



ID 番号	SL100749 (大学)
学校名	横浜市立大学
チームリーダー	納谷 聡美
チームメンバー	ザオ ウェンティン
	富田 早百合
	渡嘉敷 航
指導教官	中條 祐介

購入銘柄一覧

上場市場	株式コード	企業名	取得単価	取得株数	取得金額
東証1部	7741	HOYA	2,025	112	246,960
東証1部	6652	IDEC	537	276	148,212
東証1部	8133	伊藤忠エネクス	389	381	148,209
東証1部	8273	イズミ	1,100	134	147,400
東証1部	4523	エーザイ	3,170	124	393,080
東証1部	6914	オプテックス	826	299	246,974
東証1部	6952	カシオ計算機	628	236	148,208
東証1部	4911	資生堂	1,707	231	394,317
東証1部	8830	住友不動産	1,495	198	296,010
東証1部	4540	ツムラ	2,875	86	247,250
東証1部	7734	理研計器	586	253	148,258
東証1部	4681	リゾート トラスト	1,021	436	445,156
東証1部	6789	ローランド ディー. ジー.	1,021	145	148,045
東証2部	9789	栄光	345	717	247,365
東証2部	4464	ソフト99コー ポレーション	450	329	148,050
東証2部	5982	マルゼン	429	346	148,434
ジャスダック	9696	ウィザス	190	1562	296,780
ジャスダック	4755	楽天	69,800	5	349,000
ジャスダック	9730	ワオ・コーポレー ション	240	1649	395,760

一、問題意識

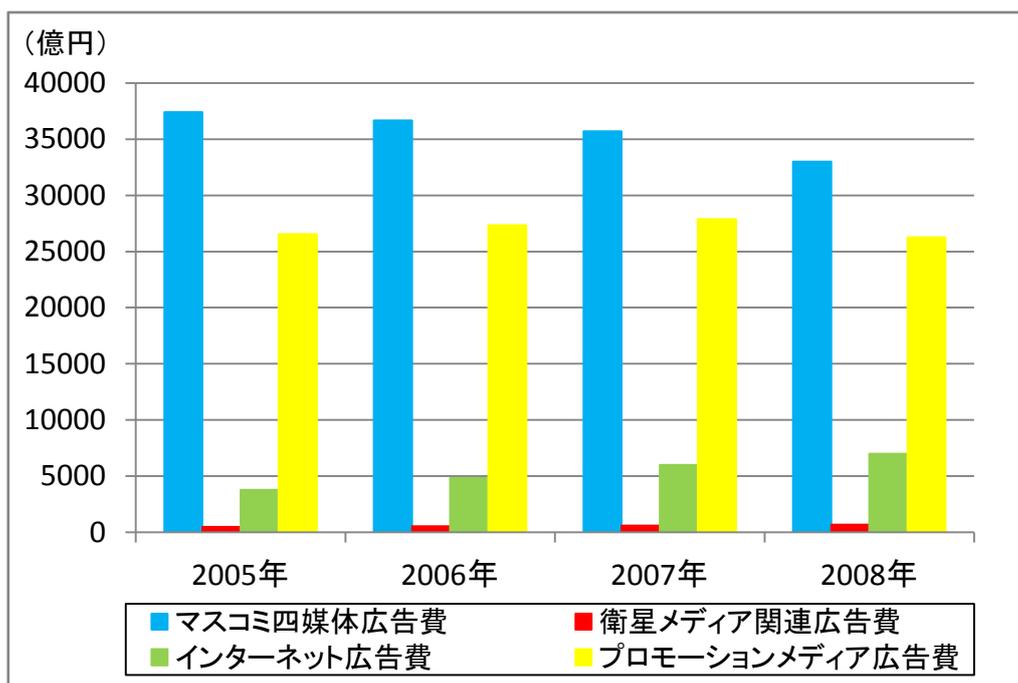
(1) 広告宣伝費の減少傾向

今回、日経 STOCK リーグに参加し、株式投資をするにあたり、見過ごせない問題がある。それは、2007年の米国におけるサブプライムローン問題、それに続いたリーマンショックを契機として100年に一度と言われる世界的経済不況が訪れたことである。

私達は、その大不況の中で業績不振となった日本企業の対策に注目した。企業の対策は様々であるが、多くの企業が経費削減に励んでいることは新聞記事等からも伺える。その経費削減の手段として多く見られるのが、広告宣伝費の削減である。

実際に、広告宣伝費が削減されていることを示唆する統計データもある。図表1-1に媒体別の広告費を示した。2008年における各項目を見てみると、衛生メディア関連広告費とインターネット広告費が伸びている一方で、マスコミ四媒体広告費¹とプロモーションメディア広告費²は減少していることがわかる。これらを合わせた総広告費は6兆6,926億円で、前年度比95.2%と5年ぶりに減少となっている。

