

STOCKリーグレポート

はじめての**いっぽ**IPO

～企業の誕生から株主重視企業に変わるまで～

専修大学 3年 ID SL601145

チームリーダー 増田佳広

チームメンバー 中村和喜 金子哲也

石田有子 渡辺美紀

指導教官 首藤昭信

コード	企業名	投資金額
2398	ツクイ	494, 649
2408	KG情報	494, 550
2428	ウェルネット	493, 200
2436	共同ピーアール	493, 640
3326	ランシステム	472, 500
3341	日本調剤	491, 250
3349	コスモス薬品	493, 350
6668	アドテック プラズマ テクノロジー	450, 900
6669	シーシーエス	465, 600
8931	和田興産	492, 000

目次

第1章 投資戦略の概要

第2章 IPO企業

第1節 IPOの目的

第2節 IPO企業の特徴

第3節 IPOのメリット・デメリット

第3章 株主重視型企業の選別

第1節 株主総会日による選別

第2節 利益連動型報酬制度の採用による選別

第3節 ストック・オプションの採用による選別

第4節 IR活動の実施による選別

第5節 外国人持株比率による選別

第6節 浮動株比率による選別

第7節 配当政策による選別

第1項 株主重視型と配当の関連性

第2項 一株当たり配当額の実績値と予想値

第3項 増配率

第4項 予想配当利回り

第5項 配当性向

第6項 配当による選別の結果

第4章 成長性が高い企業の選別

第1節 ベンチャーキャピタルの株式保有による選別

第2節 経営者持株比率による選別

第3節 主幹事による選別

第5章 最終結果

第6章 ポートフォリオの作成

第7章 終わりに

第1章 投資戦略の概要

私達の投資戦略は、新規公開企業（Initial Public Offerings Firms: 以下 IPO 企業）の中から株主価値を重視した経営を行っている企業を選別するものである。さらにこのような企業の中から、将来成長する可能性が高いと思われる企業を識別し、優先的に投資を行うのが私達の投資戦略である。

IPO 企業を対象とした理由は、“真の株主重視型企業”を探ることができると考えたからである。日本の伝統的な企業は、欧米の企業と比較して、株主軽視の経営を行ってきたことがしばしば指摘される。企業業績に連動しない安定配当や株式の相互持ち合いなどは、企業の安定成長には一定の効果をもたらしたものの、株主重視の経営を行ってきたとは言いがたい。しかし最近のライブドアや楽天に象徴される新興企業は、従来の日本的経営には見られないような市場志向型の経営を行っている。そこで私達は既存の企業に注目するのではなく、生まれながらにして株主重視の経営を行っている“真の株主重視型企業”を探るために IPO 企業に注目した。このような企業は、上場後の成長性についても期待される。

IPO 企業を対象とした私達の具体的な投資戦略は、以下の 2 つのステップを踏む。第 1 のステップは、株主価値を重視した企業を探すことである。株主重視型企業を選別する基準としては、株主総会開催日、利益連動型報酬制度、ストック・オプション、IR 活動、外国人持株比率、浮動株比率、一株当たり配当額（実績値と予想値）、増配率、予想配当利回りおよび配当性向という 11 の項目を用いて選別した。

第 2 のステップは、IPO 企業の中から、特に成長する可能性が高いと思われる企業を上記以外の要因から探し出すことである。具体的には、上場後においてもベンチャーキャピタルが株式を保有しているか否か、上場後においても経営者が自社株を保有しているか否か、上場時の主幹事の属性といったものを考慮した。ベンチャーキャピタル、経営者および主幹事は、上場する企業についての情報を誰よりも保有しており、上場後の企業の成長性についてもよくわかっていることが考えられる。ベンチャーキャピタルや経営者が上場後も株式を保有しているということは、上場後も企業の成長性を見込んでいると考えて良いだろう。また新規公開の上場実績がある大きな証券会社が主幹事に付くことは、上場株の信頼性を担保すると考えられる。

