

企業と投資家の新しい関係を考える

川北英隆

はじめに

ただいまご紹介にあずかりました京都大学の川北です。よろしくお願ひします。

今日は、「企業と投資家の新しい関係を考える」という題でお話をしようと思つています。

一昨年一〇月に『「市場」ではなく「企業」を買う株式投資』という本を出しました。執筆の中で、当時、農中信託銀行で企業投資部長を務めておられ、その後、農林中金バリユーインベストメ

ンツを立ち上げられた、奥野一成氏と親しくなりました。これがきっかけになり、農中信託銀行から寄附を得て、京都大学に寄附講義が開設されることになりました。この講義に京都企業を呼んで話を聞いたり、どのような観点から企業への投資を考えればよいかを議論したり、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードとの関係を考えたりといった活動を続けてきました。今日は、そうした流れの中で、現在、私自身を考えていること、最近書いたことを中心にお話をさせていただきます。さらに、話の後で、で

できればご出席の皆さんのご意見も伺えればと思っ
ている次第です。

資料2ページに本日の流れを整理しています。

一つ目ですが、実は私は、父親の影響もあり、
かなり昔から、既に半世紀を超えているように思
いますが、株式や日本の市場を見てきたという一
種の自負を持っています。そのような中で、今感
じていますのは、オールジャパンの株式投資とい
うのが本当によいのかどうか、もう少し言いま
すと、インデックスに投資する、例えばTOPIX
に投資するようなことがよいのかどうかというこ
とです。今日はまずこの点について考えてみたい
と思います。

二つ目に、そういう中で、京都企業、これは日
本の企業全体の中でほんの一握りに過ぎません
が、その株式を買ったとしたら儲かるのかどう
か、このあたりを検証してみたいと思っていま

す。

さらに、そのこととの関連で、スチュワード
シップ・コードやコーポレートガバナンス・コー
ドなど、最近の動きについて考えます。これらが
日本の株式市場をどのように変えるのか、もしく
は、これらをどのように扱えば日本の株式市場を
もっと良いものにするができるのかについて
考えてみたいと思っています。

一、株式投資の考え方

(1) 株価の見方

(企業利益と株価水準)

最初に、株式投資の考え方の基本的なところに
ついて、釈迦に説法になるところもあると思いま
すが、考えてみようと思います。

資料4ページは、大企業の営業利益と株価の推

移を表したグラフです。株価はTOPIXです。

すぐにわかりますように、これらはほぼ同じ動きをしています。営業利益が伸びているときは株価も上がり、そうでないときには株価もさえます。ただし、一九八〇年代後半のいわゆるバブルのときは、営業利益の伸びに比べて株価の伸びが非常に大きくなっています。それが行き過ぎたために、その後長く調整を続けてきたというのが実情であろうと思います。この間、営業利益は、率はそれほど高くありませんが、何とか伸びています、足元の営業利益は、このグラフの上では株価より高いところにあります。このことから、市場全体として、株価は少し安目の水準に放置されているのかもしれないと見ることができるようになります。もちろんグラフのとり方がいいか悪いかようにでも見せることができますが、大きな流れとして、利益と株価は長期的には連動すると考えて

よいのではないのでしょうか。

(株価上昇をもたらす要素)

今後の日本の株式市場を考えるに当たって、企業の利益の水準がどのようになっていくかを考える必要があります。資料5ページの一番上にありますように、経済が成長すれば、企業も成長し、利益が増えて株価も上昇します。

経済成長が起きるのかどうか、この点について単純な経済理論では、技術進歩、労働投入量、資本投入量の三つの要素で説明できるとされています。

これらの内、労働投入量は、日本の現状では、高齢化や人口減少を背景にこれから先厳しい状況を迎えることが見込まれます。少子化対策がうまくいって、再び人口が増えることもあり得るわけですが、生まれた子どもが生産活動に従事するま

で四半世紀かかります。労働力の点から見ますと、ここ二、三十年、日本経済は非常に厳しい状況にあると見ざるを得ないように思います。

資本投入量につきましては、企業の行動を踏まえて考える必要があります。人口が減るといふことは、需要の観点から言いますと、食べる量が減り、必要な家の量も減ることを意味しています。

このような日本に企業が積極的に投資するのかわかるところです。もちろん、付加価値の高い物を生み出す生産設備に投資するようなことはあるのですが、一般的な大衆財に関しては厳しいものがあるように思います。企業が本気で日本に投資することは考えにくく、資本投入量も、それほど期待することはできないこととなります。

技術進歩につきましては、米欧と比べて、日本だけ突出して進むと考えるのはあまりにも楽観的過ぎるように思います。

いろいろな議論はあるのかと思いますが、労働投入量、資本投入量、技術進歩の観点に照らして、今後の日本経済の成長にはかなり厳しいものがあると思われます。したがって、日本の国内の企業の成長にもおのずと限界があり、それほど高い成長を期待するわけにはいかないと考えるのが常識的な見方だろうと思います。

このようなことを背景に、日本の企業の視線は、これから発展する海外に向かつていくだろうと考えています。これは、後ほど説明する京都企業の状況と相似形を成しています。企業が海外市場に目を向けることになったとき、海外市場でうまく活躍できる企業なのかどうか、そこを見きわめる必要が出てきます。海外市場でうまく活躍できる企業に投資することが、ある意味では最善の投資になると思います。逆に、ドメスティックにしか展開できない企業はなかなか芽が出ない

