京都式企業の可能性
～古都に潜む底力～

コード	銘柄名	投資比率	取得金額	取得株数
6146	ディスコ	5.98%	298,972	164
6594	日本電産	5.72%	285,820	62
6645	オムロン	5.72%	286,020	227
6773	パイオニア	5.18%	258,795	1,215
6856	堀場製作所	5.73%	286,560	199
6857	アドバンテスト	6.86%	342,792	276
6861	キーエンス	4.76%	238,050	15
6869	シスメックス	5.71%	285,600	84
6963	ローム	5.67%	283,500	63
6965	浜松ホトニクス	6.66%	333,126	186
6971	京セラ	5.72%	286,080	48
6981	村田製作所	5.68%	283,800	86
6996	ニチコン	5.73%	286,512	564
7701	島津製作所	5.73%	286,650	450
7733	オリンパス	4.85%	242,292	122
7735	大日本スクリーン製造	5.74%	286,935	1,739
7974	任天堂	5.32%	265,860	9
	合計	96.75%	4,837,364	
	cash	2.24%	111,859	
	手数料	1.02%	50,777	

ID 番号：SL901612
大学名：同志社大学 3 年生
リーダー：林裕基
メンバー：北山隆史
後藤洋揮
海平和
岡田友記
担当教官：新関三希代教授

第１章　はじめに

第２章　京都企業の優位性

　第１節　京都企業の特徴

　第２節　京都企業の企業力分析

　第３節　株価分析

第３章　スクリーニング

　第１節　京都式企業の特徴となる指標の抽出

　第２節　株価と指標の実証分析

　第３節　京都式指標の決定

　第４節　定量スクリーニング

　第５節　定性スクリーニング

第４章　投資配分決定

第５章　京都企業のヒアリング調査

第６章　おわりに

参考文献

第１章　はじめに

「京都は歴史的で保守的な街である。」私達は最初そんなイメージを抱いていた。御所のすぐ横にある大学に通い、京都の歴史を物語る寺社に囲まれ、その伝統や京都の気質を感じながら学生生活を送っているからだ。しかし、現在京都に本社を置く企業を見てみると、伝統産業を営む企業も残る一方で、世界で活躍している企業が多数存在していることに気がついた。保守性と革新性を併せ持つ、新しい京都の魅力がそこにはあった。そこで、私たちは京都企業に注目することにした。

まず手始めに、京都の企業に関する様々な文献を読んだ。それらの先行研究に共通して述べられている点は、京都の企業は他の地域の企業にはない独特の経営方針を見出している、ということだった。そして、その独特の経営を「京様式経営」と定義し、それを行っている京都企業を「京様式企業」と呼んでいた。

そこで私達も、回帰分析を用いて、先行研究にはない新たな視点から京都の企業を調べることにした。そして「京様式」ならぬ、私達オリジナルの「京都式」を定義する。その「京都式」の経営をしている「京都式企業」を全国から探し出し、ポートフォリオを組むことにした。

以下では京都に本社を置く企業を「京都企業」と呼び、私達の定義した「京都式企業」と区別する。

それでは、このレポートの構成を説明する。第 2 章においては、京都式企業でポートフォリオを組むに当たり、まず京都企業が本当に優良企業なのかを検証してみた。同時に、京都企業に見られる特徴や、独特の経営方針も紹介する。そして同規模同業他社と様々な財務指標を用いて比較し、さらに株価の変化を見てみた。第 3 章においては、スクリーニング過程を説明する。スクリーニングは定量スクリーニングと定性スクリーニングの二段階に分けて行った。定量スクリーニングにおいては、まず京都企業に特徴ある財務指標を選び、さらに統計学的に株価に影響を与えるもので行い、各指標を偏差値化しその合計でランキング付けをした。そして定量分析だけでは測ることができない定性的な京都企業の特徴を挙げ、第 2 スクリーニングを行った。その結果上位にランクインした企業を京都式企業として選定した。　第 4 章においては、投資銘柄と投資配分の決め方について説明する。　第 5 章においては、京都企業の方に実際に伺った話について述べ、最後の第 6 章にストックリーグを通じて学んだことを述べる。

第二章　京都企業の優位性

第一節　京都企業の企業力分析

まずは、先行研究が述べるように京都の企業が本当に優良なのか、私たちも検証して

みることにした。オリジナルの京都式企業を探し出し、納得のいく良いポートフォリオを組むためにも、自分達の目で確かめたかった。検証方法は以下のとおりである。

①検証の対象とする企業を選定する。

東京証券取引所に上場している、京都企業 38 社を抽出する。この 38 社の中から、機械、電気機器、精密機器、その他製造の 4 業種に属する企業をさらに抽出する。（これは、京都企業の半数以上が、これら４業種のいずれかに分類できるからである。）さらに、2007 年度決算において売上高が高い順に 10 社を選定する。比較対象のため、全国の同業種企業（471 社）の中から、売上高と従業員数が近い企業、つまり同規模の企業を１０社選定する。以上の方法によって絞られた企業は表の２０社である。

京都企業 10 社	同規模同業他社 10 社
❁ 任天堂(その他製造)	❁ セイコーエプソン
❁ 京セラ(電気機器)	❁ パイオニア
❁ オムロン(電気機器)	❁ OKI 電機
❁ 日本電産(電気機器)	❁ カシオ計算機
❁ 村田製作所()	❁ 安川電機
❁ ローム(電気機器)	❁ ケンウッド
❁ 島津製作所()	❁ ヒロセ電機
❁ 大日本スクリーン()	❁ 船井電機
❁ 堀場製作所	❁ 松下電工
❁ ニチコン	❁ セイコーホールディングス

②企業力を評価する

各企業の財務指標（1989 年～2008 年の年次データ）を用いて「収益性」、「効率性」、「安全性」、「成長性」の 4 つの項目から企業力を測る。具体的には、以下に挙げる 13 個の財務指標の、京都企業 10 社と同規模同業他社 10 社の平均値を比較することにした。

（1）収益性：ＲＯＥ・ＲＯＡ・営業利益率・経常利益率・売上高販売管理比率
（2）効率性：売上債権回転率・棚卸資産回転率
（3）安全性：自己資本比率・流動比率・当座比率・固定比率
（4）成長性：営業利益伸び率・経常利益伸び率

