

温故知新

ポートフォリオ

～組み込め日本の伝統と革新～

SL400508

早稲田大学 3年

リーダー：財前 崇

メンバー：藤原 摂

：長船 互宏

指導教官：荒木 一法 助教授

銘柄一覧

企業名	取得金額	企業名	取得金額
キッコーマン	¥ 395,125	セイコー	¥ 296,400
武田薬品工業	¥ 394,800	村田製作所	¥ 293,750
石塚硝子	¥ 197,912	京都銀行	¥ 247,380
戸田工業	¥ 197,881	東映	¥ 197,784
鹿島建設	¥ 247,092	ローム	¥ 242,060
石川島播磨重工業	¥ 296,868	まんだらけ	¥ 193,900
新日本製鐵	¥ 346,290	フューチャーベンチャーキャピタル	¥ 132,000
かどや製油	¥ 147,740	トヨタ自動車	¥ 197,400
伊藤忠商事	¥ 296,758	ドン・キホーテ	¥ 194,040
島津製作所	¥ 197,658	吉本興業	¥ 197,470

目次

1. はじめに

2. テーマ設定

3. 企業選定プロセス

● 江戸創業企業の選定プロセス

STEP 1 : 江戸時代に創業した企業のリストアップ

STEP 2 : 業種分類

STEP 3 : 企業選定

● “ベンチャー黎明期”創業企業の選定プロセス

STEP 1 : “ベンチャー黎明期”の定義と選定コンセプト決定

➤ 世界へはばたけ日本企業

➤ ベンチャー発信基地京都

STEP 2 : コンセプトに基づいた企業選定

4. 自由獲得枠

5. ポートフォリオの運用結果

6. ストックリーグを通して学んだこと

7. 謝辞

8. 参考資料

1 . はじめに

我々3人は、通学に営団地下鉄の早稲田駅を利用している。そこに、今回の投資テーマのヒントがあった。2003年は江戸開府400周年で、江戸東京博物館が大々的にポスターを貼り出していたのである。歴史好きの我々は、授業の合間に博物館を訪れていた。その数日後、投資銘柄の選定にあたり話し合いをしていると、「江戸開府400周年」にちなんでテーマを設定できないだろうか？ということになった。そこで我々がまず考えたのは、「江戸時代から創業していて、株式上場している老舗企業はあるのだろうか？」ということだった。調べてみると、江戸時代に創業した上場企業は24社あった。我々は、日本の伝統を築き、数百年の間成長し続けてきた企業に、これからもその伝統を守りつつ日本を引っ張って行って欲しいと思った。

しかし、その24社の中からポートフォリオを組んだのでは、業界に偏りがあり、リスク分散という点で不十分である。そこでさらに、我々は江戸時代以降に創業した上場企業も選ぶことにした。ここで我々がキーワードにしたのは、かの有名な経済学者であるケインズも言っていたように「アニマルスピリッツ」である。江戸創業の企業は、長年培ってきた資本・技術・経営能力があり、安定性において日本を代表する企業であると考えられる。それとは逆に、混迷を極めた時代に生まれ、新たな分野・事業に踏み出し、厳しい競争に勝ち抜いてきた企業には、他とは異なる独自のアニマルスピリッツ＝「革新性」が備わっているといえるのではないかと我々は考えた。明治維新・戦中戦後のような、いわば企業競争の戦国時代ともいえる“ベンチャー黎明期”(後に定義)に生まれ、力強く突き進み、日本に新たな革新を生み出してきた企業にも、是非とも投資したいと感じた。

こうして、我々の日経 Stock League は、「自分たちのポートフォリオに日本の伝統と革新を組み込もう！」という考えで始まった。

2 . テーマ設定

まず、我々は投資対象の企業を創業時期で大きく二つに分類した。一方は江戸創業の企業、他方は明治期以降の“ベンチャー黎明期”に創業した企業である。前者は安定性を持った企業、後者は革新性を持った企業である。これにより、ポートフォリオ全体としてリスク分散を果たせると考えた。また、安定性と革新性は、我々に株式を長期保有するインセンティブを与えてくれる。