と思われず。もちろん、ニッチな分野で成長する企業はあるでしょうが、それはまた別問題で、大局的に見ると先に申し上げたようなことが言えると思います。

(株価指数の比較)

最初に申し上げましたように、オールジャパンを買うのがよいのかどうかを見るために、幾つか図表を挙げています。資料6ページのグラフは、日経平均株価及びJPX400(各々その一分の一)を東証株価指数(TOPIX)で割った比率(パーセントで表示)の推移を表しています。出発点は二〇〇六年八月です。

日経平均株価のTOPIXに対する比率は、だいたい一〇〇近辺で動いてきました。日経平均株価を一分の一にしますと、TOPIXと同じくらしい水準だったわけです。その後、この比率は

一二〇程度まで上昇し、この一年間はほとんど変わらない水準で推移しています。

昨年一月からスタートしたJPX400のTOPIXに対する比率を見ますと、この一年間それほど大きく変化していないように見えますが、それ以前について計算した比率と比べますと、ひき目に見て、多少上昇しているように感じられます。

JPX400はまだ歴史が浅いので横に置いて考えるとして、日経平均株価のTOPIXに対する比率が一〇〇辺りから一二〇台まで上昇してきたことは、この間に、日経平均株価の水準が、TOPIXと比べて二割以上高くなったことを示しています。

資料6にバブル以降の最安値の時点を書いています。日経平均株価は、リーマンショックが収束して一段落した、二〇〇九年三月一〇日が最安値

となっております。それに対して、TOPIXは、アベノミクス景気が始まる六ヶ月ほど前の二〇一二年六月四日が最安値となっております。二つの指数で最安値をつける時点が異なるようなことがなぜ起きたのでしょうか。

一般に、日経平均株価は、ファーストリテイリング、ファナック、ソフトバンクなどの値がさ株を含んでおり、これらの三社の株価が上昇した影響が一番大きいと説明されています。しかし、私は、他の企業がこれらの三社に追従できなかったことを重く受けとめなければならぬと考えています。

(2) 企業間の格差

(日本)

日本の市場で企業間の格差がかなり生じているように思います。それを見るために、資料7ペー

ジのグラフをつくりました。実線は名目GDPの成長率を表しています。右目盛りで、上下を逆(上が小さく、下が大きい)に表示しています。

実線が上に行く成長率が低くなり、下に来ると成長率が高くなります。点線は、一九九九年から連続してとれる企業決算の数値を使い、東証一部上場企業について、各年度の営業利益ベースのROAを計算し、そのばらつきぐあいを見たものです。ここでは、変動係数(ROAの標準偏差/平均値)でばらつきぐあいを見ています。こちらは左目盛りで見てください。左目盛は普通の目盛りのとり方をしていきますので、上に行くほど企業間の利益率のばらつきが大きく、下に来ればばらつきが小さいことを示しています。

ここから、これらの二つの線は、ほぼ同じような動きをしていることがわかります。二つの相関係数をとってみますと、〇・七台です。このこと

は、成長率が下がるとばらつきが大きくなり、成長率が高くなるとばらつきが小さくなることを意味しています。先ほど申し上げましたように、今後、日本経済の成長率が高くなると考えられるような状況にはありません。このため、今後、日本では、企業間の格差が大きくなり、良い企業と悪い企業の差が出てくると考えてよいのではないかと、このグラフはそういうことを示唆しているように思います。

(アメリカ)

図表には掲げておりませんが、アメリカに関してもS&P500で同じような分析を行いました。それによりますと、アメリカの場合、日本とはやや状況が異なります。二〇〇〇年頃まではあまり日本と違いはなかったのですが、それ以降、成長率のいかにかわらず、企業間の格差が拡

大してきていることがわかります。それはどういう要因で生じているのでしょうか。ひとつには、企業がどれぐらい海外に展開しているかが関係していると思います。さらに、ソフト産業が発達して、Googleやアップルに代表されるような企業が急速に伸びてきたことも影響しているように思います。これらの要因が、アメリカで急速に企業間格差を拡大させてきているように見受けられます。

(拡大する企業間の格差)

いずれにしても、今後、日本の企業間の格差は拡大していくと見られます。日本の高度成長期のような状況の下では、よほど下手な経営をしない限り、どの企業も成長を遂げきちんとした利益を上げることができました。しかし、今後、日本経済の成長率が低いままですと、企業間の格差が拡

大し、良い企業と悪い企業の差が開いていく、そのように考えて大きな間違いはないのではないかと思います。

(3) 国内企業の収益と分配の状況 (売上高付加価値率)

資料8ページのグラフをご覧ください。これは、GDP統計の基本統計となっている法人企業統計に基づいて、国内の企業の収益の状況を見たものです。トヨタなどの自動車メーカーや電機メーカーなどで、海外の子会社でいろいろなものを生産している場合がありますが、そうした海外の子会社の業績はここには含まれていません。

このグラフは、売上高に対する付加価値の比率の推移を表しています。ここで付加価値とは、人件費と営業利益と減価償却費の三つを足し合わせたものです。データは、二〇一四年七月九月期ま

