



Title	電子部品工業における資金調達と海外金融市場：1980年代までの村田製作所の場合
Author(s)	猪木, 武徳; 西島, 公
Citation	大阪大学経済学. 2007, 56(4), p. 23-37
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/19374
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

電子部品工業における資金調達と海外金融市场

—1980年代までの村田製作所の場合—

猪木 武徳・西島 公

1. はじめに

新しく企業を興し、生産活動を遂行していくためには資金が不可欠である。人材があり、誇るべき技術を有していても、それを現実の企業活動につなげるためには、土地を求め、工場を建設し、機械設備を購入しなければならない。そのためには資金が必要になる。村田製作所の歴史を振り返ると、村田昭自身が述懐するように、継続と発展にとって最大のボトルネックはつねに資金の不足にあった。

村田製作所の場合、1950~60年代当時はほとんど無名の小さな部品メーカーであったこと、日本の金融市场が全体として資金の供給不足の状態にあったことに加え、村田製作所自体が急成長を遂げていたということが資金不足をさらに深刻にした。いかなる企業も成長期の資金需要は大きい。ゆっくり成長していくと新たな投資資金が必要になる。しかし製品市場のマーケットが急速に拡大している場合、市場シェアを維持・拡大していくためには設備投資が決定的に重要になる。増加する運転資金と合わせて資金需要が拡大し、その結果、資金調達が深刻にならざるをえないという事情が生まれる。

資金不足を解決するには、直接、あるいは間接の資金提供者を見つけなければならない。株式、社債を発行することによって資本市場から

直接調達する方法、あるいは銀行、取引先からの借り入れなどの方法が考えられる。1950~60年代は日本経済全体が資金不足であったため、村田にとって資金提供者の確保は大変であった。加えて貸し手が見つかれば問題が解決するわけではないところに、資金問題の難しさがある。資金の貸借関係は、借り手と貸し手の関係を深めるだけでなく、様々な形の支配・従属関係を生み出すからである。

いかなる貸し手からどのような形の融資を受けるのか、資金の調達先をどのように分散させるのかは、村田製作所のように技術を強みとする、小さな規模で出発した部品メーカーにとって、企業としての独立性を保持する上でも大問題であった。例えば、ひとつの銀行だけと強い関係で結ばれると、その銀行の「系列」とみなされ、取引のネットワークを広げることができない。セットメーカーとの関係に関しても同じである。ひとつの銀行、ひとつのセットメーカーと安定的な関係を保つ利点ももちろんあるが、企業家・村田昭は、経営面・技術面での「自由度」を確保しておくことが、マーケットシェアを確保するため企業経営上の重要なポリシーであると考えていた¹。

本稿をまとめるにあたり、泉谷裕氏（前・村田製作所副社長）から多くの点で御教示いただき、粗稿の段階で丁寧なコメントを頂戴した。記して感謝したい。

¹ 陶器屋時代に村田昭は、松下電器のスイッチ用碍子等の下請をしていた同業メーカーが、京都府長岡町の陶器町に大きな工場を建てた後に松下電器の資本が入って経理マンが送り込まれたことや、松下電器が自転車用ランプを主力にしていた頃に仕入先の電池メーカーを傘下に入れたり、その他にペーパーコンデンサ、電源トランス、スピーカーメーカー等も買収したことを知っていた。また、松下電器が部品から一貫してセットまで生産する方針を持ち、早く

本稿では、1950年代から80年までの村田製作所の資金問題とその対処法について考察する。いずれの時期も、資金調達は基本的に内部留保と銀行借入れが中心となったが、時期によって、株式の有償増資、転換社債、海外市場での株式の上場・預託証券の発行などの方法も用いられた。以下の分析では、時期を大きく4つに分けて考察する。

- 1) 1950年代の有償増資（縁故募集）
- 2) 1960年代の株主割当、一般募集、ならびに1963年3月の京都・大阪証券取引所上場、1969年12月の東京証券取引所への上場
- 3) 1973年の転換社債による資金調達
- 4) 1976年のシンガポール預託証券DRSの発行による増資

2. 初期の資金繰り

村田製作所は個人会社から出発したために、常に資金繰りに苦しんだ。急成長する市場環境の中でも電子部品業界はとりわけ競争が激しく、常に同業に先んじて新製品を出すとともに、トップの市場シェアを維持しなければ、追い落とされるという厳しい状況にあった。資金の確保として、銀行からの借入れだけでなく、増資に加えて、転換社債の発行を10数回も行っている。また、国の技術開発補助金や地域の開発制度融資、新技術や当時の輸出増進の制度融資も数多く受けてきた。さらに雇用促進事業団の雇用促進融資や農協の融資等も利用し、可能な限りの資金調達の機会を捉えてきた。

この村田製作所の資金繰りの苦労を示すエピソードをいくつか紹介しておこう。

- 1) 1949年3月には、戦後の激しいインフレに対処するために、GHQが金融引締め（ドッ

から抵抗器を内作していたが、IFT用コンデンサなどは村田が納品していたため、恐らく松下電器はセラミックコンデンサも内作したいという思惑があるのではないかと村田昭は思っていた。

ジライン）を指示したことによって市況が急速に悪化した。金融市場も逼迫し、関西のラジオメーカーの双葉電機、大阪無線、戸根無線が次々と倒産した。また得意先であるIFT（中間周波トランス）メーカー・ラジオ電気店なども数多く倒産し、村田製作所は相当の被害を受けた。

一方、セットメーカーの生産は不振であったが、アマチュアが組み立てるラジオが増加したためラジオ電気店向けの販売が好調であった。当時ラジオセットには30%の物品税が課せられ、部品もセットメーカー以外に販売すると30%の物品税が課せられた。しかし、アマチュアがセットを組み立てて売った場合、工賃には実質物品税がかからないため、物品税を支払っていないアマチュアのラジオセットが安価でよく売れた。

