

ポスト・アクティビズムの経営戦略の変化： 新明和工業をケースとして

手 島 直 樹

概要

新明和工業は長年にわたり保守的な財務戦略を維持しキャッシュリッチの状況となっていた。しかし、2018年4月にアクティビストの介入を受け、その直後に公表した中期経営計画ではROE目標の設定や株主還元的大幅な拡大など企業価値の向上に向けて経営戦略を大きく転換させる方針を示した。その後も自社株買いや自己株式の消却を実施し、最終的にはリキャップを実施し財務レバレッジを大幅に上昇させることによりキャッシュリッチの問題を解消するに至っている。こうした経営の転換はアクティビズム期間中の一過性の効果と考えられたが、アクティビストがイグジットした後の経営計画においても企業価値向上へのモメンタムは維持され、さらなる企業価値の向上に向けた新たな方針が実施されている。そこで、アクティビスト介入前後の同社の中期経営計画を時系列に検証し、アクティビズムが経営戦略に与える影響を考察する。

1. イントロダクション

2018年4月11日、旧村上ファンド系の投資会社レノが新明和工業株を共同株式保有で計5.46%取得したことを公表した（共同保有者も旧村上ファンド系）。レノが関東財務局に提出した大量保有報告書では、保有目的が「投資および状況に応じて経営陣への助言、重要提案行為などを行う」となっており、経営陣に対する積極的なエンゲージメントが予想された。実際、新明和工業

は大量保有報告書の提出から約2週間後の同月27日には、2017年度の子予想年間配当額を前年度から9円増配の23円とすることに加え、2018年度には36円に増配すると発表した。また、増配公表から約2週間後の5月15日に公表した2020年度を最終年度とする新中期経営計画では、企業価値向上に向けて大きく舵を切り、最終年度でのROE8%実現を業績目標とし、そして40%から50%の連結配当性向及び機動的な自社株買の実行を株主還元政策とした。

その後、レノと共同保有者は2019年2月には新明和工業株を23.75%まで買い進めた。その間、新明和工業は50億円を上限とする自社株買を実施し取得株式の全株を消却したり、2020年3月期に創立70周年及び創業100周年を迎えることを記念して、普通配当に加えて45円の記念配当を実施する方針を決定したりするなど矢継ぎ早に株主還元を強化した。そして、2019年1月には、総額400億円（取得株数は発行済み株式数の約28%）の自己株式の公開買付け（TOB）を公表している。レノと共同保有者はこのTOBに応じ、その結果、同年3月に保有株式比率は4.26%に低下し、新明和工業からイグジットした。レノと共同保有者は同社に256億円を約1年間投資し、80億円の利益を上げたと推計される。TOB価格は1,500円に設定されたが、執筆時点において同社の株価は、コロナ禍による航空機部門の業績低迷などの影響もあり1,000円前後に下落しているため、TOBでうまく売り抜けたレノと共同保有者の「一人勝ち」と言える状況となっている。

この結果を見る限り、新明和工業のケースは、株主とのエンゲージメントに不慣れなキャッシュリッチのミドルキャップ企業が百戦錬磨のアクティビストの餌食になるという日本で一般的なアクティビズムの典型例に思われる一方で、興味深い点も存在する。それは、企業価値創造経営がアクティビズム期間中の一過性で終わることなく、ポスト・アクティビズムにおいても継続されていることだ。実際、2021年5月に公表された長期経営計画及び新中期経営計画においては、ROIC経営への転換が方針の一つとして示されている。つまり、同社のケースは、アクティビストと企業の関係が必ずしも敵対的な関係に終止するわけではなく、企業がアクティビストとのエンゲージメントを通じて企業

価値向上というこれまで意識することが限られていたテーマを理解し、実行するきっかけになりうることを示していると言える。

そこで、本稿では同社のケースを通じてアクティビズムが企業価値創造に与える影響を検証する。具体的には、アクティビスト介入前後の同社の中期経営計画を時系列に検証し、アクティビズムが経営戦略に与える影響を分析する。中期経営計画の検証においては、キャピタル・マネジメント、事業ポートフォリオ・マネジメント、そしてコーポレート・ガバナンスという企業価値創造に大きな影響を与える3つの要素にフォーカスを当てる。

Ⅱ. 新明和工業の紹介

1. 沿革

同社の起源は、川西清兵衛が1920年に川西機械製作所を創設したことに遡る。後に同社内に飛行機部が設置され、1928年に川西清兵衛の次男である龍三が飛行機部の事業を継承した川西航空機株式会社を設立する。同社は、二式飛行艇や紫電改など航空史に残る数々の名機を創出したことで有名であるが、1945年に日本の敗戦とともに国内メーカーによる航空機の開発・製造が禁止されたことにより、航空機製造の技術を活かして航空機専門メーカーから社会インフラ整備に事業領域を広げることとなった。そして、1947年に社名を川西航空機から明和興業、1949年には新明和興業に改称した。1952年に航空機製造が解禁されると、特装車、産業機器、そして航空機という同社にとって柱となる3事業が確立される。1960年には、航空機事業への本格参入を目標として盤石な経営基盤を築くために日立製作所の傘下に入るとともに、社名を現在の新明和工業に改称した。1962年には東京、大阪両証券取引所市場第二部に上場し、5年後の1967年に市場第一部銘柄に指定されている（現在は東証プライムに上場）。日立製作所が長期にわたり約3割の株式を保有する同社の筆頭株主であったが、同社は2004年に日立グループから独立し、2011年以降、社長は日立出身者ではなく、新明和工業出身者が二代続いている。

2. 事業内容

同社の2021年度の売上高は2168億円、営業利益は106億円、当期純利益は69億円、そして、2022年11月末時点の時価総額は709億円となっている。前述の通り、同社は航空機専門メーカーから社会インフラ整備に事業領域を広げてきた経緯もあり、現在では4つの事業セグメントが存在する。1つ目が祖業である航空機事業であり、救難飛行艇、訓練支援機等の航空機及び海外航空機メーカー向けの航空機部品の製造、販売及び修理を行っている。2021年度の売上高は191億円であるが、現在の4つの事業セグメントとなった2009年度から16%減少しており、売上が減少した唯一の事業となっている。収益性に関しては、2013年度から2015年度にかけては平均営業利益率が13%を超え、他事業を圧倒していたが、その後徐々に収益性が悪化し、2020年度及び2021年度においては、新型コロナウイルスの影響で納入先である米ボーイングなど航空機大手が大幅に減産したことを受け営業赤字となっている。2009年度から2021年度の同事業の累積営業利益が全社の累積営業利益合計額に占める比率は17%と全事業の中で最低水準である。ROA¹⁾ についても、2015年度の13.4%をピークに大幅な悪化傾向にあり、全社のROAの水準を引き下げる要因となっている。

2つ目が特装車事業である。ダンプトラック、タンクローリ、テールゲートリフタ、塵芥車等の特装車及び林業用機械の製造、販売及び修理を行っており、主力製品の大半がトップシェアを占める。2021年度の売上高は972億円であり、2009年度から2.8倍に拡大し、最も成長率の高い事業セグメントとなっている。この高水準の成長率の背景には、積極的なM&Aがある。2007年に林業機械のトップメーカーであるイワフジ工業、2012年に特装車分野の東邦車輛、2021年に油圧ポンプ分野のOSK及びWAKOを買収しており、また、2013年には富士重工業から塵芥車事業を譲受している。収益性に関しては、過去5年間の平均営業利益率は6.8%であり、全社平均の5.1%は上回るものの、4事業の中で

1) セグメント資産に対する税引前セグメント営業利益の比率

は3番目の水準である。業績は安定的に成長しており、2009年度から2021年度の同事業の累積営業利益が全社の累積営業利益合計額に占める比率は45%と全事業の中で最高水準であり、同社の主力事業となっている。ROAに関しては、過去5年間の平均は8.3%と高水準である。

3つ目が産機・環境システム事業であり、流体事業と環境事業から構成される。水中ポンプ、水処理関連製品、自動電線処理機及びごみ処理設備・機器等の製造、販売及び修理を行っており、流体事業の下水道用マンホールポンプは国内トップシェアである。2021年度の売上高は463億円であり、2009年度から1.9倍となっている。積極的なM&Aも売上高の押し上げ要因となっており、主なディールとして2021年にターボプロワ分野のTurboMAXを買収した。収益性に関しては、過去5年間の平均営業利益率は8.2%と4事業セグメントで最高水準であり、2021年度には10.5%に達している。また、2009年度から2021年度の同事業の累積営業利益が全社の累積営業利益合計額に占める比率は20%となっている。ROAに関しては、過去5年間の平均は8.3%であり、特装車事業と同水準である。

