第３回　日経 STOCK リーグレポート

発掘、２１世紀のグローバルプレイヤー！！

第2、第3のソニー・ホンダを探して

ＩＤ番号；SL30191
大学・学部；一橋大学　商学部３年
チーム名；☆☆☆（スリースター）
リーダー；大野　真太朗
メンバー；江塚　健　岡部　幸治
指導教官；加賀谷　哲之　専任講師

選定銘柄一覧

株式コード	上場市場	銘柄名	投資金額(円)
4626	東証1部	太陽インキ製造	520,000
5334	東証1部	日本特殊陶業	520,000
6146	東証1部	ディスコ	520,000
6885	東証2部	ミヤチテクノス	520,000
7296	JASDAQ	エフ･シー･シー	520,000
4971	大証ヘラクレス	メック	300,000
5975	東証1部	東プレ	300,000
6769	JASDAQ	ザインエレクトロニクス	300,000
7716	JASDAQ	ナカニシ	300,000
5344	東証1部	MARUWA	200,000
5381	JASDAQ	日本ミクロコーティング	200,000
5819	JASDAQ	カナレ電気	200,000
6278	東証1部	ユニオンツール	200,000
6408	JASDAQ	小倉クラッチ	200,000
6468	JASDAQ	駿河精機	200,000
		合計	5,000,000

０．目次

このレポートでは、以下のような形で話をすすめていこうと思う。

１．私達チームの問題意識と投資スタンス
２．企業競争力の定義
３．実証分析
　３－１；時価総額上昇企業を探す
　３－２；バブル崩壊後の３つの罠
　３－３；競争力マトリクスの作成
４．投資対象銘柄の選定
　４－１；バランスシート問題（財務健全性のチェック）
　４－２；グローバルに活躍する為の条件（競争力マトリクス）
　４－３；ワイルドカードについて
５．ポートフォリオ対象企業の特徴
６．ポートフォリオの将来性予測
７．ストックリーグを通じて感じたこと

１．私達チームの問題意識と投資スタンス

＜バブル崩壊後、どうして日本企業は低迷してしまったのか？＞

「失われた 10 年」とよくメディア等で報道されているように、バブル崩壊以後の日本企業の業績は低迷している。相次ぐ人員削減・事業の撤退・企業倒産といったように、近年あまり明るいニュースは聞こえてこない。80 年代には、特に製造業において、日本の国際競争力は非常に高かった。一体、何が原因でこうなってしまったのか？

諸所の意見があると思うが、私達チームではバブル期に陥ってしまった３つの罠に日本企業がその後対応できなかったことが昨今の低迷の原因だと考えている。詳細は後述するが、３つの罠に対応できた企業については、概ねバブル崩壊以後も企業価値を増大させている。

＜第２のソニー・ホンダを探そう！！＞

第２のソニー・ホンダを探そう！！これがチームの思いである。やはり、これからますますグローバルな企業間競争が激化していく時代、日本を背負いながら世界と戦う企業がもっと出てくる必要があると思う。**国内のみならず世界と戦う企業、そのような企業を応援したい。**第２・第３のソニー・ホンダが出てくれれば、日本の未来も明るいのではないか。

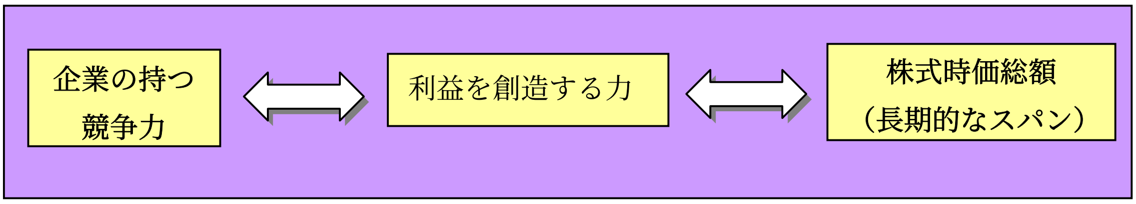
製造業は高度経済成長期の時から日本経済を牽引してきた。業績が低迷しているとはいえ、その基礎的な力はまだまだ国際的に見ても高いと考える。私達の注目した銘柄が、欧米企業はもとより台湾・韓国・中国の企業と対等に戦い、日本の将来を担う存在となることを願ってやまない。

なお、今回は第２のソニー・ホンダを探すという視点から、投資対象企業は製造業の中からのみ選択することにした。

２．企業競争力の定義

＜企業の競争力は時価総額に表れる＞

企業の競争力とは何であろうか。勿論、利益を創造する力であろう。しかし、チームではその競争力は株式時価総額に表れると考えている。勿論、短期的に見れば株式市場がバブルな時やネガティブな時もあるだろうが、長期的に見れば株式時価総額が企業の競争力を表していると言えるだろう。



３．バブル崩壊後の実証分析 ～３つの罠とは～

３－１；時価総額上昇企業を探す

バブル崩壊後に時価総額を伸ばした所は、どのような要素を持っていたのだろうか。言い換えると、どのような形で競争力を維持、または伸ばしたのだろうか。分析の対象となる時価総額上昇企業を探し、共通の要因を探ってみた。