江戸創業で上場している企業は24社あるが、調べてみると同じ業種の企業が多く見られた。そこで、リスク分散のためにも、幅広い業種から企業を選択することにした。

明治以降に創業した企業に関しては、それらをまず三つの“ベンチャー黎明期”に分けた。“ベンチャー黎明期”には様々な定義がなされているが、我々は、特に混乱を極めていた明治維新・戦中戦後・平成の三つの時期に分けた。これらの激動期に台頭し、時代の荒波に揉まれ、今なお存在する勝者たちは、アニマルスピリッツを持つ企業とすることができるのではないだろうか。彼らの革新性は我々の投資意欲を駆り立てるのに十分であった。

銘柄数については、分散投資効果によるアンシステムティックリスクの減少を期待し、できるだけ多くの銘柄を必要とした。つまり、規定の上限である20銘柄を選定することにした。

3. 企業選定プロセス

● 江戸時代に創業した企業の選定プロセス

STEP 1：江戸時代に創業した企業のリストアップ

我々はまず、「老舗企業の研究 / 横澤利昌 編著」をもとに、江戸時代に創業し、現在上場している企業をリストアップした。その結果以下の 24 社に絞られた。

表 1：江戸創業の上場企業

西暦	年号	企業名	業種	西暦	年号	企業名	業種
1611年	慶長16年	松坂屋	百貨店	1765年	明和2年	エスエス製薬	医薬品
1615年	元和元年	丸榮	百貨店	1781年	天明元年	武田薬品工業	医薬品
1630年	寛永7年	キッコーマン	食品	1819年	文政2年	石塚硝子	窯業
1653年	承応2年	小津産業	商社	1831年	天保2年	高島屋	百貨店
1656年	明暦2年	三和銀行	銀行	1832年	天保3年	長瀬産業	商社
1662年	寛文2年	東急百貨店	百貨店	1840年	天保11年	鹿島建設	建設
1666年	寛文6年	ユアサ商事	商社	1845年	弘化2年	日本紙パルプ商事	商社
1669年	寛文9年	岡谷鋼機	商社	1853年	嘉永6年	石川島播磨重工業	造船・重機械
1673年	延宝元年	三越	百貨店	1858年	安政5年	伊藤忠商事	商社
1678年	延宝6年	田辺製薬	医薬品	1858年	安政4年	丸紅	商社
1691年	元禄4年	住友林業	建設	1858年	安政5年	かどや製油	食品
1717年	享保2年	小野薬品工業	医薬品	1861年	文久元年	蝶理	商社

STEP 2：業種分類

次に、その 24 社を業種別に分類した。以下がその業種別分類表である。

表 2：江戸創業の上場企業（業種別分類）

西暦	年号	企業名	業種	西暦	年号	企業名	業種
1656年	明暦2年	三和銀行	銀行	1853年	嘉永6年	石川島播磨重工業	造船・重機械
1858年	安政5年	かどや製油	食品	1611年	慶長16年	松坂屋	百貨店
1630年	寛永7年	キッコーマン	食品	1615年	元和元年	丸榮	百貨店
1653年	承応2年	小津産業	商社	1662年	寛文2年	東急百貨店	百貨店
1666年	寛文6年	ユアサ商事	商社	1673年	延宝元年	三越	百貨店
1669年	寛文9年	岡谷鋼機	商社	1831年	天保2年	高島屋	百貨店
1832年	天保3年	長瀬産業	商社	1678年	延宝6年	田辺製薬	医薬品

1845年	弘化2年	日本紙バルブ商事	商社	1717年	享保2年	小野薬品工業	医薬品
1858年	安政5年	伊藤忠商事	商社	1765年	明和2年	エスエス製薬	医薬品
1858年	安政4年	丸紅	商社	1781年	天明元年	武田薬品工業	医薬品
1861年	文久元年	蝶理	商社	1840年	天保11年	鹿島建設	建設
1819年	文政2年	石塚硝子	窯業	1691年	元禄4年	住友林業	建設

