

Intangible Asset Fund

～目に見えない企業価値の将来性に投資して～

ID	大学・学部	指導教授																																																															
SL20559	慶應義塾大学総合政策学部・環境情報学部 4年	前田章講師																																																															
チームメンバー																																																																	
チーム名 : Victrip チームリーダー : 半田 厚 チームメンバー : 酒井祐樹、藤田和正、山口陽平、山田泰宏																																																																	
目次																																																																	
第1章 1. STOCK リーグに参加した目的 2. ファンドのコンセプト 2-1 我々の眼 2-2 コンセプト 3. ファンドの組成 3-1 定量的判断による銘柄選定 3-2 定性的判断による銘柄の追加 削除 3-3 MV 基準によるリスク管理 4. まとめ 第2章 STOCK リーグを通して学んだこと																																																																	
我々の投資銘柄																																																																	
	<table border="1"><thead><tr><th>銘柄コード</th><th>銘柄名</th><th>金額(円)</th></tr></thead><tbody><tr><td>7731</td><td>ニコン</td><td>100,000</td></tr><tr><td>4519</td><td>中外製薬</td><td>100,000</td></tr><tr><td>7013</td><td>石川島播磨重工業</td><td>210,000</td></tr><tr><td>4511</td><td>藤沢薬品工業</td><td>490,000</td></tr><tr><td>4501</td><td>三共</td><td>360,000</td></tr><tr><td>4523</td><td>エーザイ</td><td>160,000</td></tr><tr><td>4535</td><td>大正製薬</td><td>170,000</td></tr><tr><td>7259</td><td>アイシン精機</td><td>650,000</td></tr><tr><td>5803</td><td>フジクラ</td><td>100,000</td></tr><tr><td>7272</td><td>ヤマハ発動機</td><td>130,000</td></tr><tr><td>6773</td><td>パイオニア</td><td>100,000</td></tr><tr><td>4272</td><td>日本化薬</td><td>260,000</td></tr><tr><td>4063</td><td>信越化学工業</td><td>100,000</td></tr><tr><td>4509</td><td>三菱ウェルファーマ</td><td>210,000</td></tr><tr><td>7736</td><td>ユニオン光学</td><td>100,000</td></tr><tr><td>4183</td><td>三井化学</td><td>100,000</td></tr><tr><td>6986</td><td>双葉電子工業</td><td>570,000</td></tr><tr><td>4151</td><td>協和発酵工業</td><td>580,000</td></tr><tr><td>7751</td><td>キヤノン</td><td>100,000</td></tr><tr><td>9697</td><td>カブコン</td><td>410,000</td></tr></tbody></table>	銘柄コード	銘柄名	金額(円)	7731	ニコン	100,000	4519	中外製薬	100,000	7013	石川島播磨重工業	210,000	4511	藤沢薬品工業	490,000	4501	三共	360,000	4523	エーザイ	160,000	4535	大正製薬	170,000	7259	アイシン精機	650,000	5803	フジクラ	100,000	7272	ヤマハ発動機	130,000	6773	パイオニア	100,000	4272	日本化薬	260,000	4063	信越化学工業	100,000	4509	三菱ウェルファーマ	210,000	7736	ユニオン光学	100,000	4183	三井化学	100,000	6986	双葉電子工業	570,000	4151	協和発酵工業	580,000	7751	キヤノン	100,000	9697	カブコン	410,000	
銘柄コード	銘柄名	金額(円)																																																															
7731	ニコン	100,000																																																															
4519	中外製薬	100,000																																																															
7013	石川島播磨重工業	210,000																																																															
4511	藤沢薬品工業	490,000																																																															
4501	三共	360,000																																																															
4523	エーザイ	160,000																																																															
4535	大正製薬	170,000																																																															
7259	アイシン精機	650,000																																																															
5803	フジクラ	100,000																																																															
7272	ヤマハ発動機	130,000																																																															
6773	パイオニア	100,000																																																															
4272	日本化薬	260,000																																																															
4063	信越化学工業	100,000																																																															
4509	三菱ウェルファーマ	210,000																																																															
7736	ユニオン光学	100,000																																																															
4183	三井化学	100,000																																																															
6986	双葉電子工業	570,000																																																															
4151	協和発酵工業	580,000																																																															
7751	キヤノン	100,000																																																															
9697	カブコン	410,000																																																															
以上 20 銘柄																																																																	

