一つは雇用機会の提供にある。蒲田 (2016, 143 頁) はつぎのように綴っている。

人口三万五〇〇〇人弱のところに社員が一〇〇〇人近くいて、その家族を含めると綾部市では一四~一五人にひとりが日東精工関係者ということになる (中略) 社員が近くに住んでいることに加えて、安定雇用がベースにあることで、社員が一枚岩になっているともいえるでしょう。

有価証券報告書において確認できる 2016 年 12 月現在の従業員数は、日東精工 (支店等は除く) が 477 人、綾部市に本社を置く子会社として日東公進株式会社が 41 人、東陽精工株式会社が 33 人、3 社を合わせて 551 人である。このほかに綾部市に本社を置く連結子会社として、工業用ファスナーの製造工程の一部を受託している株式会社ニッセイと株式会社ファインがあるのだが、551 人とあわせても蒲田 (2016) がいう 1,000 人に達することはないだろう。それでも「人口三万五〇〇〇人弱のところに社員が六〇〇人」として「その家族を含めると綾部市では二十数人にひとりが日東精工関係者」になり、日東精工が綾部市

において大きな存在であることに違いはない。

図 11 に従業員数を示している。1977 年から 1999 年までは日東精工（個別）だけを、2000 年からは日東精工（個別）と連結子会社を別々に表示している。日東精工（個別）の従業員数は 1,000 人前後から増加し続けて、1991 年の 1,175 人をピークに減少し続けている。1996 年 1 月に策定された中期経営計画「DASH 60th」の重点項目の一つとして「先鋭化した体制づくり（従業員 1000 名体制）」を掲げている。従業員数を抑制するという方針の結果、1997 年には 1,000 人を下回り、その後も減り続け、2012 年には 600 人を下回っている。しかし、このような従業員の減少について、日東精工（2014）には方針が記載されていない。一方、国内および在外の連結子会社の従業員数は、連結子会社数の増減による変動にともなう増減があるのだが、在外子会社の従業員数が増加している。

日東精工（2014, 55 頁）に塩田展康（当時の社長）による「コスト削減の場であった新興国」という発言が引用されている。⁽²²⁾ 日東精工は 1979 年に台湾に合弁会社（旭和螺絲工業股份有限公司）を設立し、1980 年代後半にはインドネシアやタイに進出している。経済産業省「日本企業の海外進出状況」によると、多くの日本企業が海外現地法人の設立や資本参加する時期は 1985 年の「プラザ合意」以降で、急速な円高により生産コストの低い海外への工場移転が進められた。⁽²³⁾ 日東精工の海外進出はそれよりも早く、日本企業全体から見てもかなり早い時期である。図 11 に 1990 年代の動きを示せていないが、日東精工（個別）の従業員数が減少する一方で、在外子会社の従業員数が増加する流れであったと推測する。

3. 財務政策

3.1. 資金調達

3.1.1. 株式公開

日東精工は、1968 年 2 月 12 日、「永年の念願」（日東精工（1988, 179 頁））を果たし京都証券取引所に上場した。日東精工（1988, 180 頁）は「株式の適正な評価を世に問う」という由良金一（当時の社長）の言葉を記している。その後、1971 年 2 月 12 日、大阪証券取引所第 2 部に上場し、1980 年 6 月 2 日、大阪証券取引所第 2 部から第 1 部への指定替えになっている。日東精工（1988, 310-311 頁）は「会社として質的な差はないけれども世間では十両から幕内へ昇格したような高い評価を得るようになった」と誇らしく述べ、西山竹治（当時の社長）のつぎのような発言を引用している。

非上場企業と 1 部上場企業の企業に要求されることは、おのずから異なって当然である。社員についても、その義務の範囲は人格・仕事の進め方、加えて社会への貢献にまでおよぶ。

「安定成長下では企業財務の健全性が要請され、特に自己資本の充実は、経営基盤の安定と強化を図ろう

⁽²²⁾ 材木正己（社長）は「海外生産によってコストを下げるのが目的ではなく、お客様へのサービスを向上させることを目的に進出したものです」と述べている (<http://www.fij.or.jp/blog/cat01/post-67.html>).

⁽²³⁾ <http://www.meti.go.jp/statistics/tyo/genmtihou/sanko/pdf/h2c3e1ni.pdf>

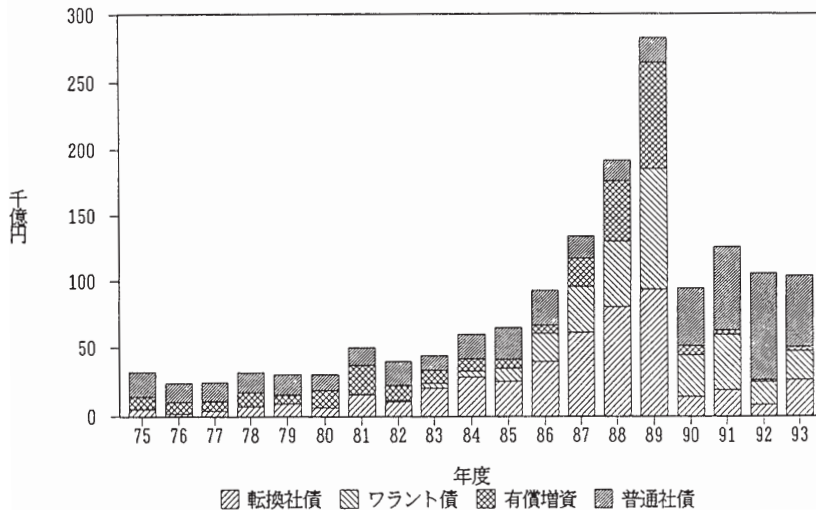


図 12. 日本企業の資本市場からの資金調達 (1975年から1993年まで)

花枝 (1995, 図 1) を再掲している。

えて重要な経営課題であった」(日東精工 (1988, 311 頁))。そこで、大阪証券取引所第 1 部に指定替えになった 1980 年 11 月に、和光証券と山一証券が引き受けて、公募増資を実施している。その一般公募により約 8 億 2,900 万円を資金調達し、全額を設備投資に充てている。設備投資計画が日東精工 (1988, 312 頁) に詳細に記載されている。

3.1.2. 公募増資

日東精工は東証 1 部に上場する直前の 1984 年 7 月に 1 株当たり 530 円で 3,125,000 株を一般公募している。東京証券取引所への上場審査について和光証券大阪引受部から指導と助言を受けていた関係で、公募の幹事証券の社は和光証券であった (日東精工 (1988, 364 頁))。なぜそのタイミングでの資金調達なのかについて、日東精工 (1988, 324 頁) に「この年 (1984 年) は、年初から輸出が堅調で設備投資も立ち直ってきた。欧米との貿易摩擦も一段落したかのような落ち着きがみられた。この時期をとらえて 6 月には、時価発行増資を実施」したと書かれている。また、なぜ公募増資を選択したのかについて、日東精工 (1988, 359-360 頁) につぎのように書かれている。

FINE '88 の達成のためには、さらに合理化、量産化への積極的な設備投資が予想された。前回、(昭和) 55 年の増資以来 3 年半ほど経ているので、設備投資の多くは銀行借入れで賄ってきた。そのため借入金依存率は 35.5% に達し、売上高金融費用率も 2.6% であった。この際、借入金を抑えて金利負担を軽減することも重要であった。

最後の一文から「株式の資本コスト」という考え方が欠落していたことがわかる。⁽²⁴⁾ 小峰隆夫は「当時の

(24) 「株式の資本コスト」は一般に「株主が要求する期待リターン」と定義されるのだが、倉澤 (2019) は、その定義が混乱を招いているのではないかと指摘している。倉澤 (2019) による資本コストの定義は「(将来ペイオフの) 市場での評価」である。

企業経営者たちは、エクイティ・ファイナンスを金利負担のないコストゼロの資金調達だと考えていた節がある。当たり前だが、株式を通じた資金調達には、資金を有効に使って配当するというコストがかかるのだが、当時は「資本コスト」という概念自体がほとんど知られていなかったように思われる」と回顧している。⁽²⁵⁾

この公募増資により、約 16 億 5,000 万円を資金調達し、資本金は約 14 億円から約 23 億円へと増加し、株主資本比率は 30% 半ばから 40% 半ばへと上昇した。企業財務の健全性が増し、経営基盤の安定と強化のための必要条件である自己資本の充実が実現したことになる。そして、入手した資金を用いて「ファスナー部門の機械設備を購入して生産能力を約 10% 増強させ、また八田工場に管理センターを建設して物流の合理化を促進した」。

日東精工（1988, 361 頁）は「（この公募増資により）筆頭株主となっている The Loyal Bank of Scotland Limited は、英国系の投資基金の一つが当社の株式を購入したもので、翌年には売り払っている」と書いている。翌年に売ってしまうような株主は歓迎しないという思いが「売り払う」に現れている。東証 1 部への上場を控えた時期の公募増資であったことから株主構成に敏感になっていたのであろう。

3.1.3. 転換社債

図 12 は 1975 年から 1993 年までの間の日本企業による資本市場からの資金調達を示している。1986 年から転換社債やワラント債による資金調達が急増している。このエクイティ・ファイナンスのブームがバブルを膨張させた要因の一つであった。株式市場が下落し始めた 1990 年には、転換社債やワラント債の発行は激減し、資本市場からの資金調達の主流は普通社債へと移った。

第 1 回物上担保附転換社債 東証 1 部に上場して 1 年半後の 1986 年 10 月に、第 1 回物上担保附転換社債をつぎのように発行している。⁽²⁶⁾

発行総額	30 億円	転換価格	600 円
発行価格	額面 100 円につき 100 円	償還期限	1996 年 10 月 14 日
利率	2.7%		

当時、適債基準があり、転換社債を発行できるのは優良企業に限られていた。⁽²⁷⁾ 募集の受託会社は京都銀行、日本興業銀行、三井信託銀行、引受の主幹事は和光証券と山一証券であった。伊藤正直（東京大学名誉教授）は、『産経新聞』（2017 年 6 月 3 日付、朝刊、平成 30 年史 バブル、それから（4））において、「「法

⁽²⁵⁾ <https://www.jcer.or.jp/column/komine2/index974.html>

⁽²⁶⁾ 希薄化率はつぎのようである。

$$\text{希薄化率} = \left(1 - \frac{\text{既発行株式数}}{\text{新規発行株式数} + \text{既発行株式数}} \right) \times 100 = \left(1 - \frac{38,016,000}{\frac{3,000,000,000}{600} + 38,016,000} \right) \times 100 = 11.6\%$$

⁽²⁷⁾ 日東精工（1988, 365 頁）によると、純資産 75 億円（60 億円以上が適債基準）、自己資本比率 42.1%（20% 以上）、1 株あたり利益 14 円 70 銭（7 円以上）のように転換社債の適債基準を満たしていた。

人の山一」と呼ばれ、多くの上場企業の財テクに深く関わりすぎた」と回顧している。

「低金利の好機に大口の資金調達を実施して、資金効率の向上、金融費用の削減などを図った」（日東精工（1988，326-327頁））、「公定歩合が3.5%という低いときでもあり、有利なときに調達するという方針」（日東精工（1988，365頁））と書かれているように、普通社債ではなく転換社債を選んでいるのは、普通社債よりも転換社債のほうが利率（クーポン・レート）が低いという理由からである。公募増資という選択肢もあったが、図12に示したように、当時は転換社債やワラント債がブームであった。おそらく証券会社に勧められたのであろう。バブル景気（第11循環の拡張局面）の始まりは1986年12月であるから、この発行はバブルを一步先んじていた。そのバブル景気は1991年2月まで4年3か月続いた。

転換社債とは一定期間内に株式に転換できる権利を持つ社債である。投資家は株式の市場価格が予め設定されている転換価格を上回っているとき、社債を株式に転換する。転換社債が株式に転換されると、発行企業は社債を償還する必要はなくなる。もし株式の市場価格が転換価格を上回ることがないときには、転換社債を社債として償還することになるのだが、普通社債よりも利率が低いことから、支払利息は少なく済むことになる。転換社債を発行することは有利なことばかりと思われるかもしれないが、理論的にはそんなこと、すなわちフリー・ランチはあり得ない。

転換社債の価値は、株式への転換権と社債の価値の合計である。株式への転換権はコール・オプションとして、通常（ゼロよりも大きい）プラスの価値がある。いま転換社債の価格を100円、株式への転換権の価値を5円とすると、社債の価値は95円となる。社債は額面の100円で償還されるから、95円と100円との差は利息と考えられる。その5円分だけ普通社債よりもクーポン・レートが低くて済む。転換権の価値は会計上、認識されないことから、低コストで資金調達できている（金融費用を削減できている）ようにみえる。

いま、転換社債を発行するときに、株式の市場価格が転換価格を上回ることを期待しているとしよう。そして期待通りに株式の市場価格が転換価格を上回るとすると、その上回った価格で株式発行により資金調達するほうが、より多くの資金を調達できる。つまり、転換社債を発行することにより、より高い株式価格で新規株式発行により資金調達できる機会を失っていることになる。経済学的に考える機会費用は会計上、認識されないために無視されている。

第1回物上担保付転換社債は株式転換が進み、残高はつぎのように推移した。

	社債残高	12月末株価（円）
1987年12月	28億2,000万円	540
1988年12月	8億6,400万円	794
1989年12月	6億4,750万円	1,130
1990年12月	5億7,250万円	751
1991年12月	5億6,200万円	675
1992年12月	5億2,350万円	455

転換社債の株式転換による株主資本の増加は図5の1987年から1992年までの間に見て取れる。しかし、1993年以降、株価は転換価格の600円を上回ることなく、1996年10月に5億2,350万円を満期償還し

ている。

第2回無担保転換社債 1991年7月2日に第2回無担保転換社債をつぎのように発行している。⁽²⁸⁾

発行総額	40億円	転換価格	870円
発行価格	額面100円につき100円	償還期限	1998年12月31日
利率	4.8%		

1990年8月には公定歩合は6.0%に引き上げられて、1990年1年間にTOPIXは約40%値下がりしていた。図12に示したように、1991年には株価下落から転換社債の発行は激減し、公定歩合の引き下げから資金調達的主流は普通社債に移っていた。にもかかわらず、転換社債は金融費用を節約でき、加えて株主資本を増加させることができるという誘惑が株価反転への期待を高めたのであろう。第2回無担保転換社債は、満期までの間に株価が転換価格870円を超えることはなく、発行総額40億円を満期償還している。

第2回無担保転換社債について、日東精工(2014)には、年表に1行「第2回転換社債(40億円)発行」と書かれているだけである。バブル経済の崩壊が露わになり始めていた時期であったが、近い将来、景気は回復する、株式市場は反転するという論調も根強かった。しかし、1980年11月の公募増資について日東精工(1988, 312頁)に記載された設備投資計画と比べると、第2回無担保転換社債の発行はずさんな資金調達であったという印象は拭えない。第3.2.2.節で示すように、第2回無担保転換社債の発行により調達した資金は設備投資に使われたといえるのだが、転換社債を全額、満期償還することになろうとは思っていなかったであろう。転換社債は将来の資金計画を難しくする資金調達手段である。

3.1.4. 銀行借入

借入先別の短期借入金を表2に、長期借入金を表3に示している。いずれの表も有価証券報告書の借入金明細表から作成している。日東精工は表1に示した主要な大株主の銀行から借り入れていて、借入金額の増減がその時々銀行との力関係を表している。

東証1部に上場した1985年当時、短期借入金は京都銀行をメインに、三井信託銀行、三菱銀行、富士銀行、太陽神戸銀行を横並びのサブにしていた。1991年から三菱銀行と富士銀行が抜け出ているのだが、その構図が大きく崩れるのは、赤字決算に陥って2年目の1994年である。三菱銀行や富士銀行からの借入も増加しているが、京都銀行からの借入が急増している。「メイン寄せ」のように見える現象である。⁽²⁹⁾その後、1997年まで京都銀行からの借入額は大きく減少するが、三菱銀行と富士銀行からの借入額はそれ

⁽²⁸⁾ 希薄化率はつぎのようである。

$$\text{希薄化率} = \left(1 - \frac{\text{既発行株式数}}{\text{新規発行株式数} + \text{既発行株式数}} \right) \times 100 = \left(1 - \frac{42,143,356}{\frac{4,000,000,000}{870} + 42,143,356} \right) \times 100 = 9.8\%$$

⁽²⁹⁾ 『日本経済新聞』(2017年9月13日付、朝刊、大機小機)によると、メインバンクは取引先企業の経営に問題が発生したときに再建計画に必要な資金を提供し、下位銀行からの返済要求(メイン寄せ)に対応してきたと書いている。メイン寄せは1990年代後半から観察された現象といわれている。メイン寄せの理論分析については小佐野・堀(2011)を参照されたい。

表2
短期借入金明細表 (1983年から2000年まで)

単位は百万円である。

借入先	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
京都銀行	286	216	474	680	656	788	899	918	638	789	886	1,372	1,233	1,062	860	860	842	780
日本興業銀行	200	126	188	190	188	201	253	139	61	65	150	160	160	150	147	197	192	192
三井信託銀行	230	126	238	340	438	351	353	349	161	165	150	160	160	150	147	197	192	175
三菱銀行	80	90	224	226	220	136	291	269	214	221	239	407	405	490	463	463	453	420
富士銀行	120	90	224	126	120	197	291	294	221	144	134	280	250	230	225	225	216	190
太陽神戸銀行	168	178	202	202	198	214	319	276	62	59	90	90	90	80	78	78	75	65
日本債券信用銀行	80	40	40	40	40	40	35	35	35	35	35	35	35	35	35	135	35	35
東京銀行						54		199	30	30	20	20	120					

表3
長期借入金明細表 (1983年から2000年まで)

単位は百万円である。2000年については、借入先が「その他」として表示されている。そのため借入残高があると思われる借入先について数値を表記できていない。

借入先	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
京都銀行	55	43	133	23	113	88	265	175	35	95	255	955	877	963	592	1,525	1,265	1,015
日本興業銀行	399	305	247	32	260	200	294	340	270	227	417	659	518	548	318	702	573	457
三井信託銀行	403	309	207	123	69	123	250	275	219	238	442	689	528	548	311	696	569	454
三菱銀行	24			100	64	119	100	100	300	450	520	590	460	320	185	823	695	577
富士銀行	80	43	33	223	141	32			200	350	420	370	300	250	138	800	682	564
太陽神戸銀行	42	26	10	100	64	16				100	114	228	200	200	155	417	339	
日本債券信用銀行	146	111	77		70	61	49	80	58	78	130	90	58	70	38	23	105	
東京銀行										100	68	36						
日本開発銀行	410	312	214		100	84	68	52	596	714	592	482	376	270	164	58	400	400
日本生命											80	60	40	20	43	283	237	
住友生命																150	129	
第一生命																200	172	