図表1-1 媒体別広告費前年度比



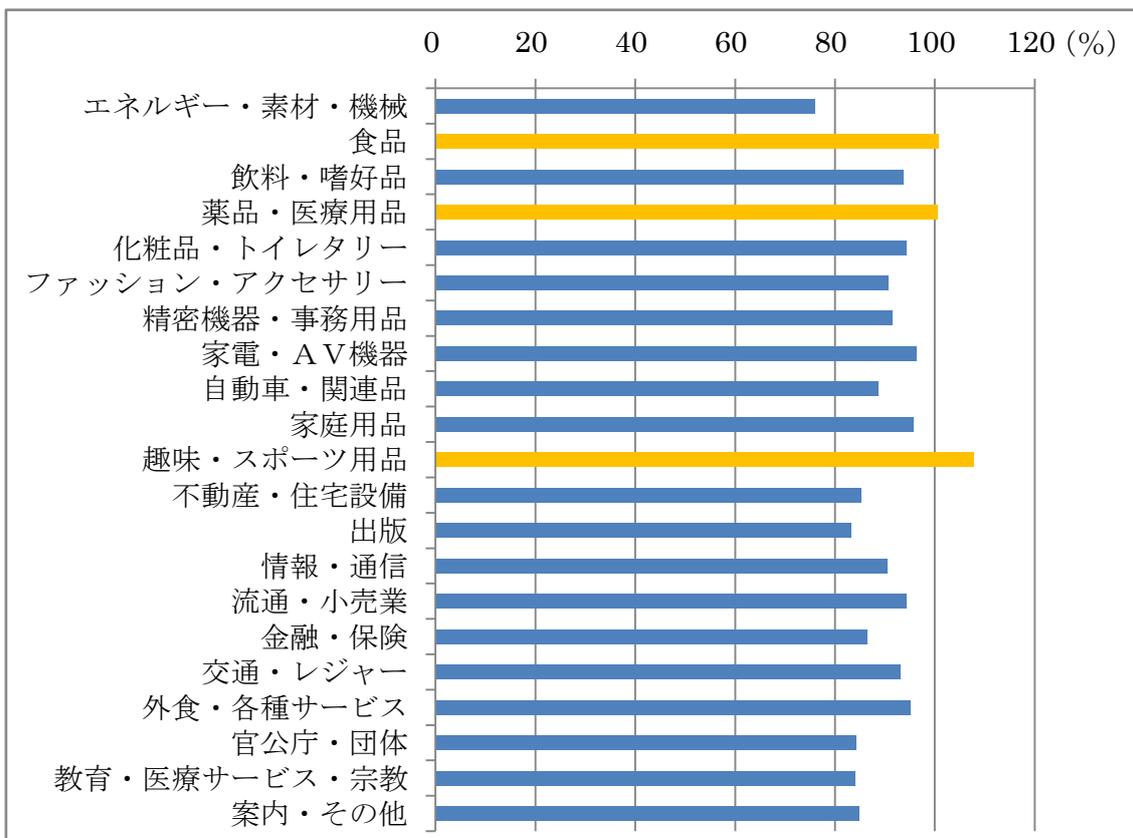
(出所) 電通『2008年の日本の広告費』より筆者作成

また、図表1-2には業種別広告費の前年度比を示した。業種別にみても、食品、薬品・医療用品、趣味・スポーツ用品以外の全ての業種で減少傾向にあることがわかる。

¹ 新聞、雑誌、ラジオ、テレビの四媒体を指す。

² 屋外、交通、折り込みチラシ、DM、フリーペーパー・フリーマガジン、POP (Point Of Purchase: 買い物をする場所の広告)、電話帳、展示・映像等の広告費を含む。

図表 1-2 業種別広告費の推移



(出所) 電通『2008年の日本の広告費』より筆者作成

広告宣伝費削減の具体例としては、トヨタ自動車の例が挙げられる。日経広告研究所の調べによると、広告宣伝費総額(上場企業の単独決算ベース)は、トヨタ自動車は2006、2007年度において1位を維持してきたが、2008年度には2位へと後退した。これは、トヨタ自動車が大幅な広告宣伝費削減を行ったことによる。

トヨタ自動車は、原材料価格高騰や北米市場低迷による収益圧迫から、2009年3月期に新聞やテレビなどのマスメディア向け広告宣伝費を削減することを発表した。実際に2008年度のトヨタ自動車の広告宣伝費は約882億円と、前期比2割減となっている。

削減内容のひとつはテレビCM提供の削減である。テレビ朝日系のドキュメンタリー番組「人生の楽園」は、2000年の放送開始以来、トヨタ自動車が1社で広告枠を買い切ってCMを提供してきたが、2009年春からは広告宣伝費削減によってトヨタ自動車を含む4社提供へと変わっている。トヨタ自動車のような日本を代表する大企業までもが、経費削減の一環として広告宣伝費削減を行っているのである。

