

ビル・ナイグレンのコメント (2018年4-6月期)



ビル・ナイグレン氏は、1996年からオークマーク・セレクト・ファンド、2000年からオークマーク・ファンド、2006年からオークマーク・グローバル・セレクト・ファンドのファンドマネジャーです。同氏は、1983年にハリス社に入社し、1990年～1998年にかけて調査部長を務めました。ウインズコンシン大学の応用証券分析プログラムで1981年にファイナンスの修士号を取得しています。1980年にミネソタ大学で会計の学士号を取得しています。

「私の考えは35年前と決定的に変わった。

当時は有形資産の大きい企業を評価し、のれんを大きく計上する企業には投資しないよう教えられていた。」

—— ウォーレン・バフェット

もし、あなたが2月に米国の投資情報誌バリュー・ライン(Value Line)を参考に割安株を検索していたら、ガートナー社の株式は見落としたことでしょう。同誌によれば、「ガートナー社は世界的なIT分野の調査・助言を行なう企業であり・・・」とあります。同社はデータベース事業に牽引されてあまり資産を持たない事業を行い、市場平均より高いPER(株価収益率)の企業とすぐわかるでしょう。株価は142ドルから119ドルに下落しましたが、2018年の予想PERは31倍で一株当たり純資産額はわずか2ドルです。同社はバリュー株には見えません。実際に、ラッセル1000グロス指数構成銘柄の一つなのです。しかし、前四半期にハリス社はオークマーク・ファンドに組み入れました。それゆえ次の質問は当然です。「オークマーク・ファンドが変わったのか、あるいはガートナー社がハリス社のバリューの基準に達したのか？」

ガートナー株を注意深く分析すれば、同社の経営陣が(買収によらない)内部売上成長を加速させるために販管費を大幅に増額し計上したため、純利益が落ち込んだことにより株価が下落したとわかります。GAAP(米国会計基準)では、販管費による将来の収益が不透明なため、費用である販管費は直ちに計上されます。しかしながらガートナー社のような企業では営業にかかわる販管費は長期にわたる会社の成長のための支出なのです。なぜなら、同社の顧客は平均で6年超という長きにわたり、顧客であり続けるからです。ハリス社では、GAAPにおいて設備投資をした際の耐用年数を6年間として6年間にわたって減価償却費を計上するのと同様に、6年間にわたって販管費を償却するように調整しました。この一つの調整を行なうことで、ガートナー社のEPS(1株当たり利益)は約3ドル上昇しました。この調整後利益を用いれば、無形資産をより現実的に捉えることとなり、ガートナー社の株は一般の企業と同程度のPERの株価となります。これまでも繰り返しお伝えしたように、普通の株価で良い企業を買うことこそが、バリュー投資の神髄なのです。

オークマーク・ファンドの歴史を通して、GAAPが経済的価値を見えにくくしている企業を探してきました。バリュー投資は常に割安な価格で買うことを意図していますが、初期の分析では利益よりも資産に重きが置かれました。1934年ベン・グレアム氏とデヴィッド・ドッド氏は「証券分析」を書きましたが、直ちにバリュー投資のバイブルとなりました。その中でグレアム氏は「安全域」があるときのみ投資する、と述べています。企業の本質的価値よりも大幅に割安となったときのみ株を買うと言っています。このコンセプトはこのアイデアが100年経った今日でもバリュー投資のコンセプトであり続けています。大恐慌の影響の経験を通じ、企業の本質的価値は清算価値と同等と定義され、グレアム氏は次の公式を導きました。まず現金。次いで10-25%割引いた未収金を加算。次いで25-50%割引いた棚卸資産を加算。次いで50-100%割引いたその他すべての資産を加算。次いですべての負債を減算。この推定清算価値よりも大きくディスカウントされた株価の株のみが同氏の「安全域」テストに合格した株です。