しかしセットメーカーが次々と倒産していく中で、早川電機（現、シャープ）も経営危機に陥り、銀行から「人員整理をしなければ融資に応じられない」と言われ、温厚な人情家の早川徳次社長は悩んだ末、労働組合の了解のもと人員整理を断行して危機を脱することもあったようだ。村田製作所は早川電機に30万円ほどの売掛金があったが、早川電機には現金がないため、代わりに1株50円のレートで株券による支払いを受けた。当時の早川電機の額面50円の株価は18円であった。ところが1953年には白黒テレビの開発で早川電機の株価は1株が1,000円を超えるまで上昇した。時あたかも朝鮮戦争終結後の不況期で、村田製作所でも従業員の給料が遅払いになっていたが、早川電機の株を手放して、給与支払いの一部にあてることができた²。

- 2) 村田昭は1951年に福井工場を設立した。福井県丹生郡宮崎村の土地を無償で提供され、建物は古い民家を譲り受けた。しかし設備投

² 村田昭（1989）

資の資金がなかった。当時の営業所長が福井工場の新設を理由に関西大手セットメーカー3社から50万円ずつ計150万円を前受金として集めて切り抜けたことがあった。ちなみに当時の年商は2,300万円であった³。

1954年、朝鮮動乱の特需依存の反動がはじまり急速な景気後退が起こった。スーパー・テロ・ダイ・インのラジオの普及が一段落し、セットメーカーは資金繰りに困り、従業員の給料を遅配するという事態も発生していた。村田製作所でも、セットメーカーからの支払いが、納品から3ヵ月後に「約束手形3ヵ月」という形で受け取るのが常態となっていた。中には約束手形が6ヵ月というものもあり、これは「台風手形」と呼ばれていた。大手のある家電メーカーからは支払い代金の代わりに、自社のラジオを引き取らされ、それを従業員に買ってもらうというようなこともあった。また、あるセットメーカーが倒産しそうになると、トラックを仕立ててその会社に出向き、倉庫の商品などを取り立てるという強硬手段に出た⁴。

セットメーカーへの売掛金を現金化するために、セットメーカーから買掛金残高証明書と買掛金譲渡書をもらい、それらを担保に銀行から借り入れることもあった。また、東京のセットメーカーから受け取った支払手形を、社員が夜行列車で京都まで運び、経理担当者が駅で受け取るとその足で銀行に持ち込んで割引する、などといった綱渡りのような厳しい資金繰りも行なわれた⁵。

1954年、通産省から「大出力チタン酸バリウム磁器振動子」の研究補助金60万円、運輸省から「商船用音響測探機の飛躍的軽量簡易化に対する研究」で補助金45万円を受けた。

³ 政策研究大学院大学 C.O.E オーラル・政策研究プロジェクト (2004) p.56

⁴ 政策研究大学院大学 C.O.E オーラル・政策研究プロジェクト (2004) p.62

⁵ 佐久間 (1988) p.7

同年、村田製作所は設備投資や運転資金のために有償増資を行ない、資本金は2,000万円となったが、株式を上場していなかったため、増資を引き受けたのは村田昭と家族だけであった。結局、村田昭は必要な資金を個人の預金だけでは賄うことができず、銀行からの借り入れで対処せねばならなかった⁶。

3) 1963年10月、村田製作所は在日本ソ連大使館でソ連向けのプラント輸出契約に調印した。このプラント輸出の前払金は、国内での工場建設の主要な資金となった。契約は初め、ノウハウが1億5千万円、プラント自体が5億円であったが、度々値下げを要求され、最終的にノウハウが1億円、プラントが3億5千万円で決着した。また、プラントの前払金がソ連から支払われたが、銀行からの強い要請でその前払金を「材料を支払うまでの間」定期預金にした。ところが材料の支払いのために定期預金を解約しようとすると、銀行は「事情が変わった」という一言で貸付の実質担保として押さえ解約に応じてくれず、資金繰りが悪化し不渡り寸前にまで陥った。幸いにも別の信託銀行から、先に契約していた設備資金を先行融資してもらうことによって事なきを得たが、村田昭は「つくづく銀行は雨が降ると傘を取り上げてしまうものだ」と、銀行借入れの怖さを思い知らされた。

この後もプラント輸出は、中高压コンデンサ、積層コンデンサ、セラミックフィルタ、アルミナ基板、正特性サーミスタなど、1986年まではほぼ毎年、合計12回も続いた。ソ連向けプラント輸出はノウハウを含めて総額55億円近くの収入となった。八日市工場はプラント輸出の代金で建設できたようなものである⁷。

4) ニクソン・ショックの円高不況で業績が悪

⁶ 村田治 (1988) p.36

⁷ 猪木・西島 (2006b)

化し、決算が厳しい見通しとなったときには、事業用として購入していた土地を売却し、利益を確保して業績を維持したことがあった。東京オリンピックの翌年の1965年、「いざなぎ景気」後の1971年、第1次オイルショック直後の1975年など、大きな不況に見舞われる度に、旧社屋の土地や遊休地を売却するなどして業績を維持してきた。土地の売却益がなければ赤字決算になった年もあった。

3. 銀行借り入れによる資金調達

村田製作所の場合、京都の四条大宮に会社を設立した頃は、住友銀行だけではなく地方銀行である滋賀銀行からも借り入れた。ところが住友銀行自身の資金難と村田製作所への与信限度からも借り増しが難しくなった。当時は傾斜金融や系列融資の時代であり、個人会社からスタートし、まだ新しく小さな企業であった村田製作所は、有力企業系列にも属さず重点産業でもなかったため、融資の優先度がきわめて低かった。

村田昭が技術面で教えを受けていた京都大学の田中哲郎助教授（当時）の姉婿の荒木千一が、1952年に富士銀行を定年退職した後、村田製作所に入社して総務・経理を担当することになった。当時は朝鮮動乱の直後の不況で得意先の支払いは滞り、銀行はなかなか融資に応じてくれない状態であった。役員が家財を担保に銀行から借りて会社に貸すなどの方策を講じても資金繰りは追いつかず、荒木はやむを得ず出身銀行の富士銀行の出町柳支店に出向き、自身の富士銀行株券を担保に会社への融資を確保して切り抜けたことがあった。これを契機に富士銀行との取引が始まる。富士銀行は中小企業にも比較的の顔を向けていたこともあり、企業系列や重点産業に属さない村田製作所も富士銀行と取引を始めることができた。村田製作所は住友銀