STEP 3：企業選定

同業種内に二社以上存在した場合は、日経優良企業ランキングをもとに決定。

表3：江戸創業企業からの採用企業

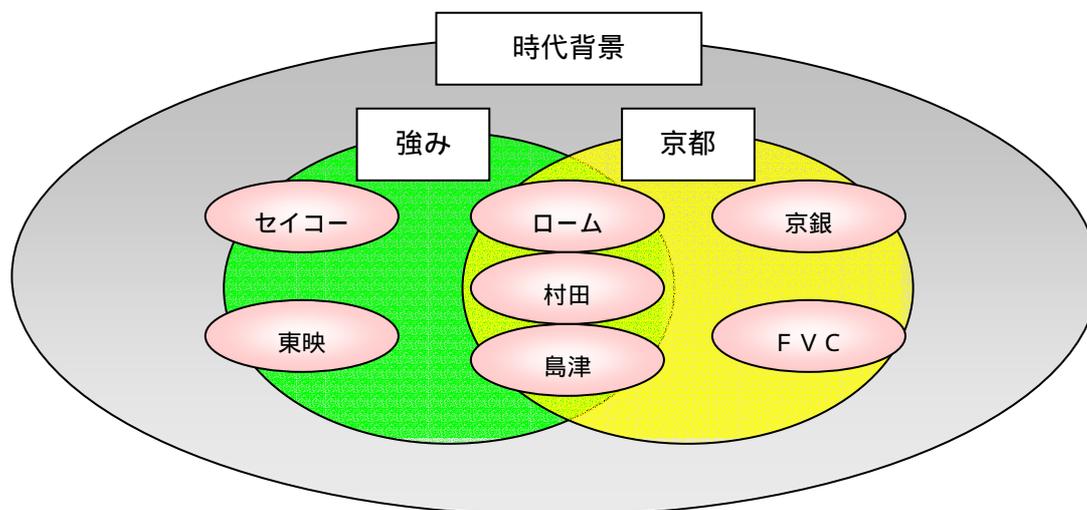
業種	企業名	化学	戸田工業
食品	キッコーマン	建設	鹿島建設
食品	かどや製油	造船・重機械	石川島播磨重工業
医薬品	武田薬品工業	鉄鋼	新日本製鉄
窯業	石塚硝子	商業	伊藤忠商事

採用企業の紹介

キッコーマン	醤油最大手でシェア約3割。最高の品質を提供しようと努力。品質への強いこだわりと時代の変化に対応する革新性を、新たな食品・酒類事業においても貫き通している。さらに、「食」と「健康」という分野へバイオテクノロジーを柱に進出している。既存事業で顧客を満足させ続けるとともに、新たな事業への取り組みも疎かにしていない。
かどや製油	ごま油首位。瀬戸内海にうかぶ小豆島で創業。無借金経営。科学的な精製を一切行わない製法により、伝統である「手造り」の味を守り続けている。製品は効率より品質を重視した生産ラインにより造られている。株主優待制度でごま油の詰合せをもらえる。
武田薬品工業	「優れた医薬品の創出を通じて人々の健康と医療の未来に貢献する」という経営理念のもと、国内製薬トップ、ゲノム研究でも業界をリード。独創的な医薬品は、世界100ヶ国以上で販売されている。
石塚硝子	製瓶・ガラス食器の大手。「革新と創造に満ちた持続的発展を続け、社会に貢献する」という経営理念を掲げ、紙容器・プラスチックに多角化。PETボトル増産、ファインセラミックスも。「一方でガラスを究め、他方でガラスを超えよ」を経営ビジョンに飛躍をはかっている。
戸田工業	酸化鉄専業首位。酸化鉄を中核として、VTRテープ用磁性粉末材料、フェライト材料、プリンタ・コピー用トナー各種着色材料の三つの分野で事業展開。「素材を通じて、情報と環境、エネルギーを支えるソリューションを提供する」

	方針。
鹿島建設	業界大手。超高層・耐震・原発など技術に強み。経営理念は「全社一体となつて、科学的合理主義と人道主義に基づく創造的な進歩と発展を図り、社業の発展を通じて社会に貢献する」。汐留地区開発・東京湾アクアラインなど。
石川島播磨重工業	総合重機大手。航空宇宙は民間ジェットエンジンで首位。「技術をもって社会の発展に貢献する」ことを経営理念としている。H-2A ロケットエンジン・超大型旅客機用ジェットエンジンなど。
新日本製鐵	粗鋼生産世界2位。高品質な鉄鋼の安定供給により日本製造業の競争力を強化し、日本経済の高度化にも大きな役割を果たしてきた日本鉄鋼業界のリーディング・カンパニー。鉄づくりを通じて培ってきた総合技術力と多様な経営資源をベースに、独自の技術力をもって果敢な事業展開を行っている。
伊藤忠商事	総合商社大手。繊維は断トツ。米国法人は商社中で最強。圧倒的な強さを誇る繊維・食料を中心とした「生活消費関連」分野を中心として、中国ビジネス、情報産業・メディア、ソリューション、資源関連などを含めて強化している。