上記の 2 つのステップを踏んで「IPO 企業の中から、株主を重視しており、かつ成長性の高い企業」を選別するのが私達の投資戦略である。すなわち、IPO 企業の中から、トヨタやソニーに負けない次世代を担う“真の株主重視型企業”を見つけることが私達の目的である。私達が投資銘柄選択のために使用した指標やアイデアはさほど目新しいものではないが、日本経済が従来の日本的経営からいわゆる米国型の市場経済に移行していること、そして IPO 企業が年々増加していることを考えれば、有効な投資戦略になると期待している。

2004年4月から2005年3月までに上場した173社を対象にこの分析を実施して、10の銘柄を選択した。そしてこの10の銘柄についてリスクを考慮した分散投資を行うために、市場を算定し、投資金額の分配を行っている。以上が私達の投資戦略の概要である。

第2章 IPO企業

本章では、私達の投資戦略の出発点となるIPO企業について、IPOの(1)目的、(2)特徴、(3)メリット・デメリット、という3点から簡単に要約しておきたい。

第1節 IPOの目的

未公開企業を大きくするための資金は、親族・身内・銀行等からの借入れで対応することもあるが、これらの対応には限界がある。企業の更なる拡大を考えたとき、資金調達力や知名度・信用力を向上させる手段として株式公開が考えられる。また、株式公開により、これまで少数の株主であった企業に、不特定多数に株主が関わることで、企業の社会的責任は増大し、経営者の経営責任は一層重くなり、「企業の成長」と「経営の透明性」、一般投資家からは「魅力ある企業作り」が求められる。その代わりとして企業は必要な資金を調達することができるのである。

第2節 IPO企業の特徴

新規公開株は、今後の成長性が期待されて証券市場に上場してくる企業の株式であり、低成長で成熟した現在の日本経済において、成長期からの投資が可能となるこのような企業は魅力的である。しかし、上場したばかりでは市場の評価は定まらず、初値が高くてもその後急激に下落する場合もある。つまり、新規公開株は、上場してからの株価の値動きが激しくなる傾向が強いといえる。

近年では、小規模企業の新規株式公開が活性化している。これは、株式市場が小規模な企業でも十分に受け入れるようになったことを意味している。株式市場で重要視されるのはどのようにして利益を上げてきたのかではなく、株式公開後どのようにして利益を上げていくかである。株式市場は企業の成長性を先取りして評価するため、新規株式公開の時点で規模が小さいことはほとんど問題ないのである。つまり、株式公開は成長戦略の1つのステップとして位置づけられるものといえる。

第3節 IPOのメリット・デメリット

株式公開により、自社の株式を不特定多数の人に所有してもらうことにより所有と経営の分離が進むことになる。これにより企業経営の優劣、ビジネスの将来性の評価を株式市場において投資家に問うことができる。

経営者の考え方にもよるが、一般的にあげられる株式公開のメリットは以下のものがある。

1. 財務体質の強化・健全化
2. 資金調達能力の増大
3. 社会的信用の増大
4. 従業員のモラルの向上と人材の確保
5. 経営体質の近代化
6. 企業経営のオープン化
7. 効率性追求のための動機づけ
8. ビジネスチャンスの拡大

株式公開に際して通常公募増資が行われるため、企業の資本が増加する。これは財務体質の強化・健全化につながる。また公開後は、企業の信用力が増せば、大規模な時価発行増資や社債の起債が可能になるので資金調達能力が増大することになる。さらに、社会的信用の高い公開企業となることで、優秀な人材の確保に役立つといえる。公開のためには、内部管理体制を整備することが要求されるため、経営体質の強化も図ることができる。

また、最近では企業経営に対しオープンであることが求められており、企業が一定の水準に達していることを外部の第三者に証明してもらうことが要求されるようになった。株式公開をしなくても経営状況を公開することは可能であるが、株式公開をすることは、収益性・成長性やディスクロージャーなどの面も含めて証券取引所や日本証券業協会などに認めてもらうことである。さらに、株式公開により多くの外部者が株主となる。株主の目を意識することにより企業経営は効率的でなくてはならなくなり、企業が満足する経営ではなく、株主が納得する経営を行わなくてはならないのである。また、株式公開により社会的な知名度が増し、信用力が増すことから新たな取引先が出現することもある。これにより新たなビジネスチャンスが生まれることもある。

