



## 慶應義塾大学ビジネス・スクール

# 日本高純度化学株式会社

2003年秋、日本高純度化学株式会社の渡辺雅夫社長は、今後の会社の資本政策に積極的に取り組むたいと考えていた。日本高純度化学は、1999年に渡辺社長達経営陣がそれまでのオーナーであった芹澤精一氏から株式を買い取ったMBO（マネジメント・バイアウト）の会社であった。2002年11月、渡辺社長は、その日本高純度化学株式会社の株式を、MBO会社としては日本で初めて公開していた。しかし、日本高純度化学株式会社の大株主は、MBOファンドであり、長期的に株主としてとどまってもらうことは期待できないと思われた。

## 会社概要

日本高純度化学株式会社は、芹澤精一氏が、1971年7月に貴金属めっき用薬品の開発、製造及び販売を目的として、資本金10百万円で東京都豊島区池袋のビルの一部屋に設立した会社であった。芹澤氏は、東京理科大学を卒業した後、大手貴金属メーカーの田中貴金属に技術者として勤めていたが、そこで培ったノウハウを金めっき分野で生かすために一人で会社を立ち上げていた。

しかし、芹澤氏が金めっき用薬品事業を始めた当時は、貴金属めっき用薬品の分野はアメリカの技術が主流で純国産の技術はなかった。<sup>[1]</sup> このため、外資系企業が市場を押さえており、後発企業が入り込む余地は殆どなかった。金めっきが施されるのは部品の接合部分であり、信頼性が要求されており、「新参者」の製品を採用するユーザーは少なかった。しかも、原料の金に対し

<sup>[1]</sup> テレビ東京、貴金属メッキの世界ナンバーワン企業、日本高純度化学（2003年6月29日放送）

本ケースは、慶應義塾大学名誉教授 鈴木貞彦が、公表資料に基づいて作成したものである。本ケースは、経営の巧拙を例示することを目的としたものではない。

本ケースは慶應義塾大学ビジネス・スクールが出版するものであり、複製等についての問い合わせ先は慶應義塾大学ビジネス・スクール（〒223-8526 神奈川県横浜市港北区日吉4丁目1番1号、電話 045-564-2444、e-mail: case@kbs.keio.ac.jp）。また、注文は <http://www.kbs.keio.ac.jp/> へ。慶應義塾大学ビジネス・スクールの許可を得ずに、いかなる部分の複製、検索システムへの取り込み、スプレッドシートでの利用、またいかなる方法（電子的、機械的、写真複写、録音・録画、その他種類を問わない）による伝送も、これを禁ずる。

Copyright© 鈴木貞彦（2003年10月作成、2007年2月改訂）

てめっき液の生成に必要な薬品の価格はせいぜい1割程度であった。このため、芹澤氏が、販売する薬品の価格を競争他社の半分に引き下げたことを顧客に訴えても、その値下げ幅は、全体のごく僅かであり、契約はなかなか取れない時期が続いた。<sup>[2]</sup> しかし、この間も、芹澤氏は製品開発を続け、1972年2月には、半導体用高純度金めっき液を開発した。さらに、1979年4月には

5 コネクター・プリント配線板用金めっき液を、1980年5月には、半導体用高純度銀めっき液を、それぞれ開発した。

ところが、1982年、NECがパソコン第1号機を発売し、半導体による集積回路、すなわち、チップICの時代になり、金めっきの市場は飛躍的に拡大した。電子機器の部品が高度化するほど、接続部の面積は小さくなり、わずかな腐食や錆が接続不良の原因となった。このため、ユーザー

10 である電子機器メーカーは、酸化に強い金めっき液を多く使用するようになった。しかし、金の価格は高く、金の使用量が多いほどコストがかかった。このため、いかに、金めっきの厚さムラを最小限に押さえ、均一性を保つことができるかが鍵であった。この間、芹澤氏は、価格を下げるだけでなく、製品の品質も高める努力を引き続き重ねていた。例えば、めっき塗装をする際の温度、水素イオンの濃度指数といった使用条件を他社製品よりも広くして、使い勝手を向上させた。<sup>[3]</sup> さらに、芹澤氏は、新製品の開発を続け、1983年6月にはアルミボンディング用純金め

15 き液を、1984年1月には半導体用ノーシアン金めっき液を、1985年9月にはコネクター用パラジウムめっき液を、それぞれ開発した。

#### 20 渡辺雅夫氏の日本高純度化学への就職<sup>[4]</sup>

渡辺雅夫氏（1940年1月生）は、都立西高校で学んだが、その高校時代、生物部に入部し、昆虫の解剖や蝶の人工授精など趣味の世界に没頭した。高校卒業後、渡辺氏は、東京大学を目指したが、3浪した後に、東京理科大学に入学した。大学時代にはテニス部に入った。しかし、科学が好きであった渡辺氏は、3年生からの専門科目が始まると高分子化学の研究に没頭した。渡

25 辺氏は卒業後も研究したいと思ったが、周囲からは「民間企業で研究ができるのは、エリートだけで、君はセールスエンジニアだよ」と言われた。そこで、渡辺氏は、科学の知識を持つ営業マンを歓迎してくれるとともに、仕事を任せってくれるような会社に就職することを考えた。その結果、1965年、財閥解体で三井物産から分離した科学系の専門商社、日本トレーディングに入社した。

<sup>[2]</sup> 加藤小也香、「日本高純度化学」*日経ビジネス*（2002年11月11日）、p. 62

<sup>[3]</sup> 加藤小也香、「日本高純度化学」*日経ビジネス*（2002年11月11日）、pp. 62-63

<sup>[4]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」*エコノミスト*（2003年2月25日）、pp. 72-75

この商社で、渡辺氏は、営業部に配属されて、他社の再建業務を担当した。その業務は、担保がないために銀行から融資を受けられない会社を探して、投資をして再建することであった。このため、技術の将来性と市場性を検討し、融資をするか投資をするかを定める判断力が求められた。その一方で、営業部は、その投融資の資金を経理部から借りており、それには利息が課された。このため、投融資をして回収ができなければ、利息が膨れ上がっていく仕組みであった。後日、渡辺氏は、「大丈夫となれば、資金を出し、経営に参画し、会社を育てた。取引先を紹介し、商権を確保していった。全部引き受けていたら、いくらお金があっても足りません。しかし、いつも断っていたら情報はなくなる。リスクと向き合う仕事です。20代から鍛えられました」と述べていた。<sup>[5]</sup> また、「おかげで、判断力と経営マインドが身につきました」と述懐していた。<sup>[6]</sup>

1977年10月、渡辺氏は機械建設本部の部長代理となった。さらに、1980年、渡辺氏は、台湾で新たなビジネスを開発するために赴任した。<sup>[7]</sup> 当時、台湾には外資系企業が数多く進出しており、渡辺氏は、外国人ビジネスマンたちとの友達関係の輪を広げた。彼らと付き合ううちに、渡辺氏は仕事だけに没頭する猛烈サラリーマンの生活に疑問を抱くようになり、一度しかない人生をもっと楽しんでいいのではないかと思うようになった。さらに、「日本企業には、国際競争力のあるビジネスがない」ことも実感した。そこで、渡辺氏は、日本の強みを生かせるビジネスをいろいろ探索した。その結果、半導体事業が有望に思えた。しかも、高い技術力を必要とする前工程が有望に思えた。そこで、渡辺氏は、台湾でシリコンウエハー上にトランジスタ、抵抗を焼き付ける前工程の装置を製造する会社を立ち上げた。この新会社は狙い通りの成果を上げて、設立から1年足らずで採算が取れるようになった。

2年間にわたる台湾での仕事を終えて、渡辺氏は日本に帰国した。しかし、本社では機械本部は実質的にはなくなっており、渡辺氏の活躍できる居場所がなくなっていた。このことに、渡辺氏はショックを受け、日本トレーディングを辞めて、独立することを考えるようになった。すでに、渡辺氏の商社での在籍は、薬品部門と機械部門でそれぞれ10年間に過ぎようとしていた。<sup>[8]</sup> そのような折、渡辺氏は、東京理科大学テニス部の先輩から芹澤精一氏を紹介された。

<sup>[5]</sup> 渡辺雅夫、「MBOの上場第1号、62歳で夢実現」マール（2003年3月），p. 4

<sup>[6]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」エコノミスト（2003年2月25日），p. 74

<sup>[7]</sup> 田畑憲一、「日本高純度化学 渡辺雅夫氏」*nifnews*（2003年6月），p. 3

<sup>[8]</sup> 田畑憲一、「日本高純度化学 渡辺雅夫氏」*nifnews*（2003年6月），p. 3

## 日本高純度化学の状況

1980年代中頃、日本の半導体用金めっき用薬品市場は田中貴金属工業と Sel-Rex Corp (アメリカ) の関連会社との 50% ずつの出資による合弁会社、日本エレクトロプレATING・エンジニアーズ (Electroplating Engineers of Japan; 略称 EEJA, 1965 年 9 月設立) がほぼ独占していた。しかし、実際取引されていた製品の多くは日本高純度化学が製造した製品であった。<sup>[9]</sup>

ところが、芹澤氏は、技術には強いものの、営業が大の苦手であった。このため、技術力を重視する取引先からはかわいがられた。しかし、芹澤氏は、「しゃべるのが下手なうえに、頭はパンチパーマ、腕には金のプレスレット」という出で立ちであり、好意的でない顧客も多かった。このため、芹澤氏は、「このままではまずい。商機を逸す」と思って、知己を頼って人材を探していた。<sup>[10]</sup> そのような折、芹澤氏は東京理科大学の後輩である渡辺氏を紹介された。芹澤氏は、渡辺氏に対して、「うちの製品を日の当るところに出し、世間に認知させてほしい」と語った。<sup>[11]</sup> 日本高純度化学の株式は、芹澤氏が全株所有していた。また、日本高純度化学は社員 8 人の町工場にすぎない会社であった。しかし、渡辺氏は、日本高純度化学を「技術力のある」会社であると判断した。そして、1986 年春、給料の話もポストの話もなかったが、渡辺氏 (46 歳) は、日本高純度化学に転職することを決めた。

1986 年 5 月、渡辺氏が、入社初日、出勤してみると、芹澤氏が渡辺氏に名刺を準備しており、そこには「取締役社長・渡辺雅夫」と書かれていた。寝耳に水のこと驚く渡辺氏に対して、芹澤氏は、「君もそのほうが、仕事がしやすいだろう。僕も開発の仕事に専念できてうれしいしね」と語り、自分は代表取締役技術部長の名刺を作って、社長の席を渡辺氏に譲った。<sup>[12]</sup>

社長となった渡辺氏は、さっそく組織を見直した。当時、日本高純度化学には社内規定はほとんどなかった。営業においても、交際費という費用項目はなく、数人の社員がポケットマネーで営業をしていた。このため、営業関係の費用を請求させるとともに、費用対効果の考えを植え付けようとした。また、技術者の拡充にも努め開発部門を強化した。新しいユーザーに対しては、先方の条件に合った金めっき液を昼夜 2 交代制で開発して、顧客の要望に素早く応える努力を続けた。<sup>[13]</sup> 営業においても渡辺氏が先頭にたって自社の製品を「日なたにだす」仕事に取り掛かっ

<sup>[9]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」エコノミスト (2003 年 2 月 25 日), p. 73

<sup>[10]</sup> 加藤小也香、「日本高純度化学」日経ビジネス (2002 年 11 月 11 日), p. 63

<sup>[11]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」エコノミスト (2003 年 2 月 25 日), p. 75

<sup>[12]</sup> 渡辺雅夫、「MBO の上場第 1 号、62 歳で夢実現」マール (2003 年 3 月), p. 4

<sup>[13]</sup> 加藤小也香、「日本高純度化学」日経ビジネス (2002 年 11 月 11 日), p. 63

た。すなわち、渡辺氏は世界を視野に入れた営業戦略や競争戦略を持ち込んだ。そして、取引の対象目標を家電のトップメーカーに絞り込んだ。その戦略はナンバーワン・メーカーに対して自分たちの技術をアピールし、相手が技術的に何を要求しているかを見抜き、素早くそれに対応するためのサポート・メインテナンス体制を強化することであった。定期的取引先からめっき液のサンプルを取り寄せ、その品質をチェックして情報交換を行った。サンプルはその日のうちに分析して、問題があればすぐに解決するように努めた。日本高純度化学の技術が自社開発であったことも顧客への対応を迅速に行うことを可能にしていた。これに対して、同業他社は、会社の規模が大きい上に、技術をドイツなど外国から導入しており、顧客からの要望やクレーム等があったとしても、その都度、ドイツなどの技術導入先に照会しなけりなかつた。<sup>[14]</sup>このようなこともあつて、渡辺氏は技術力さえあれば結果は後からついてくると考えていた。<sup>[15]</sup> 幸いなことに、渡辺氏には友達が多かつた。特に、大手メーカーの担当部署の責任者に多くの友達がいた。さらに、渡辺氏の父親は日本通信工業（現 NEC インフロンティア）の社長になつていた。このような人脈に支えられて、ほどなく、日本高純度化学は、金めっき液市場でナンバーワンのシェアをとるようになった。その後、1988年2月、日本高純度化学は、無電解金めっき液を開発した。また、1988年3月には川口工場を新設した。そして、渡辺氏は、社長に就任した時に1億円であつた経常利益を、10年後には4億円にまで高めた。<sup>[16]</sup>