私達は、このような不況時における業績不振のソリューションとして広告宣伝費を削減することが果たして効果的なのか、という疑問を抱いた。業績不振のソリューションとして広告宣伝費削減を行う企業は、広告宣伝費の主な役割を短期的なプロモーションとしかとらえていないのではないだろうか。

二、テーマ設定

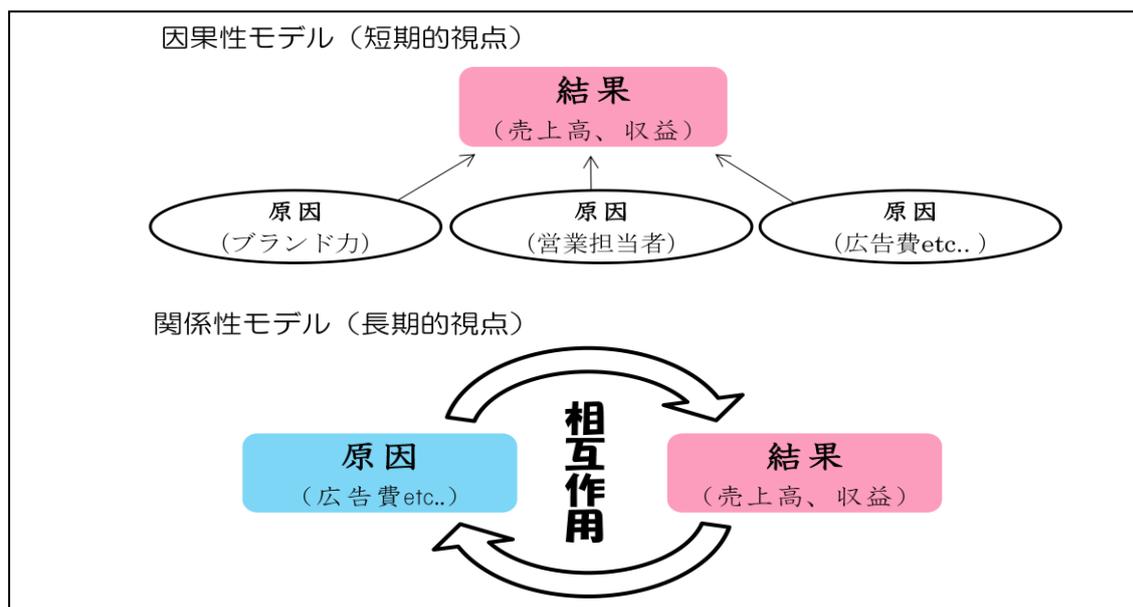
広告宣伝費は、短期的なプロモーション効果しかもたらさないのでしょうか。この疑問解決のヒントとして、東海大学文学部広報メディア学科教授の小泉真人氏が提唱する「広告リレーション理論」³を紹介する。

まず、広告宣伝費と売上高・収益の関連性について触れる。日経広告研究所が毎年実際している広告動態調査⁴によると、広告予算の決定方法として「前期の売上高や利益に基づいて」決定していると回答する広告主が最も多く、87.6%を占める（複数回答の結果）。この結果は時系列に見てもほぼ毎年同様である。

つまり、企業の広告宣伝費は売上高・収益に大きく影響を受けるのである。したがって、広告宣伝費は売上高・収益と同様に景気動向や経済状況によって大きく左右されるため、今回のような不況期にはその額が減少するのである。

売上高や収益と広告宣伝費に関連性があるとがわかったところで、両者の関係を示す広告モデルを2つ紹介する。ひとつは、広告宣伝費を原因変数、売上高や収益がその従属変数であるとする「因果性モデル」である。もうひとつは、売上高や収益と広告宣伝費が、一方的ではなく相互に影響を与え合う「関係性モデル」というモデルである。

図表 2-1 広告モデル



(出所) 小泉[2009]より筆者作成

関係性モデルは、広告予算の作成からもわかるように、広告宣伝費を規定するのは前期

³ 小泉真人[2009]より

⁴ 対象企業：「有力企業の広告宣伝費」平成20年版（日経広告研究所）記載の上位500社のうち321社と、これに準ずる133社の計454社、実施期間：2008年11～12月、有力回答：242社（回答率53.5%）、調査会社：RJCリサーチ

の売上高・収益であり、売上高が広告宣伝費に起因するという、因果の逆転も表している。「広告リレーション理論」はこの関係性モデルに基づき、広告に3つの役割（構成要素）があると主張する理論である。