行からの融資が十分に得られないこともあったため、これを機会に住友銀行1行との取引を避け、住友銀行と富士銀行の2行を主な取引銀行とすることになった。

しかし、これら2銀行だけでは資金量の確保と与信力に厚みができない。そこで滋賀県八日市市に窯業生産ラインの八日市工場を建設する機会（1959年八日市市から工場誘致を受け、1962年操業開始）に、一気に滋賀銀行との取引を増大させ、地方銀行との関係を強化した。さらに地元の京都では、1953年に福知山から京都市内に進出してきた京都銀行が村田製作所の成長に注目して取引を求めていたため、滋賀銀行との関係を考慮しながら徐々に取引を拡大させ、結局、地方銀行の滋賀銀行と京都銀行の2行をサブ銀行とすることになった⁸。

長期資金の借り入れは、既存の取引銀行だけでは調達が間に合わず、富士銀行の保証によって1958年に日本不動産銀行、さらに1960年に日本長期信用銀行とも取引を開始した。安田信託銀行とは、富士銀行の紹介で1956年に工場用・設備用・不動産資金を抵当とする「工場財団」として組織し、借り入れの取引が始まった。住友信託銀行はなかなか取引に応じてくれなかつたが、1966年になってようやく借り入れができるようになった。

1959年、通産省の推薦で日本開発銀行からも融資を受けることができた。もっとも、通産省の推薦があったとはいえ、日本開発銀行の審査では、会社の組織・分掌、帳票体系、原価管理、需要見通し、商品政策、収益力、担保力、経営幹部の資質に至るまで厳しく審査された。この審査にパスするために取り組んだこれらさまざまな施策が経営の近代化に大きく寄与した。

1959年4月に皇太子殿下の御成婚があり、白黒テレビが爆発的な売れ行きを示し、セラミッ

⁸ 1941年に「丹和銀行」創立、1951年に「京都銀行」に改称

クコンデンサをいくら作っても注文に間に合わないというような状況になった。そこで村田製作所が研究所として設立した「村田技術研究所」に原料の生産と成型から焼成までの窯業工場を設けて拡張する一方、製品の加工工場も建設した。しかし売上げの半分が利益という高収益状況にもかかわらず、市場拡大の速度が大きく、必要な資金を自己資金では賄え切れず、再び銀行融資に頼らざるをえなくなった。

ちょうどこの頃、荒木千一が労働争議の責任をとって辞意を表したため、1962年11月、メインバンクの富士銀行から友廣正彌、住友銀行から下郷寅次郎を役員に迎え入れた。富士銀行だけではなく、同時に住友銀行からも人材を受け入れている点は注目すべきであろう。

以上のような流れと経緯から、主力銀行は富士銀行と住友銀行の2行、サブ銀行は滋賀銀行と京都銀行の2行、信託銀行は安田信託銀行と住友信託銀行の2行、長期信用銀行は日本不動産銀行と日本長期信用銀行の2行という「2行ずつの取引関係」が1980年代までに成立したのであった⁹。

4. 株式上場（1960年代）による資金調達

1960年代に入ると、村田製作所は年々の増産に対応するための設備投資に追われるようになった。市場の拡大に合わせて増産を図ると、設備投資費用や運転資金が増え、新しい商品を開発しようとすると、膨大な開発費用が必要となる。これには自己資金だけで対応しきれず借金が増えるばかりであった。当時、折からのテレビブームに加え、ステレオなどの需要が大きく伸びていた。技術面でもセラミックフィルタなどの圧電製品、正特性サーミスタなどの新製品が生まれ、その事業化のための資金が必要になってきた。しかし資金調達を銀行借り入れと

制度融資のみに頼ることにも限界があり、株式市場からの資金調達を目指すこととなった。上場に備えるため、1962年3月に村田技術研究所を吸収合併し、8月に福井村田製作所を個人保有株式の現物出資によって子会社化した。それまで福井村田製作所は、村田昭個人が出資する会社であった。このような手法の類似の例として松下幸之助の方法があげられる。当時の松下電器系列の会社は、松下幸之助の個人会社か、あるいは松下個人と松下電器の出資の会社で、松下電器を通じて販売する経営の形態であった。村田昭はそれにならって個人会社を設立したのである。

1962年7月、村田製作所は1株350円で株式の買手を公募しようとした。しかし上場審査の土壇場の段階で、大阪証券取引所から「村田技術研究所との合併後1決算期（当時は半年決算）が経過してからでなければ上場を認めない」と通告され、上場時期を変更することになった。期待していた資金が調達できないという危機に直面したが、山一証券が新株募集に応じてくれたため増資することができた。1963年3月、予定より多少遅れたが、山一証券が幹事会社となって、大阪証券取引所第2部と京都証券取引所に売出価格370円で上場することができた。

当時は2部の証券市場が作られたばかりで、第1次の上場ブームの末期でもあったため、「久しぶりの大型新規上場」と言われ、上場後も連日株価は上昇し一時は600円台を付けた。その後も株主割当の額面増資を2回行なった。その後、時価発行増資の時代を迎えるが、村田製作所の知名度が低いために株の買い手がなく、証券会社から「親引け」を求められるなど困難を抱えながらも工夫を重ねて増資をおこなうことができた¹⁰。

⁹ 佐久間（1988）p.6

¹⁰ 発行会社が払い込みする投資家を見つけて引き受けさせることで、現在では認められていない。

表-1 設立当時の能登電子工業の借入推移

単位：百万円

年度	1967.03	1968.03	1969.03	1970.03	1971.03	1972.03	1973.03	1974.03
日本開発銀行	0	25	30	57	77	65	15	11
日本長期信用銀行	0	20	20	18	15	12	134	149
日本不動産銀行	0	20	20	19	16	13	135	129
北國銀行	0	30	31	83	93	126	157	161
北陸銀行	0	20	21	57	62	64	104	111
羽咋市農協	0	0	0	0	0	0	0	80
計	0	115	122	234	264	280	544	640

資料出所：能登電子工業株式会社決算報告書から作成

1969年には東京証券取引所第2部に上場、翌70年には東京および大阪証券取引所第1部に上場指定替えとなつた¹¹。

村田製作所の1950年代の有償増資は、額面で縁故募集するという方法がとられた¹²。時価発行増資が始まったのは、上場に際しての新株発行を除くと、村田製作所の株式が上場された後の1969年12月からである¹³。