指標としては、時価総額ではなく１株あたりＭＶＡを用いた。規模の調整をする為である。具体的には、短期的なファクターを排除する為に以下のように求めた。

１株当たりＭＶＡ上昇額
＝ (98 年～00 年の 1 株当たりＭＶＡ平均)
－ (90 年～92 年の 1 株当たりＭＶＡ平均)

＜時価総額上昇企業の一覧＞

以上のような方法で、製造業の全企業について調べた所、表３－２のような企業

が時価総額を伸ばした所として出てきた。製造業の区分としては、便宜的に表３－１のような区分で分けてある。

表３－１　製造業の産業的区分

	産業区分
加工･組立型産業	自動車･自動車部品･機械
ハイテク型産業	エレクトロニクス･精密機器
素材型産業	鉄鋼･化学･非鉄/金属

表３－２　業界別の１株あたりＭＶＡ上昇、上位５社

	加工･組立産業	1株あたりMVA上昇額	素材産業	1株あたりMVA上昇額	ハイテク産業	1株あたりMVA上昇額
1	SMC	6,407.7	武田薬品工業	2,095.3	ローム	13,179.9
2	本田技研工業	2,211.3	信越化学工業	1,033.6	アドバンテスト	7,747.5
3	トヨタ自動車	1,566.4	ブリヂストン	951.0	村田製作所	5,048.1
4	富士機械製造	1,102.8	テルモ	758.0	東京精密	4,692.2
5	豊田合成	607.2	花王	717.5	ヒロセ電機	4,440.9

（単位：円）

３－２；バブル崩壊後の３つの罠とは？

表３－２を見ると明らかなように、表における企業群は、今でも収益性が高く、グローバルに活躍している企業が多いことがわかる。では、それらの企業の特徴は何なのであろうか。チームで調べた所、時価総額を伸ばした表３－２の企業は、バブル崩壊後に日本企業が抱えていた３つの罠を克服していたことがわかった。それは、次のようなものである。

罠その１（売上高・シェア重視経営）

バブル期の日本企業は、売上高・シェア中心の経営をしており、規模の拡大を目指していた。しかし、バブル崩壊後では利益の質が重視されるようになった。資金提供者から提供された資本を如何に効率よく利益に転換するかという視点が重要だとされるようになった。つまり ROE や ROIC といった指標が重視されるようになった。チームでは、ROIC を元に罠１の対応力を見ている。

罠その２（従業員の質の問題）

罠その１にも通じるが、バブル期まではとにかく従業員を増やし、売上高の上昇・規模の拡大を目指した企業が多かった。研究開発や販売を数の面で勝負して

いたと思う。しかし、バブル崩壊以後は従業員一人一人の質が問題とされるようになった。各々の開発力・販売力等が企業の収益性を左右するようになり、個人がどれだけ付加価値を営業活動を通じて生み出すかが重要となった。なんでも卒なくこなすゼネラリストよりも、専門分野のスペシャリストが重用されるようになったのはその一例である。**罠 2 の対応力は連結従業員一人当たり営業利益**で見ている。

罠その 3（内需頼みの限界）

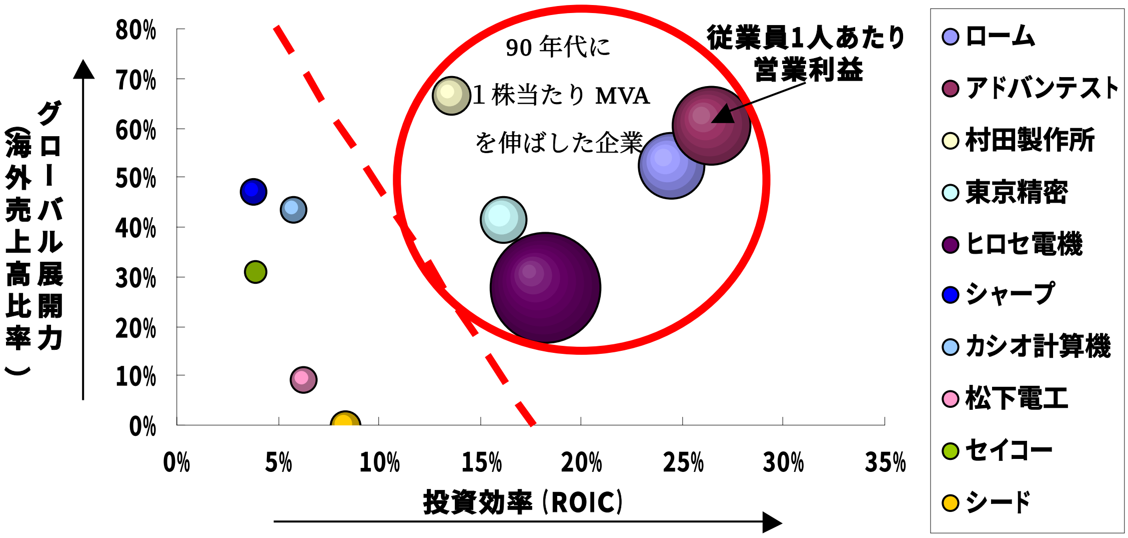
プラザ合意後の円高により、日本企業の多くは事業の多角化を進展させ、内需の拡大を目指した。それゆえ、バブル期の日本企業の収益源は主に国内市場だった。だが、バブル崩壊後、日本経済は伸び悩んだ。それゆえ、海外で市場を開拓することを余儀なくされた企業もあった。グローバルな市場で利益を稼げるかが、崩壊後の企業の命運を分けたと言えよう。**罠 3 の対応力については、海外売上高比率**で見ている。