まず、短期的なプロモーションとしての広告。次に、ブランドへの共感を高めるコミュニケーションとしての長期的な広告。そして、顧客との関係性を構築するリレーションとしての長期的な広告である。注目すべき点は、コミュニケーション志向やリレーション志向といった長期的な志向も広告の構成要素としている点である。

また、この理論では景気変動の影響を受ける要素は、短期的なプロモーションとしての広告に過ぎないとしている。景気拡大期は企業も短期的な発想となり、売上思考のプロモーション広告が重視されるが、景気後退期は売上が減少していくことから、コミュニケーションやリレーション志向の役割へとシフトすべきである。景気後退期こそ、広告宣伝費を減らすことなく安定的に支出することが重要なのである。

小泉[2009]では、景気後退期における広告宣伝費の効果についての実証結果⁵も示している。以下にその概要を示す。

実証研究の概要

IT バブルがはじけた 2001 年度を景気後退期と設定し、2001 年度における広告宣伝費の対前年度伸び率によって4つのグループに分け、8年間の売上高・営業利益の推移を分析した。その結果、景気後退期に広告宣伝費を伸ばしている企業は、そうでない企業に比べ、順調に売上高・営業利益を伸ばしているという結果を得ている。

また、V字回復を果たしている企業の広告宣伝費の使い方についても触れている。分析対象企業 679 社のうち、2001 年度に売上高が前年度より減少した企業は 345 社であり、その中でも 2002 年度に 2000 年度売上高を超えた 49 社をV字回復企業とした。これと比較するため、2001 年度及び 2002 年度の売上高が前年度比 5%以上減少している 57 社を比較対象企業とした。2つのグループの 2000 年度から 2003 年度の広告宣伝費の推移を見てみると、前者は広告宣伝費が増加傾向であるのに対し、後者は減少傾向であった。

この実証結果から、景気後退期（企業の業績が悪化している時）に広告宣伝費に投資した企業は、そうでない企業に比べ、早く業績（売上高、収益）を回復していることがわかる。

前で述べたような不況時における業績不振のソリューションとして広告宣伝費を削減している企業は、広告宣伝費の短期的なプロモーション効果しか捉えられていないと考えられる。しかし、長期的な視点からすれば、景気後退期こそコミュニケーションやリレーション構築といった広告宣伝費の役割を発揮させるべきである。私達は、広告宣伝費を消費

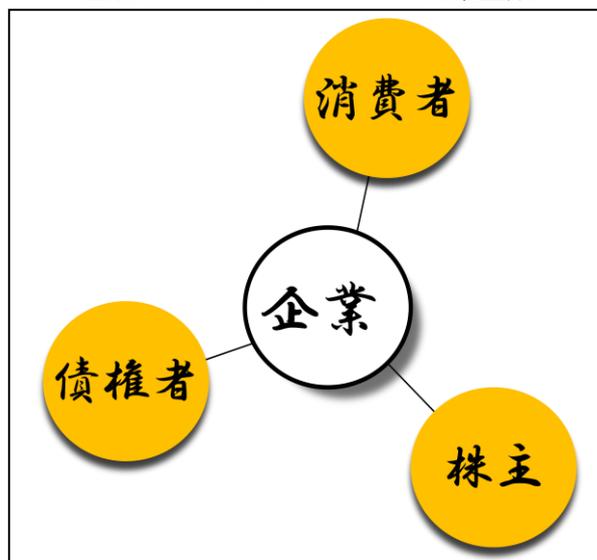
⁵ 「優良企業の広告宣伝費」に掲載されている企業の中で年間の広告宣伝費が3億円以上の679社を分析対象とし、2000年度から2007年度までの8年分のデータを用いている。

者とのリレーション構築費ととらえて景気後退期にも広告宣伝費に投資する企業は、不況期をも乗り越えて長期的に存続することが出来ると予測する。

また、企業を取り巻く環境を考えてみると、消費者の他にも様々な利害関係者が挙げられる。企業によってその種類、重要性の比重も様々だが、その主なものとして、債権者と株主が考えられる。

図表 2-2 リレーション構築企業

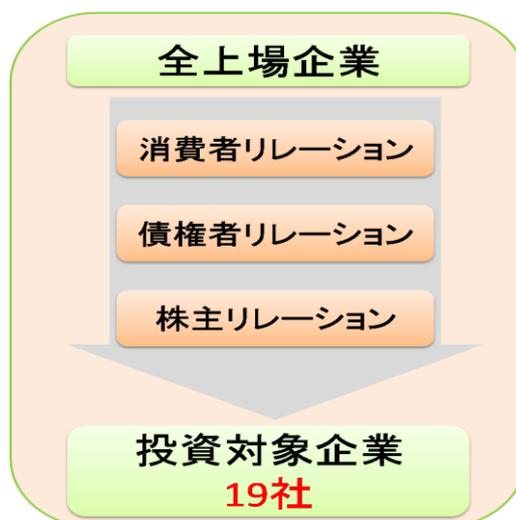
私達は、企業が構築すべきリレーションの相手として、特に重要だと考えられる消費者、債権者、株主を挙げ、それらとの間にリレーションを構築できている企業こそ、不況期をも乗り越えて成長し、存続することの出来る「リレーション構築企業」と捉える。どの企業にも共通する目的は「存続」することであり、私達はその目的が景気変動にも対応して達成出来る「リレーション構築企業」に投資することを目的とすることにした。