でとっています。三月二日に、一〇―一二月期の法人企業統計季報が出ましたが、それを入れても、それほど大きな差は出てきません。

製造業の売上高付加価値率は、二〇〇〇年からずっと下がってきました。日本の景気がよかつた二〇〇六年から七年頃も、この比率は下がっており、二〇〇八年のリーマンショックのところでも、さらに急激に下がりました。その後、一時期戻りましたが、二〇一二年にかけて、経済環境がよくなかつたこともあつてまた下がりました。そして、最近、再び回復してきている状況です。足元の一〇―一二月期は一八%ぐらいの水準で、上昇がストップして頭打ち状態になっていることが見てとれます。

非製造業は、ソフトバンク、au、ドコモなど通信会社の影響もあり、一時的に利益率が上がりましたが、その後、製造業と同じような推移をた

どつてきており、アベノミクスの効果があったにもかかわらず、足元の回復力はあまり大したことがない状況です。

これらを総括しますと、GDP統計で言う付加価値、すなわち人件費や利益などの形で分け合うものの売上高に対する比率が、全体的に低下傾向にあることがうかがえます。言い換えれば、国内企業が全体として高付加価値の商品を提供できていないことがわかります。

(労働分配率)

資料9ページのグラフは労働分配率の推移を表しています。国内企業の付加価値の中から賃金としてどれだけ払っているのかを見たものです。二〇一二年一二月のアベノミクス開始以降を見ますと、この割合が下がってきており、国内企業が賃金を抑制していることがうかがえます。他方、足

元だけを見ますと、製造業については、やや上がりに気味ないし横ばいといった状況にあります。

(減価償却費分配率)

資料10ページのグラフは、減価償却費に対する分配率を表しています。減価償却に充てる割合が急速に下がってきており、古い設備を使って生産していることがわかります。

(営業利益分配率)

次に資料11ページのグラフをご覧ください。製造業、非製造業のいずれにおいても、二〇一二年頃をボトムとして付加価値から営業利益に回る割合が急速に上がっていることが見てとれます。今、マスコミで、日本の企業全体として増益が続いているとはやされておりますが、それを国内の企業について見ますと、結局は人件費を抑え、減

償却費を抑えて、古い設備を使いながら利益を上げているという状況となっています。

(総資産営業利益率)

資料12ページのグラフは、総資産に対する営業利益の比率（ROA）の推移を表しています。これも先ほど見ましたように、営業利益が増えておりますので、結果としてROAも上がっている状況です。しかし、現預金が増えている影響があると思いますが、足元では、製造業、非製造業ともにROAは頭打ちの状況になっています。

(人件費増加率)

資料13ページのグラフは、人件費の増加率を表しています。先ほど、国内企業は労働分配率を抑制していると申し上げましたが、足元、人件費増加率はようやくゼロの線を越え、人件費に対する

支出が総額として少し増えた形になりました。

(日本企業の国内での生産活動)

資料14ページでは、これまで申し上げてきた日本国内での生産活動についてまとめています。

(4) 日本企業全体の生産活動

以上で取り上げましたのは、最初にお断りしましたように、日本の国内の企業の状況です。海外を入れると少し違った様相が見えてくるのではないかと思いますので、以下では連単比率の動向を見ていきます。資料15ページをご覧ください。

海外展開が活発になれば、海外の子会社の利益が増えますので、連結ベースで見た企業業績はよくなると考えられます。実際にも、二〇一三年度決算で連単比率を見ますと、資産は一・五五倍となっており、連結の資産規模は単体より五〇%ほ

ど大きくなっています。同様に、連結ベースで見ますと、売上高が一・二四倍、営業利益が二・一三倍となつています。売上高と営業利益の連単比率を比べると明らかのように、日本の企業は、国内で利益を上げているというより、海外を含めた全体で利益を上げているように思います。このことは、海外で展開している企業が狙い目であり、このような企業に注目して投資すべきことを示していると言えます。逆に言いますと、投資を検討するに当たって、国内でしか活動できていない企業は除外して考えたほうがよいということでもあります。

資料15ページの下グラフは、連結ベースの総資産営業利益率（ROA）の推移を表しています。これを見ますと、ROAは、リーマンショック前に六%ほどありましたが、一旦三%切りまで下がりました。その後、回復してきていますが、

二〇一三年度決算でも五%に届いていない状況にあります。ROAで見ますと、連結ベースでもそれほど高い水準に達していないことがわかりいただけだと思います。

(5) ここまでの示唆

資料16ページで、ここまでで得られた示唆を整理しています。株式投資に当たっては、将来の企業業績を考える必要性があります。日本企業であれば何でもよいというわけではなく、企業間の格差が拡大するであろうことを踏まえて、投資を考えると必要ありません。特に、企業の海外への展開力の差を見る必要があります。いずれにしても、日本企業への投資を考えるに当たっては、投資先を厳選して考えたほうがよいということです。

二、京都企業の定性的な性質

(1) 京都企業の社長・会長に講義依頼

その一つの事例として京都企業を考えてみましょう。まず、京都企業の定性的な性質をひとつと見えていきたいと思えます。

ここは少しコマースシャルめいていますが、昨年四月に京都大学経済学部で寄附講義を始めました。冒頭でも申し上げましたが、農中信託銀行におられた奥野氏と知り合ったことがきっかけになり、同行から寄附をいただくことができたことによるものです。この寄附講義の主旨は、経済学部の学生に京都企業の経営や起業の精神を伝えたいというところにあります。