実は上記の３つの罠以外にも、もうひとつバブル崩壊後に日本企業が直面した問題がある。それが、**バランスシート調整問題**だ。これも重要な問題なので、投資対象企業を選別する際には関わってくる。詳細は、次の章で説明したい。

３－３；競争力マトリクスの作成

これらの３つの罠を克服できたか否かがバブル崩壊後の日本企業の競争力を左右した。このことを示したものが、下にあるマトリクスである。このマトリクスでは、縦軸をグローバル展開力、横軸を ROIC、円の直径を従業員１人当たり営業利益の業界平均乖離率でとっている。チームでは、これを**競争力マトリクス**と呼んでいる。ここでは、参考としてハイテク産業の競争力マトリクスを載せることにした。

図３－１　ハイテク産業の競争力マトリクス



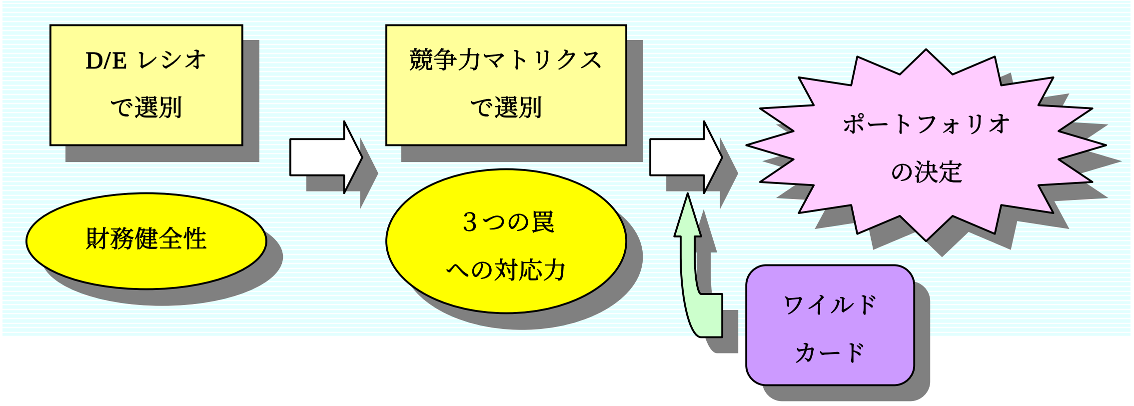
（2000 年 3 月時点）

このマトリクスからも、バブル崩壊後に時価総額を伸ばした企業、つまり競争力を伸ばした企業が3つの罠を克服していることが伺える。そのような企業の中にはグローバルに活躍している企業も多かった。つまり、**3 つの罠へ上手く対応する力があるかどうかが、グローバルに競争力のある企業になる為の条件**と言えるだろう。

4．銘柄の選抜 ～21 世紀のグローバルプレイヤーはどこだ～

＜ポートフォリオ作成の流れ＞

ポートフォリオに組み込む企業の選別は、下のようなプロセスで行った。



4－1；バランスシート調整問題への対応（財務健全性）

まずは、財務健全性の高い企業を選別した。3 つの罠と同様、バブル崩壊後に日本企業が直面した問題の 1 つがバランスシート調整問題であるからだ。

バランスシート調整問題とは、企業の抱える過剰債務問題を改善することである。バブル崩壊以前、多くの日本企業は銀行から資金を借り入れ、その資金を株式や土地等の資産につぎ込んだ。しかし、バブル崩壊以後には地価・株式を始めとする資産価格は大幅に下落した。そのため、Ｂ／Ｓの貸方である資産の価値は減少したにも関わらず、借方である負債の価値は変わらず、資産と負債のミスマッチが発生した。90 年代には、このミスマッチを解消する為に過剰な有利子負債の返済に苦慮した企業が多かった。