5. 子会社建設のための資金調達

—能登電子工業の事例

村田製作所は子会社を多く設立している。この点については別稿で、その経緯、目的と意図を論ずるが、ここでは子会社設立にかかる資金調達について、いくつかの注目すべき点を指摘しておこう。

村田製作所のセラミックフィルタが1963年ソニーのラジオに採用され、セラミックフィルタ

の将来の成長性が大いに期待されるようになつた。1966年末、石川県の工場誘致第1号として、羽咋市に能登電子工業(株)（現、ハクイ村田製作所）が設立された。しかし期待に反してセラミックフィルタはソニー以外の買手はなく、生産量が少なかったため、半分空いた工場で他社の下請けのテープレコーダーの基板組立ての仕事をするということもあった。

能登電子工業の設立当時、村田製作所には十分な建設資金がなかった。幸い通産省から補助金を受けていたため、それが信用となって日本開発銀行、日本長期信用銀行をはじめ主要な取引銀行からの融資を受けて工場を建設することができた。とくに石川県の地方銀行である北國銀行と北陸地方の有力銀行である北陸銀行とはその後取引を拡大した。（表-1を参照）

創業当初の能登電子工業は仕事が少なく厳しい状況にあったが、その後セラミックフィルタの需要が伸び始めた。1973年には月間出荷ペースで kHz セラミックフィルタ400千個（当時はラジオ用は少なく通信機用が大半であった）、MHz セラミックフィルタ4,000千個、加えて圧電音叉発振子25千個の生産規模になり、従業員も400人にまで増えた¹⁴。

¹¹ 村田製作所（1995） p.74

¹² 1962年7月5日に、株式額面金額を100円から50円に変更した。

¹³ この時価発行増資とは、額面50円の株式が株式市場で時価350円のときに、例えばプレミアム込みの300円で増資する方式である。300円から額面50円の差額250円は、資本剰余金として貸借対照表の右に自己資本として計上されることになる。

¹⁴ 大槻（2003） p.1

1973年11月にオイルショックがあり、翌74年夏には村田製作所への受注も減り始めた。すでに村田は生産能力を増強させていたため、工程仕掛品や製品在庫が急増し、工場内からロッカー室まで棚卸品で溢れるようになった。当時の能登電子工業の資金は、村田製作所と村田昭の個人保証で各金融機関から直接借り入れていた。しかし景気の悪化と村田製作所の業績低下で銀行からの借り入れも思うようにならず、羽咋市農協から能登電子工業の役員の個人保証を入れて1億5千万円を借り入れた。農協の組合長が幸いにも元羽咋市長で、能登電子工業誘致の当事者だったこともあって融資を聞き入れてもらえたのである。この資金は同様な資金不足に苦しむ他の子会社へも回すことができた。

受注がさらに減り続けたため、能登電子工業は当面回復の見込みなしと判断し、1974年11月、100人を越える従業員を解雇した。当然のことながら、1975年3月期の能登電子工業の業績は、売上は微増したが利益は大幅減となった。村田製作所も下期4億9千万円弱の経常損失を出し、株価も額面すれすれにまで落ち込んだ。このように能登電子工業は創業期に資金確保に大変な苦労があり、不況による減産や労働争議など、経営の混乱にも悩まされ続けた。しかしその後、電子機器の無調整化の進展と生産ラインの革新的な自動化によって、セラミックフィルタは村田の「ナンバーワン商品」に成長し「金のなる木（ドル箱商品）」となり、能登電子工業は村田製作所の収益を支えることになった¹⁵。

子会社の能登電子工業は、必要資金を親会社の村田製作所に直接頼ることなく、親会社の信用のもとでローカルな資金を借り入れている。

¹⁵ 真空管からトランジスタに変わったが、IFTを調整する作業が残り、セットメーカーから無調整化が望まれた。シリコントランジスタとのマッチングが良いセラミックフィルタに切り替えて、無調整化が実現された。

子会社自らが、地方の金融市場で資金調達の努力をしている点は注目すべきであろう。

（表-1を参照）

6. 転換社債の発行による資金調達

村田製作所が年々続く増産のための設備投資資金と運転資金の不足に悩み続けたことは、すでに述べた通りである。1963年、株式の上場公開に踏み切ったものの、知名度が低く時価発行しても「親引け」で消化するのが実情であった。こうした資金不足に対処するため、1974年1月、国内で比較的小規模な転換社債10億円をはじめて発行した。当初は15億円を起債する予定であったが、前年からの金融引き締めにより株式市場、とりわけ社債市場が混乱し、株式市場での起債の受け入れに問題が生じてきた。大蔵省の指導もあって、急遽起債額の大幅な削減を余儀なくされたのである。一般には起債予定期額の半分がカットされることになったが、村田製作所の場合は起債額が少額であったため10億円に減額となった¹⁶。一方、利率も計画当初予定期は6.0%であったが8.9%となり、社債市場の環境の変化とともに大幅なアップとなった¹⁷。

転換社債は発行時に転換価格を設定することができ、株価が上昇していく中で徐々に社債から株式への転換が進むため、株価を圧迫することも少なく、利率も普通社債に比べて安いというメリットがある。転換社債による資金調達は、そうしたメリットを生かしたファイナンスの方法として、1970年代以降の村田製作所の主要な資金調達の手段となった。

（表-2、表-3を参照）

¹⁶ 泉谷（1974）

¹⁷ 転換社債など社債の発行利率の差は、発行会社の時価総額、収益性などの優劣で適用される利率で異なっていた。当時の金融市場は金融引き締め政策から金利が乱高下している状況であり、起債が何時おこなわれたかで、かなり利率が異なり、市場金利の変動による影響の方が大きかった。（野村証券大阪資本市場部による説明）

7. シンガポール預託証券 DRS の発行(1976年)

次に、第1次オイルショック以降の村田製作所の資金調達方法として、シンガポールにおける株式の預託証券の発行に注目したい。まずその制度的な特徴と、発行会社側と投資家にとっての一般的なメリットを指摘しておこう。

表-2 転換社債発行条件の比較

発行内容		利率
村田製作所	転換社債 1974年起債	8.9%
銀行借入	実質金利	11~13%
日立製作所	普通社債 1974年起債	9.5%
東芝	普通社債 1973年起債	8.0%
東芝	普通社債 1975年起債	9.5%
松下電器	普通社債 1971年起債	7.4%