- “ベンチャー黎明期” 創業企業の選定プロセス



STEP 1 : “ベンチャー黎明期” の定義と選定コンセプトの決定

我々は、江戸創業の企業に求めた安定性とは対照的なアニマルスピリッツを強みとして持つ企業をポートフォリオに組み込み、本当の意味でのリスク分散を達成したいと考えた。ここで我々は一つの疑問にぶつかった。果たして本当の意味でのアニマルスピリッツとは何であろうかという疑問である。我々は真のアニマルスピリッツを持つ企業とは、以下の条件を満たす企業であると考える。

- 不確実性に満ちた混沌とした時代に生まれ、時代の荒波にもまれながらも、変化に適応し、成長を遂げてきた企業

そこで、我々は、不確実性に満ちた混沌とした時代を便宜上「明治維新」「戦中戦後」「バブル崩壊後」の三つに分け、真のアニマルスピリッツを持つ企業が多く生まれた“ベンチャー黎明期”と定義し、その期間に創業した企業を選定対象とした。ちなみに、我々は“ベンチャー黎明期”の詳細な年代を以下に設定した。

明治維新：1868年～1889年

戦中戦後：1942年～1955年

バブル崩壊後：1990年～現在迄

しかし、“ベンチャー黎明期”に創業した企業は数多く存在したため、二つのコンセプトのもとで、投資先企業を絞り込むことにした。

- 世界へはばたけ日本企業
- ベンチャー発信基地京都

STEP 2 : コンセプトに基づいた企業選定

- **世界へはばたけ日本企業**

ベンチャー黎明期創業の企業選定を行う上での第一コンセプトは世界規模での競争優位性である。まず、日本の高度経済成長期を支えたのは日本のもの作り、すなわち技術力の高さである。しかし、如何なる大企業といえども、当初は小規模なベンチャー企業であり、多くの他ベンチャー企業との競争に打ち勝つことで、世界規模での競争優位性を獲得するに至ったのである。また、文化面でも、近年海外では日本のアニメーションはジャパンアニメーションと呼ばれるほど評価が高く、日本文化の輸出に期待がもたれる。

前者のような企業としては、村田製作所、ローム、島津製作所、セイコーなどが挙げられる。そして後者の企業として東映を選んだ。

- **ベンチャー発信基地京都**

第二コンセプトとして、京都という地域に着目した。江戸との比較としての京都としてだけではなく、京都は多くのベンチャーが育ってきた土壌であり、例えば京セラ、任天堂、オムロン、日本電産など挙げればきりが無い。また、最近では産学官共同でのベンチャー発信基地として注目を集めている。以上のような点から我々は村田製作所、ローム、島津製作所を選んだ。更に、過去のベンチャー企業創業の支援に大きく関与していた京都銀行、また、今後のベンチャー育成を担う金融機関としてフューチャーベンチャーキャピタル（FVC）を投資先として選定した。

表4：ベンチャー黎明期創業企業からの採用企業

業種	企業名	創業時期	電気機器	村田製作所	戦中(1944)
精密機械	島津製作所	明治(1875)	電気機器	ローム	戦後(1954)
精密機械	セイコー	明治(1881)	情報・通信	東映	戦後(1949)
銀行	京都銀行	明治(1884)	その他金融	FVC	平成(1998)

採用企業の紹介

島津製作所	総合精密機器メーカーで、明治時代から理化学装置などサイエンスに必要なツールを製造している。医療用の計測機器に強みがあり、バイオテクノロジーが医療の発展を支える中、急成長している。
セイコー	初の国産腕時計や、世界初のクォーツ時計を発売するなど、画期的な商品を世に送り出してきた企業。現在、時計部門は子会社であるセイコーウォッチ株式会社として立て直し中だが、業績の回復に合わせて株価も上昇基調である。
京都銀行	近畿のリーディングバンクであり、自己資本比率 12.71% を維持する優良地銀。2003年10月には「ベンチャー企業支援室」を設置するなど、ベンチャー企業育成にも力を入れている。ベンチャー発信基地京都を支える屋台骨的な銀行。