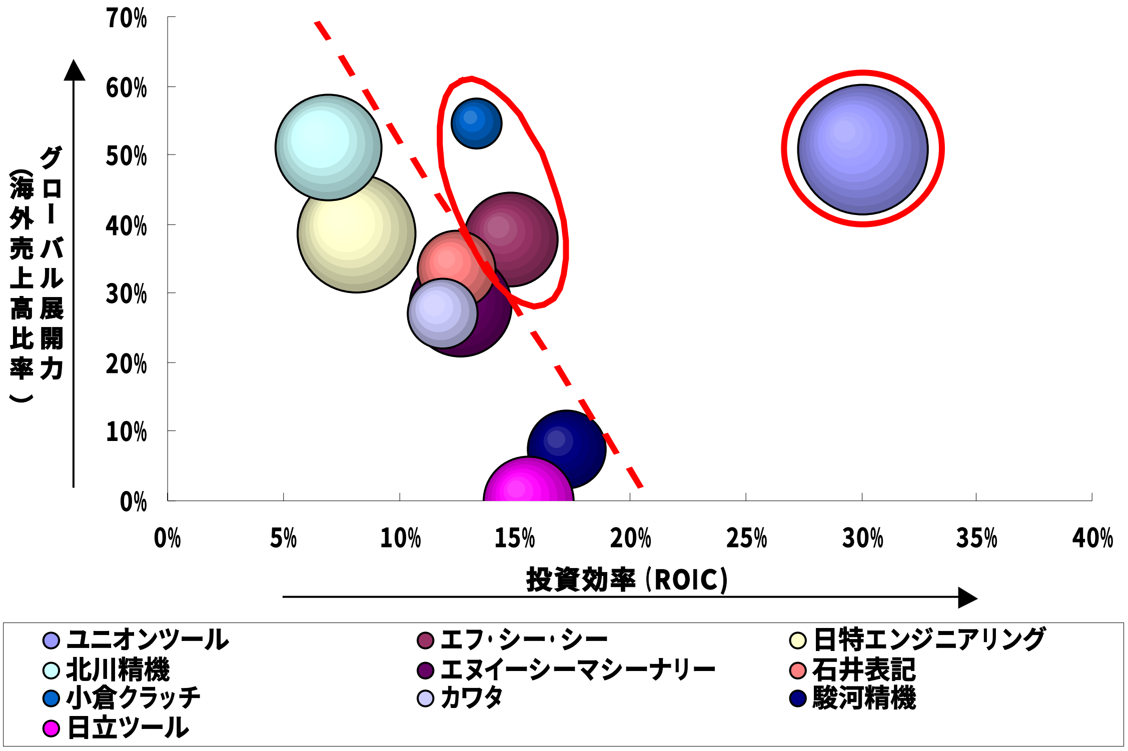
チームでは、このバランスシート問題への対応度をＤ／Ｅレシオの値で見ている。**過去の時価総額上昇企業のＤ／Ｅレシオの平均値を、市場の評価するバランスシート調整問題の対応度とみなし、この値以上の企業は投資対象企業からはずすこと**にした。

４－２；グローバルに活躍する企業になる為の条件（競争力マトリクス）

私達チームは、3 つの罠への対応力を持った企業が、グローバルに競争力を持つことのできる企業となる為の条件であると考えている。その考えを、バブル崩壊後に時価総額を伸ばした企業を分析することによって実証した。そこで、投資対象企業を選別する際に競争力マトリクスを用いることとし、マトリクスの右上方にある企業を選別した。（なおデータは、02 年度決算はハイテク産業の企業が大不況の影響で正しい競争力を測れないとの思いから、01 年度決算までのものを使用した。海外売上高比率以外は、99 年度～01 年度の 3 年平均で求めている。）

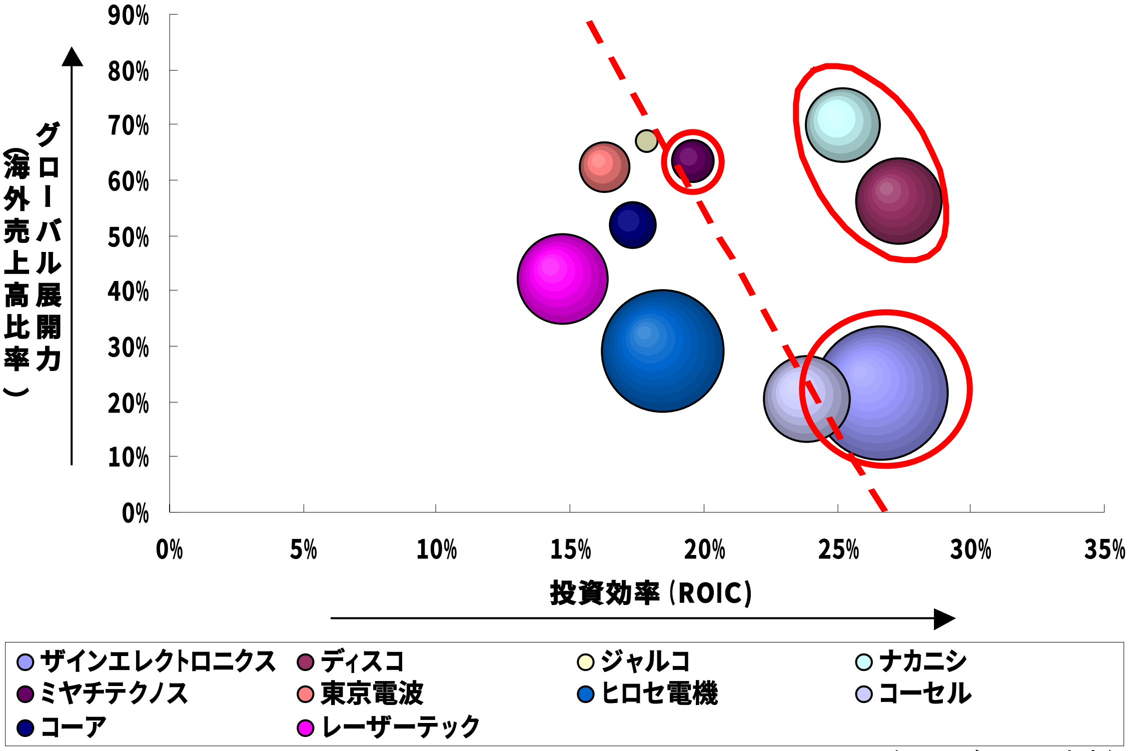
その際、これから第 2 のソニー、ホンダとなるような企業を発掘したい、という観点から、まだ規模の大きくない企業を選んだ。基準としては売上高規模を用い、**売上高 1000 億円以上の企業は投資の対象企業から外す**ことにした。これにより、12 社の企業を選別した。