資料出所：各社の有価証券報告書から作成

7-1 預託証券の制度的特質

シンガポール預託証券 DRS (Depositary Receipts of Singapore) は、アメリカ預託証券 ADR (American Depository Receipts)、ヨーロッパ預託証券 EDR (European Depository Receipts)、コンチネンタル預託証券 CDR (Continental Depository Receipts) 等と同じ方式で、国内で発行した普通株式の株券を保管銀行に預託し、これをもとに海外で株式と同等の証券を発行するという制度である。

一般に、預託証券 (DR) のメリットは時価発行増資にある。時価発行増資のメリットとして、①時価発行増資によって自己資本が充実でき、財務内容の向上が図れること、②少ない株数で所要資金が調達できること、③株価水準が比較的高い場合には、社債・転換社債の発行等による資金調達に比べ、発行当初は資金コストが安価であること、などが挙げられる。

預託証券 (DR) を発行する会社側のメリッ

表-3 転換社債・預託証券発行

単位：百万円

発行年	社債・証券の内容	発行高	補 説
1974	国内第1回物上担保附転換社債	1,000	
1976	シンガポール預託証券 DRS	3,084	300万株×1028円／株
1977	コンチネンタル預託証券 CDR	4,552	400万株×1138円／株
1978	ドイツマルク建転換社債 GBC	3,766	4000万マルク
1979	スイス・フラン建転換社債	7,850	6000万フラン
1980	ヨーロッパ預託証券 EDR	5,019	525万株×956円／株
1981	米ドル建無担保転換社債	9,355	4000万ドル
	国内第2回無担保転換社債	5,000	
1983	スイス・フラン建転換社債	6,871	6000万フラン
	ヨーロッパ預託証券 EDR	5,796	400万株×1449円／株
1984	米ドル建無担保転換社債	23,371	1億ドル
	米ドル建無担保転換社債	23,437	1億ドル
1985	国内第3回無担保転換社債	30,000	
1987	国内第4回無担保転換社債	40,000	

資料出所：転換社債・預託証券発行目論見書から作成

トとして、①DR が海外で流通することにより国際的に知名度が高まり、今後の海外での事業展開にプラス効果が期待できること、②外国人持株比率を高め株主構成の多様化を促進できること、③多数の外国人投資家名義が預託銀行（Depositary）名義に一本化されることにより株式事務が合理化されること、④目論見書（Prospectus）や財務諸表を国際的な方式で作成するので、海外で新株・社債を発行する場合の制度が充実すること、⑤日本国内において浮動株を急激に増やさずに新株を発行することができること、などを挙げることができる。

投資家にとっての DR のメリットは、①原株保有と同様の株主権が確保でき、②DR に流通性が保証されており自由に転売・譲渡ができる、③原株を輸送する際の危険・受渡しの遅延等を回避できる点にある¹⁸。

7-2 シンガポール預託証券（DRS）発行の経緯

村田製作所は、海外における事業展開でも資金不足に苦しんできた。1973年半ば、資金調達の対策を考えていた財務部長が、たまたま大手銀行の資料に、「シンガポールはアジアにおける金融センターとして国の発展方向を模索している」という記事を目にした。シンガポール金融市場にはアジア・ドルが集ってはいるものの、肝腎の債券や株式の本格的な発行が行われていないという記事であった。そこでシンガポールで株式の預託証券（DR）制度が創設され次第株式を上場することで、当地の資本市場の発展に協力するとともに、シンガポールで必要な資金を調達するという方法が社内でまとめられた¹⁹。

村田製作所はシンガポールに子会社がある。シンガポールで資金調達を行い、シンガポール

の子会社に投資すれば、大蔵省も「待った」や注文をつけてこないだろうと考え（当時は円高で外国資金の国内持ち込みは制限されていた）、シンガポール預託証券（DRS）の発行を断行することになった。

1974年初夏には、シンガポール・日本両国はDR 制度の創設に努め、シンガポール上場のための準備は万端整った。しかし、第1次オイルショックに続く狂乱インフレ後の景気の動きはなお不透明であった。万が一、発行後に株価が下がって株主に迷惑をかけるような事態が生じ、この DRS の発行が失敗に帰すれば今後の資金調達が困難になる恐れが大きいと考え、DRS 発行と上場の作業を一旦中止することに決めた。予想通り、1974年度下期（損失254百万円）、75年上期（損失590百万円）と、上場以来初めての赤字決算となった。業界各社も厳しい決算となった。

結局 2 年後の1976年 8 月、業績の回復を見定めた上で、シンガポール預託証券（DRS）の発行とシンガポール証券取引所の上場を果たした。発行価格は1,012円であったが、株価は1,900円に跳ね上がり、シローダーなど有名機関投資家からも喜ばれ、村田製作所の国際的な信用は一気に向上した²⁰。

7-3 SEC 基準による完全な連結決算と転換社債・預託証券の発行

DRS を発行した後、村田製作所は1977年3月にはコンチネンタル預託証券（CDR）を発行し、ルクセンブルグ証券取引所に上場した。DRS 発行時の条件では、「連結」でなく「単独」決算も認められた。しかし村田昭は将来の資本市場の国際化、外国人株主比率の増大を考慮して、米国の SEC（Securities and Exchange Commission：証券取引委員会）基準による「連結決算」を実施することにした。SEC 基

¹⁸ 実盛（1976）

¹⁹ 千葉（1986）この中に当時、財務部長であった泉谷裕のことが書かれている。

²⁰ 村田製作所（1996）

準ではあったが、日本の監査法人の監査による主要な子会社の連結決算が認められ、連結決算の適用は現在ほど厳しくなかった。

今後の信用を高めるために、CDRの発行に際して海外の監査法人の監査を受けることにした。海外監査法人トウシュ・ロス監査法人と等松・青木監査法人によるジョイント監査の形式で国際基準による完全な連結決算が求められ、厳しい監査を受けた。CDR発行に伴い、1977年4月1日以降の事業年度からSEC基準による完全な連結決算を発表し、海外の投資家からの信頼も高まったようであった。この海外資本市場からの資金調達と連結決算の実施は、村田製作所の資金調達を可能にしただけでなく、村田の経営の近代化に大きく貢献した²¹。