村田製作所	<p>電子部品用セラミックコンデンサで世界トップシェアを誇る。早くから海外で主力製品の生産・販売を展開しており、海外売上高比率は6割を超える。技術大国日本の技術力の高さを示す代表企業。今後エレクトロニクス社会が発展する上で、村田製作所が作るレベルの高い電子部品は必要不可欠である。</p>
東映	<p>邦画大手で、テレビにも強みを持つ。宮崎アニメも含む、多くのアニメ映画を配給している。今後ジャパニメーションが世界展開する上で更なる進化を遂げるのではないかと？</p>
ローム	<p>特注システム LSI で世界トップ。世界最高水準の技術力に加えて、カスタム指向で顧客のニーズに柔軟に対応する。村田製作所と共に今後のエレクトロニクス社会を担うキープレイヤー。</p>
フューチャーベンチャーキャピタル	<p>京都地盤の独立系ベンチャーキャピタル。関東のベンチャー企業にも投資しているが近畿周辺が中心。京都銀行と共にベンチャー発信基地京都を支える金融機関。</p>

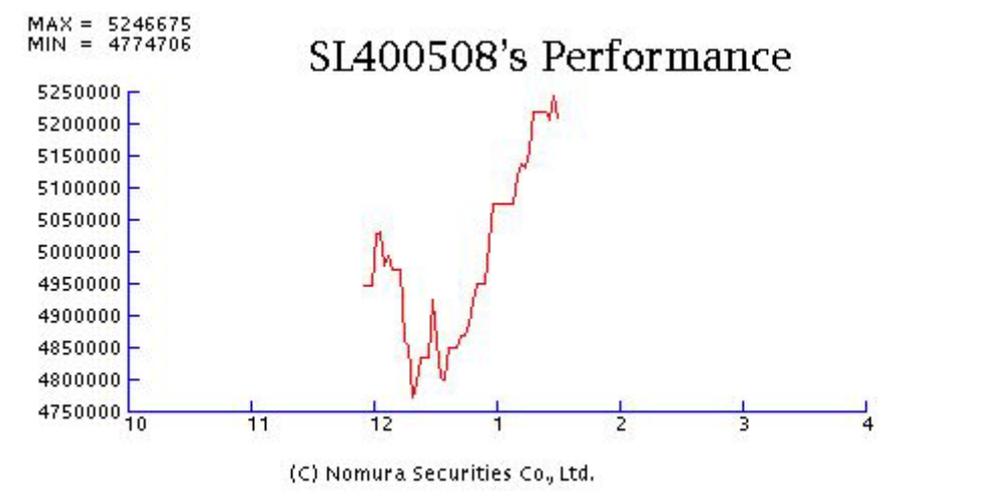
4. 自由獲得枠

ここまで、ポートフォリオに組みこんできた銘柄数は16である。安定性と革新性をキーワードに、創業時期別に企業の選定を行ってきた。しかし、ここではその創業時期別という制約をなくし、我々三人が自由に銘柄を選べることとした。しかし、ただ単純に企業選定を行うのではなく、「日本らしさ」に注目して、企業の選別を行った。