（1）収益性

収益性の中でも特に同業他社１０社よりも良い指標が売上高営業利益率である。その理由として京都企業の 3 つの特徴が挙げられる。

1、管理単位の小さな集団による経営

企業は成長するにしたがって、組織が肥大化してくる。私たちが挙げた京都企業も現在では日本を代表する大企業である。しかし、京都企業は京セラの「アメーバ経営」や村田製作所の「マトリックス経営」と呼ばれる管理単位を細分化した組織的運営を行っ

ている。管理単位を小さくすることは社内の分権化につながり、社員の経営参加意識やモラルを高める。そして何よりもコスト管理の徹底が容易になり、売上にしめるコストの最小化を図り、潤沢な利益を生み出しているのだ。これは、同業他社よりも売上高販売管理費率（光熱費、広告費、減価償却費、人件費など売上に関らず伴う費用）が低いという結果に表れている。

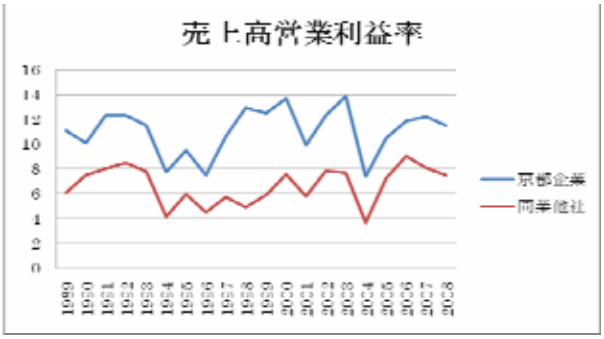
2、系列に属さないオープンな水平分業体制

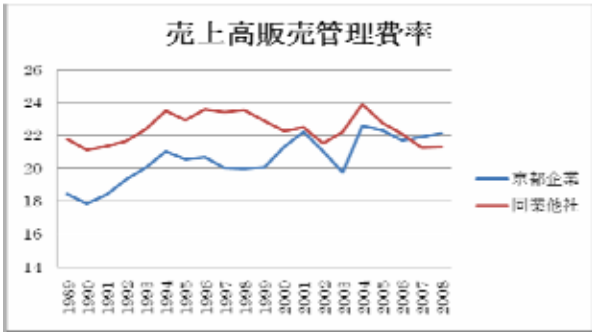
系列取引が中心の日本型経営は製品の製造から販売までを同じ系列企業内で行うクローズな垂直統合体制と言える。しかし京都企業は系列に属すことなくグローバルに多くの企　業と取引関係を持つオープンな水平分業体制をとっている。そうすることで取引の選択肢が広がり、本当に必要な物だけをできる限り安価で手に入れることができる。そのために、これもコスト削減につながり、ひいては収益性の向上に結びついている。

3、事業の特化

京都には都としての誇りが未だ残っており保守的な風土がある。その中で企業活動を行うには既存企業にはないオリジナリティーが求められる。京都企業は事業領域を拡げることなくニッチ市場に事業を特化している。他社の真似できないような差異化戦略をとり、トップシェアを誇り高収益を上げている。

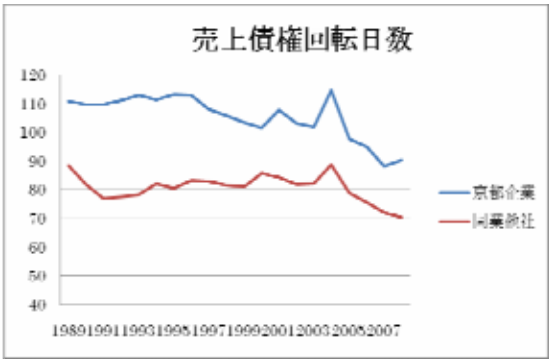
以上の 3 つの特徴から京都企業は収益性が高く、実際に同業他社１０社と比較してもそのことが見られる。

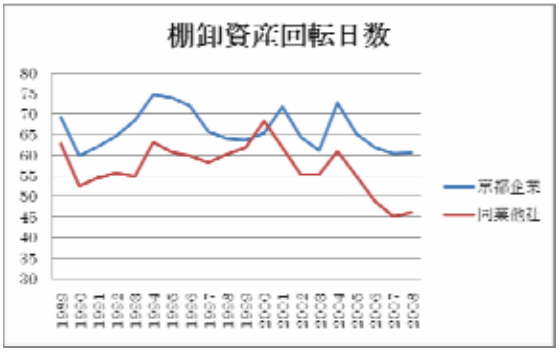




（2）効率性

効率性には売上債権回転率と棚卸資産回転率を採用したが、同業他社と大きな違いはないという結果になった。





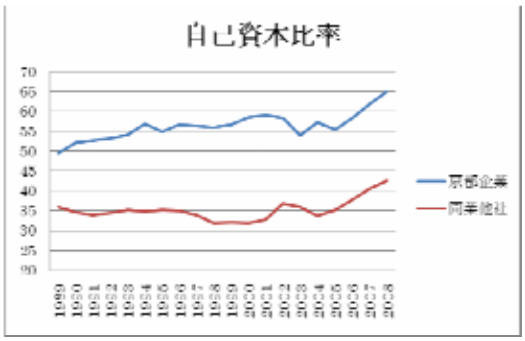
（3）安全性

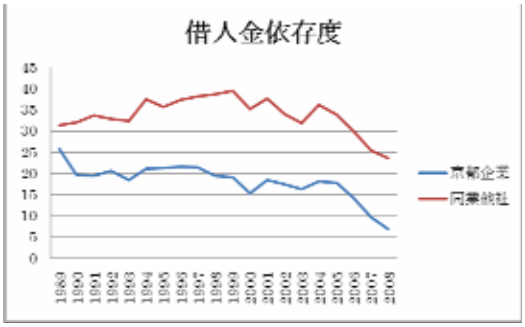
ここで京都企業の特徴を２点あげる。

一つは系列企業から脱却しており、アンチ財閥気質があるということである。京都という土地には元来財閥企業がなく、へちょい銀行しかなかった。メガバンクも存在しなかった。

