

日本証券経済研究所「資本市場を考える会」

## 企業と投資家の新しい関係を考える



2015年3月4日（15:10-16:30）  
京都大学大学院経営管理研究部  
川北 英隆

### 本日の流れ

- 株式投資の考え方
  - オールジャパンは株式投資に耐えられるのか、
  - 「日本企業」の事業利益の状況
- 京都企業の定性的な特質
  - 文化の伝承、オリジナリティとグローバル、技術志向クラスター
- 京都企業の定量的な特質
  - グローバル化、売上高利益率の高さ
  - 京都企業への投資とリスク
- 企業と投資家の新しい関係の構築
  - スチュワードシップ・コード
  - コーポレートガバナンス・コード
- まとめ

2015.03.04 KAWAKITA, Hidetaka

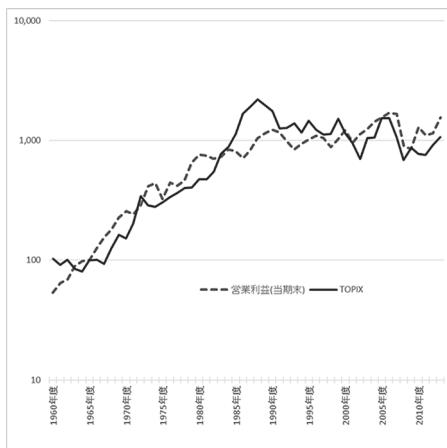
## 株式投資の考え方

オールジャパンは株式投資に耐えられるのか  
「日本企業」の事業利益の状況

3

## 企業利益と株価水準(1965=100、2013年度まで)

株式投資の成果:企業の利益が増えるかどうかで決まる



資料:法人企業統計(金融除き・大企業)、市場データ

4

## 株価上昇をもたらす要素

- 経済成長⇒企業の成長⇒利益増大⇒株価上昇
- 経済成長をもたらす要素
  - ・技術進歩
  - ・労働投入量
  - ・資本投入量
- 日本の現状
  - ・労働投入量の限界(←高齢化、人口減少)
  - ・資本投入量の頭打ち～減少(←日本市場の限界、競争力低下)
  - ・技術進歩：日本だけが特異ではない
- 企業の視線
  - ・海外市場へ
  - ・(=京都企業の状況と同じ)