一方、株式公開のデメリットとしては以下がある。

1. 企業経営における機動性の低下
2. ディスクロージャーの義務
3. 業績に対するプレッシャー
4. 上場維持のための費用

株式公開により多くの人が株主となる。その結果、株主総会が大イベントとなり、その開催に多くの時間とコストがかかるようになる。ここ数年の商法改正により機動性はある程度確保されたが、依然として株主総会の決議が必要な事項があり、その場合未公開企業の場合よりも数段手がかかる。また、ディスクロージャーの内容はかなり多岐にわたるようになってきており、開示が遅れたり、内容に誤りがあった場合に株式市場で信用を失いかねない。さらに、公開企業に株主が期待することは業績の向上であり、株主は経営内容に常に目を光らせているので、経営者に業績向上に対するプレッシャーを常に受けること

になる。費用面では、多額の資金調達ができただけの場合には、上場維持費用は調達コストとしての合理性を有すが、そうでない場合には非常に高い調達コストになってしまうのである。

第3章 株主重視型企業の選別

以下では、具体的な投資選別基準を説明していきたい。本章では、株主重視型企業を選別するための基準を説明する。

第1節 株主総会開催日による選別

総会屋対策として株主総会日を特定の日に集中させる、あるいは会社の方針を株主に非難されるのを避けるため、議事進行を故意に早め、株主総会を短時間で終了する（しゃんしゃん総会）企業が多数を占めていた。しかし近年、総会屋に対する法整備が進み、株主総会を集中させる意義は低下している。また、企業が安定株主を確保し、買収などに強い体質にして経営を安定させる狙いで、情報開示や個人株主重視の姿勢を示し、株主が株主総会に参加しやすい環境をつくる企業が徐々に増えてきている。そこで、私達は株主総会開催日と時間に注目した。

株主総会日については、株主総会集中日と違う日に行うことにより、複数の企業の株式を保有する株主（個人株主）も株主総会に出席することができる。また時間については、説明時間が長い企業は株主に対し企業の状況をより詳しく説明（情報公開）することが可能であることから、これらの企業を株主重視型企業であると考えた。

株主総会日は、有価証券報告書を電子開示している EDINET（<http://info.edinet.go.jp>）から直近のものを利用し収集した。株主総会を3月決算の企業の株主総会集中日（2005年6月29日 水曜日）と違う日に行っている企業は141社、株主総会集中日に行っている企業は32社であった。前者を1点、後者を0点として得点付けした。また、3月決算以外の企業は3月決算の株主総会集中日と違う日に行っているため1点とした。また、株主総会を長時間行っている企業を評価する案はデータがとれないため断念した。

第2節 利益連動型報酬制度の採用による選別

業績連動型報酬制度は、ストック・オプションに代表される株価を業績指標のベースとした株価連動型報酬制度と会計利益をベースとした利益連動型報酬制度に大別される。これらの業績連動型報酬制度は、株主と経営者の利害を一致させ、経営者の企業業績に対する意識を高めることが期待される。したがって私達は、この2つの報酬制度を導入している企業を株主重視型企業であると考えた。利益連動型報酬制度の採用は企業の業績の改善に結びつき、証券市場は利益連動型報酬制度の採用に対して好意的に反応することも分かっている（須田、2000）。

私達はまず日経テレコン21 (<http://telecom21.nikkei.co.jp/nt21/service/>) により調査した。しかし、データ収集が困難で、報酬制度を採用している企業を7社しか見つけることが出来なかった。日経テレコン21は新聞記事が主となっているので、記事になっていない企業が報酬制度を採用しているのにもかかわらず、見落としてしまっている可能性があったため、各社ホームページの問い合わせホームよりEメールにて問い合わせた。173社のうち採用している企業が24社であった。採用している企業を1点、返信がない、採用していない企業は0点と得点付けした。