もう一つは、銀行からの借入に頼らないキャッシュフローを重視した経営をしているということだ。この理由は以下で述べる通りだ。京都企業の多くが技術開発型のベンチャー企業から出発した。企業当時は経営経歴がほとんどないため、銀行側が適格な審査ができず、銀行からの資金調達は困難であった。その結果、借入ではなく自己資本に頼らざるを得なくなった。そのような経緯から、現在でもキャッシュフロー経営が行われているのだ。

これらのことから京都企業は自己資本比率（＝総資産÷自己資本×100）が高く借入金依存度が低いことが考えられるのでこの二つの指標に注目してみた。すると下記のグラフに示すように同業他社よりも約 1.5 倍も自己資本比率が高いということが見て取れる。また借入金依存度においては任天堂のように全く借入を行わない企業もあり、同業他社の 1/2 程の低さである。





（4）成長性

成長性には営業利益率と経常利益率の伸び率を採用した。（1)収益性の１で述べたように京都企業は組織を細分化している。この小さな集団による経営手法はコスト面に利をもたらすだけでなく、市場や技術水準の変化に柔軟に対応できるという利点も考えられる。グラフからは 1991 年～2002 年の「失われた 10 年」と呼ばれる、企業が苦しんだ不況の時代も京都企業は高い伸び率を維持し乗り切っていることがわかる。これは先程述べた、借入に頼らないキャッシュフロー経営を重視していたことが大きく影響しているのではないかと考えられる。

以上のように、効率性の項目を除き、いずれの指標でも同規模同業他社よりも京都企業のほうが良い水準であるということを実証することができた。

今まで紹介した京都企業の特徴の補足としてあと 3 点挙げておく。

1、創業者による強固なリーダーシップによる経営

京都企業は創業者によるトップリーダーシップのもと、明確な企業理念に基づいた経

営を行っており、経営環境の変化にもスピーディーに対応し成長してきた。ＨＰを調べてみると京都企業は 10 社中 6 社で創業者がクローズアップされていることから京都企業は創業者の精神を受け継ぎ、創業者本人にもカリスマ性が伺えた。同業他社は 10 社中 3 社に留まることからもその多さがわかる。

2、成長段階での海外進出

京都企業は自社製品に自信を持っていたが系列取引が主流の日本の大企業には受け入れてもらえなかった。そこで京都企業の創業者たちはオープンな取引をするアメリカのシリコンバレーに早い段階で進出している。そしてアメリカの大企業にその技術を認められることでブランドを確立し、日本での取引を拡大していったという経緯を持つ。現在でも京都企業の海外売上高比率が高いという事実がある。

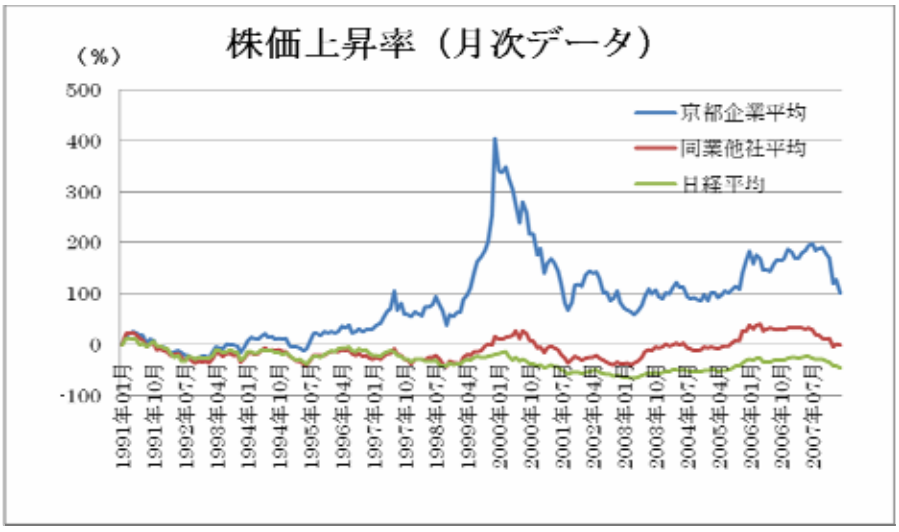
3、従業員の平均年齢が若い

従業員の平均年齢を調べてみると３０歳代である企業が同業他社は３社であるのに対して京都企業は８社にも上るという特徴もあった。

第 3 節　株価の分析

第 2 節では京都企業が優良企業であるということを自分たちで証明してみたが、第 3 節では株価の変化を見てみることにした。1987 年 4 月～2008 年 3 月の月次データを用いて株価の変化率を出した。さらにそのデータを年度ごとに平均値を出したものをその年の株価変化率とし時系列に表した。

成長性には営業利益率と経常利益率の伸び率を採用した。（１）収益性で述べたように京都企業は組織を細分化している。この小さな集団による経営手法はコスト面に利をもたらすだけでなく、市場や技術水準の変化が激しい業種である京都企業にとってはそういった変化に柔軟に対応できるという利点も考えられる。グラフからは 1991 年～2002 年の「失われた 10 年」と呼ばれる日本経済が停滞した時代も京都企業は高い伸び率を維持し乗り切っていることがわかる。



以上私たちは 4 つの項目から京都企業と同規模同業他社を比較してみたが、効率性の

指標を除きすべての指標において京都企業は良いパフォーマンスを示しているということを証明することができた。結果、京都企業は優良企業であると言える。以下に全ての結果を表にまとめたものを掲載しておく。

第 2 節　株価の分析

第 1 節では京都企業が優良企業であるということを自分たちで証明してみたが、第 2 節では株価の変化を見てみる。京都企業の株価の上昇率の１０社平均と同規模同業他社の株価の上昇率の１０社平均を比較してみた。さらに日本経済のトレンドを見るため日経平均もいれた。期間は Yahoo ファイナンスで日経平均が得られる 1991 年 1 月から 2008 年 3 月までとし月次データを用いた。1991 年 1 月時点の株価を 0 としどのようにそれぞれの株価が推移してきたのかを表すのが次のグラフである。