その後、1982年3月、ドイツマルク建・転換社債を発行するために野村証券とともに準備を進めていた。村田製作所の業績見通しには不安はなかったが、村田昭がドイツへ出発する頃から株式市場が下がり始めていた。日立製作所の平均株価がADRの発行を控え500円ラインの攻防を繰り広げていた。村田昭がフランクフルトへ着くと、前日比100円安、翌日ミュンヘンへ着くとさらに100円安、そして投資銀行がサインする当日には再び100円安になっていた。起債の調印式にのぞんだ村田昭は、その場で

「今日は村田製作所の転換社債発行のためにお集まり頂きましたが、東京の株式市場が変調をきたしている。こんな状況になったので起債するのは取り止めたい」と提案した。参考した投資銀行は村田の潔さを理解し、取り止めを了解してくれた。この1982年のドイツマルク債の発行時に形成された信用力が大きく影響したのであろうか、スイスフラン転換社債2回、ヨーロッパ預託証券2回、米ドル建・無担保転換社債3回など、すべて順調に発行することができた。

²¹ 増田（1977）、唐橋・森・木津（1977）

その後も国内外で転換社債の起債を何度もおこない、総額1千億円を越える資金を調達したが、さらに業績の向上とともに自己資本は厚くなり、その後無借金経営の健全な財務体質が実現したのである。（表-3、表-6を参照）

9.まとめ－融資と企業の独自性・独立性

これまでの諸節で、村田製作所が創設当初から1980年代にいたるまで、いかに資金繰りに苦労し、その解決のために、それぞれの時期にいかなる方策でその困難を切り抜けてきたのかを見た。初期の資金繰りは、銀行からの借り入れだけでなく、増資に加えて、転換社債の発行も行っている。他方、国の技術開発補助金や地域の開発制度融資、新技術や当時の輸出増進の制度融資も数多く受けた。また雇用促進事業団の低利融資や農協の融資等も利用し、可能な限りの資金調達の機会を捉えてきた。売掛金のあった企業から、株券での支払いを受け、その株価が急騰するといった僥倖もあった。工場誘致で無償で提供された土地に建てた新設工場を「種」にして、大手のセットメーカーから前受金を集めて切り抜けたこともあった。また、ソ連向けプラント輸出で得た代金は窯業工場の建設費に充てられた。

銀行からの資金調達は、大手銀行から途中入社した幹部の人脈をツテに、主力銀行は富士銀行と住友銀行の2行、サブ銀行は滋賀銀行と京都銀行の2行、信託銀行は安田信託銀行と住友信託銀行の2行、長期信用銀行は日本不動産銀行と日本長期信用銀行の2行という銀行との取引関係が1980年代までに成立した。

ここで注目すべきは、主力都市銀行、地方銀行、信託銀行、長期信用銀行のいずれも、2行との取引体制を整え、いずれの銀行系列とも「一蓮托生」のような関係を築かなかったことである。いわば「付かず離れず」の関係を維持することによって、取引金融機関との「ゆる

表-6 村田製作所 増資・社債発行による自己資本増加額

年月日			増資・社債発行内容	自己資本 増加額	補足説明
1951	8	13	有償増資（縁故募集）	0.8	
1953	9	8	有償増資（縁故募集）	1.8	
1954	6	3	有償増資（縁故募集）	3.6	
1956	4	17	有償増資（縁故募集）	7.8	
1957	1	29	有償増資（縁故募集）	5	
1958	2	7	有償増資（縁故募集）	10	
1959	2	9	有償増資（縁故募集）	30	
1960	3	8	有償増資（縁故募集）	40	
1962	3	21	村田技術研究所を吸収合併	50	
1962	9	5	現物出資による増資	18	福井村田製作所株式による出資
1962	9	21	有償増資（一般募集）	193	時価発行550K 株×350円／株
1963	7	20	有償増資（株主割当）	195	
1964	7	21	有償増資（株主割当）	195	
1969	6	21	有償増資（株主割当・一般募集）	588.8	注記④
1969	6	21	無償増資（1割）	0	資本準備金の資本組入れ
1969	9	21	無償増資（1割）	0	資本準備金の資本組入れ
1969	12	1	有償増資（一般募集）	70	
1970	3	21	無償増資（1割）	0	資本準備金の資本組入れ
1973	1	31	国内第1回物上担保付転換社債	1,000	
1976	8	3	シンガポール預託証券DRS	3,084	
1976	9	21	無償増資（1割）	0	資本準備金の資本組入れ
1977	3	16	コンチネンタル預託証券CDR	4,552	
1977	3	21	無償増資（1割）	0	資本準備金の資本組入れ
1978	8	29	ドイツマルク建無担保転換社債	3,766	
1979	7	2	スイスフラン建転換社債	7,850	
1980	10	23	ヨーロッパ預託証券EDR	5,019	
1981	7	28	米ドル建無担保転換社債	9,355	
1981	8	8	国内第2回無担保転換社債	5,000	
1982	3	20	有償増資（一般募集）	4,880	時価発行4M 株×1,220円／株
1982	9	20	無償増資（1割）	0	資本準備金の資本組入れ
1983	3	22	スイスフラン建転換社債	6,871	
1983	3	23	第2回ヨーロッパ預託証券EDR	5,796	
1983	5	6	無償増資（1.5割）	0	資本準備金の資本組入れ
1984	2	6	第2回米ドル建無担保転換社債	23,371	
1984	5	7	無償増資（2.5割）	0	資本の増加はなし
1984	6	29	第3回米ドル建無担保転換社債	23,437	
1985	2	12	国内第3回無担保転換社債	30,000	
1987	2	7	国内第4回無担保転換社債	40,000	
1994	9	30	無償増資（1割）	0	資本の増加はなし

【注】①単位：百万円 ②村田製作所の株式・社債発行目論見書、有価証券報告書から作成 ③1995年度以降のデータは省略 ④株主割当5,850K 株×50円／株、一般募集（時価発行）1,280K 株×460円／株