三、スクリーニング方法

テーマに基づいて、投資銘柄の選定をする手順を図表 3-1 に示す。消費者リレーション、債権者リレーション、株主リレーションの三段階のスクリーニングを経た結果、最終的な投資対象企業として 19 社が残った。以下より各段階の詳細について触れていく。

図表 3-1 スクリーニングの流れ



(1) 第一スクリーニング — 消費者リレーション

テーマでも述べたように、私達はどの企業にも共通する目的は「存続」であると考える。

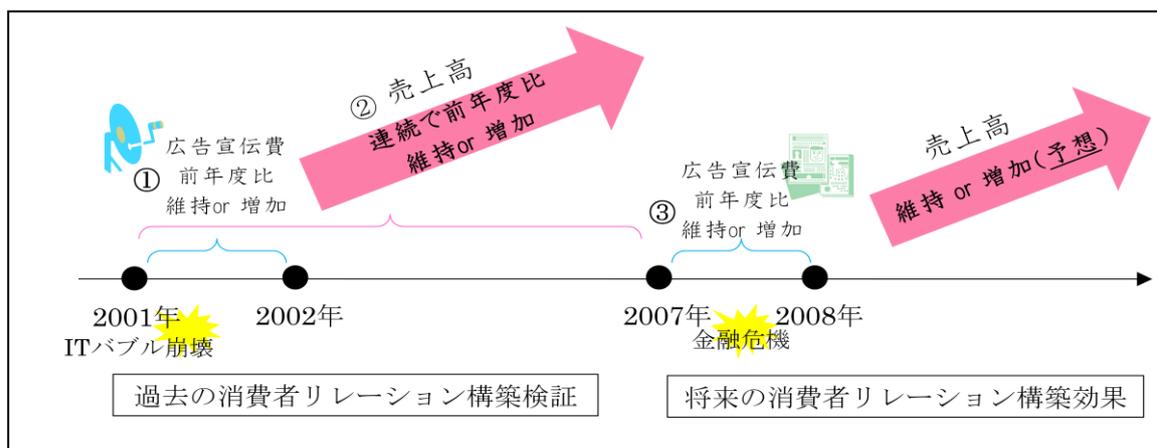
その基本前提は、「ニーズの維持・創出」であり、ニーズを持続的に創り出すために必要だと考えられるものが「消費者リレーション」の構築である。つまり、消費者に対して企業の販売する製品、ひいては企業自体の存在や努力をアピールする「心への投資」によって、潜在的にあったニーズを引き出すことができるのである。そしてその「心への投資」は言うまでもなく、広告宣伝費によってなされる。

そして、消費者リレーションの構築（消費者の心への投資）がなされていれば、その企業の販売実績にその効果が反映されるはずである。また、広告の関係性モデルによれば、売上高はさらなる心への投資（広告宣伝費）を生み出す。従って、私達は消費者リレーションの構築を「売上高」という消費行動の第一産物によって評価することにする。

この評価項目である売上高は、債権者や株主などへと配分する源泉となるため、スクリーニングの手順として、売上高を評価項目とする消費者リレーションを第一スクリーニングとした。

広告宣伝費を短期的なプロモーション効果だけでなく、消費者とのリレーション構築効果も持っていると捉えている企業を識別するには、不況期における広告宣伝費の変化を見れば良い。しかも、その不況期とは今回の世界的経済不況に限らず、過去の不況期も含む。私達は今回の世界的経済不況及び過去の不況期において、広告宣伝費を維持もしくは増加させた企業を消費者リレーション構築企業として認識する。

図表3-2 消費者リレーションスクリーニングイメージ図



本スクリーニングにおいては、小泉[2009]に倣い、過去の不況期として2001年のITバブル崩壊を採用し、2001年度において前年度に比べ広告宣伝費を維持もしくは増加させており、そのリレーション構築の結果として2001～2007年度の売上高が前年度比100%以上を維持している企業を選定する（過去の消費者リレーション構築検証）。

過去の消費者リレーション構築が検証された企業の中で、今回の世界的経済不況にも消費者リレーションの構築に注力した企業、つまり2008年度にも前年度に比べ広告宣伝費を維持もしくは増加させた企業は、前例（2001年度の消費者リレーション構築が売上高に結びついた企業）と同じく、今後も売上高が増加すると予測する（将来の消費者リレーシ