第 3 章　スクリーニング

第 1 節　京都式企業の特徴となる指標の抽出

第 1 節では、京都式企業の特徴となる指標を抽出するべく、京都企業と業種平均の各指標を比較し京都企業の優位である指標を選出した。まず、比較対象として京都企業は、第 2 章と同様の 10 社を対象とし、各指標の平均値をとった。業種平均は東証中分類より機械、電気機器、精密機器、その他製造の 4 業種 485 社の平均を取った。日経 NEEDs 財務データより 186 指標を比較し、その中から優位であった 23 指標を選出した。比較する際、平均値から乖離している異常値は削除した上で、京都企業が優位である指標だけを選出した。

選出指標 23

企業利潤率、売上債権回転日数、売上高原価率、売上高減価償却比率、売上高宣伝広告費比率、売上高設備投資費率、売上高研究開発費比率、内部留保率、ROA、ROIC、労働装備率、手元流動性比率、当座比率、流動比率、自己資本比率、負債比率、借入金依存度、EBITDA、財務レバレッジ、資本的支出、海外売上高比率、CF 対売上高、売上高営業利益率

第 2 節　株価と指標の実証分析

第 1 節で選出した指標と株価の実証分析を行った。私たちの仮定として、京都企業はある共通の特徴を持っており、その特徴が企業価値に対して影響を与えているのではないかと考えた。そこで分析として、企業価値である株価と共通の特徴である指標の回帰

分析を行った。京都企業が共通して優位であった指標を説明変数におき、非説明変数に株価変化率をおいた。説明変数の指標を組合せ、248 回の検定を行った。説明変数の組合せを作成する段階で、構成要素が同じ組合せは省いている。推定方法は EViews を用い、時系列の 1993 年－2008 年の 16 年分の年次データで推定した。説明変数には指標 2 つに加え、毎回トレンドとして日経平均の変化率を入れ、計 3 つとした。以下に推定結果の一部を表として掲載する。

企業利潤率とＲＯＩＣ

KABUKA＝α＋β*NIKKEIAVE＋γ*RIJYUNRITU＋ε*ROIC＋u

KABUKA=株価変化率　NIKKEIAVE=日経平均
RIJYUNRITU=企業利潤率　ROIC=ROIC

検定結果は以下のとおりである。

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.239015	0.150525	-1.587879	0.1383
NIKKEIAVE	1.053037	0.185488	5.677101	0.0001
RIJYUNRITU	-0.054702	0.028378	-1.927663	0.0779
ROIC	0.045435	0.018336	2.477863	0.0291

R-squared	0.780670	Mean dependent var	0.071514
Adjusted R-squared	0.725838	S.D. dependent var	0.216260
S.E. of regression	0.113235	Akaike info criterion	-1.306392
Sum squared resid	0.153865	Schwarz criterion	-1.113245
Log likelihood	14.45113	F-statistic	14.23739
Durbin-Watson stat	1.494862	Prob(F-statistic)	0.000294

$$Y_i = -0.239015 + 1.053037X_i + -0.054702Z_i + 0.045435V_i$$
$$(1.587879)\quad (5.677101)\quad (1.927663)\quad (2.477863)$$

（）内はｔ値の絶対値を示す。

ダービンワトソン比統計量は 1.494862 と 2 に近く、誤差項に系列相関は見られず、修正済み決定係数は 0.725838 と高く、モデルの適合性が高いといえる。ｔ分布表より、ｔ値が 2.365 以上であれば推計パラメータが 0 という帰無仮説が棄却されるため、

NIKEEIAVE と ROIC が KABUKA は優位水準 5%で正の影響を、RIJYUNRITU は優位水準 10%で負の影響をそれぞれ与える。
以上のような検定を 248 回行い、結果として株価に対して説明力のあった指標は以下の 16 個であった。

売上高研究開発費比率、労働装備率、資本的支出、ROIC、売上高設備投資費率、売上高原価率、海外売上高比率、自己資本比率、負債比率、借入金依存度、財務レバレッジ、売上債権回転日数、売上高宣伝広告費比率、手元流動性比率、当座比率、流動比率

第 3 節　京都式指標の決定

第 2 節より、株価に対して説明力のあった指標 16 個を都式企業の指標とすることにした。さらに株価に対して説明力が強い順に順位付けをした。以下の表は今日と式指標であり、補足説明は表の下に記した。

順位	指標	棄却数/総数	加重
1	売上高研究開発費比率	1	9
2	労働装備率	0.818181818	4.5
3	設備投資系※1	0.258741259	3
4	売上高原価率	0.230769231	2.25
4	海外売上高比率	0.230769231	2.25
6	借入系※3	0.136363636	1.5
7	売上債権回転日数	0.076923077	1.285714
7	売上高宣伝広告費比率	0.076923077	1.285714
9	流動系※2	0.062770563	1

棄却数/総数：棄却数とは優位水準１０%以下で棄却された回数
総数とはその指標を説明変数にいれた回数

下の表は指標もつ意味が似たものを 1 つのグループとしてまとめたもの。過度な加重を防ぐためにグループ化した。右の数値は棄却数/総数である。

加重：計算式＝9/順位。第 4 節で定量スクリーニングをする際に、指標に加重をかけるために作成。

※1 設備投資系	資本的支出	0.045454545
	ROIC	0.5
	売上高設備投資比率	0.230769231

※2 流動系	**手元流動性比率**	**0.045454545**
	当座比率	**0.047619048**
	流動比率	**0.095238095**
※3 借入系	**自己資本比率**	**0.181818182**
	負債比率	**0.090909091**
	借入金依存度	**0.227272727**
	財務レバレッジ	**0.045454545**

第４節　定量スクリーニング

私たちは企業を選定する際、定量的な面と定性的な面を考慮することにした。まず定量スクリーニングにより、4 業種 485 社に対してランキングをつけ、上位 100 社に絞ることにした。選定を行うにあったってのデータだが、私たちが選定したい企業として、京都式の要素を持ち、これから伸びてゆくのであろう企業を選定したいと考えたので、指標のデータは 2004 年－2008 年の最近 5 年間を用いた。ランキング方法は以下の通りである。

