

日本電産株式会社の財務諸表分析

—2006年3月期から2020年3月期までの長期時系列分析—

中田 義範

I. はじめに

本稿の対象は、日本電産株式会社（以下、傘下のグループ企業も含めて「日本電産」という）の連結財務諸表である。本稿の目的は、日本電産の財務的特徴とその背景にある経営的特徴を明らかにすることである。そのために2006年3月期から2020年3月期までの有価証券報告書をはじめ、日本電産が公表した財務情報や経営情報を用いる。

日本電産は、カリスマ経営者として著名な永守重信会長兼最高経営責任者（CEO）が1973年に創業した。創業時は社員4人の船出であったが、今やグループ従業員は11万人（2020年3月末）を数え、連結売上高1兆5,000億円超（2020年3月期）、株式時価総額7兆円超（2020年12月末）の、世界的なモーターメーカーに成長した。

日本電産は、自律成長とM&Aを車の両輪として企業規模を拡大させてきた。その背景には、強烈な個性と稀有な経営センスを有する永守会長のリーダーシップを挙げなければならない。「すぐやる、必ずやる、できるまでやる」というスローガンに代表される、永守会長の経営理念、いわゆる「永守イズム」が組織の隅々、社員ひとりひとりに広く浸透していることが同社の成長の定性的な要因のひとつである。

筆者は、この日本電産のある特徴に注目し

た。直近15年間で売上高は3倍近く、総資産は4倍近くに増大し、名実ともにグローバル企業となった。こうした拡大過程においても、同社は、収益力と財務基盤の安定性を持続しているという点である。その要因は果たしてどこにあるのであろうか。

上記の目的を達成するため、本稿では、同社の有価証券報告書の分析を基軸としつつ、他の参考文献も参照しながら、その財務的特徴と経営的特徴を検討する。具体的には、次のように構成される。

第II章では、日本電産の事業の概要を把握するとともに、財務ハイライトとして、主要な財務指標の推移を確認する。第III章では、分析結果を要約し、日本電産の財務的特徴を総括する。第IV章で同社の概況を確認したうえで、第V章と第VI章で財務的特徴とその背景にある経営的特徴の考察を行い、第VII章でまとめとして結論を述べる。

なお、本稿は、筆者が2020年に執筆した『LEC 会計大学院 専門職学位論文』の主要部分を編集するとともに、一部加筆したものである。

II. 事業の概要と財務ハイライト

本章では、日本電産の事業の概要と財務ハイライトを示す。第1節では事業の概要を、

第2節では財務ハイライトを述べる。

1. 事業の概要

日本電産 (Nidec) は世界屈指のモーターメーカーである。日本電産グループは、日本電産を頂点に、連結子会社 332 社および持分法適用関連会社 4 社を中心に構成されている。同社グループの事業は、「精密小型モータ」、

「車載」、「家電・商業・産業用」、「機器装置」、「電子・光学部品」、「その他」の6つの製品グループで構成されている (日本電産, 2020, p. 8)。各製品グループの概要は、表-1 のとおりである。同社では、上記6つの製品グループを、「精密小型モータ」、「車載」、「家電・商業・産業用」および「その他の製品」の4つの事業に大別している。

表-1 各製品グループの概要

製品グループ	売上高 (構成比) [2020年3月期]	主な製品
精密小型モータ	4,243億円 (28%)	パソコンやデータセンターで使用されるHDD用、スマートフォン・携帯電話用 (触覚デバイス)、ファンモータ、OA機器用、CD・DVD用
車載	3,332億円 (22%)	電動パワステ用、ブレーキ用、トラクション用、ポンプ用、先進運転支援システム向けセンサー
家電・商業・産業用	5,626億円 (37%)	洗濯機・エアコン用、エレベータ用、船舶用
機械装置	1,497億円 (10%)	産業用ロボット、ATMなどのカードリーダー、基板検査装置、プレス機器、減速機
電子・光学部品	604億円 (4%)	スイッチ、トリマ、センサー、カメラシャッター、手振れ補正装置
その他	45億円 (0%)	人材サービス、オルゴール関連商品

出典：日本電産の2020年3月期の有価証券報告書 (日本電産, 2020, p. 25)、株主通信⁽¹⁾、同社のウェブサイト⁽²⁾をもとに筆者作成

2. 財務ハイライト

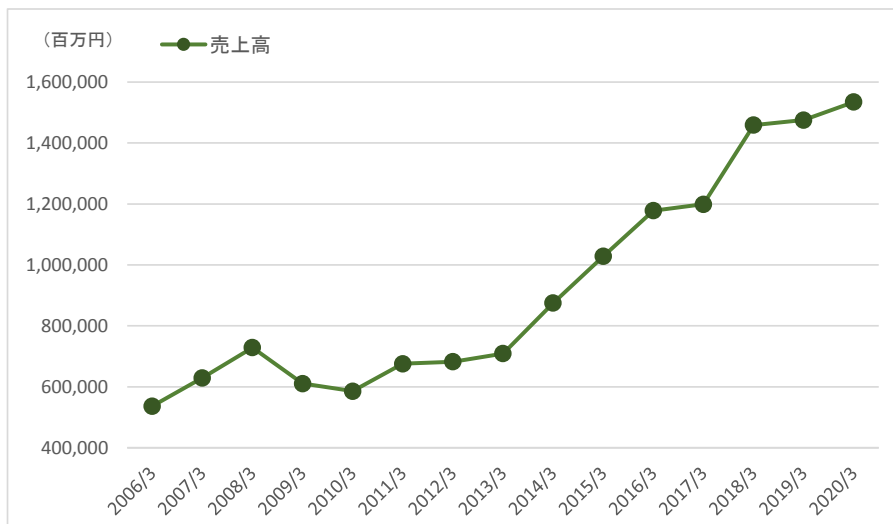
本節では、日本電産の財務ハイライトを概観する。日本電産は2006年3月期から2015年3月期までは米国会計基準 (USGAAP)、2016年3月期以降は、国際会計基準 (IFRS) に基づいて連結財務諸表を作成している⁽³⁾。なお、同社は企業結合に係る会計処理について、いったん暫定的な処理を実施した後に別途確定手続きを行っている⁽⁴⁾。このため、過年度の財務諸表が遡及して修正されること

がある。このため、本稿においては、現時点において把握し得る最新の決算数値を利用する。また、損益計算書上、非継続事業⁽⁵⁾に係る損益は区分表示されることから、売上高や各段階の損益は継続事業に係るものである。

(1) 売上高、営業利益および営業キャッシュフローの推移

日本電産の2006年3月期から2020年3月期までの売上高の推移を図-1に示す。

図-1 売上高の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

日本電産の売上高は分析期間を通じて増大基調で推移した。2006年3月期から2008年3月期にかけては、5,000億円超から7,000億円超に増大した。しかし、2009年3月期から2010年3月期までの期間はリーマン・ショックの影響もあり、売上高は6,000億円弱に減少した。その後2011年3月期以降は、積極的なM&Aの推進も寄与し、一貫して増大基調で推移している。2012年3月期には

7,000億円弱の水準であったが、2015年3月期に1兆円を超えた。国際会計基準(IFRS)で開示された2016年3月期以降も引き続き増大基調であり、2020年3月期には1兆5,000億円に達した。

次に、日本電産の2006年3月期から2020年3月期までの営業利益および営業キャッシュフロー（以下、「営業CF」という）の推移を図-2に示す。

図-2 営業利益と営業CFの推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

日本電産の営業利益は、分析期間を通じて増大基調で推移した。2006年3月期から2008年3月期にかけては500億円強から800億円弱まで増大した。2009年3月期は、リーマン・ショックの影響で500億円強まで減少したが、その後2010年3月期から2011年3月期にかけて900億円超まで増大した。しかし、2012年3月期以降は2期連続で減少し、2013年3月期には200億円弱まで落ち込んだ。その後、2014年3月期以降は急回復し、2015年3月期には1,000億円を超えた。国際会計基準（IFRS）で開示された2016年3月期以降も引き続き増大基調であり、2018年3月期には分析期間最高（過去最高）の1,700億円弱に達した。その後は反転減となり、2期連続減少した。

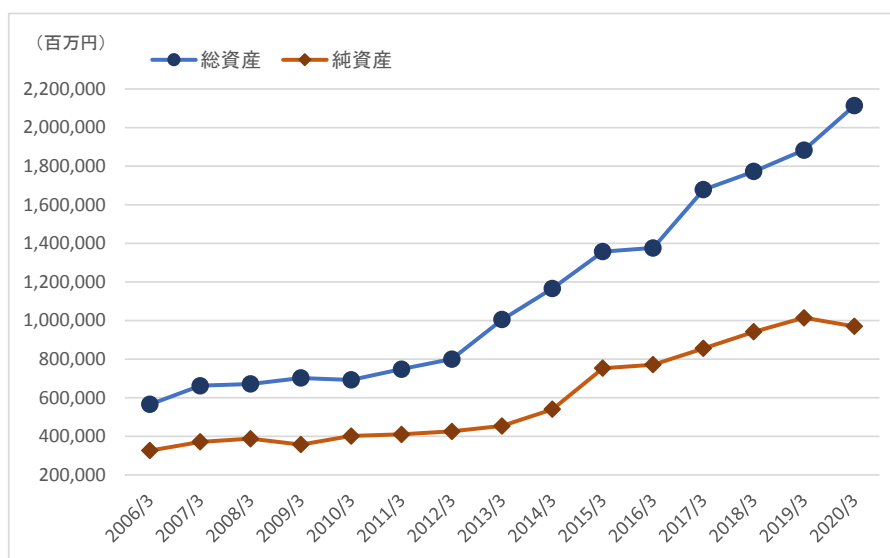
一方、日本電産の営業CFは、分析期間を

通じて増大基調で推移した。2006年3月期から2008年3月期にかけては、500億円台半ばから900億円台半ばまで増大した。2009年3月期以降は増減を繰り返す展開となり、2012年3月期は600億円弱、2013年3月期には1,100億円強、2015年3月期には900億円強となった。しかし、国際会計基準（IFRS）で開示された2016年3月期以降は増減こそあるものの安定的に1,000億円超で推移し、2018年3月期には分析期間中最高（過去最高）の1,700億円強に達した。その後もほぼ横ばいで推移した。

(2) 総資産と純資産の推移

日本電産の2006年3月期から2020年3月期までの総資産と純資産の推移を図-3に示す。

図-3 総資産と純資産の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

日本電産の総資産は、分析期間を通じて増大基調で推移した。分析期間中、2010年3月期を除いて前期比で増大が続いている。2006年3月期には約5,600億円であったが、2012年3月期には8,000億円を超えた。2013年3月期以降はM&Aの進展に伴い資産

規模の拡大傾向が加速した。国際会計基準（IFRS）で開示された2016年3月期以降もその傾向は続き、2020年3月期には2兆円に達している。

一方、日本電産の純資産は、分析期間を通じて増大傾向で推移した。2006年3月期に

は3,000億円超だったが、2010年3月期には4,000億円を超えた。2013年3月期以降はM&Aの進展に伴う資産規模の拡大と軌を一にして純資産の拡大傾向が加速した。2014年3月期には5,000億円、2015年3月期には7,000億円を超えた。国際会計基準(IFRS)で開示された2016年3月期以降もその傾向は続き、2019年3月期には初めて1兆円を超えた。

Ⅲ. 分析結果の要約と財務的特徴

本章では、3つの観点(収益性、安全性、

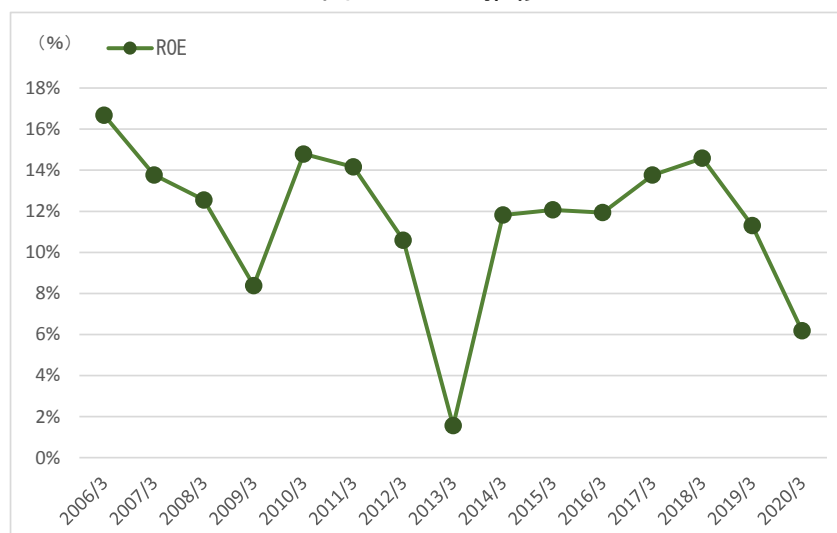
キャッシュフロー)で行った日本電産の財務諸表分析の結果を要約して述べるとともに、その財務的特徴を総括する。なお、分析に用いている各財務指標の意義と計算式は注記を参照されたい⁽⁶⁾。

1. 収益性の分析結果

(1) ROEと各構成要素の分析

ROE(自己資本純利益率)は2009年3月期、2013年3月期および2020年3月期を除いて、分析期間を通じて10%超の水準で推移していた(図-4参照)。

図-4 ROEの推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

各構成要素のうち、売上高純利益率は、2009年3月期、2013年3月期および2020年3月期を除き、分析期間を通じて6%から10%の間で推移していた。一方で、総資本回転率は2013年3月期以降の分析期間において概ね0.8回から0.9回の間で、財務レバレッジは2013年3月期、2014年3月期および2020年3月期を除き、分析期間を通じて概ね1.8倍から2.0倍の間で、それぞれ安定的に推移していた。

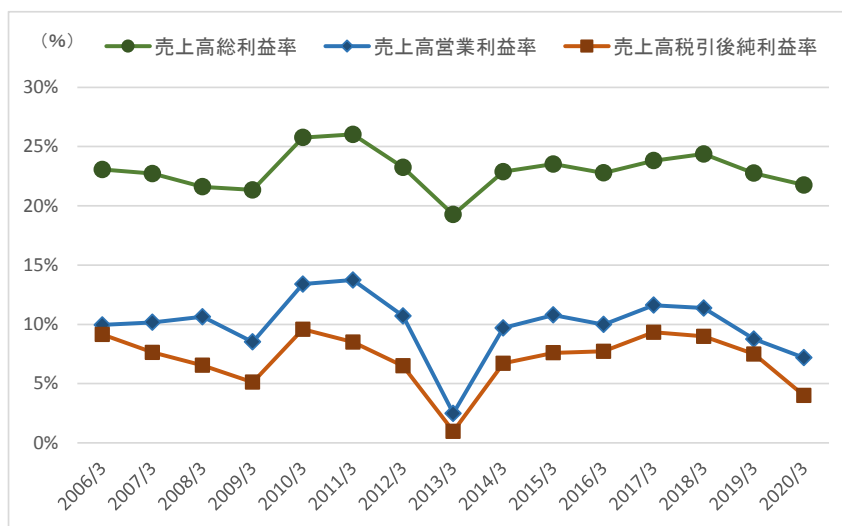
以上から、日本電産のROEは分析期間中の多くの決算期で10%超という高い水準を確保していたことが分かる。総資本回転率および財務レバレッジの安定的な推移を踏まえると、ROEが高い水準である要因は、売上高純利益率の高さにあるといえる。ただし、2020年3月期は、売上高純利益率の低下に伴ってROEも低下している点には留意が必要である。

(2) 利益率の分析

売上高総利益率（粗利率）は2013年3月期を除き、分析期間を通じて20%超で推移していた。売上高営業利益率は、2009年3月期、2013年3月期、2019年3月期および2020年3月期を除き、分析期間を通じて概

ね10%超で推移していた。売上高税引後純利益率は、2009年3月期、2013年3月期および2020年3月期を除き、分析期間を通じて6%から10%の間で推移していた（図-5参照）。

図-5 利益率の推移



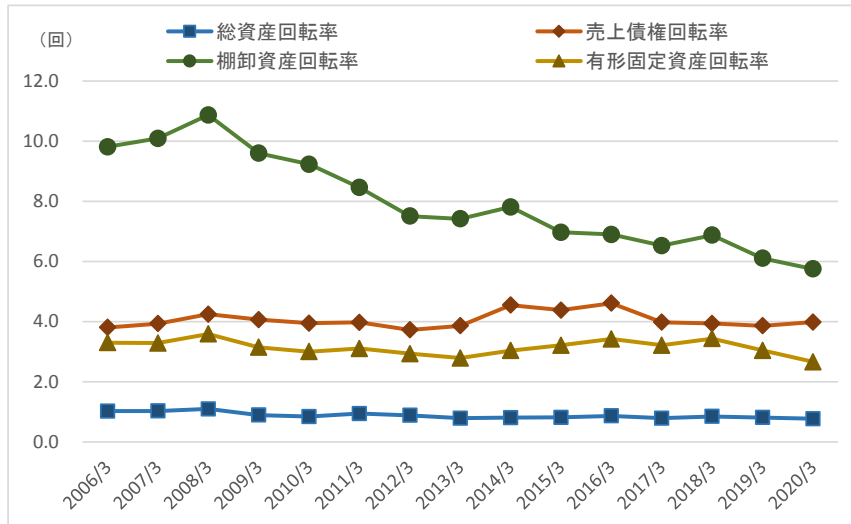
出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