それに続く40年間、概ね株価はかなり簿価に基づいて決まりました。辛抱強い投資家は、人気がなく、推定清算価値よりも低い株価で取引されている企業を見つけることができました。それは資産重視の経済であり、有形資産に基づいて事業を評価することが適切でした。実際、1975年ごろまで平均的企業の83%の市場価値は有形資産でした。固定資産から価値が生まれる経済では競争的優位性を維持するのは大変でした。もしあなたが通常でない高いリターンを得たら、競争相手はあなたの固定資産を模倣し、あなたの優位性は消えるでしょう。簿価に対して一時的に大きなプレミアムで取引されている企業にとって、高い株価を維持することは難しいことでした。したがって、効果的な投資アプローチは簿価に対して割引された価格で取引されている株を買い、株価の回復を辛抱強く待つことでした。

しかし、経済活動が固定資産に依存しないようになるにつれ、無形資産が重視されるようになりました。例えばブランドネーム、顧客リスト、R&D(研究開発)支出、特許などです。今日、有形資産と無形資産の相対的重要性は40年前と比べて完全に逆転しました。平均的企業の市場価値の約80%が無形資産に由来するのです。しかし、グレアム氏のように、GAAPでは無形資産を評価しようとさえしません。

1980年代の初頭までには、ウォーレン・バフェット氏が運用するバークシャー・ハサウェイ社の投資ポートフォリオは、彼の師であるベン・グレアム氏が好んだ、簿価よりも割安なものとは見た目が全く違ったものになっていました。ポートフォリオにはゼネラル・フーズ社、R.J.レイノルズ社、タイム・インク社、ワシントン・ポスト社などがありました。

簿価に対して株価が明らかに高いのではないかと聞かれた時、バフェット氏は、最も貴重な資産であるブランドネームが企業のバランスシートには計上されていない、と好んで答えていました。

同氏のコメントは1983年の同社のアニュアルレポートに書かれているのですが、企業価値を決定する際に有形資産の重要性が減少していることは今日でも当てはまるように思えます。バフェット氏が多くのバリュー投資家よりも早く気付いたことは、保守的な会計基準は無形資産の価値を見落とす、ということです。一方、強いブランド名を持つ企業の経済的価値は十分には簿価に反映されません。

今日S&P500指数採用銘柄では、株価と有形資産(簿価)の相関は大変小さく、ほんの14%です。これは25年前とは大きく異なっており、その時は71%と今よりも5倍以上ありました。25年前と異なり、今日の企業の簿

価値を知ることは株価を知る鍵とはなりません。PBR(株価純資産倍率)に主に頼って企業を選別してきた投資家は、過去10年間、残念な運用成績となりました。中には、まもなく、今後長きにわたってプラスのリターンになる、と考える投資家さえいます。もし、現在簿価が株価と離れた動きをしていることが「根拠なき熱狂」によるものだとしたら、そうなるかもしれません。

しかし、私たちには非合理的なことには見えません。もし、簿価が今も収益力を決めているのなら、PERの分布はPBRと同じくらい広がるでしょう。しかしそうではありません。今日、PERの分布は25年前よりも狭くなっています。このことが示しているのは、無形資産が収益を生み出しているということであり、したがって、投資家は合理的に無形資産に価値を見出しているのです。ハリス社は、無形資産の重要性は今後とも続き、減ることはないと思っています。従って、PBRの低い銘柄に固執するポートフォリオは、今後とも残念な結果となるでしょう。

多くのバリュー投資家は、銀行や公益企業の分析といった特定の状況では、簿価が引き続き有効な判定基準になるものの、他の多くの企業ではさほどの洞察を与えてくれないということに気付いています。この理由により、多くの投資家は簿価を経済的価値測定のための決定的な指標とは見なしていません。ハリス社の見解では、それにもかかわらず、多くの投資家はこのことが損益計算書にとってどのような意味を持つのか、ということ深く考えていません。GAAPの簿価が経済的価値と密接にリンクしていたときには、企業の年間の損益計算書はその年度に計上されたおよその経済的価値を表していました。しかし、今では経済的価値は簿価とリンクしていないため、損益計算書はその年度に生み出された企業の価値の信頼できる数値とは言えないのです。