4つ目がパーキングシステム事業であり、機械式駐車設備、航空旅客搭乗橋の製造・販売及び保守・改修を行っている。エレベータ方式駐車設備であるエレパークはトップシェアを獲得し、また、航空旅客搭乗橋は累計1,000基以上の納入実績があり、東南アジアではトップシェアを誇る。2021年度の売上高は381億円であり、2009年度から2.0倍となっている。収益性に関しては、過去5年間の平均営業利益率は7.6%と産機・環境システム事業に次ぐ水準である。また、2009年度から2021年度の同事業の累積営業利益が全社の累積営業利益合計額に占める比率は19%となっている。ROAに関しては、過去5年間の平均が12.7%と4事業セグメントで最高水準となっており、営業利益率に関しては産機・環境システム事業には劣るものの、資産から最も効率的に利益を創出する事業となっている。

このように同社は以上の4つ事業から構成されるが、祖業である航空機事業の業績が低迷する一方で、特装車事業が高成長を実現し、全社の営業利益の

45%を占めるまで成長している。そのため、同社は株式市場においては特装車大手として捉えられることが多く、モリタホールディングスや極東開発工業などの特装車メーカーとベンチマークされている。

Ⅲ. 時系列分析

1. 1999年度から2002年度

(1) 中期経営計画の概要とパフォーマンス

同社の公開情報を見る限り、具体的な中期経営計画が確認できるのは1999年度にスタートした5か年中期経営計画からである。当時、同社は中期経営計画を外部に説明することがなかったため、情報源は有価証券報告書における記載内容に止まるが、主に3点から構成されていた。まず、事業リストラクチャリングであり、事業の再編成、製品群の見直し、グループ経営の効率化改善など具体策が示されていた。前年度が営業及び最終赤字となったことが事業リストラクチャリングの主な要因と考えられる。次に、水処理関連事業、真空関連事業及び環境関連事業など今後の成長が見込まれる分野に経営資源をシフトするというキャピタル・アロケーション方針である。そして、3点目がROE目標の設定である。中期経営計画の最終年度におけるROE6%の達成が目標として設定されていた。ROE目標を設定し投資家に開示することは今日では当たり前となり、6割の上場企業が実践していることであるが、1999年時点では例外的であった²⁾。このようにROE目標を開示する同社の姿勢を見る限り、当時から株主価値への意識が高かったように思われるが、そうではない。実際、その後の中期経営計画ではROE目標が公表されるケースは限られていた。当中期経営計画において、ROEが重視された要因として考えられるのは前年度の無配転落だ。これは1962年上場以来初のことであった。当時、同社は無担保転換社債を発行していたが、前年度に54億7千万円の当期純損失を計上した

2) 企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果一覧(2021年度版)

結果、配当制限条項に抵触し無配となった。なお、配当制限条項への抵触の影響は2001年度まで続き、4年間にわたり無配となっている。また、株価に関しては、1999年3月末は227円であったが、5年前の1994年3月末は969円、10年前の1989年3月末は1,387.76円であった。つまり、株主は株価の下落によるキャピタル・ロスと無配という二重の損失を被ることになったのだ。そこで、株主からの信頼の回復を目指しROEを向上させる方針を策定したと考えられる。しかし、2002年12月には、当中期経営計画は最終年度を待つことなく4年間で中止となり、新たな中期経営計画が発表されることになった。経営環境の想定外の変化に合わせて事業内容・運営のあり方を見直したことが原因である。2002年度のROEは1.1%に止まり、目標とする6%を大きく下回る結果に終わった。

(2) キャピタル・マネジメント

次に4年間の中期経営計画の期間中における同社のキャピタル・マネジメントをファイナンス（キャッシュの創出）とアロケーション（キャッシュの配分）の視点から確認する。

まずファイナンスに関しては、4年間の税引後グロスキャッシュフロー（GCF）累計額は56億円となった³⁾。この水準は売上高累計額の5,432億円に対して1.0%と極めて低い水準に止まったが、これは本業での稼ぐ力が不十分であることが原因である。売上高は4年間で9.7%成長したものの、営業利益率が低水準から抜け出すことができなかった。原価低減施策の効果もあり1998年のマイナス0.5%から1999年度には0.5%、そして2002年度には2.3%にまで改善しているが、極東開発工業の3.2%、そして、モリタホールディングスの4.6%には及ばなかった。

次にキャピタル・アロケーションを確認する。まずは、投資へのアロケーシ

3) グロスキャッシュフローは、営業活動からのキャッシュフローの小計からR&D投資額と運転資金投資額の影響を除外した税引前の指標である。法人税等の支払額を差し引くことで税引後の指標となる。

ンに関しては、設備投資と研究開発投資を合わせた累計額は161億円となり、売上高累計額の3.0%となった。税引後GCFの56億円を大幅に上回っているため、投資原資として差分を他の資金調達源で補う必要があるが、その源泉となったのがバランスシートのリストラクチャリングによるキャッシュの創出であった。具体的には2つの源泉がある。1つ目は運転資金である。通常、運転資金は事業に不可欠な投資としてキャッシュアウト要因となることが多いが、売掛金や棚卸資産を圧縮することにより資金調達源にもなりうる。実際、同社は運転資金圧縮により累計で249億円を創出している。2つ目は資産売却である。資産売却により260億円、投資有価証券の売却により11億円を創出した。このように投資へのアロケーションがキャッシュインフロー要因となった結果として、4年間累計のフリーキャッシュフロー（FCF）は税引後GCFの56億円を大幅に上回る412億円となった。

では、なぜ同社はここまで積極的にバランスシートのリストラクチャリングを押し進めたのか。それは還元へのキャピタル・アロケーションに関連している。同社は、中期経営計画において有利子負債削減による財務体質の改善・強化にも取り組んでいた。しかし、稼ぐ力の改善が進まず、税引後GCFだけでは有利子負債の削減の原資として不十分であったため、バランスシートからキャッシュを創出する必要があったのだ。結果として、412億円となったFCF累計額を上回る533億円を負債の返済と金利の支払いにアロケーションしている。なお、負債返済を最優先しており、株主還元へのアロケーションは実施していない⁴⁾。

(3) バランスシートの変化

同社のバランスシートは4年間のキャピタル・マネジメントの結果として大きく変化した。負債総額は1998年度の529億円から2002年度には82億円に減少した。この結果、1998年度から2002年度の間にDEレシオは67.6%から

4) 2002年度期末には復配しているが、期末配当の支払いのタイミングは翌年度となるため、2002年度のキャッシュ・フロー計算書には反映されない。

10.5%へ低下し、自己資本比率は43.3%から50.6%へ上昇している。また、現金の水準に関しては、167億円のネットデットポジションから141億円のネットキャッシュポジションとなった。このようなバランスシートのリストラクチャリングの結果、総資産は1,809億円から1,558億円へ13.9%、投下資本は1,336億円から893億円へ33.1%圧縮されている。

(4) 事業ポートフォリオ・マネジメント

中期経営計画の開始時点においては、同社は輸送機器、機械機器、建設、そしてサービスという4つの事業セグメントから構成されていた。輸送機器は現在の航空機事業と特装車事業、機械機器が産機・環境システム事業に相当する。前述の通り、中期経営計画において、水処理関連事業、真空関連事業及び環境関連事業など今後の成長が見込まれる分野に経営資源をシフトするというキャピタル・アロケーション方針が示されていたが、この方針を後押ししたのが2000年度に導入された事業部資本金制度である。この制度は、事業ごとの採算を明確にすることにより経営資源の的確な配分を迅速に実施し、資産効率を高めることを目指すものであった。この制度により、事業セグメント間におけるキャピタル・アロケーションの優先順位が大きく変化することとなる。特に設備投資のアロケーションにおいて顕著な変化が見られた。中期経営計画は事業リストラクチャリングも同時並行で行なわれていたため、設備投資の総額は1995年度から1998年度の161億円から122億円へ24.3%減少し、売上高比率も2.6%から2.2%に低下したが、機械機器事業への設備投資総額は、59億円から68億円へ増加し、全社での設備投資総額に対する比率は36.3%から55.6%に上昇している。一方で、輸送機器事業への設備投資総額は、87億円から33億円へ6割以上減少し、全社での設備投資総額に対する比率は54.0%から27.4%に低下している。

こうしたキャピタル・リアロケーションが功を奏し、輸送機器事業の4年間の営業利益累計額は、1995年度からの1998年度61億円から、1999年度から2002年度には115億円へ85.0%増加し、全社での営業利益累計額に対する比率

は31.3%から64.8%に上昇している。

(5) コーポレート・ガバナンス

2002年度において、同社の株主構成は日立製作所が28.32%を保有する筆頭株主であり、17名の取締役のうち会長、社長を含む9名が日立製作所の出身であった。4年連続無配という上場企業としては異例の方針は大株主が存在したからこそ可能となったと考えられるが、一方で外国人株主の保有比率が2.35%と極めて低水準に止まり、株主からの規律が効きにくい状況であった。