第 1 章

1. 日経 STOCK リーグに参加した目的

(1) ファイナンスの理論を实践するため

我々は、慶應義塾大学 SFC の前田章先生の研究会で 2 年間ファイナンスを学んできた。これまで学んできたことは、投資のための意思決定ツールであり、ともすれば机上の空論になってしまうところである。日経 STOCK リーグに参加することによって、「1. ツールの学習だけでなく、投資の意思決定そのものを体験できる 2. 我々の書いたレポートをプロの方々に読んで頂ける」といふ機会を得ることができる。これは、学んできたことを実務の視点から検証することができる好機であると考えた。

(2) 卒業前の思い出作り

卒業前に、グループワークを通じて学生生活の思い出を作ろうと考えた。特に大学 4 年の秋学期になると、これまで当然のように会っていた友人たちと会う機会が激減する。我々が学んできたファイナンス理論を实践するという協同作業を通じて、これまでの友情を更に深めると同時に、4 年間の学生生活の集大成として 1 つの作品を作り上げるよい機会だと考えた。

2. ファンドのコンセプト

2-1 我々の眼

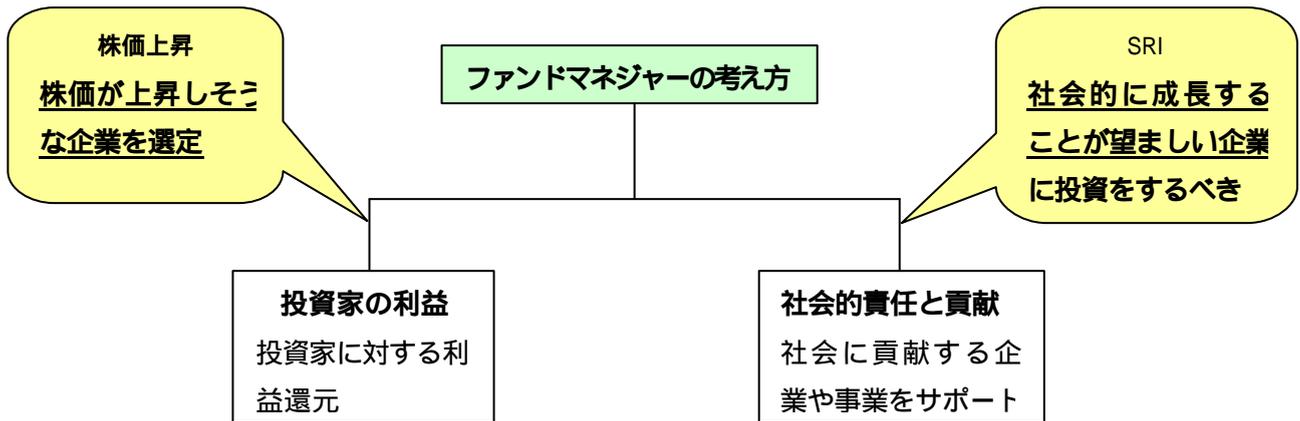
我々はファンドマネジャーの立場でファンドを組成するにあたり、以下の二つの視点に基づきコンセプトを構築した。

視点(1) 投資家の利益

ファンドマネジャーは、投資家のために、株価が上昇することが見込まれる企業を選ばなければならない。将来の成長を見込むことができ、株価が上昇する企業を選定することは、ファンドマネジャーにとって最も基本的なミッションである。

視点(2) 社会的責任と貢献

ファンドマネジャーは、社会的に成長することが望ましい企業に投資をするべきである。この視点は、社会的責任投資(SRI)とも呼ばれ、最近ではエコファンドなどに代表されるタイプの投資である。SRIの思想は投資に付加価値を加え、投資家に訴求効果が生まれる。例えば、トヨタ自動車のプリウスが環境にやさしいことを前面に打ち出して、大ヒットしたことがある。この SRI は同時に、将来的に収益を上げるという 1 つ目の視点にも矛盾するものではない。事実、社会に貢献する姿勢がしっかりした企業は、本業にも良い影響を受けているという調査結果も主張されている。