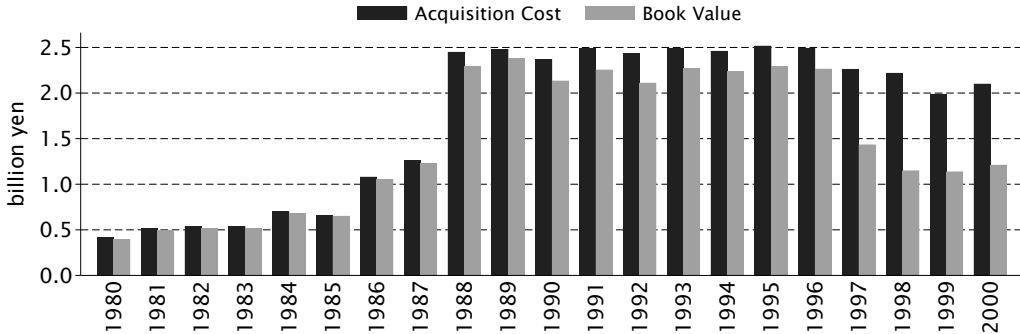


図 13. 有価証券の取得価額と帳簿価額（1980 年から 2000 年まで）

有価証券明細表から作成している。なお、特定金銭信託（特金）は含まれていない。

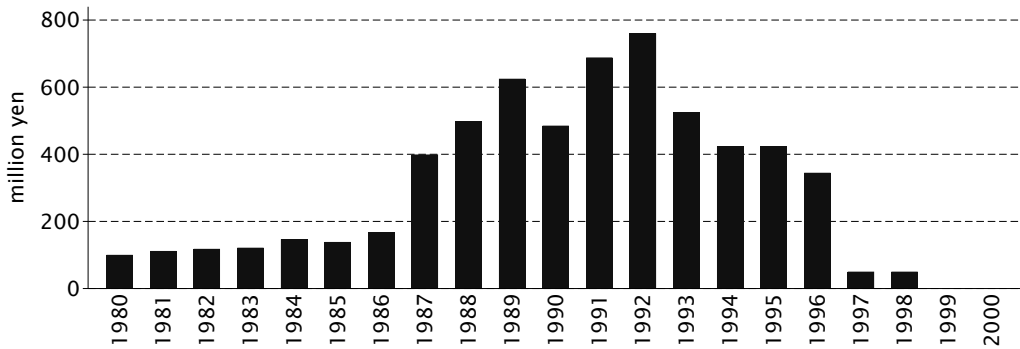


図 14. 投資信託受益証券の取得価額（1980 年から 2000 年まで）

その他の有価証券（一時的所有の有価証券と投資有価証券）に計上されている。ただし、中期国債ファンドは含まれていない。

ほどには減少していない。

1994 年は長期借入金も急増している。それ以前、1991 年以降に日本開発銀行からの借入があることを例外に、長期借入先は主として日本興業銀行と三井信託銀行であった。長期借入金を増やすときには、京都銀行ではなく、三菱銀行や富士銀行から借り入れていた。ところが、1994 年には京都銀行からの長期借入金が急増している。このとき日東精工と京都銀行の関係に変化が生じた。長期借入金は、1997 年にすべての金融機関に万遍なく返済し、減少する。ところが、翌 1998 年に大きく増加する。理由は転換社債の償還のためである。このときは、日本生命、住友生命、第一生命からも借り入れている。

1990 年代は日東精工にとって財務的に困難な時期であった。困難に陥った理由は二つある。一つは投資 (M&A) の失敗であり、いま一つは無謀な資金調達である。いずれも 1990 年代の初めの出来事である。その困難を救ったのはメインバンクの京都銀行であったといえよう。前田 (2015, 321-322 頁) は 1998 年当時の京都銀行について「京都銀も不良債権を抱えていた。不良債権と自己資本の額を比べると、仮に不良債権を全額、処理しても自己資本を食いつぶすほどではない」という余裕のある経営状況を綴っている。

3.2. 資本予算

3.2.1. 証券投資

本来、資本予算は実物投資だけを対象としていて、証券投資を含んでいない。ここでは「資金の使い方」を考察するために証券投資を取り上げる。

日東精工（1988、396頁）に「余資運用益の獲得」と題したつぎのような文章がある。

「ザイテクを發揮せよ」という積極的な余資運用の指示は、当社始まって以来のものであった。それまでは必要な資金は必要な時に調達して、余資は極力抑えていくというのが原則であった。前年（1986年）10月に、転換社債の発行により調達した30億円は、この原則を変更して「必要な時に」から「有利なときに」へ変更したものであったが、それでも運用は堅実性に徹して、そのほとんどは銀行へ長期預託していた。この機会に、その一部を短期運用に切り換えて証券投資などにより、目標以上の運用益を獲得した。

第1回物上担保附転換社債は発行したときに、「必要な資金は必要な時に調達して、余資は極力抑えていくという原則」を「（資金調達は）「必要な時に」から「有利なときに」へと変更しただけでなく、余資運用についても、「銀行へ長期預託」から「ザイテク」（証券投資）へと原則を変更している。そして、発行費用を差し引いた手取額は約29億円で、向こう2年間の設備投資に充当するまでの間、つぎのように「短期運用に切り換え」た。

大口定期預金	4億円	現先運用	4億円
CD（譲渡性預金）	8億5,000万円	外貨預金	1億円
特定金銭信託	10億円	その他	1億5,000万円

山崎元が、特定金銭信託の「簿価分離」という会計制度が「ザイテク」を助長したとした上で、つぎのように回顧している。⁽³⁰⁾

当時の法律（有価証券取引法）でも利回り保証は違法だったが、証券会社が顧客に売り込んだ「営業特金」でも、信託銀行が運用する「ファントラ」でも、当時の優良法人の借入金利である長期プライムレートに0.1%程度の利鞘を乗せた利回りで、運用利回りを保証することが広く行われていた。（中略）株式運用には当然リスクがあり、利回りの保証を大規模に行うことなど不可能なのだが、多くの財テク企業が、大手証券会社（あるいはそのグループの投資顧問会社）が、又は信託銀行が保証してくれるのだから、損をすることはあるまいと判断して、大量の運用資金をマーケットに注ぎ込んだ。

特定金銭信託や外貨預金が短期運用だとは到底、言えなく、「目標以上の運用益を獲得」できたのはバブルであったからのたまたまである。

図13に有価証券の取得価額と帳簿価額を、図14に投資信託受益証券の取得価額を示している。有価証券の取得は1998年に約11億8,000万円増えている。その増加分、すなわち「ザイテクを發揮せよ」の内訳（ここでの合計は10億6,000万円）はつぎのようである。

⁽³⁰⁾ https://www.rakuten-sec.co.jp/web/market/opinion/yamazaki/yamazaki_20130125.html

株式：一時的所有		株式：投資	
和光証券	1億4,900万円	三菱銀行	3,000万円
日本電信電話	1億4,200万円	転換社債：一時的所有	
ミノルタ	8,500万円	日本新薬	5億100万円
日興証券	5,500万円		
麒麟麦酒	4,000万円		
住友特殊金属	3,200万円		
住友金属	2,400万円		

公募増資や社債発行の幹事証券である和光証券株式や政府保有の株式を売り出したNTT株式に投資し、転換社債の発行企業が他社（日本新薬）の転換社債に証券投資している。図13を見ると、1989年以降、有価証券の取得価額が変わらないということは、売りのタイミングを逸して塩漬けになったのであろう。⁽³¹⁾

投資信託受益証券の取得は1987年に増えている。その後、1989年まで増えて、1990年に一時、減るものの、第2回転換社債を発行した1991年に再び増えている。これも「ザイテクを發揮せよ」の一環なのであろう。投資信託受益証券は1993年、1997年と2回にわけて売却されている。おそらく売却益は出なかったであろう。資金調達は「必要な時に」から「有利なときに」へ、余資運用は銀行預金から証券投資へ、日東精工もまたバブルから逃れることはできなかった。川北英隆（京都大学名誉教授）は、2017年11月15日に開催された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第12回）」において、「株式の政策保有に関しましては、純投資という言葉がどこかにあったと思いますが、これは論外でしょう。事業会社が株式の純投資なんて、そんなの誰も期待してないわけで、それは論外です」と述べている。ファイナンス研究者の標準的な見解であろう。

10年の時を経て、金融商品への投資が再び始まっている。投資有価証券の残高は、2009年の約8億円から2017年の約21億円へと約2.6倍に増加している。2010年にデリバティブ内包型預金（期限前解約特約・条件充足型預金）を3億円、契約している。これは仕組み預金の一種で、中途解約しない限り元本が保証され、かつ、利率がマイナスにはならない一方で、銀行が満期を決定する権利を持つコーラブル預金である。この預金契約は2014年までは3億円で、2015年に2億円で減額されて継続していた。2016年からは、「債券」の中には、複合金融商品が含まれて」いる旨の注記が始まっている。契約額は開示されていないが、2017年決算では、評価差益75万6,000円と評価差損776万7,000円が営業外損益に計上されていることから、預金契約は複数あることがわかる。また、2016年から、ヘッジ会計が適用されていないデリバティブ取引として為替予約取引（タイパーツ売建）が開示されている。

3.2.2. 設備投資

1989年から1992年までの間、有形固定資産の残高が大きく増加している（図8を参照されたい）。その間の設備投資はつぎのような内訳である（単位は億円）。なお、主要な項目だけを表記しているため年ご

⁽³¹⁾ 日本電信電話（NTT）は1988年に約1億4,200万円で60株を購入している。1株当たりの価格は約237万円である。1989年に30株を売却し、残りの30株は1998年に貸借対照表上額1,725万3,000円として確認できる。1株当たりの価格は57万5,100円である。

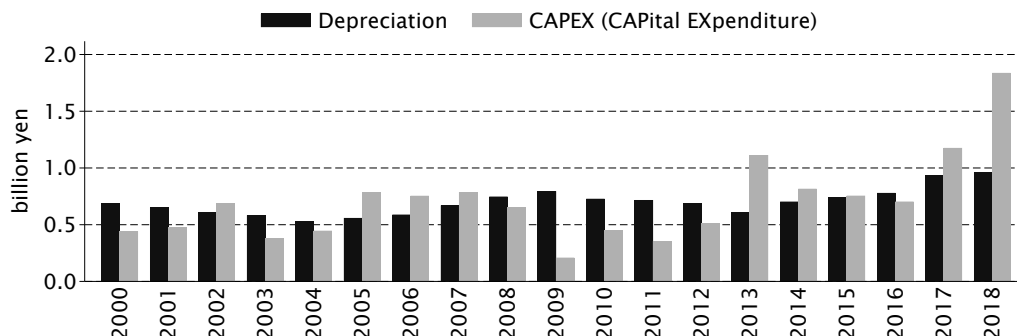


図 15. 減価償却費 (Depreciation) と設備投資 (CAPEX (CAPital EXpenditure))

減価償却費は連結キャッシュ・フロー計算書から、設備投資は設備の状況 (設備投資等の概要) から採取している。

との合計は項目の足し算とは一致していない。

	1989年	1990年	1991年	1992年
建物	2.3	7.8	7.4	6.5
機械装置	4.3	7.7	5.4	2.5
土地	5.7	7.7		
合計	16.2	23.2	18.2	10.2

合計を足し算すると 68 億 2,000 万円になる。2 回の転換社債発行による資金調達量が約 70 億円であるから、計算上であるが、ほぼそれに見合うだけの金額を設備投資しているといえる。⁽³²⁾

1994 年以降、連結子会社の影響を取り除くとき、有形固定資産の残高はほとんど変わっていない (図 8 を参照されたい)。図 15 に 2000 年以降の減価償却費と設備投資 (CAPEX) を示している。設備投資は有価証券報告書の「設備の状況」に記載されているものを採取している。2000 年以降の設備投資は、2013 年と 2017 年は多いものの、ほぼ減価償却費に見合う「生産設備の更新・拡充及び生産工程の合理化・省力化」のための設備投資である。この設備投資による合理化や省略化が、図 11 に示した日東精工 (個別) の従業員数の減少につながっているであろう。

3.2.3. 事業買収

バブル経済が崩壊し、1992 年から業績が傾き始めた。1976 年からの 42 年間で、1993 年と 1994 年だけが営業損益、経常損益ともにマイナスになっている。日東精工 (2014, 39 頁) は「当社はこの逆風のなか「技術主導型から事業主導型の研究開発」による製販一体の活動を展開したが、その努力は報われず 2 年連続、売上高・利益とも大幅に減少し、平成 5 (1993) 年決算は売上高 219 億 5000 万円 (営業損失 1 億 4300 万円) という結果となった」と記している。

1993 年と 1994 年の連結損益計算による当期純損失は、それぞれ 25 億 8,500 万円と 17 億 8,900 万円

⁽³²⁾ 1992 年の有形固定資産の増加 (設備投資) は小さく、1991 年に転換社債の発行により資金調達した約 40 億円がすべて設備投資に使われているとはいえない。

である。1993年の有価証券報告書の「営業の状況」には「操業度の低下に伴う原価率の上昇」により経常赤字になり「関係会社の業績悪化によるに基づく貸倒引当金を特別損失に計上」したために最終赤字幅が広がったと書かれている。翌1994年の「営業の状況」にも「子会社の経営悪化に伴い、貸付金相当額について、貸倒引当金を特別損失に計上」したために最終赤字幅が広がったと同じように書かれている。

1993年と1994年の日東精工（個別）の決算は両年とも経常赤字（8億3,300万円と7億9,700万円）である。製造原価明細書（個別）を見ると、売上高の減少にともない、材料費は同じように減少しているが、労務費や経費が減少していなく、それが原因で経常赤字に陥っていることがわかる。経常赤字は景気後退というマクロ経済要因で説明できる。そして、赤字幅を小さくするために、固定資産や投資有価証券の売却益を計上するものの、多額の特別損失の計上により当期純損失が拡大してしまったということである。

1993年と1994年の特別損失は事業買取に関係している。日東精工（2014、40頁）に「負の遺産は大きな足枷」と題して、つぎのように書かれている。

当社はこの期間、「新製品開発システムの確立」や「新市場の創造」に果敢に挑戦していた。その一つが事業のM&Aによるトンネル工事において裏込注入するSPSプラントの製造である。⁽³³⁾これは「1機2300万円、見込みは150～160台」と新事業としての期待感もあった。制御に「建機部」が新設され、平成元（1989）年10月にはSPS組立工場が完成し10トンクレーンが設置された。

ところがその後間もなくパートナー企業が資金繰りで行き詰まり、当社は資金援助や債務保証で25億円超の損失を被り、経営に大きな影を落とすこととなった。これと前後して、ファスナーの販売代理店であった和光精機工業への支援（資本参加や業務支援）を行ったことが、当社の財務状況の悪化に輪をかける要因となった。

「その後間もなくパートナー企業が資金繰りで行き詰ま」ったことは結果で、その原因は日東精工が投資判断を誤ったから、ということである。

1992年の有価証券報告書の「企業集団等の状況」に持分法適用会社として「島津メカニクス株式会社は、当社（日東精工）から供給を受けたシールド工事プラントのレンタル・販売を行うとともに、シールド工事の裏込み材料、加泥材の販売を行っている」と書かれている。制御システム部門の主要製品の一つに土木建設機械（シールド注入プラント、濁水処理プラント）があり、日東精工が島津メカニクスから部品を購入し、島津メカニクスに製品を納入するという関係にあった。

日東精工と島津メカニクスの取引関係が強まる時期は、有価証券報告書の主要な売掛先として島津産業機械（島津メカニクス）が記載された1989年と推測する。⁽³⁴⁾その後、日東精工と島津メカニクスとの財務関係はつぎのように推移している（単位は千円）。⁽³⁵⁾

⁽³³⁾ この下りは「トンネル工事において裏込注入するSPSプラントの製造」事業会社を買取（M&A）したという意味であろう。

⁽³⁴⁾ 島津メカニクスは、島津産業機械（1989年と1990年）、島津メカニクス（1991年から1993年まで）、名古屋建機（1994年から）と名称が変わっているが、ここでは、便宜的に島津メカニクスという名称を用いることにする。

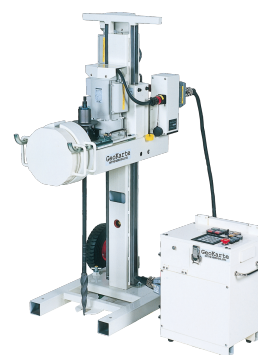
⁽³⁵⁾ 有価証券報告書によると、1994年の1,380,934千円の長期貸付金は「同社（島津メカニクス）の営業譲渡にともなう増加運転資金に対する貸付」である。

	島津メカニックスの株式				特別損失	
	売掛金	取得価額	議決権比率 (%)	貸付金残高	株式評価損	貸倒引当金
1989年	143,031					
1990年	346,703					
1991年	499,231	30,600		220,000		
1992年	420,640	44,100	30.0%	495,000		
1993年		344,100	90.3%	1,386,000	344,100	1,352,000
1994年			100.0%	2,732,934		1,358,000
				合計	344,100	2,710,000

この過程で、1991年には島津メカニックスの株式1,800株を3,060万円で購入し、関係会社としている。日東精工(2014, 103頁)に、1991年8月に「島津に資本参加、役員監査役を派遣」と書かれている。また、1992年には、島津メカニックスの借入金(静岡銀行)に対する債務とリース料(日本リースなど)の支払とを保証している。そして、1993年2月に常務取締役(研究開発本部長)の迫田孝治が島津メカニックスの代表取締役として転じている(1993年3月に日東精工の取締役として重任されている)⁽³⁶⁾

日東精工(2014, 104頁)は1994年7月の出来事として「島津の営業権を小野田セメントに譲渡。当社が25億円を負担」と書いているのだが、1994年までに島津メカニックスの関連で、株式投資から3億4,400万円、貸付金から27億1,000万円、あわせて30億5,400万円の特別損失を計上している。これらの特別損失は株式投資や貸付を資産計上すると同時に計上されるという異常さである。

有価証券報告書の生産品目を時系列に見ておこう。制御システム部門の主要製品の一つに土木建設機械(シールド注入プラント、軟弱土固化プラント)が登場するのは1990年からである。「当社はこの期間、「新製品開発システムの確立」や「新市場の創造」に果敢に挑戦していた」一つである。1992年には土木建設機械(シールド注入プラント、濁水処理プラント)と表記が変わっている。1995年まで同じ記述が続いているが、1995年には土木建設機械は制御システム部門ではなく、その他に区分され、その売上高構成比が1994年は0.2%、1995年は1.1%であることが公開されている。1996年も土木建設機械は、地盤



ジオカルテ(初期モデル)