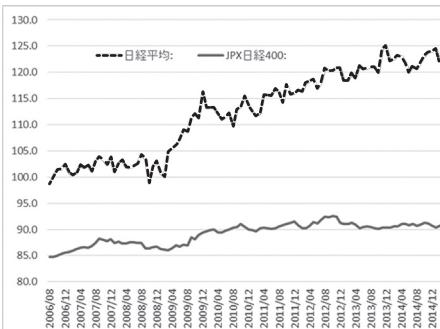
2015/03/04

KAWAKITA, Hidetaka

5

## 株価指数の比較

- 東証株価指数：2012.6.4がバブル後最安値
- 日経平均株価：2009.3.10がバブル後最安値



2015/03/04

KAWAKITA, Hidetaka

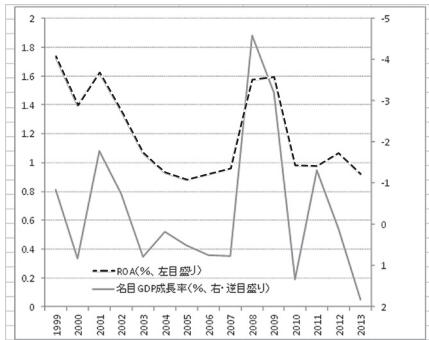
6

注：図は日経平均株価もしくはJPX400(各々その10分の1)とTOPIXとの比率の推移を示す。  
JPX400の実際の取引は2014年1月から始まった。

## 企業と投資家の新しい関係を考える

### 拡大する企業間の格差(日本)

- 低成長は企業間格差をもたらす
  - 経済成長率の低下⇒利益率のばらつき(変動係数)拡大
- アメリカ:海外展開、ソフト産業発展→企業間格差拡大



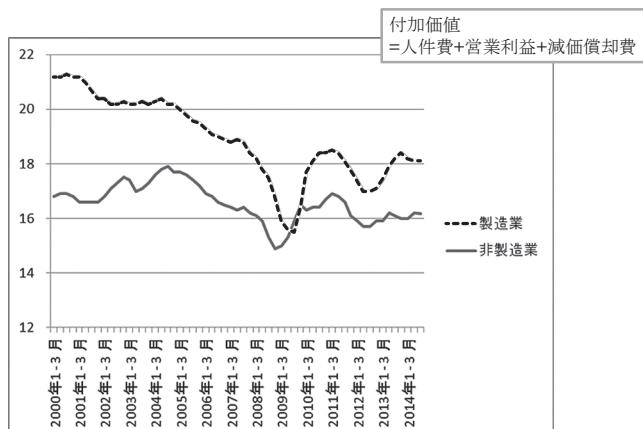
資料:内閣府データと参照データに基づいて作成。

2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka

7

### 国内企業:売上高付加価値率(2014/7-9月、%)



2015.03.04

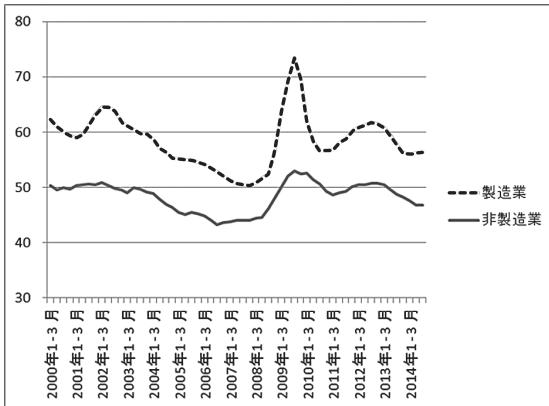
KAWAKITA, Hideaka

8

注:対象は大企業=資本金10億円以上。

資料:法人企業統計に基づいて作成。

### 国内企業：労働分配率(2014/7-9月、%)



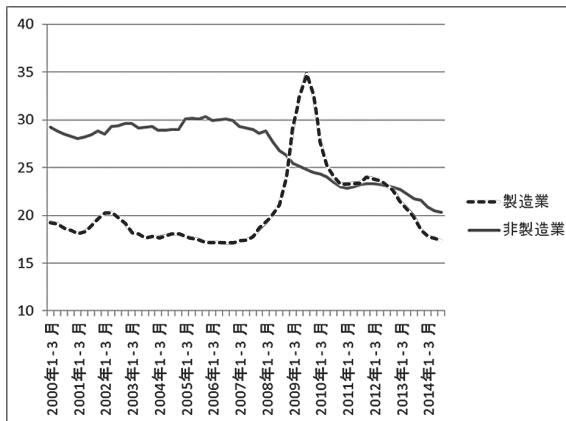
注：対象は大企業＝資本金10億円以上。

資料：法人企業統計に基づいて作成。

2015.03.04 KAWAKITA, Hideaka

9

### 国内企業：減価償却費分配率(2014/7-9月、%)



注：対象は大企業＝資本金10億円以上。

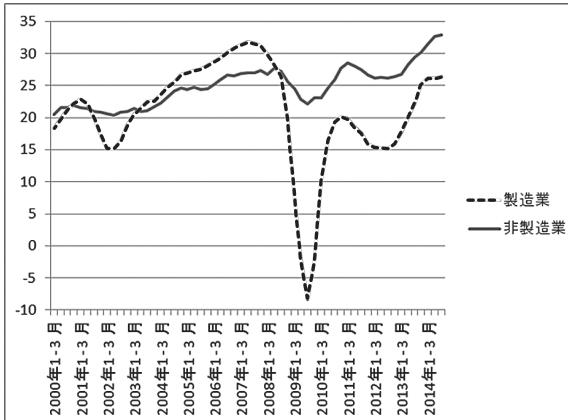
資料：法人企業統計に基づいて作成。

2015.03.04 KAWAKITA, Hideaka

10

## 企業と投資家の新しい関係を考える

### 国内企業：営業利益分配率(2014/7-9月、%)



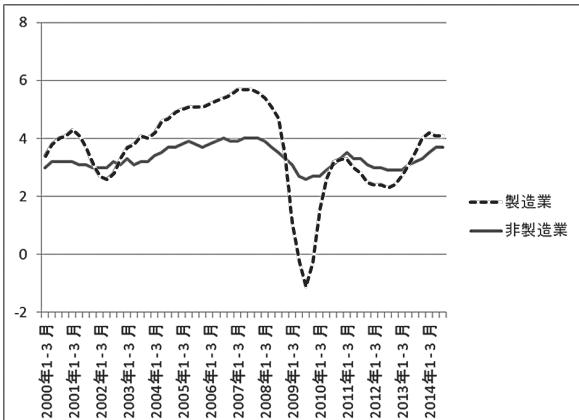
注：対象は大企業＝資本金10億円以上。