図４－１　加工・組立産業の競争力マトリクス



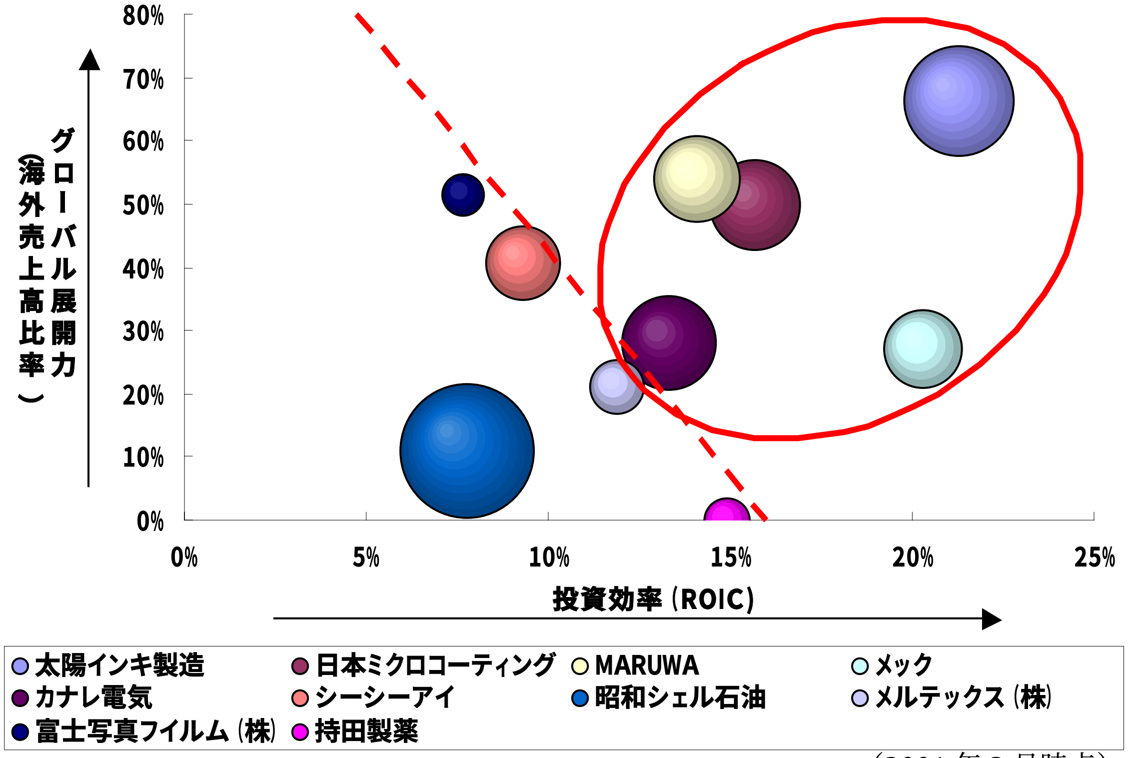
（2001 年 3 月時点）

図４－２　ハイテク産業の競争力マトリクス



（2001 年 3 月時点）

図４－３　素材産業の競争力マトリクス



（2001 年 3 月時点）

４－３；ポートフォリオの決定

競争力マトリクスで選別した企業以外にも、定性分析により、私達チームが将来伸びると考えた企業をワイルドカードとして3社加えた。ワイルドカードとして選別した企業は、**東プレ・駿河精機・日本特殊陶業の3社**である。

東プレ・駿河精機は競争力マトリクスにおいて海外売上高比率が低かったために選ばれなかったが、近年、グローバル展開に力を入れており、将来的にグローバル展開力を伸ばすことができると考えたため、ポートフォリオに組み入れた。また、日本特殊陶業は売上高が基準より高かったために選別されなかったが、海外売上高比率約80%という卓越したグローバル展開力と将来性により、ポートフォリオに組み入れた。