## 会社の売却

1999年、芹澤氏は63歳になり、引退を考え始めていた。芹澤氏の子供達は、まだ中学生と小学生であり、後継者とするには余りにも若すぎた。また、芹澤氏は日本高純度化学の全株30,000株を所有しており、「自分に万一のことがあつたら、子供たちが相続税を払いきれない」とも考えるようになっていた。渡辺氏は、芹澤氏に日本高純度化学の株式を上場することを提案した。しかし、芹澤氏は株式上場については夢物語で実現は難しいと思つていた。<sup>[17]</sup> そのような折、芹澤氏に、アメリカの会社が日本高純度化学を買収したいとして打診をしてきた。その会社が提示した買収金額は10数億円であつた。しかし、そのアメリカの会社がライバル会社を買収されたことで、その買収話は立ち消えになつた。ところが、続いて、日米の合弁会社を買収を

<sup>[14]</sup> IR担当者への電話質問、「日本高純度化学（2003年5月13日）」 <http://csx.jp/~valuejyouhou/contents3.htm> - 16k -

<sup>[15]</sup> 東京テレビ、貴金属メッキの世界ナンバーワン企業、日本高純度化学（2003年6月29日放送）

<sup>[16]</sup> 加藤小也香、「日本高純度化学」日経ビジネス（2002年11月11日），p. 63

<sup>[17]</sup> 田畑憲一、「日本高純度化学 渡辺雅夫氏」nifnews（2003年6月），p. 4

打診してきた。<sup>[18]</sup> その会社が提示した金額は22～23億円に引き上げられた。しかし、渡辺氏は、この金額でも数年で稼げるほどの安い価格であると思った。

1999年、日本高純度化学は従業員27人の会社になっていた。しかし、芹澤氏は、オフィスでは自分の机が従業員の机に両脇を挟まれた格好で座っていた。社長室はなく、渡辺氏の机も芹澤氏の机の前に置かれ、その渡辺氏の机も両脇を従業員の机に挟まれるような格好になっていた。このため、オフィスでの会話はオープンであり、芹澤氏自身も物事を秘密にすることもなかった。M&Aの打診があったときも、芹澤氏は渡辺氏に「M&Aの話がある」と伝えており、渡辺氏や社員の聞こえる前で電話をかけていた。渡辺氏は、このM&Aについて、「技術で負かした競争相手が会社ごと買収に来た」と思った。芹澤氏は、渡辺氏に1～2年のポストと収入は保証すると言ってくれた。<sup>[19]</sup> しかし、渡辺氏は、見知らぬ会社に売却されれば、組織も社員も今のままというわけにはいくまいと思った。動揺した社員が辞めるかもしれないと思った。若い社員達も金で軍門に下るのはいやだという空気であった。渡辺氏は、「技術力のある社員が一人でも欠けるのはまずい。・・・一緒にやってきたみんなが、そのまま会社に残れるようにしたい」と思った。渡辺氏は、経営的にも、社内の雰囲気、士気も、うまくいっている会社を変える必要があるのか  
15 と思った。

このような折、芹澤氏に、メインバンクの三和銀行とシュローダー・ベンチャーズのグループがMBO企画を持ち込んだ。この投資会社が提示した金額は30億円であった。このため、芹澤氏は、この投資会社との間で話をまとめようとした。

渡辺氏は、この話をテニスクラブの友人に話すと、その人は「日本の銀行では富士銀行が一番  
20 MBOに精通した人材を抱えている」と話してくれるとともに、つてを辿って、富士銀行のMBO担当者を紹介してくれた。<sup>[20]</sup> ところが、富士銀行キャピタルが芹澤氏に接触した時に、芹澤氏はシュローダー・グループとの間で話をまとめようとしていたため、芹澤氏はもう話が詰まっているからと言って断ろうとした。しかし、富士銀行側が「話だけ聞いてください」として芹澤氏との会合を要請したこともあって、芹澤氏は、話を聞くことにした。

ところが、芹澤氏が富士銀行キャピタルとの交渉を進めていることを聞いたシュローダー・グループは、提示金額を40億円に引き上げてきた。<sup>[21]</sup> しかし、シュローダー・グループの案は、日本高純度化学に隠れた不良資産のような瑕疵があった場合、芹澤氏が無限責任を負うことに

<sup>[18]</sup> 池田耕造、「日本高純度化学のMBO、株式公開戦略」マール（2006年4月），p. 21

<sup>[19]</sup> 渡辺雅夫、「MBOの上場第1号、62歳で夢実現」マール（2003年3月），p. 3

<sup>[20]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」エコノミスト（2003年2月25日），p. 75

<sup>[21]</sup> 渡辺雅夫、「MBOの上場第1号、62歳で夢実現」マール（2003年3月），p. 3

なっていた。これに対して、富士銀行キャピタルの案は、芹澤氏に株式の一部を与えるとともに、瑕疵があった場合には、その範囲でカバーすればよいというものであった。<sup>[22]</sup> このため、芹澤氏は、富士銀行キャピタルとの話を進めることにした。

最終的に、日本高純度化学の株主資本価値は40億円と評価された。そのうち、5%に相当する2億円分は芹澤氏が所有し続けることになったので、残り38億円を芹澤氏に支払うことになった。

1999年8月、富士銀行キャピタルは、MBOを目的とした合併を前提として、エルジーパープルリーシング有限会社（1991年6月設立）を組織変更並びに商号変更して、日本高純度化学の英語名 Japan Pure Chemical の頭文字をとったジェイピーシーホールディング株式会社（設立1999年8月13日、本社所在地、東京都千代田区三崎町）とした（付属資料1）。

MBOを行うにあたって、この持株会社の資本金を16億円とした。1999年8月26日、日本高純度化学の役員4人で合計148.5百万円を出資した。そのうち、渡辺氏が55百万円を出資した。他の3人の役員も自分の全財産に近い金額を出資した。<sup>[23]</sup> 富士銀行キャピタルは1,435.5百万円を出資した。このほか、MBO成功のキャピタルゲインを社員皆で享受できるようにと、社員や従業員持株会で株式を持ち、1億円のワラント権も分配して、全員参加型のMBOにした。<sup>[24]</sup>

その上で、8月27日、持株会社は、キャッシュフローを担保に、<sup>[25]</sup> 富士銀行から2,250百万円の融資を受けた。この借入金額について、渡辺氏は次のように述べていた。すなわち、「40億円の買収資金を全額出資金にせずに、22億5千万円を借り入れにしたのは、僕がつくった事業化計画では、5年間でそのくらいのキャッシュフローが出ると見込んでいたからです。全体でいくらで買収すれば採算が合うかはそのキャッシュフローで決まります。順調に行けば、毎月のキャッシュフローで返済が進み、5年経ったら借入金がゼロになる。半分借りているとすると、返済がすんだ段階で自動的に会社の価値は倍になるという計算です。」<sup>[26]</sup>

1999年8月27日、ジェイピーシーホールディング株式会社は芹澤氏が所有する日本高純度化学の発行株式数の95%（28,500株）を買い取り、事実上の存続会社である日本高純度化学株式会社の持株会社となった。これにより、日本高純度化学の関係者以外に経営権が流出しないようにした。

さらに、1999年11月16日、ジェイピーシーホールディング株式会社を形式上の存続会社とし

<sup>[22]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」エコノミスト（2003年2月25日），p. 75

<sup>[23]</sup> 渡辺雅夫、「MBOの上場第1号、62歳で夢実現」マール（2003年3月），p. 4

<sup>[24]</sup> 渡辺雅夫、「MBOの上場第1号、62歳で夢実現」マール（2003年3月），p. 3

<sup>[25]</sup> 倉田幸信、「日本高純度化学」週刊ダイヤモンド（2003年2月15日），p. 100

<sup>[26]</sup> 池田耕造、「日本高純度化学のMBO、株式公開戦略」マール（2006年4月），pp. 22-23

て、日本高純度化学株式会社を消滅会社とする吸収合併を行い、商号を日本高純度化学株式会社（本店所在地を東京都豊島区南池袋）に変更した。その際、持株会社が所有する株式 28,500 株については、合併新株式の割当は行わず、芹澤氏が所有する 1,500 株については、15 株につき合併新株式 1 株の割合でもって割り当てた。この結果、芹澤氏は 100 株（11.1%）を所有することになった。

5 芹澤氏は、株主として経営陣にアドバイスをするものの、経営には直接関与しないことにした。<sup>[27]</sup>  
また、このほかの株式については、経営陣が 75 株（8.3%）、富士銀キャピタルが 725 株（80.6%）を、それぞれ所有することになった。

このように、結果的にメインバンクの MBO 案は採用されなかった。この点について、渡辺氏は、「担当者の経験と意思決定の速さ」が重要であって、「メインバンクと長年の付き合いがあるから  
10 ビジネスを任せるような時代ではない」と述べて、過去のしがらみにとらわれない経営をしようとしていた。<sup>[28]</sup>

## MBO 後の経営

15 1999 年 5 月、渡辺氏は代表取締役社長となった。また、1999 年 8 月、MBO に伴って、日本高純度化学は、富士銀行から 4 名を取締役 2 名、監査役 2 名として受け入れた。

MBO について、渡辺氏は「（投資会社と組んで良かったことは）投資会社の紹介で 22 億円もの資金を借りられた点です。個人保証は一切なし。事業の収益力を担保にカネを貸してくれました。銀行の従来の融資とは全く違います。融資先でもなく、投資先でもない。一緒にやる先とでも  
20 も言えばいいのでしょうか」と語っていた。<sup>[29]</sup> また、投資会社が株式の過半数を握っていたことについては、「（不安は）全くありませんでした。私は会社の予想には自信がありました。業績が順調なら解任される理由もない。特殊な製品を扱う会社ですから、投資会社も私の代わりは、そう簡単に見つからないと思っていました」と述べていた。また、経営の自由度についても、「投資会社から役員 2 人に入らせていただきましたが、私達の自由にやらせてもらいました。一定額以  
25 上の機器の購入などの投資は報告するルールになっているのに、何千万円の報告を忘れてやってしまったこともあります。監視されているような意識は全くありませんでした。これも業績が良かったからで、もし、悪ければ大喧嘩だったでしょうね」と述べていた。<sup>[30]</sup>

<sup>[27]</sup> 日経ベンチャー（1999 年 10 月）、p. 9

<sup>[28]</sup> 金融取材班、「メガバンク出現前夜（5）」産経新聞（2001 年 3 月 24 日）

30 <sup>[29]</sup> 渡辺雅夫、「MBO の上場第 1 号、62 歳で夢実現」マール（2003 年 3 月）、p. 5

<sup>[30]</sup> 渡辺雅夫、「MBO の上場第 1 号、62 歳で夢実現」マール（2003 年 3 月）、p. 5



ところで、MBOの際の合併に伴って、日本高純度化学は営業権として2,103,358千円を計上した。当初、日本高純度化学は、商法第285条の7に規定する最長期間（5年間）、すなわち2000年3月期から2004年3月期にわたり均等額（420,671千円）を償却することにして、2000年3月期に420,671千円を営業外費用に計上した。しかし、その後、投資会社から、「営業権の償却を短縮した方がいい」とのアドバイスをもらった。このため、渡辺氏は、将来の事業収益の変動に備えるとともに、投下資本の回収を速め、財務体質の健全化を図るために、営業権の取得に要した資金の実質的な回収期間を2年に短縮した。その結果、2001年3月期に、営業権償却として1,051,679千円を営業外費用に計上し、営業権を有税で償却し終えた。このほか、投資会社からは「自社ビルをもつより、身軽な持たない経営の方がいいという」アドバイスを受けて、それに従った。<sup>[31]</sup>

日本高純度化学がこのような方針をとることが出来たのは、一つには、日本高純度化学がMBOを行った後、日本でもITブームが起きて、売上高が、渡辺氏が事前に立てた予想値を大幅に上回ったことにもあった。このため、営業権の償却だけでなく、借入金も5年間の返済予定だったところを、1年目に8億円、2年目に10億円を返済し、2002年1月に、2年半で完済できることになった。<sup>[32]</sup>

### MBO後の株式の移転

2000年3月31日、富士銀キャピタル株式会社は、取得した株式を、富士銀キャピタルの100%子会社である富士キャピタルマネジメント株式会社が運営に関与するMBOファンドのエフビーエフ2000、エル・ピー・へ譲渡した。エフビーエフ2000、エル・ピー・は英国領ケイマン諸島に国籍を置くリミテッド・パートナーシップであり、ジェネラル・パートナーはMH Capital Development, Ltd.であった。このファンドの設立は2000年3月8日であり、投資対象は日本国内のMBO実施企業であった。運用期間は2000年3月10日から2010年3月10日までとなっていた。ただし、2012年までの延長の可能性があった。

<sup>[31]</sup> 渡辺雅夫、「MBOの上場第1号、62歳で夢実現」マール（2003年3月），p.5

<sup>[32]</sup> 倉田幸信、「日本高純度化学」週刊ダイヤモンド（2003年2月15日），p.101

## 株式の公開に向けての準備

日本高純度化学は、経営陣が会社を MBO した際、富士銀行グループから投融資を受けた。しかし、その条件として将来無借金会社になった頃をめぐりに株式を公開することが含まれていた。

5 株式を公開するにあたっては、投資会社は公開に向けての実務をアドバイスするスタッフも送り込んでくれた。MBO を行った会社が、その株式を公開することは、投資会社にとっても試金石であり、特別の態勢をとってくれた。