資料：法人企業統計に基づいて作成。

2015.03.04 KAWAKITA, Hidetaka

11

### 国内企業：総資産営業利益率(2014/7-9月、%)



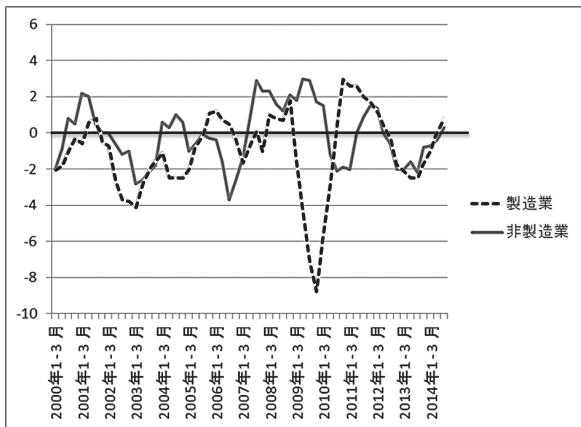
注：対象は大企業＝資本金10億円以上。

資料：法人企業統計に基づいて作成。

2015.03.04 KAWAKITA, Hidetaka

12

## 国内企業：人件費増加率(2014/7-9月、前年比%)



注：対象は大企業＝資本金10億円以上。

資料：法人企業統計に基づいて作成。

2015/03/04 KAWAKITA, Hidetaka

13

## 日本企業の国内での生産活動(2014/7-9月まで)

- 法人企業統計：国内企業が対象
  - GDPのための基本統計
  - 図は4四半期の平均値
- 製造業(大企業)の付加価値率
  - 趨勢的に低下
  - 製造業アベノミクスによって回復するも、すぐに頭打ち
- 非製造業(大企業)の付加価値率
  - 低い水準での推移が続く
  - (製造業ほど低下が顕著でない←通信・小売等の装置産業化)
- 賃金
  - 労働分配率(賃金／付加価値)は低下
  - 「売上増→賃金増」の道筋は残されているが…
  - 現在のところ、賃金の伸び率は低い(非製造業はゼロベース)

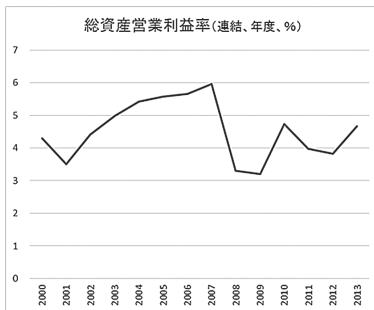
2015/03/04 KAWAKITA, Hidetaka

14

## 企業と投資家の新しい関係を考える

### 日本企業全体の生産活動(2013年度連結決算から)

- 連単比率の上昇
  - 海外展開の活発化が大きな背景
  - 2013年度決算の状況(東証第1部上場企業、加重平均倍率)
    - 資産合計 1.55倍、売上高 1.24倍、営業利益 2.13倍
  - 営業利益では、2倍台の連単比率が定着
  - ただし、ROAは国内ROAを少し上回る程度



2015.03.04

KAWAKITA, Hidefaka

15

### ここまで示唆

- 株式投資:企業業績を将来を考える必要
- 日本企業であれば何でもいいのか
  - 日本全体の成長力は大きくない
  - 企業間の格差が拡大すると予想
- 海外展開の差も大きいと考えられる(後で考える)
- ⇒ 日本企業の株式:厳選する必要がある
  - (海外株式への投資も考えるべき)
- 事例として、京都企業に投資をすればどうなったか