(6) 中期経営計画における企業価値創造

当中期経営計画において同社の株価は227円から202円へ下落した。この結果、年平均TSRはマイナス2.4%となっており、国内競合他社⁵⁾のマイナス2.2%とほぼ同水準であったが、極東開発工業の6.2%及びモリタホールディングスの6.1%を大幅にアンダーパフォームする結果となった。前述の通り、新明和工業は2002年度の営業利益率を2.3%にまで向上させたが、2社を下回っており、これがアンダーパフォーマンスの原因の1つと考えられる。ROEに関しても、2002年度のROEは1.1%に止まり、目標未達に終わった。

(7) 総括

中期経営計画はROEの目標を設定するという当時においては先進的なものであったが、6%の達成には程遠い1.1%という結果に終わった。しかし、成長分野へのキャピタル・アロケーション及び事業リストラクチャリングという方針に関しては進展が見られている。前者に関しては、機械機器事業への設備投資を強化することにより同事業の収益性が改善された。そして、後者に関しては、資産売却や運転資金の削減がバランスシートを大幅に圧縮させるとともに、有利子負債返済の原資となり、財務体質が大幅に改善される結果となった。

5) 極東開発工業、モリタホールディングス、アイチコーポレーション、三菱ロジネクスの4社

実際、無配転落の原因となった転換社債は1998年度には374億円であったが、2002年度にはバランスシート上から姿を消している。これにより2002年度の期末から復配が可能となったが、負債の配当制限条項への抵触による無配転落はその後の同社の財務戦略にかなり大きな影響を及ぼしたように思われる。というのも、当中期経営計画以降、負債を活用するとしてもネットキャッシュポジションを維持する水準に止め、また、返済計画通りに返済し無借金に回帰するというサイクルを繰り返しているからだ。つまり、負債を戦略的に活用して最適資本構成を実現するという方針が検討されることはなかったのだ。こうした保守的な財務戦略が将来的にアクティビストのターゲットとなる原因となったと考えられる。

2. 2003年度から2005年度

(1) 中期経営計画の概要とパフォーマンス

同社は2002年12月に2003年度から2005年度までの3年間を計画期間とする新たな中期経営計画を公表した。個性豊かな「生活環境創造企業」の確立をビジョンとするとともに、業績目標を明確化している。最終年度における目標は、受注高1,490億円、売上高1,440億円、営業利益80億円、そして当期純利益30億円と設定された。なお、ROEに関しては、前中期経営計画とは異なり目標設定の対象となっておらず、売上及び利益の拡大を重視する日本企業に一般的な計画となっている。これらの目標を実現するために2つの経営テーマが掲げられた。1点目のテーマは、柔軟な経営資源の配分であり4つの方針から構成される。1つ目がコア事業への経営資源の集中投下である。この方針には、ノンコア事業の整理・淘汰も含まれる。2つ目がコーポレート・ガバナンスの強化である。新たに執行役員制度を導入し、経営体制のスリム化、意思決定の迅速化を図るとともに責任の所在を明確にする。3つ目が株主への利益還元である。安定した配当の実施、剰余金にリンクした自己株消却枠の設定などにより、株主に対する利益還元を継続して実施する。4つ目が組織・人材の活性化である。主に目標管理制度を通じて人材の育成を行う。

2点目の経営テーマは、業務の高付加価値化による利益の確保であり2つの方針から構成されている。1つ目が収益の確保である。受注・売上規模の維持、2002年度対比での20%の原価低減、そして、高付加価値製品の市場投入という3つのアプローチを通じて利益の確保を目指す。2つ目が業務スタイルの改革である。具体的には「ビジネスパートナー型営業」へ転換し、事業活動に関する情報共有による製品・サービスの質の向上に努めることになる。

次に、当中期経営計画の結果であるが、目標を達成したのは当期純利益の目標に限られた。売上高は前中期経営計画から低下し1,300億円を下回り、営業利益は49億円に止まった。なお、ROEに関しては、2002年度の1.1%から2005年度には4.7%に改善している。

(2) キャピタル・マネジメント

まずファイナンスに関しては、3年間の税引後GCFの累計額は252億円となった。この水準は売上高累計額の3,883億円に対して6.5%となっており、前中期経営計画における1.0%から大幅に改善している。この要因は本業の稼ぐ力の改善である。売上高は新中期経営計画では低下傾向にあり2005年度は2002年度から7.0%低下したが、営業利益率の平均は前中期経営計画での1.8%から当中期経営計画では4.5%にまで向上しており、減収の影響を十分にオフセットした。

次にキャピタル・アロケーションに関しては、前中期経営計画から大きく変化している。まず、投資へのアロケーションに関しては2つの変化がある。1つ目は、アロケーション総額が大幅に増加していることだ。前中期経営計画は事業リストラクチャリングの側面が強かったため、投資は低水準に抑えられていた。設備投資と研究開発投資の合計の累計額は売上高累計額の3.0%だったが、当中期経営計画では4.6%に上昇している。この要因としては、経営のテーマの1つである業務の高付加価値化による利益の確保を目的として、積極的な投資の拡大が計画されていたことがある。2つ目として、資産売却累計額が大幅に減少していることだ。前中期経営計画では272億円であったが、当中期経

営計画では38億円へ減少している。これにより、前中期経営計画においては投資へのアロケーションがキャッシュインフローとなっていたが、当中期経営計画ではキャッシュアウトフローとなっている。

この結果、FCF累計額は73億円となり、売上高累計額に対する比率は1.9%となった。この比率は前中期経営計画における7.6%から大幅に低下しているが、FCFの質という点では当中期経営計画の方がはるかに優れている。なぜならば、前中期経営計画ではFCFの7割近くを資産売却によるキャッシュフローの創出という一過性のイベントに頼っていたが、当中期経営計画では稼ぐ力が改善し、積極的な投資を実施した結果としてFCFが創出されており、サステナブルと考えられるからである。

次に還元へのアロケーションに関しては、2つの変化があった。1つ目は当中期経営計画の経営テーマの1つとして掲げられたように株主還元の強化である。配当は2002年度の3.75円から、2003年度には7.5円、そして、2004年度及び2005年度は10円と無配転落以前に長期にわたり維持してきた9.5円を上回る水準にまで増配された。また、配当に加えて81億円の自社株買いを実施している。この金額は配当総額の28億円の3倍近い金額となっているが、これは純粹な株主還元の一環ではなく、日立製作所の保有分を買い取ることを目的するものである。これにより日立製作所の保有比率は28.32%から2004年度には3.34%にまで低下し、新明和工業は日立グループから独立することとなった。なお、自己株式は消却されることなく金庫株となった。これらの株主還元による累計総額は109億円となり、73億円となったFCF累計額を上回る金額を還元したことになる。

2つ目は負債返済額の大幅な減少である。前中期経営計画において502億円を返済した結果、負債が大幅に圧縮されていたこともあり、当中期経営計画では52億円の返済に止まっている。なお、現金保有額は223億円から124億円へ減少した。

(3) バランスシートの変化

同社のバランスシートは3年間のキャピタル・マネジメントの結果としてさらに強化されている。負債総額は2002年度の82億円から2005年度には20億円に減少した。この結果、1998年度から2005年度の間にDEレシオは10.5%から2.6%へ低下し、自己資本比率は50.6%から59.4%へ上昇している。ネットキャッシュポジションは、141億円から104億円に減少した。また、総資産は1,558億円から1,321億円へ15.2%、投下資本は893億円から826億円へ7.5%圧縮されている。バランスシート圧縮の水準は前中期経営計画から大幅に低下しており、事業リストラクチャリングはほぼ完了したと考えられる。

(4) 事業ポートフォリオ・マネジメント

当中期経営計画の開始時点においては、同社の事業は新たな事業セグメントに変更されている⁶⁾。輸送機器事業が航空機事業及び特装車事業に分けられ、機械機器事業は産業機器事業へ改称されている。建設事業には変化はなく、サービス事業はその他事業に組み入れられた。

当中期経営計画では、コア事業への経営資源の集中投下が経営テーマの1つとして掲げられており、事業セグメント間におけるキャピタル・アロケーションの優先順位が大きく変化することが予想された。まず、設備投資に関しては、投資総額の43.6%が航空機事業にアロケーションされており、新事業セグメントに基づく情報がある2000年度から2002年度の間16.7%から大幅に増加している。特装車事業に関しては大きな変化はないが、産業機器事業は36.0%から21.0%に低下している。次に、研究開発投資に関しては、事業間のアロケーション比率に変化はなかった。こうしたキャピタル・アロケーションを見る限り、航空機事業をコア事業として経営資源を集中投下したと考えられるが、営業利益累計額では特装車事業が5.5倍、産業機器事業が1.2倍となっている一方で、航空機事業は41.9%減と業績を大幅に悪化させている。

