

## (資産運用)：京都の企業の株式はなぜ投資に値するのか

リーマンショックから10年強、日本企業の株式投資収益率を計測すると、大企業が低い。その少し下の規模には投資収益率の高い企業があり、京都の企業も含まれている。京都の企業はオーナー性と意思決定の早さ、独自性と利益率の高さ、政府に頼らないグローバルな事業展開に特徴を有し、業績も堅調である。その経営スタイルに学ぶべき点が多い。

2008年9月のリーマンショックから10年強が経過した。この間、日本を代表する企業の株式に投資したとして、そのリターンはどうだったのか。リーマンショックの直前、8月末時点における時価総額上位の企業を抽出し、その時点で投資したとして、今年3月末までの投資収益率を計測した。すると、東証第一部の投資収益率(配当込み、年率)は4.5%だった。

この市場平均4.5%を上回った企業は、時価総額トップ20社では3社(トヨタ、NTT、NTTドコモ)にすぎない。21位から100位までの80社では、44社が市場平均を上回った。つまり、日本の代表企業が冴えない。また、当時の時価総額が1兆円以上で、投資収益率が年率10%以上だった企業は14社、その中に京都の企業が2社(村田製作所、日本電産)含まれている。

この2社を含め京都の企業(京都に本社を置く企業)には、次の特徴が目立つ。

(1) 長らく都だった伝統と、その高い技術力が製造業に継承され、それが現在の製品に生かされている。また、大学との連携も密である。

(2) 東京志向ではなく、グローバルな意識に基づき事業を展開してきた。このことは、海外の高い経済成長をとり込む結果をもたらし、売上高成長率を高めた。

(3) 物真似を良しとせず、製品の独自性を求めてきた。このため、競合相手が少なく、売上高営業利益率を高めている。同時に、京都の企業同士の情報交換に結びついている。

(4) オーナーもしくはオーナー家が健在な企業が多く、依然としてベンチャー企業的な発想と行動様式が息づいている。これが長所となり意思決定の大胆さや早さに反映している。

もう少し説明しておく。京都には精密加工の技術があり、進取の気性もあった。明治に入り、島津製作所の創業者が仏具加工から転じ、理化学器械、蓄電池、X線撮影装置の製造を始めたのが象徴的だろう。オムロン(立石電機)がX線撮影装置用タイマの製造から事業を起し、戦後に急速に成長した。そのオムロンが中心となり、京都での企業育成を目的にベンチャーキャピタルを立ち上げた。その投資先の1つに日本電産があった。ある意味、京都の企業はクラスターを形成している。互いの製品の競合が少ないから、連帯意識もある。

京都では戦後長らく革新府政が続いたこともあり、政治的な恩恵に乏しかった。建設業の上場会社がないことに、京都の政治上の地位が明白である。元の都として、東京への反発もあっただろう。ベンチャー的に発展した京都の企業が大企業に製品を納入する壁も高かった。これらがあいまって、京都の企業は本社を東京に移さず、海外での事業展開に積極的だった。

そこで、京都の特徴がよく表れている製造業を対象に、2000年度から直近期(2017年度)までの業績をみておきたい。具体的には、京都に本社を置く製造業25社(以下、京都企業)と、

京都企業以外の製造業 717 社（以下、上場製造業）とを比較する。なお、これらの各社は、東証第一部に上場しており、決算期の変更がなく、継続してデータの取れる企業とした。係数は対象各社のデータを合計して算出した。

売上高成長率（年率）は京都企業が 3.7%、上場製造業が 2.7%だった。海外売上高比率は、京都企業が 2004 年度に 50%を超え、直近期は 69%である。一方、上場製造業の直近期の海外売上高比率は 51%にすぎない。このグローバル化の差が売上高成長率の差の背景にある。利益率はどうか。売上高営業利益率は 2012 年度を除き、京都企業が上場製造業を上回っている。2012 年度はパソコンの生産が頭打ちとなり、スマホがまだ十分に立ち上がっていなかった。この逆風の時期を除き、京都企業の製品の利益率が際立っている。ちなみに、直近期は京都企業 10.3%、上場製造業 7.1%と、やはり大きな差がある。

自己資本利益率（ROE）は、京都企業よりも上場製造業の方が最近では高い。京都企業の自己資本比率が 70%前後に達している一方、上場製造業が 40%台前半である影響が大きい。京都企業の経営者は、現金同等物を手厚くして借入に頼らない経営を実施することが、M&A や投資などの意思決定を迅速にすると評価している。

もっとも、京都企業の場合、製品の独自性の維持やグローバルな事業活動、手厚い現金同等物を活かした積極経営には、経営トップのリーダーシップが必須となる。オーナーやオーナー家の今後がどうなのか、後継者をどうするのか。また、トップの暴走にブレーキをかけるためのガバナンス体制をどうするのか。これらが今後の京都企業の大きな課題だろう。

京都企業の株式を長期に保有した結果を示す（図表）。どの期間も、京都企業の投資収益率（配当込み）は、東証第一部および上場製造業（データ取得の関係で、対象企業は 695 社）よりも明らかに高い。企業ごとの投資収益率のばらつき（標準偏差）も、投資収益率の水準を勘案すると、京都企業が相対的に小さい。過去、京都企業への投資が十分報われたことになる。

図表 投資収益率の比較(2019/3末まで、配当込み・年率・%)の比較

投資開始年月(月初)		投資収益率・中央値			標準偏差	
		TOPIX(配当込み)	京都製造業	東証1部製造業	京都製造業	東証1部製造業
2004年1月	バブル崩壊終了後の回復期	4.8	6.5	5.3	6.4	5.9
2007年1月	サブプライムローン問題直前	1.6	3.9	1.5	5.4	6.4
2008年9月	リーマンショック直前	4.5	7.3	4.8	5.9	7.3
2009年4月	リーマンショックからの回復初期	9.7	11.8	9.5	6.3	7.8
2013年1月	アベノミクス開始時点	12.8	15.8	10.9	9.5	10.3

対象は継続してデータの取れる製造業(京都企業25社、京都企業除き東証第一部695社)。

出所: QUICK社Astra Managerのデータに基づき作成。

(京都大学 経営管理大学院 川北 英隆)