2015.03.04

KAWAKITA, Hidefaka

16

## 京都企業の定性的な特質

- 文化の伝承
- オリジナリティとグローバル
- 技術志向クラスター

17

## 京都企業の社長・会長に講義依頼

- 2014年4月、農中信託銀行の寄附講義開始
  - 農中信託銀行:農林中央金庫の子会社
  - 川北編著『「市場」ではなく「企業」を買う株式投資』出版
  - その共著者:奥野一成・農中信託銀行企業投資部長
  - ⇒寄附講義の開設へ
  - 主旨:学生に(京都)企業経営・起業の精神を伝えたい
- オムロンと京都商工会議所からのご協力
- 京都企業5社の社長・会長から講義を受けた
  - オムロン
  - 日本電産
  - 堀場製作所
  - 島津製作所
  - ワコール

## 企業と投資家の新しい関係を考える

### 京都企業の特色

- 上場企業の数が経済規模との比較で多い
- 製造業、特に機械関係の企業が多い
  - 40社、うち金融業2社、登記上本社が京都の企業3社
  - 製造業は28社
  - 下の図表は東証第一部上場の京都企業(製造業)の分布

2015/03/04

KAWAKITA, Hidetaka

業種	社数
食料品	1
繊維製品	2
化学	3
医薬品	1
金属製品	2
機械	3
電気機器	11
輸送用機器	1
精密機器	2
その他製品	2
合計	28

19

### 参考:京都企業リスト

コード	企業名	東証33業種区分	創業年月	上場年月
2531	宝ホールディングス(株)	食料品	1925.09	1949.05
3002	グリコ(株)*	繊維製品	1998.08	1949.05
3551	ダニゼ(株)*	繊維製品	1919.08	1949.07
3591	(株)ヨコルホールディングス	繊維製品	1949.11	1964.09
3607	(株)クラウディア	繊維製品	1978.12	2004.05
4406	新日本理化(株)*	化学	1919.11	1949.09
4461	第一工業製鉄(株)	化学	1918.08	1949.05
4471	三洋成工産(株)	化学	1949.11	1968.05
4624	日本電産(株)	化学	1970.09	2000.03
4516	日本電業(株)	電子機器	1919.09	1949.07
5057	日東重工(株)	金属製品	1938.02	1968.02
5985	サコール(株)	金属製品	1943.06	1964.10
6315	TOWA(株)	機械	1979.04	1996.09
6387	サニコ(株)	機械	1979.09	2001.05
6482	(株)ユーン精機	機械	1973.10	1996.12
6594	日本電産(株)	電気機器	1973.07	1988.11
6640	第一精工(株)	電気機器	1963.07	2006.11
6641	日新電機(株)	電気機器	1971.04	1949.03
6845	日立(株)	電気機器	1948.05	1962.04
6874	(株)シエニックス・アサ・コーポレーション	電気機器	2004.04	2004.04
6856	(株)堀場製作所	電気機器	1953.01	1971.03
6983	ローム(株)	電気機器	1958.09	1983.11
6971	京セラ(株)	電気機器	1959.04	1971.10
6981	(株)村田製作所	電気機器	1950.12	1963.03
6996	ニコロン(株)	電気機器	1950.08	1961.10
7735	(株)SCREENホールディングス	電気機器	1943.10	1962.05
7105	ニコムテックフォーリフト(株)	輸送用機器	1937.08	1949.03
7701	日本包装製作所	精密機器	1971.09	1949.05
7879	(株)松下	精密機器	1922.05	1963.07
7915	日本写真印刷(株)	その他製品	1946.12	1961.10
7974	任天堂(株)	その他製品	1947.11	1962.01
8248	(株)ニッセンホールディングス	小売業	1970.04	1988.10
9936	(株)王将フードサービス	小売業	1974.07	1993.03
8369	(株)京都銀行	銀行業	1941.10	1973.10
8515	アーバル(株)	その他金融業	1978.02	1997.07
9319	(株)中央倉庫	倉庫・運輸関連業	1927.10	1970.12
4295	(株)ファース	情報・通信業	1992.10	2001.09
4728	(株)第一セ	情報・通信業	1975.11	1999.08
4671	(株)アルコホールディングス	サービス業	1988.03	1997.04
4698	ワタベウェービング(株)	サービス業	1971.04	1997.12