株式公開に先立って、富士銀行キャピタルやエフビーエフ 2000、エル・ピー・は、その所有株式の一部を日本高純度化学の関係者と取引先に移転した。2000 年 5 月 26 日、JPC 従業員持株会は、経営意識を高揚するために、富士銀行キャピタルから 25 株を 1 株 2,002 千円、総額 50,050 千円で譲り受けた。その際の移転価格は、時価純資産法による価格を参考として当事者間で協議のうえ決定された。2001 年 3 月 29 日、渡辺氏を含む取締役 4 人及び監査役 1 人が、経営権を強化するために、富士銀行キャピタルから新株引受権 6 株相当を 1 株 20 千円、総額 120 千円で譲り受けた。同じ日に、従業員 11 人も、経営意識の高揚のために、新株引受権 14 株相当を 1 株 20 千円、総額 280 千円で譲り受けた。移転価格は新株引受権の行使価格（1 株当たり 2 百万円）の 1% に決められた。2001 年 5 月 31 日、JPC 従業員持株会は、経営意識を高揚するために、エフビーエフ 2000、エル・ピー・から 10 株を 1 株 2,725 千円、総額 27,250 千円で譲り受けた。移転価格は、類似業種比準法による価格を参考として当事者間で協議の上決定された。同じ日、渡辺氏を含む取締役 4 人及び監査役 1 人は、経営権を強化するために、エフビーエフ 2000、エル・ピー・から 26 株を 1 株 2,725 千円、総額 70,850 千円で譲り受けた。移転価格は、類似業種比準法による価格を参考として当事者間で協議の上決定された。さらに、2001 年 12 月 28 日、渡辺氏を含む取締役 4 人は、経営権強化のために、エフビーエフ 2000、エル・ピー・から 20 株を 1 株 3,700 千円、総額 51,800 千円で譲り受けた。移転価格はディスカウントキャッシュフロー法及び類似業種比準法による価格を参考にして当事者間で協議のうえ決められた。2001 年 12 月 28 日には、日本高純度化学は取引関係を強化するために、有償第三者割当増資を行った。割当先は山一電機（23 株）、安田生命保険（17 株）及びイビデン（10 株）であった。一方、エフビーエフ 2000、エル・ピー・も日本高純度化学の株式 27 株を山一電機に対して 1 株 3,700 千円、総額 99,900 千円で譲渡した。同様の目的で、7 社に対してエフビーエフ 2000、エル・ピー・から 50 株が 1 株 3,700 千円、総額 185,000 千円で譲渡された。

このほか、2001年12月28日、エフビーエフ2000、エル・ピー・は、所有株式を資金化する  
目的で、103株を1株3,700千円、総額381,100千円で売却した。その株式を購入したのは富  
士銀行キャピタル(30株)、スルガ・キャピタル(15株)などの投資会社や投資組合であった。

一方、JPC従業員持株会は、2002年6月24日、従業員1人が取締役役に就任して持株会から退  
会したことに伴って、株式5株をその取締役の名義に切り替えた。また、2002年7月5日開催  
の取締役会で、2002年7月31日付けで、普通株式1株を14株とする株式分割を決議した。こ  
の決定後の2002年7月17日、渡辺氏を含む取締役5人及び監査役1人が、新株引受権を行使  
したことによって、合計38株を、1株2,000千円、総額76,000千円で取得した。

このような株式の移動に伴って、筆頭株主のエフビーエフ2000、エル・ピー・の所有株式数  
の比率は47%(6,580株)に低下した。また、第2位大株主の芹澤精一氏の持株比率は10%(1,400  
株)であった(付属資料6)。

## 株式公開

日本高純度化学はその株式をジャスダックに公開することにした。株式を公開するにあつ  
ては、すでに株式を公開していためっき薬品事業を進めていた類似会社として、メルテックス  
(連結予想PER16.3倍)、メック(同15.6倍)、エヌ・イー・ケムキャット(同12.4倍)、上村  
工業(同14.8倍)及び石原薬品(同18.5倍)が参照された(付属資料9)。日本高純度化学は、  
その株式公開にあたって、普通株式の新規発行と既存株式の売り出しを行った。日本高純度化学  
は11月5日開催の取締役会で新規に発行する普通株式数を1,400株と決定した。続いて、11日  
14日開催の取締役会で発行価額を246,500円、資本組入額を127,500円と決定した。引受証券  
会社は11月18日～11月21日の期間でブックビルディング方式<sup>[33]</sup>によって投資家の需要を調  
べた上で、11月22日、投資家に募集する発行価格を1株310,000円、引受価額を291,400円  
と決定した。引受証券会社は、引受価額の総額と発行価格の総額の差額を引き受けにあつての手  
数料とした。このため、日本高純度化学は引受証券会社に対して引受手数料を支払わなくてもよ  
かった。このような方法によって、日本高純度化学は、新規株式発行によって、発行諸費用を差  
引いた後の手取概算総額として約4億円を受け取った。

<sup>[33]</sup> 引受証券会社が、投資家に対して株式を取得するための申し込みを勧誘するにあつて、前もって専門的な機  
関投資家の意見を参考に発行価格または売価格に係わる仮条件を決定し、その仮条件を投資家に提示し、そ  
れをもとに株式に係わる投資家の需要状況を把握した上で発行価格等を決定する方法であり、需要積み上げ方  
式とも言われている。日本では1997年9月の新規株式発行から、この方法が利用されるようになっている。

一方、株式公開に際して、既存株主も、その所有株式を合計 2,500 株売りに出したが、ブックビルディング方式によって 1 株の平均価格は 310,000 円、総額 775,000,000 円となった。主な売り出し株主は、エフビーエフ 2000、エル・ピー (1,674 株)、山一電機 (140 株)、スルガ・キャピタル (110 株)、芹澤氏 (100 株) であり、役員も専務取締役の平岩氏 (40 株)、監査役の寺岡氏 (14 株) などが、その所有株式を株式公開時に売却した。これに対して、株式公開にあたって、渡辺氏は、その所有株式を売却しなかった。渡辺氏は、「多分、社長を辞めた後も、なかなか売

5 5 氏 (14 株) などが、その所有株式を株式公開時に売却した。これに対して、株式公開にあたって、渡辺氏は、その所有株式を売却しなかった。渡辺氏は、「多分、社長を辞めた後も、なかなか売

るわけにはいかないと思います。日本の企業風土とでもいうのでしょうか。私の父も上場会社の社長をしていますが、辞めたあとも、ずっとその会社の株式を持っていました。私もその覚悟はしています」と述べていた。<sup>[34]</sup>

10 日本高純度化学は、新規に株式を発行することによって調達した資金約 4 億円のうち 245 百万円を設備資金に充当し、残額は今後の事業展開の拡大に備え、当面の間、安全性の高い金融商品で運用していくことにした。<sup>[35]</sup>

2002 年 12 月 3 日、日本高純度化学はその株式をジャスダックに店頭登録した。公開初値は 1 株 350,000 円であった。一方、株式を公開するにあたって、日本高純度化学はインサイダー

15 である大株主達とは公開後 6 カ月間にわたってその所有株式を株式市場で売却できないというロックアップ契約を結んだ。

ところで、株式を公開した当日、通常は、幹事証券会社が経営陣を招いてパーティを開くのが恒例であった。しかし、渡辺氏は、株式公開を社員全員で祝いたいとして、住宅街の一角にある本社オフィスで関係者を招いて手作りのパーティを開いた。渡辺氏は、社員と一緒にオフィスの

20 机を動かして、パーティ会場を作った。料理は地元にある社員行きつけの飲み屋やそば屋に作ってもらっていた。<sup>[36]</sup> また、株式公開を一般に知らせるための広告には、社員全員が写っている写真に掲載した (付属資料 8)。

25

<sup>[34]</sup> 渡辺雅夫、「MBO の上場第 1 号、62 歳で夢実現」マール (2003 年 3 月), p. 3

<sup>[35]</sup> ロックアップとは「鍵を掛ける」という意味であり、主幹事証券と大株主などのインサイダーが、「公開後の一定期間、市場で持株を売却しない」旨、公開前に契約を交わす制度である。公開直後にインサイダーが集中的に大量の株式を売却することによる相場のかく乱を防ぐという趣旨があり、会社役員、大株主、ベンチャーキャピタルなど、未公開時の投資家が対象とされている。インサイダーによる売りを一定期間抑えることで、公開後の相場を上昇させるメリットがあり、一般的な期間は 6 ヶ月程度であるが、マネックスのように、3 年もの期間を設定する例もある。また、ロックアップする株式数は総発行株数に対して、60 ~ 90% となっている。

30 資料：東京アイ・ピー・オー株式会社代表取締役社長 Tom Sato 氏 <http://www.tokyoipo.com/>

<sup>[36]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」エコノミスト (2003 年 2 月 25 日), p. 72

## 株式公開後の経営

日本高純度化学は、パソコンや携帯電話など電子機器に用いるプリント基板や半導体搭載基板向けに貴金属を材料とするめっき用薬品を開発、製造、販売していた。パソコンや携帯電話などの電子機器は非常に多くの電子部品の組み合わせからできており、個々の部品を接続していく工程（実装工程）で、不可欠なものが貴金属めっきであった。高密度実装になるほど部品間の接続面積は小さくなり、接点のわずかな腐食、酸化が接続不良につながり、機器そのものが作動しなかった。このため、部品間の接点・接合部には防錆性が極めて高く、低電気抵抗（電気をよく通す）の素材を使用する必要があった。このような特性を備えているのが貴金属であった。また、貴金属めっきは機能めっきと装飾めっきとに分かれていた。そのうち、機能めっきは、めっきを行うことで、耐腐食性の向上や耐摩耗性の向上などの機能を付加するものであり、日本高純度化学は主にこの機能めっきを手がけていた。金属の種類としては、金、銀、パラジウムの3種類があった。日本高純度化学の製品としてはプリント用基板には金が、コネクタ等には金とパラジウムが用いられていた。半導体リードフレームには銀が用いられていたが、鉛フリー化によって、パラジウムの使用が増えていくものと予想していた。

貴金属めっき用薬品は納入先ごとに微調整が必要であり、汎用性が低かった。また、部品メーカーは薬品を入れ替えるリスクをおかすことを嫌っており、同じめっき液を使用する傾向が強かった。このようなことから、日本高純度化学の粗利益率は高くなっていた。

日本高純度化学においては、用途別の売上高比率は、同一のめっき液がパソコン（半導体用搭載基板）にも携帯端末のマザーボード等にも使用される場合があり、明確にその割合を算出することは難しかった。それでも、日本高純度化学では、全体の40%程度がPC向け、同じく40%程度が携帯端末向けで、デジタルカメラ等のその他電子機器向けが20%程度であろうと推定していた。

一方、市場シェアでは、半導体搭載用基板（パッケージ）向け貴金属めっき液用薬品では、世界で約70～80%のシェアを占めているものと推定していた。1996年、岐阜のイビデンはインテルから半導体搭載用基板を受注したが、日本高純度化学は、そのイビデンから金めっき液を受注した。日本高純度化学は、これをテコにMPUパッケージ向けめっき液で世界のトップ・シェアを獲得していた。イビデンでは「パッケージの性能はめっき仕上げの出来に左右される。下地処理も含む知識と経験の豊かな協力相手が必要である」と述べていた。<sup>[37]</sup> また、日本高純度

<sup>[37]</sup> 武田敏英、「日本高純度化学」日本経済新聞（2003年10月10日），p. 16

化学は、最先端半導体パッケージのボール・グリッド・アレイ（BGA）向けでも70%の世界シェアを獲得していた。さらに、日本高純度化学はプリント基板向けめっき液用薬品でも世界で30～40%のシェアを握っていると推定していた。<sup>[38]</sup>しかし、携帯電話用のめっき用薬品の世界シェアはまだ20%程度にとどまっております、渡辺氏は、「顧客のニーズに素早く対応することで取引先を増やし、50%程度まで引き上げたい」と述べていた。<sup>[39]</sup>このほか、コネクタ分野ではマーケットが広大で全体量の把握が出来なかったために、シェアを推測することは難しかった。しかし、日本高純度化学では、貴金属めっき液用薬品に絞れば、シェア及び品質ともに世界ナンバーワン企業であると思っていた。

また、携帯電話端末及びパソコンの高機能化及び高密度化に伴い、技術開発競争の中心が電解めっきから無電解めっきに移行していた。<sup>[40]</sup>このため、日本高純度化学では、電気ではなく化学反応で吸着させる無電解めっきの開発にも力を入れていた。部品の微細化が進みナノレベル（ナノは10億分の1）の回路になると、めっきのために電気配線を用意するのが難しくなり、旧来のめっき液では、ナノメートルの微細な部品は塗装できなかつた。そこで、日本高純度化学では、より細かい作業に適した無電解めっき液を開発して顧客の要望に応えていくことにしていた。<sup>[41]</sup>

このため、この分野でも世界的な大手携帯電話端末メーカー等から、日本高純度化学の技術は高く評価されており、それら企業に対するシェアを拡大していた。

2003年に入って、携帯電話向けの受注が拡大していた。ヨーロッパでは携帯電話の液晶カラー化が本格化するのを控え、プリント基板などの部品を供給する台湾メーカーからの受注が急増していた。このため、台湾や韓国の企業から助言を求められる機会が増えていた。<sup>[42]</sup>特に、「海外企業は日本企業と比べ、ハンダ付けなどの技術で未熟な面がある」と見られていた。携帯電話には落下の衝撃に耐えられる強度が必要であったが、部品が簡単に取れてしまう事例が増えていた。携帯電話の高機能化で電子部品が小型化するにつれて、接合が難しくなっていた。このため、日本高純度化学では、これらの海外メーカーが、接着強度を高めるために、日本高純度化学の金属めっき用薬品への依存度を高めるであろうと見ていた。