6) 2001年度から新セグメントに変更になったが、決算資料では2000年度のセグメント情報も新セグメントに基づき修正され、開示されている。

(5) コーポレート・ガバナンス

コーポレート・ガバナンス改革により、取締役会がスリム化し、取締役の人員数は17名から6名に減少している。会長及び社長を含む3名が日立製作所の出身者であるが、1名は社外取締役となっている点が大きな変化と言えよう。また、取締役の任期が1年に短縮された。

株主構成に関しては、日立製作所による保有株式の減少に合わせて、外国人株主の保有比率が2002年度の2.35%から2005年度には22.28%に上昇した。中でもアクサ・ローゼンバーク証券投信投資顧問が5.6%を保有する大株主となっている。こうした株主構成の変更により、株主を意識した経営の必要性が大幅に高まることとなった。

(6) 中期経営計画における企業価値創造

当中期経営計画において同社の株価は202円から671円へと3.3倍となった。この結果、年平均TSRは51.2%と高水準となったが、国内競合他社平均の58.7%をアンダーパフォームした。新明和工業は2005年度に営業利益率を2002年度の2.3%から3.7%にまで向上させたが、競合他社の平均である7.5%には及ばなかったことが要因の一つと考えられる。ただし、ROEが2002年度の1.1%から2005年度に4.7%に改善したことは、企業価値向上のプラス要素となったと考えられる。

(7) 総括

当中期経営計画においては、社外取締役を任命するなどコーポレート・ガバナンス改革が実行された。その一方で、ROEが経営目標として設定されることはなかった。確かにROEは改善したが、経営目標の対象外となったことが財務レバレッジ効果にマイナスの影響を与えたことは否定できない。仮に自己資本比率が2005年度の59.4%ではなく、2000年度の45.8%であれば、前中期経営計画の目標であった6%の達成は可能であった。当中期経営計画においては、還元へのアロケーションとして52億円の負債返済、そして、日立製作所の保

有分の取得を目的とした81億円の自社株買いがあった影響により現金保有額は減少したが、今後の中期経営計画においてはどちらの要因もなくなる可能性がある。よって、株主還元の強化などにより資本構成を調整しなければキャッシュリッチになりかねないため、再度ROEを業績目標に設定し、資本構成を意識させるインセンティブを高める必要があると考えられる。

3. 2006年度から2011年度

(1) 中期経営計画の概要とパフォーマンス

同社は2006年4月に2006年度から2008年度までの3年間を計画期間とする新たな中期経営計画である「T-up 130!」を公表した。この中期経営計画は5カ年計画である「Value up 200!」の第1ステップに位置付けられるものである。なお、「Value up 200!」の経営目標は付加価値の倍増となっており、投資家を含めて社外のステークホルダーにはわかりにくいものであった。「T-up 130!」の業績目標は、2008年度において売上高1,500億円、営業利益80億円、そして海外売上高比率20%の達成である。なお、ROEに関しては前中期経営計画と同様に目標設定の対象となっていない。そして、これらの目標を実現するために3つの重点方針が掲げられた。1つ目が、高付加価値製品・サービスの市場投入、新規事業の開拓、海外における市場・事業の拡大、そして、製造コストの削減による価値の増大、2つ目が生産性の向上、そして3つ目が人材の育成、活性化であった。

しかし、想定を大幅に上回る円高の進行や資材費の再高騰、新規製品の生産プログラムの遅延などにより、最終年度となる2008年度での「T-up 130!」の目標達成の見通しが立たなくなったため、2008年7月に「Value up 200!」の経営目標設定の変更及び活動期間の1年延長を公表した。新たな経営目標としては、2011年度における売上高1,550億円、営業利益100億円、海外売上高比率25%という業績目標の達成に加えて、ROE5.5%、そして配当性向30%という株主志向の目標が追加されている。これらの目標を達成するために、①海外市場への積極進出、②受注生産の弱み解消、③新市場・新製品比率の向上、④

コア事業への経営資源集中，⑤事業価値評価の実行，そして，⑥多角的経営計画の立案・実行という6つの経営テーマが掲げられた。

しかし，新たな「Value up 200!」に関しても，2008年秋の世界金融危機を境に業況が一変したことにより，2010年秋に遂行が中断された。なお，2011年度の業績は，売上高1,090億円，営業利益23億円，そして，ROEマイナス0.3%と大幅に目標を下回っている。配当に関しては，2010年度及び2011年度は最終赤字であったが，「Value up 200!」期間中に減配が実施されることはなく10円の1株あたりの配当額が維持された。

(2) キャピタル・マネジメント

まずファイナンスに関しては，6年間の税引後GCFの累計額は367億円となった。この水準は売上高累計額の7,378億円に対して4.8%となっており，前中期経営計画における6.5%から低下している。この要因は本業の稼ぐ力の悪化である。営業利益率の平均が前中期経営計画での4.5%から新中期経営計画では2.5%に低下した。

次に投資へのキャピタル・アロケーションに関しては，前中期経営計画から2つの変化がある。1つ目は，投資比率の低下である。設備投資と研究開発投資の合計の累計額が売上高累計額の3.6%となり，前中期経営計画では4.6%から低下した。この要因としては，業績の悪化により焦点を絞った投資が実行されたことがある。2つ目として，M&Aへのアロケーションが増加したことだ。前中期経営計画では1億円未満であったが，新中期経営計画では18億円へ増加している。この結果，FCF累計額は70億円となり，売上高累計額に対する比率は0.9%となった。この比率は前中期経営計画における1.9%から低下している。

一方の還元へのアロケーションに関しては，前中期経営計画から2つの変化があった。1つ目は配当には60億円がアロケートされたが，大規模な自社株買いは実施されず，自社株買い総額は1億円未満に止まったことである。もちろん，業績の悪化により自社株買いの余裕がなかったこともあるだろうが，前

中期経営計画での自社株買いが日立製作所の保有分を買い戻すという一過性のニーズによるものであったことが主な要因と考えられる。2つ目は負債による資金調達を実施されたことである。これまでの中期経営計画では負債返済を積極的に行ってきたが、当中期経営計画では負債の借入額が返済額を上回りネットの負債借入額が75億円となった。この結果、保有現金額は2005年度の124億円から2011年度には199億円に増加している。

(3) バランスシートの変化

負債総額は2005年度の20億円から2011年度には100億円に増加している。この結果、DEレシオは2.6%から12.8%、自己資本比率は59.4%から57.3%へ若干悪化したが、98億円のネットキャッシュポジションとなっており十分に健全な水準を維持している。また、総資産は1,321億円から1,361億円へ3.1%、投下資本は826億円から893億円へ8.1%増加しており、バランスシートは圧縮から拡大へ転換することとなった。

(4) 事業ポートフォリオ・マネジメント

当中期経営計画中の2010年度において、同社の事業は新たな事業セグメントに変更されている⁷⁾。機械式駐車設備の製造・販売及び保守・改修を行うパーキングシステム事業が産業機器事業から分離され、同事業は産機・環境システム事業に改称された。また、建設事業はその他事業に組み入れられている。

当中期経営計画においても、前中期経営計画から引き続きコア事業への経営資源の集中投下が経営テーマの1つとして掲げられており、事業セグメント間におけるキャピタル・アロケーションの優先順位の変化が予想された。

まず、設備投資に関しては、当中期経営計画では総額の37.0%が航空機事業にアロケーションされており、前中期経営計画の43.6%から大幅に低下した。

7) セグメント分析においては、パーキングシステム事業とパーキングシステム事業の実績値を合算することにより旧セグメントの産業機器事業として分析を行っている。

一方、特装車事業は25.7%から28.4%、産業機器事業は21.0%から26.0%に増加している。次に、研究開発投資に関しては、事業間のアロケーション比率に大きな変化はなかった。こうしたキャピタル・アロケーションを見る限り、特装車及び産業機器事業がコア事業として資源の集中投下の対象となっていると考えられる。実際、産業機器事業は営業利益累計額の57.4%を占めており、前中期経営計画での40.6%から大幅に上昇している。ただし、特装車事業は2009年度の営業赤字の影響が大きく、42.7%から29.1%へ比率を下げている。

また、これまでの中期経営計画では、事業ポートフォリオ・マネジメントが事業間のキャピタル・リアロケーションに止まっていたが、当中期経営計画中においては買収及び事業売却が積極化している。特装車事業においては、2007年度に林業機械のトップメーカーであるイワフジ工業を買収した。一方で、2009年度には、産業廃棄物及び一般廃棄物の収集、運搬などを行うメルテックをノンコア事業と判断しDOWAエコシステムに譲渡している。

(5) コーポレート・ガバナンス

同社は取締役会の改革を継続し、2007年度には6名の取締役のうち、社外取締役を1名から2名に増員している。コーポレートガバナンス・コードの施行以前であることを考えると、かなり先進的な試みであると言える。また、日立製作所出身者も3名から2名へ、2008年度には社長のみの1名となった。2010年度以降は同社出身者が社長に就任し、日立製作所出身者の取締役はゼロとなった。2011年度には9名（社外取締役2名）に増員となっている。