第3節 スtock・オプションの採用による選別

続いて、株価連動型報酬制度であるStock・オプションについて説明したい。Stock・オプションとは、企業が取締役や従業員に自社の株式を、市場での時価ではなく、あらかじめ決めておいた価格で一定期間内に買うことのできる権利のことである。この権利を付与されたものは、一定期間内であればどれだけ株価が上昇しても、あらかじめ決められた価格で自社株を購入できる。経営者に対して株式による報酬を付与し、株価の成長と報酬を連動させることで、株主と経営者の利害が一致する。また、経営者の株価に対する意識が高まる。Stock・オプションを導入することで株主の富の増加をもたらす行動を経営者に促し、株主を意識した経営につながると考えたため、採用している企業を高く評価した。

Stock・オプションについては、直近の有価証券報告書から収集した。採用している企業は100社、採用していない企業は73社であった。導入している企業を1点、導入していない企業を0点として得点付けした。

第4節 IR活動の実施による選別

企業にとって良い情報も悪い情報も含め、IR活動を通じて企業に関する情報を公開している企業は株主重視であると考えた。近年は、株主や投資家に対するだけでなく、顧客や地域社会に対して、経営方針や活動成果を伝えることもIR活動の重要な役割となっている。企業はIR活動を通じて株主、投資家、顧客などと意見交換することで、お互いの理解を深め、信頼関係を構築し、資本市場での正当な評価を得ることができる。逆に、外部からの厳しい評価を受けることで、経営の質を高めることができる。須田・首藤・太田(2004)によれば、ディスクロージャーの質が高い企業は資本コストが低下することも分かっている。こうした意味でもIR活動に注目した。

私達はまず各社のホームページよりIR部があるか調査した。しかし、企業間での比較が困難なため、各社Eメールにて問い合わせを行った。173社のうちIR部を設置している企業が29社であった。IRを設置している企業を1点、返信がない、設置していない企業は0点と得点付けした。

以上の株主総会日、利益連動型報酬制度、ストック・オプション、IR 活動の 4 項目について合計得点が 0 点の企業は投資対象外とした。

第 5 節 外国人持株比率による選別

バブル崩壊により企業間の株式の持ち合いが解消され、外国人投資家の持株比率が上昇しており、外国人投資家が“物言う株主”として重要視されてきている。外国人持株比率が高い企業は、国際的競争力が高く、経営内容が外国人投資家にわかりやすい、株主を意識した経営を行っていると考えられる。外国人投資家は経営に厳しい目を向ける傾向が強く、成長のための投資に使わない余剰資金は株主に配分するよう求めることが多い。このため、外国人持株比率が高い企業は株主を重視している企業とした。

外国人持株比率は、日経会社情報 2005 秋で収集し、0%のものを投資対象外とした。

第 6 節 浮動株比率による選別

日本企業の特徴としては、株式の相互持ち合いにより、その大部分が安定株主となる。浮動株比率が低い、つまり大部分が安定株主となることで、少数株主が経営に参加する機会が減り、経営者は必ずしも株主の富の最大化に結びつく行動をとるとは考えられない。一方で、浮動株比率の高い企業は、多くの株主が存在するため、日々株価が注目され、危機感を持った経営をすることができる。また、買収される可能性も高くなるため、よりよい経営をして株価を上げようと努力する。

また、東京証券取引所は 2005 年 10 月から浮動株比率を考慮した株価指数を作成するようになった。これは、インデックス投資を浮動株比率の高い企業に向かわせ、ひいては企業が浮動株を増やすことにインセンティブを与えるという意味で望ましいと考えられる。

このため浮動株比率の高い企業を高く評価した。浮動株比率は日経会社情報 2005 秋を参照し、浮動株比率 0%の企業は投資対象外とした。

第 7 節 配当政策による選別

第 1 項 株主重視型企業と配当の関連性

配当の支払いは、株主価値を考慮する上で、最も重要な要素である。配当は株主に利益を還元するために広く用いられている方法であり、株主にどれだけの資金を配分するかという問題が、株主重視型企業を探すうえで重要であると考えた。