以上から、日本電産の売上高総利益率と売上高営業利益率はともに安定的に推移しており、長期間にわたり一定の収益力を維持し続けてきたことが分かる。換言すると、売上原価や営業費用を一定水準で制御し続けているといえる。つまり、同社は一定の収益力を確保するためのコストコントロールを継続的に実現していることが示唆される。ただし、2020年3月期は、売上高営業利益率が7%台に落ち込んでおり、コストコントロールの先行きについては注視が必要である。

(3) 回転率の分析

総資産回転率は、2009年3月期以降、分析期間を通じて、概ね0.8回から0.9回の間で安定的に推移していた。売上債権回転率は、2014年3月期から2016年3月期を除き、分析期間を通じて4.0回前後で安定的に推移していた。棚卸資産回転率は、2006年3月期から2008年3月期を除き、分析期間を通じてほぼ一貫して下降基調で推移していた。有形固定資産回転率は、2013年3月期および2020年3月期を除き、分析期間を通じて概ね3.0回から3.5回の間で安定的に推移していた（図-6参照）。

図-6 回転率の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

以上から、日本電産の各回転率は棚卸資産回転率を除いて、一定の範囲内で安定的に推移していたことが確認された。棚卸資産回転率が分析期間を通じて下降基調であるのは、M&A を伴う企業規模の持続的な拡大により棚卸資産が増加しているためである。その間、売上高も一貫して増大基調にあることから、直ちに問題視する状況にはないといえる。

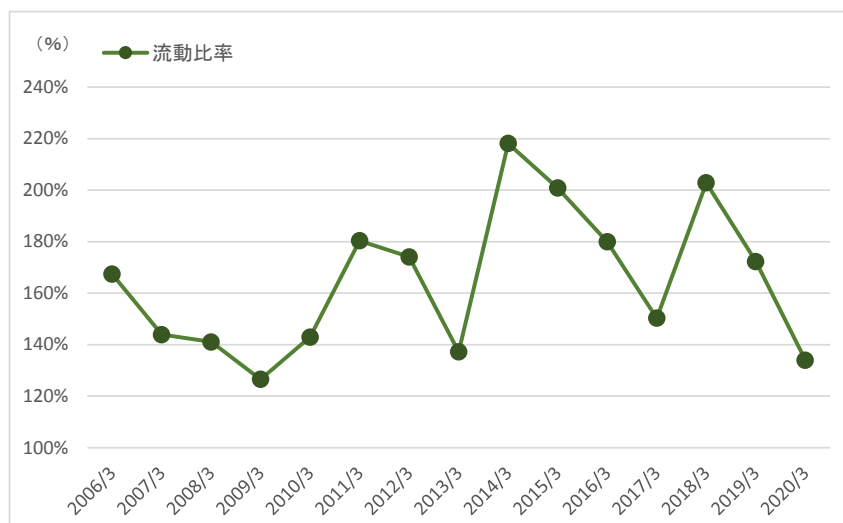
2. 安全性の分析結果

(1) 短期的な安全性の分析

手元流動性比率は、期間により変動はある

ものの、分析期間を通じて1カ月分を大きく超える水準で推移した。2011年3月以降は概ね2カ月分以上の手元流動性を確保していた。流動比率は、期間により変動はあるものの、分析期間を通じて100%を大きく超える水準で推移した。2014年3月期から2019年3月期までは150%超の水準を確保していた(図-7参照)。正味運転資本は分析期間を通じて増加基調で推移した。2006年3月期には1,000億円超の水準であったが、2014年3月期以降は概ね3,000億円超の水準で推移した。

図-7 流動比率の推移



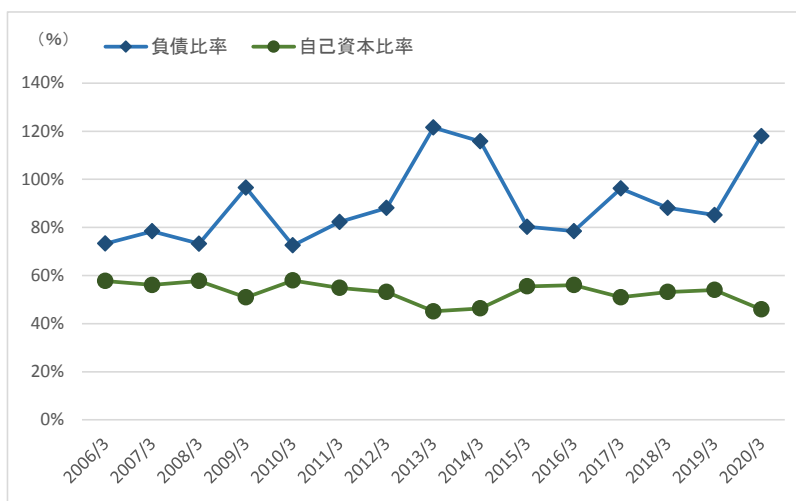
出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

日本電産は分析期間を通じて積極的に M&A を行い、業容を拡大してきた。そうした中で正味運転資本が増加することは自然な流れである。また、短期安全性の目安とされる、手元流動性比率1カ月分、流動比率 100%以上の水準を維持し続けていた。

(2) 長期的な安全性の分析

負債比率は 2013 年 3 月期、2014 年 3 月期および 2020 年 3 月期を除き、分析期間を通じて 100%を下回る水準で安定的に推移した。自己資本比率は 2013 年 3 月期、2014 年 3 月期および 2020 年 3 月期を除き、分析期間を通じて 50%から 60%の範囲で安定的に推移した (図-8 参照)。

図-8 負債比率と自己資本比率の推移

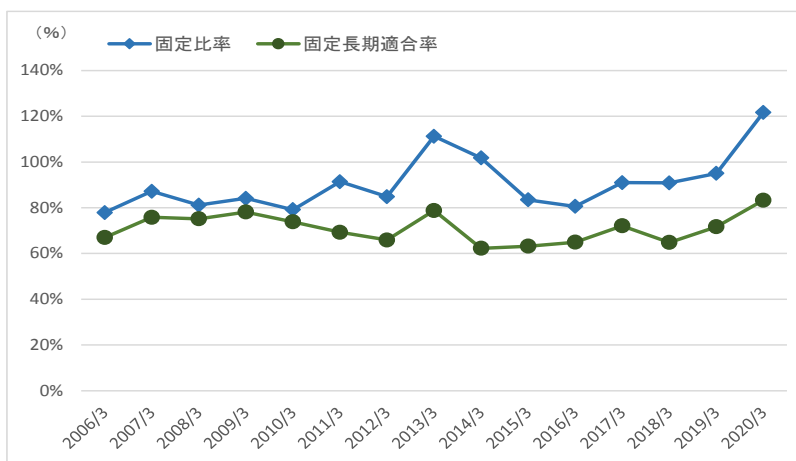


出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

また、固定比率は 2013 年 3 月期、2014 年 3 月期および 2020 年 3 月期を除き、分析期間を通じて 80%から 100%の範囲で安定的に推移した。固定長期適合率は、若干の変動は

あったものの、分析期間を通じて概ね 60%から 80%の範囲で安定的に推移した (図-9 参照)。

図-9 固定比率と固定長期適合率の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

日本電産は大規模な借入調達を行った一部期間を除き、分析期間を通じて、長期安全性（調達された総資本の内訳としての他人資本と自己資本との関係性の観点）の目安とされる、負債比率100%以下、自己資本比率50%以上の水準を維持してきた。また、長期安全性（固定資産に投下されている資金額とその調達源泉としての長期的な資本との関係性の観点）の目安とされる、固定比率100%以下、固定長期適合率100%以下の水準をそれぞれ維持し、かつ固定長期適合率は固定比率を一貫して下回っていた。

以上より、日本電産はM&Aを伴う企業規模拡大の中でも短期的な安全性と長期的な安全性の両方を確保し続けてきたといえる。ただし、2020年3月期は、短期安全性指標、長期安全性指標いずれも絶対値は懸念すべき水準ではないものの、悪化傾向にある点につい

ては留意が必要である。

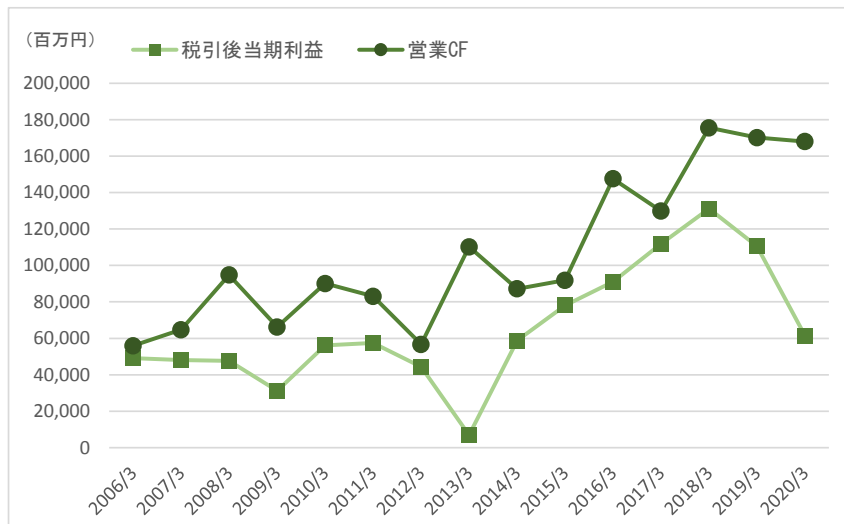
3. キャッシュフロー（CF）の分析結果

(1) 営業CFの分析

営業CFを、①利益の品質、②利益ポテンシャル、③キャッシュ・コンバージョン・サイクル（CCC）の観点から分析した。

1点目の利益の品質は、営業CFを税引後当期利益と比較することにより分析した。その結果、日本電産の営業CFは分析期間を通じて税引後当期利益の水準を一貫して上回っていることを確認した（図-10参照）。したがって、日本電産はCFの裏付けのある高品質の利益を継続的に確保しているといえる。また、直近2期の税引後当期利益は減少基調にあるのに対して、営業CFは1,700億円前後で推移しており、高いキャッシュ創出力を維持していることが分かる。

図-10 税引後当期利益と営業CFの推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

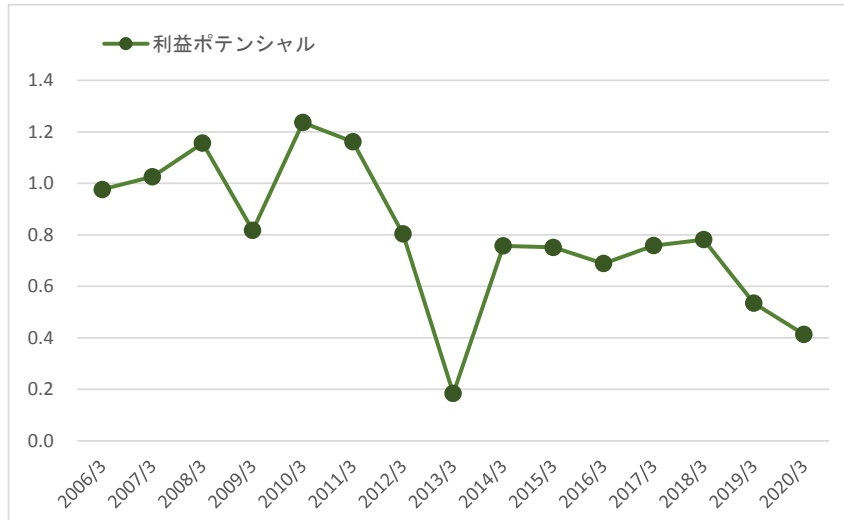
2点目の利益ポテンシャルは、棚卸資産のキャッシュ創出力を示すものである。その構成要素である売上原価営業利益率と棚卸資産回転数に分解して確認したところ、前者は一部決算期を除き概ね安定的に推移している一方、後者は、業容の拡大による在庫増加に伴

い、分析期間を通じて下降基調にあった。この結果、両指標を掛け合わせて算出される利益ポテンシャルは約0.8を中心線として推移していることが確認された（図-11参照）。利益ポテンシャルの推移は売上原価営業利益率の推移と相似形であり、日本電産が安定的

に一定の収益力を確保してきたといえる。ただし、直近は営業利益の水準が下降基調とな

っており、収益力はやや陰りが見られる状況となっている。

図-11 利益ポテンシャルの推移

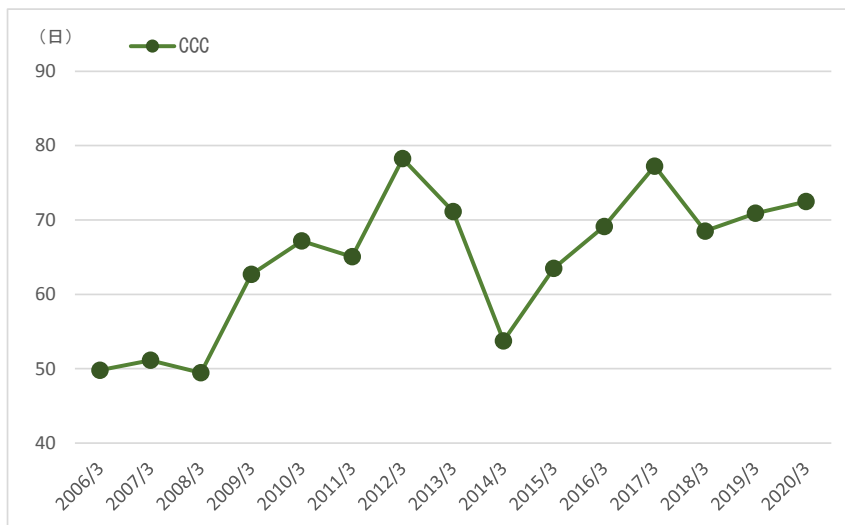


出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

3点目のCCCは、分析期間を通じて概ね伸長基調にあり、2006年3月期から2020年3月期にかけて20日強伸長した(図-12参照)。CCCの構成要素である各回転期間を概観すると、売上債権回転期間と仕入債務回転期間の差異は必ずしも大きくなく、棚卸資産回転期間の伸長がCCCの伸長につながっていると考えられる。棚卸資産回転日数の長期化は一般的には否定的に解されるが、棚卸資産は生産

販売活動の源泉であり過度の在庫削減は逆に危険である。日本電産の場合、棚卸資産の残高増加、回転日数の長期化は、M&Aを伴う企業規模の拡大によるところが大きい。先述のとおり、同社はCFの裏付けのある高品質の利益を継続的に確保しており、棚卸資産回転日数の長期化には留意が必要といえるが、安全性に懸念を有する状況ではないといえる。

図-12 CCCの推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

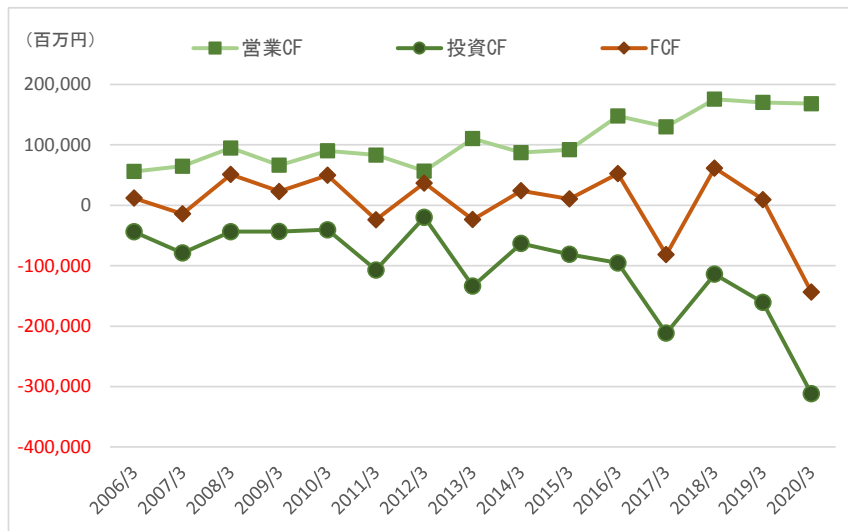
(2) 投資CFの分析

投資CFを、①営業CFとの関係性とFCFの推移、②投資効果の観点から分析した。

日本電産の投資CFは、M&Aによる業容の拡大に伴って、変動を伴いながらも分析期間を通じて減少基調（投資額の増大基調）で推移した。また、規模の大きなM&A等を実施した決算期（2007年3月期、2011年3月期、