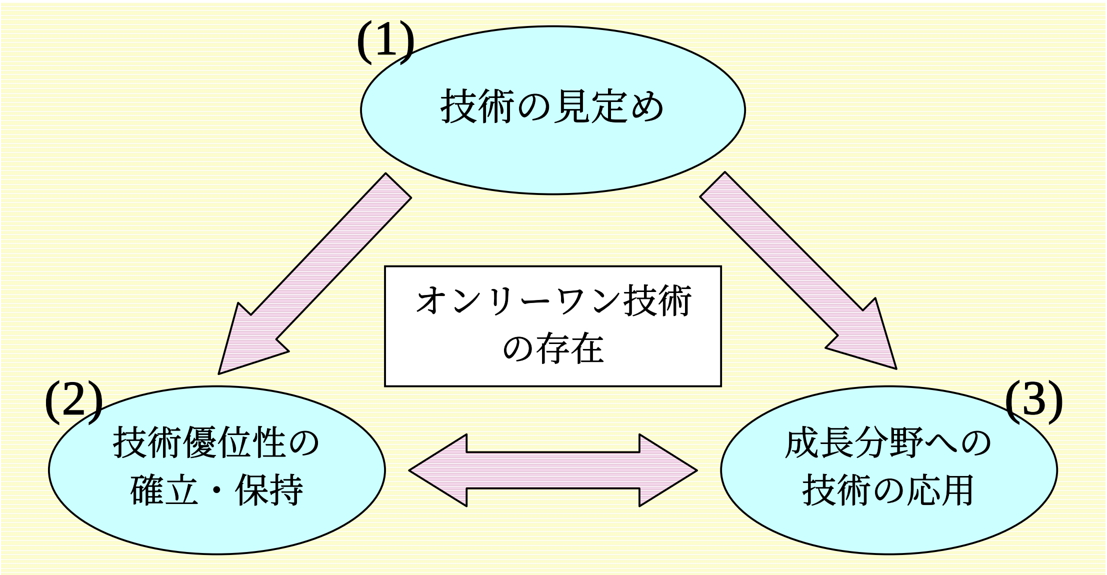
以上、合計15社でポートフォリオを組んだ。投資金額は企業の定性データも見て、企業の将来性から３段階のウエイト付けを行って振り分けた。ポートフォリオに組み込んだ企業は表紙の選定銘柄一覧にあるとおりである。

５．ポートフォリオ選別企業の特徴

＜選別企業に見られる共通した特徴＞

競争力マトリクスを用いて私達チームが選別した企業には、面白いことにある程度共通した特徴が見られた。その特徴とは、オンリーワン技術の、(1)見定め(2)確立・保持(3)応用の3点をどの企業も比較的併せ持っていたことである。シャープの液晶のような**オンリーワン製品ではなく、そのような製品を作り出す元となる技術を保持していた企業**が多かった。大企業と比べると比較的小規模な企業が、グローバルで戦うには、オンリーワン技術の存在が欠かせないようだ。

図５－１　投資対象企業の持つオンリーワン技術の特徴



前ページの図からいえることは、まず(1)で強みとなる技術を見定め、その後に(2)と(3)の確立・保持と成長分野への応用を繰り返すことがオンリーワン技術を持つ経営には必要だということだ。以下にそれぞれの項目について詳しく書く。

(1)技術の見定め

自社にとってオンリーワンにすべき技術とは何か？この認識が、まず一番大切なことである。当たり前のことかもしれないが、この認識がなければオンリーワンの技術の確立は難しい。今回投資対象とした企業には、この見定めができている企業がほとんどだった。

(2)技術優位性の確立・保持

どの技術でオンリーワンとなるかを決めた後には、その確立をしなくてはいけない。また確立したとしても、その優位性の保持が非常に重要となってくる。今回選んだ企業の中では、生産設備の自社生産を行ったりして確立した自社の技術優位性を保持している所が多かった。

(3)成長分野への技術の応用

今回選別した企業は、日本ミクロコーティングのように大正元年から続いている企業もあるなど、50 年以上創業してから経っている企業が多かった。そのような企業は、創業当時の分野で営業している所は少なく、戦後の成長分野であるエレクトロニクス・自動車に得意技術を上手く転用して収益性を維持した所が多かった。どんなに優れた技術があったとしても、それを利益に結びつけることができなければ意味がないといえる。