配当に関する指標として、一株当たり配当額の実績値、一株当たり配当額の予想値、増配率、予想配当利回り、配当性向の実績値の 5 つを取り入れた。一株当たり配当額の実績値、一株当たり配当額の予想値、予想配当利回りの 3 つは日経会社情報 2005 秋に掲載されている指標であり、配当性向の実績値は直近の有価証券報告書を用いて調べた。増配率は、一株当たりの実績値と予想値から算定した。なお、日経会社情報を用いた理由としては、一般の投資家が投資を行う際に利用する情報の方がよいと考えたためである。

第2項 一株当たり配当額の実績値と予想値

一株当たり配当額の実績値と予想値のいずれかが0円である企業は削除するという方法を採用した。その結果、173社中53社が削除された。削除された53社は全て実績値が0円であり、その中の45社は実績値と予想値ともに0円であった。

配当の高さは、実績値、予想値についてそれぞれ最高で20000円、7000円であり、最低が0円を除くと共に3円であった。配当を支払わない企業の理由としては、IPO企業は企業のライフサイクルとしてはまだ導入段階にあるため、資金をこれからの事業投資のために留保することの方が、株主に支払うことよりも重要視されるためということが考えられる。しかし私達は、あえてより配当の高い企業を高く評価した。

第3項 増配率

増配率を算定するうえでの計算式を以下のように設定した。

$$\text{(一株当たり配当額の予想値 - 一株当たり配当額の実績値)} / \text{一株当たり配当額の実績値} \times 100$$

なお、配当額の実績値が0円の場合は、計算の便宜上、一株当たり配当額の実績値の分母部分のみ1円として計算した。また、実績配当年度と予想配当年度にまたがる期間中に株式分割を行っている場合は、一株当たり配当額の予想値に分割数を掛けて算定した。

例) 一株当たり配当額の実績値400、一株当たり配当額の予想値100、株式分割(1)1株 2株、
(2)1株 2株 (株式分割を2度行っている場合)

$$\text{(式)} 100 \times 2 \times 2 - 400 / 400 \times 100 = 0\%$$

増配率がマイナス、つまり減配することが予想される企業、さらに一株当たり配当額の予想値が0円(一株当たり配当額の実績値も0円)の企業を削除していく方法を採用した結果、173社中95社が削除される結果となった。内訳としては、増配率がマイナスの企業が50社あり、実績配当、予想配当がともに無配の企業は45社である。また、残った企業の中でも増配率が0%、つまり配当の変更を行わないと予想される企業は49社であった。一方、増配が予想される企業は27社あり、数値の高さは最高で6500.0%、最低が3.0%であった。

結果的に、増配が予想される企業は27社と少ないように思われるが、驚くべきことではない。一般に企業は、頻繁に配当金額を変更することはないのである。これは、企業は利益の長期的かつ持続的な変化に適合するように配当を変更するが、より高い水準の配当を維持できると考えられたときのみ増配するためである。つまり、企業は将来に渡って高い水準の配当を維持する能力に不安を持っており、配当を維持できると確信できるまでは増

配することを避けるということである。

第4項 予想配当利回り

配当利回りとは、配当金額と株価の関係（配当 / 株価）を示し、企業が配当政策を行ううえで広く用いられている尺度である。また、配当利回りは株価の上昇とともに、配当から生み出される投資リターンの構成要素の一つである。

$$\text{株式の期待リターン} = \text{配当利回り} + \text{株価上昇率}$$

配当利回りの予想値が0%、つまり一株当たり配当額の予想値が0円の企業を削除していく方法を使った結果、46社が削除される結果となった。数値の高さは、最高で2.7%、最低が0%を除くと0.1%であった。