25

<sup>[38]</sup> 倉田幸信、「日本高純度化学」週刊ダイヤモンド（2003年2月15日）、p.101

<sup>[39]</sup> 日経金融新聞（2003年2月6日）、p.4

<sup>[40]</sup> めっきは水溶液中に溶解している金属イオンに電子を供与して金属薄膜を形成する技術であったが、電解めっきは電子の供与を電気配線を使って電気を流しながら行う方法であり、無電解めっきは電気配線が不要な方法であった。また、電解めっきの基盤技術は電気化学であったが、無電解めっきの基盤技術は一般の化学反応であり、化学反応により電子が生成され、これがめっき浴中に溶解している金属イオンに供与するという反応機構であった。（日本高純度化学の2003年3月期事業報告書、p.8）

<sup>[41]</sup> 加藤小也香、「日本高純度化学」日経ビジネス（2002年11月11日）、p.63

<sup>[42]</sup> 黄田和宏、「日本高純度化学」日経産業新聞（2003年2月9日）、p.3

30

一方、日本の電子機器メーカーの多くは、生産拠点の海外への移転を進めていた。このため、日本高純度化学の製品の輸出も増えて、売上高の30%を占めるようになっていた。日本高純度化学では、今後は海外メーカーとの取引を拡大することがシェア獲得の鍵になると予想していた。それと同時に、日本高純度化学では、粗利益に占める海外販売の寄与率を2004年3月期に50%に高めようとしていた。<sup>[43]</sup>しかし、日本高純度化学では、自社が海外に進出することによる製造コスト削減のメリットは殆どないこと、技術・製造・営業の一体体制が迅速な顧客ニーズへの対応を実現していること、ノウハウ防止の観点、製品の輸送費は大きな負担にならないことなどから海外拠点を設けることは考えていなかった。このため、日本高純度化学では、日本国外の顧客に対しては韓国、台湾、中国、シンガポールに販売代理店を置いて対応していた。

ところで、日本高純度化学は、主要原料として貴金属（金、銀、パラジウム）と一般化学薬品を使用していた。このうち、一般化学薬品の価格は比較的安定していた。しかし、貴金属の価格は、国際商品市況によって変動していた。このため、日本高純度化学の仕入額や売上額は、貴金属の相場動向により変動していた。例えば、2003年4月～6月期では、パラジウム価格が2002年同期に比べて、50%も急激に低下したことにより、売上高は前年同期比で2.5%減少していた（付属資料12）。

このため、日本高純度化学は、顧客との契約を、仕入、販売ともに契約当日の建値を基準に決定し、基本的には貴金属の受注と同時に発注を行うことにより価格変動のリスクを抑えることに努めていた。さらに、貴金属の価格変動に伴う運転在庫の価格変動リスクについても、外注加工期間の短縮や在庫量の圧縮などを図ることによって、貴金属相場の変動が利益に与える影響を軽減するように努めていた。このような対策にも係わらず、対応が十分ではなく、貴金属相場の急激な変動などの不測の事態によって、業績に影響をうける可能性が残っていた。その一方で、外国為替相場については、円建て取引が95%を占めており、円高の影響は少なかった。

## 業績見通し

業績見通しに関しては、短期的には、携帯電話、携帯情報端末、デジタルカメラ製品の小型化、高機能化によってフレキシブルプリント配線（FPC）用のめっき液の市場が急拡大していた。特に、日本高純度化学では、2004年3月期に、携帯電話のカラー化、高機能化によって携帯電話メーカー、とりわけ、海外携帯電話メーカー向けのめっき液の売上高が増加すると見込んでいた。さら

<sup>[43]</sup> 武田敏英、「日本高純度化学」日本経済新聞（2003年10月10日）、p.16

に、パソコンでは「2000年問題」で購入したユーザーの買い替え需要が増加することによってめっき液の需要も増加すると見込んでいた。とりわけ、パソコンのMPU（超高速中央演算処理装置）パッケージ用のめっき液では、日本高純度化学の製品はデファクト・スタンダードとなっていた。<sup>[44]</sup> さらに、自動車用のETCやカーナビなどにも貴金属めっき液の需要が見込まれていた。このようなことから、日本高純度化学では、2004年3月期について、売上高4,550百万円、経常利益950百万円、税引後利益530百万円を予想していた。さらに、2005年3月期については、売上高5,100百万円、営業利益及び経常利益各1,050百万円、税引後利益580百万円が予想されていた。<sup>[45]</sup>

また、中長期的には、渡辺氏は、年率10～15%の市場の拡大を見込めるとともに、シェア拡大も望めると思っていた。すなわち、「まだ市場シェアを奪う余地は残されており、あと5年は今の事業分野で成長を続ける」と述べていた。また、その先の将来については、プリント基板を使用しない新技術が実験段階にあり、数年後には実用化されると見込まれていた。ただ、その新技術がパソコンや携帯電話に使用され、完全に切り替わるまでには5～10年はかかると予想されていた。しかし、日本高純度化学では、プリント基板だけでなく、パッケージ基板やリードフレームなど向けの貴金属めっき液を製造しており、将来的には、様々な用途向けの技術を研究開発していくことにしていた。同様に、日本高純度化学では、粗利益の70%がパソコンと携帯電話向けという構造は、リスクが大きいと思っていた。このため、渡辺氏は、特定製品への依存度を下げするために、「自社技術の応用を基本として」新事業を育成していくことが、中長期的な成長持続力を左右すると思っていた。<sup>[46]</sup> 渡辺氏は「将来有望な技術トレンドを見ながら、エレクトロニクス分野で新たな事業ドメインに進出もありえる」ことを示唆していた。<sup>[47]</sup> これによって、渡辺氏は市場成長率以上の成長を確保したいと考えていた。

## 企業理念

渡辺氏は、日本高純度化学の企業理念として次のようなことを掲げていた。

1. エレクトロニクス業界の発展の基盤を支えている自負とグローバル企業としての社会的使命を自覚しよう。

<sup>[44]</sup> 福本一政、「携帯電話の高機能化で好業績続く日本高純度化学」リポート（2003年6月7日）

<sup>[45]</sup> 東洋経済新報社、会社四季報3集（夏号）（2003年7月14日）、p.634

<sup>[46]</sup> 武田敏英、「日本高純度化学」日本経済新聞（2003年10月10日）、p.16

<sup>[47]</sup> 倉田幸信、「日本高純度化学」週刊ダイヤモンド（2003年2月15日）、p.101



2. 新製品、新技術、新市場へのあくなき挑戦と市場の要求にスピーディに対応することによって顧客満足と信頼を勝ち取ろう。スローガン：CS by CS (Confidence & Satisfaction by Challenge & Speed)
3. 環境保全と安全管理で地域社会との調和を図っていこう。

## 配当政策

日本高純度化学は、1998年5月期で配当を支払ったが、その後無配にしていた。しかし、株式を公開した後の2003年3月期に1株3,200円(配当性向10.7%)で復配した。配当政策の基本方針として、日本高純度化学では、将来の事業展開と経営基盤の強化のために必要な内部留保資金を確保しつつ、収益状況に応じて安定的な配当性向を継続して配当を行っていくことにしていた。このため、今後は、配当性向15%程度で配当を継続することを検討していた。<sup>[48]</sup>

## 資本金の増加

2001年12月、日本高純度化学は資本金を813百万円から905.5百万円に高めた。2002年7月、新株引受権が行使されたことにより、日本高純度化学の資本金は955.5百万円に増加した。また、同じ7月に、日本高純度化学は、1株を14株にする株式分割を行った。さらに、2002年12月には、日本高純度化学は、その株式をジャスダックに店頭登録した際に、資本金を1,134百万円に増やした。

## 意思決定

日本高純度化学の株主構成は、株式の公開によって大きく変化した。しかし、エフビーエフ2000、エル・ピー・は、その持株の一部を売り出したものの、31.8%を所有する筆頭株主であった。富士銀行グループは、日本高純度化学のMBOを実施した時点から日本高純度化学の経営陣とは協力関係を保ちながら、日本高純度化学の上場を目指して協力してきた友好的パートナーであった。

しかし、エフビーエフ2000、エル・ピー・というMBOファンドが所有する株式は、原則運

<sup>[48]</sup> 東洋経済新報社、会社四季報3集(夏号)(2003年7月14日)、p.634

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

用期間内に売却されることになっていた。日本高純度化学は、このファンドの運営・管理を手がけているみずほキャピタルパートナーズ株式会社（旧富士銀行キャピタルマネジメント株式会社）が、その所有株式を、基本的には、日本高純度化学の事業戦略上必要なアライアンス先等への譲渡を検討してくれるものと期待していた。この点について、渡辺氏は、投資会社は「投資で私

5 私たちを支援するとともに、利益を得るのが目的ですから、成果があがれば利益を回収するのは当然です」と語っていた。しかし、その一方で、渡辺氏は、安定株主対策について、「投資会社の30%、役員と持株会の20%を加えてようやく過半数を確保できる状態です。ファンドは期限付きで、投資家から資金を集めており、いずれ全株を売却します。経営陣の意向に沿って売却すると言っています。（しかし）・・・小さいが、魅力ある会社ですから TOB をかけられる心配が

10 あります。とりあえず、ファンドにお願いし、その間に我々が取引先などしかるべき安定株主を探そうかと考えています。今の金融情勢では、投資会社に任せるのも難しい。1、2年のうちに自らの手でめどを付けたいと思っています」と語っていた。<sup>[49]</sup>

渡辺氏は、MBO によって日本高純度化学の独立性を維持したものの、今後とも会社の独立性を維持できる保証はないと思っていた。この点について、渡辺氏は、「それは我が社だけの問題

15 でないはずです。日本企業全体が持ち合いを解消しようとしているのですから、いづこも状況は同じ。ただ、その先駆的事例として、我が社が注目されているのは、事実でしょうね」と述べていた。<sup>[50]</sup> とりわけ、ベンチャーキャピタルの支援を受けて株式公開を実現しようとするベンチャー企業にとって、株式公開後におけるベンチャーキャピタルの出資比率の多寡は、大きな経営問題となっているように思われた。<sup>[51]</sup> この間、2003 年夏以降、日本高純度化学の株価は大幅

20 に上昇していた。このため、日本高純度化学では、「一般の投資家の皆様に投資しづらくなっている」と推察していた。<sup>[52]</sup> 渡辺氏は「株価が落ち着いた時点で、資本政策にも積極的に取り組みたい」と思っていた。<sup>[53]</sup>

25

<sup>[49]</sup> 渡辺雅夫、「MBO の上場第 1 号、62 歳で夢実現」マール（2003 年 3 月），p. 3

<sup>[50]</sup> 大山弘子「渡辺雅夫」エコノミスト（2003 年 2 月 25 日），p. 75

<sup>[51]</sup> 日本経済新聞（2003 年 9 月 30 日），p. 18

<sup>[52]</sup> Yahoo! 掲示板（2003 年 10 月 4 日）

<sup>[53]</sup> 日経金融新聞（2003 年 2 月 6 日），p. 4

30

付属資料 1 マネジメントバイアウト(MBO) の経緯

日本高純度化学株式会社	
株主	1999年 11月16日 合併・商号変更
株数	比率
富士銀キヤピタル株式会社	725 80.6%
現経営陣	75 8.3%
芹澤精一	100 11.1%
合計	900 100.0%

ジェイピーシーホールディング株式会社	
株主	1999年 8月26日 有償株主割当増資
株数	比率
富士銀キヤピタル株式会社	725 90.6%
現経営陣	75 9.4%
合計	800 100.0%

ジェイピーシーホールディング株式会社	
株主	1999年 8月23日 株式移動
株数	比率
富士銀キヤピタル株式会社	290 90.6%
現経営陣	30 9.4%
合計	320 100.0%

ジェイピーシーホールディング株式会社	
株主	1999年 8月13日 組織変更・商号変更
株数	比率
富士銀キヤピタル株式会社	320 100.0%
合計	320 100.0%

旧日本高純度化学株式会社	
株主	1999年 8月27日 株式移動
株数	比率
芹澤精一	1,500 5.0%
ジェイピーシーホールディング株式会社	28,500 95.0%
合計	30,000 100.0%