1） 各指標の偏差値を求める。
偏差値＝(企業の平均－全体の平均)/標準偏差×10-50

2） 偏差値に加重平均を掛ける。
京都式企業の特徴として、株価に対して説明力の強かった指標を重視したいと考えたので、加重を掛けた。加重は第 3 節の表を参照。

3） 加重平均後の各指標の値を加算する。
ただし借入系、売上債権回転日数、売上高宣伝広告費率、売上高原価率に関しては、指標の値が小さい方が私たちの求める企業像として良い値と言えるので、3 つの指標は総合得点から加重後偏差値を減算した。

以上より求めた総合得点の順にランキングをつけた。

順位	**企業名**	**総合得点**	**順位**	**企業名**	**総合得点**
1	**エルピーダメモリ**	**1499.192**	**51**	**小野測器**	**808.5692**
2	**ウインテスト**	**1321.784**	**52**	**リオン**	**807.2122**
3	**アルチザネットワークス**	**1226.484**	**53**	**横河電機**	**806.5245**
4	**リアルビジョン**	**1166.74**	**54**	**パイオニア**	**806.5239**
5	**山水電気**	**1146.623**	**55**	**サクサホールディングス**	**805.0054**
6	**ＮＥＣエレクトロニクス**	**1139.289**	**56**	**アルパイン**	**804.2693**
7	**図研**	**1133.939**	**57**	**ＴＯＡ**	**797.0261**

8	アドバンテスト	1068.438	58	日立マクセル	792.1408
9	浜松ホトニクス	1040.498	59	新立川航空機	791.0969
10	ファナック	1006.53	60	ＩＤＥＣ	790.8862
11	アンリツ	965.259	61	共和電業	789.6454
12	キヤノン	960.9565	62	ＴＤＫ	786.6811
13	アビリット	955.2928	63	理想科学工業	783.4297
14	ローム	937.8055	64	松風	783.2537
15	ディスコ	933.4331	65	東芝	781.1296
16	アライドテレシスホールディング	925.9118	66	ＮＥＣ	781.0975
17	日置電機	914.3815	67	アドテックプラズマテクノロジー	778.606
18	シスメックス	899.5741	68	ディーアンドエムホールディング	774.1874
19	村田製作所	896.2646	69	日立国際電気	773.9865
20	ヒロセ電機	894.5765	70	レオン自動機	773.5191
21	セガサミーホールディングス	890.2637	71	東芝テック	772.6258
22	エー･アンド･デイ	889.5957	72	岩崎通信機	771.0533
23	アイコム	888.0467	73	ＳＭＣ	769.3653
24	日本デジタル研究所	879.2038	74	セイコーエプソン	767.8566
25	ＳＡＮＫＹＯ	858.469	75	日本航空電子工業	766.6419
26	アロカ	856.9894	76	マルマエ	765.9643
27	ソニー	855.0897	77	堀場製作所	765.4699
28	オプテックス	855.009	78	日本金銭機械	764.4756
29	インスペック	854.1468	79	ＭＵＴＯＨホールディングス	764.3899
30	ノーリツ鋼機	850.7235	80	森精機製作所	762.7015
31	デンソー	850.2607	81	サンケン電気	761.4347
32	ユニパルス	849.2767	82	インターアクション	758.201
33	シャープ	848.2744	83	アルプス電気	757.9516
34	平和	842.4503	84	サンクス	757.1899
35	新川	840.2295	85	オリンパス	756.6026
36	新日本無線	836.5735	86	双信電機	756.1018
37	ローランド	836.1106	87	エンプラス	755.9559
38	アイフィスジャパン	829.9837	88	リコー	755.3524
39	日立製作所	828.9054	89	キーエンス	754.6192
40	東京エレクトロン	828.5019	90	不二電機工業	753.0023

41	**テルモ**	**827.562**	**91**	**ユニデン**	**752.6203**
42	**朝日インテック**	**824.8389**	**92**	**オーイズミ**	**750.5977**
43	**松下電器産業**	**823.0964**	**93**	**ミヤチテクノス**	**748.9178**
44	**コニカミノルタホールディングス**	**819.9338**	**94**	**日立メディコ**	**748.6659**
45	**トプコン**	**817.6662**	**95**	**石井鉄工所**	**748.3118**
46	**オムロン**	**815.0296**	**96**	**グローリー**	**747.5443**
47	**廣済堂**	**812.3892**	**97**	**島精機製作所**	**746.3078**
48	**パルステック工業**	**812.2141**	**98**	**ブラザー工業**	**745.0745**
49	**東京精密**	**811.9155**	**99**	**マブチモーター**	**742.2829**
50	**ローランド ディー. ジー.**	**809.1068**	**100**	**大日本スクリーン製造**	**740.7428**

第 5 節　定性スクリーニング

第 2 章でも述べた通り、京都式企業は創業者の強固なリーダーシップなど、定量的に分析できない特徴を多く持っている。そこで私たちは定量スクリーニングで絞った 100 社に対して定性スクリーニングを行うことにした。
定性スクリーニングの項目は年齢、財閥、創業者、特許という４つのキーワードを元に作成した。

1）年齢

第 2 章での比較検証で、他企業が平均年齢 40 代であった中、京都企業は平均年齢 30 代であったので、京都式企業の特徴として平均年齢を 30 代の企業とすることとした。

2）財閥

京都企業は水平分業を行っているので、財閥型は適さないと考えた。よって財閥の有無を項目として加え、財閥に属している企業は除いた。

3）創業者

京都企業の特徴として強固なリーダーシップが挙げられるが、これを客観的に表すものとして考えた結果、創業者を自社 HP でクローズアップしている、またはオーナー企業であるということを、リーダーシップを表す項目とした。オーナー企業の基準に関してだが、大株主に創業者一族の名前が記載されていることとした。

4）特許

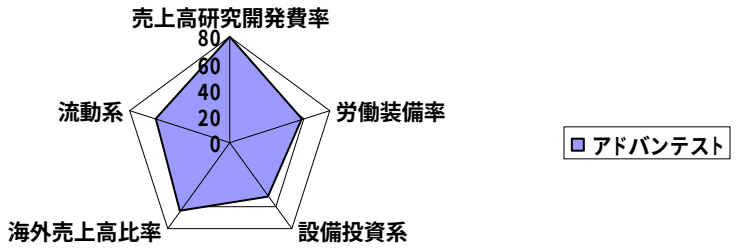
京都企業はニッチ産業であり研究開発費も多いので、特許数も多いと考えた。実際京都企業の平均特許数は過去５年間、他の企業に比べ高い特許数を誇っていた。そこで経済産業省特許庁に特許の出願人が企業名の登録済み特許数を調べた。[経済産業省特許庁]特許数の基準として、京都企業売上高ＴＯＰ10 社の最低特許数が堀場製作所の 398 であったので、398 以上の特許数を持つ企業を選定した。