株主構成に関しては、外国人株主比率は20%前半で推移したが、アクサ・ローゼンバーグ証券投信投資顧問が2008年度まで5%以上を保有し続け、また、英国の機関投資家であるシュローダーが2008年6月に5.16%を保有する大株主となっている。なお、これらの2社の機関投資家は2009年にイグジットしたが、シュローダーは2015年9月に5.15%を保有する大株主として再登場することになる。

(6) 中期経営計画における企業価値創造

当中期経営計画において同社の株価は671円から412円下落し、年平均TSRはマイナス5.7%となったが、国内競合他社平均のマイナス9.9%をアウトパフォームした。競合他社4社のうち3社が減配となっている中で、新明和工業が10円の配当を維持したことは株価パフォーマンスに好影響を与えたと考えられる。なお、当中期経営計画期間のROEの平均は1.5%となり、前中期経営計画の平均の4.0%から大きく悪化している。

(7) 総括

当中期経営計画は、世界金融危機の影響などにより目標の達成には程遠い結果に終わったが、前中期経営計画から改善された点も少なくなかった。ROE目標が復活し、配当に関する目標も新たに設定されている。実際、当中期経営計画の期間中、2度最終赤字に転落したが、10円の配当を維持したことは評価できる。また、社外取締役が2名に増員されたこともコーポレート・ガバナンスへの意識の高さの表れと考えられる。2011年度時点においては、競合他社ではモリタホールディングスが1名の社外取締役を任命していたに過ぎない。

当中期経営計画におけるコーポレート・ガバナンス関連の最重要イベントは前述の外国人機関投資家2社による大量保有である。どちらも投資目的は純投資であり、経営に積極的に影響を与える意思はなかったと考えられるが、同社には2社を大株主として引き寄せる要因があったことは事実である。その要因の1つは同社が創出する安定的なFCFである。1999年度から2011年度の期間中にFCFがマイナスになったのは3回に過ぎない。もう1つの要因は、日立製作所の保有株式を買い取ったことにより急増した金庫株である。2011年度において、金庫株が発行済株式総数の16.7%を占めるに至っている。株式市場への再放出による株価下落のリスクを回避するために、株主が金庫株の消却を要求することは当然な行動である。今後の経営計画において、同社の経営陣はこのような株主の意向を経営に反映させる必要がある。

4. 2012年度から2014年度

(1) 中期経営計画の概要とパフォーマンス

同社は2012年1月に2012年度から2014年度までの3年間を計画期間とする新たな中期経営計画である「New Challenge 50」を公表した。この計画は同社生え抜きの大西良弘社長の下で策定されたものである。中期経営ビジョンとして、製品・サービスを通じた社会貢献としてのCSR経営を掲げている。業績目標は、2014年度までに売上高1,500億円及び営業利益50億円となっており、ROEに関しては目標が設定されていない。配当に関しては、配当性向30%に加えて、安定配当の方針が示されている。これらの目標を達成するための全社レベルの方針としては、コアとなる4事業の国内強化による収益拡大、そして、コアコンピタンス強化による競争力強化とグローバル市場展開が掲げられている。一方、事業レベルの方針としては、4つのテーマが掲げられた。1つ目は環境配慮であり、CO₂削減を織り込む製品・サービスの提供を基本とする。2つ目がバランスシート重視経営である。資産効率及びFCFを意識した経営を実践する。前述の通り、ROEに関しては目標が設定されていないが、売上や利益だけでなく、バランスシートも重視するスタンスとなっている。3つ目は経営組織に関するものであり、事業部制と人的リソースの配分が軸となる。4つ目が人材育成である。次世代経営者の育成プログラム導入が主な目的である。

次に、当中期経営計画の結果であるが、初年度に売上高が1,509億円、そして、営業利益が58億円となり目標を達成している。また、最終年度には売上高が1,931億円、そして、営業利益が136億円と目標を大幅に上回る結果となった。この好調な業績は、各事業の利益ある成長によるものである。航空事業は2011年度から2014年度に売上高が1.7倍となり、営業利益率は0.3%から12.8%に大幅に改善している。特装車事業は、M&Aの効果もあり、売上高は同期間中に2.1倍となり、営業利益率は5.6%から8.2%に改善した。産機・環境システム事業は、同期間中に売上高が25.3%増加し、営業利益率は2011年度の6.7%を維持している。ただし、パーキングシステム事業は、同期間中に売上高が

68.5%増加したものの、営業利益率は9.6%から4.8%に低下している。

(2) キャピタル・マネジメント

まずファイナンスに関しては、3年間の税引後GCFの累計額は460億円となった。この水準は売上高累計額の5,181億円に対して8.9%となっており、これまでの中期経営計画で最高水準となった2003年度から2005年度の実績である6.5%を上回っている。この要因は本業の稼ぐ力の大幅な改善である。営業利益率の平均が前中期経営計画での2.5%から新中期経営計画では5.9%に改善した。

次に投資へのキャピタル・アロケーションに関しては、投資拡大への転換とM&Aの継続という2つの特徴があった。前者に関しては、売上高累計額に対する研究開発投資と設備投資の合計の累計額の比率は4.4%となり、前中期経営計画における3.7%から上昇している。一方、後者のM&Aは、特装車事業が実施した。この結果、FCF累計額として108億円が創出され、売上高累計額に対する比率は2.1%となっており、前中期経営計画における0.9%から改善している。

一方の還元へのアロケーションに関しては、前中期経営計画から2つの変化があった。1つ目は増配である。2013年度には12円、そして2014年度には14円となり、累計で33億円がアロケートされた。どちらの年度も2円分に関しては普通配当による増配ではなく特別配当となっており、安定配当を維持するために慎重に増配を実施していることが伺える。2つ目は負債の返済である。前中期経営計画では業績が低迷したこともあり負債による資金調達を実施したが、当中期経営計画では140億円を負債返済にアロケートしている。この結果、現金保有額は199億円から129億円に減少した。

(3) バランスシートの変化

負債総額は2011年度から2014年度にかけて100億円から42億円に減少している。この結果、財務レバレッジ関連の指標が改善した。DEレシオは12.8%

から4.0%へ大幅に低下し、自己資本比率は57.3%から58.1%へわずかながら上昇している。ネットキャッシュポジションは、98億円から87億円への減少となった。また、M&Aの影響もあり、総資産は1,361億円から1,822億円へ33.8%増、投下資本は893億円から1,101億円へ1.2倍となっている。

(4) 事業ポートフォリオ・マネジメント

これまでの中期経営計画では、成長が見込まれる分野やコア事業への経営資源の集中投下が経営方針として示されてきた。しかし、当中期経営計画では4事業の強化が方針となっており、事業セグメント間におけるキャピタル・リアロケーションは想定されていなかったが、実際は特装車事業へのキャピタル・リアロケーションが強化されることとなった。2012年に東邦車輛を買収し、2013年に富士重工業から塵芥車事業を譲受したことにより、同事業への設備投資比率が前中期経営計画の28.4%から52.6%に増加している。これまでの中期経営計画において、特定の事業への設備投資比率が5割を超えたことは初めてのことであり、同事業の重要性が高まりつつあることが伺える。

(5) コーポレート・ガバナンス

同社の株主構成に占める外国人株主比率は2011年度の21.38%から2014年度には34.03%に上昇している。特に注目されるのが、米国大手機関投資家2社による大量保有である。2013年2月にJPモルガン・アセット・マネジメントが6.03%を保有する大株主となり、2014年度には6.78%まで買い増している（2016年3月にイグジット）。そして、キャピタル・インターナショナルが2014年4月に5.38%を保有し、その後6.73%まで買い増している（2015年10月にイグジット）。両社とも投資目的は純投資であるため、新明和工業に対するエンゲージメントの実施や経営に対する影響に関しては明らかではないが、2社の投資期間中に同社は3つの株主志向の財務戦略を実行している。まずは、現金保有額の圧縮であり、当中期経営計画の経営テーマの一つであるバランスシート重視経営が実行されたと言える。次に増配である。配当性向は目標とす

る30%を大きく下回るが、10円、12円、そして14円と増益に合わせて増配が実施されている。3つ目は、自己株式の消却である。2011年度において、金庫株が発行済株式総数の16.7%を占めるに至っていたが、そのほぼ全株を消却した。その結果、発行済株式総数は16.5%減少している。

(6) 中期経営計画における企業価値創造

当中期経営計画において同社の株価は412円から1,275円に上昇した。年平均TSRは47.1%となり、国内競合他社平均の27.2%を大幅にアウトパフォームした。競合他社4社も業績は好調であったが、新明和工業の2014年度の営業利益は2011年度から6倍となり、競合他社の利益成長を大幅にアウトパフォームしている。