第5項 配当性向

配当性向とは、配当金額と利益の関係（配当 / 利益）を示し、配当利回りと並んで企業の配当政策の測度として広く用いられている尺度である。一般に企業は、目標配当性向を設定し、長期的に利益の中から配当として支払おうとする割合を決定している。配当性向は、将来における配当を推計する方法の一つとして用いられ、また将来の利益成長を見積もるのに役立てられている。配当性向の低い企業は一般に、配当性向の高い企業よりも利益成長率が高い。配当性向が低いということは、留保比率つまり企業の再投資される利益の比率（留保比率 = 1 - 配当性向）が高いということである。また、配当性向は企業のライフサイクルに従う傾向があり、企業が急成長しているときには無配であり、配当性向は0だが、企業が成熟し、成長見通しが低下するにつれ配当性向は次第に増加する。

これらのことから、企業の成長性を重視すれば、配当性向の低い企業が当てはまるのだが、私達の投資テーマである株主重視型企業を最も考慮に入れ、配当に関する姿勢を重要視し、より多くの利益を配当として株主に還元している企業を投資対象とすべきであると考えた。

配当性向の実績値が0%つまり無配の企業、また数値がマイナスの企業を削除していく方法を使った結果、58社が削除される結果となった。数値の高さは、最高で137.8%、最低で0%以下を除くと1.8%であった。

第6項 配当による選別の結果

配当に関する5つの指標を利用した企業の絞込みの結果、58社の企業が残った。私達は、これらの5つの指標において、すべて数値の最低な企業を削除していく方法を使った。その理由としては、IPO企業は将来性が不安定であるため、その中で最低基準をクリアしている企業を選択することによって、少しでもリスクを軽減させようと考えたためである。

その結果、どれか 1 つの指標だけがずば抜けて良好な企業でも削除される結果となった。よって、ハイリスク・ハイリターンである IPO 企業の中から、できるだけより安全性の高い企業を選択した投資戦略となった。

第 4 章 成長性が高い企業の選別

第 1 節 ベンチャーキャピタルの株式保有による選別

ベンチャーキャピタルは、将来有望なベンチャー企業に出資する金融機関である。将来有望な未公開ベンチャー企業の株式に投資をしたいという機関投資家や個人投資家から出資者を募集し、ファンドを設立する。そして将来性の高いベンチャー企業に出資することによって株式公開を支援し、株式公開後に株式を売却することでキャピタルゲインを得ることを目的としている。さらにベンチャーキャピタルはベンチャー投資の専門家であり、成長性のあるベンチャー企業を発掘・評価する目利き力があるので、組合員の利益のために無限責任組合員としてファンドの管理・運営にあたり、その対価として「管理報酬」や「成功報酬」を受け取る。

こういった企業の性質上、株式公開した会社の株式は長期保有するのではなく公開後売却して利益を確定させるのが普通である。私達はこのことに注目し、上場後もベンチャーキャピタルが大株主である企業を投資対象企業とした。ベンチャーキャピタルは投資企業の現在と将来性をもっとも把握している利害関係者であり、株式を保有し続けることは投資企業が今後さらに発展する可能性が高いと考えたからである。ロックアップ契約により売却できず上場後も株式を保有しているとも考えられるが、投資対象企業はどれも上場後少なくとも 10 ヶ月は経過している。よって、通常 6 ヶ月間で結ぶことが多いロックアップ契約は考慮しなくてもよいと判断した。日経会社情報 2005 秋を利用し上場後の大株主の欄を参照しベンチャーキャピタルが株式を保有しているか調べた。

しかし、ベンチャーキャピタルが上場後に株式を保有し続けている企業は非常に少なかった。よって株式公開時にベンチャーキャピタルが株式を保有していた企業も投資対象企業に含めた。

第 2 節 経営者持株比率による選別

経営者が持株を減らすことは株主に対してとても不安を与える行為である。私達は、株式公開時と上場後の経営者持株比率を比較して大きく減らしているか、あるいは経営者が交代している企業は投資対象外とした。株式公開をした経営者が継続して経営を行うことで、企業は安定した成長をしていくと考えた。また、経営者が株式を保有し続けることで、株主は安心して株式を保有することができ株価は上昇していくと考えた。しかし、経営者は経営を行う上で持株を減らざるを得ないこともある。よって多少の株式売却に関しては