ン構築効果)。よって、「過去の消費者リレーション構築検証」と「将来の消費者リレーション構築効果」のスクリーニングを通過した企業を、消費者リレーションが構築されている企業とする。

過去の消費者リレーション構築検証

- ・2001年～2002年(2001年度)において、売上高
広告宣伝費率を前年度より増加もしくは維持させた
かつ
- ・2001年度～2007年度において売上高を
前年度100%以上を維持



将来の消費者リレーション構築効果

- ・2007年～2008年(2007年度)において、売上高
広告宣伝費率を前年度より増加もしくは維持させた

(2) 第二スクリーニング — 債権者リレーション

第2スクリーニング以降では企業活動を行ううえで切っては離せない資金調達に係る債権者、株主とのリレーションのスクリーニングを行う。

企業と債権者とのリレーションは企業信用力という掛け橋によって結ばれていると考えられる。従って、債権者リレーションを構築するには、信用力を維持しなければならない。

私達は、信用力を「最も基本的な約束を守ること」であると考え、企業の債権者に対する最も基本的な約束とは、支払期日までに利息を支払うことだと考えられる。従って、第二スクリーニングでは企業の利息支払い能力を示す指標であるインタレストカバレッジレシオ(ICR)を用い、以下のようなスクリーニングを行う。

債権者リレーション構築

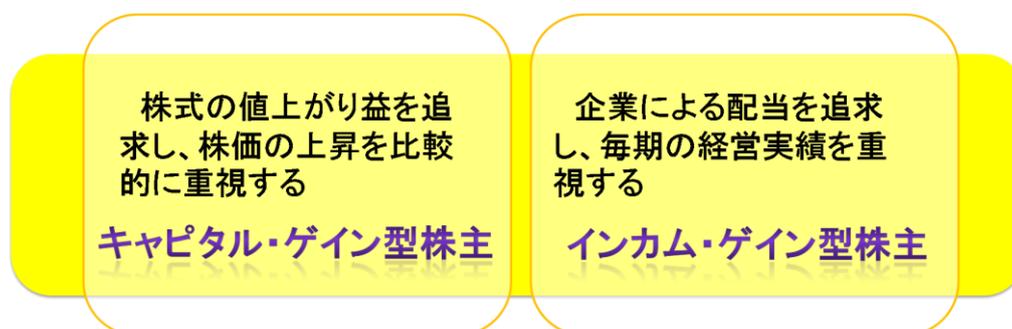
2006年度～2008年度において、
 $ICR \geq 1$ を維持している

(3) 第三スクリーニング — 株主リレーション

株主は、株式投資の対価として企業にリターンを求める。このことから、株主とのリレ

ーションを構築するには、株主のリターンに対する要求を満たさなければならない。

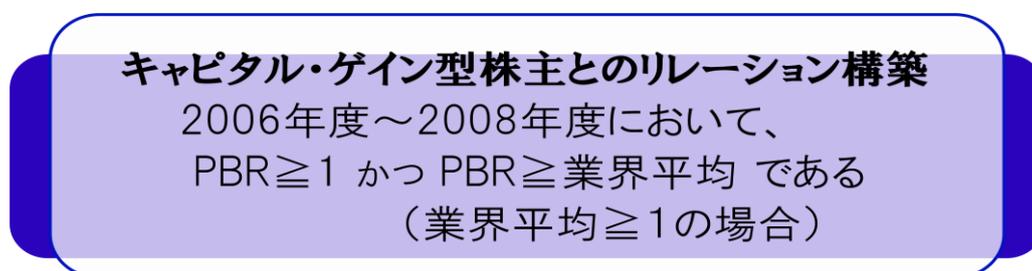
ただし、株主がリターンを追求するスタイルは一種だけではない。従って、我々はリターンを求めるスタイルとして最もポピュラーなスタイルを以下のように二分類し、それぞれのスクリーニングを行う。



i) キャピタル・ゲイン型株主

キャピタル・ゲイン型株主は「Buy Low Sell High」の考え方にに基づき、株式の値上がり益を追求する株主である。このタイプの株主とリレーションを構築するには、企業は経営パフォーマンスを高め、株式市場においても評価を受けて株価上昇を目指していく必要がある。

そこで、企業の株式市場における評価を表す指標である株価純資産倍率（PBR）を用いて、以下のようなスクリーニングを行う。



ii) インカム・ゲイン型株主

インカム・ゲイン型株主は企業の経営実績を重視し、企業からの配当を追求する株主である。配当金は株価値上がり益よりも確実性が高く、このタイプの株主には長期的な株主が多いと考えられる。このタイプの株主とリレーションを構築するには、企業が経営活動の成果として得た利益を源泉として、配当を支払うことが必要である。