2013年3月期、2017年3月期および2020年3月期）を除いて、投資CFは営業CFの範囲内で推移した。この結果、日本電産の単年度のFCFは当該期を除いてゼロから500億円程度範囲のプラス（黒字）で推移しており、同社の投資活動はM&Aを除けば基本的に営業CFの範囲内で実施されてきたといえる（図-13参照）。

図-13 営業CF、投資CFおよびFCFの推移

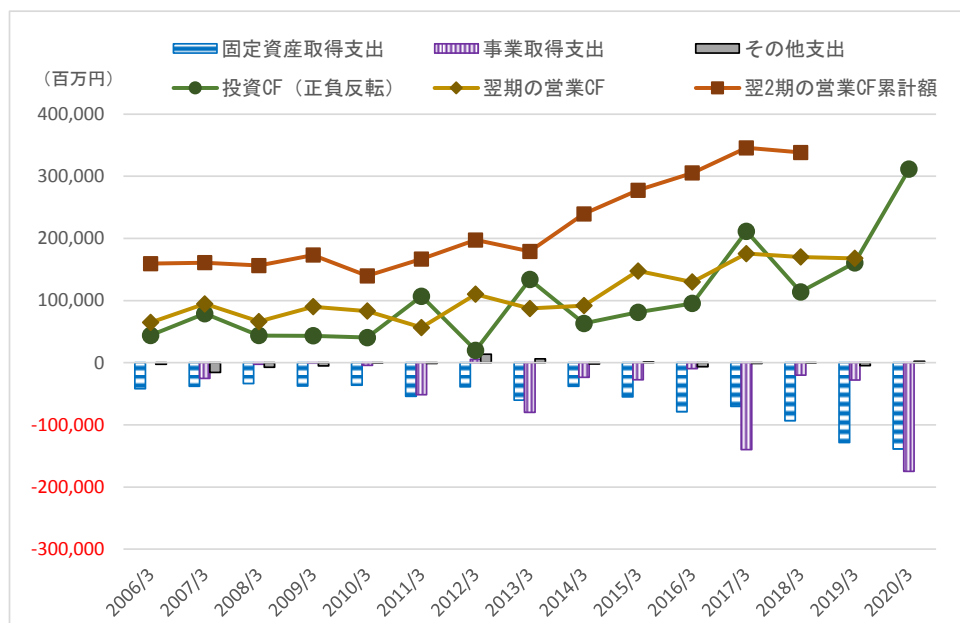


出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

次に、日本電産の投資活動の効果を投資CF（正負反転）と営業CFを比較することにより分析した⁽⁷⁾。投資CFと翌期の営業CF（絶対額）を比較すると、2011年3月期、2013年3月期および2017年3月期を除いて、翌期の営業CFが投資CFを上回る結果となった。翌期の営業CFが投資CFを下回っていた

上記3期についても、翌2期の営業CF累計額でみると投資CFを上回っていた。このことは、設備投資とM&Aを二本柱とする日本電産の投資は短期間でその効果を発現しており、かつその効果を持続しているものと解釈できる（図-14参照）。

図-14 投資 CF と営業 CF の長期間比較 (年度毎) ⁽⁸⁾



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

また、分析期間を 3 つに区分し ⁽⁹⁾、該当期間の投資 CF (正負反転) と営業 CF を比較した結果、営業 CF の累計額 (1 年後ずらし) が投資 CF の累計額を上回ることが確認された。設備投資 (固定資産取得支出)、M&A (事業取得支出) とともに年度毎の平均支出額 (キャッシュアウトフロー) は、期間の経過と

ともに増大しており、日本電産が規模の拡大に伴い設備投資も M&A も支出額を増大させる中で、その投資の有効性を維持していることを示している (表-2 参照)。以上から、日本電産は、投資活動の成果を短期間で効果を発現させており、またその投資効果を長期的かつ安定的に維持しているといえる。

表-2 営業 CF と投資 CF の長期間比較 (期間集約)

分析期間	投資 CF (正負反転)		営業 CF (1 年後ずらし)	
	対象決算期	CF 累計額	対象決算期	CF 累計額
①M&A 中小規模	2006/3～2010/3	250,521百万円	2007/3～2011/3	398,934百万円
②ビジョン 2015	2011/3～2015/3	405,122百万円	2012/3～2016/3	493,751百万円
③ビジョン 2020	2016/3～2019/3	581,612百万円	2017/3～2020/3	643,703百万円

分析期間	固定資産取得支出		事業取得支出	
	対象決算期	平均支出額	対象決算期	平均支出額
①M&A 中小規模	2006/3～2010/3	37,399百万円	2006/3～2010/3	6,619百万円
②ビジョン 2015	2011/3～2015/3	49,146百万円	2011/3～2015/3	35,394百万円
③ビジョン 2020	2016/3～2019/3	92,901百万円	2016/3～2019/3	49,318百万円

出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

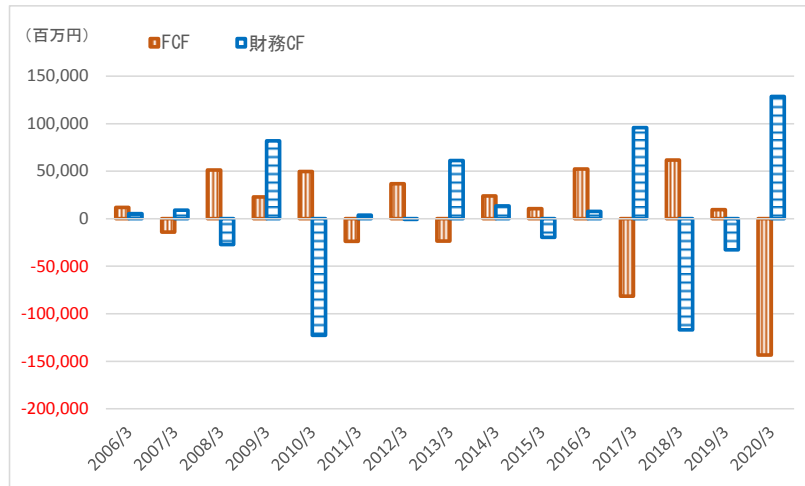
(3) 財務 CF の分析

財務 CF の分析を、①FCF との関係性、②財務活動の特徴、③期末現預金残高の推移の観点から行った。

FCF がマイナスの決算期には、新規借入等

により財務 CF はプラスとなっているが、他方、FCF がプラスの決算期については、必ずしもその挙動は一様ではなく、財務 CF がプラスの決算期とマイナスの決算期が混在していることが分かった（図-15 参照）。

図-15 FCF と財務 CF の推移

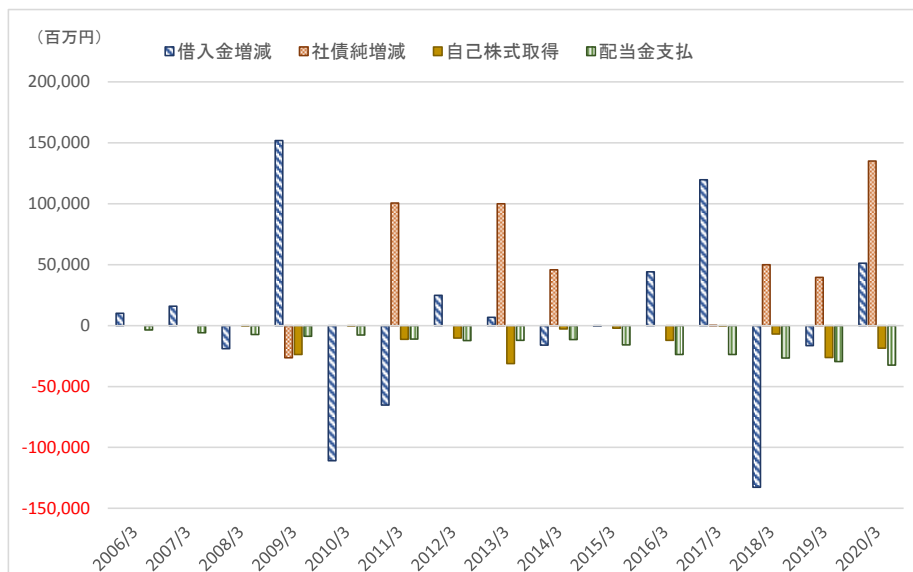


出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

日本電産のデットファイナンスは長短借入金の調達・返済、社債の新規発行・償還で構成されている。社債については、2010 年代以降積極的に発行しており、累計で約 6,500 億円の起債がある。また、株主還元（自己株式の取得と配当金支払い）も積極的に行われている。自己株式の取得は 2008 年 3 月期以

降継続的に実施されており、決算期により変動があるものの、最大で約 300 億円規模で取得している。また配当金の支払いは分析期間中継続的に行われており、その規模は一貫して増大基調で推移している。2020 年 3 月期は約 320 億円の支払いを実施している（図-16 参照）。

図-16 財務 CF の主な内訳の推移



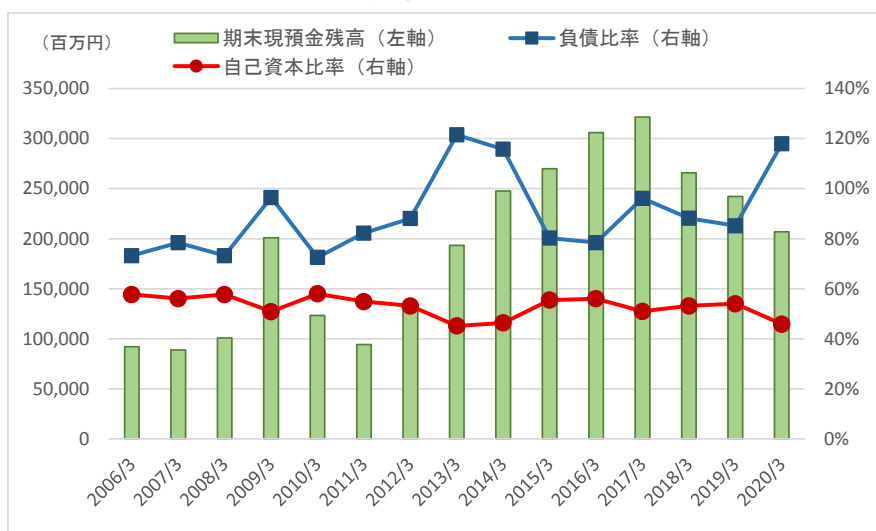
出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

日本電産の期末現預金残高（期末現金及び現金同等物残高）は、2006年3月期から2011年3月期までは、一時的な借入を行った2009年3月期を除き、1,000億円前後で推移していた。2012年3月期以降増大基調となり、2014年3月期には2,000億円を、2016年3月期には3,000億円を超えた。2018年3月期以降は減少基調となっているが、依然として2,000億円超の流動性を確保している。

同社の財務CFは決算期毎にかなり変動しており、表面的には不安定に見える。また、FCFと財務CFの関係性も一様ではないため、

安定性に係る関連指標をあわせて確認した。同社の期末現預金残高は増大基調で推移しており、直近では2,000億円を超える水準となっている。手元流動性比率も1カ月分を大幅に超える水準で推移しており、短期安全性に懸念はない状態である。また、負債比率は、分析期間を通じて概ね100%を下回る水準で安定的に推移、自己資本比率も概ね50%から60%の範囲で安定的に推移しており、長期安全性も懸念はない状態である。ただし、2020年3月期は借入金の増加や社債の新規発行により負債比率は上昇しており、今後の動向には留意が必要である（図-17参照）。

図-17 期末現預金残高、負債比率および自己資本比率の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

以上より、同社は、FCFは基本的に黒字基調を維持する中で、長短両面の安定的な財務基盤を背景に、自律的かつ機動的な財務活動を展開しているという評価ができよう。ただし、今後の動向に留意が必要な点もある。2020年3月期が代表例であるが、大規模なM&Aを実施した決算期にはFCFが大幅なマイナスとなり、これを補うためまとまった金額の追加借入れや起債を行っている。近年M&Aの規模が大きくなるにつれデットファイナンスの規模も拡大する傾向にあり、財務の安全

性とのバランスに配慮したCFマネジメントの戦略性が求められているといえよう。

4. 財務的特徴と注目点

これまでの分析から、日本電産の財務的特徴は、規模を拡大しながら、安定的な収益性と安全性を長期間にわたり確保し続けてきたことにあるといえる。そのポイントは、以下の3点に要約される。

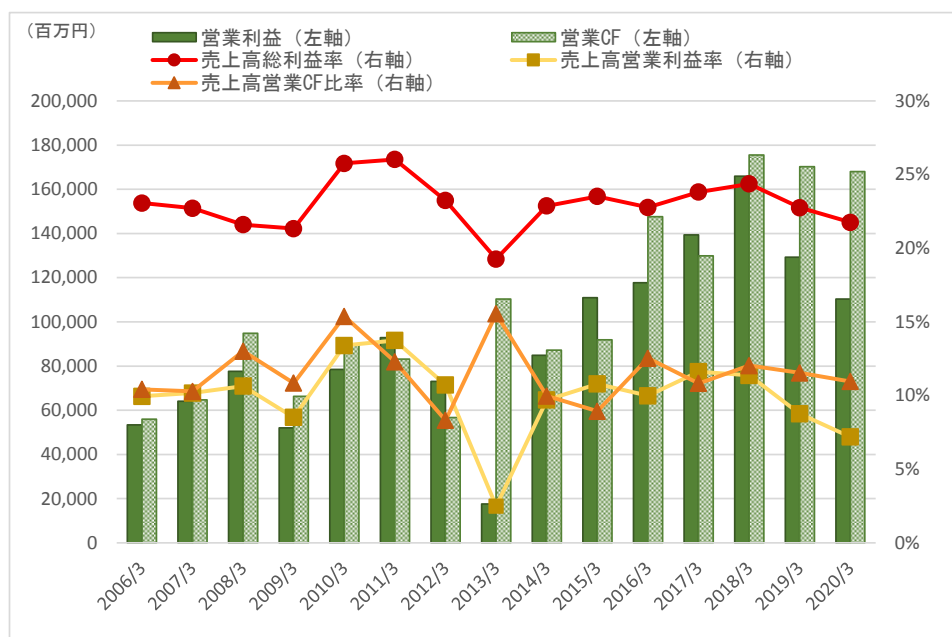
- ・売上高が一貫して増大基調にあり、その中で一定の収益力を安定的に維持し続けてきた。換言すると、コストを一定水準で制御し続けてきた。
- ・短期的な安全性と長期的な安全性の両方を確保し続けてきた。
- ・高品質のCFを安定的に確保し（営業CFの水準が税引後当期利益の水準を継続的に上回り）、効果的な投資活動、自律的かつ機動的な財務活動を展開してきた。

ただし、同社の直近2期の業績や財務内容は、その絶対的な水準は直ちに懸念あるものではないものの、過去の傾向や水準と比較すると、やや陰りが見られる状況にある。

収益面では営業利益（率）の水準が下落傾

向にあるが、その要因は直接的には将来を見据えて先手を打った結果である。具体的には、「国内外工場及び拠点の統廃合」（日本電産、2019, p. 22）の実施や、重点事業である車載事業に関連して「トラクションモータシステムの開発及び生産立ち上げに向けた先行投資」（日本電産、2020, p. 23）の実施などで、販売管理費や研究開発費が増加したことが背景にある。その成否は注視する必要があるが、企業の製品の競争力を示す売上高総利益率は安定的に20%超の水準を維持しており、収益基盤は依然として強固といえる。また、売上高に対する営業CFの割合（売上高営業CF比率）も概ね10%超で安定的に推移しており、本業のキャッシュ創出力も底堅いといえる（図-18参照）。

図-18 収益力とCFの推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

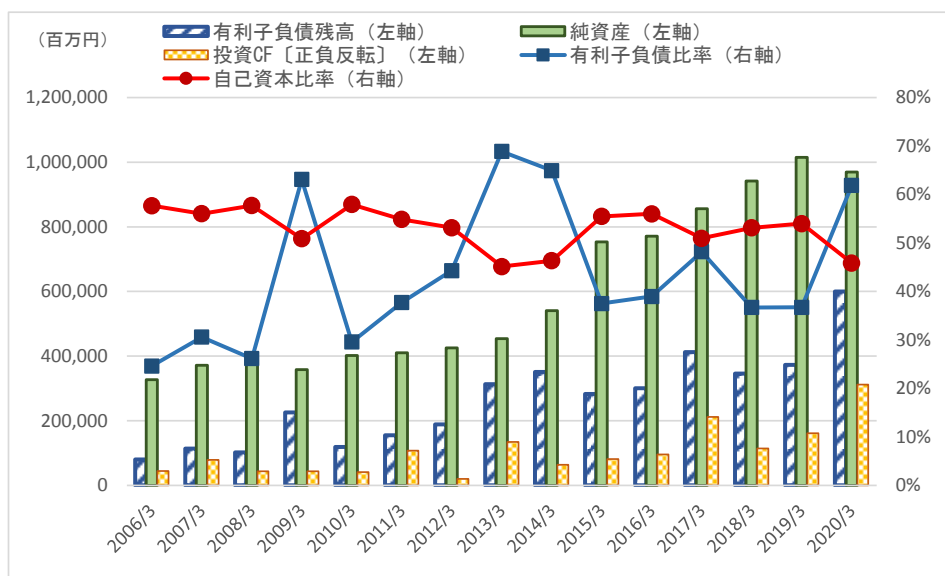
また、安全面では各指標が直近悪化傾向にあるが、その背景にはデットファイナンスの存在がある。同社は近年、M&Aを戦略的に積極化しており、その規模は増大傾向にある。投資規模が大きくなると、その資金調達のため