投資対象とした。

まず、有価証券報告書を利用し株式公開時の経営者持ち株比率を調べた。次に、日経会社情報 2005 秋を利用し現在の経営者持ち株比率を調べた。この 2 つのデータを比較し、20% 以上経営者が持ち株比率減少させている企業、または経営者が変わっている企業を投資対象外とした。

第 3 節 主幹事による選別

主幹事証券会社は、上場のための基準をクリアし、株式市場において投資家の信頼が得られるように、株式公開を目指す企業を指導し、審査を行う。日本には数多くの証券会社が存在し主幹事を務めている。この中でも野村・大和・日興・三菱 UFJ・新光証券が主幹事を務める IPO 企業が多い。その理由としては、過去の公開実績が豊富であり、後押ししてくれる証券会社の規模が大きいことは上場企業の信頼性を増すためと考えられる。

次の表は 2002 年から 2004 年に株式公開を行った企業の主幹事を務めた各証券会社の回数をまとめたものである。

<表>

主幹事実績

証券会社	2002 年	2003 年	2004 年
野村証券	29	26	39
大和証券	22	25	22
日興コーディアル証券	23	16	23
三菱 UFJ 証券	19	11	24
新光証券	14	16	21
SMBC フレンド証券	5	2	2
いちよし証券	2	3	3
東海東京証券	2	3	1
みずほ証券	1	5	2
エイチ・エス証券	1	4	12
東洋証券	1	3	5
コスモ証券	1	1	2
KOBE 証券	-	2	4
みずほインベスターズ証券	-	-	12
HSBC 証券	1	1	2
メリルリンチ証券	2	-	-
クレディ スイス ファースト ポストン	1	2	-
ディー・ブレイン証券	-	1	1
合計	124	121	175

* 2002年のつばさ証券・UFJキャピタルマーケット証券・国際証券・東京三菱証券は三菱UFJ証券に、

明光ナショナル証券・さくらフレンド証券はSMBCフレンド証券に含む。

* 2003年のUFJつばさ証券・三菱証券は三菱UFJ証券に、

明光ナショナル証券・さくらフレンド証券はSMBCフレンド証券に含む。

Yahoo!ファイナンス (<http://quote.yahoo.co.jp/>) を利用し、2004年4月から2005年3月に株式公開をした企業の中から主幹事証券を調べ、野村・大和・日興・三菱UFJ証券が主幹事を務めた企業を投資対象企業とした。なお、三菱UFJ証券と新光証券の主幹事実績にはほとんど差はなかったが、両社の規模を比較した場合に2倍以上の差があるため新光証券が主幹事を務めた企業は投資対象外とした。

第5章 最終結果

以上のように、IPO企業の中から(1)株主重視型企業を探す、(2)成長性が高い企業を予測する、という選別基準にもとづいて分析を行った結果、次の10社が投資選択銘柄として識別された。

	株主総会日	利益連動型報酬制度	ストックオプション	IR	外国人持株比率	浮動株比率
ツクイ	6月29日	×	○	×	2.5%	28.6%
KG情報	3月17日	×	○	×	7.9%	18.0%
ウェルネット	9月28日	×	○	×	1.7%	19.7%
共同ピーアール	3月30日	×	×	×	9.4%	24.6%
ランシステム	9月27日	○	○	×	1.8%	36.2%
日本調剤	6月29日	×	○	×	4.5%	10.9%
コスモス薬品	8月30日	×	×	×	12.8%	3.0%
アドテックプラズマテクノロジー	11月26日	×	×	×	1.6%	47.1%
シーシーエス	10月30日	×	○	○	0.8%	40.5%
和田興産	5月27日	×	×	×	5.8%	10.2%
	実額配当額	予定配当額	予定利回り	増配率	配当性向	
ツクイ	10	10	1.0%	0.0%	29.6%	
KG情報	10	10	1.5%	20.0%	9.3%	
ウェルネット	500	500	0.1%	0.0%	9.1%	
共同ピーアール	38	50	1.7%	33.3%	25.0%	
ランシステム	2,000	2,000	0.7%	0.0%	16.5%	
日本調剤	33	34	1.0%	3.0%	16.8%	
コスモス薬品	15	15	0.4%	0.0%	4.2%	
アドテックプラズマテクノロジー	3,200	5,800	0.9%	262.5%	12.3%	
シーシーエス	1,500	1,500	0.2%	0.0%	11.4%	
和田興産	20	30	1.1%	50.0%	11.7%	
	ベンチャーキャピタル (公開時)	ベンチャーキャピタル (上場後)	経営者持株比率 (公開時)	経営者持株比率 (上場後)	主幹事	
ツクイ	○	○	30.2%	25.7%	野村証券	
KG情報	○	○	53.5%	48.8%	野村証券	
ウェルネット	○	○	3.8%	2.9%	大和証券	
共同ピーアール	○	○	41.6%	23.0%	日興コーディアル証券	
ランシステム	○	○	18.3%	9.9%	三菱UFJ証券	
日本調剤	○	○	44.8%	32.1%	大和証券	
コスモス薬品	○	○	42.2%	33.1%	日興コーディアル証券	
アドテックプラズマテクノロジー	○	○	47.9%	34.0%	日興コーディアル証券	
シーシーエス	○	○	45.2%	38.0%	大和証券	
和田興産	○	○	16.8%	22.4%	日興コーディアル証券	