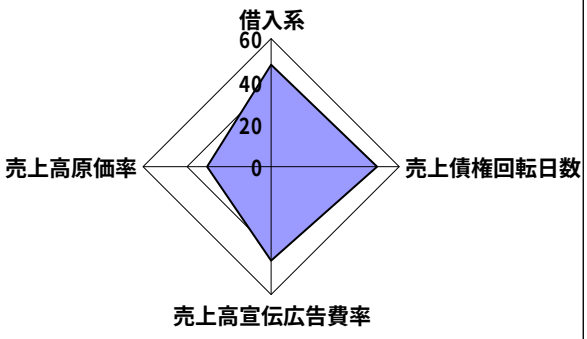
以上の定性スクリーニングを行った結果、100 社から 7 社に絞られた。（京都企業は除外）

順位	企業名	所属	特色	本社所在地
1	アドバンテスト	一部	半導体試験装置で世界首位、ＤＲＡＭ向け圧倒的。富士通系。０８年度から期初業績予想非開示	東京
2	浜松ホトニクス	一部	光検出器関連で高技術。光電子増倍管で世界シェア６５％。医用など高性能品多数。開発型企業	静岡
3	ディスコ	一部	半導体、電子部品向け切断･研削･研磨装置で世界首位。装置と消耗品のダイヤ砥石が２本柱	東京
4	シスメックス	一部	検体検査用機器･試薬で高シェア。全世界的に展開、ライフサイエンス分野の研究開発強化	兵庫
5	パイオニア	一部	ＡＶ中堅でカー音響･ナビが柱。プラズマテレビの再建が課題。シャープと業務･資本提携	東京
6	オリンパス	一部	世界シェア７割の内視鏡が稼ぎ頭。０５年の構造改革でデジカメも黒字体質に。子会社にＩＴＸ	東京
7	キーエンス	一部	ＦＡセンサーなど検出･計測制御機器や試験研究機器を展開。直販と開発力に強み。生産は外注	大阪

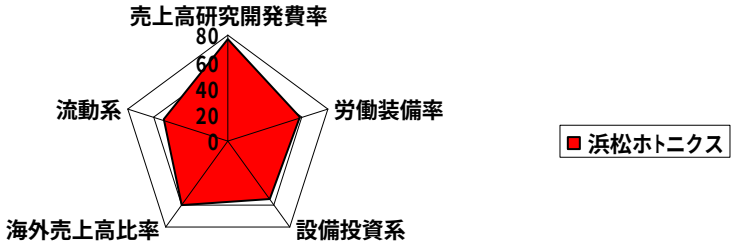
以下のレーダーグラフは、各企業の指標の偏差値である。グラフを二つに区別しているが、理由は五角形グラフが値が高い方、ひし形グラフは値が低い方が良い数値であると考えているからである。