表-4 景気・社会動向と村田製作所の売上高・当期利益・資本金・設備投資

年度	景気の波	社会・業界の動向	村田製作所の動き	売上高	当期利益	期末資本金	設備投資
1950		警察予備隊発足	(株)村田製作所設立				
1951	朝鮮戦争ブーム 朝鮮戦争反動不況	民間ラジオ局開局	福井工場開設	23	2	2	8
1952	投資景気 消費景気		日ノ岡に本社移転	60	8	2	3
1953		白黒テレビ本放送開始		88	7	4	2
1954	29年不況	自衛隊発足、3種の神器	社是制定	84	7	7	5
1955	神武景気		福井・大宮工場独立	129	19	7	36
1956			村田技研設立、JIS認定	249	43	15	25
1957			MFIT-B商品化	351	64	20	62
1958	岩戸景気 なべ底不況	TIがICを開発		507	114	30	184
1959		皇太子殿下ご成婚	輸出開始	1,196	226	60	207
1960		カラーテレビ本放送開始		1,247	173	100	157
1961			長岡に本社移転、セラフィル455kHz商品化	1,814	227	100	328
1962	37年不況		八日市工場開設	1,909	158	195	157
1963	オリンピック景気	電卓国産化(シャープ他)	株式公開	2,314	166	390	193
1964	転型期不況	東海道新幹線営業開始	テレビ市場重点策シェア低下	2,918	208	585	52
1965			アメリカにMCA設立	2,831	76	585	437
1966			能登にNDK設立	4,766	306	585	628
1967	いざなぎ景気		セラフィルTV用・FM用商品化	5,579	311	585	250
1968		ポケベル営業開始		7,927	351	585	672
1969			富山にHDS設立	13,228	1,288	1,170	788
1970				12,185	831	1,287	498
1971	46年不況	ニクソンショック		12,141	211	1,287	814
1972	列島改造ブーム	HiFiステレオブーム	シンガポールにMES設立	17,029	567	1,287	1,081
1973		第1次オイルショック	アメリカにMMI・香港にMCH設立	21,614	842	1,287	461
1974	第1次石油危機不況	戦後初のマイナス成長		20,833	▲ 867	1,304	484
1975		オフィスコンピュータ元年	韓国に新韓電子合弁会社設立	23,663	173	1,394	2,919
1976		CBブーム	シンガポールでDRS発行	43,759	3,524	1,954	1,716
1977		米国カラーテレビ数量規制	能登の七尾にNNI設立	37,853	1,371	2,149	1,223
1978	中間安定景気		ドイツにMEG・台湾にMET設立	41,583	2,243	2,253	1,208
1979		ワープロ・パソコン元年	鯖江にSMC設立	54,523	3,090	2,257	2,454
1980	第2次石油危機不況 世界不況 長期化	第2次オイルショック	ERIE買収	71,963	4,882	2,985	775
1981		Microsoft MS-DOS発表	小松にKMC設立、中国委託加工開始	96,931	5,588	3,243	2,772
1982		CDプレーヤー発表	電気音響資本参加、富山にTMC設立	112,578	6,964	3,616	3,169
1983	ハイテク景気	VTR超繁忙	出雲にIMC設立	163,977	14,334	11,596	3,892
1984		米国自動車電話ブーム	金沢にKMM設立	217,180	21,488	20,324	4,726
1985		円高不況、NTT民営化	村田学術振興財団設立	205,064	21,674	21,529	3,895
1986			ブラジルにMAB設立	203,346	16,426	25,070	8,575
1987	平成景気	ブラックマンデー	野洲事業所開設	211,695	17,871	38,599	10,647
1988			タイにMTL設立、横浜開発センタ開設	243,092	21,623	38,855	12,818
1989			電気音響吸収合併	247,776	19,064	39,922	15,993
1990				277,367	25,116	49,639	16,834
1991		日本経済バブル崩壊	社長交代	280,467	27,176	51,798	12,456
1992	バブル不況	CSテレビ放送開始	岡山にOMC設立	272,054	23,655	51,822	5,191

【注】① 単位：百万円 ② 売上高・当期利益：1970年度以前は単体ベース、1971年度以降は連結ベース ③ 期末資本金・設備投資：すべて単体ベース ④ 連結売上高・当期利益は有価証券報告書から引用、単体売上高・当期利益は事業報告書から作成

表-5 村田製作所の単体ベース貸借対照表 (B/S)

年度	村田製作所 単体ベース貸借対照表 (B/S)							
	総資本	流動資産	受取手形	売掛金	棚卸資産	固定資産	負債	自己資本
1951	8	7	1	3	2			
1952	27	18	0	11	5	9	17	10
1953	46	35	1	18	12	11	31	14
1954	52	40	1	20	8	12	31	21
1955	63	48	4	21	5	15	28	35
1956	130	82	4	46	7	48	56	73
1957	187	122	4	65	17	65	79	107
1958	331	221	11	130	31	110	146	185
1959	674	398	22	230	84	276	313	360
1960	958	511	15	236	56	446	569	389
1961	1,195	649	23	294	31	546	754	441
1962	2,322	1,485	42	567	376	838	1,517	805
1963	2,436	1,431	32	468	479	1,005	1,392	1,044
1964	3,086	1,944	40	587	651	1,142	1,802	1,284
1965	3,054	1,942	42	519	534	1,112	1,807	1,247
1966	4,452	3,011	285	673	672	1,440	3,122	1,330
1967	5,909	3,897	184	1,358	1,175	2,012	4,487	1,422
1968	7,027	4,914	523	1,862	1,111	2,113	5,484	1,543
1969	10,563	7,419	942	2,424	1,398	3,144	6,612	3,951
1970	11,939	8,070	784	2,012	1,680	3,868	7,731	4,208
1971	13,147	8,961	956	2,325	1,716	4,186	8,864	4,283
1972	15,056	10,510	1,264	2,605	1,794	4,546	10,505	4,551
1973	18,863	12,962	1,487	3,874	2,649	5,902	13,784	5,080
1974	18,025	11,291	952	2,750	2,933	6,734	13,116	4,909
1975	20,622	13,944	1,916	4,597	2,352	6,678	15,211	5,411
1976	36,619	27,091	3,882	5,211	3,902	9,528	21,618	15,001
1977	33,367	23,527	2,187	4,730	3,198	9,840	17,744	15,623
1978	39,051	26,543	2,998	5,570	3,766	12,508	20,702	18,350
1979	50,841	35,254	4,304	7,939	6,018	15,588	31,228	19,613
1980	62,113	44,314	6,764	10,081	5,760	17,800	26,994	35,119
1981	90,668	69,357	8,186	12,855	7,171	21,310	46,873	43,795
1982	89,911	66,004	8,922	14,003	7,808	23,906	42,211	47,699
1983	145,478	111,251	15,513	20,369	10,637	34,226	75,346	70,132
1984	200,535	147,619	21,817	20,661	12,230	52,916	95,872	104,662
1985	205,294	148,023	17,665	25,095	9,268	57,271	89,034	116,260
1986	252,120	195,742	19,012	24,210	9,095	56,377	121,699	130,421
1987	268,134	210,745	19,666	29,222	10,954	57,388	101,533	166,600
1988	280,017	208,487	20,484	26,865	11,550	71,530	102,770	177,247
1989	289,656	210,543	20,420	27,434	14,716	79,113	100,609	189,046
1990	305,912	221,026	23,870	31,312	15,621	84,886	87,638	218,274
1991	315,107	220,459	22,072	28,816	16,421	94,648	82,727	232,380
1992	320,926	217,436	18,486	28,012	14,038	103,489	77,861	243,064