調査機「ジオカルテ(Geokarte)」とともに、その他に区分され、合わせた部門別売上高は1.5%であった。地盤調査機「ジオカルテ(Geokarte)」(右側の写真)は、先端のドリルをネジのように回す技術を応用して開発され、今日、業界のスタンダード機械と位置付けられている⁽³⁷⁾。1997年には、土木建設機械(シールド注入プラント、濁水処理プラント)は再び制御システム部門に含められ、翌1998年も同じように記載されている。ところが、1999年には、制御システム部門の主要製品から土木建設機械(シールド注入プラント、濁水処理プラント)はなくなり、この事業分野から完全に撤退したことを示している。

⁽³⁶⁾ 1994年の有価証券報告書(役員の状況)には迫田孝治の名前はなく、日東精工の取締役を退任している。

⁽³⁷⁾ https://www.nittoseiko.co.jp/news/geokarte_over2000.html

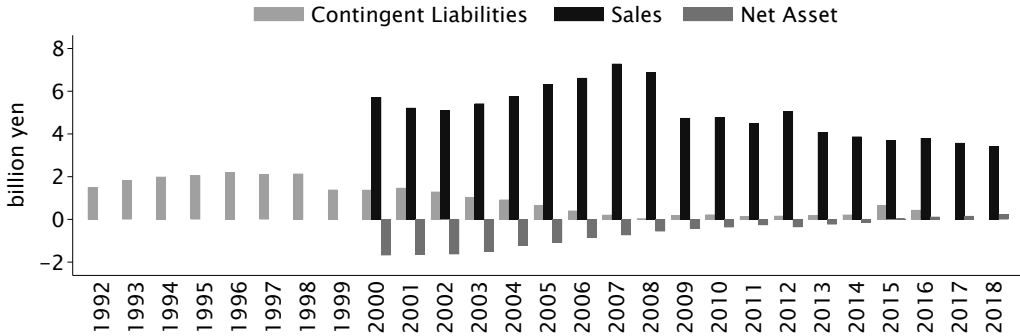


図 16. 和光株式会社：偶発債務 (Contingent Liabilities), 売上高, 純資産

和光株式会社は、1992年から1999年までは持分法適用会社であったが、財務諸表等規則の改正による支配力基準の適用により、2000年から連結の範囲に含まれている。和光株式会社は売上高（連結会社相互間の内部売上高を除く）の連結売上高に占める割合が10%を超えているため主要な損益情報が開示されている。和光株式会社への債務保証については、債務保証損失引当金（単位は億円）が1997年に6.9、2002年に1.38、2003年に1.72と繰り入れられ（特別損失）、それらは2009年に3、2010年に1、2012年に1、2013年に1.1、2014年に1、2015年に2.9と戻し入れられている（特別利益）。ここでの偶発債務は債務保証から債務保証損失引当金を差し引いたものである。なお、2016年において債務保証損失引当金残高は0になり、2017年には債務保証も0になっている。

砂川（2017, 204頁）はつぎのように教えて、教科書を締めくくっている。

投資家は、今後の企業活動と将来の利益還元を期待して、大切な資金を提供します。（中略）重要な意思決定は、投資評価と投資決定です。投資決定を誤ると、価値を毀損し、投資家の期待に応えることができません。結局、コーポレート・ファイナンスで最も重要なことは、投資決定を誤らないということになりそうです。

財務政策にとってもっとも重要なことは、どのように投資決定するのかである。「その後間もなくパートナー企業が資金繰りで行き詰ま」った島津メカニックスの事情はあるにしても、島津メカニックスへの投資決定に誤りがあった。(38)

「ファスナーの販売代理店であった和光精機工業への支援（資本参加や業務支援）を行ったことが、当社の財務状況の悪化に輪をかける要因となった」について、図16に和光の偶発債務 (Contingent Liabilities), 売上高, 純資産を示している。和光は、1992年から1999年までは持分法適用会社であったが、財務諸表等規則の改正による支配力基準の適用により、2000年から連結の範囲に含まれている。日東精工は和光の債務を保証していて、債務保証損失引当金（単位は億円）として、1997年に6.9、2002年に1.38、2003年に1.72と繰り入れ、特別損失を計上している。それらは2009年に3、2010年に1、2012年に1、2013年に1.1、2014年に1、2015年に2.9と戻し入れられ、特別利益を計上している。なお、2016年において債務保証損失引当金残高は0になり、2017年には債務保証も0になっている。

和光が債務超過状態であったことが2000年の有価証券報告書で明らかになった。しかし、2000年以降、着実に利益を内部留保し、2015年には債務超過を解消している。和光が日東精工の財務状態を直接に悪化させているのは、債務保証損失引当金による特別損失の計上だけである。しかし、それらは後年に戻

(38) 公開情報からは、どのような投資判断をして、どこに誤りがあったのかはわからない。

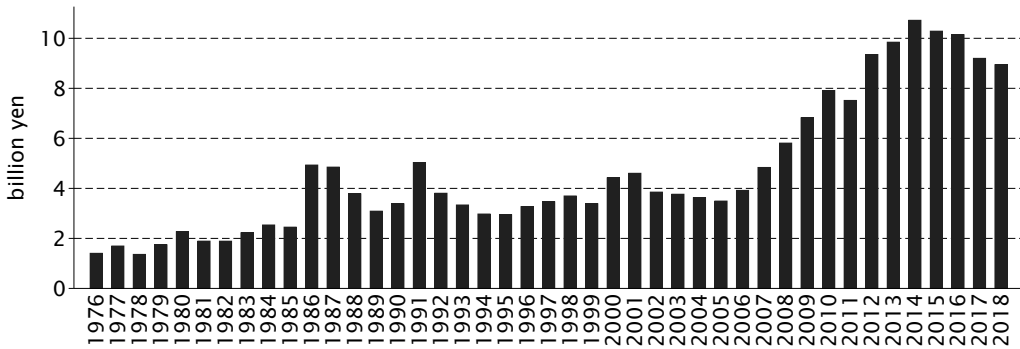


図 17. 現預金（定期預金や長期預金を含む）

1987 年までは個別情報を，1988 年からは連結情報を採用している，詳しくは図 1 の注を参照されたい，

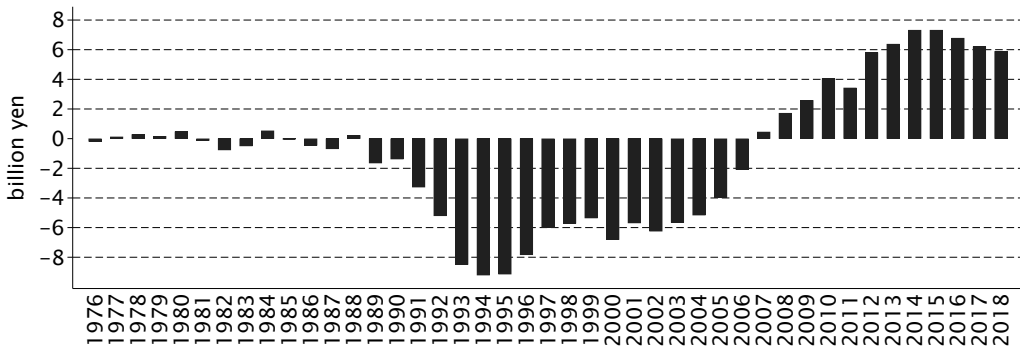


図 18. ネット・キャッシュ（現預金－有利子負債）

1987 年までは個別情報を，1988 年からは連結情報を採用している，詳しくは図 1 の注を参照されたい，

し入れられ，特別利益を計上している，和光の経営は地道な努力により立て直された。

3.3. ペイアウト

3.3.1. キャッシュ・リッチと実質無借金

図 6 に示した株主資本比率を別な角度から観察するために，図 17 に現預金（定期預金や長期預金（投資その他の資産）を含む）を，図 18 にネット・キャッシュ（現預金から有利子負債を引いたもの）を示している。一般にネット・キャッシュの計算には現預金に短期保有の有価証券を加えるのだが，ここでは加えていない。ネット・キャッシュを厳しく計算している。

第 3.1. 節で述べたように資本市場から資金調達しているのは 1984 年，1986 年，1991 年である。その影響は，図 17 に示すように，1986 年と 1991 年の現預金の増加に表れている。1984 年は，公募増資により調達した約 16 億 5,000 万円に対する現預金の増加は約 3 億 1,000 万円であったため，図 17 に目立った変化はみられない。

現預金の推移に大きな変化が始まるのは 2006 年から 2007 年にかけてである。2006 年に 40 億円前後であった現預金残高は 2008 年には約 2 倍の 80 億円に増え，2011 年に一時，減少するものの，増加し続

け、2014年には100億円を突破している。現預金残高は2014年をピークに減少しているが、このように日東精工はキャッシュ・リッチになっている。

キャッシュ・リッチは日東精工に固有の現象ではない。日本の上場企業に共通して観察できる現象である。⁽³⁹⁾ 福田(2018)によると、「資金循環統計」は日本企業が資金不足から資金余剰に転じるのは1990年代半ば以降で、2000年代に入り、資金余剰が拡大していることを示している。その背景には、低金利で資金を調達し、負債も拡大している要因もある。しかし、『日本経済新聞』(2017年12月9日付、朝刊)によると、上場企業の現預金が急増し、上昇トレンドが明確になるのは2008年からで、日東精工はそれよりも少し早い時期に現預金を増やし始めている。

図18に示すネット・キャッシュは財務の健全性を示す指標の一つといわれている。ネット・キャッシュは、1976年から1988年まではほぼゼロであったが、1991年から大きくマイナスに転じている。図9で確認したように、1991年から借入金が増加しているからである。その後、現預金が減少すると同時に借入金が増加し、ネット・キャッシュのマイナスはさらに大きくなり、1993年から1995年までの3年間は80億円を超えるマイナスになっている。日東精工(2014, 40頁)に書かれている「経営に大きな影を落とす」状況に陥ったのだが、図17に示すように、それでも30億円を超える現預金を保有していた。

1996年から2005年までの間、現預金の水準は大きく変わっていないが、借入金の返済によりネット・キャッシュのマイナスは減少している。そして、図9に示したように借入金大幅に減少する2007年からは、現預金が増加し、ネット・キャッシュはプラスに転じ、2013年からの4年間は60億円を超えるネット・キャッシュを維持している。ここに至って日東精工はキャッシュ・リッチであるだけでなく、実質無借金に変貌を遂げた。財務柔軟性(負債調達余力)を十分に確保し、これ以上は望めない財務基盤を確立したといえよう。

しかし、自然の成り行きでキャッシュ・リッチに、そして実質無借金になったのではないであろう。そこには何らかの考えがあったはずである。それは、時期的に見て、由良龍文が2006年に策定した中期経営計画「革新70」や塩田展康が2009年に策定した中期経営計画「日東パワーアッププラン」に関係しているはずである。しかし、日東精工(2014)には、方針を示唆する記述は見当たらない。2008年のリーマン・ショックを経て現預金の確保を急いだのではないかと推測できる。しかし、2012年からの大量の現預金の貯め込みはそれだけでは説明できない。

佐々木・鈴木・花枝(2015)は、日本企業は財務柔軟性を極めて重視していると報告している。この点について、Acharya, Almeida, and Campello(2007)は、借入金を返済して株主資本比率を高めることは財務柔軟性を確保して将来の投資機会のために備えることであり、現預金を確保することは将来のキャッシュ・フロー不足のために備えることである、というように異なる動機に基づいていると議論している。⁽⁴⁰⁾ つまり、借入金の返済を優先するという方針と現預金を確保するという方針は別ということである。

⁽³⁹⁾ 鈴木(2019)を参照されたい。

⁽⁴⁰⁾ 前者について、Marchica and Mura(2010)やDenis and McKeon(2012)は、財務柔軟性(資金調達余力)を維持することにより投資能力が高まっているかを実証分析し、投資機会による資金需要が発生したときに負債による資金調達する財務行動を報

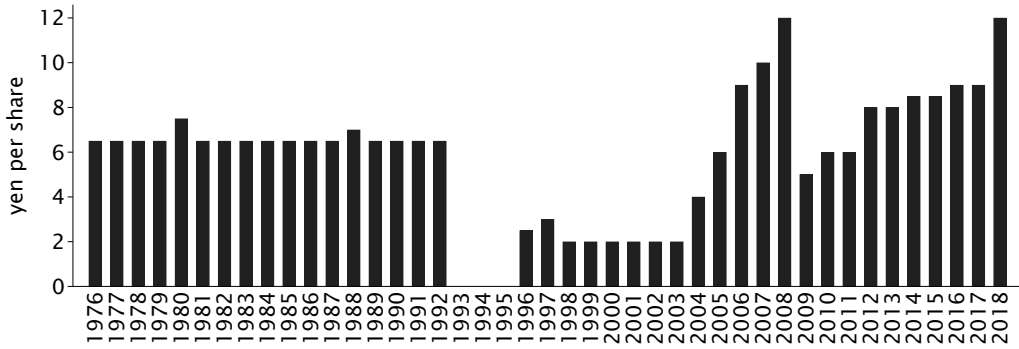


図 19. 1株当たりの現金配当

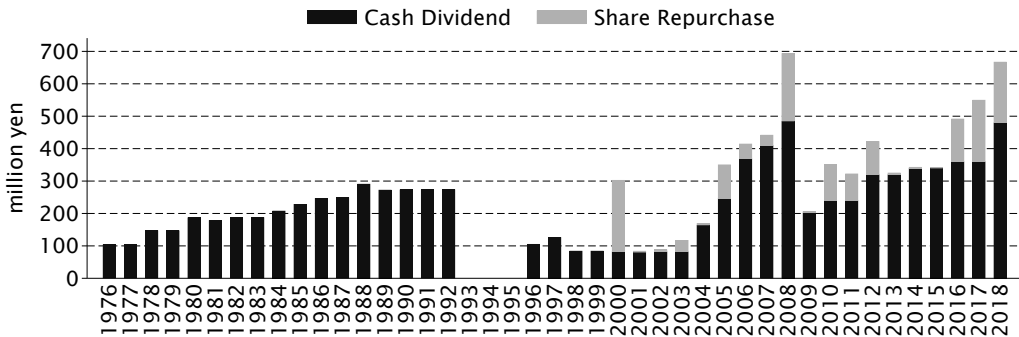


図 20. ペイアウト総額 (現金配当 (Cash Dividend) と自社株買い (Share Repurchase))

Acharya, Almeida, and Campello (2007) は、現預金の保有と財務柔軟性の役割について、キャッシュ・フロー不足への備え (消極的な予備的動機) には現預金の保有が適していて、予想外の投資機会が生じた場合の備え (積極的な予備的動機) には財務柔軟性が適していると主張している。『日本経済新聞』(2017年9月16日付, 朝刊) は、コミットメント・ライン (融資枠) の件数も金額も過去最高を記録していて、それは手数料を狙う銀行と資金繰りの将来不安が拭えない経営者の利害が一致した結果であるという。しかし、佐々木・佐々木・胥・花枝 (2016) は、日本企業については違っていて、現金保有は消極的な予備的動機だけでなく、積極的な予備的動機が重要であること、前者は銀行借入で代替できても、後者は銀行借入で代替できないと考えていることを報告している。つまり、日本企業は、予想外の投資機会が生じた場合の備えとして現金を保有している。

『日本経済新聞』(2017年12月8日付, 朝刊) は、投資採算の厳格化や金融危機時の恐怖などを理由に、現金を「使う力」が「稼ぐ力」に追いついていないと書いている。つまり、設備やM&Aなどに投資していることから「資金をため込みっぱなし」とはいえず、現金は「使い残した」結果であり、「経済合理性」に則して説明できるという解釈である。一方、太田 (2018) は、キーエンスやファナックを例にあげて、「稼いだ利益を投資や配当に回さずにキャッシュで保有して」と見ている。「銀行のモニタリング」を告している。

を嫌ってか、有利子負債のない無借金経営となり、自己資本比率が高まり、キャッシュも増えていく」と指摘している。太田（2018）は、日本企業がキャッシュを持ちたがる理由の一つとして、日本企業が「株主主権モデル」ではなく「従業員主権モデル」で、株主の富を犠牲にして従業員の富を拡大する傾向が強いという仮説を提示している。⁽⁴¹⁾

3.3.2. 現金配当と自社株買い

図 19 に 1 株当たりの現金配当を、図 20 にペイアウトの総額を示している。ペイアウトの内訳である自社株買いは連結キャッシュ・フロー計算書における自己株式の取得による支出を採取している。

1 株当たりの現金配当は、1976 年から 1992 年まで、一時的に増加しているものの、定額を配当している。1993 年は赤字決算になり、無配にし、1994 年も無配が続いた。そして、利益の回復とともに 1996 年に復配している。その復配について、日東精工（2014、50 頁）に「株主様へ中間配当を昨年、（平成 4 年以来）13 年ぶりに実施することができ、その意味でようやく普通の会社の姿に戻ることができました」という由良龍文（当時の社長）の発言が書かれている。その後、2004 年から 2008 年までは利益の増加とともに連続して増配している。また、2008 年には約 2 億 900 万円の自社株を買い、消却している。⁽⁴²⁾ 2009 年、リーマン・ショックによる業績の落ち込みから減配するものの、それ以降現在まで、図 10 に示したように、営業活動からのキャッシュ・フローが安定していることを背景に、増配し続けている。その一方で、2010 年には約 1 億 1,000 万円の自社株を買い、消却している。

ところが、図 17 に示したように、これらのペイアウトは現預金残高を減らしてはいない。佐々木（2013）は現金保有とペイアウトの間には有意な関係は見られないことを報告しているのだが、現預金残高を維持するために増配を調整したのか、それとも将来、減配しないように、増配は慎重に小幅にしたということなのかはわからない。花枝・芹田（2008）は、日本の上場企業へのサーベイ調査の結果、配当決定については、投資決定とは独立であること、一時的な利益変動では配当を変化させず、長期的に増益が見込めるときに増配すること、減配を回避しようとする考えが強いことを報告している。

キャッシュ・リッチと関係する配当政策（2016 年の有価証券報告書）はつぎのようである。

当社は、株主の皆様に対する利益還元を経営の最重要政策のひとつと位置づけるとともに、業績に見合った安定的な配当の継続を利益配分の基本としております。当社は、中間配当と期末配当の年 2 回の剰余金の配当を行うことを基本方針としており（以下略）

1994 年の有価証券報告書から始まった配当政策の記述は、財務状態が大きく変わっているにもかかわらずほとんど変わらず、財務政策の一部であるペイアウト政策は無きに等しいと言わざるを得ない。「業績に見

⁽⁴¹⁾ 花枝・芹田（2008）は、株主重視企業と従業員重視企業を比較して、株主重視企業のペイアウトの特徴として、既存株主の要求を重視し、留保利益を積み上げることは望ましくないと考えていることを報告している。一方、従業員重視企業はペイアウトを敵対的買収の防止策として捉える傾向があり、その背景には自社の株式が過小評価されているという意識があると報告している。

⁽⁴²⁾ 自社株を買い戻した後、金庫株として保有する場合と消却する場合がある。いずれの場合も 1 株当たり指標への影響は同じである。しかし、金庫株の売却は 1 株当たりの指標への影響を伴う。砂川・川北・杉浦（2008、第 13 章）を参照されたい。

合った安定的な配当の継続」という言葉は、2003年までは単に「安定的な配当の継続」であった。そこに2004年から「業績に見合った」という言葉が足されている。この変化を図19に照らしてみると、2003年までの「安定的な配当」は「定額」を意味し、2004年からは「業績に見合った安定的な配当の継続」は「定率」を意味しているならば、配当政策を大きく変更したことになる。

配当について、コーポレート・ファイナンスの代表的な教科書の一つである Brealey, Myers, and Allen (2010, p. 391) はつぎのように教えている。

Corporations can pay out cash to their shareholders in two ways. They can pay a dividend or they can buy back some of the outstanding shares.