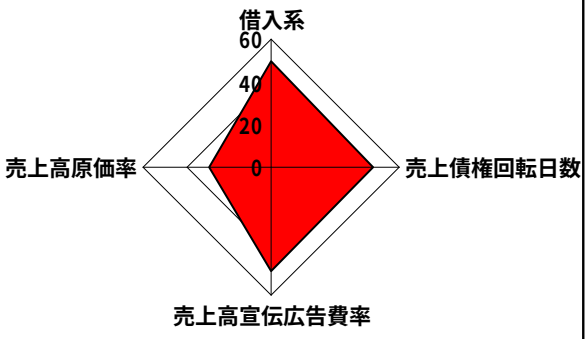
アドバンテスト



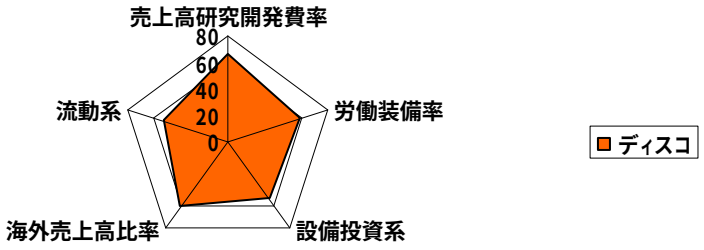


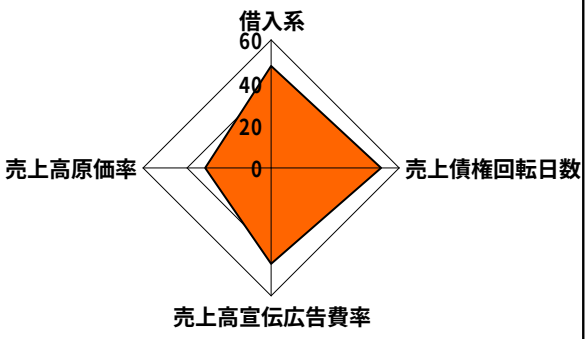
浜松ホトニクス



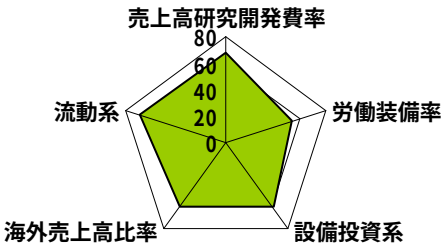


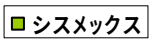
ディスコ

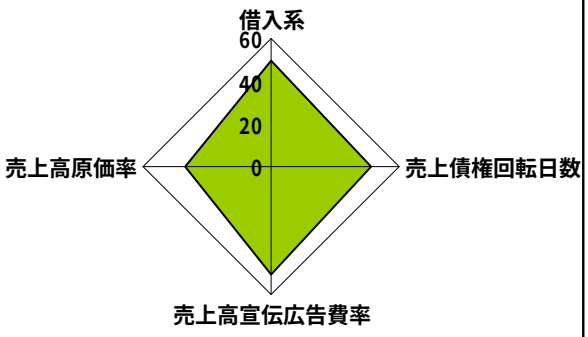




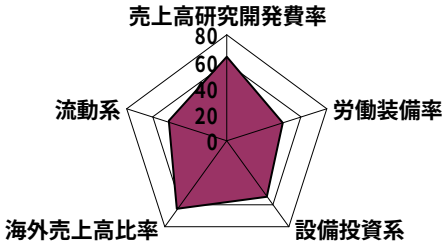
シスメックス

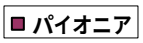


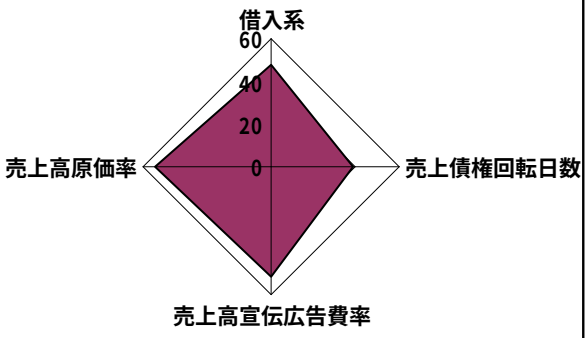




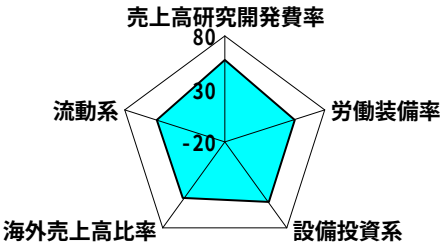
パイオニア

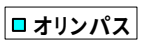


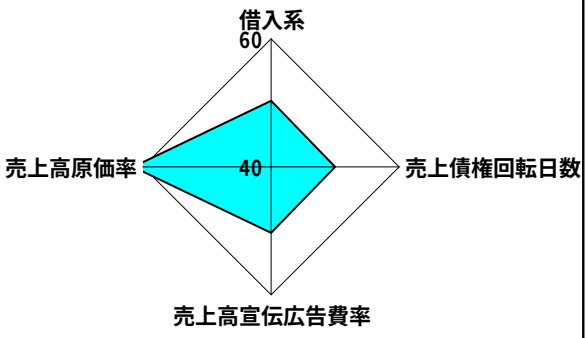




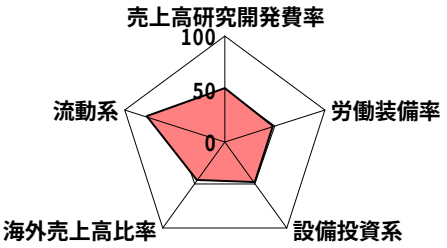
オリンパス

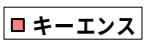


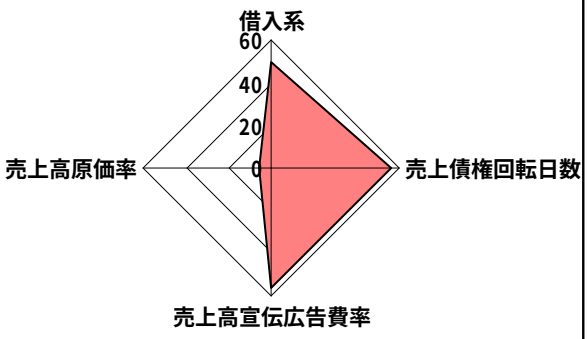




キーエンス







第 4 章　投資配分の決定

まず、購入銘柄に関してだが、京都企業と京都式企業をそれぞれ分けて購入することとした。京都企業を別枠で入れた理由として、やはり京都という特殊な土地で起業しているという環境が、私たちが考える特徴以外に何か影響を与えているのではないかと考えたためである。よって京都企業に関しては、京都企業売上高 TOP10 社を購入した。京都式企業はスクリーニングにより選定した 7 社とした。

投資配分に関して

1）投資額 500 万円の 1 社分の配分を求める。

5,000,000÷17　294,117 円

ここで、京都企業 10 社に関しては一律で 1 企業あたり 294,117 円分購入。

2）京都式企業７社の投資配分

京都式企業の 7 社に関しては、スクリーニングの際、総合得点を算出しているので、その得点を用いて投資配分を決定した。

①5,000,000－2,941,170＝2058,830 円(京都企業分を差し引いた京都式企業分)

②2058,830÷（各企業の総合得点／7 社の総合得点の合計）＝各企業の購入金額

各企業の投資配分、取得金額ならびに取得株数は表題に記載した通りである。

第５章　京都企業のヒアリング調査

私たちの研究の裏づけとなる証言や、今後の経営戦略の情報を得るためにも、今回私たちは京都企業にヒアリング調査を行った。ここでは、代表して島津製作所とオムロンの方に直接伺ったお話を紹介しようと思う。

〈島津製作所〉

Q,今後の経営戦略は、様々な分野に手を広げるのか、今までのものに特化していかれるのか、どちらですか？

A,どちらかと言えば前者です。私達の使命は科学技術の発展をサポートしていくことですので、科学技術の進歩と共に日々進歩したいと思っています。しかし、やみくもに手を広げるのではなく、あくまでも、これまで我々が培ってきた「みえないものをみえるように」という信念は崩さないようにしたいですね。

Q,では、今後海外でさらにシェアを伸ばす戦略はありますか？

A,あります。東南アジア、インド、中国などで伸ばしたいですね。

〈オムロン〉
Q,経営戦略として、各事業部を一つの会社のように扱うカンパニー制をとっていらっしゃいますが、メリットを教えてください。
A,それぞれのカンパニーの上が、直接社長につながっているので、スピーディーにお客さまへの判断を下すことができることですね。あとは、それぞれのカンパニーでリスク管理も任せているので、社員ひとりひとりの責任感と主体性が育てられることですね。