昨年は、オムロンと京都商工会議所の協力を得て、オムロン、日本電産、堀場製作所、島津製作

所、ワコールの五社の社長もしくは会長から、それぞれ一回ずつ計五回の講義をしていただきました。

(2) 京都企業の特徴

京都企業、すなわち京都に本社がある企業の数を見てみますと、経済の規模の割に京都に本社を置いている企業が多いことがわかります。資料19ページをご覧ください。特に機械関係の企業がたくさんあります。東証一部上場企業は四十社あります。うち、金融業が二社あり、登記上の本社が京都になっている企業が三社ありますので、実質的に京都に本社がある企業は、金融業を除いて三五社となります。そのうち二八社が製造業となっており、この割合は、他の都道府県と比べて、京都が一番高くなっています。

これらの製造業二八社の業種別の内訳を示した

のが、一番下の表です。見ていただきますと、機械、電気機器、輸送用機器、精密機器など、多くが機械関係に集中していることがわかります。これが京都企業の特徴です。

資料20ページは、少し細かいのですが、東証一部上場企業四〇社の一覧を示しています。見ていただきますと、古い企業もありますが、多くは第二次世界大戦前後に設立されていることがわかります。比較的若い企業がたくさんあり、まだ創業者が健在の企業が幾つもあります。さらに、二日目がやっておられるところもたくさんあります。先ほど申し上げた五社について言いますと、島津製作所では創業家は経営にかかわっておられませんが、他の四社ではまだ創業者又は二代目の方が社長もしくは会長を務めておられます。

今回の寄附講話は、そういう創業関係者がおられるうちに、学生にベンチャー的な精神を伝えた

いと考えてやっているものです。

(3) 京都の企業文化

(文化の伝承)

資料21ページをご覧ください。京都企業の定性的な特色の一つとして、文化の伝承があります。平安時代から江戸時代まで京都に都がありました。そういう中で、ものづくりのノウハウが受け継がれてきました。島津製作所は仏具の金属加工をやっていました。それが発祥で、そこから精密機械をつくるようになりました。村田製作所や京セラは、陶磁器の技術をベースに発展したと言われています。京都にはものづくりの文化があったというのが一つ目に申し上げたいことです。

(オリジナリテイの追求、グローバルな意識)

二つ目は、オリジナリテイを追求する精神で

す。隣に大阪がありますが、京都と大阪ではかなりの違いがあります。京都は物まねを嫌います。のれん分けをするにしても、同じものをつくってはだめで、違ったものをつくらなければならぬとされています。気風としてそういう暗黙の了解があるようです。物まねで幾ら稼いでも尊敬されません。

もともと都があり、今も天皇陛下が少しの間出張されているだけという意識を持っておりますので、東京のことはあまり意識していません。世界が市場であり世界に挑戦する、自分たち独自の製品を持つて世界で商売するという気概を持っています。日本電産にせよ、堀場製作所にせよ、ワコールにせよ、同様の精神を持っています。ワコールは、下着メーカーなのでドメスティックな企業と見てしまいがちですが、今の社長によりますと、創業者は、創業して二、三年経った頃、一

九七〇年、八〇年には世界のワコールにするという気概で経営していたということです。

物まねをしませんので、京セラや村田製作所は、同じように電子部品をつくっていても、違う分野ですみ分けています。直接競争しているわけではありませんので、京都企業の間では、相互に情報交換を行い、協力し合うという精神が非常に強いようです。

(技術志向クラスターの形成)

三つ目に、そういう協力の中から、京都の中で技術志向クラスターが形成されています。資料22ページをご覧ください。京都企業は仲が良いと言われますが、そのことは、例えば社長のレベル、社長秘書のレベル、〇〇部長のレベルなど、いろいろな階層ごとに、懇親会や情報交換会といったものが行われていることからもうかがえるように

思います。東京エレクトロンの東会長兼社長に、京都大学でこのような講義をやっているという話をしましたら、最初に出てきたのが「京都企業は仲がいいからね」という感想でした。互いに競争していないからこそ、いろいろな形で情報交換ができるということです。戦後、京都企業の中で、オムロンが一番早く立ち上がりました。オムロンは、一九七二年に京都にベンチャーキャピタルをつくりました。京都企業を育てたいと考えてのことだったと思いますが、このベンチャーキャピタルが投資した中に今の日本電産があったということです。

(政治的な背景)

四つ目に、京都企業は政治的に恵まれません。二十八年間続いた嵯峨川知事の府政が中央政権と違う方向を向いていましたので、中央政権の

お金は京都にはあまり流れてきませんでした。このことが、京都企業の結束力を強め、政治に期待しない企業文化を生んだのではないかと思えます。

(京都銀行の役割)

五つ目に、京都銀行の役割があります。京都銀行という名前から、もともと京都にあった銀行と考えてしまいがちですが、この銀行は、戦前、丹後と丹波の二つの地域の銀行が合併してできた丹和銀行が発祥です。当初、本店は福知山にありました。戦中になって京都に支店を置き、戦後に京都に本店を移して、名前を京都銀行に変えたわけです。京都、特に室町の織維街では、そういうぽつと出の人や企業とはそう簡単につき合いません。京都銀行も、取引先に苦勞し、織維業者とはなかなか取引ができませんでした。このため、ベ

ンチャールに出してきた企業と積極的につき合わざるを得ませんでした。

京都銀行が最も親密につき合っているのは京セラです。京セラは、一時京都銀行の社外監査役も出していました。このような経緯もあり、京都銀行は京都企業の株式を大量に持っています。ベンチャーを支援し、その株式がたまたま値上がりして非常に大きな財産になったものです。銀行に自己資本比率規制がかけられることになったとき、これらの株式をどうするかが問題になりました。京都銀行はそれほどたくさん株式を持っていたということ、それを売れというのはどういうことかという話を京都銀行のトップからうかがったことがあります。このように、京都企業の場合、京都銀行があったからこそお金が回ったという面もあったと理解しています。