旧日本高純度化学株式会社	
株主	1999年 8月26日
株数	比率
芹澤精一	30,000 100.0%
合計	30,000 100.0%

付属資料 2 日本高純度化学株式会社の主要経営指標の推移

	1998年 5月期	1999年 5月期	1999年 11月期	2000年 3月期	2001年 3月期	2002年 3月期	2003年 3月期
売上高(百万円)	3,941.9	3,575.8	1,695.3	1,552.5	5,024.5	3,309.8	4,149.3
経常利益(百万円)	567.1	580.8	310.9	-62.0	-156.7	485.8	816.6
当期純利益(百万円)	290.9	77.6	174.8	-72.4	-485.8	270.9	460.2
資本金(百万円)	15.0	15.0	15.0	813.0	813.0	905.5	1,134.0
発行済株式総数(株)	30,000	30,000	30,000	900	900	950	15,400
純資産額(百万円)	1,461.2	1,532.8	1,702.7	1,532.6	1,044.8	1,502.0	2,466.6
総資産額(百万円)	2,441.4	2,254.6	2,160.0	3,496.2	2,823.8	1,819.7	3,005.7
1株当り純資産額(千円)	48.7	51.1	56.8	1,702.9	1,160.9	1,581.1	158.5
1株当り当期純利益(円)	9,696	2,587	5,826	-131,595	-539,763	296,797	30,536
1株当り配当額(円)	200	-	-	-	-	-	3,200
配当性向(%)	2.1	-	-	-	-	-	10.5
株主資本比率(%)	59.8	68.0	78.8	43.8	37.0	82.5	82.1
株主資本利益率(%)	22.1	5.2	10.8	-	-	21.3	23.2
株価収益率(倍)							10.7
従業員数(名)	19	18	19	22	23	23	26
(外、平均臨時雇用者数)	2	2	2	2	3	3	3
平均年齢(歳)							36.8
平均勤続年齢(年)							5.8
平均年間給与(千円)							8,304.9

付属資料 3 日本高純度化学株式会社の貸借対照表  
(百万円)

	3月31日				6月30日
	2000年	2001年	2002年	2003年	2003年
現金及び預金		696.1	433.2	1,607.5	1,615.4
売掛債権		1,148.9	706.1	801.4	774.9
棚卸資産		179.2	120.2	135.5	111.3
繰延税金資産		203.9	188.8	209.0	144.8
その他		21.9	7.3	6.6	6.8
貸倒引当金		-4.5	-1.8	-0.8	
流動資産合計		2,245.4	1,453.9	2,759.7	2,653.3
建物		1.5	45.0	41.5	
車両運搬具工具機器備品		39.3	41.0	52.0	
有形固定資産合計		40.7	86.0	93.5	98.1
ソフトウェア		19.5	15.9	12.1	
その他	1,682.7	0.5	0.5	2.8	
無形固定資産合計	1,683.2	19.9	16.4	14.9	14.9
投資有価証券		17.0	31.3	70.2	71.2
差入保証金		63.3	23.0	21.5	
保険積立金		59.0			
繰延税金資産		373.9	204.5	42.2	44.7
その他		4.5	4.7	3.8	26.8
投資その他の資産合計		517.7	263.4	137.7	142.6
固定資産合計		578.4	365.8	246.0	255.6
資産合計		2,823.8	1,819.7	3,005.7	2,908.9
買掛債務		253.6	168.4	180.4	161.6
短期借入金		300.0	-	-	-
1年以内長期借入金		450.0	-	-	-
未払金		26.1	20.2	27.0	40.3
未払法人税等		186.6	27.6	191.4	33.8
賞与引当金		34.0	30.0	38.0	21.4
その他		38.1	8.4	15.6	38.1
流動負債合計		1,288.3	254.5	452.4	295.2
長期借入金		450.0	-	-	-
役員退職慰労引当金		40.7	63.2	86.7	92.7
固定負債合計		490.7	63.2	86.7	92.7
負債合計		1,779.0	317.7	539.2	387.9
資本金		813.0	905.5	1,134.0	1,134.0
資本準備金(注)		792.4	884.9	877.7	877.7
別途積立金					300.0
当期末処分利益	-72.8	-558.6	-287.6	460.2	214.6
利益剰余金				460.2	514.6
その他有価証券評価差額金		-2.0	-0.7	-5.3	-5.3
資本合計	1,532.6	1,044.8	1,502.0	2,466.6	2,521.0
発行済株式総数(株)		900	950	15,400	15,400

(注) 2002年6月24日開催の定時株主総会において、商法第289条第1項の規定に基づき、2003年3月31日現在の欠損金287,610千円の補填を目的として資本準備金を同額取り崩すことを決議した。

付属資料 4 日本高純度化学株式会社の損益計算書  
(百万円)

	5月期	11月期	3月期			6月期	
	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	
製品売上高	3,576	1,695	1,552.5	5,024.5	3,309.8	4,149.3	982.8
材料費				3,335.6	2,122.9	2,510.4	
労務費				73.6	51.1	66.2	
経費				99.7	101.0	108.8	
(うち外注加工費)				57.8	58.0	67.8	
(うち地代家賃)				19.9	25.4	20.2	
製造原価				3,509.0	2,275.0	2,685.3	
売上原価				3,512.5	2,271.8	2,678.8	594.4
売上総利益				1,512.1	1,038.0	1,470.5	388.3
荷造発送費				28.9	21.2	27.8	
広告宣伝費				7.5	8.2	11.0	
役員報酬				102.5	111.2	116.7	
給料手当				97.1	102.9	139.0	
賞与				62.8	34.3	53.7	
役員退職慰労金引当繰入額				21.6	22.5	23.6	
地代家賃				45.8	34.9	30.8	
減価償却費				13.1	26.5	28.3	
支払保険料				36.1			
支払手数料				39.6	25.3	34.9	
その他				116.3	139.1	160.8	
販売費及び一般管理費				571.2	526.1	626.7	165.1
営業利益	575.2	308.2	399.6	940.8	511.9	843.8	223.3
受取利息				0.4	0.2	0.1	
受取配当金				0.2	0.2	0.3	
為替差益				2.0	2.2	1.6	
雑収入			0.9	0.1	0.0		
営業外収益	10.5	4.6	1.0	3.5	2.7	2.0	0.2
支払利息				49.3	27.7	-	
営業権償却			420.7	1,051.7			
新株発行費						10.1	
株式公開費用						18.9	
雑損失				0.0	1.1	0.2	
営業外費用	4.9	1.9	462.7	1,101.0	28.9	29.2	0.1
経常利益	580.8	310.9	-62.0	-156.7	485.8	816.6	223.3
保険契約金					45.8	-	
その他				5.1	4.4		
特別利益	84.2	5.0	9.5	0.0	50.9	4.4	0.9
過年度営業権償却				631.0			
過年度役員退職慰労引当金繰入額				19.1			
本社移転費用					46.1		
その他				2.7	8.0	7.5	
特別損失	550.2	9.7	63.9	652.8	54.1	7.5	
税引前当期純利益	115.0	306.3	-116.5	-809.5	482.6	813.5	224.2
法人税、住民税及び事業税				193.8	28.0	208.1	33.8
法人税等調整額				-517.5	183.6	145.1	61.7
当期純利益	37.4	131.5	-44.1	-323.7	211.6	353.3	95.5
減価償却費				13.7	31.5	34.1	
営業権償却				1,682.7	-	-	
研究開発費				89.1	95.0	106.0	

付属資料 5 日本高純度化学株式会社の用途品目別売上高  
(百万円)

	2001年3月期		2002年3月期		2003年3月期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
A. 用途品目別						
プリント基板・半導体搭載基板用	2,201.1	43.8	1,847.4	55.8	2,288.1	55.1
コネクタ・マイクロスイッチ用	1,620.6	32.3	694.0	21.0	786.7	19.0
リードフレーム用	970.9	19.3	517.9	15.6	767.8	18.5
その他	231.9	4.6	250.4	7.6	306.7	7.4
合計	5,024.5	100.0	3,309.8	100.0	4,149.3	100.0
B. 輸出先国別						
韓国	191.5	28.9	187.0	32.2	314.8	29.2
台湾	101.5	15.3	90.0	15.5	271.1	25.2
シンガポール・マレーシア	235.3	35.6	103.7	17.9	137.4	12.8
中国			169.4	29.2	259.4	24.1
その他	133.5	20.2	30.5	5.2	93.4	8.7
合計	661.8	100.0	580.6	100.0	1,076.1	100.0
輸出比率	13.2%		17.5%		25.9%	

機能別区分	めっき区分	めっき液区分	用途品目別区分(主な最終製品)
機能めっき	金めっき	軟質純金めっき液	プリント基板・半導体搭載基板 (携帯電話、パソコン、電子機器等)
		硬質純金めっき液	コネクタ・マイクロスイッチ
	パラジウムめっき	パラジウム・ニッケル合金めっき液	(携帯電話、パソコン、電子機器等)
		パラジウムめっき液	リードフレーム
装飾めっき	銀めっき	純銀めっき液	(携帯電話、パソコン、電子機器等)
		金めっき	その他 (時計ケース、宝飾品等)
	硬質純金めっき液		
	パラジウムめっき	パラジウムめっき液	
	銀めっき	銀めっき液	
白金めっき	白金めっき液		

付属資料 6 日本高純度化学株式会社の主要取引先  
(百万円)

	3月31日		
	2002年	2003年	
受取手形			
大日本印刷	n.a.	31.7	
日本サーキット工業	n.a.	18.5	
三松	12.1	16.8	
立山エレプソン	22.2	14.6	
大和電機工業	10.6	9.4	
同和ハイテック	19.3	n.a.	
埼玉薬品	6.1	n.a.	
売掛金			
兼松デバイス	22.3	68.2	
日立エアアイシー	n.a.	52.4	
イビデン	74.6	49.2	
富士通	166.4	33.9	
同和ハイテック	n.a.	33.7	
ケミカルズアンドマシナリー	23.1	n.a.	
サン・ダイコー	21.6	n.a.	
買掛金			
東洋化学工業	68.5	83.3	
タツタ電線	66.9	38.2	
東昭化学	5.0	9.2	
三恵薬業	5.7	8.4	
石福金属興業	n.a.	3.4	この他の主要販売先：日本電気、日立製作所 (資料：帝国データバンク年鑑)
中外鉱業	4.9	n.a.	

付属資料 7 日本高純度化学株式会社の主要株主

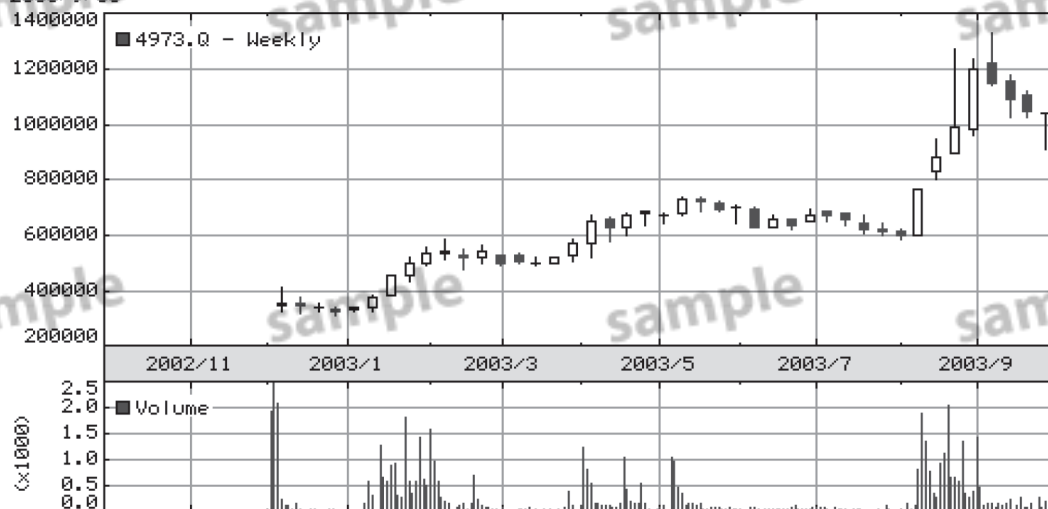
	2002年11月		2003年3月	
	株式数(株)	割合(%)	株式数(株)	割合(%)
エフビーエフ2000,エルピー	6,580	47.00	4,906	31.80
渡辺雅夫	749	5.35	754	4.80
芹澤精一	1,400	10.00	742	4.80
下田益弘	735	5.25	735	4.70
山一電機	700	5.00	560	3.60
JPC従業員持株会	420	3.00	500	3.20
三井アセット信託銀行(投資信託受託者)			417	2.70
日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口)			375	2.40
ユナイテッドネーションズ				
フォーザUNJSPFアUNオーガン			370	2.40
スモールキャップエン				
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)			299	1.90
みずほキャピタル	420	3.00		
平岩武治	294	2.10		
鈴木紀久男	294	2.10		
安田生命保険	238	1.70		
上位10名合計	11,830	84.50	9,658	62.30
金融機関			1,724	11.20
証券会社			30	0.19
その他の法人			1,294	8.40
外国法人等			6,338	41.16
個人その他			6,014	39.05