【注】① 単位：百万円 ② B/S 値：営業報告書・事業報告書から作成

い」関係を保持し、系列からの独立性を保ち、よって村田製作所の技術面での独自性と独立性を守った、と村田昭は後に述懐している。技術力のある中小・中堅の企業が、融資と資金調達を通して、金融機関や大企業と過密に緊密な関係に陥り、次第に企業としての独自性と独立性を失っていくことを村田昭は恐れたのである。さらに彼が、子会社の資金調達においても、その子会社の主体性と地域の金融市場を重んじた点も見逃してはならない。

転換社債による融資は、1970年代以降の村田製作所の主要な資金調達の手段であった。転換社債のメリットは、発行時に転換価格を設定することができ、株価が上昇していく中で徐々に「社債から株式への転換」が進むため株価を圧迫することも少なく、利率も普通社債に比べて安いという点にある。こうした利点を最大限に生かした点でも、村田と財務担当者たちの金融感覚は極めて鋭かったといえよう。

また、猪木・西島（2006b）において論じたように、村田昭の経営方針の特徴のひとつは、海外への目の向け方の早さと鋭さであった。村田製作所は、市場開拓の面でも技術面でも「情報戦略」に優れていたが、この点は資金調達に関しても当てはまる。シンガポールに株式のDR制度の創設と株式を上場することで当地の資本市場の発展に協力し、シンガポールで必要な資金を調達するという方法は、当時の日本企業としてはかなり斬新な手法であった。そしてシンガポール預託証券（DRS）の発行とシンガポール証券取引所の上場に際して、村田製作所のとった投資家への慎重な配慮は、村田への国際的な信用を大きく高めた。

さらにその後、コンチネンタル預託証券（CDR）発行に伴い1977年4月1日以降の事業年度からSEC基準による完全な連結決算を実施した。こうした村田製作所の資金調達の国際化と連結決算制への早い時期からの実行は、村田製作所の経営の近代化に大きく貢献したと

思われる。

（表-4、表-5を参照）

（国際日本文化研究センター教授）

（前・村田製作所総務部調査役）

参考文献

- (1) 千葉明 (1986) 「輸出不振を吹き飛ばす村田製作所の財テクノウハウとは 中堅企業が金融収益140億円を稼ぐ法」『プレジデント』1986.12 プレジデント社 p.226
- (2) 猪木武徳・西島公 (2006a) 「碍子からファインセラミックスへ：村田昭研究（序）」『企業家研究』第3号、2006年6月
- (3) 猪木武徳・西島公 (2006b) 「電子工業における海外市場の開拓と技術展開－村田製作所の場合－」『大阪大学経済学』第56巻、第3号、2006年12月
- (4) 泉谷裕 (1974) 「転換社債の発行 10億円の起債を完了」村田製作所編『ムラタニュース』No186 1974年
- (5) 実盛祥隆 (1976) 「シンガポールで時価発行増資 シンガポール預託株式の上場・発行」村田製作所編『ジャーナルムラタ』No.2 p.33 1976年
- (6) 唐橋政一・森義也・木津幹男 (1977) 「あなたは連結時代にどう変わるか」村田製作所編『ジャーナルムラタ』No.8 p.16 1977年
- (7) 増田陽三 (1977) 「CDR発行と監査」村田製作所編『ジャーナルムラタ』No.7 p.52 1977年
- (8) 村田昭 (1989) 「思い出 その③」村田製作所編『ジャーナルムラタ』No.116 p.1 1989年
- (9) 村田治 (1988) 「CI以前粗略史」村田製作所編『ジャーナルムラタ』No.111 p.1 1988年
- (10) 村田製作所編 (1995) 『不思議な石ころの

- 半世紀 村田製作所50年史』1995年9月
- (11) 村田製作所編 (1996) 『DRS 発行20周年記念誌』1996年7月
- (12) 大槻博茂 (2003) 「第一次石油危機（オイル・ショック）前後の能登電子工業」村田製作所社内文書 2003年
- (13) 佐久間皓雄 (1988) 「経理部門前史（素案）」村田製作所社内文書 1988年
- (14) 政策研究大学院大学 C.O.E オーラル・政策研究プロジェクト編 (2004) 『村田昭オーラルヒストリー』2004年6月

Methods of Corporate Finance in Japanese Electronics Industry: 1950–80 The Case of Murata Manufacturing Company

Takenori INOKI and Isao NISHIJIMA

This paper describes the historical change and development in methods of corporate finance adopted by Murata Manufacturing Company, a celebrated electronics parts manufacturing company in Kyoto, Japan. Finance was always the most serious bottleneck for this pioneering firm to grow and expand. Three points are worth noting.

- 1) The founder, Akira Murata, avoided to build a strong relationships with one specific bank, in order to maintain possible independence from *keiretsu* influence.
- 2) Murata was the first company in Japan that issued *depositary receipts* in the Singapore Stock Exchange.
- 3) This entry into international financial market made Murata more conscious about international standard in management and accounting system.

JEL Classification: G15, G32, N85

Keywords: Corporate Finance, Equity Finance, Borrowing from Bank, Depositary Receipts, *Keiretsu*