2015/03/04

KAWAKITA, Hidetaka

20

## 京都の企業文化-1

- 特色：主に5社の講義+島津製作所資料から
- 文化の伝承
  - 都としての京都が文化の中心にあった
  - 「質の高い物作り」という資産(ノウハウ)
  - 島津製作所：仏具の金属加工
  - 京セラ、村田製作所：陶磁器
- オリジナリティの追求、グローバルな意識
  - 物まねを嫌う(物まねで儲けても尊敬されない)
  - 世界が市場、世界に挑戦(東京を意識しない)
    - 日本電産、堀場製作所、ワコールの事例
  - 相互の情報交換が可能に
  - ⇒次に述べる技術志向クラスターの形成に

2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka

21

## 京都の企業文化-2

- 技術志向クラスターの形成
  - 京都企業は仲が良い
  - 同じ製品で競争していない
  - オムロン(立石電機)の役割：1972年、VCの設立
  - ⇒日本電産への出資
- 政治的な背景
  - 蜷川「革新」府政⇒京都企業は政治的に恵まれなかった
  - 京都企業の結束力に
  - 政治に期待しない企業文化も
- 京都銀行の役割
  - 戦後、福知山の銀行から京都の銀行へ
  - ベンチャー的企業との取引：京セラの事例

2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka

22

## 京都の企業文化-3

- その他(島津製作所よって指摘された上記以外の要素)
  - 挑戦する勇気
  - 深堀り(⇒オリジナリティ)
  - 産学連携(学生が人口の1割)
  - 自前主義
  - 独立独歩(⇒オリジナリティ)
  - 既得権に執着しない(社会インフラ事業に関心なし)

2015.03.04

KAWAKITA, Hidetaka

23

## 事例:5社の背景、理念等

- 島津製作所
  - 仏具師から
  - 京都大学との連携でレントゲン撮影に成功
  - バッテリー部門への進出と分離
- 堀場製作所
  - 創業者の父親:理学部教授(化学)
  - 創業者:京都大学3回生の時に創業
- 日本電産の3大方針
  - 京都出身
  - 非同族、下請けはやらない、グローバルな意識
- オムロン
  - 大阪・野里で創業→戦火に遭う前に京都に移転
  - レントゲン用のタイマ開発、島津製作所から独立した企業に納入
- ワコール
  - 創業者の父親:近江の出身
  - 家業:織維製品の卸業→戦後廃業、復員後に創業
  - 創業当初から「世界のワコール」をイメージする

2015.03.04

KAWAKITA, Hidetaka

24

## 京都企業の定量的な特徴

グローバル化、売上高利益率の高さ

京都企業への投資とリスク

25

## 京都企業のグローバル展開: 売上高

- 海外売上高50%超が通常に
- 東証第一部上場企業・製造業835社
  - 海外売上高50%以上: 200社
  - 平均海外売上高(10%以上の企業): 48.9%

海外への展開・売上高					
	日本	アメリカ	ヨーロッパ	アジア	うち中国
オムロン	46.1	13.1	13.1	27.7	18.4
日本電産	27.2	15.1	<b>15.3</b>	42.4	22.5
堀場製	35.1	13.9	24.3	22.4	
島津製	53.5	12.1	7.7	23.1	15.9
ワコール	77.3		15.1	<b>7.7</b>	
村田製	9.5	6.7	8.2	75.6	54.3
ローム	30.6				33.2
京セラ	44.5	15.0	17.1	19.0	

注1: その他の分類がある場合、合計は100%にならない。

注2: 太字の部分は大まかな分類となっている。

26

## 京都企業のグローバル展開:海外資産

- 海外資産:日本電産、堀場製作所が50%超
  - ・オムロン、ロームも50%に近づく
- 日本電産、堀場製作所は海外での生産を強く意識
  - ・M&Aを積極的に展開