第6章 ポートフォリオの作成

投資銘柄に決定した10社について、投資金額500万円をリスクとリターンに応じた分散投資を行いたい。各銘柄の投資リスクを推定するために、市場 値を算出した。また投資収益率を求めるために10社の過去の株価データとTOPIXをYahoo!ファイナンスから入手した。

しかし、私達が投資対象企業としたのは新規公開企業であるため、過去の株価データが少なかった。一般に市場 値の推定には過去60ヶ月のデータを用いる場合が多いが、最短な企業では8ヶ月しかデータがとれなかった。そのため、各社市場 値を算出したが、やはり8ヶ月のデータでは値の信頼性に欠けると判断し、私達は500万円を10社に均等に配分した。

なお、ここでいう投資収益率・市場 値(i)の定義は次の通りである。

$$\begin{aligned}\text{Var}(R_m) &= (\text{当月の } R_m - R_m \text{ の平均})^2 \\ \text{Cov}(R_i, R_m) &= (R_i - R_i \text{ の平均})(R_m - R_m \text{ の平均}) \\ i &= \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m) \\ R_m &: \text{TOPIX の収益率} \quad R_i : \text{各社の収益率} \\ \text{Cov} &: \text{共分散} \quad \text{Var} : \text{分散}\end{aligned}$$

第7章 終わりに

私達にとって、日経ストックリーグへの参加は、株式投資の知識を学ぶとともに、学生時代のよい思い出となりました。株式投資はリスクの高いマネーゲームというイメージでしたが今回勉強していく中で考え方が変わりました。分析にあたり多くの著書、論文を読んで理論を把握することができ大変勉強になりました。早い時期からアイデアをもちより、納得のできる投資戦略を組むことができたと思います。また、日経会社情報、有価証券報告書、各社のホームページなどでデータが取れなかったものは、分析対象となった企業に直接問い合わせするなど、大変貴重な経験となりました。

[参考文献]

- 須田一幸 (2000) 『財務会計の機能』 白桃書房
- 須田一幸 (2004) 『ディスクロージャーの戦略と効果』 森山書店
- 桜井久勝 (2003) 『財務諸表分析』 中央経済者
- 安部直彦 (2007) 『会社を変える報酬制度』 東洋経済新報社

A・ダモダラン(2001)『コーポレート・ファイナンス 戦略と応用』東洋経済新報社
三菱信託銀行証券代行部 IPO 支援室(2004)『株式公開のしくみ』東洋経済新報社
監査法人トーマツ(2004)『株式上場ハンドブック』中央経済社
日経テレコン21 (<http://telecom21.nikkei.co.jp/nt21/service/>)
Yahoo!ファイナンス (<http://quote.yahoo.co.jp/>)
E D I N E T (<http://info.edinet.go.jp>)
『日経会社情報 2005 秋』日本経済新聞社