企業は二つの方法により株主に現金を払い出す（ペイアウトする）ことができる。一つは現金配当であり、もう一つは流通する自社株式の買い戻しである。

ペイアウトとは、砂川・畠田・山口（2006, 7頁）が定義しているように「配当に自社株買いを加えた株主への現金配分の総称」である。配当は株主に現金を払い出す二つの方法の一つで、その現金が利益からのものであるとしても、現金配当に「当期の利益を還元する」という意味合いは薄い。必ずしも業績に見合っていないといけないということではない。配当する現金の主たる源泉は利益であるのだが、「儲かったら増配、損したら無配」は誤解である（齋藤（2013）を参照されたい）。企業が株主に現金を払い出すペイアウトは、株主が企業に現金を払い込むエクイティ・ファイナンス（資金調達）の反対行為という理解が適切である。

現金配当と自社株買いはペイアウトにおける代替的な方法であるが、どの株主が現金を受け取るのかに違いがある。現金配当はすべての株主が対象で、自社株買いは負の増資と呼ばれ、一部の株主が対象となる。自社株買いに応じる株主は自発的に株式を売却する（現金を入手する）のだから、公平性に問題はない。むしろ、何らかの理由で現金を必要としない株主が強制的に現金を受け取ることになる現金配当にこそ問題があるという考え方もある。⁽⁴³⁾

3.3.3. 財務の保守化

『日本経済新聞』（2017年6月13日付、朝刊）は、2016年度、好業績により財務体質の改善が進み、金融などを除く上場企業の約58%が実質無借金となっていると報じている。そして、つぎのように警鐘を鳴らしている。

手元資金を必要以上にため込めば資本効率が悪化し、自己資本利益率（ROE）の低下につながる。低ROE企業に対しては投資家の批判が強い。設備投資やM&Aなど成長戦略に加え、増配や自社株買い拡充といった株

⁽⁴³⁾ Nishina (1994) を参照されたい。また、『日本経済新聞』（2018年1月29日、朝刊）が取り上げている「ライツ・イシュー」も同じ考え方である。ライツ・イシューとは、株主割当増資の一種で、既存の全株主に対して新株を買う新株予約権を割り当てることである。株主は、権利を行使して決められた価格で新株を購入するか、権利を行使しないで新株予約権を市場で売却するかのいずれかを選択する。このようにライツ・イシューは株主に配慮した仕組みとなっている。

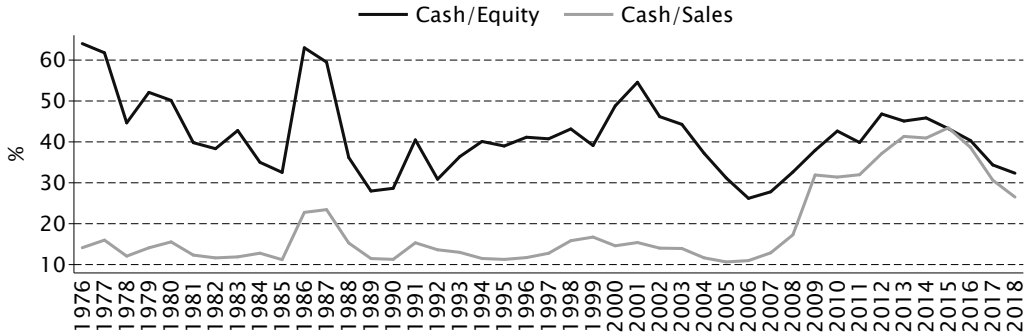


図 21. 株主資本および売上高に対する現預金の比率

1987 年までは個別情報を, 1988 年からは連結情報を採用している。詳しくは図 1 の注を参照されたい。

主還元策が問われそうだ。

村上 (2017, 71-72 頁) もつぎのように述べている。

運転資金として手元に確保する必要を大きく超えた現預金を抱えている上場企業が多い。余剰資金を貯め込むのではなく、より高い利益を求めて積極的に投資に回すか、投資の機会がないのなら投資家に還元すべきなのだ。投資家は経営陣に対して、銀行預金で僅かな金利収入を得ることを求めている。

このような状況を牛島 (2016) は、「相当に特異」と捉え、「財務の効率性よりも安全性を重視するリスク回避が強まっている」という意味で「財務の保守化」と呼んでいる。⁽⁴⁴⁾ 手島 (2015, 263 頁) は「本業から得られたキャッシュフローを投資に回し、また将来の投資原資として内部留保に回した後に残ったキャッシュを株主に戻すというものです。ですから、キャッシュを使い、蓄え、そして還元するという優先順位であり、株主還元は経営活動の結果に過ぎない」と述べている。「私の株主還元の見解」と断っているが、コーポレート・ファイナンスの標準的な考え方である。1 株当たりの配当や配当性向などの株主還元コミットすることは、投資よりも株主還元を優先していることを意味する。「財務の保守化」とはキャッシュを使わないで蓄えて還元しない状況である。

あらためて注意を促すと、現預金を貯め込むことと内部留保を積み上げることは違う。『日本経済新聞』(2017 年 6 月 13 日付, 朝刊) の「手元資金を必要以上にため込めば資本効率が悪化し、自己資本利益率 (ROE) の低下につながる」という議論は短絡している。⁽⁴⁵⁾ 内部留保が現預金である必然はない。ROE

⁽⁴⁴⁾ Graham and Leary (2018) は、近年、アメリカ企業の現金保有の平均値が上昇している理由の一つは 1980 年以降に Nasdaq に新規上場した新興企業の影響が大きいと報告している。『日本経済新聞』(2017 年 9 月 5 日付, 朝刊) はアメリカの IT5 社 (アップル、マイクロソフト、グーグル、フェイスブック、アマゾン) もまた巨額の手元資金を保有していて、企業が現預金を貯め込む傾向は世界中にみられると報じている。共通する背景として、金融緩和によるカネ余りに加えて、成長フロンティアを失い、成長機会を逸していることをあげている。しかし、アメリカの IT5 社の場合、ネット産業が資本集約的であること、法廷闘争に備えていることなど特殊な事情を抱えていて、世界中、財務が保守化しているわけではない。

⁽⁴⁵⁾ 『日本経済新聞』(2017 年 10 月 18 日付, 朝刊) は、衆議院選挙を前にして、内部留保への課税論が浮上して政策論争になっていると報じている。法人企業統計 (金融などを除く全産業を集計) によると、2016 年度末、内部留保が 406 兆円であるのに対して、

が低い理由は、一つは資本効率ではなく資産効率（現預金の貯め込みによる悪化）にあり、いま一つは内部留保を積み上げて株主資本比率が高くなっていることにある。これらが同時に起きているのであれば、現預金のパイアウトは内部留保の取り崩しになり、ROEは上昇する。しかし、キャッシュ・リッチではあるが株主資本比率は低いという状態もあり得る。小峰（2017, 97-98頁）も「貯め込んだ利益を、投資や賃上げに回す」という議論は誤りで「内部留保を設備投資に使っても、現金で貯め込んでも財務諸表上の内部留保の金額は変わらない。変わるのは資産サイドに現預金記録されるのか、設備が記録されるのかだけの違いである」と教えている。

日本の上場企業は内部留保の約半分が現預金であることに問題があると誤解に基づいていわれるのだが、現預金の決定要因として株主資本あるいは株主資本比率を考えることもある。⁽⁴⁶⁾そこで、図21に株主資本および売上高に対する現預金の比率の推移を示している。図21からは、株主資本と比べると、積み上がった現預金はそれほど多くはないことがわかる。一方で、売上高と比べると、2009年から「運転資金として手元に確保する必要を大きく超えた現預金」といわれても仕方がない水準にまで高まっている。一般に運転資金は月商の3か月分が理想といわれる。つまり売上高の25%が望ましい水準とすると、40%を上回る現状の現金保有は多いと評価される。

しかし、キャッシュ・リッチが営業成績に悪影響を与えることはないとの報告もある（Mikkelsen and Partch (2003)）。また、佐々木・佐々木・胥・花枝（2015）は、日本企業へのアンケートにおいて、「剰余金は収益性を問わず自由に使える」と考えている企業は少なく、Jensen（1986）が提議したフリー・キャッシュ・フロー問題の懸念は小さいのではないかと解釈している。

現預金は211兆円、株式は276兆円である。『日本経済新聞』（2017年10月18日付、朝刊）は内部留保を「貸借対照表上では「利益剰余金」として計上され、資本金などと合わせて株主のお金である純資産を構成する」と定義している。「お金」という言葉を使っているため、内部留保が現預金や株式に対応しているような印象を与えている。現預金211兆円の半分超は中小企業の保有である。中小企業は、リーマン・ショックや東日本大震災のときに銀行が融資を渋り、資金繰りに苦労した経験から、保守的になっている。金融庁は「成長投資に振り向けるように促し、賃金上昇や配当増につなげたい」考えであるという。小峰（2017, 97-98頁）が指摘するように、「成長投資に振り向けるように促す」とき、現預金は減るが、内部留保は減らない。賃金上昇や配当増は内部留保の積み上げを抑制するだろうが、減少させるには至らないだろう。そもそも内部留保への課税は税金の二重取りになり、金融庁の幹部が「内部留保の使い道はあくまで企業が決めること。当局が指示することはできない」というように、民間企業の財務政策に介入することになる。自社株買いは現預金と内部留保を同時に減らすことになるのだが、「無理やり企業にお金の使い方を変えさせよう」とする影響は小さくないと思う。『日本経済新聞』（2017年10月21日付、朝刊）は内部留保への課税論は古くて新しいテーマで、「誤解に基づく指摘も多い」ことから、「内部留保と手許資金は一致しない」と明記している。誤解の原因は「必要以上に現金をためこむ企業が多い」ためであるというが、「必要」について企業と投資家の間に認識の違いがある。

⁽⁴⁶⁾ 内部留保と株主資本を区別する議論がないわけではない。DeAngelo, DeAngelo, and Stulz（2006）は、株主資本（TL: Total Equity）に占める留保利益（RE: Retained Earnings）の比率 RE/TE に注目し、この比率が高いほど企業が成熟していると解釈している。佐々木・花枝（2014）は、株式のシステムティック・リスクと利益剰余金比率を企業の成熟度の尺度として、成熟度と配当額の実証分析している。その結果、株式のシステムティック・リスクが低く、利益剰余金比率が高い、すなわち成熟した企業ほど配当額が大きいことを明らかにしている。配当額の多寡には、経営者に配当の支払いを強制させる機関投資家株主の存在や投資家との間の情報の非対称性の程度が影響している。

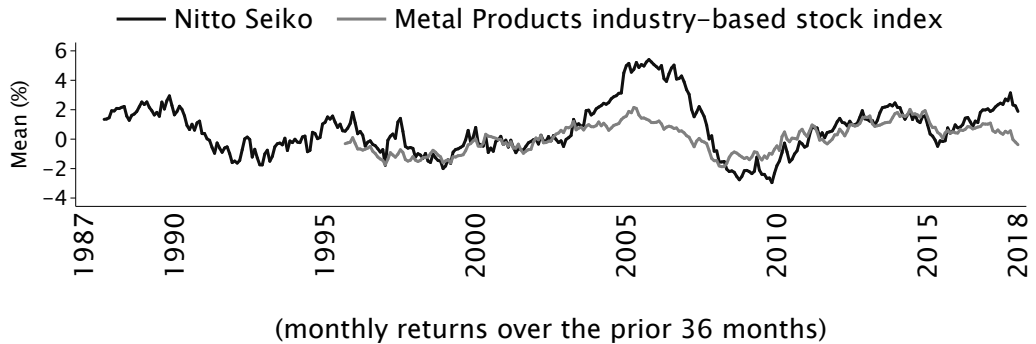


図 22. リターン (株式投資収益率の 36 か月の平均値)

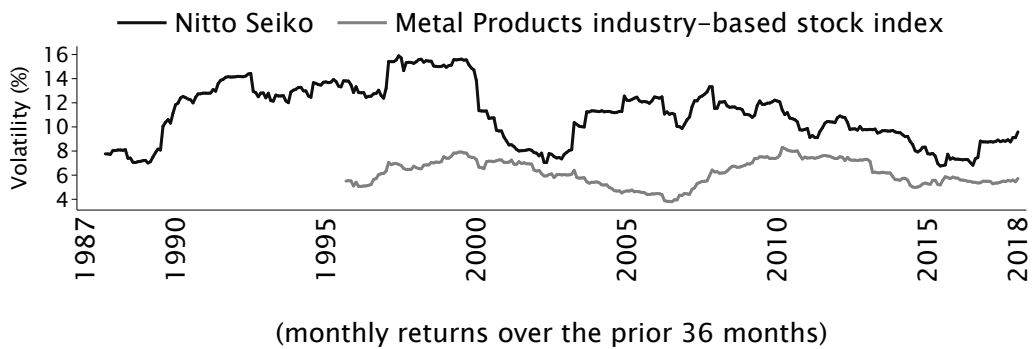


図 23. リスク (株式投資収益率の 36 か月の標準偏差)

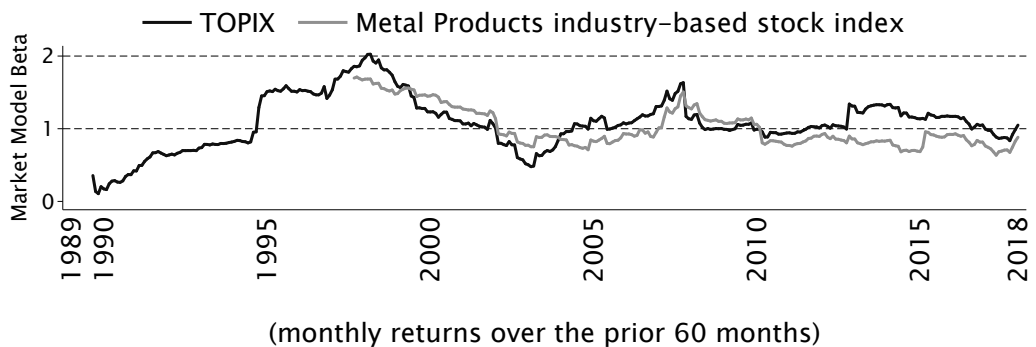


図 24. 市場モデルの β (60 か月のローリング推定)

4. 株式市場による評価

4.1. リターンとリスク

図 22 と図 23 に日東精工株式のリターンとリスクを示している。リターンは月次株式投資収益率の 36 か月の平均値、リスクは月次株式投資収益率の 36 か月の標準偏差である。また図 22 と図 23 には、東証

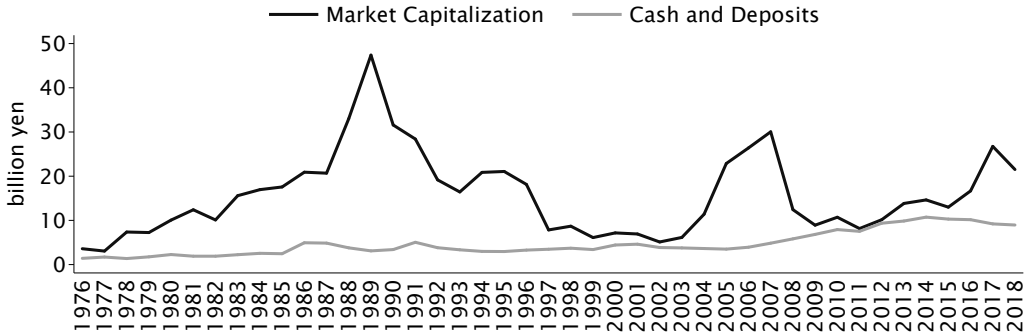


図 25. 株式時価総額と現預金

現預金については、1987年までは個別情報を、1988年からは連結情報を採用している。詳しくは図1の注を参照されたい。

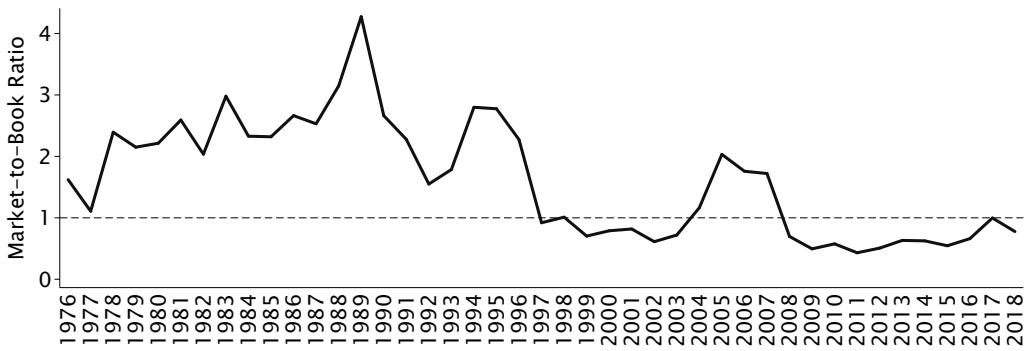


図 26. MB (Market-to-Book) レシオ

純資産については、1987年までは個別情報を、1988年からは連結情報を採用している。詳しくは図1の注を参照されたい。

業種別株価指数（33業種のなかの金属製品）についても同じように計算したリターンとリスクを示している。なお、東証業種別株価指数は1993年7月5日から発表されているため、日東精工株式会社よりも期間が短くなっている。

図22に示す日東精工株式のリターンは、2000年代後半、金属製品株価指数よりも高くなっている。図2と図3に示したように、リーマン・ショックの前、数年間、増収増益が続いていた。その業績を反映してリターンが高くなっている。それら以外の期間、日東精工株式会社と金属製品株価指数のリターンはほぼ同じである。