新規の借入れや社債発行を行うため、有利子負債比率（純資産に対する有利子負債の比率）が上昇する。2020年3月期はそれが顕著に表れており、自己資本比率の低下などにつながっている。しかし、過去を振り返ると、

大規模な投資を行った決算期にはデットファイナンスの影響で有利子負債比率は上昇（自己資本比率は低下）するが、その後借入金の返済や社債の償還を進め、有利子負債比率は低下（自己資本比率は上昇）するという経緯を辿っている。つまり、投資の拡大により財

務の安定性は一時的に後退するものの、比較的短期間で復元しているのである。直近の財務内容は踊り場的な状況にあるとはいえ、自己資本比率は依然として40%を超える水準にあり、財務の安全性もまだ余力があるといえる（図-19参照）。

図-19 財務内容の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

また、CF面では、近年M&Aや設備投資を積極化しているため投資規模は増大傾向にある。2020年3月期のように、その規模が特に大きい決算期ではFCFがマイナスとなることもある。しかし、先述のとおり、投資の源泉たる営業CFの水準は安定的に推移しており、直ちに問題が生じる状況にはない。同社はこれまで投資効果を短期間で発現させ、その効果を長期的かつ安定的に維持しており、直近の積極的な先行投資の成果を具現化できるかどうかは注目すべきポイントである。

このように、日本電産は、直近の業績や財務内容は踊り場的な状況ながら、長期的には高い収益性と財務的な安定性を維持し続けてきた。そして、それを自律成長とM&Aを車の両輪として企業規模を拡大させる中で実現していることが注目される。なぜ、企業規模が

拡大しても財務的な安定性を損なわず、成長し続けてきたのか。その背景を探るべく、これまでの分析で示唆される、「コストコントロール」と「M&A」の観点から、検討を進める。

IV. 日本電産の概況

前章で示した観点からの検討に入る前に、日本電産の概況を改めて確認しておきたい。

1. 事業ポートフォリオの転換

第II章第1節で述べたように、日本電産の現在の事業は、「精密小型モータ」、「車載」、「家電・商業・産業用」および「その他の製品」の4つに大別される。このうち「精密小

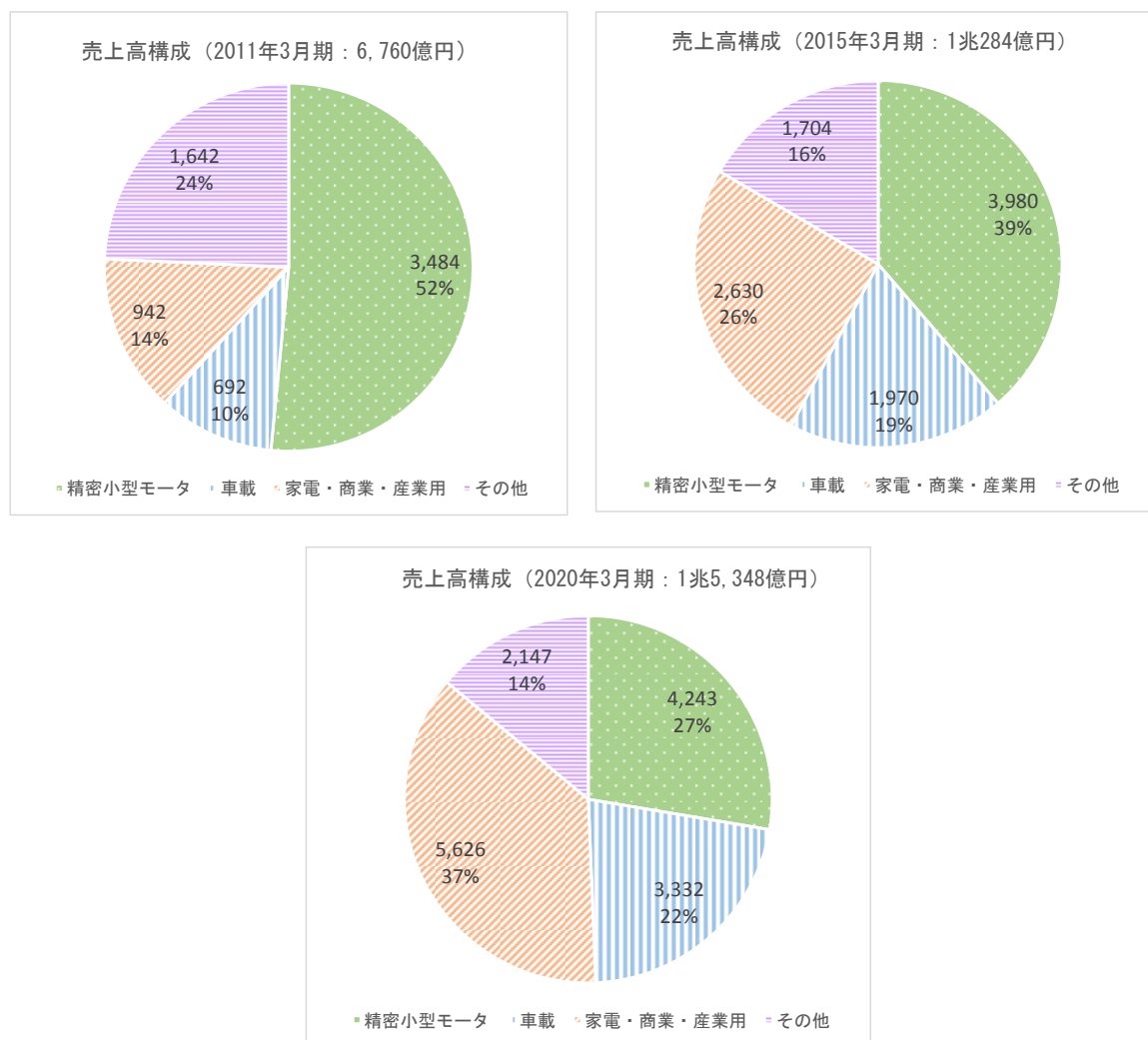
型モータ」事業は、創業以来の看板事業であり、ハード・ディスク・ドライブ（HDD）向けの精密モータが同社の主力製品であった。しかし、2000年代後半以降、PC用HDD向け精密モータ市場の成熟化が段階的に進んだ。こうした中、同社は、一段の成長を果たすべく、2010年4月に発表した中期戦略目標「ビジョン2015」⁽¹⁰⁾において、「精密小型モータ」中心の1本柱から、「車載」、「家電・商業・産業用」、「その他の製品」を加えた4本柱へと事業ポートフォリオを転換することを打ち出した。このうち、「車載」、「家電・商業・産業用」を重点2事業として、売上高を2015年度にそれぞれ3,000億円規模に拡

大することを標榜した。

この事業ポートフォリオの転換は2015年4月に公表した中期戦略目標「ビジョン2020」⁽¹¹⁾にも引き継がれている。同目標では、「精密小型モータ」、「車載」、「家電・商業・産業用」の各事業の売上高を2020年度に各6,000億円規模に拡大することを目指している。

同社が事業ポートフォリオの転換を明らかにして以降、売上高の構成は着実に変化している。ビジョン2015を公表した2011年3月期、ビジョン2020公表直前の2015年3月期、そして2020年3月期の事業別の売上高を図-20に示す。

図-20 事業別売上高の変遷



出典：日本電産の各3月期の決算説明会資料⁽¹²⁾をもとに筆者作成

上図を見ると日本電産の事業ポートフォリオの構成が大きく変わっていることが分かる。

「精密小型モータ」事業の売上高は、2011年3月期には全体の過半を占めていた。それが2015年3月期には約4割、2020年3月期には3割弱まで下降している（売上高の絶対額は約800億円増大）。一方で、「車載」事業の売上高は9年間で約2,600億円増大し、構成比は1割から2割へと上昇している。また、「家電・商業・産業用」事業は同期間で約4,700億円増大し、構成比は1割強から4割弱へと大幅に上昇している。

同社が戦略目標の中で重点2事業と位置付けている「車載」事業と「家電・商業・産業用」事業の伸長には、同社が2010年代に更に積極化したM&Aが大きく寄与している。こ

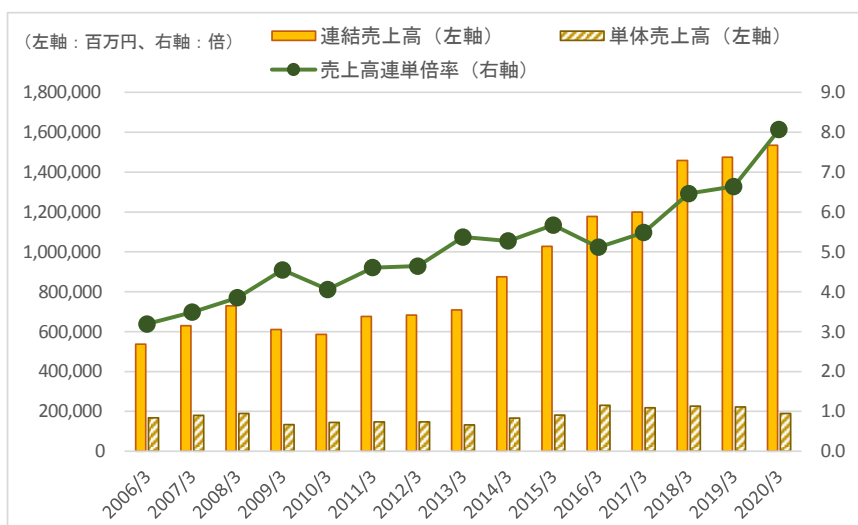
の点については、第VI章で詳述する。

日本電産はこの10年弱の間に売上高を2倍超に増大させているが、並行して事業ポートフォリオを大きく転換させてきた。そうした中でも一定の収益力を維持し続けていることは、更に注目される点といえよう。

2. グローバル経営の進展

日本電産は近年海外企業のM&Aを積極的に実施しており、グローバル経営が進展している。この日本電産の売上高の連単倍率（単体ベースの売上高に対する連結ベースの売上高の比率）は分析期間を通じてほぼ一貫して上昇傾向にある。同社の売上高の連単倍率の推移を図-21に示す。

図-21 売上高連単倍率の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

上図のとおり、日本電産の売上高の連単倍率は2006年3月期には3倍強であったが、2009年3月期には4倍超え、2013年3月期には5倍超え、2018年3月期には6倍超えとなり、2020年3月期には8.07倍と8倍を超えた。同社の単体売上高は分析期間を通じて約1.1倍（2006年3月期：約1,700億円→2020年3月期：約1,900億円）の増大で

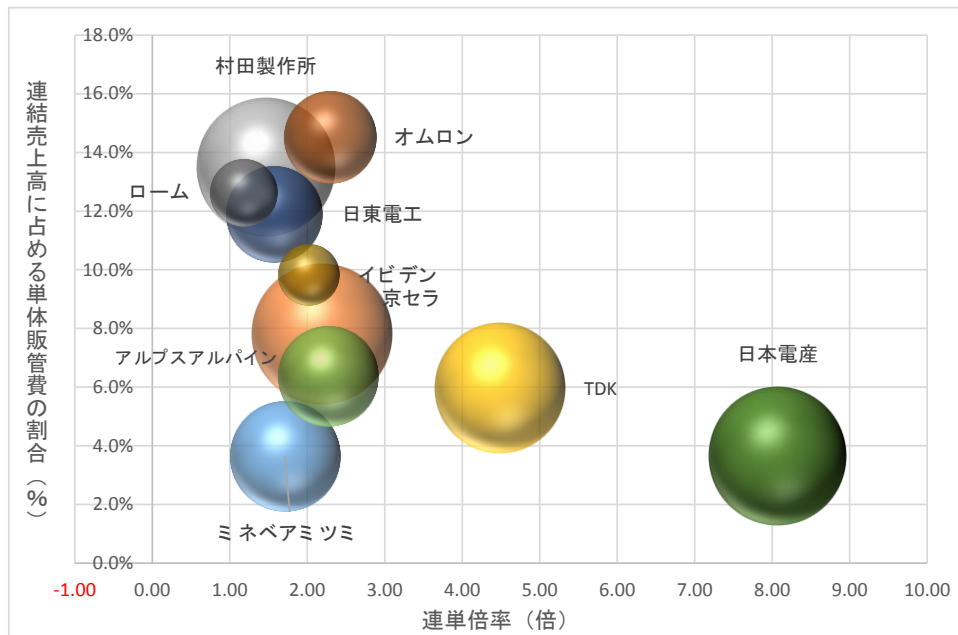
あったのに対して、連結売上高は約2.8倍（2006年3月期：約5,400億円→2020年3月期：約1兆5,300億円）の増大となった。連結売上高が単体売上高に比して大きく増大したのは、同社が2010年以降大規模なM&Aを実施したことが寄与している（第V章で詳述）。また、同社はM&Aを実施しても、被買収企業を「日本電産本体と合併しない」（田

村, 2013, pp. 173-174) 方針であることも影響していると考えられる。

連単倍率が大きくなる、すなわち親会社より子会社群の事業規模が大きくなると、「間接部門が各社で重複するため、(連結で見た)間接部門全体のコストが膨らむのではないか」、あるいは「研究開発費や設備などで二重投資が増えるのでは」(田村, 2013, p. 175)

との懸念が生じる。そこで、田村 (2013) の先行研究を参考に、連結売上高に占める単体販売管理費の割合を親会社の経営の効率性を示す指標と捉え、電子部品各社⁽¹³⁾の比較を試みた。売上高の連単倍率と当該割合の比較結果を図-22 に示す⁽¹⁴⁾。なお、下図の円の大きさは、各社の売上高規模を相対化したものである。

図-22 電子部品各社の売上高連単倍率と単体販売管理費の水準



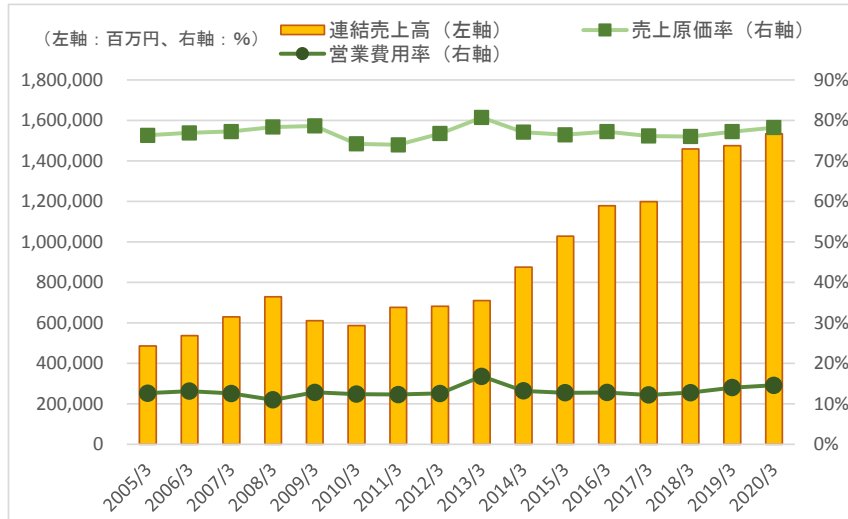
出典：日本電産を含む電子部品各社の2020年3月期の有価証券報告書⁽¹⁵⁾をもとに筆者作成

上図のとおり、日本電産は電子部品各社の中で連単倍率が最も高い一方、連結売上高に占める単体販売管理費の割合はミネベアミツミと並んで最低水準にある。この結果から、先述の懸念は日本電産には当たらないと判断できる。日本電産本体は、事業規模は決して大きくないが、コストを抑制した「小さな本社」を実現している。すなわち、日本電産は、「世界本社」(田村, 2013, p. 177)として、自身の経営効率を保ちつつグループ各社を一体的に経営し、全体としてのシナジー効果の発揮を企図しているといえる。