また、ROEは2011年度から2014年度にかけてマイナス0.3%から9.1%へ大幅に上昇している。同期間中、財務レバレッジにはほぼ変化はなかったが、営業利益率が2.1%から7.1%したことに加え、売上高が1.8倍に拡大したことにより総資産回転率が0.80倍から1.06倍に向上したことがROE大幅改善の要因となっている。

(7) 総括

当中期経営計画において、同社は業績面では過去最高の結果を収め、財務の面では保有現金の圧縮、増配、そして自己株式消却と株主志向の戦略を実行した。しかし、懸念すべき点も残る。それは、安定的に創出される多額のFCFのアロケーションである。この懸念は、2003年度から2005年度の中期経営計画の総括に指摘したものと同様である。当中期経営計画では108億円のFCFが創出されたが、33億円の配当の支払いに加え、前中期経営計画において増加した負債の返済に140億円をアロケートすることにより現金保有額は減少した。しかし、返済すべき負債が大幅に減少した状況において、今後も安定的にFCFが創出されることになれば、株主還元を大幅に強化しない限り余剰現金が積み上がりかねない。今後の中期経営計画では、再度ROEを業績目標に設

定し、資本構成を意識させることが不可欠になる。

5. 2015年度から2017年度

(1) 中期経営計画の概要とパフォーマンス

同社は2015年4月に2015年度から2017年度までの3年間を計画期間とする新たな中期経営計画「New Challenge 100」を公表した。この計画は、前中期経営計画と同様に同社生え抜きの大西良弘社長の下で策定されたものである。業績目標は、売上高2,000億円及び営業利益100億円の維持となっているが、維持という表現となっているのは、前中期経営計画の最終年度における売上高は1,931億円、営業利益は136億円と目標水準に近い、もしくは上回る業績を既に達成しているからである。ROEと配当に関しては目標が設定されていない。なお、配当に関しては、有価証券報告書によれば、継続的かつ安定的な配当を行うことが基本方針となっている。

これらの目標を達成するための全社レベルの方針は、事業基盤の堅持と「殻」を破る新たな挑戦、製品やサービスを通じたCSR経営の推進、そして、次世代経営者の育成の3点から構成されている。一方、事業レベルの方針としては、成長路線への変革に向けたポートフォリオ・マネジメント、新製品の創出による成長市場への新規参入、そして、自動化による生産性の向上と競争力の強化の3点から構成されている。

次に、当中期経営計画の結果であるが、初年度に売上高2,039億円、営業利益153億円を達成し、その後の2年度も継続的に業績目標を達成している。ROEに関しては、2014年度の9.1%から2015年度に9.4%に上昇した後、2017年度には5.8%へと低下した。

(2) キャピタル・マネジメント

まずファイナンスに関しては、3年間の税引後GCFの累計額は492億円となった。この水準は売上高累計額の6,125億円に対して8.0%となっており、過去最高水準となった前中期経営計画の実績である8.9%をわずかながら下回っ

たが、絶対額では6.9%増加している。

次に投資へのキャピタル・アロケーションに関しては、高水準の投資が維持された。設備投資と研究開発投資の合計の累計額は、過去最高水準となった前中期経営計画から18.8%増加している。一方で、M&Aは実施されていない。

この結果、FCF累計額として前中期経営計画比65.0%増の178億円が創出された。売上高累計額に対する比率は2.9%となっており、前中期経営計画における2.1%から改善している。

一方の還元へのアロケーションに関しては、前中期経営計画から3つの変化があった。1つ目は増配である。配当総額は前中期経営計画の33億円から42億円へ増加している⁸⁾。2つ目は自社株買の実施である。主に日立製作所による保有分を全株取得する目的で31億円を自社株買いにアロケートしている。3つ目は負債返済の大幅な減少である。前中期経営計画では140億円であったが、50億円に止まっている。このように還元へのアロケーション累計額がFCF累計額を大幅に下回ったため、現金保有額が2014年度の129億円から2017年度には188億円へ大幅に増加している。

(3) バランスシートの変化

負債総額は、2014年度から2017年度の期間に42億円から9千万円に大幅に減少している。この結果、既に健全な水準にあった財務レバレッジ関連の指標がさらに改善した。DEレシオは同期間中に4.0%から0.1%へ低下し、自己資本比率は58.1%から65.7%へ上昇している。ネットキャッシュポジションは、87億円から187億円に増加している。こうしたバランスシートの変化が、後述するようにROEにネガティブな影響を与える要因の1つとなった。

(4) 事業ポートフォリオ・マネジメント

前中期経営計画においては、4事業の強化が方針となっていたが、新中期経

8) 2017年度の大増配は期末配当によるものであり、2017年度のキャッシュフロー計算書には反映されていない。

営計画では、成長路線への変革に向けたポートフォリオ・マネジメントが事業レベルの方針として示された。しかし、前中期経営計画からの特装車事業への高水準の設備投資が維持され、同事業への設備投資比率は前中期経営計画と同水準の52.1%となった。研究開発費に関しては事業間でのアロケーションには大きな変化はなく、M&Aも実施されることはなかった。

(5) コーポレート・ガバナンス

同社は取締役会の改革をさらに推し進め、2017年度には9名の取締役のうち、社外取締役が3名となった。次に、同社の株主構成に関しては、外国人株主比率が2016年度の34.03%から2017年度には41.00%に上昇している。なお、シュローダーは2015年9月に大株主として再登場すると、当中期経営計画期間中に最大9.4%まで保有比率を高めた。

当中期経営計画においては、株主還元に変化があったが、これは旧村上ファンド系の投資会社レノ及び共同保有者によるアクティビズムに対する新明和工業の対応の結果である。同社は、彼らの大量報告書提出から約2週間後には、2017年度の予想年間配当額を前年度から9円増配の23円とすることに加え、2018年度には36円に増配すると発表した。もちろん、取締役会は素早い対応を行っているものの、自社及び競合他社に関する認識が不十分だったとも考えられる。というのも、同社は前年度時点において、ネットキャッシュポジションが186億円、自己資本比率が62.7%、そして、PBRが0.9倍のキャッシュリッチ企業となっていたのだ。それにもかかわらず安定配当の方針に基づき増配を実施してなかった。一方、競合他社は業績の回復に合わせて積極的に増配を実施している。株主還元強化を求める要求が強まることは明らかだったのにもかかわらず、事前に対応できなかったためにアクティビストの介入を招くことになったのである。

(6) 中期経営計画における企業価値創造

当中期経営計画において同社の株価は1,275円から875円に低下した。年平

均TSRはマイナス10.1%となり、国内競合他社平均の12.4%を大幅にアンダーパフォームした。なお、TSRがマイナスとなったのは同社に限られる。競合他社4社は業績が好調であったが、新明和工業は売上高が成長せず、営業利益率は2014年度の7.1%から2017年度には5.1%に低下した。この結果、営業利益は22.3%の大幅な減益となっている。

ROEに関しては、2015年度に過去最高の9.4%となり2014年度の9.1%を上回ったが、その後の2年間は営業利益率及び財務レバレッジの低下に合わせて、7.7%、5.8%へと低下した。

(7) 総括

当中期経営計画においては、2015年度に売上高2,039億円、営業利益153億円、そして営業利益率7.5%という過去最高の業績を達成した。その後の2年間は売上が伸び悩み、営業利益率も低下したが、FCF累計額は売上高累計額の2.9%に相当する178億円と高水準となった。しかし、安定なFCF創出力には同時にキャッシュリッチ化するリスクも潜んでいた。当中期経営計画においては、還元へのアロケーションとして50億円の負債返済、そして、日立製作所の保有分の全株取得を目的とした31億円の自社株買いがあった影響により、保有現金の増加は59億円に止まったが、今後の中期経営計画においてはどちらの要因もなくなる見込みである。よって、当中期経営計画の水準の業績が継続する場合、FCFのアロケーションを大きく変化させない限り、保有現金が積み上がり続けることになりかねなかった。まさにこの状況に目を付けたのがレノ及び共同保有者だった。もちろん、2017年度の期末配当と2018年度の年間配当の増配だけでは潤沢に創出されるFCFをアロケートするには不十分であるため、彼らが引き続き株主還元への要求を高めることが予想された。実際、レノ及び共同保有者は、同社のキャッシュリッチの状況を是正するための要求を2019年3月のイグジットまで継続的に行うことになる。

6. 2018年度から2020年度

(1) 中期経営計画の概要とパフォーマンス

同社は2018年5月に2018年度から2020年度までの3年間を計画期間とする新たな中期経営計画「Change for Growing, 2020」を公表した。この計画は、2017年4月に新たに就任した同社生え抜きの五十川龍之社長の下で策定されたものである。なお、策定の時期がレノ及び共同保有者によるアクティビズムが開始されたタイミングと重なっているため、彼らの要求が反映された内容となっている。基本方針は企業価値向上に向けた転換であり、業績目標は、2020年度における売上高2,300億円、営業利益140億円、ROE8%の達成である。2017年度の実績と比較すると、成長性の拡大、収益性の改善、資本効率性の改善という3つの実現が求められる。また、当中期経営計画においては、初の試みとして事業セグメントの売上高及び営業利益の目標値も設定された。