図23に示す日東精工株式のリスクは、図22に示したリターンが高い時期、すなわちリーマン・ショックの前、数年間、金属製品株価指数よりもかなり高くなっている。つまり、リーマン・ショック前の数年間、日東精工株式会社はハイ・リスク、ハイ・リターンであった。それ以外の期間、日東精工株式のリスクは金属製品株価指数のリスクと比べて、1990年後半はかなり高く、2010年以降も高いのだが、近年、その差は小さくなっている。1990年代後半は、1992年、1993年と連続した赤字決算の影響が残っている時期で、株式市場は日東精工の業績が大きく振れる懸念を反映していたのであろう。

図24は市場モデルの β （市場感応度）を示している。topixとt5957（日東精工）による市場モデル

(単回帰モデル)

$$t5957_t = a + b \text{topix}_t + \tilde{\epsilon}_t, \quad t = 1, 2, 3, \dots, 60$$

を60か月ごとに(60か月という期間を固定して、始点を移動させて)推定したときの b (市場モデルの β)の推移を示している。ここで、 topix は東証株価指数(TOPIX)の月次収益率、 $t5957$ は日東精工の東証1部における月次収益率である。すなわち、まずは1985年1月から1989年12月までの60か月について市場モデルを推定して b_1 を求め、つぎに1985年2月から1990年1月までの60か月について市場モデルを推定して b_2 を求め、という計算を続けて、得られた b を推定期間のエンドに配置して、それらをつないで折れ線グラフを描いている。横軸の年は各年の12月を示している。なお、図24には topix を東証業種別株価指数(金属製品)に代えて推定した β の推移も示している。

β (対 topix)は1990年代後半に高くなっている。図22において確認したように、この時期、日東精工株式は絶対リスクが高く、図23から、同じ時期、相対リスクも高かったことがわかる。ここ近年、 β (対 topix)は1を超えている一方で、 β (対東証業種別株価指数(金属製品))は1を下回っている。つまり日東精工株式を金属製品業種の中ではリスクが小さいと株式市場は評価している。

4.2. 事業評価

図25に株式時価総額と現預金を示している。株式時価総額は東証1部に上場した1985年は約176億円であった。それがバブル経済のピークである1989年には約474億円に増加している。4年間で約2.7倍になった。バブル経済の崩壊とともに株式時価総額は減少し、4年後の1993年には半値を下回る約164億円になり、2002年には約51億円にまで縮小した。その後、業績が回復し、株式時価総額は2007年に300億円を上回っている。しかし、リーマン・ショックの影響は大きく、2008年には約124億円と半分以下になっている。そして、その後、株式時価総額は80億円台にまで減少している。2016年には約167億円まで回復しているのだが、回復の背景にはキャッシュ・リッチへの変身がある。

図17に示したように、ここ10年、現預金は増加し続け、図18に示したように、ネット・キャッシュは大きくプラスになり、実質無借金になっている。株式市場が現預金をどのように評価するののかについて、100億円の現預金をそのまま100億として評価するならば、株式時価総額から現預金を引いたものが事業評価になる。しかし、現預金を無駄遣いする可能性を考慮するならば、エージェンシー・コストの分だけディスカウントされて100億円の現預金は100億円以下に評価される。⁽⁴⁷⁾いま、現預金が等価に評価さ

⁽⁴⁷⁾ 福田(2011)は、日本企業が保有する1円の価値は株式市場において2倍の価値を持つこと、成長機会が大きいほど現金保有が高く評価されていることを報告している。また、中井・神山(2013)は保有する1円は企業価値(普通株の時価総額、優先額と負債の簿価、累積少数株主持分の合計)を1.45円高めていると報告している。一方で、山口・馬場(2013)は、日本企業による1円の積み増しが株式市場において0.55円から0.74円まで、すなわち1円よりも小さく評価されていることを明らかにしている。その理由として、債務不履行の確率が低下することによる株主から負債権者への富の移転をあげている。『日本経済新聞』(2018年6月28日付、朝刊、スクランブル)は、柳良平(早稲田大学客員教授)が国内外の141の投資家にアンケート調査を実施したところ、日本企業が抱える現預金は4割ほど割り引いて評価されていることを紹介している。Aktas, Louca, and Petmezas(2019)は、自信過剰(overconfidence)の最高経営責任者(CEO)が経営する企業ほど現金保有の限界的な価値は高いと報告している。

れているとすると、図 25 に示すように、日東精工の事業評価はリーマン・ショック以降、非常に小さい。たとえば、2011（2012）年は株式時価総額が約 81（102）億円であるのに対して現預金は約 75（94）億円で、事業価値はわずか 6（8）億円である。足元、2016 年についても、株式時価総額が約 167 億円に対して現預金は約 101 億円で、事業価値は 66 億円である。

株式市場が日東精工を低く評価していることは別な視点からも確認できる。図 26 に MB（時価簿価）レシオを示している。MB レシオが 1 以上であることは、株式市場は成長性を高く評価していると解釈される。図 26 を見ると、リーマン・ショックの前、数年間は 1 を上回っていたが、リーマン・ショックの後、1 を下回ったままの状態にある。⁽⁴⁸⁾

財務諸表分析からは、日東精工は財務基盤を強固にし、業績は安定している優良企業と評価される。それは債権者（銀行）の評価である。株式市場はそのようには評価していない。株式時価総額を支えているのは現預金で、とりわけ近年、株式市場は事業価値を低く評価している。小林（2015, 9 頁）は「過去四半世紀、資金余剰とゼロ金利の継続がバンク・ガバナンスを無力化してきた」との認識を踏まえて、つぎのように方向性を示している。⁽⁴⁹⁾

銀行がガバナンス主体として機能しにくい環境であるからには、本来的には株主がガバナンス主体として機能すべきである。バンク・ガバナンスの構造からエクイティ・ガバナンスへと日本の企業社会のガバナンスが変化すべきなのである。

株主資本比率の上昇（銀行借入の減少）はバンク・ガバナンスからエクイティ・ガバナンスへの転換を求めていると小林（2015）は教えている。つまり、経営を規律付ける主体が銀行から株式市場へと代わっているということである。伊藤（2017）もまたバンク・ガバナンスの弊害について、つぎのように述べている。

銀行が好む借り手企業は、収益性の高い企業ではない。借りた資金をすぐに返済してしまうような高収益企業は好まれない。銀行の好む企業、それは利息を支払ってなお営業利益に一定の余裕を安定的に持つ企業であろう。銀行にとって、ROE は関係ない指標であり、そういった状態が長く続いた。つまり、知らず知らずのうちに「バンク・ガバナンス」が働いてきたといえるだろう。

そして、西村吉正（元大蔵省銀行局長）もまた、『産経新聞』（2017 年 5 月 31 日、朝刊、平成 30 年史）において、「高度成長期に銀行が企業再建に力を出せたのは、社会全体にお金が足りなかったからだ。金が余っているときの銀行は何の役にも立たない」とバンク・ガバナンスの限界を語っている。

株式市場との向き合い方については第 5 節で今一度、取り上げる。

⁽⁴⁸⁾ 中嶋（2013）は、株式所有構造（コーポレート・ガバナンス）と現金保有の関係を実証分析し、役員持株比率が高く、かつ時価簿価比率が低い企業は保有する現金を非効率に使い、企業価値が毀損される可能性があることを報告している。つまり、経営者の裁量が大きくなると、現預金が過大に設備投資に使われるおそれがある。

⁽⁴⁹⁾ Kato, Li, and Skinner（2017）は、日本企業のコーポレート・ガバナンスについて、1990 年代と 2000 年代を比較すると、2000 年以降、現金保有が減少し、ペイアウトが増加していることから、良い方向に向かっていると報告している。しかし、Aoyagi and Ganelli（2017）は、G7 諸国と比較すると、依然としてコーポレート・ガバナンスに問題があると指摘している。

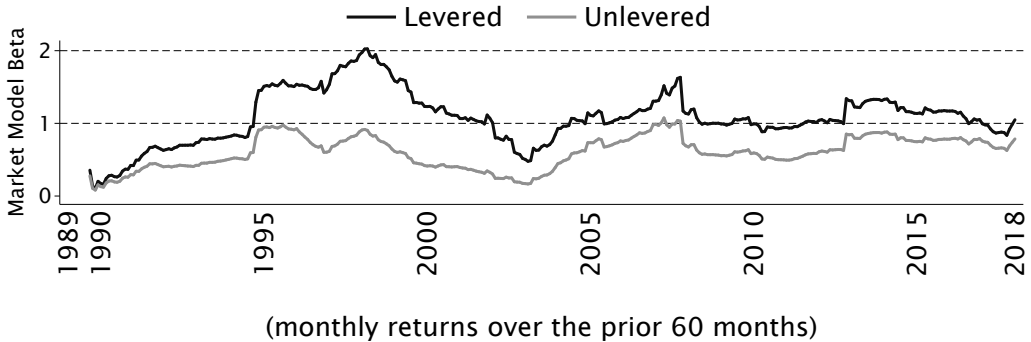


図 27. アンレバード β (対 topix)

4.3. 事業リスク

負債の時価総額を D 、株式の時価総額を E とするとき、

$$\beta_L = \left(1 + \frac{D(1-t)}{E}\right) \beta_U \quad (1)$$

が成立する。ここで β_L は負債の影響を考慮しているレバード β 、 β_U は負債の影響を取り除いたアンレバード β 、 t は法人税率（実効税率）である。アンレバード β はアセット β とも呼ばれ、企業の事業リスクを表している。⁽⁵⁰⁾ 株式市場のデータから推定できるのは β_L で、(1) 式を

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \frac{D(1-t)}{E}} \quad (2)$$

のように変形してアンレバード β を求める（野間・本多（2005，81 頁）を参照されたい）。ここでファイナンシャル・レバレッジ $\frac{D}{E}$ が低く（高く）なる，すなわち株主資本比率が高く（低く）なるとき， β_U は β_L よりも，やや（かなり）小さい値になる。⁽⁵¹⁾

図 27 にレバード β （図 24 に示した β （対 topix））とアンレバード β を示している。ここでは、負債の時価総額は簿価に等しいと仮定してファイナンシャル・レバレッジを計算している。そして、株式投資収益率は月次であることから、年次のファイナンシャル・レバレッジを線形補間（1 次関数で近似）して月次のファイナンシャル・レバレッジを推定し、(2) 式に示す月次のアンレバード β を求めている。法人税率は一般に用いられる 40% を用いている。

アンレバード β が示す日東精工の事業リスクは、リーマン・ショック以前は大きく変動しているが、それ以降は安定している。とりわけ、2013 年以降、過去と比べると、やや高めに安定している。事業リスク

⁽⁵⁰⁾ Bernardo, Chowdhry, and Goyal (2012) は、事業リスクから成長機会の影響をさらに取り除く修正を提案している。Bernardo, Chowdhry, and Goyal (2012) によると、多くの産業で成長機会の影響は大きく、それを取り除いた既存事業リスク (assets in place) は小さくなる。ここでのアセット β は事業リスクを過大評価している可能性があることに留意されたい。

⁽⁵¹⁾ 新井 (2019) は、日本の乗用車メーカー 7 社（日産、トヨタ、三菱自、マツダ、ホンダ、スズキ、SUBARU）についてアンレバード β を求め、上位 3 社（日産、トヨタ、ホンダ）は 1 よりも小さく、下位 4 社は 1 よりも大きく、かなり異なっていることを報告している。

売上高過去最高（2007年度37,665百万円）クリアを目指す

最終年度(18年12月期)目標		
売上高	40,000百万円	
営業利益	3,200百万円	(8.0%以上)
経常利益	3,240百万円	(8.1%以上)
当期純利益	1,800百万円	(4.5%以上)
新製品売上高比率	30%以上	
ROE(株主資本利益率)	8.0%以上	

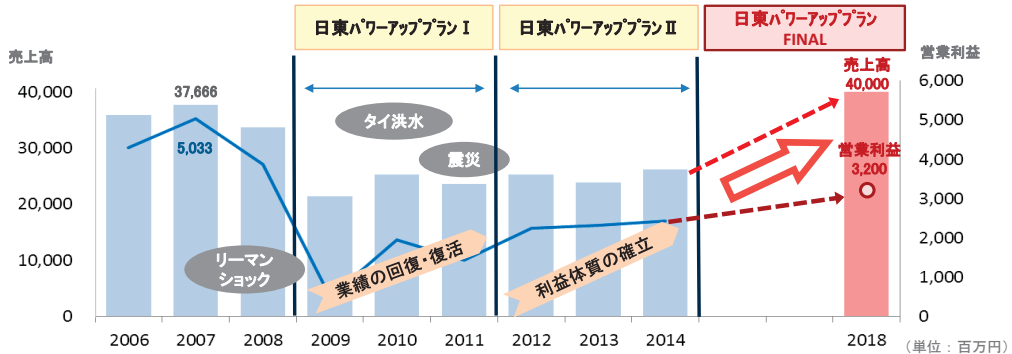


図 28. 中期経営計画 日東パワーアッププラン FINAL

https://www.nittoseiko.co.jp/dcms_media/other/Nitto_Powerupplan_final.pdf

が高くなっているということは、営業活動からのキャッシュ・フローの変動（リスク）が大きくなっているということである。⁽⁵²⁾ 手島（2015，276 頁）は、キャッシュ・リッチ企業が機関投資家により株主還元強化の矛先を向けられる理由として、成長性が低いこと、キャッシュ・フローの変動性が低いことをあげている。このような分析に基づいて「営業活動からのキャッシュ・フローの変動（リスク）が大きくなっている、だから株主資本比率を高めに誘導している」というストーリーならば一定の説得力がある。⁽⁵³⁾

5. 中期経営計画 1（2015 年から 2018 年まで）

2015 年 6 月に適用されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、中期経営計画には株主との対話（エンゲージメント）の手段という重要な位置付けが与えられた。それ以前の中期経営計画について、浅田・山本（2016）は、低成長企業が積極的に開示し、高成長企業は競争上の不利益から開示をためらう傾向があること、その開示は情報の非対称性を緩和することによりエージェンシー・コストを削減し、株式価値の向上に寄与するものの、現実的な数値目標が重要であることを報告している。また、3 期先の予想

(52) アンレバード β が示す事業リスクに影響を与えるのは経営戦略の 3C (Customer, Competitor, Company) である。

(53) 砂川・川北・杉浦（2008，179-180 頁）は、ビジネスの特性がレバレッジ（株主資本比率）に与える影響について、花王と信越化学を例に挙げて解説している。花王は、必需品に属する消費財を販売しているため、売上高の変動は小さく、売上原価と販売管理費の管理がずさんにならなければ、営業成績が落ち込む可能性は小さい。この場合、節税効果のある負債を利用し、レバレッジを高めに維持することが適当である。一方、信越化学は、電子部品や住宅投資向けなどの材料を主力製品としているため景気変動の影響を受けやすい。新規投資のタイミングも重要になることから、機会損失を回避するためにレバレッジを低めに維持することが適当である。



図 29. 株主資本利益率 (ROE)

1988年から1995年までは連結ベースで「当期純利益÷資本合計」を計算し、1996年からは有価証券報告書の【主要な経営指標等の推移】に記載されている自己資本利益率を採取している。点線は8%を示している。

において、80%以上のサンプル企業が売上高や営業利益などを達成できていないことから、株価を高くするために成長性を過大に見積もっているのか、あるいは社員を鼓舞するために社内向けに高い目標を掲げているのではないかとその存在に疑問を呈している。

図 28 に 2015 年 3 月に発表した「中期経営計画 日東パワーアッププラン FINAL」の一部を示している。それは、その発表時期から、コーポレートガバナンス・コードを意識した内容になっている。最大の目標は「売上高過去最高(2007年度 37,665 百万円)クリアを目指す」と題しているように売上高にあり、数値目標は連結ベースで過去最高を超える 400 億円である。その上で、それぞれの売上高利益率に数値目標を設定している。そして、そのほかに新製品売上高比率を 30% 以上、ROE (株主資本利益率) を 8.0% 以上と掲げている。

5.1. ROE (株主資本利益率)

三点セット「ROE、株主還元、そして社外取締役」(手島 (2015, 122 頁)) の最初にあげられる ROE に注目しよう。ROE はデュボン・システムによりつぎのように分解できる。

$$ROE = \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$$

この分解式に照らして、ROE を 8.0% 以上という目標の妥当性を考えてみる。売上高純利益率は下限目標として示している 4.5% を採用する。売上高は目標の 400 億円、総資産を現状の 389 億円とすると、総資産回転率は 1.03 となる。株主資本利益率をここ最近から 60% として ROE を計算すると

$$0.045 \times 1.03 \times \frac{1}{0.6} = 0.078$$

となる。このような計算から ROE を 8.0% 以上という目標は妥当といえそうだが、図 29 に示す連結情報に基づいた ROE の推移に照らすと、ほぼ現状維持であることがわかる。リーマン・ショック以前は当期純利益の変動が大きく、ROE は参考にならない。ROE は 2009 年から安定し、8% (図 29 における点線) を若干、下回る水準で推移している。

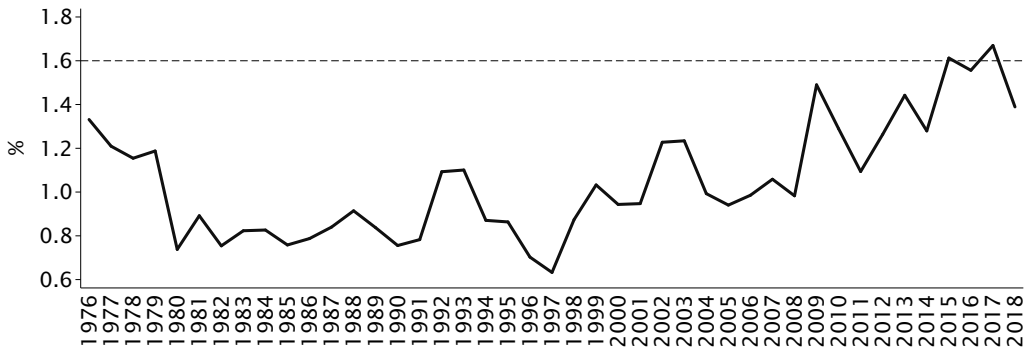


図 30. 売上高研究開発費比率 (研究開発強度)

1999 年度以前は開発試験研究費を、2000 年度以後は研究開発費を採用している。

そもそも、ROE を経営目標にすることには問題がある。「平成 29 事務年度金融行政方針」(11 頁)によると、コーポレート・ガバナンス改革の枠組みは整ってきているが、「経営者の資本コストに対する意識が不十分であることから、経営環境の変化に応じた事業選択などの果敢な経営判断が行われていない」という指摘があるという。意識が不十分ではないとしても、経営者が意識すべき資本コストについて共通の理解があるとは言えない。

伊藤 (2017) は、「企業価値創造のオーソドックスな命題は「(株式) 資本コストを上回る ROE を上げること」である」と述べている。それに対して、林原 (2016) はつぎのように反論している。