	日本	アメリカ	ヨーロッパ	アジア	うち中国
オムロン	52.4	6.1	3.6	37.8	28.6
日本電産	32.2	7.7	<b>20.9</b>	39.2	21.8
堀場製	48.3		<b>19.2</b>		
島津製	89.4				
ワコール	88.7		5.4	<b>5.8</b>	
村田製	71.0	0.5	2.4	26.1	18.5
ローム	55.8			35.5	12.4
京セラ	66.7	4.9	7.9	18.2	

注1: その他の分類がある場合、合計は100%にならない。

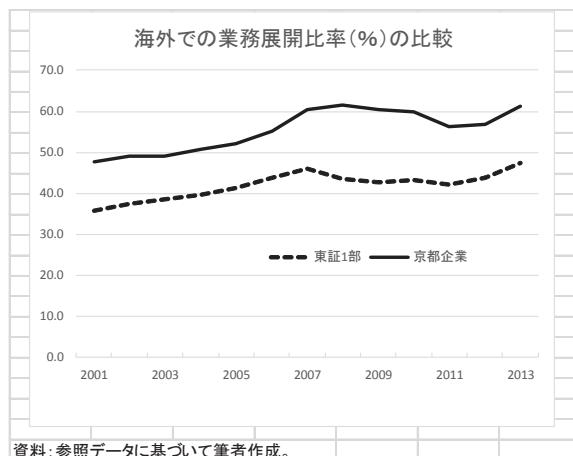
注2: 太字の部分は大まかな分類となっている。

2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka

27

## 製造業:京都企業と他の上場企業との比較

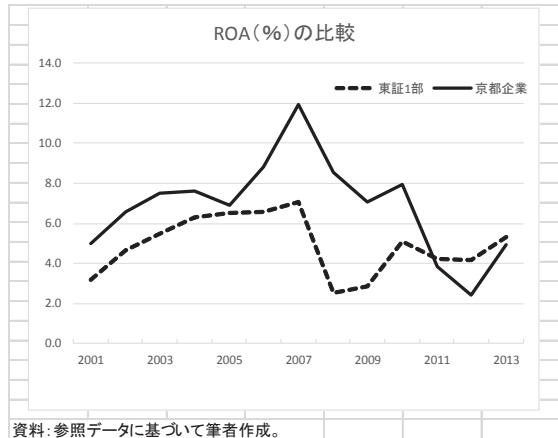


2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka

28

## 製造業:京都企業と他の上場企業との比較

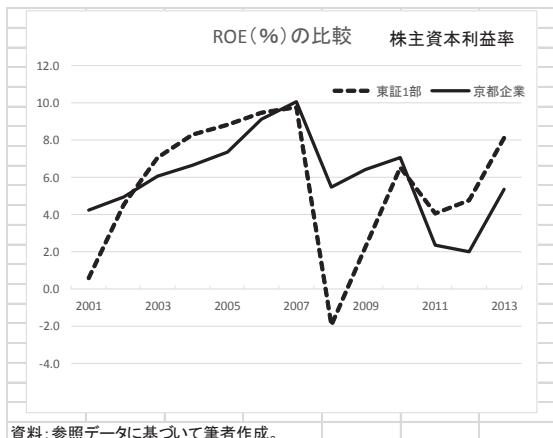


2015.03.04

KAWAKITA, Hidefaka

29

## 製造業:京都企業と他の上場企業との比較



2015.03.04

KAWAKITA, Hidefaka

30

## 製造業：京都企業と他の上場企業との比較



資料：参照データに基づいて筆者作成。

2015.03.04  
KAWAKITA, Hideyuki

31

## 京都企業の定量的な特徴：まとめ

- 定性的な特徴
  - 独自性の追求
  - 世界市場を見据える
  - 技術の集積
- 定量的な特徴
  - 海外市場での展開が進んでいる
  - 個々の製品の利益率(売上高営業利益率)が高い
  - 株主資本比率(自己資本比率)が高い
- 株主資本比率
  - M&Aなどの資金が潤沢⇒海外展開等、企業成長の原資
  - 現預金が多く効率性が低い⇒ROEは上場企業の平均並み
  - 経営者の考えを知ることが重要に