(その他)

資料23ページでは、京都の企業文化に関し、島津製作所の資料で指摘されたこの他の要素を整理しています。

(4) 事例——五社の背景、理念等

資料24ページでは、これまでにお話してきたことを含め、島津製作所、堀場製作所、日本電産、オムロン、ワコールの五社の背景や理念など、特徴的なところをまとめています。

三、京都企業の定量的な特徴

(1) 京都企業のグローバル展開

(売上高)

以下では、京都企業について定量的に見ていきます。

資料26ページの表は、代表的な京都企業八社の海外での売上高の比率を示しています。表の中で、上の五社が、昨年、講義していただいた企業、下の三社は、講義をお願いしたのですが、いろいろな理由で断られた企業です。今年は、五社については二年連続で講義をお願いすることはむずかしいと思っています。他方、三社のうち京セラには、今年は講義していただくことになっています。

この表を見ていただきますと、日本での売り上げが五〇%を割っているところがほとんどです。それらの中で、かろうじて島津製作所の国内比率が五三・五%で、五割を超えています。ワコールの場合、今回の講義まではドメスティックな企業のように思っていたのですが、売り上げの四分の一が海外での売り上げで、海外への展開が進んでいます。

(海外資産)

資料27ページの表で、有形固定資産もしくは長期性資産について日本の比率を見ますと、売上高で見ると日本の比率が高くなっています。

そのような中で、日本の比率が最も低い日本電産の場合、日本には資産の三分の一しかありません。堀場製作所でも日本の比率は半分を割っています。日本電産や堀場製作所は、M&Aを通じて海外で事業を展開していく、海外で多くの資産を持つて積極的に売り上げを立てていくという明確な方針を持って経営を進めています。

オムロンとロームは、大体半分近くまで日本の比率を減らしてきています。他方、島津製作所とワコールの場合は、ほぼ九割の資産が日本にあります。

村田製作所は、先ほど見ましたように、売上高の九〇%が海外で計上されておりますが、資産は

まだ七一％が日本にあります。同社は独特の製造の仕方をしており、特許で自分たちの製品を守っているわけではありません。同社の製品は一種の焼き物ですので、焼きかげんやいろいろな素材の混ぜぐあいなどが企業秘密になっているという特色があります。そうしますと、どうしても日本で焼かざるを得ないし、もともと小さな部品ですから、輸送する費用もそれほど嵩まないなど、同社固有の特殊な事情があると思います。

最後に、京セラは、日本の比率が七割を切っているところです。かなり海外に設備を持っていることが見てとれると思います。

(2) 京都企業と他の上場企業との比較

(海外での業務展開比率)

資料28ページのグラフは、製造業の京都企業と東証一部上場企業（京都企業を除く）の海外での

業務展開比率を示したものです。実線が京都企業二八社、点線が東証一部上場企業で、全売上高に対する海外売上高の比率を表しています。二〇〇一年以降の京都企業の比率を見ますと、ほぼ五〇％を超えており、最近では六〇％を超えています。東証一部上場企業の場合はまだ五〇％に達していません。京都企業が東証一部上場企業を〇％ほど上回る状態が続いています。京都企業が積極的に海外で事業展開を行っていることが見てとれると思います。なお、京都企業の比率は、単純平均ではなく加重平均で表わしています。

(ROA)

資料29ページのグラフでは、製造業の京都企業と東証一部上場企業のROA（総資産営業利益率）を見ています。これを見ますと、足元の三年間、京都企業のROAは東証一部上場企業を下

回っています。二〇〇七年頃に京都企業のROAが非常に高かったのは、当時好業績を上げていた任天堂の影響によるものではないかと思えます。

その効果が剥げ、加えて、しばらくの間、電子部品分野の状況があまりよくない状況が続きました。このため、この三年間は、京都企業のROAが低くなっていますが、二〇一三年度は急速に追いつき、二〇一四年度の決算では、おそらく再び京都企業のROAが東証一部上場企業を上回ることになると思えます。

(ROE)

資料30ページの表では、製造業の京都企業と東証一部上場企業のROE(株主資本利益率)を見ています。ROEについては、東証一部上場企業が京都企業を上回っている時期が多くなっています。二〇〇八年は、リーマンショックの影響で、

東証一部上場企業のROEがマイナスになっています。それに対し、京都企業のほうは、リーマンショックのときもそれほど大きな落ち込みを示していません。ただ、その後、電子部品分野の状況がよくない時期が続いたため、京都企業のROEは、リーマンショックのときよりさらに低くなっています。

(売上高営業利益率)

資料31ページの表では、製造業の京都企業と東証一部上場企業の売上高営業利益率を見ています。京都企業は、二〇一二年に一度下回ったことがあるだけで、それ以外は、東証一部上場企業と比べて非常に高くなっています。ここから、京都企業は高付加価値の製品を販売していることが見てとれると思えます。