インタンジブル・アセットファンドとエコファンドの対比

	エコファンド	インタンジブルアセットファンド
社会的に望ましい点	環境への配慮を促す	知的財産の管理を促す
SRI に基づくファンドが収益をあげる理由	環境マネジメントがしっかりしている会社は事業マネジメントもしっかりしているため収益も上がる	知的財産のマネジメントは重要な企業戦略であるため収益の向上に貢献する

* インタンジブル(intangible) :目に見えない、触れることのできない。インタンジブルアセットは無形資産の意味

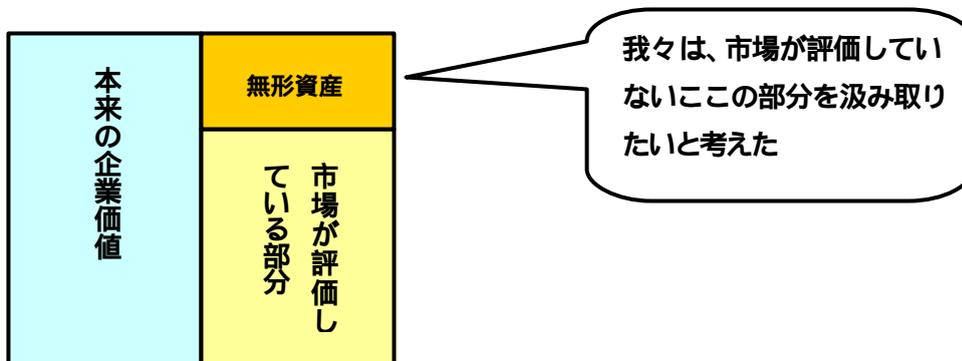
2-2 コンセプト

以上の2つの視点に基づき、我々のファンドのコンセプトを一言で書くと以下の通りである。

バランスシートに評価されていない企業の無形資産の価値を重視したファンド

(1) 投資家の利益の視点から

無形資産の価値は、バランスシートからは正確に読み取ることができない。将来の収益につながる有益な無形資産を持ちながら、それが適切に評価されていないために株価に反映されていない場合があるのではないかと考えた。



すなわち、将来的に無形資産の価値が評価されるようになったときのキャピタルゲインを狙おうと考えたのである。

しかし、市場が評価していない無形資産を直接評価することは、ノウハウや情報量を考えると非常に困難である。そこで、その部分を特許戦略や IR 活動によって積極的にマネジメントしようとしている企業に着目することにした。そうした企業は将来的に無形資産の価値が現在よりも評価される可能性が大きいと仮定することによって、間接的に無形資産価値を評価した。

例えばアイシン精機は、知的財産権コンサルタントの米国 pl-x と共同で、オプションアプローチによる特許資産の時価評価を開始した。バランスシートに表れない資産価値を算出することにより、開発段階からの研究の継続 撤退に伴うリスクまでも考慮することができる。また、このように資産を管理することはライセンス戦略や自社製品の価格維持などにも有効に働くため、将来の収益を期待することができると考えた。

また、我々が実際にインタビューを試みた協和発酵も知的資産のマネジメントには目を見張るものがある。同社は、[未来資産]という無形資産価値評価指標を導入した。具体的には、何千とある研究開発途上にある医薬品についての研究開発ステージ、次の開発ステージに進む確率(または製品化確率)と期待収益を加味した指標である。この指標により、個別の R&D 案件は企業価値向上をもたらすかどうかの一点で決定されるようになった。このような同社の研究開発マネジメントが企業価値向上に大いに結びつくことは容易に想像できる。

(2) 社会責任と貢献の視点から

知的財産や技術、ノウハウなどの無形資産が収益の源泉となる可能性をもちながら、それが革新的であればあるほど、現在の市場では評価されにくい。将来の産業や社会の活力の源泉となりうるような企業や事業を見出し、これに正当な資金を用意することを通して社会に貢献したいと考えた。

特許戦略をはじめとして、日本の無形資産に対する企業戦略は米国などに比べて遅れていると言われている。近年は、特許をどのように企業活動に活用していくかに関するノウハウ不足だけでなく、その特許を生み出す原動力(研究者に対するインセンティブなど)を軽視しているのではないかという議論がされるようになってきた。日亜化学を辞められた中村氏のニュースは記憶に新しい。