V. コストコントロール巧者としての日本電産

第II章において、日本電産が安定的に一定の収益性を確保してきたと述べたが、裏を返せば、同社は安定的にコストを一定水準に制御しているということである。本節ではこの点に着目して検討を進める。日本電産の2006年3月期から2020年3月期までの売上原価率および営業費用率の推移を図-23 に示す⁽¹⁶⁾。ここで、売上原価率とは売上高に対する売上原価の割合、営業費用率とは売上高に対する販売管理費および研究開発費の合計額の割合である。

図-23 売上高、売上原価率および営業費用率の推移



出典：日本電産の各期の有価証券報告書をもとに筆者作成

上記図表のとおり、日本電産の連結売上高は分析期間中に約 2.8 倍に増大（2006 年 3 月期：約 5,400 億円→2020 年 3 月期：約 1 兆 5,300 億円）している。他方、売上原価率と営業費用率は視覚的にも明らかなように、ほぼ一定水準を保っている。すなわち、売上原価率は約 77%、営業費用率は約 13%を中心線とする上下数ポイントの小幅な変動で安定的に推移しているのである。企業規模がこれほど拡大している中で、なぜコストコントロールが実現できているのか、本章ではこの点に焦点を当てて分析を行う。

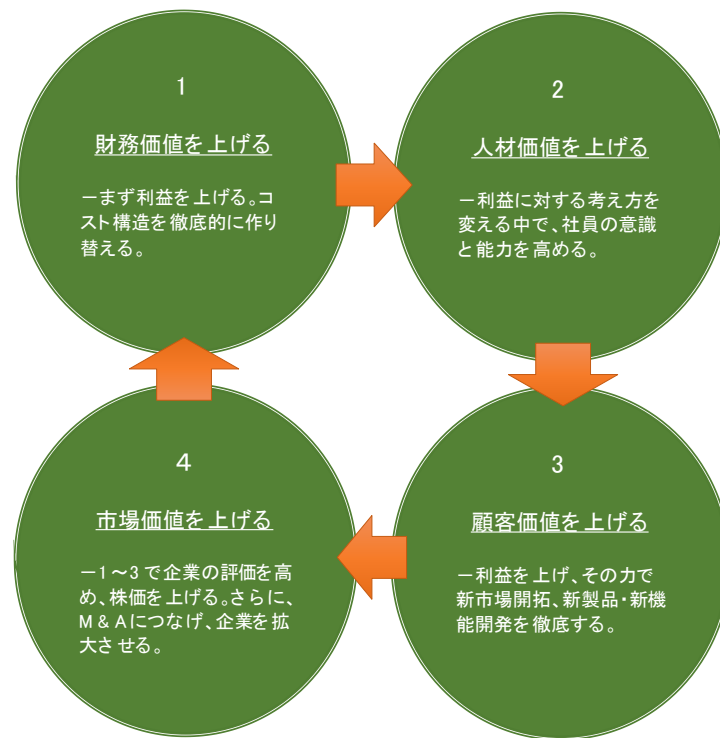
1. 企業風土

日本電産は、「情熱・熱意・執念」、「すぐやる、かならずやる、できるまでやる」、「知

的ハードワーキング」を「3 大精神」に掲げており、「経営、働くということに関して何よりも夢中になること、情熱を捧げることが重要という考え」に基づき経営されてきた（村田＝久納，2018，p. 140）。

こうしたマインドを基礎に、日本電産の創業者である永守重信会長兼最高経営責任者（CEO）は、「企業の成長の第一歩は利益」であり、「まず最初に利益を上げることこそ大事なのである」（田村，2012a，p. 77）と述べ、利益最重視の経営を実践してきた。なぜ利益を最重視するかといえば、利益を上げることが価値創造の連鎖の起点となるからである。価値連鎖とは永守氏の経営概念である。価値創造連鎖の概念図を図-24 に示す。

図-24 価値創造連鎖の概念図



出典：田村（2013, p. 45）をもとに筆者作成

価値創造連鎖とは次の手順による企業価値向上のプロセスをいう。第一に、利益を上げることにより、「財務価値」を向上させる。第二に、コストや利益などへの社員の意識や士気を高めることにより、「人材価値」を向上させる。第三に、新製品・新技術をより安価に提供し、あるいは新市場の顧客に製品を提供することにより、「顧客価値」を向上させる。これらのステップを経て、株式市場での評価が高まり、M&A もしやすくなり、よりよい人材も、低いコストの資金も集まりやすくなる。つまり、「市場価値」が向上する（田村, 2012a, p. 76-77）。一連の価値創造の循環が次の利益をもたらす。ゆえに、起点となる利益獲得を最重視するのである。

会社として利益を追求するうえで、日本電産では、無駄なコストを徹底的に削減する「行動規範」（吉松, 2019a, p. 123）が社員の間根付いている。それが、「3Q6S」である。「3Q6S」は、「グループの憲法」（吉松,

2019, p. 129）とも、「経営の精神的なバックボーン」（田村, 2013, p. 93）とも評されている。「3Q」とは、社員の質、製品の質、会社の質のことである。また、「6S」とは、整理、整頓、清掃、清潔、作法、躰のことである⁽¹⁷⁾。永守氏は、「工場やオフィスで工具や物品の置き場を整理したり、作業や業務の手順を決めて遵守したり、6Sを徹底すればムダな作業がなくなり、3つのQが高まる」、「6Sの意識を常に持っていれば、仕事の中でのムダが誰にも分かり、その排除に自然に取り組むようになる」と述べている（田村, 2013, p. 94）。利益重視の経営理念が具現化されたものと考えられるのが、「Kプロ」、「Mプロ」と呼ばれるコスト削減活動である。

「Kプロ」とは「経費削減プロジェクト」のことで、主に再建型 M&A（経営不振企業を買収し、短期間で再生を図る）で買収した企業に採用された手法である。「人件費、材料費、外注費を除く、事務用品費、光熱費、出

張費、物流費、交際費などをゼロから見直す。しかも、売上高1億円当たり500万円という枠を設け、削りに削っていく」(田村, 2013, p. 60) という取組みである。

また、「M プロ」とは「購買費削減プロジェクト」のことで、Mは「(資材、部品などの調達先に)まけてもらう」をもじった名前といわれる(田村, 2013, p. 66)。「複数使っていた調達先を絞り込んで購入価格を下げたり、より低い価格の資材を探して調達先を切り替えたり」、「設計や生産方法を見直し、より少ない部材で製造できるようにする」(田村, 2012b, p. 65)、調達改革の取組みである。

「3Q6S」や「K プロ」、「M プロ」は、『ムダが見える化』することで、『なぜムダが発生するのか』、『どうすればいいか』を常に考えさせる仕組み」(田村, 2012b, p. 66) である。経営者だけでなく各社員が「コスト、利益意識を強く持ち」、日常の活動の中で「上の水準を目指す努力を繰り返す」(田村, 2012b, p. 66) ことを意図している。社員自身が、『何としても利益を上げる』という高い士気を保ち、「自らコスト削減に知恵を絞り、実行する」ことができれば、「その効果

も継続性も向上する」(田村, 2013, pp. 69-70) ののである。

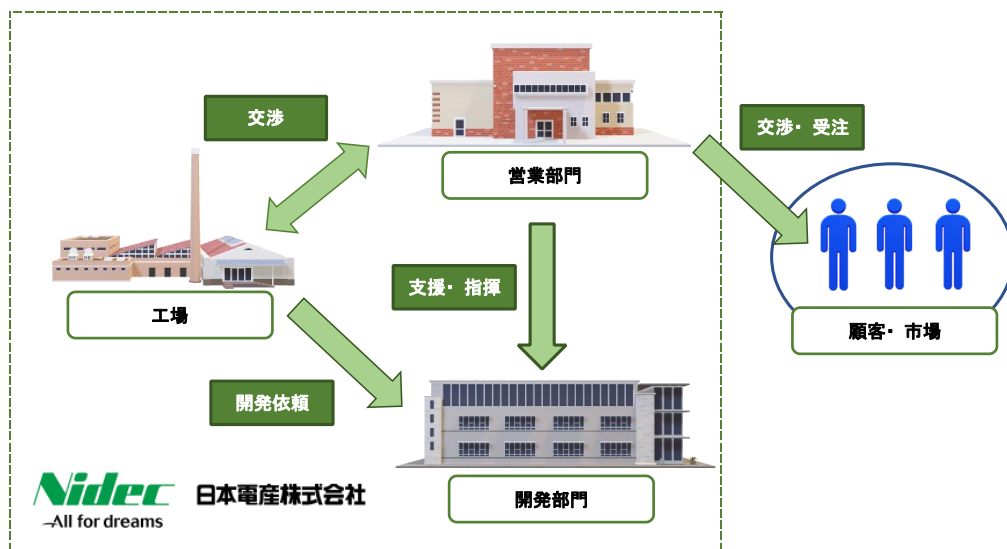
このように、日本電産では、利益重視の経営理念が社員まで浸透し、その理念を具現化する取組みが日々の業務に根付いていることが安定的な収益力を生んでいるといえるだろう。

2. 組織

前項で、日本電産には利益重視の経営理念を社員まで浸透させる企業風土が根付いており、そのことが同社の安定的な収益力を生み出す背景にあると述べた。本項では、収益力確保に寄与していると考えられる、同社独自の経営組織である「事業所制」について述べる。

「事業所制」とは、「採算管理の単位を工場に置きながら、関連する営業部隊を本社直属にした」組織である。「価格、納期、仕様といった顧客の要求や変更要請に関して、営業が中心となって工場や開発部門と調整しながら応えていく」(田村, 2013, p. 90) 仕組みである。事業所制の概念を図示したものを図-25に示す。

図-25 事業所制の概念図



出典：田村 (2013, p. 92) をもとに筆者作成

事業所制の仕組みについて、田村（2013）は次のように概説している。

顧客の生産計画や価格に対する要望を聞く営業が工場と交渉し、価格を決める。工場は利益責任を負っているため利益を出せる価格で作る必要があるが、市場価格を重視せざるを得ず、コストダウンを工夫し続けなければならない。また、開発部門に開発費を支払って委託する形を取ることで、ムダな開発を防ぐ。市場の論理（営業）と会社の論理（工場）を折り合わせながら確実に利益を出す仕組みと言える。

（田村，2013，p. 92）

事業所制の最大の特徴は、「工場がコストセンターではなく『プロフィットセンター』である」（川勝，2016，p. 205）ことである。営業が獲得してきた案件を受注するかどうかは、「工場が営業と相談して決める」（川勝，2016，p. 205）。ここで肝なのが、工場がプロフィットセンターであるという点である。工場は収益目標を課せられており、内部的にコストの多寡だけで受注の是非を判断することはない。原材料をいくらで調達するかなど、生産コストをできる限り市場価格に沿うよう工夫するだけでなく、製品をいくらで販売するかも営業部門と擦り合わせて、受注するかどうかを決定する。このように、事業所制は、「工場を内向きにしないで、顧客（市場）のほうに向かわせ、増産で利益を出そうとする作用が働く」（川勝，2016，p. 205）仕組みである。

一方、営業部門に課せられた目標は「売上高と市場シェアの極大化」（川勝，2016，p. 205）である。営業部門は、工場の収益目標の達成に寄与する案件を獲得すればするほど、自らの目標である売上高も伸びるため、工場が受注しやすい案件を増やそうというイ

ンセンティブが働く。このように、事業所制は、工場と営業部門がワンチームで目標達成に向けて協働しやすい仕組みといえるだろう。

また、開発部門は、工場と営業部門が決定した受注案件に基づいて稼得される売上高から充当されるロイヤルティで所要コストを賄う。ここでも、売上高増大に資するヒット製品を出せば出すほど、開発部門に充当されるロイヤルティ額は増えるため、市場に受け入れられる製品を生み出そうというインセンティブが働く。開発部門も、「内に閉じこもらず、顧客（市場）のほうを向き、市場のニーズやウォンツを探って、競合よりも競争力のある差別化商品を出そうとする」（川勝，2016，p. 206）のである。

このように、「事業所制」は、工場、営業部門および開発部門が、売上高増大と収益向上という全社共通の目標を達成するために、部門間で自律的に連動する「非常に優れたマネジメント手法」（川勝，2016，p. 206）である。日本電産は、収益重視の経営理念を具現化する組織体制が備わっており、かつその組織が自律的（オーガニック）に機能してきたからこそ、安定的な業績を継続的に収めてきたと考えられる。

3. 実行力

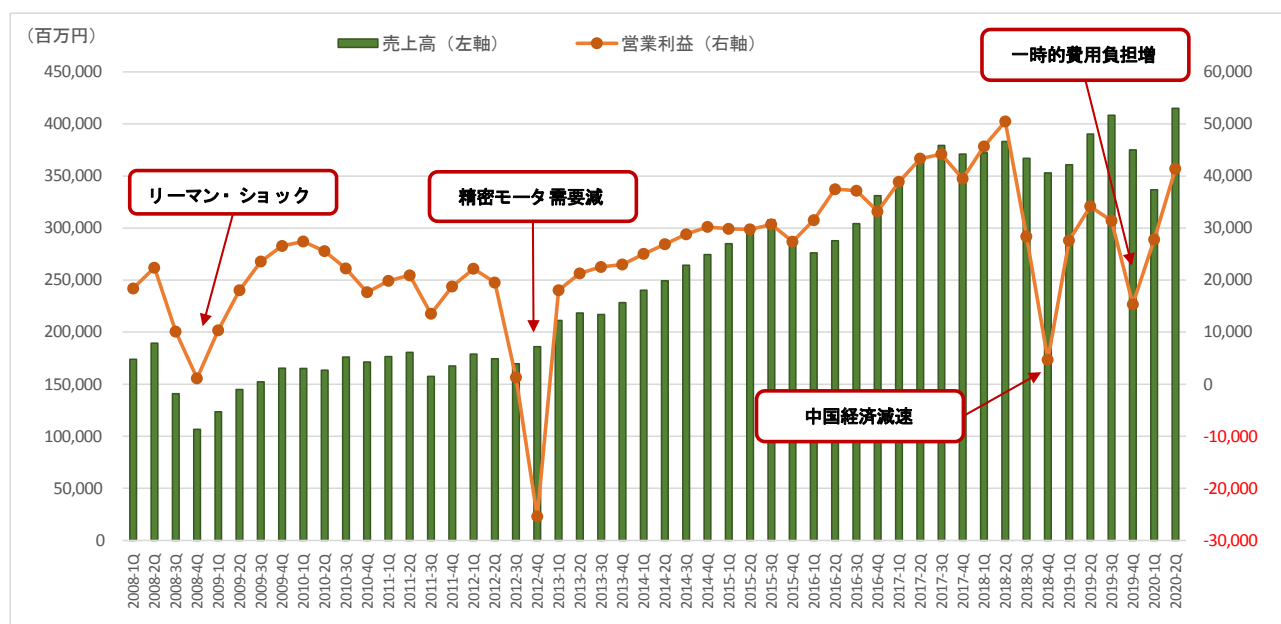
日本電産は分析期間を通じ全体として安定的な業績を示してきたことはこれまでに何度も指摘しているところである。そうした中、同社は何度か業績悪化（大幅な減益）に直面している。業績悪化といっても通期で最終赤字となった決算期はないが、利益重視で、増収増益基調の続く同社にとっては、減益は経営上の大きなターニングポイントであるといえる。

このターニングポイントとなった決算期としては、2009年3月期、2013年3月期、2019年3月期および2020年3月期が挙げら

れる。2009年3月期はリーマン・ショック、2013年3月期は精密小型モータの急激な需要減少、2019年3月期は中国経済の一時的な減速、2020年3月期は車載事業に係る先行投資の実施や買収に係る一時費用の増加等を受けて、それぞれ前期比大幅な減益となっている。当該決算期は営業利益段階で大幅な

減益であるが（2009年3月期：33%減、2013年3月期：76%減、2019年3月期：22%減、2020年3月期：15%減）、四半毎決算ベースで見ると、当該期の落ち込みが顕著なことが分かる。四半期決算ベースの売上高と営業利益の推移を図-26に示す。

図-26 四半期決算ベースの売上高と営業利益の推移



出典：日本電産の連結決算補足資料⁽¹⁸⁾をもとに筆者作成

上図のとおり、リーマン・ショックの際は2008年第3四半期から第4四半期にかけて、精密モータの需要減の際は2012年度第3四半期から第4四半期にかけて、中国経済減速の際は2018年度第3四半期から第4四半期にかけて、先行投資・買収費用負担増の際は2019年度第3四半期から第4四半期にかけて、営業利益が大きく落ち込んでいることが分かる（2012年度第4四半期は営業赤字に転落している）。

この4度の業績悪化局面において共通するのは、業績が底を打ってから短期間で回復（いわゆるV字回復）を果たしているという点である。いずれのケースでも業績の底を記録した四半期の翌期には営業利益を大幅に改