付属資料 8 日本高純度化学株式会社の株価の推移

A. 日本高純度化学の株価

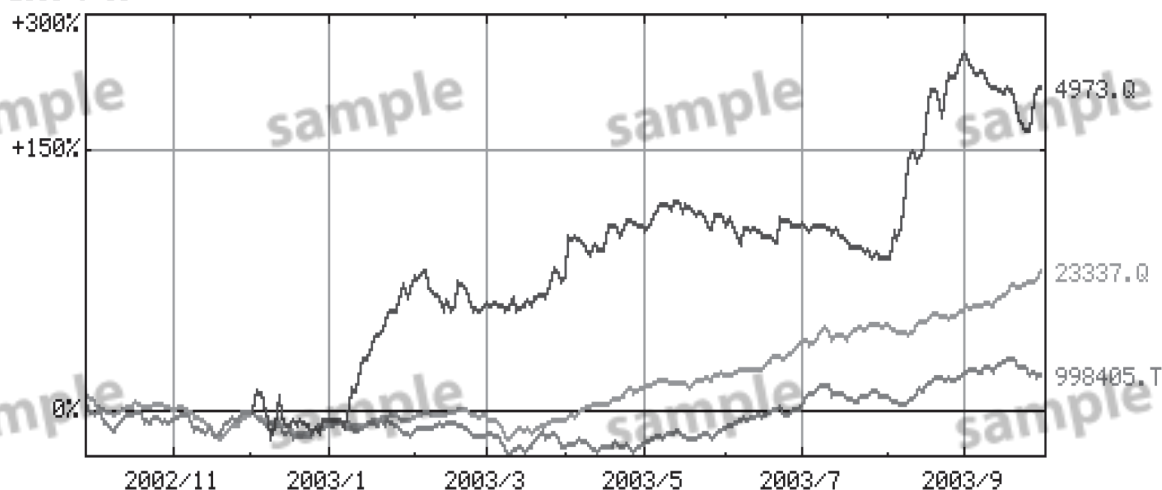
JAPAN PURE CHEMICAL CO.LTD.  
2003/9/30



2003年9月30日 株価 1,090,000円 時価総額 16,786百万円  
取引単位:1株

B. 日本高純度化学の株価と TOPIX 及び JASDAQ との比較

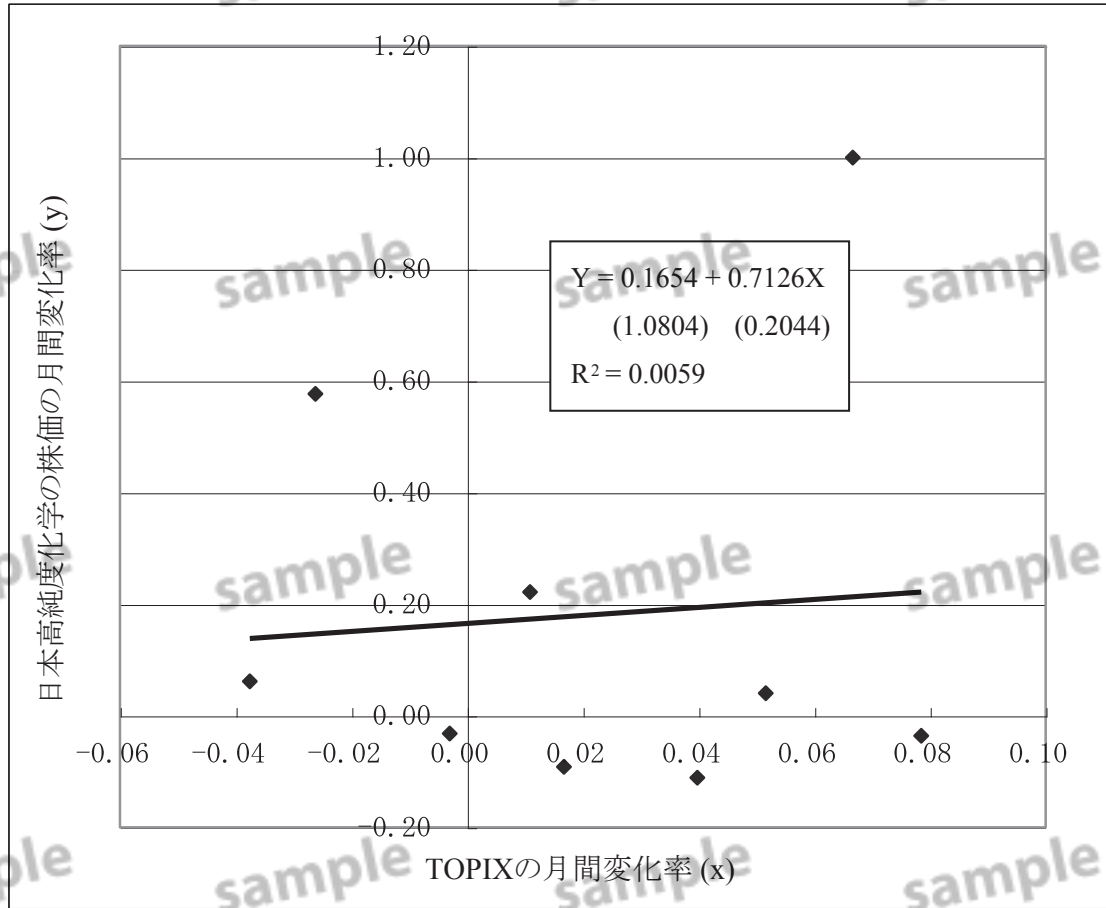
JAPAN PURE CHEMICAL CO.LTD.  
2003/9/30



コード番号	社名等	2002年12月3日	2003年9月30日	上昇率
4973.Q	日本高純度化学	350,000	1,090,000	211%
23337.Q	JASDAQ	40.08	66.04	65%
998405.T	TOPIX	890.76	1,018.80	14%

付属資料 8 (続き)

C. 日本高純度化学の株価の月間変化率とTOPIXの月間変化率との関係  
(2003年1月～2003年9月)



私たちは、常に電子部品業界の技術革新の  
最先端を走り続けます。



JASDAQ 証券コード:4973

おかげさまで本日、日本高純度化学株式会社は  
JASDAQに上場いたしました。

当社は昭和46年の設立以来、電子機器用の貴金属めっき用薬品の開発・製造・販売を手がけてまいりました。  
今後も信頼性の高い優れたテクノロジーを通じて、エレクトロニクス産業の発展の基盤を支え、  
ダイナミックに社会に貢献してまいります。



日本高純度化学株式会社

〒179-0081 東京都練馬区北町9-10-18  
TEL 03-3550-1048 FAX 03-3550-1006  
ホームページ <http://www.naijpc.com>

資料: 日本経済新聞(2002年12月3日), p.32

付属資料 10 貴金属めっき薬品業界の株式公開会社の財務諸表  
(百万円)

1.貸借対照表

	メルテックス 5月31日		メック 3月31日		エヌ・イー・ ケムキャット 3月31日		上村工業 3月31日	
	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年
現金及び預金	2,195	2,480	1,770	1,788	2,041	3,955	3,526	5,344
売掛債権	2,307	2,314	1,804	1,799	7,522	7,676	9,036	8,343
有価証券			100	50	3,361	6,398	73	27
棚卸資産	610	559	219	260	5,159	4,090	2,196	1,626
有償受給材					4,480	4,792		
繰延税金資産	71	81	42	59	234	547	162	144
未収入金					3,625	3,163		
その他	34	42	128	126	-4	136	112	176
流動資産合計	5,218	5,476	4,063	4,081	26,418	30,758	15,106	15,662
償却有形固定資産	1,540	1,289	1,049	1,503	8,026	10,211	6,435	6,543
土地	1,918	1,676	796	797	2,988	2,988	1,326	1,369
建設仮勘定			304	-	1,154	782	4	12
その他	206	163			902	863	518	544
有形固定資産合計	3,664	3,128	2,148	2,301	13,071	14,844	8,284	8,470
無形固定資産合計	13	16	82	104	526	493	40	32
投資有価証券	265	207	214	117	1,642	901	1,074	663
長期貸付金							70	10
貸付有価証券					246			
繰延税金資産	364	314	171	71	847	1,011	32	407
その他	312	342	447	382	581	551	341	351
投資その他合計	941	863	833	570	3,317	2,464	1,518	1,063
固定資産合計	4,618	4,007	3,063	2,975	16,914	17,800	9,841	9,564
資産合計	9,835	9,482	7,129	7,056	43,331	48,559	24,946	25,226
買掛債務	883	821	535	677	2,427	2,599	4,479	4,176
短期借入金			754	638	201	640	1,364	1,508
1年以内返済長期借入金			7	5			462	410
未払金			115	99	6,157	6,044		
未払法人税等	87	52	58	71	753	1,488	315	440
賞与引当金	152	143	101	110			140	132
土壤汚染処理損引当金						521		
その他	260	155	96	61	3,006	2,615	1,348	1,183
流動負債合計	1,383	1,286	1,667	1,662	12,544	13,907	8,109	7,849
社債			200	200				
長期借入金			218	223		2,500	1,583	1,184
預り保証金							713	693
繰延税金負債	2	0					266	371
退職給付引当金	713	746			1,781	1,990	450	384
役員退職慰労引当金	292	137	476	245	157	312		
その他	20		13	14	77	192	63	33
固定負債合計	1,027	883	908	683	2,015	4,994	3,089	2,700
負債合計	2,410	2,170	2,574	2,345	14,559	18,901	11,198	10,549
少数株主持分	225	225	37	45	-	-	361	543
資本金	934	934	594	594	3,424	3,427	1,337	1,337
資本剰余金(準備金)	657	657	446	446	2,381	2,381	1,646	1,646
利益(連結)剰余金	5,606	5,502	3,439	3,667	23,098	24,020	10,369	11,357
その他有価証券評価差額金	-29	-14	33	-5	-128	-116	39	62
為替換算調整勘定	33	11	6	-37	-1	-47	-1	-253
自己株式	0	-1	-	-	0	-2	-3	-15
資本合計	7,201	7,088	4,518	4,666	28,772	29,658	13,388	14,134
発行済株式総数(千株)	7,480	7,478	5,093	5,093	28,985	28,985	10,020	9,878

付属資料 10 (続き)

2.損益計算所

	メルテックス 5月期		メック 3月3期		エヌ・イー・ ケムキャット 3月期		上村工業 3月期	
	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年	2002年	2003年
売上高	6,977	6,458	5,229	5,511	36,868	44,203	23,407	27,867
売上原価	4,547	3,922	2,337	2,314	28,443	33,949	15,764	19,156
売上総利益	2,430	2,536	2,892	3,197	8,425	10,524	7,641	8,710
販売手数料					33	46		
技術サービス費					261	157		
荷造・運搬費	158	153	294	311			411	431
給料・賞与	797	781	532	554	670	658	1,707	1,760
賞与引当金繰入額	80	73	55	61			84	63
退職給付費用	84	75			47	55	68	108
役員退職慰労引当金繰入額	29	32	61	28	33	155		
旅費交通費					226	246	299	311
減価償却費					39	26	142	141
研究開発費	423	378	466	595	1,589	1,587	1,181	1,225
賃借料(家賃)					187	186		
その他	905	838	964	977	909	1,377	1,596	1,620
販売一般管理費	2,474	2,330	2,373	2,526	3,992	4,493	5,489	5,659
営業利益	-45	206	518	671	4,432	5,761	2,152	3,051
受取利息	11	4	14	10	5	2	15	15
受取配当金	2	2	1	1	28	26	7	4
その他	72	44	67	48	21	19	130	58
営業外収益	85	51	82	60	54	47	151	77
支払利息・社債利息			17	18	30	44	185	105
投資有価証券評価損			29	46			35	20
メタル借入料					625	167		
持分法による投資損失					79	230		
つくば事業所原価外費用						439		
その他	11	17	24	70	86	33	23	170
営業外費用	11	17	68	133	820	913	243	294
経常利益	29	239	530	597	3,666	4,895	2,060	2,833
投資有価証券売却益	84	255			3	70	31	
生命保険返戻金			-	111				
その他	0	1	2	7	10	12	5	101
特別利益	256	84	2	118	13	82	36	101
固定資産売却損		213	0	1				
固定資産除却損	37	19	44	8	62	126		
投資有価証券売却損					3	346		94
投資有価証券評価損	25	73			327	346	54	223
貸付有価証券評価損					327	353		
土壌汚染処理損失						177		
土壌汚染処理損失引当金繰入額					800	1,539		
役員退職慰労金		20		115				
その他			-	10	21	16	40	31
特別損失	63	325	44	133	521	1,539	94	348
税引前当期純利益	51	170	489	583	2,880	3,438	2,002	2,586
法人税、住民税及び事業税	110	66	215	157	1,200	2,083	848	925
法人税等調整額	-90	28	-11	110	63	-488	169	104
税金合計	19	94	204	267	1,263	1,594	1,017	1,029
少数株主利益	17	10	-4	8			120	152
当期純利益	15	66	289	307	1,616	1,843	865	1,405
減価償却費	265	227	206	229	1,506	1,798	749	835
1株当たり利益(円)	1.95	5.88	57.52	56.31	55.77	62.91	86.35	137.67
1株当たり配当金(円)	20.00	20.00	15.00	20.00	30.00	30.00	15.00	15.00
従業員数(人)	259	247	175	174	538	603	600	802

付属資料 10 (続き)

3. 販売実績内訳

メルテックス

表面処理薬品	3,261
プリント配線板処理薬品	2,900
電子部品等めっき薬品	297
その他	6,458
合計	13,316

メック

電子基板用薬品	4,736
電子基板用機械	438
電子基板用資材	244
その他	92
合計	5,511

エヌ・イー・ケムキャット

化学触媒	5,815
自動車触媒	20,026
表面処理薬品(注)	13,064
貴金属	5,299
合計	44,203

上村工業

表面処理用資材(注)	20,076
表面処理用機械	5,038
不動産賃貸	867
その他	1,886
合計	27,867

(注) 電子工業界で使用される貴金属めっき液、各種表面処理薬品・工業用ペーパースト等

(注) プリント基板用めっき薬品、アルミ用磁気ディスク用めっき薬品、汎用性無電解ニッケルめっき薬品などを含む

4. 大株主の状況

メルテックス

大株主(2003年5月31日)	千株	%
イワキ	2,451	32.80
エンソン	1,215	16.20
明治通商	469	6.10
MLPFSカストディ	116	1.60
UFJ銀行	110	1.40
ノーザン・トラスト	98	1.20
AVFC/ソトテイ	82	1.10
マステンライト	55	0.70
自社社員持株会	55	0.70
東京三菱銀行	55	0.70
みずほ銀行	55	0.70
上位10社合計	4,706	62.50