IT、ゲノムなど、先端企業の成長および世界的競争を考慮すれば、知的財産をはじめとする無形資産を積極的にマネジメントすることがこれまで以上に重要になる。そうした意識の高い企業に投資することによって、日本経済を将来リードするであろう先端企業を資金面でサポートできると考えた。延いては、日本経済の活力を復活させることにもつながると考えられる。

3. ファンドの組成

まず定量分析を行った。分析方法としては、最初に Tarfu-Gee-Criteria^{*1} (第一選抜)、次に Gucci's Y^{*2} (第二選抜)で上記のコンセプトに適合する銘柄を選んだ。次に、定性的判断により銘柄を追加、削除し調整をした。最後にMV 基準によるリスク管理を行った。

3-1 定量的判断による銘柄選定

今回は、以下の仮定に基づきファンドを組んだ。

特許戦略を重視している企業は知的財産の管理がしっかりしているため、長期的な収益獲得能力が高い

その際、東証で購入することのできるすべての銘柄、すなわち、1部上場、2部上場、JASDAQ、マザーズ企業の中から、投資する企業を選定するために、以下に定義する2つの基準で段階的に候補を絞った。1つ目が Tarfu-Gee-Criteria であり、2つ目が Gucci's Y である。

Tarfu-Gee-Criteria

Tarfu-Gee-Criteria とは、企業の財務諸表データから(1)売上高・営業収益 > 0 かつ(2)研究開発費 > 0 かつ(3)特許・実用新案権 > 0 という企業を抽出する基準である。すなわち、(1)で現在収益を上げているか、(2)で将来の企業価値向上に直結するような研究開発に対して積極的に投資を行っているか、(3)で特許戦略、知的財産権の管理がしっかりしているかという点を近似的にチェックし、これら3つの条件を同時に満たす企業をピックアップしたのである。

Gucci's Y

Gucci's Y とは、(1)売上高研究開発費、(2)特許・実用新案権数、(3)EV/EBITDA(連結)を、一つのスコアに統一しても問題が生じないように、単位の調整および標準化をした上で、加重和をとった値である。(1)売上高研究開発費、(2)特許実用新案権数でコンセプトとの整合度合いを表し、(3)EV/EBITDA で銘柄の割安度を表す。すなわち、Gucci's Y とは、コンセプトとの整合性と銘柄の割安度、両方の要素を考慮したスコアなのである。今回はこのスコアが高い順に20社選んだ。

*1 Tarfu-Gee-Criteria (ターフジークライテリア) : 我々のメンバーの藤田和正が考案した銘柄選定基準

*2 Gucci's Y (グッチーズワイ) : 我々のメンバーの山口陽平が考案した銘柄選定基準

まず、1段階目は Tarfu-Gee-Criteria である。東証で購入することのできるすべての銘柄からこの基準を満たす 167 つの企業を選んだ。2段階目に Gucci's Y によりこの 167 の企業にスコアをつけた。そして、上位20銘柄を今回投資する候補とした。以下、これら2つの基準により絞られた候補である。

銘柄名	Gucci's Y
(株)ニコン	5.93
中外製薬(株)	4.67
(株)カブコン	4.43
石川島播磨重工業	4.01
藤沢薬品工業(株)	3.71
三共(株)	3.37
エーザイ(株)	2.80
大正製薬(株)	2.68
アイシン精機(株)	2.63
フジクラ	2.18
ヤマハ発動機(株)	2.16
パイオニア(株)	1.95
日本化薬(株)	1.91
信越化学工業	1.75
三菱ウェルファーマ(株)	1.48
ユニオン光学(株)	1.41
三井化学(株)	1.38
九州松下電器(株)	0.91
岡部	0.88
双葉電子工業(株)	0.83

3-2 定性的判断による銘柄の追加 削除

財務諸表からの情報のみを頼りに投資銘柄を選定すると、財務諸表に表れない情報を見逃す危険がある。そこで、選定された企業の中で今回のコンセプトに沿わない企業、あるいは、選定されなかった企業の中でコンセプトに沿い将来株価の上昇を期待できる企業を、雑誌、インターネットなどのメディアの活用や企業訪問により情報を収集し、判断した。