次のページには、上記の 3 点を投資対象企業が実際にどのように兼ね備えているかを示した。今回、例としては 3 社挙げることにした。

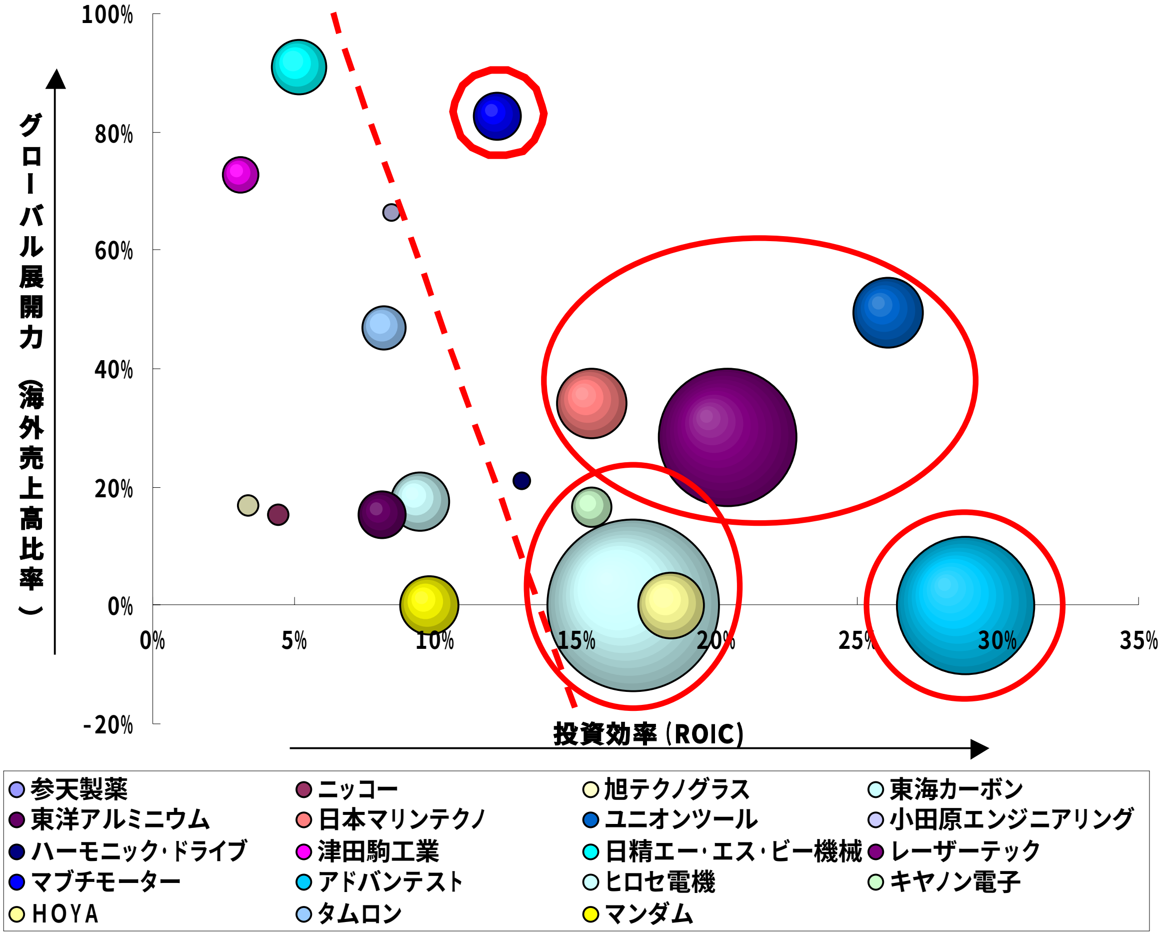
選別企業	業界	企業情報
エフ･シー･シー	自動車部品	(1) クラッチを自社の強みの製品とする (2) 自社内で開発から設計、生産機械の自社内生産からクラッチの生産までを一貫して行える総合力を持ち、技術優位性を保持 (3) 99年に全世界をカバーする供給体制を確立。自動車業界の世界最適地生産戦略に迅速に対応。自社技術の適用範囲を世界に広げる
ミヤチテクノス	電気機器	(1) 設立以来、開発指向型企業として溶接分野に強み (2) 溶接業界においてレーザー溶接と抵抗溶接の両方の技術を保有する企業はミヤチテクノスをおいて他になく、独自の地位を築いている (3) レーザー機器の技術をレーザマーカー（レーザーを用いて文字･絵などを彫り込む機械）に応用。着実に拡大している
ナカニシ	精密機械	(1) 創業以来、歯科用回転機器専門メーカーとして独自技術を追求。回転機器の技術では世界屈指の機器メーカーとなる (2) 生産設備を自社製造することによって、独自技術、品質を維持 (3) 歯科医療分野で培った回転機器の技術を一般産業機器にも応用、技術へのこだわりを追求しながら、新たな飛躍を目指す

６．ポートフォリオの将来性予測

　私たちはポートフォリオの作成を行うにあたって、自分たちの考える競争力の要因が株式市場でどのように評価されるのかを予測するため、５年前のデータで企業を選び出してポートフォリオを作成してみた。またこれと比較するため、３つの罠を克服することのできなかった企業を選び出したポートフォリオも作成し、どういったパフォーマンスを示すのかを比較分析してみることにした。罠を克服した企業で選別したのは次の 8 社である。