メック

大株主(2003年3月31日)	千株	%
前田耕作	736	14.47
河邊豊	663	13.03
小林義雄	639	12.55
小垣守	594	11.61
腰高修	431	8.47
メック従業員持株会	192	3.77
日本マスタートラスト信託銀行(信託口)	163	3.21
前田和夫	160	3.14
モディ・デリック	70	1.37
UFJ銀行	64	1.25
上位10社合計	3,716	72.96

エヌ・イー・ケムキャット

大株主(2003年3月31日)	千株	%
住友金属鉱山	13,216	45.60
ECデラウェア・インク	11,258	38.84
三井住友銀行	715	2.47
日本マスタートラスト	569	1.96
信託銀行(信託口)	270	0.93
BBHフォアファイデリアイ	265	0.92
JSCフアエンド	264	0.91
住友商事	264	0.91
野村信託銀行(投信口)	144	0.50
UFJ信託銀行(信託勘定A口)	134	0.46
バンクオブNYローロツパ	130	0.45
LL131800	130	0.45
NEケムキャット社員持株会	130	0.45
上位10社合計	26,965	93.04

上村工業

大株主(2003年3月31日)	千株	%
浪速殖産	984	9.96
日本マスタートラスト	925	9.36
信託銀行	781	7.90
日本トラステイ	767	7.76
サービス信託銀行	756	7.65
上村寛也	356	3.60
UFJ銀行	306	3.09
ザチエースマンハッタン	295	2.98
ゴールドマン・サックス	286	2.89
東京三菱銀行	235	2.37
BBHフォアファイデリアイ	235	2.37
JMCフアエンド	235	2.37
上位10社合計	5,691	57.62

付属資料 11 貴金属めつき薬品業界の株式公開会社の株価

1. メルテックス

Meltex Inc.  
2003/10/10

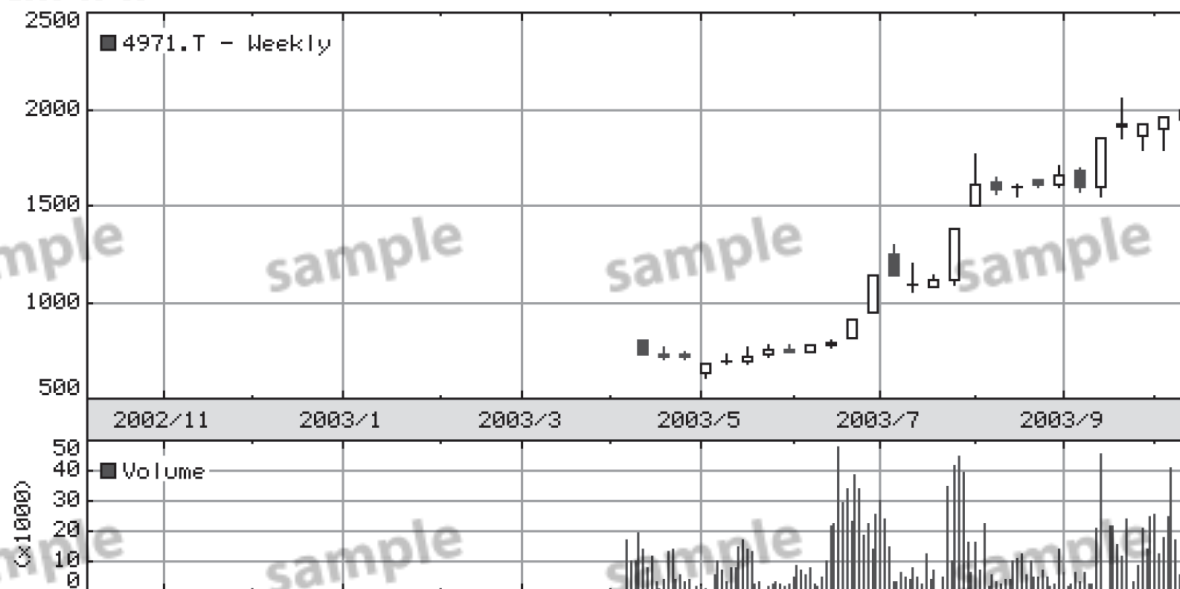


Copyright (C) 2003 Yahoo Japan Corporation.

2003年9月30日 株価 749円 時価総額 5,603百万円  
β値 = 0.63 (1998年10月～2003年9月) (TOPIXベース)

2. メック

MEC COMPANY LTD.  
2003/10/10



Copyright (C) 2003 Yahoo Japan Corporation.

2003年9月30日 株価 1,925円 時価総額 9,804百万円

付属资料 11 (続き)

3. エヌ・イー・ケムキャット

N.E.Chemcat Corp.  
2003/10/10



Copyright (C) 2003 Yahoo Japan Corporation.

2003年9月30日 株価 1,620円 時価総額 46,956百万円  
 $\beta$  値 = 0.04(1998年10月~2003年9月)(TOPIXベース)

4. 上村工業

C.Uyemura & Co.Ltd.  
2003/10/9



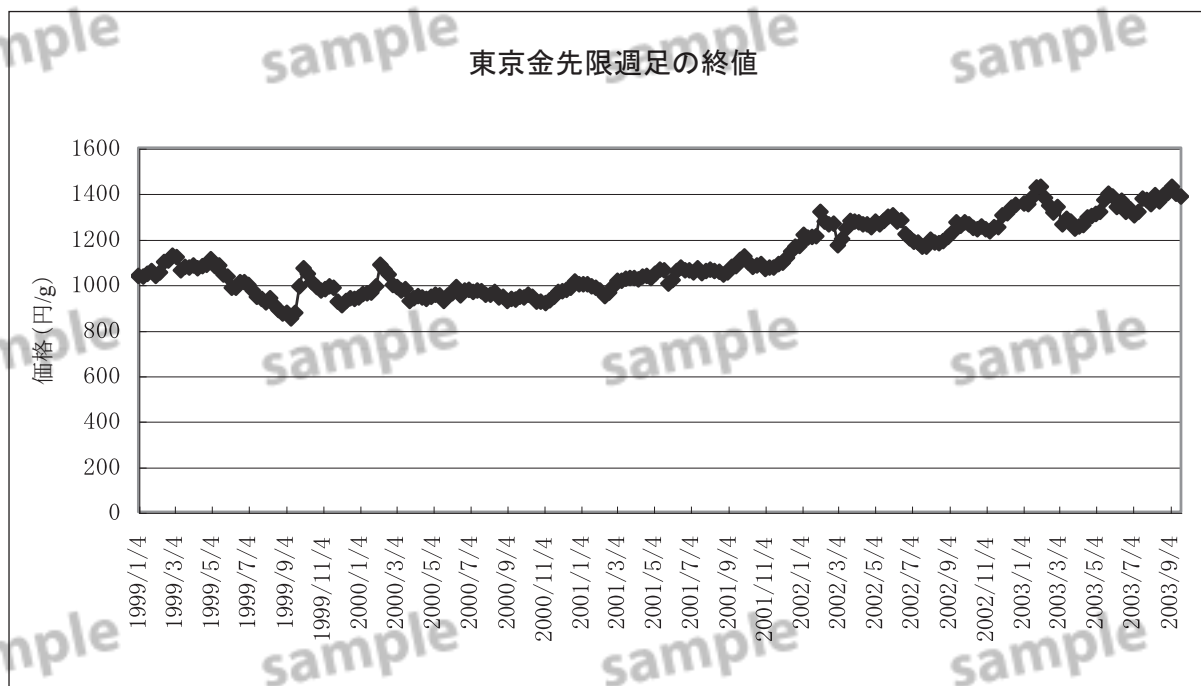
Copyright (C) 2003 Yahoo Japan Corporation.

2003年9月30日 株価 3,020円 時価総額 29,832百万円  
 $\beta$  値 = 0.84(1998年10月~2003年9月)(TOPIXベース)



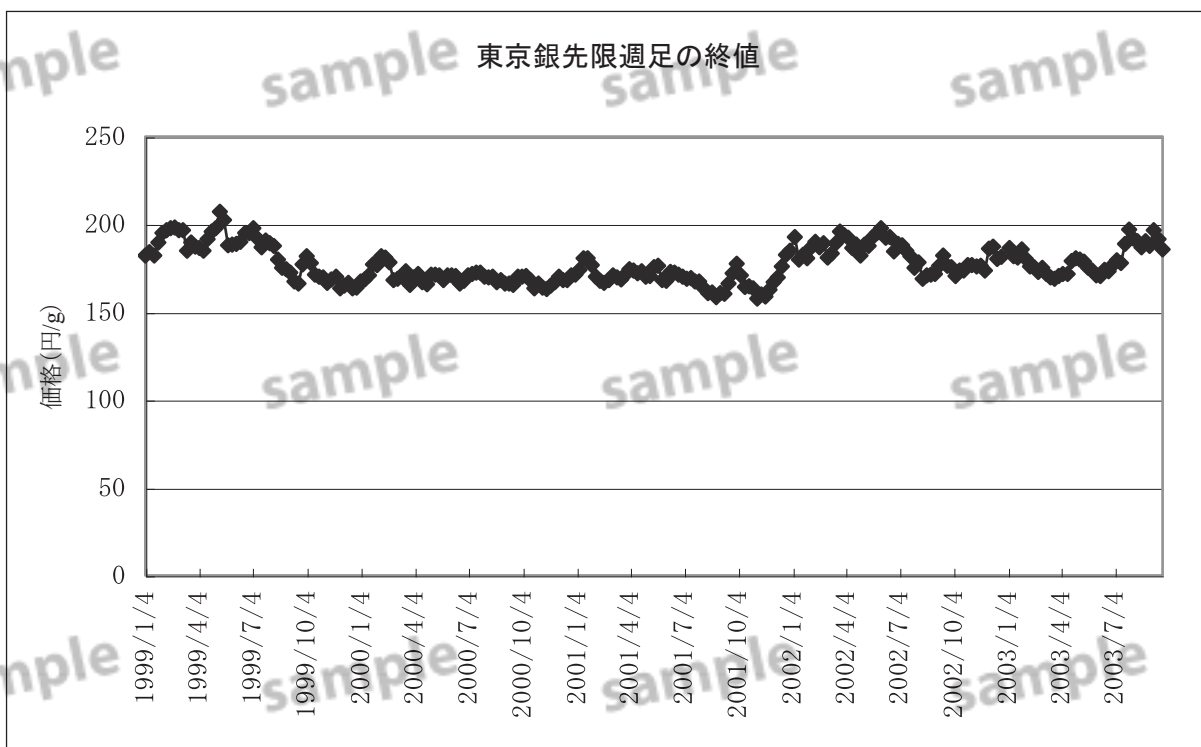
付属資料 12 貴金属価格の推移

1. 金価格(東京金)



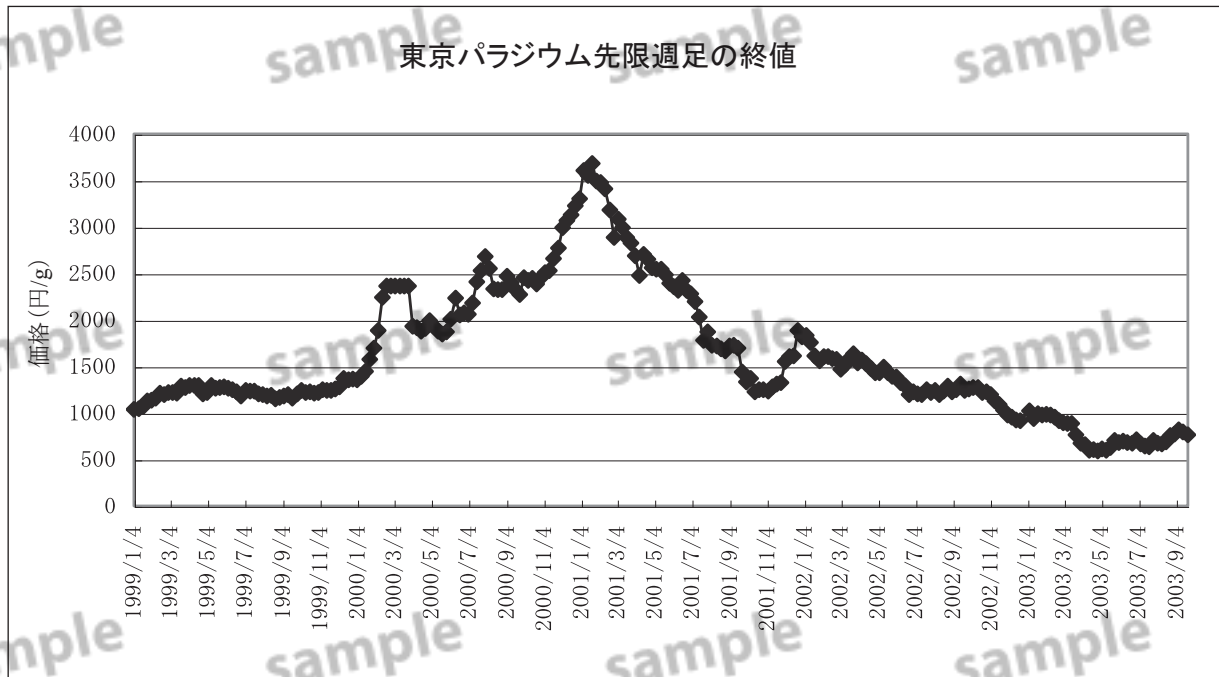
週間変化率の平均 = 0.0015 標準偏差 = 0.0238

2. 銀価格(東京銀)