これらの目標を達成するために2つの方針が掲げられている。まずは、基盤事業の規模拡大及び収益向上である。製品・サービス、海外市場、そして、M&Aとアライアンスという3つの視点から各事業セグメントの成長性の拡大と収益性の改善を実現する。次に、株主還元政策である。配当性向を40%から50%の水準とし、2006年度から2011年度の中期経営計画で設定した30%から水準を高めている。また、自社株買いに関しては初めて方針を示しており、資本効率、キャッシュフロー等を勘案しつつ、成長投資の実施状況等に鑑みて、機動的に実施することとした。積極的な株主還元により資本効率性を改善し、ROEを向上させるのが狙いである。このように当中期経営計画は成長投資と株主還元の両立を目指した計画であった。

次に、当中期経営計画の結果であるが、売上高及び営業利益に関しては未達となった。この主な原因としては、2020年度において、コロナ禍の影響により航空事業が大幅に業績を悪化させ営業赤字に転落したことがある。ROEに関しては、当中期経営計画において最高の業績となった2019年度に8.9%に達しており、一過性であったが目標を達成した。株主還元に関しては、大幅増配により配当性向の当中期経営計画期間の平均は60.4%となり目標を達成した。

自社株買いは、後述するリキャップに関連して総額450億円を実施している。その結果、当中期経営計画期間における総還元性向は、一般的な水準である50%から60%を大幅に上回る285%となった。

(2) キャピタル・マネジメント

まず、ファイナンスに関しては、3年間の税引後GCFの累計額は489億円となった。この水準は売上高累計額の6,538億円に対して7.5%となっており、前中期経営計画の実績である8.0%をわずかながら下回ったが、絶対額ではほぼ同額となっている。

次に投資へのキャピタル・アロケーションに関しては、高水準の投資が維持された。設備投資と研究開発投資の合計の累計額は、過去最高水準となった前中期経営計画から10.2%増加している。また、M&Aに29億円、投資有価証券に66億円がアロケートされている。前中期経営計画では、M&Aは実施されておらず、投資有価証券へのアロケーションは9億円に止まっていた。

このような積極的な投資の結果、FCF累計額は前中期経営計画比54.8%減となる81億円に止まった。売上高累計額に対する比率は1.2%となっており、前中期経営計画における2.9%から大幅に低下している。

一方の還元へのアロケーションに関しては、リキャップの影響により株主還元累計額と負債による調達累計額の大幅な増加が同時に生じている。株主還元に関しては、配当が2017年度の23円から2018年度には45円、2019年度には87円（特別配当45円を含む）、そして2020年度には38円へと大幅増配となり、119億円がアロケートされた。また、自社株買いには450億円がアロケートされている。なお、買い戻した株式のほぼ全株を消却したため、発行済株式総数は2017年度の1億株から2020年度には7千万株に減少した。このようにFCF累計額の81億円を大幅に上回る569億円が株主還元にあロケートされたが、その差額は負債による518億円の資金調達で賄われている。

(3) バランスシートの変化

当中期経営計画において実施されたりキャップの影響により同社のバランスシートは2017年度から大きく変化した。負債総額は、2017年度から2020年度の期間に9千万円から545億円へ急増している。これに合わせて財務レバレッジ関連の指標も大きく変化した。DEレシオは同期間中に0.1%から62.0%へ上昇し、自己資本比率は65.7%から41.5%へ低下している。この水準は、有利子負債削減による財務体質の改善・強化に取り組んだ1999年度から2002年度の中期経営計画の開始時点と同水準である。キャッシュポジションに関しては、187億円のネットキャッシュポジションから315億円のネットデットポジションへ転換し、同社はキャッシュリッチ企業ではなくなったのだ。このリキャップにより株主還元的大幅な増加とROEの改善を同時に実現することが可能となった。

(4) 事業ポートフォリオ・マネジメント

当中期経営計画においては、前中期経営計画から引き続き特装車事業への高水準の設備投資が維持され、同事業への設備投資比率は前中期経営計画の52.1%から58.0%に上昇した。また、産機・環境システム事業が2018年に3社を買収したこともあり、同事業への設備投資比率は9.9%から23.4%へ大幅に上昇した。なお、コロナ禍の影響により業績が大幅に悪化した航空事業への設備投資比率は32.0%から10.3%へ大幅に低下している。研究開発費に関しては事業間でのアロケーションには大きな変化はない。

(5) コーポレート・ガバナンス

当中期経営計においても、取締役会はアクティビズムに素早く対応した。2018年7月には50億円を上限とする自社株買いを公表し、同年12月に取得を終了するとともに取得全株式を消却している。その後、2019年1月上旬には2019年度に45円の特別配当を実施する方針を公表した。そして、同月下旬には、「株主価値の向上に向けた株主還元の実施について」を公表した。公表された

株主還元政策は、具体的には負債により調達した400億円をTOBによる自社株買いにアロケートするリキャップであり、その規模は取得株数が発行済み株式数の約28%に相当する大規模なものであった。もちろん、このリキャップはレノ及び共同保有者に保有株式を売却しグジットする機会をもたらすものであったが、水面下でのエンゲージメントにおいて同社とレノ及び共同保有者との間で資本構成に関する議論が行われていた。両者はトレードオフ理論に基づき最適資本構成を検討し、20%から30%程度の負債比率が最適な資本構成であるとの結論に至っている。このように資本構成の方針が決定されたことにより、取締役会はバランスシートへのモニタリングを強化し、再度同社がキャッシュリッチとなる可能性は大幅に低下すると期待される。また、リキャップに加えて、役員に対する株式報酬制度の導入の検討についても同時に公表されており、企業価値の向上に向けてさらにガバナンスが強化されると期待できる。

(6) 中期経営計画における企業価値創造

当中期経営計画において同社の株価は875円から905円に上昇した。年平均TSRは7.1%となり、国内競合他社平均の6.6%をわずかながらオーバーパフォームしている。

ROEに関しては、当中期経営計画期間中の営業利益率の平均が5.2%と前中期経営計画期間中の6.4%から低下したにもかかわらず、リキャップによる財務レバレッジの大幅な上昇の効果により、ROEの平均値は7.4%と前中期経営計画期間中の7.7%とほぼ同水準となった。

(7) 総括

同社はレノ及び共同保有者によるアクティビズムの結果、キャッシュリッチという長年の課題を解決した。安定的にFCFを創出する企業ほど資本構成の調整が必要となるが、同社のバランスシートの推移を見る限り、負債はネットキャッシュポジションの範囲に抑える方針であり、最適資本構成について取締役会で議論されることはなかったと想定される。今回のアクティビズムを契機

として加重平均資本コスト（WACC）という主要バリュードライバーの1つにメスが入り、企業価値向上の可能性が高まることとなった。その一方で、社外取締役が3名も選任されいながらキャッシュリッチの問題に対して適切に対応できていなかったのは、同社のガバナンスが「形だけのガバナンス」に過ぎなかったことが原因と考えることもできる。アクティビストのイグジットを受け、外国人株主比率は2017年度の41.00%から2020年度には16.41%へ大幅に低下し、それに比例して株主からの圧力も大幅に低下すると考えられる。そのような状況下において、取締役会が外部からの圧力を必要とせず、自主的に改善点を特定し、ボランティア・リストラクチャリングを実行できるか否かが今後の企業価値向上に大きく影響することになる。

Ⅳ. ポスト・アクティビズムにおける経営戦略の変化

1. 長期経営計画及び新中期経営計画の概要

これまで同社の6つの中期経営計画を時系列に確認してきた。1999年度から2017年度における5つの中期経営計画は同社主導によるものであり、2018年度から2020年度の中期経営計画はアクティビストの要求を反映させたものとなっている。では、ポスト・アクティビズムの同社の経営戦略はどのように変化したのだろうか。同社が2021年5月に公表した長期経営計画及び中期経営計画はポスト・アクティビズム初の経営計画であり、前中期経営計画の基本方針となった企業価値向上への転換が一過性に過ぎないのか、もしくは持続的なのかを判断するための好材料となる。

同社は2030年度を最終年度とする長期経営計画「SG-Vision 2030」及び2023年度を最終年度とする中期経営計画「SG-2023」を策定したが、同社が10年間にわたる長期経営計画の策定は同社初の試みであった。なお、中期経営計画は長期経営計画の第一フェーズに位置づけられるものとなる。それぞれの計画について概要を確認したい。