アドバンテスト	キャノン電子
マブチモーター	レーザーテック
ユニオンツール	ヒロセ電機
日本マリンテクノ	HOYA

図６－１　５年前の競争力マトリクス

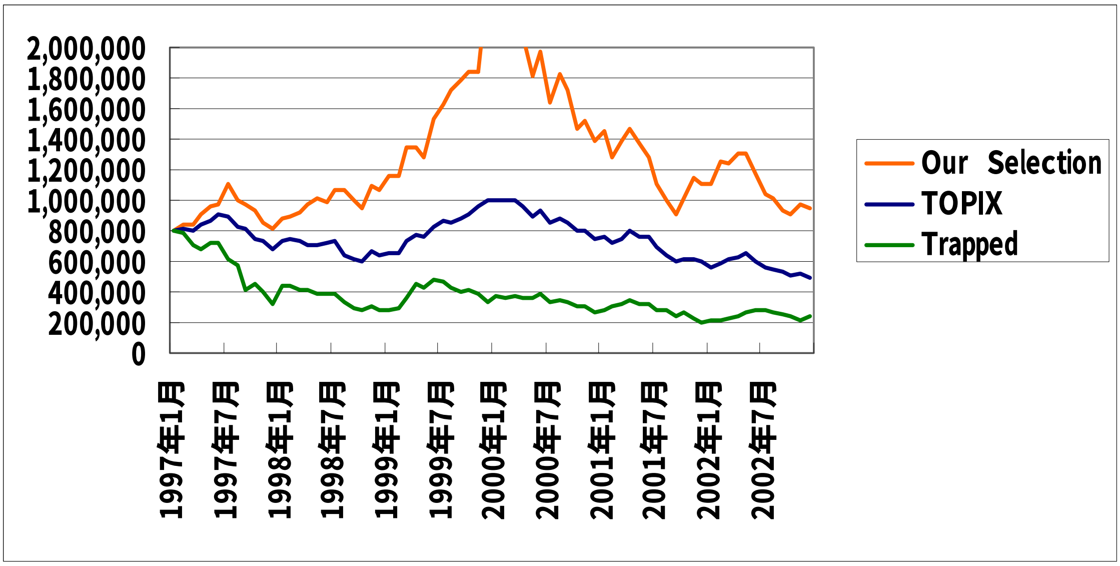


先ほどの企業群とは対照的に、バブル崩壊後「３つの罠」にはまってしまった企業は次の 8 社である。

日本医薬品工業	**コープケミカル**
自動車鋳物	**岡本工作機械製作所**
岡谷電機産業	**ダイヤモンド電機**
ヤマシナ	**黒崎播磨**

今回は、選別基準を満たしている企業 8 社、TOPIX、「罠」にはまってしまった企業 8 社に 10 万円ずつ、80 万円を投資していたら現在まで株価がどのようになっているのかを検証してみた。

表６－１　５年前での投資対象企業のパフォーマンス



上のグラフから見て明らかなように「3 つの罠」を克服している企業は株式市場で評価を受けていることがわかる。現時点では私たちのポートフォリオはあまり良いパフォーマンスを挙げていないが、私たちの選別した企業が２１世紀にこのような評価をうけ第２、第３のソニー・ホンダのような存在となることを願うばかりである。

７．ストックリーグを通じて感じたこと

＜中小規模の企業でも、グローバルプレイヤーは多い＞

今回の日経ＳＴＯＣＫリーグを通じて、数多くの企業について分析する機会を得た。そして、そのような分析対象企業の中で、数多くの企業がオンリーワン技術を武器に世界の企業と戦っていることを知った。もし日経ＳＴＯＣＫリーグに参加しなかったならば、ソニーやトヨタといったいわゆる大企業のモデルだけを分析することに終始してしまい、規模は小さいながらも優良な企業に目を向けることはなかっただろう。そのような意味で、このような機会を得させてくれた日経ＳＴＯＣＫリーグに感謝したい。

愛知県・静岡県・群馬県と、今回投資対象企業に挙げた企業には総じて地方に根ざした企業が多かった。東京への１極集中が進んで久しいが、それにも関わらず、地方の優良企業が多いことが今回のレポート作成までの調査で判明した。愛知県出身のチームメンバー・大野は自分の出身地に優れた企業が多いことに非常にわくわくしながら調査を進めることができた。

今回の企業群の中から、将来的にソニー・ホンダの様に規模も大きく、日本の顔となる企業が出てきてくれればこれ以上嬉しいことはない。

＜産業の空洞化問題＞

内需だけでは国内企業が高い収益性を維持するのは困難であり、その為に企業のグローバル展開がバブル崩壊後は重要となったことはレポート中でも書いた。多くの企業が生産工場を中国・東南アジア・東ヨーロッパに移し、低コスト化による製品競争力を高めようとしている。つまり、国際的な分業体制が確立しようとしているのだ。今日本で出回っている家電製品の大部分が、外国製であることは好例であろう。企業の海外生産拠点の進出は、その競争力の維持の為には必要不可欠なものである。

しかし、企業の海外展開にはある種のリスクも伴う。そのリスクとは、日本国内の雇用の喪失である。企業事態の競争力は海外展開によって維持されるかもしれないが、それによって国内の雇用事態が脅かされてしまう。今回のレポートでは、日本企業がグローバル展開する必要性を書いたが、それは日本経済の活力を奪うことになるのかもしれない。研究開発のみは国内に留まるという意見が多いが、それだけでは日本の雇用は支えきれないだろう。どうすればいいのかは今後の課題としたいが、企業のみならず、日本人自体のグローバル展開が求められる時代になってきているのかもしれない。

＜株式投資を通して＞

今回、日経ストックリーグの株式投資を通して、バーチャル投資とはいえ、株式市場の息づかいを少しながらも感じることができた。これまで様々な企業分析を行ってきたが、株式市場に視点を置いて企業を分析したのは初めてだったので、学ぶことが非常に多かった。時代とともに企業に求められることが変化し、それに対応していくことができた企業が株式市場において価値を創造する。そうかと思えば、先日ノーベル賞を受賞した田中氏の所属する島津製作所のように、メディアの力を通して、一時的にとはいえ大きく株価を伸ばした企業もある。

株式市場を学べば学ぶほど、その複雑さ・容易ならざる様を感じた。それとともに、株式市場が企業にとって重要な１要素であることも強く実感した。

＜最後に＞

今回の日経ＳＴＯＣＫリーグ参加に当って、私達加賀谷ゼミは幸運にも取材の対象に選ばれました。取材を受けているという緊張感もあって、ここまで非常に意欲的に調査を進めることができました。毎月多い時には 3～4 回も、わざわざ遠い国立にまで取材に来ていただいたクルーの方々に感謝いたします。

また最後に、お忙しい中いつも私達にアドバイスをしてくれた加賀谷先生にも感謝します。先生の厳しくも暖かいアドバイスが無ければここまでのレポートは書けなかったと思います。本当にありがとうございました。