ROE を資本コストと比較して企業評価を行うことは、企業財務理論及び実務の観点から適切ではない。資本コストを企業評価に組み入れるのであれば、ROE ではなく株式価値 (株価) を指標にすべき (以下、省略)

林原 (2016) は「資本コストを基準とする ROE による企業評価の問題点」として、(1) ROE と資本コストは評価対象期間が異なる、(2) 何をリターンとみるかが異なる、(3) 資本コストは企業毎に異なる、(4) 資本構成の検証が必要、(5) 金融緩和下における負債活用をあげている。⁽⁵⁴⁾

砂川・川北・杉浦 (2008, 12 頁) が指摘するように経営指標には流行がある。2017 年 6 月に政府が公表した「未来投資戦略」は、「大企業 (TOPIX500) の ROA について、2025 年までに欧米企業に遜色のない水準を目指す」として、ROA (総資産利益率) を目標に掲げた。3 年前の 2014 年 6 月に改訂された「日本再興戦略」では「コーポレートガバナンスの強化により、経営者のマインドを変革し、グローバル水準の ROE の達成等を一つの目安に、グローバル競争に打ち勝つための経営判断を後押しする仕組みを強化していくことが重要である」と書かれていた。このような ROE から ROA への目標変更について、『日本経済新聞』(2017 年 8 月 3 日、朝刊) は「異なる指標が目標に据えられ、投資家や企業には戸惑いの声も広がっている」と報じている。目標を変更する理由は、ROE は「株主至上主義」に陥る恐れがあ

(54) このなかでは(2)が重要と考える。伊藤 (2017) と林原 (2016) の考え方の違いについては、ROE の問題点を指摘している齋藤 (2010) を参照されたい。また、「最低限資本コストを超える ROE を目標とすべき」に対して「意味は明瞭であるが根拠はまったく理解できない」、「私の理解では、資本コストは ROE の下限を規定するものではない」と主張する倉澤 (2019) も参照されたい。

り、「財務レバレッジ」の影響を受ける難点がある一方で、ROAは「従業員目線」に近いからである。手島（2015，31頁）が「ROE逆算経営」と揶揄しているように、指標を目的化して経営行動が変わるようでは本末転倒である。

5.2. 資本予算政策

新製品の開発には研究開発費が必要になる。図30に売上高研究開発費比率（研究開発強度）を示している。2000年以降、売上高研究開発費比率は上昇傾向にある。それがどの程度に新製品の開発に寄与しているのか、「新製品売上高比率を30%以上」に見合うだけの予算が手当てされているのか、検討の余地がある。

財務政策の一つである資本予算政策（2016年の有価証券報告書）はつぎのようである。

内部留保資金につきましては、研究開発、製品・サービスの信頼性向上や生産システムの改革投資など、企業競争力の強化に効率よく充当する所存であります。その決定にあたっては、中長期的視点から総合的に判断してまいります。

一般に、「内部留保資金」とは「減価償却費など、実際にお金の支出がない費用計上によって生じた資金」という意味である。⁽⁵⁵⁾ 内部留保（剰余金）に見合うだけの現金を区分して保有しているということだけでなく、単に「保有する現金」という意味で「内部留保資金」という言葉を使っているとすると誤解を招く。

宮川（2016，19頁）によるコーポレート・ファイナンス理論における三つの原則の2番目、(2) 価値といたら割引現在価値以外を意味しない、に照らしていうと、現預金は価値（超過利潤）を生まない。現預金の純現在価値は0だからである。⁽⁵⁶⁾ 一方で、内部留保を積み上げて、株主資本比率を高めることは、加重平均資本コスト（WACC）を高めることになる（野間・本多（2005，93-94頁）を参照されたい）。日東精工は、加重平均資本コストが高くなっているにもかかわらず、価値を生まない現預金を多く抱えている状態にある。つまり株主が要求するリターンを資産が生み出せない状態であるため、株式市場における評価が低くなっている。有形固定資産が過少ならば現金は純現在価値がプラスの投資に使われるべきであり、株主資本が過多であるならば現金はペイアウトに回されるべきである。⁽⁵⁷⁾

図31に有形固定比率（有形固定資産と株主資本の比率）を示している。この指標は長期的な安全性をは

⁽⁵⁵⁾ <http://www.town.kamiichi.toyama.jp/attach/EDIT/000/000871.pdf>.

⁽⁵⁶⁾ 太田（2018）はつぎのように説いている。

株主や債権者からは平均で3~4%程度のリターンを要求されます。しかし、キャッシュを投資せずに保有していると、銀行金利はほぼゼロに等しいですから、全く価値を生みません。したがって、キャッシュを保有するほど価値を破壊するわけです。それだけの機会費用（機会費用とは、ある選択を行ったとき、ほかの選択を行った場合と比した損失）を払ってでもキャッシュを持つには、それを上まわる投資機会が必要です。

そして、「M&Aに積極的だったり、成長機会がある業界（例：医薬品、ゲーム、ITなど）に属さない企業にとって、目的もなくキャッシュを保有することは価値破壊的」と指摘している。

⁽⁵⁷⁾ このような考え方の原点はMiller and Modigliani（1961）にある。解説についてはDiamond（2015）を参照されたい。また、このような考え方が日本企業の財務行動とは一致しないことについては芹田・花枝（2015）を参照されたい。

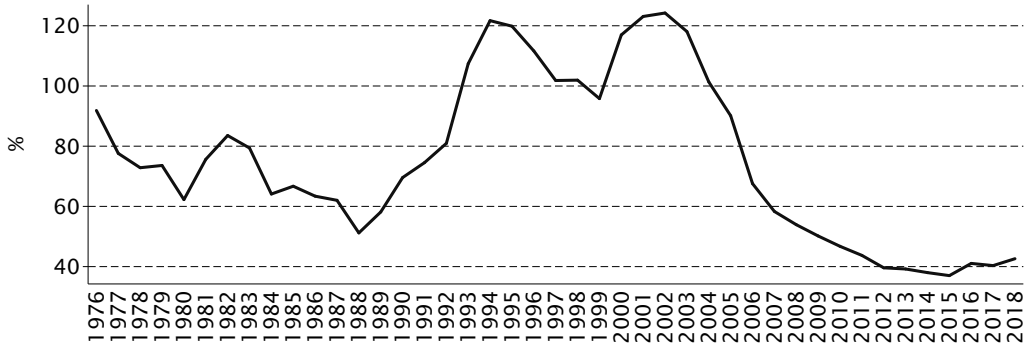


図 31. 有形固定比率 (有形固定資産 ÷ 株主資本)

1987 年までは個別情報を, 1988 年からは連結情報を採用している。詳しくは図 1 の注を参照されたい。

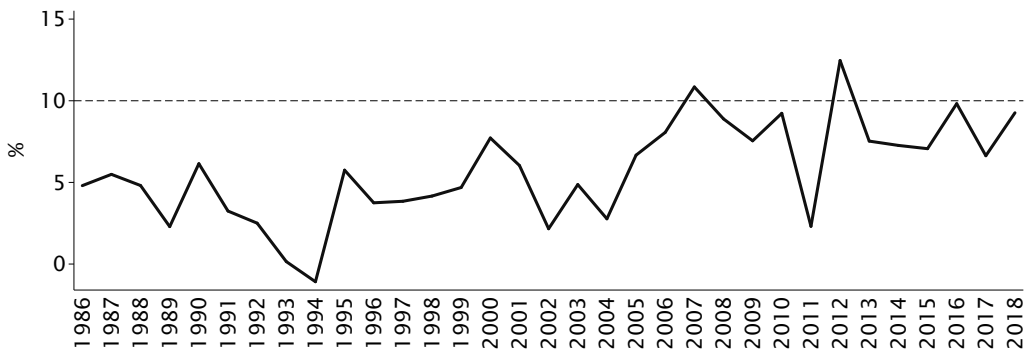


図 32. キャッシュ・フロー・マージン (営業活動からのキャッシュ・フロー ÷ 売上高)

1987 年までは個別情報を, 1988 年からは連結情報を採用している。詳しくは図 1 の注を参照されたい。

かる指標である固定比率を狭義に捉えている。2003 年から低下し始めた有形固定比率は 40% を下回る過去最低の水準になっている。図 8 に示したように有形固定資産が横ばいで、図 5 に示したように株主資本は増加しているからである。

「本業から得られたキャッシュフローを投資に回す」というのが資本予算政策である。投資家が知りたがっている中期経営計画は、数値目標を達成するための、現金保有と株主資本比率にかかる資本予算政策であると考えられる。「投資に回すための本業からのキャッシュフロー」について、図 32 にキャッシュ・フロー・マージン (営業活動からのキャッシュ・フローと売上高の比率) を示している。この指標が 10% を超えていれば優良企業といわれる。宮川 (2016, 19 頁) のコーポレート・ファイナンス理論における三つの原則の 1 番目、(1) 利得といたらキャッシュ・フロー以外を意味しない、に則して、中期経営計画の目標の一つとして考えたい。

5.3. M&A によるグループ拡大

日東精工 (2014, 79 頁) は「海外拠点は日東グループの孝行息子として立派に成長し、次の飛躍の時を迎つつある」と記している。連結子会社の位置付けを確かめるために、業績が安定している 2001 年以

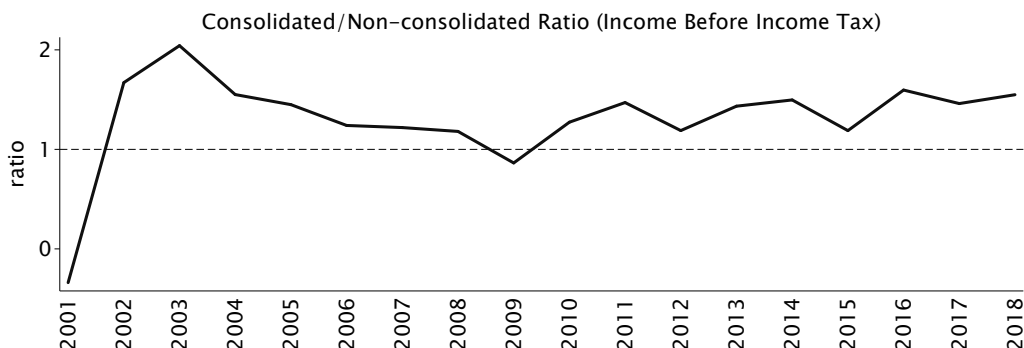


図 33. 純利益の連単倍率 (連結 (税金等調整前当期純利益) ÷ 個別 (税引前当期純利益))

連結子会社の数は、2001 年が 12 社、2002 年から 2009 年までが 13 社、2010 年と 2011 年が 12 社、2012 年が 13 社、2013 年が 15 社、2014 年と 2015 年が 16 社、2016 年が 17 社、2017 年が 19 社である。

降について、図 33 に純利益の連単倍率の推移を示している。2000 年代前半は低下傾向にあり、2009 年にはリーマン・ショックにより落ち込みがあるものの、その後、連単倍率は安定し、わずかではあるが上昇傾向にある。第 2.1. 節で言及したことであるが、在外子会社の重要性が徐々に高まっているといえよう。

その流れはキャッシュ・リッチを背景にしてさらに推し進められ、近年、国内外で M&A を活発化させている。国内では、2016 年 8 月 10 日、日東精工は、株式会社協栄製作所（本社は奈良県五條市）の株式（議決権の 51%）を（現金により）取得し、子会社化することを発表している。⁽⁵⁸⁾ 協栄製作所の総資産は約 44 億円、純資産は約 21 億円、売上高は約 35 億円、従業員数は 117 人である（2016 年現在）。⁽⁵⁹⁾ その株式の取得価額は 7 億 8,600 万円である。⁽⁶⁰⁾ 日東精工の規模に照らすと、7 億 8,600 万円は大きい金額ではない。協栄製作所の主たる事業は日東精工と同じファスナーであるが、領域の異なる製造品目が主力であるため、事業シナジーを目論んでの子会社化である。また、2018 年 3 月 29 日の取締役会において、長野県上伊那郡に本社を置く株式会社伸和精工の全株式を 5 億 5,000 万 9,000 円で取得し、子会社化することを決議している。伸和精工の従業員数は本社が 75 人、中国工場が 66 人である。⁽⁶¹⁾ 伸和精工の子会社化について、つぎのように狙いを述べている。

当社ファスナー製品と同社の精密プレス部品は、使用される業界が共通となるところが多く、お互いの販路活用による顧客拡大や、取り扱い品目の拡大によるシナジー効果の発揮、さらには同社の香港の販売会社及び中国の製造販売会社の活用により、グローバル供給体制が一層充実することで、当社グループの企業価値向上に貢献するものと考えております。

⁽⁵⁸⁾ 2017 年 10 月 1 日付で、ファスナー事業部製造部長の大槻正彦が株式会社協栄製作所の取締役役に就いている。

⁽⁵⁹⁾ 株式会社協栄製作所は平成 29 年度の売上高（連結会社相互間の内部売上高を除く）の連結売上高に占める割合が 10% を超えているため、主要な財務情報が開示されている。総資産額は約 24 億円、売上高は約 36 億円、経常利益は約 1 億 5,000 万円、当期純利益は約 1 億円、純資産額は約 22 億円、総資産額は約 45 億円である。

⁽⁶⁰⁾ 日東精工は協栄製作所を現金により買収しているのだが、株式による買収という方法もあった。Brau and Fawcett (2006) は、企業は M&A のための「通貨」を獲得するために株式を新規上場するという議論を展開している。

⁽⁶¹⁾ <http://www.shinwaseiko.co.jp/page7>

■ 最終年度業績計画(連結)		■ 最終年度業績(連結)	
売上高	40,000百万円	売上高	33,777百万円 達成率 84%
営業利益	3,200百万円 (8.0%以上)	営業利益	2,976百万円 達成率 93%
経常利益	3,240百万円 (8.1%以上)	経常利益	3,217百万円 達成率 99%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,800百万円 (4.5%以上)	親会社株主に帰属する 当期純利益	2,048百万円 達成率 113%

図 34. 日東パワーアッププラン FINAL (2015 年度から 2018 年度まで) の達成度

『第 113 期 (2018 年 1 月 1 日～2018 年 12 月 31 日) KIZUNA 通信』から再掲。

https://www.nittoseiko.co.jp/dcms_media/other/201812ho_kabu.pdf.

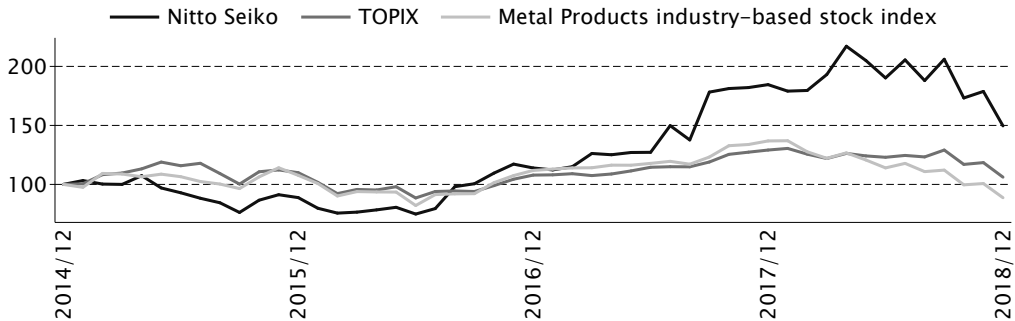


図 35. 日東パワーアッププラン FINAL (2015 年度から 2018 年度まで) の株価パフォーマンス

2014 年 12 月末を 100 とする。

協栄製作所の主たる事業領域は日東精工のそれとは異なる一方で、伸和精工のそれは重なっている。日東精工の M&A 戦略は両方向を目指していることがわかる。

一方、海外では、2017 年 7 月 28 日、インドネシアの在外子会社 PT. NITTO ALAM INDONESIA が、磯貝鋸螺工業株式会社のインドネシアの在外子会社 PT. ISOGAI INDONESIA から、ねじ製造及び販売事業の一部(工場を含む)を譲り受ける契約を締結している。⁽⁶²⁾ また、2017 年 10 月 20 日、持分法適用関連会社であった MALAYSIAN PRECISION MANUFACTURING SDN. BHD. の株式を追加で取得し、完全子会社としている。さらに、2018 年 2 月 14 日、連結子会社である日東精密螺絲工業(浙江)有限公司が 4 億円を投じて新工場を建設すること、韓国釜山広域市に本社を置く株式会社エンエブ(工業分野におけるマイクロバブル洗浄装置)の第三者割当増資を引き受けることを発表している。

5.4. 評価

日東精工は、「中期経営計画 日東パワーアッププラン FINAL」の成果について、『第 113 期 (2018 年 1 月 1 日～2018 年 12 月 31 日) KIZUNA 通信』に「事業領域の拡大を視野に M&A の実施、海外現地法人においては子会社化や事業譲受など海外展開を加速させ、着実にグローバルメーカーとしての地位を確

⁽⁶²⁾ 2018 年 1 月 19 日に現金 4 億 5,883 万 5,000 円を対価として事業を譲り受けている。

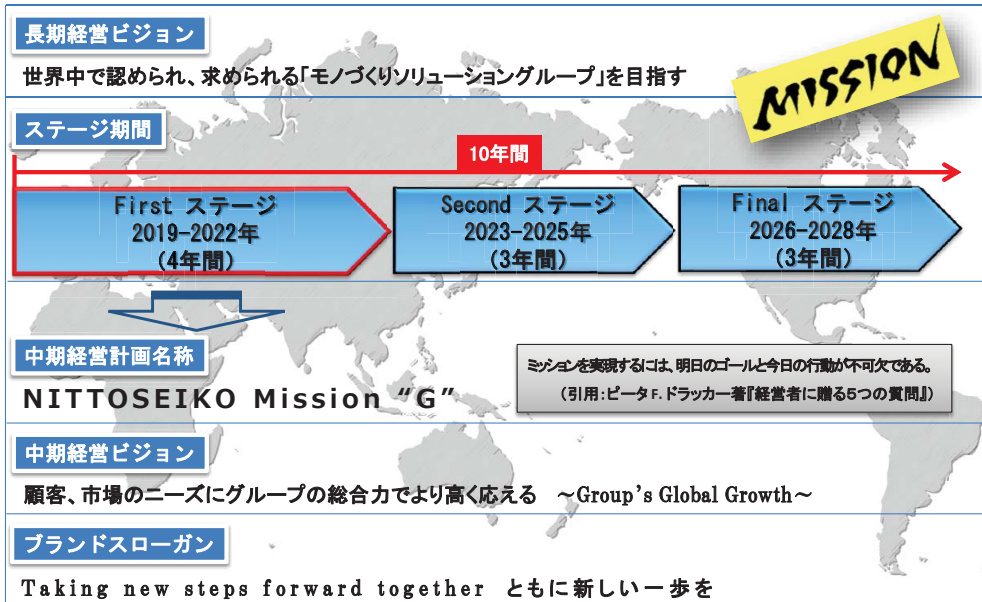


図 36. 2019 年度からの中期経営計画 NITTO SEIKO Mission “G”

https://www.nittoseiko.co.jp/dcms_media/other/nittoseiko-mission-G.pdf

立」したと自己評価している。図 34 に示すように、売上高，営業利益，経常利益のいずれもが水準目標を達成できていないが，図 3 に示したように営業利益率は 8% を上回って安定していること，図 33 に示した純利益の連単倍率は上昇基調にあることが自己評価を裏付けているといえよう。

図 35 は、「中期経営計画 日東パワーアッププラン FINAL」の株価パフォーマンスを示している。株式時価総額は約 146 億円（2014 年 12 月末）から約 215 億円（2018 年 12 月末）へと約 1.47 倍に増加している。同じ期間，TOPIX は約 1.06 倍，金属製品業種インデクスは約 0.89 倍であるから，日東精工株は市場を大きく上回るパフォーマンスであった。その良好なパフォーマンスに貢献しているのは 2016 年と 2017 年である。株式市場は，設備投資（図 15）とペイアウト（図 20）との積極性を高く評価したのではないかと推測する。

6. 中期経営計画 2（2019 年から 2022 年まで）

2019 年は，材木正己が社長に就任して 7 年目にあたる。前の社長，塩田展康は 6 年間，社長を務めて 65 歳で退任し，2 年間，会長職にあった。その前の社長，由良龍文もまた 6 年間，社長を務めて 67 歳で退任し，2 年間，会長職にあった。社長を 6 年の後，会長を 2 年が慣例のように思われたのだが，引き続き 69 歳の材木正己が社長を務めることになり，あたらしい中期経営計画を策定し，経営改革に着手している。

最終年度(2022年12月期)目標数値(連結)		
売上高	55,000百万円	
営業利益	4,705百万円	(8.6%以上)
経常利益	4,941百万円	(9.0%以上)
当期純利益	2,896百万円	(5.3%以上)
ROE(株主資本利益率)	8.8%以上	
新製品売上高比率	30.0%以上	

図 37. 2019 年度からの中期経営計画 NITTO SEIKO Mission “G”

https://www.nittoseiko.co.jp/dcms_media/other/nittoseiko-mission-G.pdf.