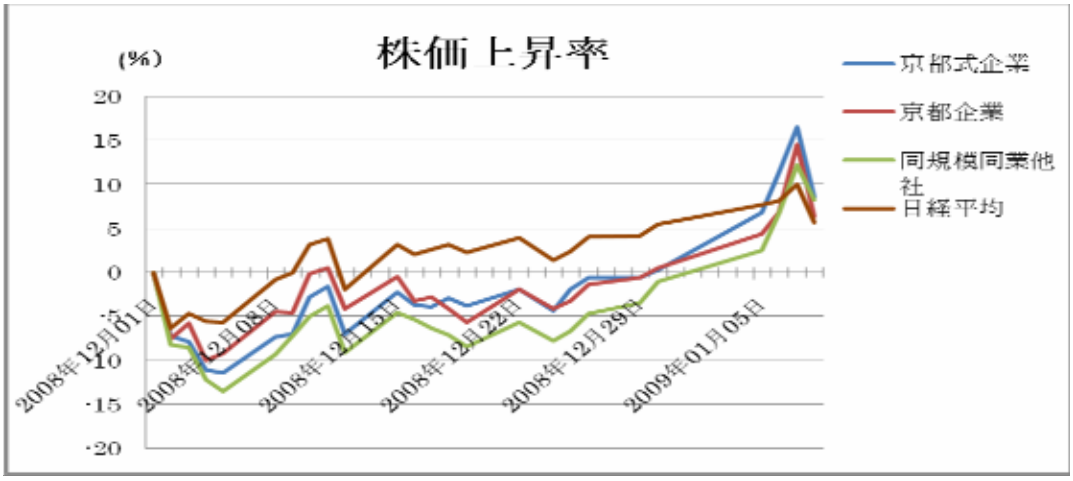
Q,それでは他に、社員の自主性、主体性を育てるために行っていることはありますか？
A,できるだけ若手社員に仕事を任せ、彼らの自由にさせています。その上で、責任をもつということの重要さを実感してもらいます。

Q,なるほど。では今後も海外シェアを伸ばす予定はありますか？
A,まだわかりませんが、今後ＢＲＩＣｓなどで展開していきたいという希望はあります。
なかなか、収益や経営戦略の核心に迫る質問をすることはできなかったが、ヒアリング調査を通して、2 点のことが確認された。
１点目はオムロンのカンパニー制のお話から、第 2 章（１）収益性で述べた、管理単位の小さな集団による経営の、現状を知ることができた。やはり、社内の分権化によって、社員の経営参加意識やモラルが高まっているようである。
2 点目は、やはり海外進出に対する意識が高いということだ。題２章の京都企業の特徴補足でも示したように、成長段階での海外進出の影響の表れだと思う。創業時、海外に飛び出した創業者の精神が現在も根付いている。

第６章　おわりに

私達は、京都の大学に通っているということもあり、これまで京都企業の可能性を追求してきた。そして、先行研究を学ぶだけに留まらず、オリジナルあふれる指標を決定し、全国の「京都式企業」を発掘してきた。その手段としては回帰分析を用い、客観的な視点からオリジナル指標の信憑性も裏づけてきた。
その結果、私達が選んだ銘柄は、一時経済情勢の波にもまれて下落したものの回復の兆しを見せた。この株価変動を私達は、以下のように考察した。[1]

[1] なお考察方法については期間を私たちがポートフォリオを運用し始めた日から（08/12/01）から現在（08/01/08）とし、日次データを用いた。考察対象は京都企業 10 社と京都式企業 7 社に加えて第二章で用いた同規模同業他社、日経平均の 4 つとした。京都企業の株価の上昇率には 10 社それぞれの上昇率の平均値を用いた。京都式企業、同規模同業種の株価についても同じ方法を用いて上昇率を出した。



・下落した理由

やはり、京都式企業は海外売上高比率が高いため、最近の円高傾向から、投資家離れを呼んでしまったのではないか、と考える。

・上昇した理由

京都式企業はベンチャーから始まったニッチ産業が多いため、外部要因に左右されないオンリーワン技術を持っている企業がほとんどである。例えば、ディスコは、半導体・電子部品向け切断・研磨装置の世界シェアでトップを誇る。そのため、「失われた１０年」で京都企業は高い伸び率を維持し乗り切ったように、今回の経済情勢にも耐えうる力を備えていたのではないか、と考えられる。

また、第２章で述べたように、京様式企業は潤沢なキャッシュフローを蓄えた安定性抜群の企業群である。そのため、株価も上昇に向かうことができたと考えられる。

日経平均も共に上昇していたが、以上の２点は京都式企業の特徴からみても、私達は十分可能性のある理由だと考える。

私達は、ストックリーグを通して、２点のことを学んだ。それは、日本には隠れた優良企業が多数存在すること、そしてポートフォリオを組むことの困難さである。前者については、やはり京都式企業を研究したことにより、多くの優良ニッチ企業を知ることができたことが良かった。後者は、５００万円で納得のいくポートフォリオを組むのに、企業選定、スクリーニング方法の決定、理論付けなど本当に様々な角度から考える必要があったということだ。

以上のことから、単純に大企業だから、有名な商品が出回っているから、などの理由だけで株式投資をすることも可能だが、様々な切り口からできる限り多くの企業を見極め、本当に成長性があり安定性のある企業を選定することが大切だということがわかった。周りに流されない的確な判断こそが、株式投資には必要なのだ。

今回私たちは京都における技術開発型企業に焦点を当てた。そのためどうしても業種が偏ってしまい、本来のポートフォリオの目的である分散投資が十分ではなかったことが反　省点である。しかし、研究範囲は狭くなった分、深い研究が行えたと思っている

最後になりましたが、ストックリーグを通じてご指導いただいた新関教授、そして京都企業を調べるきっかけを提供してくださった日経 STOCK リーグ事務局の皆様、さらに貴重なお話をしてくださった京都企業の方々など、お忙しい中協力してくださった皆様に感謝しております。本当にありがとうございました。

参考文献

石川昭・田中浩二,[1999],『京都モデル「グローバル・スタンダード」に挑む日本的経営戦略』,プレンティスホール出版.

末松千尋,[2002],『京様式経営　モジュール化戦略 「ネットワーク外部性」活用の革新モデル』,日本経済新聞社.

YAHOO！ファイナンス,(http://quote.yahoo.co.jp/).

経済産業省　特許庁 HP,(http://www.jpo.go.jp/indexj.htm).

日本経済新聞　第 23～27 貢,[京都経済特集],2008 年 11 月 25 日朝刊.