そこで、配当金で得られるリターンを計算する指標である配当利回りをを用いて、以下のようなスクリーニングを行う。

インカム・ゲイン型株主とのリレーション構築 2006年度～2008年度において、 配当利回りが業界平均以上である

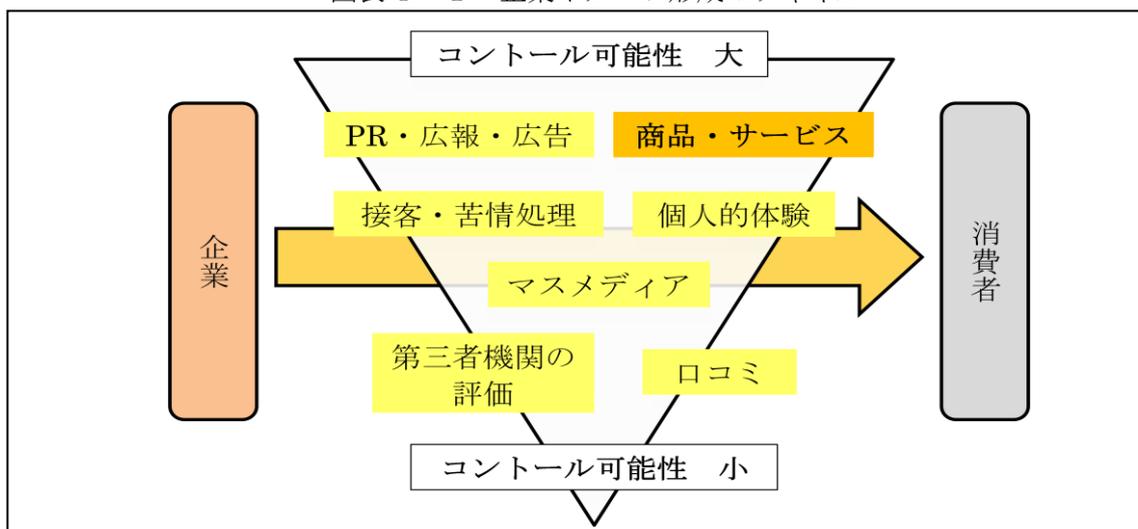
以上のような、消費者リレーション、債権者リレーション、株主リレーションの三段階のスクリーニングを経て、最終的に 19 社の投資対象企業を選出した。

四、投資比率

ここまで消費者リレーションを重視してスクリーニングを進めてきたが、消費者とのリレーションは、広告宣伝費（心への投資）だけによって構築されるというのは聊か極端であろう。

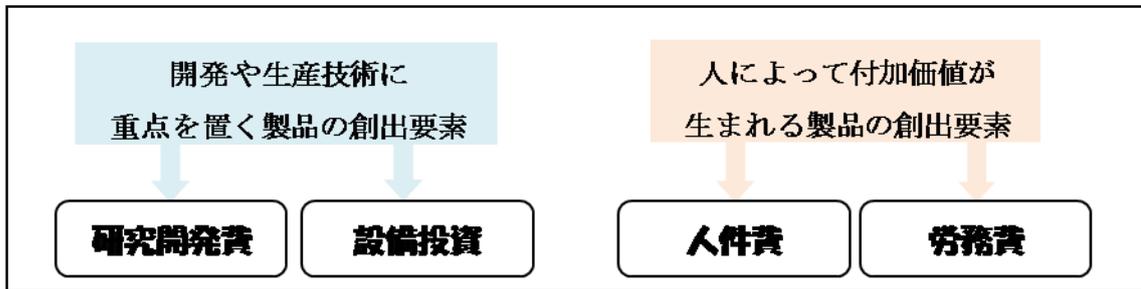
図表 4-1 は『日経「企業イメージ調査」について 2005 年度調査』を参考に作成した図である。企業のリレーションと、企業に対するイメージとは密接な関係にあると考えられる。企業のイメージはその企業に関する様々な経験から形成されるが、企業がコントロール可能な要素として、広告以外に「商品・サービス」の品質がある。いくら広告宣伝費によって心への投資がなされていても、その商品に欠陥があればリレーションは帳消しになってしまうだろう。従って、消費者リレーションは良い商品・サービスを提供しようとする努力（投資）によっても構築されると考える。そこで、製品創出投資を判断基準として投資比率を決定することにする。

図表 4-1 企業イメージ形成のチャンネル



(出所)『日経「企業イメージ調査」について 2005 年度調査』を参考に筆者作成

図表 4-2 製品創出投資の要素



図表 4-1 に良い製品、つまり高付加価値製品を創出する要素として考えられる費用項目を示した。このそれぞれの創出要素の対売上高比を 2006～2008 年度の 3 年度分算定し、その比率の合計が高い上位 3 位の企業に、高い比率で投資額を振り分けることにする。