6.1. 企業グループとしての中期経営計画

2019 年 2 月 13 日, 日東精工は, 「日東パワーアッププラン FINAL」に続く, 2019 年からの新しい中期経営計画「NITTO SEIKO Mission “G”」を発表した. この新しい中期計画は, 図 36 に見るように, 日東精工グループの長期経営ビジョンを『世界中で認められる, 求められる「モノづくりソリューショングループ」を目指す』とし, 10 年間で 2019 年から 2022 年までの 4 年間で First ステージ, 2023 年から 2025 年までの 3 年間で Second ステージ, そして 2026 年から 2028 年までの 3 年間で Final ステージと位置づけた, 最初の 4 年間の事業運営方針である.

図 36 にはカタカナ用語が多用され, 概念が整理されていないように思う. 行動指針の上位概念としてのミッションは, 日本語では経営理念や企業理念, スローガンであるから, ここではブランドスローガン「ともに新しい一歩を」がそれに該当しよう. 中期経営計画の名称に Mission が使われているためにわかりづらくなっている. ミッションの結果であるビジョンは将来のあるべき姿で, それは「世界中で認められる, 求められる「モノづくりソリューショングループ」」であろう. 中期経営ビジョンの「顧客, 市場のニーズにグループの総合力でより高く応える～Group’s Global Growth～」は行動指針の中位概念の戦略に当たるものであろう. そして, 五つの戦略テーマが行動指針の下位概念の戦術となり, その結果の一部が図 37 に示す目標数値となる.

「NITTO SEIKO Mission “G”」と名付けられた中期経営ビジョンは「顧客, 市場のニーズにグループの総合力でより高く応える～Group’s Global Growth～」である. Group’s Global Growth には, グループのベクトルを合わせ互いのシナジーを追求, グローバルなグループの提案力と行動力で世界へ, 革新的な QCDI (Quality, Cost, Delivery, and Innovation) 向上でグループ全体の成長を, という思いが込められている.

2018 年までの「日東パワーアッププラン FINAL」と 2019 年からの「NITTO SEIKO Mission “G”」との違いは, 後者が企業グループを前面に押し出していることにある. 「日東パワーアッププラン FINAL」では, 日東精工が「締結・組立・計測検査おける真のグロー

NITTOSEIKO

あたらしいグループブランドロゴマーク

バルメーカー」になるために「グループ会社との連携強化」を目指していた（2015年3月4日付の適時開示「中期経営計画の策定に関するお知らせ」）。2015年には連結子会社の数は16社になっていたが、それは必ずしも戦略的に増やしてきたということではなかった。2019年の連結子会社の数は22社と、2015年から6社増えただけであるが、第5.3節で述べたように戦略的なM&Aによる増加であった。そこで、日東精工は「NITTO SEIKO Mission “G”」の実施にあわせて、「国内外のグループ各社がこれまで以上にブランドを意識して企業ブランドの醸成にあたり、新たな一步を踏み出す決意表明の起点とするべく、グループブランドロゴマークを変更」している（右上を参照されたい）⁽⁶³⁾

「NITTO SEIKO Mission “G”」には、つぎのような五つの戦略テーマが与えられている。

- (1) グループの有機的結合によるシナジーの追求⁽⁶⁴⁾
- (2) グローバルな事業領域の開拓と拡充
- (3) ソリューションを武器にお客様満足度向上への徹底的実践
- (4) モノづくり力を高める製造力、製品開発力の徹底追求
- (5) ブランド求心力の向上と従業員の活性化

そして、これらのテーマを実現することによる数値目標が図37のように掲げられている。図34に見たように、大きく未達に終わった売上高は向こう4年間、毎年13.0%の成長を目標としている。利益について、金額ではなく売上高比率に注目すると、売上高営業利益率（8.6%以上）と売上高経常利益率（9.0%以上）ともに、2018年にそれぞれ8.8%と9.5%と達成している。ROEについては8.0%以上から8.8%以上に達成目標を引き上げているが、ROEを数値目標に掲げることの不都合はすでに第5節で述べたとおりである。

6.2. 経営改革

日東精工は、新しい中期経営計画「NITTO SEIKO Mission “G”」を発表した2019年2月13日に、取締役の任期の2年から1年への短縮と執行役員制度の導入という二つの経営改革をあわせて発表してい

⁽⁶³⁾ ブランドスローガンを Taking new steps forward together（ともに新しい一步を）とし、あたらしいグループブランドロゴマークへの思いをつぎのように説いている。

当社理念など80年間で培ったよき伝統は継続する意味で従来からのローマ字NITTOSEIKOの書体をベースとしました。これをスタイリッシュにデザイン変更することで、今後の当社の変化・発展への意欲、仕事に対するセンスとスピード感を打ち出す表現としました。加えて、NITTOSEIKOの文字を繋いで連続的なデザインとすることにより、これまで、そしてこれからの会社の持続性と従業員の一体感を表しています。左側の「i」と右側の「i」を形状的に人と捉え、「愛」を繋ぎ、当社とお客様、取引先、グループ会社、ステークホルダーなど、当社にかかわる全ての人を絆で繋ぐ意味も込めています。また、「誠実」「信頼」「清潔感」を象徴する企業像の想いを込めて、従来よりもシックで深みのあるブルーを採用しました。

<https://www.nittoseiko.co.jp/nitto-blog/2019/04/01/353>

⁽⁶⁴⁾ 2019年2月13日に発表された人事異動には、仲俊幸（和光株式会社代表取締役社長 → 株式会社協栄製作所常務取締役）、小谷正彦（タイ日東精工マシナリー社代表取締役社長 → 和光株式会社代表取締役社長）、大槻正彦（株式会社協栄製作所取締役 → 日東精工タイランド社取締役副社長）というような連結子会社間の人事異動が含まれている。

る。⁽⁶⁵⁾ この小節ではそれぞれについて点検する。

6.2.1. 取締役の任期短縮

取締役の任期について、会社法第 332 条第 1 項は監査役会設置会社においては原則として選任後 2 年以内と定めている。しかし、定款または株主総会の決議によってその任期を短縮することができることも定めている。取締役の任期を 1 年と定めることは取締役に緊張感を持たせることによりコーポレート・ガバナンスに資すると考えられていて、東京証券取引所（2017, 74 頁）によると、東証上場の監査役会設置会社のうち、取締役の任期を 1 年と定めた会社の比率は 65.8% で、市場第一部では 73.2% である。日東精工の動きは遅ればせながら流れに乗ったといえよう。

日東精工は、2017 年 3 月 30 日の株主総会において、役員退職慰労金制度を廃止し、取締役（社外取締役を除く）に対して、信託を用いた株式報酬制度の導入を決議している。その目的は「取締役の報酬と当社の株式価値との連動性をより明確にし、取締役が株価上昇によるメリットを享受するのみならず、株価下落リスクをも負担し、株価の変動による利益・リスクを株主の皆様と共有する」ことにある。日本企業は長期的関係を構築しているステークホルダーを意識してリスク回避的行動をとるといわれている。株式報酬制度の詳細が明らかにされていないため、任期が 2 年から 1 年に短縮された取締役に適切なインセンティブを与えるものなのかわからない。⁽⁶⁶⁾

常務取締役の足立由紀夫（1954 年生）は退任し、もうひとりの常務取締役の村上正一（1954 年生）は留任した。そして、取締役の澤井健（1959 年生）が常務取締役に昇任した。取締役（社外取締役を除く）は、大塚芳邦（1955 年生）、上嶋伸宏（1959 年生）、山添重博（1960 年生）、松本真一（1964 年生）、荒賀誠（1968 年生）である。年齢を考えると、近い将来、多くの取締役が立て続けに退任することになる。材木正己が着手した経営改革は取締役会のあり方を変えようとしているのではないかと思う。

6.2.2. 執行役員制度の導入

2018 年 6 月 1 日に改訂された「コーポレートガバナンス・コード」の【原則 4-11. 取締役会・監査の実効性確保ため前提条件】の補充原則③は「取締役会は、毎年、各取締役の自己評価なども参考にしつつ、取締役会全体の実効性について分析・評価を行い、その結果の概要を開示すべきである」と求めている。これに対して、日東精工は、2019 年 4 月 12 日にコーポレートガバナンス報告書を更新し、つぎのように回答している。

⁽⁶⁵⁾ 2019 年 2 月 13 日に「ダイバーシティ推進室を新設」と発表しているが、『日東精工 CSR レポート 2019』（20 頁）によると、すでに 2015 年にはダイバーシティ推進室を設置している。

⁽⁶⁶⁾ 取締役に対して、取締役会が定める株式交付規程に従って付与されるポイント数に応じ、株式が交付される株式報酬制度で、取締役が当社株式の交付を受ける時期は、原則として取締役の退任時である。そのための株式として、2018 年 12 月 31 日現在、1,902 単元（190,200 株）が日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社により所有されている。最適なインセンティブ契約については Milgrom and Roberts（1992, Chapter 7）を参照されたい。

取締役会が実施した、平成 30 年 12 月期の取締役会の実行性に関する評価結果の概要は以下の通りです。

当社取締役会は、規模・構成・運営状況等において、経営上重要な意思決定や業務執行の監督を行うための体制が、構築されていることを確認いたしました。また、各構成員が果たすべき役割を十分に理解し、多様な経験や専門性を持つ社外役員も含めて議論が行われていることを確認いたしました。取締役会は、概ね適切に機能しており、取締役会の実行性が確保されていることを確認いたしました。

一方、課題としましては、取締役会の実行性をさらに高めるために、事前資料の早期配布や内容の充実に取り組み、審議の一層の活性化を図ること、および既に構築された社外取締役への諮問を活用する仕組みについて、運用を充実させることで、監督機能の一層の充実化を行うべきとの提言が得られました。

取締役会の二つの役割、すなわち業務執行の意思決定と業務執行者に対する監督は概ね機能していることから、取締役会の実効性は確保されていると自己評価している。⁽⁶⁷⁾

その上で、日東精工は執行役員制度を導入する目的をつぎのように説明している。⁽⁶⁸⁾

経営の意思決定および監督機能と業務執行機能の分担を明確化することにより経営機能と執行機能の双方を強化し、経営の機動性向上を図るとともにコーポレートガバナンスのレベルアップを図ることを目的として執行役員制度を導入する。

任命された執行役員は常務取締役の 2 人、取締役の 5 人、ファスナー事業部副事業部長兼販売部長、研究開発部長兼京都 R&D センター所長、海外推進部長兼産機事業部海外販売部長の 3 人の合計 10 人である。

日東精工は監査役会設置会社であるから、取締役が業務を執行し、3 人以上の監査役（過半数は社外から招いた社外監査役）でつくる監査役会が経営状況を監督する（監査役は取締役での議決権を持たない）、法令および定款に定める事項と、それに加えて経営に関する重要な事項とは取締役会の決議事項とし、それら以外の事項については、取締役会が業務執行取締役に権限を委譲し、取締役会は業務執行取締役の決裁と執行の状況を監督する。つまり、取締役会から権限を委譲された業務執行取締役が「それら以外の（経営の）事項」を決裁し、執行役員として「それら以外の（経営の）事項」を執行するという同一人物による機能分担である。

執行役員制度は、2016 年には上場企業の約 70% が導入されているといわれているが、『日本経済新聞』（2016 年 8 月 23 日付、朝刊、2016 年 8 月 24 日付、朝刊）が報じているように、「企業統治改革の進展の中で制度の矛盾があらわになってきたため」に曲がり角にある。ここ 10 年ほどの間、執行役員制度を廃

⁽⁶⁷⁾ 社外取締役への諮問について、【原則 4-10. 任意の仕組み活用】の補充原則④への回答において「取締役の選任・報酬の検討にあたり、独立社外取締役の関与・助言を受けておりませんが、独立社外取締役の専門性に照らし、助言を得ることを検討いたします」と述べている。

⁽⁶⁸⁾ 執行役員制度の概要はつぎのようである。

- (1) 執行役員の選任、解任および担当業務等については、取締役会にて決定する。
- (2) 執行役員の任期は、就任後 1 年以内の最終の決算期に関する定時株主総会終結の時までとし、再任を妨げない。
- (3) 執行役員と会社との関係は、雇用契約型とする。
- (4) 取締役は、執行役員を兼務することができるものとする。

止する企業も出現し始めている。その理由は、執行役員制度の導入と同じで、「意思決定の迅速化」のためである。つまり、執行役員が経営陣と現場の間にはいることにより、監督と業務の機能分離が思うように進まなかったということである。

リクルートワークス研究所（2018）は、執行役員制度の実態ついて、つぎのような四つをあげている。

(1) あいまいな業務範囲・基準

執行役員が決定できる業務執行の範囲・基準があいまいな状態で運用された。

(2) 雇用型の普及

契約形態が定められなかったため、企業・個人の双方に都合のよい雇用型が多く採用された。

(3) 執行役員数の増加

従業員の処遇の一種として、事業の成長とは関係なく人数が増えた。

(4) 一定割合での昇進

競争のゴールとして機能させるために、人数に応じて一定割合で執行役員に昇進させる必要があった。

その結果、つぎのような三つの問題が発生しているという。

(1) 責任回避的な行動

執行役員が責任回避的な行動をとり、取締役会で意思決定する案件が減らなかった。

(2) 不必要なポストの発生

従業員の延長としての側面が色濃く、降格などの厳格な運用がなされず、不必要なポストの執行役員が発生した。

(3) 序列化・重層化

執行役員が増加した結果として、執行役員内部で序列が生まれ、重層化した。⁽⁶⁹⁾

吉村（2011）は、執行役員制度の効果について疑問視する研究報告が多く、執行役員制度は「失効」役員制度となってしまったと揶揄している。従来からの執行役員制度をそのままに導入するのであるから、日東精工には問題を回避する自信と仕組みがあるのだろう。^{(70) (71)}

⁽⁶⁹⁾ 日東精工においても、常務取締役は常務執行役員に、取締役とそれ以外は執行役員となっている。もともと、執行役員の序列には一定の理由があるという指摘がある。代表取締役と取締役の間には法的な上限関係はないため（専務や常務は法的な役職ではないため）、執行役員に序列を付けるべきだという考えである。

⁽⁷⁰⁾ 執行役員は、取締役・荒賀誠を除いて、事業や部門の責任者を兼ねている。取締役（監督）と執行役員（執行）の多くが重なる。従来の日本型企业統治の典型そのままである。荒賀誠は経営管理部門（経営企画室・人事総務部・ダイバーシティ推進室）担当となっていて、経営企画室長（上原規）と人事総務部長兼ダイバーシティ推進室長（壇野佳子）を兼ねていない。いわゆる「業務担当（役付）取締役」であり、「従業員（使用人）兼務の取締役」ではない。なお、経営企画室長と人事総務部長兼ダイバーシティ推進室長は執行役員ではない。

⁽⁷¹⁾ リクルートワークス研究所（2018）は、執行役員制度改革のために、執行役員の権限・評価基準を明確にすること、執行役員を雇用型から委任型に切り替えること、執行役員の重層的な階層をあらためることの三つを提言している。

6.3. 財務政策の欠如

2018年6月1日に改訂された「コーポレートガバナンス・コード」には、つぎのような加筆（太字）がある。⁽⁷²⁾

【原則5-2. 経営戦略や計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、**自社の資本コストを的確に把握した上で**、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現ために、**事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人材投資等を含む経営資源の配分等**に関し具体的に何を実行するかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

鈴木（2018）は「資本コストを把握しないで経営計画等を説明した場合には、これを順守したことにはならないだろう」と強調している。川北英隆（京都大学名誉教授）は、2017年11月15日に開催された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第12回）」において、「社外取締役が事業の収益力とか配当政策、裏返せば内部留保の政策について、もう少し言うと資本構成とか、資本構成を議論する上でのWACCというか、資本コストというか、そういうことをきちんと議論して、それでもって会社の方向性を決めていくということが必要なんだろうと思います」と述べている。⁽⁷³⁾（株式）資本コストを的確に把握することは容易ではないが、株主資本比率の上昇は加重平均資本コストの上昇を伴っているという認識は最低限、必要である。

新しい中期経営計画「NITTO SEIKO Mission “G”」には財務政策への言及はない。そのことは、2019年4月12日に更新されたコーポレートガバナンス報告書には、資本コストという言葉はなく、【原則5-2. 経営戦略や計画の策定・公表】については記載されていないことにも反映している。⁽⁷⁴⁾ 製品のグローバル化は資本のグローバル化を伴うであろう。グローバルを標榜するのであれば、資本コストを考慮しない株式価値、ひいては企業価値の議論はあり得ないことを指摘しておきたい。