善させている。この背景には、危機時に発動される「WPR」と呼ばれる日本電産特有の社内プロジェクトの存在がある。

<リーマン・ショック時>

2009年3月期のリーマン・ショックの際は「WPR1」プロジェクトが発足した。WPRとは「ダブル・プロフィット・レシオ（W Profit Ratio）」の略称で、利益率倍増を意味する。リーマン・ショックという未曾有の危機を逆に収益構造改革のチャンス到来と捉え、「売上高が半減しても黒字を確保すること」、「売上高がピーク時の水準に回復した時に営業利益率を2倍にする（売上高がピーク時の75%の水準に回復した時にピーク時

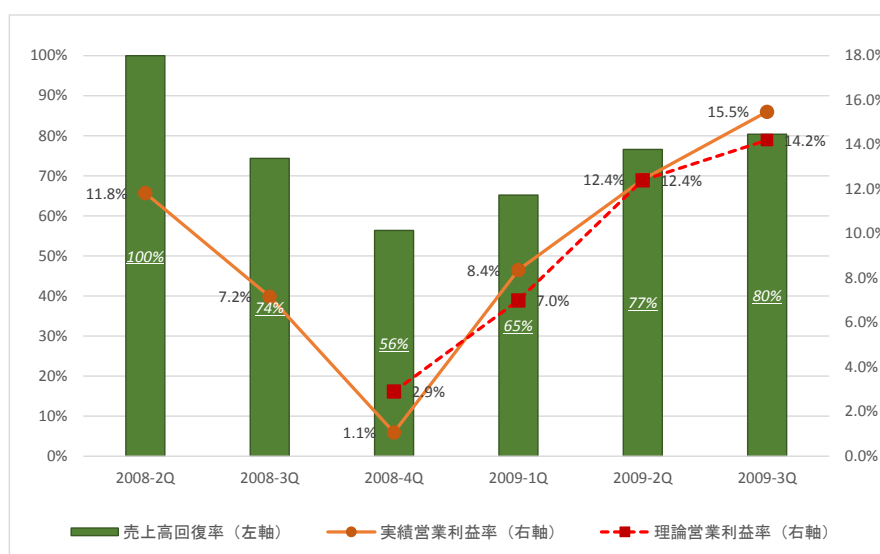
の営業利益率を達成する)」(吉松, 2019a, p. 122) ことを目指した。

この目標達成のため、第1項で述べた同社の行動規範である「3Q6S」が社員に徹底されるとともに、「全員参加による改善のアイデアやアイテム出し」が奨励された(吉松, 2019a, p. 123)。

2008年度第4四半期に1,000億円強まで落ち込んだ売上高は2009年度に入ると回復

基調に転じ、「固定費の構造改革や変動費削減が奏功」(吉松, 2019a, p. 123) し、営業利益率は第1四半期から第3四半期までWPR1の目標水準を達成、2009年度通期(2010年3月期)には営業利益の過去最高(当時)を更新した。日本電産は、「一見達成不可能」(吉松, 2019a, p. 122)と思われた短期間での収益回復を達成したのである。WPR1の進捗状況を図-27に示す⁽¹⁹⁾。

図-27 WPR1の進捗状況



出典：日本電産の連結決算補足資料⁽²⁰⁾および吉松(2019b)をもとに筆者作成

<精密モータ需要減少時>

2013年3月期に同社の主力製品である精密小型モータや電子工学部品の需要低迷に見舞われた際は、「WPR2」プロジェクトが発足した。「WPR1」と同じ「WPR」を冠しているが、「WPR2」ではWPRとは「ワールドクラス・パフォーマンス・レシオ(World-class Performance Ratios)」の略称で、世界水準の業績達成目標を意味する。長く主力事業の座を占めた精密モータ事業の需要低迷に直面したことを踏まえ、「ビジネスポートフォリオの転換と拡大を推進」することを通じ、「収益構造改革を断行(連結営業利益率15%)」し、あわせて「キャッシュ創出力の

強化による財務体質の改善(CCC改善と資本的支出管理強化によるFCFの極大化)」(吉松, 2019a, p. 124)を目指した。

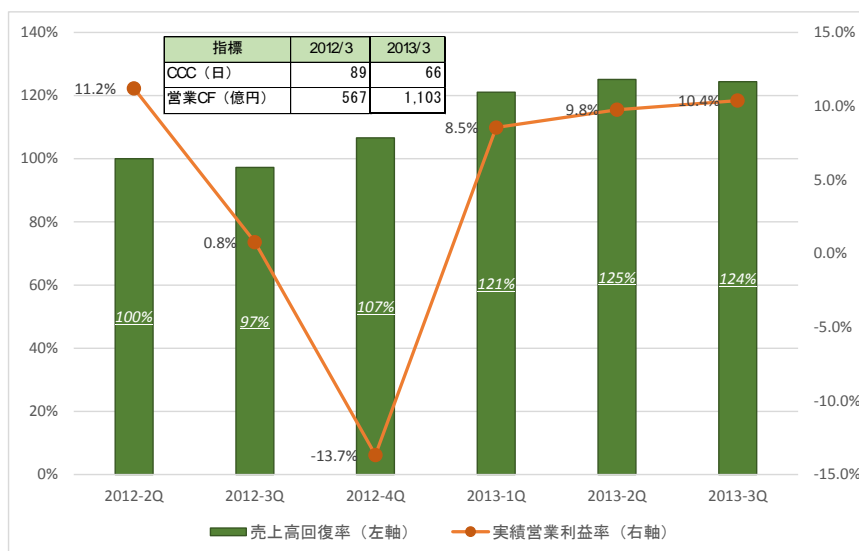
この目標達成のため、「WPR1 未経験の欧米人幹部や従業員にも行動規範としての3Q6Sの浸透を図り、全員参加による改善のアイデアやアイテム出しと聖域なき経費削減や改善提案が奨励」(吉松, 2019a, p. 125)された。また、WPR2 遂行にあたり、グループの経営資源を最大限活用し、企業価値を向上させるための独自手法である「ASSETアプローチ」⁽²¹⁾が採用された。同アプローチは、四半期毎の需要減少と利益率低下の実績を踏まえてシミュレーションを実施のうえ、売上高(販

売数量)に応じた目標利益率を設定し、各種改善施策を実行し、収益構造改革の実現を図る(吉松, 2019a, p. 125) というものである。

2012年度第4四半期は過剰在庫の評価減を行うなど構造改革費用を計上した結果、営業赤字に転落した。しかし、同時に進めたキャッシュ創出力の強化が奏功し、構造改革途

上の2013年3月期決算では、CCCの大幅短縮を実現するとともに営業CFは過去最高(当時)の1,100億円強を記録した。また、赤字に転落した営業損益は「設備能力と棚卸資産レベルの最適化」(吉松, 2019a, p. 125)が寄与し、2013年度に入るとV字回復を果たした。WPR2の進捗状況を図-28に示す⁽²²⁾。

図-28 WPR2の進捗状況



出典：日本電産の連結決算補足資料⁽²³⁾および吉松(2019a)をもとに筆者作成

<中国経済減速時>

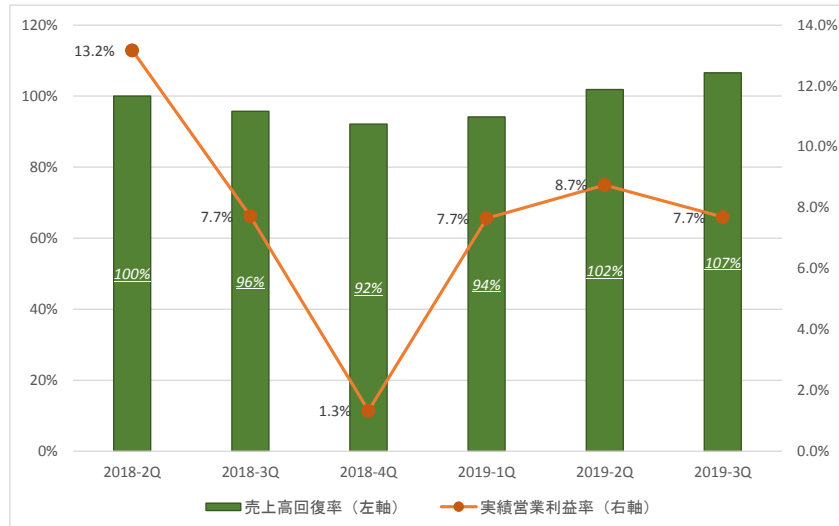
2019年3月期に中国経済の減速による顧客の需要減や大規模な在庫調整に直面した際には、「WPR3」プロジェクトが発足した。

第IV章で述べたとおり、日本電産は事業ポートフォリオの転換を進めているが、その過程で事業のグローバル化も一段と進んでいるため、世界経済の動向は同社の業績に大きな影響を与える。米中貿易摩擦に端を発し、2018年度下半期に顕在化した中国市場の急

激な需要減を踏まえ、市場環境の変化を先取りして構造改革を進めることを目指した。

具体的には、工場の統廃合を含む製造ラインの再編、旧式の在庫の廃却を進めるとともに、購入品コストの更なる低減や支出の徹底抑制を図った。この結果、2018年度第4四半期は営業利益率1.3%と落ち込んだものの、2019年度第1四半期には反転回復を果たした。WPR3の進捗状況を図-29に示す。

図-29 WRP3 の進捗状況



出典：日本電産の連結決算補足資料⁽²⁴⁾をもとに筆者作成

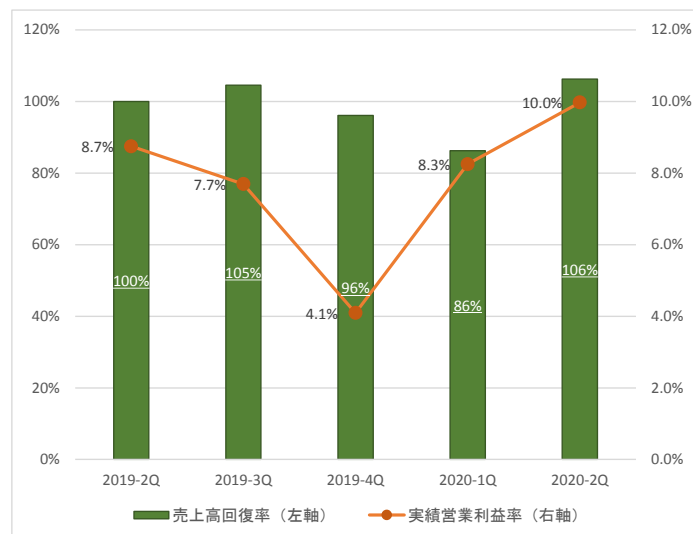
＜先行投資・買収費用負担増時＞

2020年3月期に、車載事業に係る先行投資の実施、買収に係る一時費用の増加等の影響で収益力の低下に直面した際には、「WPR4」プロジェクトが発足した。折しも新型コロナウイルス感染症 (COVID-19) の世界的流行という未曾有の危機で世界経済の減速や企業業績の悪化が顕在化するタイミングと重なった。

こうした先行き不透明な状況下で、同社は原点回帰とも言うべき原価改善活動を徹底した。購買方法の見直しや生産拠点の集約のほ

か、電気の使用削減など細かなコスト改善活動にも取り組んだ⁽²⁵⁾。この結果、2020年度第1四半期は、世界的な自動車生産の急激な落ち込みのあおりを受けた車載事業を中心に減収となる中、2019年度第4四半期に4.1%に落ち込んだ営業利益率を反転回復させている。さらに、2020年度第2四半期は、サプライチェーンの見直しなどを通じた「徹底した原価改善及び固定費適正化」の実行により⁽²⁶⁾、営業利益率は2桁 (10.0%) を回復した。WPR4の進捗状況を図-30に示す。

図-30 WPR4 の進捗状況



出典：日本電産の連結決算補足資料⁽²⁷⁾をもとに筆者作成

ここまで、ターニングポイントとなったと考えられる決算期における日本電産の取組みを概観した。上述の4つのケースでは、日本電産の、①ピンチをチャンスに変えようとする「積極性」、②経営上のリスクを早期に検知し先手を打つ「先見性」、③「構造改革」と自ら謳うように、危機前の原状復帰を目指すのではなく、一段のステップアップを目指す「革新性」、そして、④短期的に結果を出す「スピード経営」、が共通して確認された。市場環境や業績の悪化局面で、スピード感をもって回復・成長軌道に乗せる実行力、すなわち「危機バネ」の強さが、日本電産の長期的な安定性を支えているといえる。

VI. M&A 巧者としての日本電産

日本電産は、世界中に連結子会社 332 社、持分法適用会社 4 社（2020 年 3 月末）を擁するグローバル企業となっている。この成長を支えたのが M&A（合併・買収）である。同社自身、「『自律成長』と『M&A』の両輪で」⁽²⁸⁾ 成長を果たしてきたと明言している。同社は、1973 年の創業以来、国内外で 66 件（2020 年 3 月末時点）の M&A を手掛けているが、「そのすべてを成功に導いてきた」⁽²⁹⁾ と述べている。M&A に失敗しないのはなぜか、本節では、同社の安定的な成長を支えてきた要因の 1 つである M&A の特徴を検討する。

1. M&A の位置付け

日本電産の M&A は、「『回るもの、動くもの』に特化し、技術・販路を育てるために、『時間を買う』という考えに基づき、より強力な企業体をつくるために」⁽³⁰⁾ 行われている。つまりスピード感のある成長のために、既存事業との関連性の高い事業を持つ企業を買収しているということである。また、同社は、

M&A において、「既存事業とのシナジー効果を重視」⁽³¹⁾ している。第IV章で同社が事業ポートフォリオの転換を進めていることを指摘したが、これと並行して、既存のグループ企業と買収した企業を一体的に経営する「グローバル一体経営」を志向している。買収対象企業の経営健全化・成長促進は然ることながら、グループ企業同士の横の連携を強め、既存事業の更なる発展を目指している。部品調達の一元化による調達コストの削減や新分野での技術開発や販路拡大など、協働領域は多岐に亘る。

日本電産の M&A の成功の秘訣として 3 つのポイントが挙げられている⁽³²⁾。1 点目は、「適正価格による買収」である。同社は、「高値掴みは絶対に避ける」姿勢を貫いている⁽³³⁾。買収対象の企業（事業）価値に見合わない高値での買収は、将来ののれんの減損リスクを高めることになるためである。

2 点目は、「シナジーを生み出す案件の選定」である。同社は、買収検討の初期段階でシナジーの見積もりを行うという。シナジーには売上増加とコスト削減の両面の効果がある。前者の例としては「クロスセル」が挙げられる。顧客基盤の異なる企業を買収すれば、その企業の持つ製品を既存のグループ会社の顧客に展開することができる。また、事業ポートフォリオが広がり、これまで扱っていなかった製品を提案できるようになる。後者の例としては「調達コストの削減」が挙げられる、グループ参画によりグローバルベースでの大量調達が可能となり、被買収企業は以前よりも有利な条件で原材料などを調達することが可能になる。

そして最後の 3 点目が買収後の統合プロセスを意味する「PMI」（Post Merger Integration）である。同社自身、「M&A の成否を決めるのは PMI」であり、「成功要因の 10% が買収に向けた実行プロセス、残りの

90%が買収後のPMIという比重」と述べている。また、「M&A 成立後の統合プロセスをいかにうまく進めるか、いかにスピーディーに進めるかが、M&A の成功のカギを握っている」とも指摘し、PMI の重要性を強調している。このPMIについては、後段の第3項で詳述する。

2. M&Aの変遷と特徴

日本電産は創業以来60件を超えるM&Aに取り組んできたと述べたが、本稿の分析期間とほぼ重なる2005年度より前と後ではその傾向は異なる。

2005年度以前は、「主力の精密モータ事業を補完する目的で、経営不振の国内企業を買収する『再建型』」で、買収金額も1件あたり数十億円規模の小規模のものが中心であった。1996年度のトーソク（現・日本電産トーソク）、1997年度のリード（現・日本電産リード）や2003年度の三協精機製作所（現・日本電産サンキョー）などが代表例である。他方、2006年度以降は、「事業ポートフォリオを転換する目的で、車載や家電・商業・産業用事業関連の優良な海外企業を買収する『再編型』」で、買収金額が1件あたり数百～1,000億円超の大規模なものも登場している。2013年度のイタリア・アンサルド社、米国・アプトロン社、米国・キネテック社、2017年度の米国・エマソン社、2019年