以下に順位付けした結果と分配額を示す。リゾートトラスト株式会社は設備投資と人件費の両要素において 2 位にランクインしているので、マルチ型として特別枠を設けた。また、最大投資銘柄数は 20 社だが、スクリーニングの結果残ったのは 19 社であったため、1 社分をランク外とみなして現金保有とすることにした。

図表 4-3 要素別順位と投資分配額

👑 研究開発費 👑		👑 設備投資 👑	
1 位	エーザイ 400,000 円	1 位	楽天 400,000 円
2 位	住友不動産 300,000 円	2 位	リゾートトラスト -
3 位	オプテックス 250,000 円	3 位	HOYA 250,000 円
👑 人件費 👑		👑 労務費 👑	
1 位	資生堂 400,000 円	1 位	ワオ・コーポレーション 400,000 円
2 位	リゾートトラスト -	2 位	ウィザス 300,000 円
3 位	ツムラ 250,000 円	3 位	栄光 250,000 円
👑 マルチ型 (設備投資+人件費でランクイン) 👑			
リゾートトラスト 450,000 円			
👑 ランク外、現金保有 👑			
IDEC, 伊藤忠エネクス, イズミ, カシオ計算機, 理研計器, ローランド ディー. ジー., ソフト 9 9 コーポレーション, マルゼン 150,000 円			

五、ストックリーグを終えて

今回ストックリーグに参加するまで、株式投資とはごく一部の専門的知識を持つ人々が行う資金運用方法だと思っていた。そして、そのごく一部の人々については、自身の利益を得るために膨大な金額をデイトレードしているといった印象を持っていた。

しかし、ストックリーグに参加したことによって株式投資の捉え方が大きく変わったように思う。自身にリターンをもたらすことは、もちろん株式投資の目的のひとつである。しかし、それ以上に成長しようとしている企業に資金を融資することで、間接的に企業を支援することが株式投資の大きな目的であるということを知った。

また、グループワークにおいてコミュニケーションの難しさを感じた。自分では上手く説明できたと思っても、相手には違う形で理解されてしまったり、逆に自分は相手の考えを理解したつもりでも本当は違ったりと、コミュニケーションは本当に難しい作業だと思った。さらに、私達はゼミ活動の一環としてこのストックリーグに参加しているため、他の参加チームともレポート内容を報告し合い、意見交換をしてきた。つまり、このレポートにはメンバーだけでなく他のゼミ生のアイディアも詰まっており、個人では決して完成させることはできなかったであろう。メンバーの一人であるザオ曰く、事半功倍だ。

最後になりましたが、温かくご指導していただいた中條先生、そして中條ゼミの先輩方、現役生の皆さんに感謝の意を表したいと思います。

参考文献

- 井出正介、高橋文郎『経営財務入門』日本経済新聞社,2008年
伊藤邦雄『ゼミナール現代会計入門』日本経済新聞社,2008年
小泉真人「景気後退期における広告宣伝費の考え方」『日経広告研究所報』Vol.43 No.2, 2009年4月, pp.14-21
『広告動態調査 主要企業の広告宣伝活動と意識』日経広告研究所,2009年
『日経「企業イメージ調査」について 2005年度調査』,日本経済新聞社、日経産業消費研究所,2006年
『有力企業の広告宣伝費』日経広告研究所,2009年
『朝日新聞』2009年9月2日 朝刊
株式会社電通 (<http://www.dentsu.co.jp/index.html>)
リゾートトラスト株式会社 (<http://www.resorttrust.co.jp/>)
株式会社資生堂 (<http://www.shiseido.co.jp/>)
株式会社ツムラ (<http://www.tsumura.co.jp/>)
エーザイ株式会社 (<http://www.eisai.co.jp/index.html>)
楽天株式会社 (<http://corp.rakuten.co.jp/>)

ローランドDG株式会社 (<http://www.rolanddg.co.jp/>)
理研計器株式会社 (<http://www.rikenkeiki.co.jp/>)
HOYA 株式会社 (<http://www.hoya.co.jp/japanese/>)
IDEC 株式会社 (<http://www.idec.com/jpja/>)
株式会社ソフト99コーポレーション (<http://www.soft99.co.jp/>)
株式会社栄光 (<http://www.eikoh.co.jp/>)
株式会社マルゼン (<http://www.maruzen-kitchen.co.jp/>)
株式会社ワオ・コーポレーション (<http://www.wao-corp.com/>)
伊藤忠エネクス株式会社 (<http://www.itcenex.com/>)
カシオ計算機株式会社 (<http://www.casio.co.jp/>)
オプテック株式会社 (<http://www.optex.co.jp/>)
日経広告研究所 (<http://www.nikkei-koken.gr.jp/index.php>)