まず、長期経営計画に関しては、2つの経営テーマから構成されている。1

つ目が長期事業戦略である。「グローバルな社会ニーズに応え、都市・輸送・環境インフラの高度化に貢献する価値共創カンパニーを目指す」という同社の長期ビジョンを2030年に実現するための事業施策を立案・実践する。2つ目が経営基盤の強化であり、具体的にはサステナビリティ経営の実践及びDXの推進の2つのアプローチにより実現を目指す。業績目標としては、2030年度における売上高4,000億円、海外売上高1,000億円、ROE12%、そして、ROIC10%の達成を掲げているが、ROICが業績目標として設定されたのは同社初のことである。

次に中期経営計画に関しては、長期経営計画を構成する長期事業戦略と経営基盤の強化という2つのテーマに対応した内容となっている。まず、長期事業戦略に関しては、既存事業の収益向上、海外事業の拡大加速、新規事業の開発、そして、事業ポートフォリオの最適化という4つのアプローチにより実現を目指す。なお、事業ポートフォリオの最適化が中期経営計画においてアプローチとして掲げられたのは同社初のことである。次に経営基盤の強化に関しては、地球温暖化防止と循環型社会への貢献、ダイバーシティ & インクルージョンの推進、コーポレート・ガバナンス体制の充実、そして、DX推進のためのIT基盤構築の4つのアプローチから構成されている。そして、業績目標としては、2023年度における売上高2,500億円、営業利益150億円、海外売上高450億円、ROE10%、そして、ROIC7%を掲げている。株主還元に関しては、前中期経営計画と同様の方針となっており、配当性向は40%から50%、自社株買いは株価水準などに応じて機動的に実施する計画である。そして、これらに加えて新たに目標として設定されたのが、3年間の成長投資累計額である。設備投資及びM&Aに300億円から400億円を投じる計画となっている。

2. 企業価値創造経営の持続性

両経営計画にはこれまでの中期経営計画には見られなかった株主志向の「初物」が多く反映されており、ポスト・アクティビズムにおいても企業価値向上を意識した経営を持続する姿勢が伺える。3点の「初物」を取り上げてみたい。

まずは長期経営計画の公表である。これまでは通常3年スパンの中期経営計画を公表するに止まっていたが、ポスト・アクティビズムでは長期経営計画において同社の長期ビジョンや長期の業績目標を明確にしており、投資家が経営の長期的な方向性を理解しやすくなっている。このような追加的な情報開示は同社の経営の透明性を向上させるため、資本コストの低減が期待できる。

2点目はROIC経営の導入である。これに関しては2つの側面がある。1つ目は、資本コストへの意識の醸成である。企業価値の向上にはWACCを上回るROICの創出が求められるため、ROIC経営の導入はWACC低減に向けて最適資本構成を実現するインセンティブとなることが期待される。実際、同社はネットDEレシオの目安を原則として50%程度に設定したが、この水準はネットキャッシュポジションを長期にわたり維持してきた同社としては方針の大転換であり、レノ及び共同保有者によるバランスシート型アクティビズムが同社の経営に持続的な効果をもたらしていると言える。

そして、2つ目の側面は、事業ポートフォリオ・マネジメントの向上である。事業別ROICを把握することにより、高ROIC事業へのキャピタル・アロケーションの強化や低ROIC事業のリストラクチャリングや売却などを効果的に実施することが可能となる。今日では、コングロマリット企業が抱える不採算事業の売却を要求するM&A型アクティビズムが主流となりつつあるが、同社は航空事業が2期連続営業赤字に陥っており、全社の業績の足かせとなっているため、同社は事業ポートフォリオ・マネジメントに対して先手を打ったと考えられる。

3点目はキャピタル・アロケーション方針の開示である。中期経営計画期間において、配当方針に加えて、設備投資及びM&Aへのアロケーション計画が示されている。このようにキャピタル・アロケーション方針を明確にすることは、経営の透明性を高めるだけでなく、投資家による企業価値評価の精度を向上させ、株価ボラティリティの低下につながると期待される。

このように同社はバランスシート型アクティビズムをきっかけに醸成された資本構成及び資本コストへの意識を維持するだけでなく、情報開示の向上、そ

して、ROICに基づく事業ポートフォリオ・マネジメントの導入といった新たな株主志向の対応も追加的に実施しており、企業価値向上へのモメンタムを加速させている。まだポスト・アクティビズムは始まったばかりであり長期経営計画及び中期経営計画の結果は明らかになってはいないが、同社はアクティビズムが企業価値向上に向けて経営を転換させるトリガーとなったケースと言えるだろう。

Ⅳ. インプリケーション

新明和工業のケースを企業とアクティビストの建設的なエンゲージメントのケースとして肯定的に捉えてきたが、本ケースのインプリケーションは企業とアクティビストが協働して企業価値を向上すべきであるというものではない。真のインプリケーションはそれとは対極のものであり、企業が事前にアクティビストの視点を経営に反映させてアクティビズムを不要にすることだ。つまり、アクティビストとの建設的なエンゲージメントはセカンドベストに過ぎないということである。彼らに先んじて株主志向の経営を実践すれば、エンゲージメントの対応は不要となり経営に集中することができるはずだ。しかし、日本の現状としては、キャッシュリッチなミドルキャップやスモールキャップ企業がアクティビストのターゲットとなり、多額の還元を要求されるケースの枚挙にいとまがない。こうしたアクティビズムに関して不思議でならないのは、キャッシュリッチであることは疑いようもないにもかかわらず、企業がそれを認識できないことである。彼らは自己資本比率が高く、PBRが1倍割れであることがほとんどなのだ。では、どうすれば自社がキャッシュリッチであると認識し、適切な財務戦略を策定できるのか。2つのアプローチが考えられる。

1つ目のアプローチは、新明和工業と同様にアクティビストの介入を待つことである。アクティビストはキャッシュリッチ企業をリスト化しており、頼まなくても大株主となりキャッシュリッチを解消する要求を矢継ぎ早にしてくれるはずだ。しかし、このアプローチには労力とリスクを伴う。労力に関しては、

通常アクティビズムは2年から3年の期間に及ぶ。新明和工業のケースではアクティビストは1年でイグジットしたが、これは同社が素早くアクティビストの要求を受け入れたからであり、ターゲット企業が敵対的な行動を取ればアクティビズム期間が長期化し、より多くの労力を費やさざるを得なくなる。次にリスクに関しては、アクティビストの要求が必ずしも企業価値を向上させるとは限らないことだ。その原因は彼らがターゲット企業に求めるストレッチの水準の高さである。新明和工業のケースでは、リキャップ直後の負債水準は、かつて有利子負債削減による財務体質の改善・強化に取り組んだ1999年度から2002年度の中期経営計画の開始時点と同水準となった。つまり、かつては危険水域と判断された水準にまで財務レバレッジを高めることになったのだ。確かに同社は複数の事業セグメントを抱えるため、分散効果により全社としてのリスクは低下する。実際、複数の事業セグメントの業績が同時期に低迷したことにより全社の業績が悪化したのは世界金融危機が発生した2008年度に限られる。しかし、2022年度にこの問題が再発している。航空事業はコロナ禍の影響が収まりつつあり黒字に転換する見通しであるが、収益性は低水準に止まっている。また、特装車事業は主要部品調達遅れなどに伴う生産活動の停滞、そして鋼材価格の上昇の影響を受け2022年度の営業利益は1億円と前年度の53億円から大幅減益となる見通しである。この結果、全社の営業利益は前年度から33.8%減益となる70億円を見込んでいる。なお、営業利益が100億円を下回るのは2012年度以来のことだ。配当は前年度の42円を維持する予想であるが、2事業の業績低迷が継続すれば、当中期経営計画の投資計画に支障が出る恐れもある。その場合、企業価値の向上どころか破壊につながりかねない。このようにアクティビストが要求する高水準のストレッチは、想定外のイベントが生じた場合に企業を危険な状況に晒しかねないのである。

2つ目のアプローチは、社外の論理に耳を傾けることである。その際に参考にすべき情報源が3つある。まずは、海外企業も含めた同業他社のベンチマークデータである。自社のDEレシオやインタレストカバレッジレシオなどの財務レバレッジ指標が業界平均を大きく下回る場合にはキャッシュリッチである

と判断される。業界平均まで財務レバレッジを上昇させるのが最もシンプルな対応であろう。次に、ファンダメンタルズに注目する長期視点の投資家の意見である。彼らも海外企業も含めた同業他社のベンチマーク分析を実施しており、投資先に適した財務レバレッジ水準を把握しているはずだ。3つ目がファイナンスに精通する社外取締役の意見である。もちろん、取締役会にはファイナンスを専門とする執行取締役が選任されていることが多いが、彼らは社内の人材であるがゆえに社内の論理が優先され現状維持に陥りかねない。これらの3つの情報源に基づき自ら自社にとって適切な財務戦略を策定することによりアクティビストの介入に伴う労力とリスクを回避することができる。