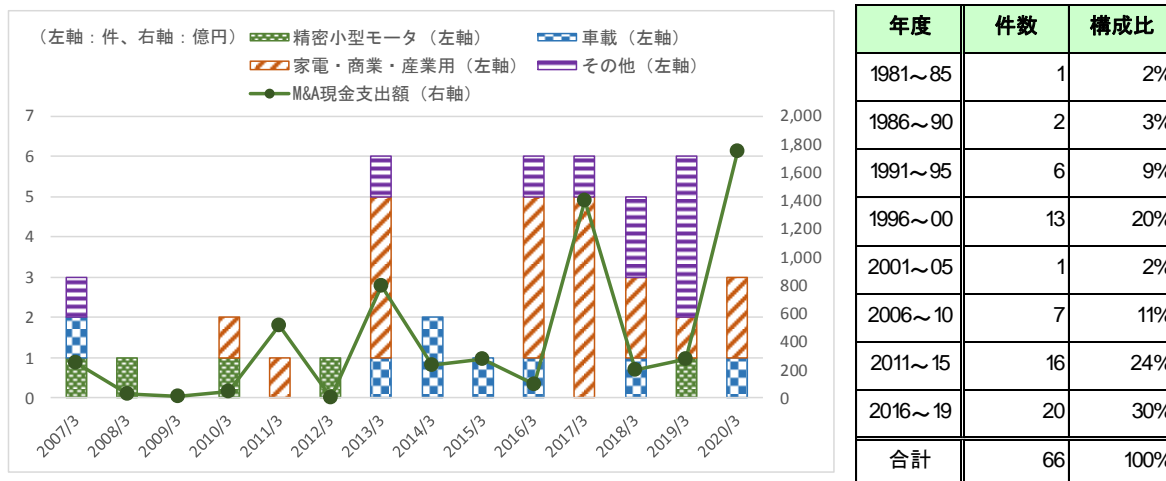
度の米国・ワールプール社のコンプレッサ事業（ブラジル・エンブラコ）や日本・オムロンオートモーティブエレクトロニクス社などが代表例である。

M&A の取組件数も近年急増している。2005年度以前の23件に対して、2006年度以降は43件となっている。特に2010年代に入ってから案件数は増加している。2011年度からの5年間で16件、2016年度からの4年間で20件とこの10年弱で全案件の過半を占めている。

図-31に2006年度以降のM&A件数を示した⁽³⁴⁾。先述のとおり、2010年度（2011年3月期）以降、コンスタントに取組みがあり、近年は年間5件程度の新規案件が発生している。また、案件の内訳をみると、車載や家電・商業・商業用事業が中心となっており、事業ポートフォリオの転換（事業の4本柱化）を目指す同社の戦略と整合した動きとなっている。

また、M&Aに係る現金支出（CF計算書上の事業取得支出）も2010年度以降年間数百億円の規模で推移している。特に、2016年度（2017年3月期）や2019年度（2020年3月期）は大型案件が重なったこともあり、1,000億円を超える現金支出となっている。このように、日本電産は件数・金額両面でM&Aを積極化していることが分かる。

図-31 2006 年度以降の M&A 件数と現金支出額の推移



出典：日本電産の適時開示資料、ウェブサイト⁽³⁵⁾、有価証券報告書をもとに筆者作成

3. 買収後の統合プロセス (PMI)

第 1 項で述べたように、日本電産は M&A の遂行にあたって、PMI を重視している。PMI は、「日本電産の経営理念や経営手法を定着させていくプロセス」⁽³⁶⁾ である。

2005 年度以前に中心であった「再建型」の M&A における PMI の特徴は、「社員の意識を変えることが経営を改善し、利益体質にする最重要の方法」(田村, 2013, p. 59) であるとの考え方を踏まえ、「コスト構造の徹底した再構築で、利益を上げられる企業にする」(田村, 2013, p. 60) ことにあった。日本電産の M&A では被買収企業の従来の経営者を交代させないのが基本である。まず経営者が、社員の『意識改革』を最大のエネルギーを注いでやり、「企業風土を『スピードと徹底』のカルチャーに変え」(川勝, 2016, p. 39) る。そして、日本電産の「売上強化とコスト削減の手法 (メソッド) を注入」(川勝, 2016, p. 40) し、週次の業績管理を通じて、被買収企業を利益体質の企業に生まれ変えていくのである。

2006 年度以降、特に 2010 年代に本格化する「再編型」の M&A では、海外企業がその対象の中心となったことは先に述べた。一般的に、PMI は国内企業よりも海外企業のほうが

難易度は高い。日本電産は、買収した海外企業の経営層に同社の経営理念や経営手法を深く理解させることに注力している。2016 年度に米国・アマゾン社から買収した産業・商業用のモータ・ドライブ事業を手掛けるフランス・ルロア社では、事業を統括する米国人幹部が、フランス人マネージャーたちに日本電産の三大経営手法⁽³⁷⁾を英語で分かりやすく説明していたという。日本電産の経営手法を外国人幹部が「咀嚼して血肉化」できているからこそ、海外企業においても実践が可能なのである。また、「事業部門のトップが現場に出て率先して改善活動に取り組むハンズオン経営」、「短いサイクルできめ細かく事業の動きをチェックするマイクロマネジメント」といった経営手法もグローバルに浸透しているという。

第 1 項で、日本電産が「グローバル一体経営」を推進していると述べた。この一体経営の深化に向けて、同社は着々と布石を打っている。国内では、再建型で買収した上場 6 社 (日本電産サーボ、日本電産サンキョー、日本電産コパル、日本電産トーソク、日本電産コパル電子、日本電産リード) を 2010 年度から 2014 年度にかけて株式交換で完全子会社化した⁽³⁸⁾。また、海外では、中期戦略目

標「ビジョン 2020」で掲げた、「グローバル 5 極経営管理体制の確立」を 2017 年度までに達成した。すなわち、日本に加え、中国、アジア、米州、欧州の各地に地域統括会社を設けた。「事業本部と国内グループ会社がプロフィットセンターとしてグローバルに事業軸（縦軸）で事業を展開し、グローバル本社（日本電産）と地域統括会社はコストセンターとして事業横断的に機能軸（横軸）を通して経営品質と経営効率を向上させる」（吉松, 2019a, p. 128）体制を構築した。

このように、日本電産は PMI を通じて自らの経営理念や経営手法のグループ企業への浸透を図るとともに、管理体制の整備も進め、グローバル一体経営を実践している。このことが国内外でグループ企業を拡大させながら、安定的な業績を示し続けている要因といえるだろう。

VII. まとめ（結論）

本稿の目的は、日本電産の財務的特徴とその背景にある経営的特徴を明らかにすることであった。当該目的に対する結論は次のとおりである。

まず、日本電産の財務的特徴は以下のとおり要約される。

- ・売上高が一貫して増大基調（2006 年 3 月期：約 5,400 億円→2020 年 3 月期：約 1 兆 5,300 億円）にある中、分析期間を通じて売上高総利益率 20%や営業利益率 10%を概ね達成するなど、一定の収益力を安定的に維持し続けてきた。換言すると、コストを一定水準で制御し続けてきた。
- ・分析期間を通じて、手元流動性比率 1 カ月分以上、流動比率 100%超を概ね達成

するなど短期的な安全性を確保し続けてきた。また、自己資本比率 50%超、固定比率 100%以下を概ね達成するなど長期的な安全性も兼ね備えてきた。

- ・高品質の CF を安定的に確保し（営業 CF の水準が税引後当期利益の水準を継続的に上回り）、効果的な投資活動、自律的かつ機動的な財務活動を展開してきた。
- ・ただし、直近の業績や財務内容は従前と比較するとやや陰りが見られるため、今後の動向を注視する必要がある。しかし、粗利率の高さや安定的なキャッシュ創出力に代表されるように、本業の収益力は底堅く、財務内容も自己資本比率が 40%超の水準にあるなど安全性にはまだ余力がある。

このように、日本電産は、直近の業績や財務内容は踊り場的な状況ながら、長期的には高い収益性と財務的な安定性を維持し続けてきたといえる。そして、この高い収益性と財務的な安定性が企業規模を拡大させる中でも継続的に実現されているのは、日本電産の経営が、「コストコントロール」と「M&A」を巧みに実践しているからである。詳細は次のとおりである。

<コストコントロール巧者としての日本電産>

第一に、日本電産では、利益最重視の経営が実践されてきたことが挙げられる。利益を最重視するのは、利益を上げることが、価値創造の連鎖の起点となるからである。価値連鎖とは利益を上げることにより財務状況が良化すれば、社員の意識・士気向上につながり、それが顧客満足につながり、ひいては自社自身の市場から評価の向上につながり、巡り巡って更に財務基盤の強化につながるという考え方である。日本電産では、こうした利益重視の経営理念が社員まで浸透し、その理念を

具現化する取組みが、「3Q6S」という行動規範に体系化され、「K プロ」や「M プロ」といったコスト削減の取組みが、日々の業務に根付いていることが安定的な収益力を生んでいるのである。

第二に、日本電産特有の「事業所制」という組織の存在が挙げられる。同社では、工場が、コストセンターではなく、プロフィットセンターとして位置付けられている。工場は営業部門と連携しつつ、顧客（市場）目線で生産コストや販売価格を検討し、受注の可否を決定するため、事業所制は、工場が増産により利益を出そうというインセンティブが働きやすい仕組みである。

また、事業所制では、営業部門が売上高の極大化のため、工場が受注しやすい案件を増やそうというインセンティブが働く。また開発部門にも市場に受け入れられる製品を生み出そうというインセンティブが働く。このように、事業所制は、工場、営業部門および開発部門が、売上高増大と収益向上という全社共通の目標を達成するために、部門間で自律的に連動する優れたマネジメント手法である。日本電産は、収益重視の経営理念を具現化する組織体制が備わっており、かつその組織が自律的に機能してきたからこそ、安定的な業績を継続的に収めてきたのである。

第三に、日本電産の、自ら掲げた目標に対する実行力の高さが挙げられる。同社は過去4度、経営上の大きなターニングポイントに直面した。その要因は異なるものの、市場環境の激変で収益性が短期的に悪化したことが共通する。この業績悪化局面において、日本電産はいずれのケースでも短期間で業績のV字回復を果たしている。業績の底を記録した四半期の翌期には営業利益を大幅に改善させている。この背景には、危機時に発動される「WPR」と呼ばれる日本電産特有の社内プロジェクトの存在があった。

業績悪化局面では、同社の、①ピンチをチャンスに変えようとする「積極性」、②経営上のリスクを早期に検知し先手を打つ「先見性」、③「構造改革」と自ら謳うように、危機前の原状復帰を目指すのではなく、一段のステップアップを目指す「革新性」、そして、④短期的に結果を出す「スピード経営」、が共通して確認された。市場環境や業績の悪化局面で、スピード感をもって回復・成長軌道に乗せる実行力、すなわち「危機バネ」の強さが、日本電産の長期的な安定性を支えている。

＜M&A 巧者としての日本電産＞

日本電産のM&Aは自律成長とともに同社の成長の両輪と位置付けられている。同社のM&Aは、2005年度以前は「主力の精密モータ事業を補完する目的で、経営不振の国内企業を買収する『再建型』」（小規模）が中心であったが、2006年度以降は、「事業ポートフォリオを転換する目的で、車載や家電・商業・産業用事業関連の優良な海外企業を買収する『再編型』」（大規模）が中心となった。このようにM&Aの内容は時に連れて変遷しているが、同社の安定的な業績や財務内容に継続的に寄与している。

M&Aに失敗しない、すなわちM&A巧者としての要諦は3つ挙げられる。第一に、適正価格での買収を徹底していることである。高値掴みを避け、将来ののれんの減損リスクを極小化している。第二に、シナジーを生み出す案件を選定していることである。買収検討の初期段階でシナジーの有無を精査し、売上増加効果ないしコスト削減効果のある案件を厳選している。そして第三が、買収後の統合プロセスである「PMI」の巧みさである。「再建型」のM&Aの際には、企業カルチャーを変革し、売上強化とコスト削減を徹底して、経営不振だった被買収会社を利益体質の企業に生

まれ変わらせることに注力している。他方、「再編型」のM&Aの際には、被買収会社（海外企業が多い）の経営層に同社の経営理念や経営手法を深く理解させることに注力している。日本電産はPMIを通じて自らの経営理念や経営手法のグループ企業への浸透を図るとともに、管理体制の整備も進め、グローバル一体経営を実践している。このことが国内外でグループ企業を拡大させながら、安定的な業績を示し続けている要因である。

VIII. おわりに

本論でも述べたように、日本電産の2020年3月期決算は売上高が過去最高を更新したものの、営業利益は2期連続の減益となり、ひところの勢いが鈍化したような印象を受ける。ただ、減益の理由をみると、追い込まれた「守り」の結果ではなく、将来を見据えた「攻め」の結果と感じる。「脱炭素化の波（自動車の電動化）」など、「5つの大波」⁽³⁹⁾と呼ぶビジネスチャンスを開き取るための「種まき」をしているのである。ブラジル・エンブラコやオムロン子会社などの大規模なM&Aの敢行や、需要拡大が見込まれる車載関連のトラクションモータシステム等の開発や生産立ち上げに係る先行投資の実施はまさにこの「種まき」に当たる。

目先の利益を犠牲にしても将来の利益を優先しているわけだが、課題はその積極投資が今後花開くかどうかという点である。日本電産は投資巧者であり、これまでは投資の成果を比較的短期間で実現してきた。これからもその伝統が引き継がれるか注目される。

また、世界を揺るがせている新型コロナウイルス感染拡大の影響により、目下、世界経済や企業業績への悪影響が避けられない状況にある。日本電産は生産拠点をグローバルに

配していることもあり、その影響は決して小さくないであろう。しかし、同社は、リーマン・ショックや主力製品の大幅需要減少といった、外部環境の変化に起因する業績悪化局面で「危機バネ」を働かせ、V字回復を果たしてきた。今回のピンチにもお家芸ともいえる「WPRプロジェクト」(WPR4)を立ち上げ、徹底したコストダウンの実現による収益構造改革に取り組んでおり、「ピンチをチャンスに」の気風は健在である。

直近の業績や外部環境を踏まえると、中期戦略目標「ビジョン2020」に掲げた、「連結売上高2兆円」や「営業利益率15%以上」などの達成は困難であろう。しかし、同社はさらに先を見据え、「2030年に連結売上高10兆円を目指す」と宣言している。今はその大目標に向けて「本格的な足場固め」をすべき時期で、「市場シェアダントツNo.1奪取」にこだわり、成長に軸足を置いた経営を実践するという⁽⁴⁰⁾。

経営環境が厳しさを増す中、未来志向の日本電産が、目下の踊り場的なステージを抜け、再び売上面・収益面ともに成長軌道に乗せることができるのか注視していきたい。

最後に、同社の経営体制について触れておきたい。創業者である永守重信会長の後継者問題は、長らく経営上の最重要課題と見られてきた。2018年に吉本浩之氏を社長に据え、永守氏のトップダウン体制から吉本氏を中心とする集団指導体制に移行したものの、「経営のスピードが落ちた」との評価から、2020年に社長交代に踏み切った。日産自動車から関潤氏を新社長に迎え、永守・関両氏によるトップダウン体制への回帰を宣言した⁽⁴¹⁾。経営環境の大きな変化が続く中、永守氏が経営の最前線で指揮を執る状況は当面続きそうである。永守氏の一挙手一投足にこれからも目が離せない。

(注記)

- (1) 日本電産. 2020. 『第 47 期 株主通信』. https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/stockholder_reports/FY19Q4_jp.pdf 2020 年 6 月 17 日閲覧.
- (2) 日本電産. 「事業概要」. <https://www.nidec.com/jp/ir/management/summary/> 2020 年 6 月 17 日閲覧.
- (3) 日本電産は 2017 年 3 月期から IFRS を適用している (日本電産, 2016, <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/corporate/news/2016/0411-02/160411-02.pdf> 2020 年 3 月 1 日閲覧.). IFRS では初度適用 (first-time adoption) の際、過去の期間の比較表示を行わねばならない旨規定されており (橋本=山田, 2019, pp. 341-34

- 2)、同社は 2016 年 3 月期について IFRS を適用して作成した財務諸表を開示している。このため、本稿では 2016 年 3 月期は IFRS に基づく決算数値を利用する。
- (4) IFRS では、企業結合のあった決算期において暫定的な会計処理を行い、その後の測定期間において企業結合のあった決算期の数値の遡及的修正を行うことが認められている (橋本=山田, 2019, p. 284)。
- (5) 非継続事業とは、既に処分されたか、売却目的として保有する資産として分類された企業の構成要素で一定の要件を満たすものをいう (橋本=山田, 2019, p. 104)。
- (6) 本章で分析対象とした各財務指標の意義と計算式は下表のとおり。

観点	財務指標名	意義	計算式	
収益性	ROE (自己資本利益率)	株主の持分である自己資本に対して、どれだけの純利益が生み出されているかを示す。	$\frac{\text{純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資本}}$ $\times \frac{\text{総資本}}{\text{自己資本}}$ $= \text{売上高純利益率}$ $\times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}$	
	利益率	売上高総利益率 (粗利率)	製品の競争力を示す。	$\frac{\text{売上総利益}}{\text{売上高}}$
		売上高営業利益率	本業の利益獲得能力を示す。	$\frac{\text{営業利益}}{\text{売上高}}$
		売上高税引後純利益率	会社のすべての活動の結果として得られる利益率を示す。	$\frac{\text{税引後当期純利益}}{\text{売上高}}$
	回転率	総資産回転率	売上代金として回収した資金が、資産に投下され何度入れ替わったかを示す。	$\frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$
		売上債権回転率		$\frac{\text{売上高}}{\text{売上債権}}$
		棚卸資産回転率		$\frac{\text{売上高}}{\text{棚卸資産}}$
有形固定資産回転率		$\frac{\text{売上高}}{\text{有形固定資産}}$		