自由獲得枠の企業

トヨタ自動車	経常利益1兆円目前。誰もが認める日本一の自動車メーカー。早くから「カンバン方式」や「カイゼン」など斬新な経営方針を打ち出し、常に危機感を持って成長する優良企業。モノ作り大国日本を象徴し、日本らしさ・日本の強みにベストマッチする企業である。この銘柄を選ばない理由はない。いつかビッグスリーを追い抜き、日本一から世界一に踊り出て欲しい。
ドン・キホーテ	足の踏み場が無くなるほどの商品が山積みされる店内で、客が宝探し感覚で買い物をする「時間消費型」のディスカウントストア。長引く不況でスーパーマーケットの業績は下落傾向にあるが、継続して売上を伸ばし続けている。昨今の消費者行動を的確に捉えた先見性のある企業。小売業において新たな Japanese standard になる可能性もある。日本人の購買意欲を掘り起こし、日本再生の英雄になれるか？ドン・キホーテ。
まんだらけ	漫画の古書店。他にもアニメやグッズも取り扱うユニークな経営で、根強い人気を誇る。日本の強みと言え、自動車など製造業ばかりが注目されるが、漫画・アニメも世界から高い評価を受けている。急速にデジタル化が進む今日、将来有望な輸出コンテンツ事業である。日本文化を育てるという点でも、今後の企業活動に注目したい。
吉本興業	1912年創業、寄席経営を始める。大正期に吉本の基礎を確立。戦時中には、戦地慰問団「わらわし隊」が北京へ。戦禍により大損害を被るが劇場興行を続ける。1961年に東証上場。1990年代に入ると、国内に留まらず海外公演も開催。現在お笑い業界ではダントツのトップ。漫才という娯楽を日本に広め、昨今のお笑いブームの牽引役である。是非とも、日本のお笑いを世界中で親しまれるものにして欲しい。日本のイメージを「サムライ」から「オワライ」に変えるくらいの活躍を期待して、この銘柄を選んだ。

5. ポートフォリオの運用結果



初めは運用結果が芳しくなく、ストックリーグでの順位も低迷していた。しかし、年明けとともにパフォーマンスが良くなっていき、順位も平均を超すようになった。当初は、革新性をテーマに購入した銘柄の株価が下落していたが、今では順調な株価の推移を見せている。一方、老舗企業は安定した値動きをし続けている。両者のパフォーマンスの良さが、そのままポートフォリオ全体の良いパフォーマンスにつながっているようだ。我々のテーマである、「安定と革新をポートフォリオに組み込む」ことが達成できたのではないだろうか。今後も経過を見守りたい。

6. ストックリーグを通して学んだこと

今回の日経スカラーリーグの参加を通じ、多くの老舗企業が現代もなお高いパフォーマンスを示している事を学んだ。特に武田薬品工業は2003年の日経優良企業ランキングで1位を獲得するなど、近年においてもその成長は目覚ましい。財務分析(補足)を通じて、「古い企業 = 安定している」という我々が想像していた方程式が簡単に成り立つほど、現実には甘くはなかったが、操業期間が400年近い企業には何か只ならぬパワーを感じた。

それと同時に老舗企業の多くが株式を上場していない事実を併せて知った。このことは、伝統の維持と上場することが半ばトレードオフの関係になっていることを物語っているのかもしれない。それは、株式に投資する投資家が、利益を至上命題にしていることに起因すると思われる。株式運用を通じ、日本人の文化や伝統を守っていく老舗企業のような地域に密着した企業を育てていき、将来的に大きな利益へと結びつける、そのような視点が今、個人投資家には求められているのかもしれない。我々が“ベンチャー黎明期”と定義した時代に創業し、今や日本の産業の牽引役となっているような高い技術力を持つ企業も

初めは、皆小規模なベンチャー企業だったのである。

7. 謝辞

今回ストックリーグに参加し、レポートを作成するにあたって、我々ゼミの指導教授である荒木一法先生には、的確なアドバイスと、学生の自主性を重んじたご指導をいただきました。この場を借りて、厚く御礼申し上げます。

8. 参考資料

(1) 書籍

- 『老舗企業の研究』 横澤利昌 生産性出版 2000年
- 『企業分析(増補版)』 山口孝 他 白桃書房 1996年
- 『企業分析入門』 K.G.パレプ他 東京大学出版会 1999年
- 『経営分析の考え方・すすめ方 第2版』 渋谷武夫 中央経済社 1994年
- 『有力企業の社会貢献度 2000』 朝日新聞文化財団「企業の社会貢献度調査」委員会 2000年
- 『ベンチャービジネスのファイナンス』 田中譲 太平印刷社 1997年
- 『日経経営指標 2003』 日本経済新聞社 2003年
- 『日経経営指標 2004』 日本経済新聞社 2004年

(2) ホームページ

Yahoo ファイナンス

<http://quote.yahoo.co.jp/>

日経優良企業ランキング 2003

<http://company.nikkei.co.jp/special/sp003/>