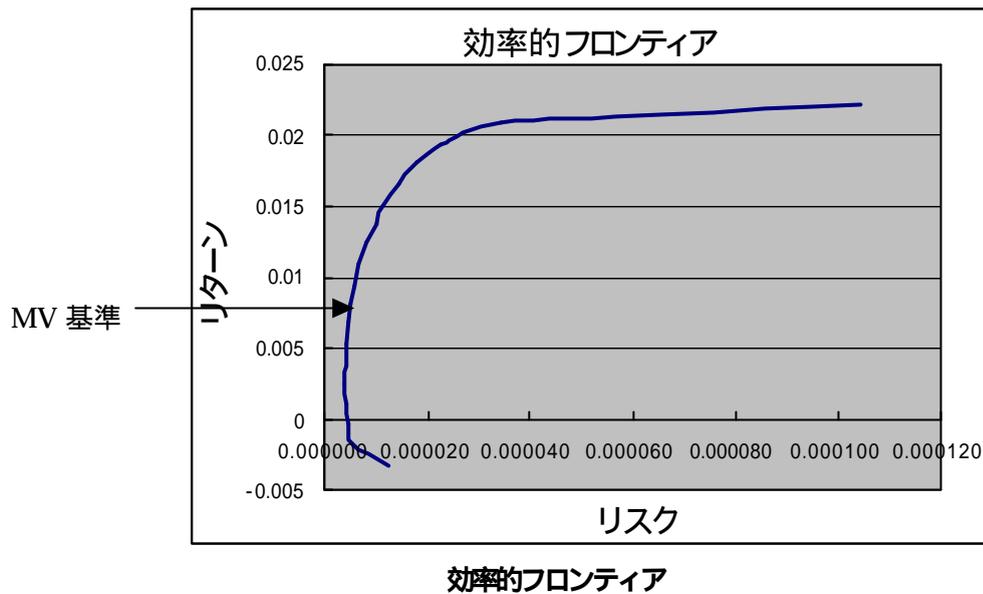
そして、以下の定性的判断に基づき、岡部、九州松下電器を除き、武田薬品工業、協和発酵工業を追加した。また、それ以外の企業情報は投資ウエイトを決定する時点で参考にした。

投資銘柄	業績分析	評価されていない無形資産
双葉電子工業	蛍光表示管分野では世界のトップシェア。	次世代フラットパネルとして注目される FED(フィールド・エミッション・ディスプレイ)等の先端技術開発。
信越化学工業	シリコンウエハー、塩ビ樹脂事業は国際的にNo. 1。	新世代300ミリ製品、情報化の時代の流れにも合った無形資産を沢山持っている。
三共	特許開発に対する姿勢、リストラなどの収益力改善策実施中。	特許開発者に対する報酬制度を早くから(98年より)設けている。自社開発製品が多い。
アイシン精機	2002年3月期では240億円に好転する見込み。	知的財産権コンサルタントの米国plexと共同でオプションアプローチによる特許資産の時価評価を開始した。
協和発酵工業	業績順調。株価も堅調に推移。未来資産が市場に評価され始めている徴候。	開発を進めている物質を、販売した場合の期待NPVを算出し、「未来資産」として公表。
キャノン	特許収入も2001年3月期で160億円に達する、世界でも屈指の研究開発力を持つ。	米国での特許取得数常に2,3位。開発を自前主義からアライアンス重視に方向転換。研究開発部門と法務部門の連携を強化、特許価値を迅速に評価。
カプコン	今回のユニバースの中で売上研究開発費No.1。数年前はストリートファイター2、最近はやオハザード、鬼武者と安定してヒットを飛ばしている。	莫大なゲーム開発投資と大ヒットを飛ばしつづけたブランド力。大会を開くなどPR活動にも力を入れていて余念がない。
武田薬品工業	実績は好調。特に海外事業も好調。三年連続増収増益。海外部門前年に3割増の売上げ。	同社WEBで有効なアライアンス先の候補を一般公募している。製品・販売網などあらゆる段階での合従連衡に対するなりふりかまわぬ貪欲ぶり