2015.03.04  
KAWAKITA, Hideyuki

32

2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka

## 京都企業への投資は報われるか

- 平均的な投資収益率:京都企業は少し低い
- 当たり外れ:京都企業は小さい
  - シャープレシオ(超過収益率/リターンの標準偏差)
- ⇒京都企業への投資は報われる

	京都企業(製造業)	東証第1部(製造業)
2003/4-2012/12	1.57 (0.87)	1.87 (1.38)
2008/10-2012/12	1.02 (0.34)	1.12 (0.60)
2003/4-2014/3	2.42 (1.50)	2.71 (2.18)
2008/10-2014/3	1.57 (0.69)	1.62 (0.89)

注:上段は始点を1とした場合の終点での投資資産価値、  
下段はその標準偏差である。

33

## 京都企業とリスク

- 問題点があるとすれば、株主資本比率の高さ
  - 資本コストが高くなる
  - ROAが高いにもかかわらず相対的にROEが高くない
  - ⇒投資収益率水準も相対的に高くない
- 株主資本比率の高さに関して
  - 京都企業:創業期の苦労を反映
  - リーマンショックにも耐えられた
  - 積極的なM&Aのための原資となる
- 京都企業を評価する場合
  - 適切な現預金量(同等物を含む)の把握が重要
  - 財務担当部門が機能しているかどうか
  - M&A等、将来の成長に対する経営者の方針は

2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka

34

## 企業と投資家の新しい関係の構築

スチュワードシップ・コード  
コーポレートガバナンス・コード

35

## 株価と企業経営

- 「株価と企業業績」の関係⇒株価が企業業績の指針に
  - より良い企業が、より良い株式市場を作る
  - より良い株式市場が、よりよい企業を支える
- 事例:PBR(純資産／株価)の1倍割れ
  - 株価が安値に放置されているのか:否
  - 「企業の事業活動が資本コスト割れ」を意味する
  - 事業活動が借入金だけで行われ、金利を貰えないとすれば・・
  - →企業の過去に蓄積した利益が取り崩されることに
  - 資本コスト割れ=企業の利益率が投資家の期待水準に未達
  - →純資産の時価評価額(株価)が下落=PBRの1倍割れ
- 企業業績に基づく投資家の保有を高める必要

36

## 事業利益率と資本コストがPBRに反映する

企業	A	B	C
ROIC (%)	3.0	10.0	5.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0
内部成長率(%)	0.0	0.0	0.0
企業価値	60.0	200.0	100.0

注: 税引後の利益のすべてを配当するとして計算した。

企業	A	B	C
ROIC (%)	3.0	10.0	5.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0
内部成長率(%)	1.2	4.0	2.0
企業価値	47.4	600.0	100.0

注1: 税引後の利益の40%を内部留保し、新規投資に充当するとして計算した。

注2: 事業資産当たりの利益率は変化しないと仮定した。

左図で  
ROICが事業利益率、  
WACCが資本コスト、  
企業価値が株価に相当する。

事業利益率が資本コストよりも低ければ、企業価値は投下資本割れとなる(すなわち、PBRの1倍割れ)。

この状態で成長を測れば、事態はますます悪化する。

2015.03.04

KAWAKITA, Hidetaka

37

## スチュワードシップ・コード-1

### ○ スチュワードシップ・コードの導入

- 「投資家の責任ある行動」原則
- 投資家と企業の対話を重視
- 中長期的な投資を念頭に: 大いに評価できる
- 主にアセットマネジメント会社を対象

### ○ 評価

- 投資家のあり方に一石を投じた意義は大きい
- 多様な投資スタイルを(あまり)意識していないのでは
- 本当の対話とは何か
- 対話のコストを誰がどのように負担するのか
- 形式的にならないかどうかの懸念(ex. 議決権行使)
- 年金ファンドの関心が低いのでは