安全性	短期 安全性	手元流動性比率	1 カ月あたりの売上高の何カ月分に相当する流動性資金を保有しているかを示す。	$\frac{\text{現預金} + (\text{流動資産の}) \text{有価証券}}{\text{月商} (= \text{売上高} \div 12)}$
		流動比率	1 年以内ないし通常の営業循環の中で返済すべき負債に対し、1 年以内ないし通常の営業循環の中で現金化して負債の返済に充当しうる資産の割合を示す。	$\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$
		正味運転資本	近い将来の現金収支差を示す。	流動資産 - 流動負債
	長期 安全性	負債比率	他人資本と自己資本の関係に基づき、長期的な観点から他人資本の安全性を示す。	$\frac{\text{他人資本}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{流動負債} + \text{固定負債}}{\text{自己資本}}$
		自己資本比率		$\frac{\text{自己資本}}{\text{使用総資本}}$
		固定比率	固定資産に運用された資金のうち、どれだけが返済義務のない自己資本でまかなわれているかを示す。	$\frac{\text{固定資産} + \text{繰延資産}}{\text{自己資本}}$
		固定長期適合率	固定資産の資金調達が返済の必要のない自己資本または返済期間が長期の長期負債で行われているかどうかを示す。	$\frac{\text{固定資産} + \text{繰延資産}}{\text{自己資本} + \text{非支配株主持分} + \text{固定負債}}$ $= \frac{\text{固定資産} + \text{繰延資産}}{\text{純資産} + \text{固定負債}}$
	CF	利益ポテンシャル	棚卸資産がもつ将来の営業CFを生み出す力を示す。	$\frac{\text{営業利益}}{\text{棚卸資産}} = \frac{\text{営業利益}}{\text{売上原価}} \times \frac{\text{売上原価}}{\text{棚卸資産}}$ $= \text{売上原価営業利益率} \times \text{棚卸資産回転数}$
CCC		運転資金の回転速度（現金がビジネスサイクルを一巡する日数）を示す。	$\begin{aligned} & \text{売上債権回転日数} \\ & + \text{棚卸資産回転日数} \\ & - \text{仕入債務回転日数} \\ & \text{売上債権回転日数} \\ & = \frac{\text{売上債権}}{1 \text{日あたりの売上高}} \\ & \text{棚卸資産回転日数} \\ & = \frac{\text{棚卸資産}}{1 \text{日あたりの売上原価}} \\ & \text{仕入債務回転日数} \\ & = \frac{\text{仕入債務}}{1 \text{日あたりの売上原価}} \end{aligned}$	
FCF		企業が売上収入からすべての必要な支出を済ませた後に自由に使える金額として手元に残る資金増加の純額を示す。	営業CF - 投資CF	

出典：桜井（2020）、林（2015）をもとに筆者作成

また、指標計算上の留意点を以下に述べる。桜井（2020, p. 169）では、親会社株主の視点から「自己資本」および「税引後純利益」を定義している。すなわち、「自己資本」は親会社株主に帰属する株主資本とその他の包括利益累計額の合計額と、「税引後純利益」も親会社株主に帰属する当期純利益と定義している。

一方、本稿では、日本電産のグループ全体の視点から分析を行うため、両指標の定義を桜井の定義から一部変更する。「自己資本」については、米国会計基準（USGAAP）または国際会計基準（IFRS）に基づく、親会社株主持分（株主資本）と非支配株主持分の合計額とする。また、「税引後純利益」については、税引前純利益から法人税等を控除した額（親会社帰属分と非支配株主帰属分のいずれも含む）とする。また、非継続事業が存在する一部決算期については、損益計算書上、非継続事業に係る当期利益が継続事業に係る当期利益とは区分されて表示されている。すべての株主に帰属する利益を勘案する観点から、非継続事業に係る当期利益を含む全体の当期利益を税引後純利益として利用する。

なお、本節における分析上、貸借対照表項目である総資本および自己資本は、2 期平均値を用いている。これは、損益計算書項目が「1 期間を通じて得られるフローの項目」であることに対応し、貸借対照表項目も「1 期間中の平均値」を用いることにより、両項目の数値の整合性を確保するためである（桜井，2020，pp. 167-168）。

(7) 池田（2013）は、設備投資の有効性（採算性）を長期スパンによる分析を通じて検証することを推奨している。具体的には、新規の設備投資が翌年に効果を発現すると考え、設備投資額と翌年の営業 CF 増分とを対比する手法を採用している（池田，

2013, pp. 131-132）。

日本電産の投資活動は、設備投資（固定資産取得支出）と M&A（事業取得支出）が車の両輪となっており、両者が投資 CF の大宗を占める。したがって、設備投資分のみを抽出するのではなく、投資 CF 全体を比較対象とすることが寧ろ適切であると思われる。また、設備投資や M&A は、期待した投資効果が実現されなければ、その成果たる営業 CF の絶対額が減少することもあり得ることから、営業 CF の変動額ではなく絶対額を比較対象とすることが望ましいといえる。

以上から、本稿では池田の考察に調整を加え、投資 CF の総額と翌期以降の営業 CF（絶対額）の累計額を比較することにより分析を行っている。

(8) 「固定資産取得支出」は CF 計算書上の「有形固定資産の取得による支出」、「有形固定資産の売却による収入」および「無形固定資産の取得による支出」を合算して算出した純額である。

(9) 分析期間を、①M&A が比較的中小規模であった期間；2006 年 3 月期～2010 年 3 月期、②中期戦略目標「ビジョン 2015」の期間；2011 年 3 月期～2015 年 3 月期、③中期戦略目標「ビジョン 2020」の期間；2016 年 3 月期～）に区分したもの。

(10) 連結売上高目標：2012 年度 1 兆円、2015 年度 2 兆円。但し、精密小型モータや電子光学部品の需要低迷に伴い 2013 年 3 月期の決算予想を下方修正したことに伴い、2015 年度の売上高目標も 1 兆 2,000 億円に下方修正している（吉松，2019a, p. 124）。

(11) 「利益ある高成長の飽くなき追求」を掲げ、2020 年度の目標として次の 5 点を設定している。①連結売上高 2 兆円（新規 M&A 約 5,000 億円を含む）、②うち、車載売

- 上高 7,000 億円～1 兆円、③連結営業利益率 15%以上、④ROE (株主資本利益率) 18%以上 (株主資本比率 60%の前提)、⑤グローバル 5 極経営管理体制の確立 (日本電産. 「2020 年度売上高 2 兆円達成に向けて」. <https://www.nidec.com/jp/jr/individual/2020/> (現在 URL 削除) 2020 年 6 月 17 日閲覧.)
- (12) 日本電産. 2020. 『2020 年 3 月期 決算説明会資料』. https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/earnings/2020/FY19Q4_1_jp_rev.pdf 他 2020 年 5 月 30 日閲覧.
- (13) 対象企業は、参考文献 (日本経済新聞社, 2019 ; 東洋経済新報社, 2019) で「電子部品」業界に分類された大手企業から選定した。
- (14) 各社が連結財務諸表に適用している会計基準は、日本電産・京セラ・ミネベアミツミ・日東電工が国際会計基準 (IFRS)、村田製作所・TDK・オムロンが米国会計基準 (USGAAP)、アルプスアルパイン・ローム・イビデンが日本基準 (JGAAP) である。
- (15) 京セラ. 2020. 『第 66 期 有価証券報告書』. <https://www.kyocera.co.jp/ir/library/yuho.html> 他 2020 年 7 月 31 日閲覧.
- (16) 2018 年 3 月期の決算数値は 2020 年 3 月期において遡及修正されている。有価証券報告書上、修正後の売上高については明らかであるが、売上原価や営業費用は開示されていない。このため、売上原価率および営業費用率は遡及修正前の決算数値を用いて算出している。
- (17) “S” について、多くの企業では 4S や 5S として工場管理に利用している。日本電産では、全社的に 6S のレベルを常に上げることを目標にしている (田村, 2013, p. 94)。
- (18) 日本電産. 2020. 「2020 年度第 2 四半期連結決算補足資料」. <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/news/2020/1026-03/201026-03.pdf> 他 2020 年 11 月 22 日閲覧.
- (19) 「売上高回復率」とは、業績悪化前の 2008 年度第 2 四半期の売上高に対する各四半期売上高の回復率を示したものである (WPR2～4 [図-28～図-30] においても、各年度第 2 四半期の売上高に対する各四半期売上高の回復率を示している)。また、「理論営業利益率」とは、日本電産が WPR1 で掲げた収益目標達成のためにシミュレーションで導き出した営業利益率の予測水準である。
- (20) 日本電産. 2011. 「2010 年度連結決算補足資料」. https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/earnings/archive/2011/FY10Q4_2_jp.pdf 2020 年 6 月 1 日閲覧.
- (21) アプローチの各プロセス (①分析: Analysis、②シミュレーション: Simulation、③解決策立案: Solution、④Execution: 実行、⑤Turnaround: 業績反転) の英語の頭文字を取って命名されたものである。
- (22) 本図上の CCC の計算上、構成要素である売上債権回転日数、棚卸資産回転日数および仕入債務回転日数の計算上の分母は「1 日あたり売上高」に統一している。これは、日本電産の CCC の算出方法と平仄を合わせたものである。
- (23) 日本電産. 2015. 「2014 年度連結決算補足資料」. https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/earnings/archive/2015/FY14Q4_2_jp.pdf 2020 年 6 月 1 日閲覧.
- (24) 日本電産. 2020. 「2019 年度連結決算補足資料」. https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/earnings/2020/FY19Q4_2_jp.pdf 2020 年 6 月 1 日閲覧.

- 覧.
- (25) 日本電産. 2020. 『2021 年 3 月期第 1 四半期 決算説明会資料』. <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/news/2020/0721-01/200721-01.pdf> 2020 年 7 月 31 日閲覧; 「日電産、増益もたらす生産合理化 4~6 月営業利益 2%増、EV 成長にも期待感」. 『日経ヴェリタス』. 2020 年 7 月 26 日. 19 面.
- (26) 日本電産. 2020. 『2021 年 3 月期第 2 四半期 決算説明会資料』. <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/news/2020/1026-01/201026-01.pdf> 2020 年 11 月 22 日閲覧.
- (27) 日本電産. 2020. 「2020 年度第 2 四半期連結決算補足資料」. <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/news/2020/1026-03/201026-03.pdf> 2020 年 11 月 22 日閲覧.
- (28) 日本電産. 「日本電産の M&A」. https://www.nidec.com/jp/ir/_individual/ma/ 2020 年 6 月 17 日閲覧.
- (29) 日本電産. 「Monthly Nidec Report 企業買収で成果を出し続ける『失敗しない M&A』の極意とは」. <https://www.nidec.com/jp/ir/individual/interview/07/> (現在 URL 削除) 2020 年 1 月 15 日閲覧. 同社で M&A の企画・立案・遂行を担う「企業戦略室」担当の荒木隆光執行役員が同社の M&A 戦略について語っている.
- (30) 脚注 28 参照.
- (31) 脚注 28 参照.
- (32) 以下、本項の記述は脚注 29 記載の資料を参照している.
- (33) 永守会長は、「買収額が EBITDA (利払い前・税引き前・償却前利益) の 10 倍を超える案件には基本的に手を出さない」(田村, 2012c, p. 70) と述べている.
- (34) 買収対象企業等の事業区分は同社が発表したものではなく、筆者が以下の参考文献をもとに分類・集計したものである。日本電産. 2019. 「オムロンオートモーティブエレクトロニクス株式会社の株式取得等に関する譲渡契約締結のお知らせ」. <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/corporate/news/2019/0416-01/190416-01.pdf> 他 2020 年 3 月 1 日閲覧.; 日本電産. 「M&A の歴史」. <https://www.nidec.com/jp/corporate/about/ma> 2020 年 6 月 17 日閲覧.
- (35) 脚注 34 参照.
- (36) 以下、本項の記述は脚注 29 記載の資料を参照している.
- (37) 脚注 29 参照。①「井戸掘り経営」(Well digging) : 井戸を掘れば新しい水が湧き出してくるように、問題を深掘りしていけば、改善のアイデアも次々に出てくる。②「家計簿経営」(Household accounting) : それぞれの家庭が収入に応じた生活をしているように、収支のバランスを踏まえた企業経営でなければならない。③「千切り経営」(Bite-size problem-solving) : 難しい問題でも、小さく切り刻めば解決の糸口が見えてくる。
- (38) 日本電産. 2010. 「日本電産株式会社による日本電産サーボ株式会社の完全子会社化に関する株式交換契約締結に関するお知らせ」. <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/corporate/news/2010/0426-05/0426-005-n.pdf> 他 2020 年 3 月 1 日閲覧. なお、同社は 2020 年に日本電産エレシスの完全子会社化も実施している(日本電産. 2019. 「日本電産株式会社による日本電産エレシス株式会社の完全子会社化に関する株式交換契約締結に関するお知らせ」. <https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/news/2019/1207-01/191207-01.pdf> 2020 年 3 月 1 日閲覧.)。

- (39) 新型コロナウイルス感染拡大による社会・経済情勢の変化を踏まえ、既存の「5つの大波」を再編成し、新たな「5つの大波」（「脱炭素化の波」、「省電力化とコロナ後の波」、「省人化の波」、「5G&サーマルソリューションの波」、「デジタルデータ爆発の波」）を定めた（ダイヤモンド社，2020，p. 57・p. 63）。
- (40) 日本電産．2020．『2020年3月期決算説明会資料』．https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/earnings/2020/FY19Q4_1_jp_rev.pdf 2020年5月30日閲覧．
- (41) 日本電産．2020．「社長の交代および代表取締役の異動に関するお知らせ」．<https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/news/2020/0204-01/200204-01.pdf> 2020年3月1日閲覧．
- (参考文献)**
- 池田正明．2013．『企業価値を高める FCF（フリー・キャッシュフロー）マネジメント』．新版．中央経済社．
- 川勝宣昭．2016．『日本電産流「V字回復経営」の教科書』．第1版．東洋経済新報社．
- 小宮一慶．2017．『図解「ROE って何？」という人のための経営指標の教科書』．第1版．PHP 研究所．
- 桜井久勝．2020．『財務諸表分析』．第8版．中央経済社．
- ダイヤモンド社．2019．「人・組織を鍛え抜く 日本電産『永守流』」．『週刊ダイヤモンド』．第107巻第41号．pp. 94-123．
- ダイヤモンド社．2020．「日本電産は『遠近複眼経営』で飛躍する 危機の時こそ、リーダーはチャンスを探し、夢を語れ」．『Harvard Business Review』．2020年9月号．pp. 52-65．
- 田村賢司．2012a．「日本電産 永守重信の経営教室 第1回 何としても利益を上げる」．『日経ビジネス』．第1623号．p. 76-79．
- 田村賢司．2012b．「日本電産 永守重信の経営教室 第2回 組織と人を自立で育てる」．『日経ビジネス』．第1624号．p. 64-67．
- 田村賢司．2012c．「日本電産 永守重信の経営教室 最終回 市場が認める会社の条件」．『日経ビジネス』．第1627号．p. 68-71．
- 田村賢司．2013．『日本電産 永守重信、世界一への方程式』．第1版．日経 BP 社．
- 東洋経済新報社．2019．『会社四季報 業界地図』．2020年版．東洋経済新報社．
- 日本経済新聞社．2019．『日経業界地図』．2020年版．日本経済新聞出版社．
- 日本電産．2006-2020．『第33期～第47期 有価証券報告書』．https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/reports/FY19Q4_jp.pdf 他 2020年7月31日閲覧．
- 日本電産．2007-2020．「2006年度～2019年度連結決算補足資料」．https://www.nidec.com/-/media/www-nidec-com/ir/library/earnings/2020/FY19Q4_2_jp.pdf 他 2020年6月1日閲覧．
- 橋本尚＝山田善隆．2019．『IFRS 会計学基本テキスト』．第6版．中央経済社．
- 林總．2015．『経営分析の基本』．初版．日本実業出版社．
- 南龍太．2019．『電子部品業界大研究』．初版．産学社．
- 村田朋博＝久納裕治．2018．『図解入門業界研究 最新 電子部品産業の動向とカラクリがよ～くわかる本』．第1版．秀和システム．
- 吉松加雄．2019a．「日本電産の企業変革と

CF0 機能の役割」. 『企業会計』. 第71
巻第1号. pp. 121-129.

吉松加雄. 2019b. 「持続的企業価値向上を
担うCF0機能をリードするFP&A機能～

日本企業に求められるFP&A機能の強化
～」. 『FP&Aフォーラム・ジャパン2019
講演資料』