3-3 MV 基準によるリスク管理

定量、定性的判断で自分たちが選んだ銘柄に投資をする段階になった。

投資配分を決定するにあたり、我々は、ポートフォリオ理論のMV基準(最小分散基準)を用いリスク管理を行った。投資家はリスク回避型であると仮定されるため、これら20社の株式をリスクが最小になるように(ポートフォリオの分散が最小になるように)投資比率を決定した。投資配分に関しては、ストックリーグのシステム上10万円が最小投資額であるため、まず全銘柄に10万円ずつ投資した(10万円×20銘柄=200万円 全体の40%)。そして、残りの300万円(60%)を最小分散基準により投資額を決定した。次ページの図は我々のファンドの効率的フロンティアを描いたものである。



ファイナンス理論によれば、この MV 基準にしたがって投資されるべきかもしれない。しかし、私たちは「バランスシートに載っていない価値」を見出して投資をするというコンセプトとの整合性も大切にしたい。そのため、メディアや企業訪問を通じて得た情報を、自分達なりに判断して最終的な投資ウエイトを決定した。たとえば、MV 基準の結果を参考にしながらも、定性分析で高い評価を与えた「協和発酵」の投資割合を相当額引き上げるなどの調整を行った。実際に協和発酵を訪問し、その未来資産という無形資産をマネジメントの評価尺度として取り入れている姿勢には大いに共感した。

4.まとめ

知的財産を始めとする無形資産の価値とそのマネジメントは、企業が生き残るために大きなウエイトを占めるようになってきた。また、社会的責任投資への関心の高まりが投資家行動を変化させ、企業側もそれを無視するわけにはいなくなってきた。

今回、我々は様々な調査やこれまで学習してきた知識を総動員して、時代の潮流を読み取り、バランスシートに評価されていない企業の無形資産の価値を重視するファンドをコンセプトとして無形資産ファンドを組成した。銘柄は知的財産のマネジメントに優れた企業や IT、ゲノムビジネスなどの無形資産を核とする企業を中心に組み込んだ。

我々は長期的視野にたってファンドの収益拡大をめざし、いつかこのファンドがインデックスを上回ることを信じてやまない。

第 2 章

STOCK リーグを通して学んだこと

(1)理論は完璧ではない

理論のみで投資の意思決定ができるわけではない。理論は、あくまで投資判断の手段の 1 つであるということが確認できた。最終的に意思決定を下すのは、我々人間なのである。確かに、理論は意思決定を強力にサポートしてくれるが、それだけでパフォーマンスの良いファンドを作れるわけではない。ノーベル賞受賞者など、著名な学者が設立した LTCM の失敗は記憶に新しい。投資は難しい。従って様々な視点で判断すべきなのだと、今回の作業を通じて感じた。

(2)公表された情報は氷山の一角

このことは、協和発酵に企業訪問した際に改めて思い知らされたことである。Web、新聞 雑誌記事など、様々なメディアから情報収集してかなりの情報を得ることができたが、インタビューの際に得られた情報の質、量までフォローできるものではなかった。本来評価されるべきことが評価されておらず、末端の個人投資家にまでそのような情報が届いていないと強烈に感じた。この企業訪問を通じて、アナリストが年間 100 回以上も企業へインタビューするために足を運ぶことの重要性を体感することができた。

(3)無形資産の評価は難しい

今回の STOCK リーグを通じて、企業の無形資産を評価することは大変難しいのだと実感した。実際に研究会では、リアルオプションなど、知的財産を評価するための手法も学んだ。それを投資判断に反映するまでに至らなかったのは、情報不足であり、数値化するのが難しいと思われたからである。

謝辞

今回の STOCK リーグを通じて私たちのグループは大きく分けて二つ幸運なことがありました。

一つ目は取材対象チームに選ばれたことです。そのため、私たちにいい意味でのプレッシャーがかかる一方で、取材対象クルーの方々やウェブライターの方に大変暖かい眼で見守っていただいたような気がします。深く感謝しております。

二つ目に幸運なことは、協和発酵様へインタビューさせて頂く機会を得たことです。お忙しい中時間を割いて頂く一方、学生の質問に対して真剣かつ丁寧に答えて下さったのには大変感謝しております。学生の身分ながら実際に R に携わっておられる責任者の方々と個別に面談できたのは、社会人になってもなかなか機会のないことで大変貴重な体験であったと思います。