京都企業は、高付加価値の製品を売っています

が、自己資本比率が高く、かつ、資産側で現金や預金などを多く持っていますので、ROAでは少し下がって東証一部上場企業に近づき、さらにROEでは東証一部上場企業とほぼ同じ、もしくは下回るという状況になっています。ただし、リーマンショックのとき、もしくは二〇〇一年度のように日本全体が不況のときには、自己資本比率が高い京都企業のROEは安定しており、それほど大きな損失はこうむっていません。

(3) 京都企業の定量的な特徴——まとめ

京都企業の特徴をまとめますと、定量的なところでは、資料32ページの通り、海外市場での展開が進んでいる、個々の製品の利益率が高い、株主資本比率（自己資本比率）が高いといったことが言えます。

多めの自己資本については、日本電産や堀場製

作所が典型ですが、M&Aなどで用いる資金として捉えているようです。もつとも、待機している現預金が多いため、ROEは、東証一部上場企業の平均並みにとどまっています。多額の現預金がM&Aのような成長資金として使われるのか、それとも、創業者の考え方が受け継がれている中で、資金的な余力を持つておこうと考えて多額の現預金を持つているのか、この点は、実際に京都企業に投資しようとする場合には、きちんとヒアリングを行って確認しなければならないところだと思います。

(4) 京都企業への投資は報われるか

製造業において京都企業に投資して、高いリターンが得られるのかどうか、資料33ページで振り返っています。計算の出発点として、二〇〇三年四月と二〇〇八年一〇月の二つの時期をとって

います。二〇〇三年四月はりそな銀行が国有化された時期です。二〇〇八年一〇月はリーマンショック直後の時期です。計算の終点についても、二〇一二年一二月と二〇一四年三月の二つの時期をとっています。安倍政権が始まった時期と昨年度の決算期末です。この表は、出発点と終点の組み合わせを四通り考え、出発点で一の投資を行ったとして、最終年度の価値がいくらになったかを表しています。表の中の括弧書きの数字は、収益率の標準偏差を示しています。

これを見ていただきますと、平均的な収益率は、どの期間をとっても、東証一部上場企業のほうが京都企業より高くなっています。ただし、標準偏差（ばらつきぐあい）は、京都企業のほうが小さくなっています。シャープレシオ（超過収益率をリターンの標準偏差で割った比率）を計算してみますと、二〇〇八年一〇月から一二年一二月

を除いて、いずれも京都企業のほうが高くなっています。言いかえれば、京都企業は当たり外れが少ないということです。ここでの計算は、対象期間のデータが取れる二四社で行っておりますが、これらの二四社に投資した場合、当たり外れがそれほど大きくなく、東証一部上場企業に投資するより確実性が高いと言えるように思います。シャープレシオ的には、京都企業への投資は報われるというのがここでの結論です。

(5) 京都企業とリスク

資料34ページでは、今申し上げたことを改めて整理しています。

四、企業と投資家の新しい関係の構築

(株価と企業経営)

株価は企業業績の指針となるものです。資料36ページをご覧ください。良い企業に投資することによって、良い株式市場ができるのではないでしょう。少し見方を変えて、PBRの一倍割れの企業を買うことがよいのかどうかを考えてみます。結論的に言いますと、企業が調達している借り入れや株主資本にはコストがかかっているはずで、この資本コストを割るような状況でしか事業を展開できない企業の場合、PBRが一倍を割ることになります。

(事業利益率と資本コストがPBRに反映する)

その事例が資料37ページに書いてあります。A、B、Cの三つの企業があります。ROICが事業利益率で、事業のリターンです。WACCが資本コストです。Aは、ROICがWACCを下回っており、資本コスト割れの状態です。Bは、ROICがWACCを上回っており、資本コストを上回った利益を上げています。Cは、ROICとWACCが同じ水準です。これらの企業の企業価値を計算しますと、一〇〇の投資をして事業をしているとしても、Aは六〇でしか評価されません。Bは二〇〇で評価されます。Cの評価は一〇〇となります。Cは事業利益率と資本コストが一緒なので、PBRはちょうど一倍です。それに対して資本コストを下回るような事業展開しかしていないAの場合は、PBRが一倍割れになります。

下の表では、A、B、Cが、利益の一部を内部留保して設備投資を行った場合、企業価値がどうなるかを計算しています。PBRが一倍を割り、資本コストを下回るような事業しか行っていないAの場合、利益を内部留保して成長を図ろうとしますと、PBRの一倍割れがよりひどくなりま

す。
投資家は企業をきちんと評価しないとイケませんし、企業は本当に資本コストに見合った事業を展開できているかを考えなければなりません。

(スチュワードシップ・コード)

資料38ページ、39ページはスチュワードシップ・コードを取り上げています。投資家の責任ある行動原則と言われ、投資家と企業の対話を重視しています。これが投資家のあり方に一石を投じた意義は非常に大きいと思います。スチュワード

シップ・コードはあくまでも原則を示したものですので、このようなことを意識する必要はないと言えないのですが、多様な投資スタイルを考えますと、この原則だけではなかなか割り切りにくいものがあるように思います。むしろ本当の対話とは何なのか、対話のコストを誰がどのように負担するのか、議決権の行使は形式的なものにならないか、このようなことを考えなければならぬように思います。

アセットマネジメント会社の意思決定のプロセスを考えますと、委託者がどういう投資をしてほしいと思っているのかを把握し、それに基づいて投資スタイル、アセットクラスを決定し、基本ポートフォリオをつくって実際のアロケーションを行い、その中で個別銘柄の売買をしていくこととなります。その後、ミドルとバックの役割があるということです。