⁽⁷²⁾ <https://www.jpx.co.jp/rules-participants/rules/revise/nlsgeu0000034ytw-att/sinkyu.pdf>

⁽⁷³⁾ 倉澤（2019）は「私の理解によれば、WACCとは資本コストを推定する便宜的な方法であり、資本コストの概念をWACCで学ぶのは困難であり、誤った理解をもたらしかねない」と注意を促している。ここでの「便宜的な方法」とは、「新規プロジェクトの将来ペイオフのベータ・リスクと、既存の企業資産がこれまでに生み出してきたペイオフのベータ・リスクは等しい」という大胆な仮定が成り立っているときにだけという意味である。

⁽⁷⁴⁾ 2019年2月21日、東京証券取引所は「コーポレートガバナンス・コードへの対応状況（2018年12月末日時点）」を発表した。『日本経済新聞』（2019年2月22日付、朝刊）は「2018年6月の指針改訂で変更になった原則の順守率低下が目立った」と報じている。【原則5-2. 経営戦略や計画の策定・公表】の順守（コンプライ）率（2017年7月比）は、東証1部企業が82.7%（-10.4pt）、東証2部が67.1%（-14.4pt）となっている。しかし、原則に順守しているかは企業の自己申告で、齋藤（2019）が論じているように、企業が正しく資本コストを理解しているのかはわからない。ちなみに、ここでいう正しい理解とは、ROEは株主資本コストと比較し、ROICはWACCと比較するというような財務諸表分析上のテクニックではなく、資本コスト理論に則して適用しているかである。

7. まとめ

この論文の目的は、京都府綾部市に本社を置くネジの老舗メーカー、日東精工の財務政策を東証1部に上場した1985年以降に焦点を当てて考察することにあつた。バブル経済が崩壊し、買収した新事業が頓挫して財務的困難に陥り、メインバンクに助けられた。その後、ネジから地盤調査機へと業務範囲を拡大し、業績を回復して借入金を返済しつつ内部留保を積み上げ、高い株主資本比率を実現するとともに、キャッシュ・リッチに、そして実質無借金へと変貌を遂げた。財務諸表分析に基づく日東精工の評価は、ここ10年、収益性も安全性も問題なく、成長性が乏しいことに難がある優良企業である。しかし、株式市場による事業評価は低迷し続けている。財務状態が大きく変わっているにもかかわらず、1994年の有価証券報告書から始まった配当政策の記述はほとんど変わらず、財務政策の一部であるペイアウト政策は無きに等しい。株式市場は成長性を重視することが低迷している理由の一つであるが、財務政策が見えないことも一因である。

手島(2015, 272-274頁)は「なぜ過小資本の企業もあれば、キャッシュリッチな企業もあるのか。それは、単に過去の業績によるものです」と述べた後、つぎのように助言している。

投資家に手許資金や内部留保が多いという指摘を受ける企業は多いとは思いますが、気にするはありません。そのような場合には、「ではいくらが最適なのですか」と質問してみてください。もっと少ないほうがよいとは言うでしょうが、いくらならばよいとは言いません。彼にもわからないからです。

手島(2015)は、財務政策は必要ないといっているのではない。日本企業を一括りにした議論は百害あって一利なしと主張している。日東精工の株主資本比率や現預金保有が適切かは、ひとえに固有の財務政策に依存している。

付表：日東精工の役員（監査役は除く）の状況（1978年から1994年まで）

◎は常務，○は取締役（●は社外），Gはグンゼ出身，Kは京都銀行出身，■は死去を示している，なお，年は，有価証券報告書ではなく，その年の3月の株主総会において役員に就任したことを意味している。

氏名	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
福井祐司	G 社長				社長												
西山竹治	G 専務			会長	■ 専務												
柳原芳吉	◎	◎	◎	社長													
野田孫二	◎	◎	◎	専務													
加藤猛男	◎	◎	◎														
馬場長市	G	◎	◎	◎													
由良源太郎	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
木村研二郎	●	●	●	●	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
岡田卓朗	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
渡辺義	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
武長正	K	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
渡辺一郎	G	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
内藤敏夫		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
朝倉龍夫		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
岡本仁		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
小畑晴吉		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
池田博之		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
迫田孝治		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
亀井優		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
江口晴也		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
有馬和政		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
高雄啓介		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
廣瀬良朗		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
由良龍文		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
永峯威如		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
平石鐵雄		◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎

付表(続き):日東精工の役員(監査役は除く)の状況(1995年から2012年まで)

◎は常務, ○は取締役(●は社外), G はグンゼ出身, K は京都銀行出身, ■は死去を示している, なお, 年は, 有価証券報告書ではなく, その年の3月の株主総会において役職に就任したことを意味している。

氏名	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
由良源太郎	会長	会長	会長	会長	社長	社長	会長												
岡本仁	社長	社長	社長	社長	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
朝倉龍夫	専務	専務	専務	専務	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
工藤亮 G																			
亀井優	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
江口晴也	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
有馬和政	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
高雄啓介	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
由良龍文	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
永峯威如	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
平石鐵雄	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
井塚義人 K	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
川勝史郎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
渡辺仁志	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
近田尚	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
塩田展康	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
川辺修	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
増田弘	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
足立宏	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
高倉正明	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
材木正己	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
今川和則	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
人見保幸	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
福林憲司	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
齋藤正幸	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
諏訪吉昭	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
小林良朗	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
渡邊義昭	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
大田直樹	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎
足立由起夫	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎	◎

付表(続き):日東精工の役員(監査役は除く)の状況(2013年から2019年まで)

◎は常務, ○は取締役(●は社外)を示している。なお, 年は, 有価証券報告書ではなく, その年の3月の株主総会において役職に就任したことを意味している。

氏名	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
塩田展康	会長	会長					
材木正己	社長	社長	社長	社長	社長	社長	社長
今川和則	◎	◎	◎	◎	◎		
諏訪吉昭	○	○	○	○			
小林良朗	○	○	◎	◎	◎		
渡邊義昭	○	○	○	○			
大田直樹	○	○	○	○			
足立由起夫	○	○	○	○	◎		◎
村上正一	○	○	○	○	○	◎	◎
大塚芳邦	○	○	○	○	○	○	○
上嶋伸宏			○	○	○	○	○
澤井健				○	○	○	◎
山添重博					○	○	○
松本真一						○	○
荒賀誠						○	○
塩見満				●	●	●	●
平尾一之					●	●	●
勝見九重							●

付録：中期経営計画の推移（日東精工（2014，37頁）からの再掲）

1989年から1992年まで

GLORY21

熱く燃えよう日東人
 G-Glow with Nitto-Jin's Pride-
 精密技術の雄たろろ
 L-Leader of Precision Technique-
 創出しよう未来製品
 O-Original Development-
 目指そう国際企業
 R-Realizes Globalization
 打ち樹てよう 1000億円の金字塔
 Y-Yen 1000 Oku

1996年から1998年まで

DASH 60th

Dynamic ダイナミックな改革
 Active 積極的な行動
 Steady 堅実な計画
 Honest 誠実な態度

1999年

Sup キャンペーン

Sales up 受注・売上高の増加
 Speed up 業務の迅速化
 Shape up 筋肉体質づくり
 Skill up 技術・技能の向上
 Satisfaction up お客様満足度の向上

2000年から2002年まで

STEP21

Speed 行動の迅速化
 Technique 技術・技能の高度化
 Efficiency 業務の効率化
 Performance 成果の最大化

2003年から2005年まで

SCRUM2005

Specialty 高度な専門性
 Challenge 果敢な挑戦
 Revolution 大胆な改革
 Up 水準や能率の向上
 Move 積極的な行動

参考文献

浅田一成・山本零，2016，「企業の中期経営計画に関する特性及び株主価値との関連性について-中期経営計画データを用いた実証分析-」，『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）2016年5月号，67-78.

新井富雄，2019，「資本コスト推定の実際（その2）」，『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）2019年8月号，52-62.

砂川伸幸，2017，『コーポレート・ファイナンス入門<第2版>』日経文庫.

砂川伸幸・川北英隆・杉浦秀徳，2008，『日本企業のコーポレート・ファイナンス』日本経済新聞出版社.

砂川伸幸・島田敬・山口聖，2006，「バイアウトと現金保有」，『証券アナリストジャーナル』（日本証券アナリスト協会）2006年7月号，6-20.

伊丹敬之，2006，「利益率の格差分析とは」，伊丹敬之編著『日米企業の利益率格差』有斐閣，1-13.

伊藤邦雄，2017，「コーポレートガバナンス改革のPDCA」，『一橋ビジネスレビュー』（一橋大学イノベーション研究センター）第65巻3号（2017年冬号），8-31.

牛島辰男，2016，「日本企業は財務柔軟性を重視しているのか？：多角化企業の資本構造からの洞察」.

<http://www.rieti.go.jp/jp/projects/fcga2011/columns2/28.html>

- 太田珠美, 2017, 「2016年度の企業の資金調達動向」, 大和総研 (https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20170601_012035.html).
- 太田康広, 2018, 「任天堂が“窮地”を脱することができたワケ 利益剰余金とキャッシュの関係」, **PRESIDENT Online** (<http://president.jp/articles/-/23616>).
- 小佐野広・堀敬一, 2011, 「『メイン寄せ』による規律付けと実証分析」, 宮島英昭編著『日本の企業統治—その再設計と競争力の回復に向けて』東洋経済新報社, 73-103.
- 蒲田正樹, 2016, 『驚きの地方創生「京都・あやべスタイル」』扶桑社新書.
- 倉澤資成, 2019, 「資本コスト」, 『証券レビュー』(日本証券経済研究所) 第59巻第7号(2019年7月号), 61-75.
- 小林慶一郎, 2015, 「資本生産性の時代—バンク・ガバナンスからエクイティ・ガバナンスへ—」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2015年6月号, 6-16.
- 小峰隆夫, 2017, 『日本経済論講義』日経BP社.
- 齋藤達弘, 2010, 「ROE重視は誤解, 再論」, 『新潟大学経済論集』(新潟大学経済学会) 第88号, 95-110.
<http://dspace.lib.niigata-u.ac.jp/dspace/handle/10191/12627>
- 齋藤達弘, 2013, 「ペイアウト政策の理論的な考え方 儲かったら増配, 損したら減配は誤り」, 『新潟大学経済論集』(新潟大学経済学会) 第94号, 59-67.
<http://dspace.lib.niigata-u.ac.jp/dspace/handle/10191/21725>
- 齋藤達弘, 2014, 「一正蒲鉾株式会社の財務政策」, 『新潟大学経済論集』(新潟大学経済学会) 第96号, 157-170.
<http://dspace.lib.niigata-u.ac.jp/dspace/handle/10191/26721>
- 齋藤達弘, 2019, 「キャッシュ・フロー・ベータとアセット・ベータ, 資本コスト」, 『福知山公立大学研究紀要』(新潟大学経済学会) 第3巻第1号, 57-90.
https://fukuchiyama.repo.nii.ac.jp/index.php?action=pages_view_main&active_action=repository_view_main_item_snippet&index_id=59&pn=1&count=20&order=17&lang=japanese&page_id=13&block_id=21
- 佐々木隆文・佐々木寿記・胥鵬・花枝英樹, 2016, 「日本企業の現金保有と流動性管理:サーベイ調査による分析」, 『現代ファイナンス』(日本ファイナンス学会) No. 37, 19-48.
- 佐々木寿記, 2013, 「企業の現金保有とペイアウト政策の関係—リーマンショック前後でのわが国企業における変化—」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2013年6月号, 26-35.
- 佐々木寿記・鈴木健嗣・花枝英樹, 2015, 「企業の資本構成と資金調達—日本企業へのサーベイ調査による分析—」, 『経営財務研究』(日本経営財務研究学会) 第35巻第1・2合併号, 2-28.
- 佐々木寿記・花枝英樹, 2014, 「企業の成熟度と配当政策に実証分析—株式のシステムティックリスク, 利益剰余金比率が配当政策に与える影響—」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2014年3月号, 71-80.
- 鈴木健嗣, 2019, 「日本企業の資本政策について—望ましい現金保有, 株式発行, 配当, 自社株買いと—」, 『証券レビュー』(日本証券経済研究所) 第59巻第8号, 1-31.
- 鈴木裕, 2018, 「「資本コスト」とガバナンス・コード改訂」, 大和総研 (https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20180410_020043.html).
- 芹田敏夫・花枝英樹, 2015, 「サーベイ調査から見た日本企業の財務政策」, 『組織科学』(組織学会) Vol. 49 No. 1, 32-44.
- 手島直樹, 2015, 『ROEが奪う競争力』日本経済新聞出版社.

- 東京証券取引所, 2017, 『東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2017』東京証券取引所.
- 中井誠司・神山直樹, 2013, 「保有現金の価値評価: リーマンショック前後と日米欧比較」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2013年6月号, 17-25.
- 中嶋幹, 2013, 「コーポレートガバナンスと企業の現金保有」, 『証券アナリストジャーナル』(日本証券アナリスト協会) 2013年6月号, 36-46.
- 日東精工株式会社, 1988, 『日東精工 50年史』日東精工株式会社.
- 日東精工株式会社, 2014, 『日東精工株式会社近 25年の歩み: 1988→2013』日東精工株式会社.
- 野間幹晴・本多俊毅, 2005, 『コーポレート・ファイナンス入門』共立出版.
- 花枝英樹, 1995, 「資金調達手段としての転換社債・ワラント債の再検討」, 『成城大学経済研究』(成城大学経済学会) 第128号, 19-41.
- 花枝英樹・芹田敏夫, 2008, 「日本企業の配当政策・自社株買い-サーベイ・データによる検証-」『現代ファイナンス』(日本ファイナンス学会) No. 24, 129-160.
- 広田真人, 2004, 「“資金調達機能”なき株式市場の存在理由」, 『証券経済研究』(日本証券経済研究所) 第48号, 33-48.
- 広田真人, 2018, 「貯蓄から投資へ”運動への素朴な疑問」, 『証券経済研究』(日本証券経済研究所) 第101号, 93-100.
- 福田司文, 2011, 「企業の現金保有と企業価値の関係について」, 『流通科学大学論集-流通・経営編-』(流通科学大学) Vol. 24 No. 1, 3-23.
- 福田慎一, 2018, 「経済教室 企業行動は変えられるか ①」, 『日本経済新聞』2018年3月7日付(朝刊).
- 前田裕之, 2015, 『ドキュメント銀行 金融再編の20年史 1995-2015』ディスカヴァー・トゥエンティワン.
- 宮川壽夫, 2016, 『企業価値の秘密』中央経済社.
- 村上世彰, 2017, 『生涯投資家』文藝春秋.
- 山口聖・馬場大治, 2013, 「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」, 『経営財務研究』(日本経営財務研究学会) 第32巻第1・2合併号, 108-122.
- 吉井一洋, 2006, 「有報、決算短信でのROEの計算方法(確定版)」, 大和総研 (<http://www.dir.co.jp/souken/research/report/law-research/accounting/06052401accounting.pdf>).
- 吉川英徳, 2013, 「機関投資家に支持される株主還元の考え方」, 大和総研 (https://www.dir.co.jp/consulting/insight/management/20130206_006783.html).
- 吉村典久, 2011, 「執行役員制度 - 執行役員制度にまつわる予言は的中したのか?」, 『日本労働研究雑誌』(労働政策研究・研修機構) No. 609, 62-65.
- リクルートワークス研究所, 2018, 「第2特集 執行役員制度改革という新・人事課題」, 『Works』No. 47, 2018.
- 林原行雄, 2016, 「企業評価指標としてのROEの問題点とコンセッションへの示唆」, 『東洋大学 PPP 研究センター紀要』(東洋大学 PPP 研究センター) 第6号, e0602.
- Acharya, Viral V., Heitor Almeida, and Murillo Campello, 2007, Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies, *Journal of Financial Intermediation* 16, 515-554.
- Aktas, Nihat, Christodoulos Louca, and Dimitris Petmezas, 2019, CEO overconfidence and the value of corporate cash holdings, *Journal of Corporate Finance* 54, 85-106.
- Aoyagi, Chie, and Giovanni Ganelli, 2017, Unstash the cash! Corporate governance reform in Japan, *Journal of Banking and Financial Economics* 1(7), 51-69.
- Bernardo, Antonio E., Bhagwan Chowdhry, and Amit Goyal, 2012, Assessing Project Risk, *Journal of*

- Applied Corporate Finance* 24(3), 94–100.
- Boldrin, Michele, and David K. Levine, 2008, *Against Intellectual Monopoly* (Cambridge University Press, Cambridge, MT). (山形浩生・守岡桜訳, 2010, 『〈反〉知的独占 – 特許と著作権の経済学』NTT 出版)
- Brau, James C., and Stanley E. Fawcett, 2006, Initial public offerings: An analysis of theory and practice, *Journal of Finance* 61, 399–436.
- Brav, Alon, John R. Graham, Campbell R. Harvey, and Roni Michaely, 2005, Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics* 77, 483–527.
- Brealey, Richard A., Stewart C. Myers, and Franklin Allen, 2010, *Principles of Corporate Finance* 10/E (McGraw-Hill/Irwin, New York, NY). (藤井真理子・國枝繁樹監訳, 2014, 『コーポレート・ファイナンス 第10版上・下』日経 BP 社)
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, 2008, Corporate payout policy, *Foundations and Trends® in Finance* Vol. 3 Nos. 2–3, 95–287.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and René M. Stulz, 2006, Dividend policy and the earned/contributed capital mix: A test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics* 81, 227–254.
- Denis, David J, and Stephen B. McKeon, 2012, Debt financing and financial flexibility: Evidence from proactive leverage increases, *Review of Financial Studies* 26, 1897–1929.
- Diamond, Douglas W., 2015, Why Merton Miller remains misunderstood, *Chicago Booth Review*: <http://review.chicagobooth.edu/experts/douglas-w-diamond>, Jun 15 2015.
- Graham, John R., and Mark T. Leary, 2018, The Evolution of Corporate Cash, *Review of Financial Studies* 31, 4288–4344.
- Jensen, Michael C., 1986, Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76, 323–329.
- Kato, Kazuo, Meng Li, and Douglas J. Skinner, 2017, Is Japan really a “Buy”? The corporate governance, cash holdings and economic performance of Japanese companies, *Journal of Business Finance and Accounting* 44, 480–523.
- Marchica, Maria-Teresa and Roberto Mura, 2010, Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity, *Financial Management* Winter, 1339–1365.
- Mikkelson, Wayne H., and M. Megan Partch, 2003, Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 275–294.
- Milgrom, Paul, and John Roberts, 1992, *Economics, Organization and Management* (Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ). (奥野正寛・伊藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳, 1997, 『組織の経済学』NTT 出版)
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani, 1961, Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411–433.
- Nishina, Kazuhiko, 1994, A proposal of no cash dividend rule in Japan, *Applied Financial Economics* 4, 181–191.