1991年のオークマーク開始以降、我々は単純なGAAPによる純利益や簿価からは見ることでできない経済的価値のある投資を探してきました。それ以降、パフェット氏のように、ブランドの広告費の増加が利益を圧迫している多くの食品会社に投資してきました。(興味深いことに、今日では反対の状況です。いくつかの企業は広告費を削減し、GAAPによる利益は増大しています。しかし、過去に支出した歴史的な広告費の恩恵を得ています。)ハリス社はケーブルTV企業を保有しています。純損失を計上し、簿価はマイナスとなる一方で、視聴する契約者は急激に増加しています。(ガートナー社と同様に顧客の獲得費用は短期的には彼らの収入を直撃します。しかし、彼らの顧客は長期契約なのです。)

ハリス社ではかつて高い成長力を持つバイオテクノロジー企業を保有しました。成熟した薬品会社よりも低いPERで売買されていましたが、彼らのR&D費用を長期の投資として取扱いました。

無形資産が重要性を増すにつれ、我々の無形資産に対する見方をより反映させた調整後の利益を有する保有銘柄数も増えました。アルファベット社、フェイスブック社、ガートナー社、ネットフリックス社、リジェネロン社など一般的にグロース投資家が保有する銘柄にオークマークもより投資するようになりました。オークマークの初期にあって食品やケーブルTV企業に投資したことと、それらの企業に投資したハリス社の考えの過程に相違はありません。今日、その考えはより多くの企業に適用されています。

企業の価値を決定する測定基準の変化にかかわらず、バリュー投資の基本的な概念は「証券分析」が最初に出版された84年前と変わりありません。

- 投資家は流行を追う。感情的になり、過度に反応する
- そのため株価がときに本質的価値から乖離することとなる
- 株価がその価値より低いとき、忍耐強い投資家は投資する
- それは本質的価値と株価のギャップである「安全域」を生む

では今日の投資家は、どのファンドが厳密にバリュー投資のプロセスを実行し、どのファンドが単に流行を追っているか、見分けがつくでしょうか？関連した判定基準も同様に進化しています。ハリス社はPBRについて本質的価値を推定するうえで重要と見なしていないため、我々のポートフォリオはその基準ではしばしば安く見えないのです。いつもではありませんが、低いPERはバリューがあることを示唆しています。一般的にハリス社のポートフォリオは市場平均よりも低いPERですが、GAAPのPERでは割高となる「例外」的な企業に投資することも頻繁にあります。

これらの「例外」的な企業について、真のバリュー投資家であれば、安全域をどのように計算したか説明できるでしょう。彼らが支払うに値しないと考えるものからどのように利益を得るのでしょうか。一例として、オークマークとオークマーク・セレクトの両ファンドで最もウェイトの高いアルファベット社を見てみましょう。この株式は主にグロース投資家が保有しています。同社の2018年の市場コンセンサスPERは26倍です。それはインターネット検索ビジネスの予想成長からして我々の推計どおりです。しかしながら、同社の1,150億ドルの現金やユーチューブ、(ウェイモを含む)他の業務は、巨大なバリューを有しているにもかかわらず、現在のハリス社の利益水準の推計には含めていません。これらのビジネスの価値は我々が無料で手に入れているもので、安全域となります。

ハリス社ではお客様に対して、投資をどのように考えているか理解してもらうためこのようなコメントを書いています。企業の本質的価値が主に無形資産に潜んでいる世界では、ファンドの投資アプローチを理解するためには形式的枠組みでは説明できないことが増えています。そのため以前にも増してコメントを読んだり、インタビューを見たりする時間を増やすことがより重要になっています。そのような取り組みはPBR以上にファンドの投資哲学を説明してくれるのです。

以上

■当社がハリス・アソシエイツ社に運用を委託している各ファンドと、当社が米国で運用するオークマーク・ファンド・シリーズの投資哲学や基本的な運用方針等は共通のものです。当社では、当社が提供する各ファンドの運用内容をお客様がご理解頂くうえで有益と思われる情報を提供して参ります。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.4% (税抜 5.0%)
- 換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用
…………… 信託報酬 上限 1.998% (税抜 1.85%)
- その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定のファンド、銘柄についてのコメントがある場合、当ファンド、銘柄についての投資の勧誘、助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本語の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては<http://www.oakmark.com> をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

1807234