スチュワードシップ・コードは、こうした一連のプロセスの中で、個別銘柄の選定、売買の部分に関わっています。これに関連して、企業の内容を分析し、ヒアリング・意見交換を行い、最終的に議決権を行使するというのが、企業との対話とされているものです。アセットマネジメント会社は、このところをきちんと組み立てなければなりません。

(コーポレートガバナンス・コード)

次が、資料40ページ、41ページのコーポレートガバナンス・コードです。企業の社会的役割を考えることが出発点になると思います。企業には多様なステークホルダーがあります。企業の社会的役割の一つに、資本コストを上回る事業展開をしていくことがあります。企業には、投資家とインターフェイスをつくって対話していくことが求め

られます。

企業の社会的役割は、結局、付加価値生産性の上昇、賃金をたくさん払い、ROAを上昇させることです。企業が長期的に発展していくことが非常に重要です。そういう中で、企業は、視野の狭い投資家を無視しても構わないだろうと思えます。長期的な企業の役割をきちんと認識してくれる投資家、理解者をつくり上げていくことが重要だと思います。

今回のコーポレートガバナンス・コードはあくまでも平均的な姿を示しただけで、いろいろな企業があってもよいだろうと思います。この中で、社外取締役が取り上げられており、これがコードの一つのポイントになっています。社外取締役の役割は、ナビゲーションとブレイキの役割を果たすことです。日本の場合、一番大きな問題点は、企業の経営者がアクセルを踏まないということ

す。アクセルを踏まない限り、ナビゲーション機能やブレーキ機能がすぐに役立つとは考えられません。社外取締役を入れたからすぐに企業がよくなるというものではなく、同時に、経営者の意識改革が必要になってきます。そういう中で、取締役会における議論を通じて、経営者がアクセルを踏むような状況をつくり上げていかなければならないと思っています。

加えて、投資家との対話も重要であり、この点もコードにおいてうたわれています。経営者は、長期的なROAや賃金に関する目標を示し、投資家と対話する中で目標に至る道筋を示していくことが望まれています。社外取締役のナビゲーション機能がバックからこれを支えることになりません。

(京都企業の事例——投資家との対話)

最後に、資料42ページにありますように、ある京都企業は非常に熱心にIRを行っています。経営者が、非常に忙しい中で、みずから投資家の前に立って説明会を開催しています。この経営者が、「国内の投資家は非常にレベルが低い。だからそういう投資家は相手にしない。レベルの高い投資家がたくさんいる海外でのIRに力を入れる」と言っておられました。投資家のレベルが高いのであれば、海外であろうと国内であろうと構わない、しかし、今は、海外に力を入れてIRを行っていくということなのです。もう一つ、いずれにしても企業業績を上げることが重要であり、それさえ上げれば投資家は必ずついてくると言っておられました。投資家との対話について、京都企業のひとつの意識を表していると思います。

五、まとめ——何が望まれるか

最後はまとめです。資料44ページをご覧ください。

第一に、投資家自身（特に年金）の意識改革が求められます。長期の投資とは何か、日本企業とは何かということをも十分理解していなければなりません。今後、企業間の格差が大きくなるであろうことをきちんと意識して、投資していかなくてはならないと思います。

第二に、公的年金制度と投資信託の改革が必要です。個人的には公的年金も確定拠出年金化したほうがよいのではないかと考えています。個人投資家のためにどういう投資信託を設計するのがよいのかを真面目に考えなければなりません。投資信託ができて六〇年以上たっているわけですが、

商品として成長していないのは、非常に大きな問題を抱えているからだろうと思います。手数料の問題も非常に大きいと考えています。

第三に、インデックスを工夫することが望まれます。TOPIXはあまり良い指数ではないと思います。東京証券取引所の上場基準があまりにもtight and loose 過ぎると感じています。上場するのは非常に難しいのですが、一回上場してしまえばあとは楽で、どこかの大学と似ています。こういう中では、良い企業は育ってきません。上場基準をtight and tightなものに見直し、良くない企業を市場から排除していく必要があります。もし上場廃止にするのが忍びないということであれば、二部あるいは別の市場で売買できるようにするといったことが必要だろうと思います。

四つ目に、税制については、長期投資を優遇するため、NISAの質的、量的拡充策などが議論

されています。

五つ目に、企業経営者自身に個性を発揮してもらう必要があると考えています。そういう意味で、京都企業、特に、京都大学で講義していただいた五社はいずれも個性を持った企業で、自身、社長、会長の話を聞いて、非常に感銘を受けた次第です。

あまり時間が残されていませんが、とりあえずここで私の話を終わらせていただきます。どうもありがとうございます。（拍手）

増井理事長 どうもありがとうございます。京都企業の概要も含めて大変興味のあるお話を伺いました。若干お時間がございますので、ご質問、ご意見等ございましたらいかでございませうか。

質問者 A 大変示唆に富むご講演ありがとうございます

いました。楽しみにしておりましたが、予想以上のすばらしい内容でした。

資料29、30ページのあたりで、ROEとROAの関係についてお話をされました。最近の米国の株式市場を見ていて、例えばIT企業などでは、営業キャッシュフローがかなり上がっており、それを自社株買いに向けている割合が設備投資より多くなっています。自社株買いをすればROEは上がりますが、将来の企業競争のための種を減らしているようにも見えます。このようなやり方は問題ではないかと思ひながら見えています。