2015.03.04

KAWAKITA, Hidetaka

38

## スチュワードシップ・コード-2

- アセットマネジメント会社の責務とは
  - 投資のプロであり、受託者である
  - 投資意思決定のプロセス全体の点検が必要
- プロの投資意思決定の流れ(代表的な流れ)
  - ①投資ニーズの把握⇒委託者(受益者)
  - ②投資スタイルの決定、アセットクラスの決定⇒委託者、市場
  - ③基本ポートフォリオの設定⇒委託者、市場
  - ④実際のアセットアロケーション⇒市場
  - ⑤個別銘柄の選定、売買、その他の行動⇒企業、市場
  - ⑥以降、ミドル、バックの機能⇒内部、委託者
- スチュワードシップは⑤の一部にすぎない
  - 企業との対話手段:分析、ヒアリング、意見交換、議決権行使
- インデックス運用の位置づけをどうするのか

2015.03.04

KAWAKITA, Hidefaka

39

## コーポレートガバナンス・コード-1

- コーポレートガバナンスとは
  - 企業の社会的役割を考えることが始点
  - =多様なステークホルダーの存在
  - 社会的役割の1つとして:資本コストの達成
  - その一環としての投資家との対話、インターフェイス作り
- 企業の社会的役割とは
  - 付加価値生産性を上げること
  - ⇒賃金、ROA(細目としてのROE)の上昇
  - 国の内外を問わず、企業の発展が重要
  - 企業の発展⇒雇用機会、分配できる付加価値の増大
  - ⇒視野の狭窄的な投資家は無視して大丈夫
  - 一方で協調する投資家を作り上げる必要
- 投資家の一義的役割:資本の配分(売買)機能
  - 企業との対話ではない

2015.03.04

KAWAKITA, Hidefaka

40

## コーポレートガバナンス・コード-2

- コーポレートガバナンス・コードに関して
  - あくまでも平均的な像を示したにすぎない
  - 多様な企業経営のあり方を容認しているはず
  - ⇒企業としての個性と明確な経営方針が求められている
- 社外取締役に関して
  - ナビゲーションとブレーキが本来期待される役割では
  - 日本の場合:多くの経営者がアクセルを踏まない
  - ⇒アクセルとしての役割が期待されるのか⇒間違い
  - 1人よりも複数が望ましいのは確か(実例)
  - 独立性に関して:社外取締役は飾りでない
- 投資家との対話が重要
  - 投資家側には選択機能(投資の判断機能)がある
  - 経営として中長期的な道筋を投資家に示すべき
  - ⇛社外取締役のナビゲーション機能

2015.03.04

KAWAKITA, Hidetaka

41

## 京都企業の事例:投資家との対話

- 某著名企業(京都企業)
  - IRに熱心
  - 社長自ら、何回も投資家に対して説明会を開催
  - しかし…、実際の意識は以下にある
  - レベルの低い国内投資家を(本気で)相手にしない
  - レベルの高い海外でのIRに熱心
  - 良い投資家なら、海外であろうと国内であろうとOK
  - 企業業績を達成すれば、投資家がついてくる

2015.03.04

KAWAKITA, Hidetaka

42

## 企業と投資家の新しい関係を考える



### 何が望まれるか(本日の議論以外も含め、順不同)

- 投資家自身(とくに年金)の意識改革
  - 本来の長期投資とは何か
  - 日本企業とは何か
- 公的年金制度と投資信託の改革
  - 公的年金の確定拠出年金化(受給権者に投資を委ねる)
  - 個人投資家のための投資信託とは何か
  - とくに手数料の問題(投資收益率と手数料率の関係)
- インデックス(株価指数)の工夫
  - tight and tight の上場基準の達成
- 税制
  - 長期投資の優遇=NISAの質的、量的拡充
- 個性ある企業経営
  - 経営者自身の個性の發揮と、その説明

44

2015.03.04 KAWAKITA, Hidetaka

## 参考資料

- 京都5社の2014年度上期講義資料、講義録
  - オムロン、日本電産、堀場製作所、島津製作所、ワコール
  - 各社・有価証券報告書
- QUICKデータ、日経NEEDSデータ
- 若杉敬明監修『投資家が目覚める日』(資本市場研究会、2004年)
- 川北英隆編著『「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年)
- 川北英隆・奥野一成編著『京都企業が世界を変える(仮)』  
(金融財政事情研究会、2015年4月上梓予定)

2015.03.04

KAWAKITA, Hideaka