週間変化率の平均 = 0.0003 標準偏差 = 0.0229

3. パラジウム(東京パラジウム)



週間変化率の平均 = 0.00001 標準偏差 = 0.0505

資料: <http://www.asumiru.com/data/download>

付属資料 13 世界の金及びパラジウムの需給

1. 世界の金需給(GFMS需給報告、単位:トン)

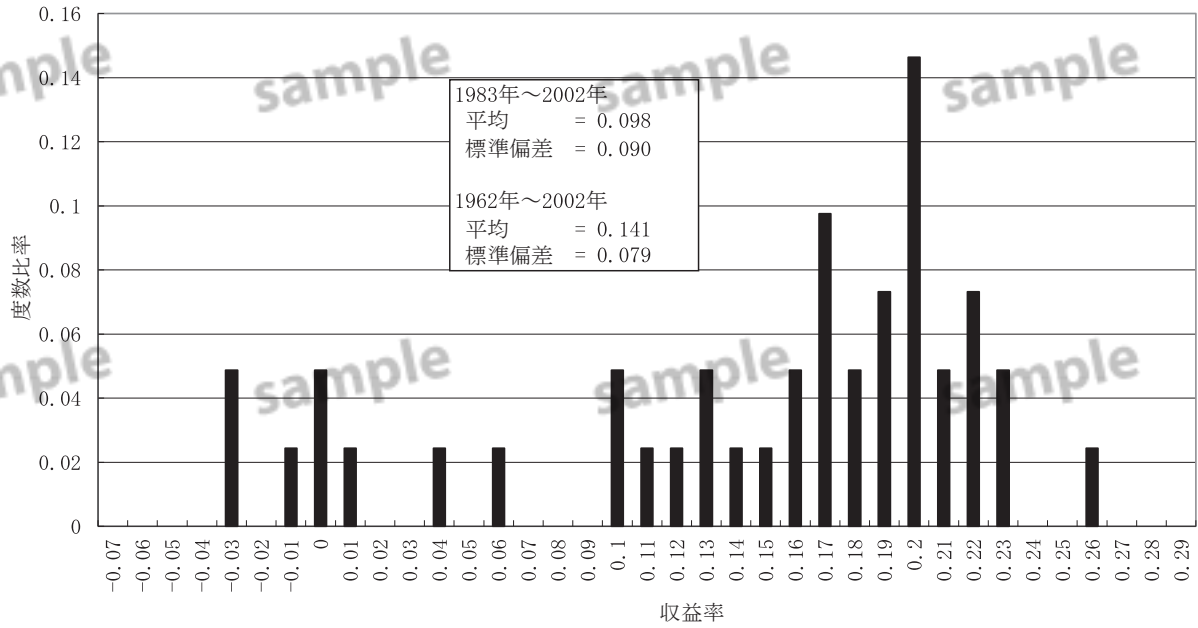
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
	予測									
鉱山生産高	2,291	2,282	2,278	2,361	2,479	2,537	2,567	2,584	2,602	2,514
公的部門の売却	468	130	167	279	326	380	478	489	535	535
二次供給	578	619	629	642	624	1,088	605	606	680	747
ヘッジ	142	105	475	142	504	97	506	-	-	-
欧米の退蔵放出	-	184	79	107	306	-	-	290	115	113
供給合計	3,477	3,320	3,626	3,531	4,238	4,103	4,157	3,970	3,933	3,908
宝飾品	2,560	2,627	2,805	2,856	3,350	3,157	3,140	3,177	3,063	2,815
その他	488	456	503	486	561	568	592	562	472	461
加工用合計	3,047	3,084	3,308	3,342	3,911	3,726	3,732	3,739	3,535	3,276
金塊退蔵	167	236	318	189	327	154	253	217	246	251
ヘッジ	-	-	-	-	-	-	-	15	152	382
欧米の退蔵購入	263	-	-	-	-	223	172	-	-	-
需要合計	3,477	3,320	3,626	3,531	4,238	4,103	4,157	3,970	3,933	3,908
年平均価格 (ドル/オンス)	359.8	384.2	384.1	387.9	331.3	294.1	278.6	279.1	271.0	309.0

2. 世界のパラジウム需給(JM調べ、単位:トン)

	予測		
	2001	2002	
供給	南アフリカ	62.5	68.1
	ロシア	135.0	49.8
	北米	25.8	30.2
	その他	3.7	4.7
	合計	227.7	152.7
需要	自動車触媒	158.3	98.3
	歯科用	22.4	22.7
	電子・電気	22.1	23.3
	宝飾用	7.5	8.2
	化学	7.9	7.9
	二次供給	-8.7	-11.5
	その他	2.0	2.8
合計	211.2	151.8	
在庫移動	15.9	0.9	

資料: 商品先物取引情報サイト(www.asumiru.com)

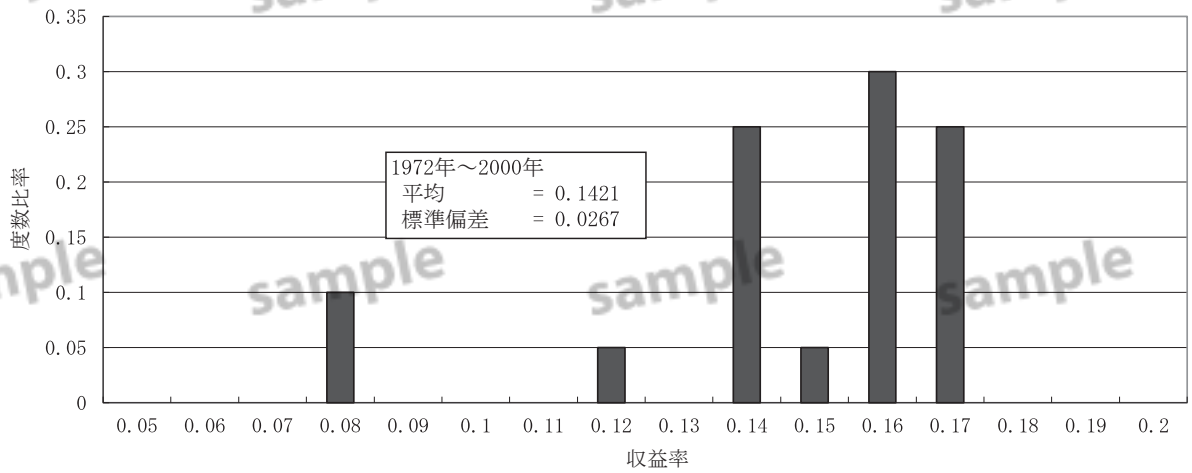
付属資料 14-1 東京証券取引所の単純平均市場収益率の分布



(注) 東京証券取引所第一部市場収益率、計測期間は1952年から2002年までの期間、保有期間は10年間

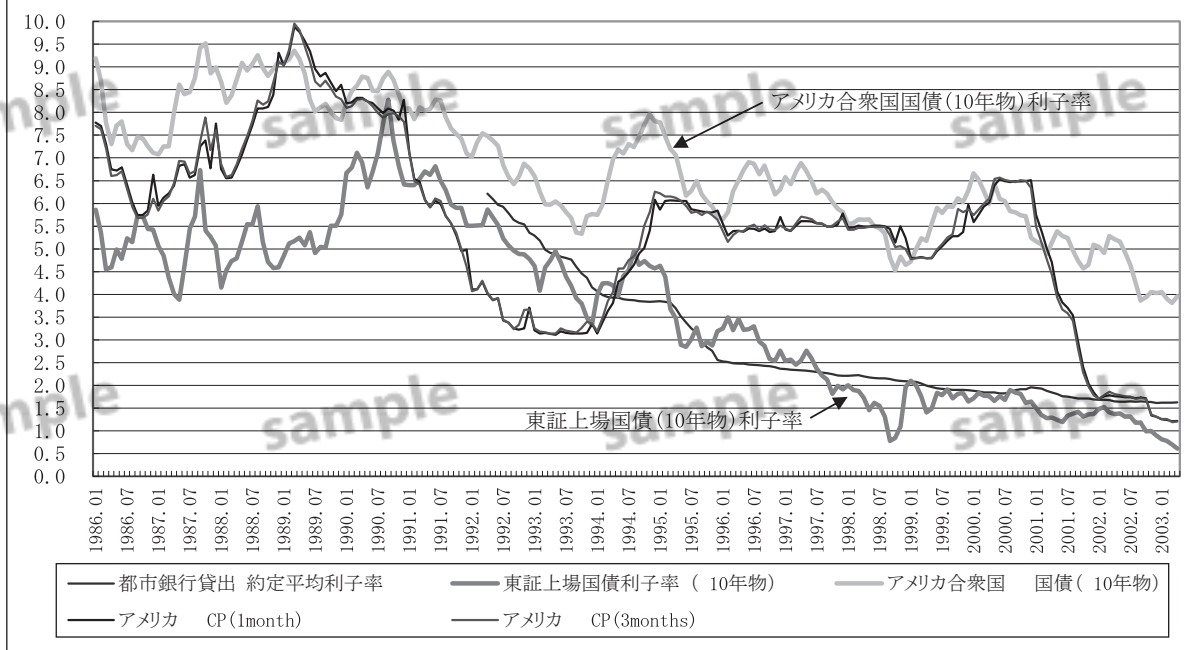
資料：株式投資収益率 2002年 CD-ROM版（日本証券経済研究所、2003年4月）

付属資料 14-2 ニューヨーク証券取引所の市場収益率の分布



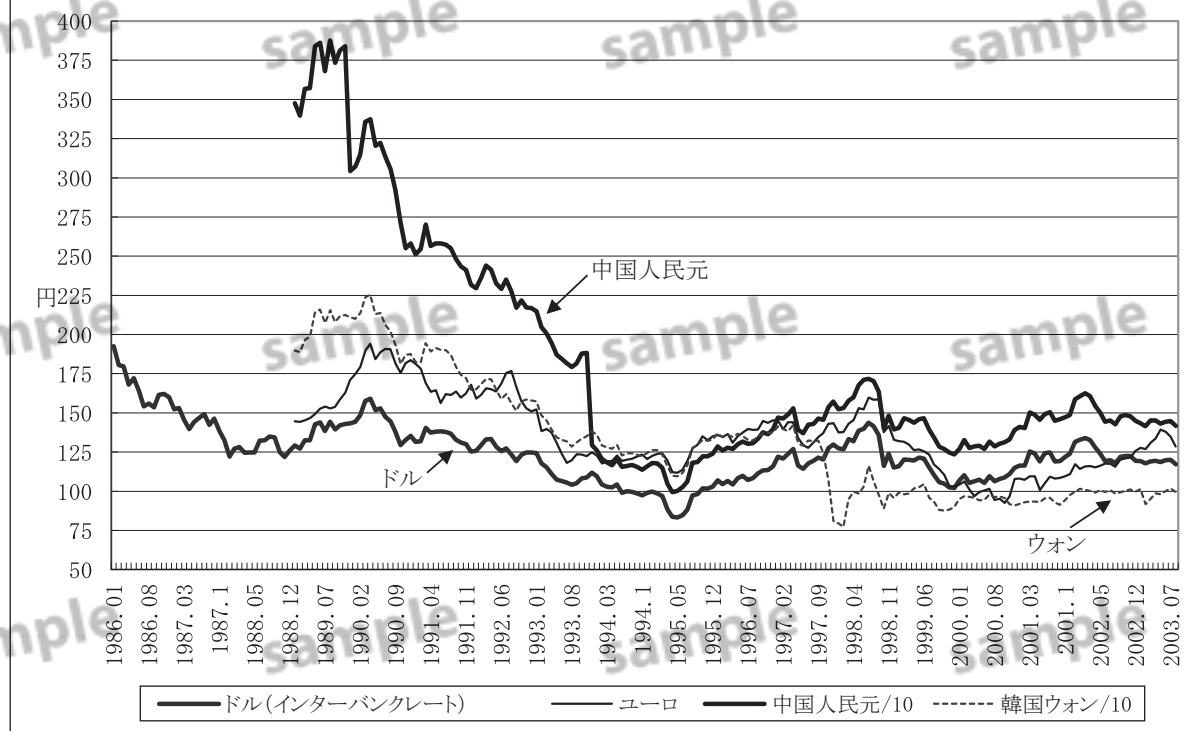
(注) 収益率はNYSE Composite Indexの10年間の年平均変化率と配当利回りの10年間平均値とを加算した値である。計測期間は1972年から2000年までの期間、保有期間は10年間

付属資料 15 日本とアメリカの利子率



日本	国債平均利子率 (1986年1月-2003年4月)	3.71%
	都銀貸出利子率 (1992年4月-2003年4月)	2.77%
アメリカ	国債平均利子率 (1986年1月-2003年4月)	6.71%
	1month利子率 (1986年1月-2003年4月)	5.41%
	3months利子率 (1986年1月-2003年4月)	5.42%

付属資料 16 外国為替相場の推移



sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

---

不 許 複 製

---

慶應義塾大学ビジネス・スクール

---

共立 2014.6 PDF