二〇〇七年以降、電子部品分野の低迷で、京都企業のROAが東証一部上場企業を下回る状態が続いた後、最近では回復してきているというお話がありました。それに対して、ROEは、どちらかというと東証一部上場企業のほうが京都企業よりも上にあるというお話でした。

ところで、京都企業における研究開発の動向は東証一部上場企業と比較してどうなのか、そのあたりはいかがでしょうか。

川北 実際の数値を見たわけではありませんが、特に最初に申し上げた五社で言いますと、そのあたりも非常に熱心にやっていると聞いています。

日本電産にしろ、オムロンにしろ、早くから非常に大きな研究施設をつくっています。特に、日本電産の場合は、モーターの技術を育てていくという考えで取り組んでいます。日本にはモーター専門の大学がありませんので、そうした大学のある台湾とシンガポールで、大学と連携してさらにすばらしいモーターの開発をやっていくと言っておられました。もともと研究開発を生かした製品をつくっていたオムロンでも、そうした話を伺いました。残念ながら村田製作所の話は聞いていないのですが、田中耕一氏がおられる島津製作所も、

いろいろな製品をつくっている中で、非常に熱心に研究開発に取り組んでいます。京都大学とも提携して研究開発をやっています。技術に基礎を置いている京都企業は非常に熱心に研究開発に取り組んでいるという印象です。この場で数値をお示しできなくて申し訳ないのですが。

質問者B 資料42ページの一番下に、「企業業績を達成すれば、投資家はついてくる」と書かれています。全くそのとおりで、京都企業に限らず全ての企業について言えることだと思います。さらに言えば、企業業績を達成し十分な株主還元をすれば、というところがポイントではないかと思えます。昨今、日本の企業も、株主還元として自社株を買うようになりましたが、まだ不十分だと思います。特にNISAなどの制度が広まってきますと、どれほど企業業績を上げても、会社の価値だけで株を買うということにはなりにくいように

思います。そこにもっと日本の企業経営者の意識を向けてもらったほうがよいように思いますが、いかがでしょうか。

川北 これは実は日本電産の永守会長兼社長（CEO）の言葉です。同氏にも配当の意識はあると思いますが、最大の関心はM&Aのようです。同氏の言葉を使いますと、今はBとBの製品しかつくっていないが、いずれBとCの製品もつくって一〇兆円企業に持っていく、それが今の最大の夢のようです。そこに向かう成長途上ですので、同社の場合は、配当で還元するより、むしろ成長を実現し利益のレベルを上げることにより、株価を高めて株主に報いていく、ここではそういうことを言われていると思います。

日本企業の場合は、株主に還元することが非常に重要だと思いますが、アメリカ企業を見ますと、バフェットのいるパークシャー・ハサウェイ

も無配となっています。無配で利益を積み上げ、株価の成長で株主に報いていく、そういう方針だろうと理解しています。成長の余力があるときは、成長のためにどれぐらいの資金が必要で、余ったもの、とりあえずの成長に要らないものを配当していくこととなります。コーポレートガバナンス・コードにありますように、株主との対話の中で、経営者自身がきちんと自分の考えを示していくのがよいのではないかと思っています。

質問者C 資料37ページに事業利益率と資本コストの比較が出ていますが、以前、経済産業省が外部に委託して行った調査で、資本コストを上回る収益率を意識している経営者やIRR担当者はあまり多くないという結果が出ていました。京都企業の場合、資料34ページにありますように、株主資本比率が高く、資本コストが高くなる傾向があると思います。京都企業は、資本コストを上回る超

過収益率を意識して経営されているのでしょうか。

川北 内部留保を積み上げて株主資本比率を上げると資本コストが高くなるのですが、どこまで意識されているかということですが、私は、多少疑問があるのではないかと感じています。京都企業の経営者が目指していますのは、自己資金を使いM & Aなどをやって成長していくことです。現状は、結果として、そこにかんがりの部分が使われておりますので、そういう意味では大丈夫ではないかと思っております。しかし、本当に京都企業に投資するのであれば、資本コストに対する感覚を京都企業の会長、社長もしくはCFOがどれぐらい持っているのかをチェックする必要があるように思います。ご質問に関しては、ある程度は意識されているが、明確に意識されているのかと言われると、少し疑問が残るとというのが私の答えです。

増井理事長 そのほかにご質問等ございませんで

しょうか。

ちようど時間になりました。このあたりで今日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。最後に、川北先生に拍手をお願いします。(拍手)

(了)

(かわきた ひでたか 京都大学大学院
経営管理研究部教授)

(本稿は、平成二七年三月四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

川 北 英 隆 氏

略 歴

1974年 京都大学経済学部卒業。

同年、日本生命に入社。資金証券部長、取締役財務企画部長等を務める。

2003年 同社を依願退職。

その後、中央大学国際会計研究科特任教授、同志社大学政策学部教授を経て、2006年から現職。

現在、厚生労働省独立行政法人評価委員会委員、財政制度等審議会委員、日本価値創造 ERM 学会会長、日本ファイナンス学会理事、みずほ証券社外取締役等。

証券市場論、証券投資論が専門。

著 書

『株式・債券投資の実証的分析』（中央経済社、2008）、

『テキスト株式債券投資 第2版』（中央経済社、2010）、

『証券化—新たな使命とリスクの検証』（金融財政事情研究会、2012）、

『「市場」ではなく「企業」を買う株式投資』（金融財政事情研究会、2013）等。