

## ビル・ナイグレンのコメント (2019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。

我々は長期の投資家です。我々は、成長し、株主に利益をもたらしているビジネスを見つけることに努めています。株式を買うのは、こうした企業の株価が本質的価値を大きく下回ったときだけです。買ったのは、株価と本質的価値の差が狭まるのを忍耐強く待ちます。

「専門家とは、学べば学ぶほどどうでもいい知識が増えていき、

やがては無意味なことを知り尽くす人間のことである」

—— ウィリアム・メイヨー(メイヨー・クリニック創設者)

タイガー・ウッズが生後6か月にして、父親のゴルフスイングを真似していたというのは有名な話です。先月USオープンを勝ったゲーリー・ウッドランドは、さまざまなスポーツをやってきた遅咲きのアスリートでした。高校では強豪野球チームでショートストップとしてプレーし、大学ではディビジョンIIのチームでバスケットボールをやっていました。ニューヨーク・タイムズの『How Basketball and Baseball Helped Gary Woodland Master Golf』(\*1)という記事には、次のように紹介されています。「ゴルフに集中せずほかのスポーツで時間を無駄にしたと思われていたウッドランドだが、そうではなかった。たくさんの応用可能なスキルや、より良いプレーヤーとなるための人生の教訓を学ぶことができ、そして彼自身、よりしっかりした多才な人間になれたと感じている」、「試合が競っているときに打席やフリースローラインに立った経験から、プレッシャーや不安に負けず、それを受け入れる方法を学んだ」。子どもに複数のスポーツをやらせると、ひとつのスポーツに集中しているほかの子から後れを取ってしまうとおどかされてきたご両親は、これを聞いて安堵のため息をつくことでしょう。

スポーツ万能選手になることで恩恵を受けたウッドランドと同じように、ハリス社も万能型の投資アナリストを擁することで恩恵を受けています。運用会社は一般に、自社のアナリストがひとつの業種の専門家となるよう仕事を割り当てますが、ハリス社は、業種の狭い範囲に集中しているアナリストよりも、広い範囲の企業を分析しているアナリストのほうが、ずっと投資プロセスに価値をもたらしてくれるものと考えています。

ハリス社で働くアナリストは、我々の長期的なバリュー投資哲学を共有してくれている人材です。そうでなければ面接の段階で生き残ることはできません。彼らは初日からどんな業種にも目を向け、今後成長して株主に利益をもたらしてくれそうな割安なビジネスを探すことができます。こうした自由さのおかげで、才能ある人材を惹きつけて確保し、成長をうながし、リサーチ部門の柔軟性を向上させることができます。そして何よりも重要なことですが、運用プロセスに必要な妥協のない議論につなげていくことができるのです。我々のアナリストはどこでも魅力的な価値を探すことができるので、複数のアナリストが同じ業種の銘柄を追うこともめずらしくありません。このため、各アナリストはほかのアナリストの投資アイデアに重要なフィードバックをすることもできます。たとえば、アナリストのひとりが新規の銀行株を提示したとします。チームメンバーの多くが、銀行株の保有銘柄、もしくは未保有でこれから推奨しようとしている銘柄についてカバーしているので、新規投資アイデアの利点についても議論に加わることができます。

デイヴィッド・エプスタイン氏は、著書『Range: Why Generalists Triumph in a Specialized World』(\*2)のなかで、多くの分野が専門化されすぎた結果、万能型の人間のほうが価値ある問題解決者になりつつあることを主張しています。「高度な資格を備えた専門家は視野が狭くなりがちで、これは経験を積んで自信を増してもなお悪化することがある——危険な相乗効果である」。エプスタイン氏はさまざまな事例を通じて、「親切」な環境と「不親切」な環境の区別を試みています。「親切」な学習環境とは、心理学者のロビン・ハウガス氏が「パターンが何度もくり返され、フィードバックが正確かつ迅速」と定義した場のことです。専門家は「親切」な環境で成長します。単純な例として、三目並べ(○×ゲーム)などは「親切」な環境の典型です。ルールは固定され、パターンのくり返しやフィードバックは正確かつ迅速です。研究の必要もなく、単純な反復だけで、すぐさま世界チャンピオンレベルの強いプレイヤーが生まれます。

残念ながら、日常生活の大半は「親切」とは呼べない学習環境にあります。ハウガス氏は反対語として「不親切」な環境と呼んでいます。エプスタイン氏は「“不親切”な環境ではゲームのルールが不明瞭または不完全で、反復パターンにも波があつて明確でなく、フィードバックも遅れがちで不正確なことが多い」と述べています。投資という作業は、「親切」と「不親切」のあいだにおいてはかなり「不親切」寄りと言えるでしょう。

成功投資につながるビジネス条件をあげることはできますが、同じ条件が失敗につながる例を示すこともまた簡単です。企業の悪いニュースが流れると普通は株価が下がりますが、そのニュースが完全に株価に織り込まれていると、そのニュースで逆に株価が上がることもあります。信じられないほど安い価格で株を買っても、さらに値が下がることもあります。忍耐や信念が足りない投資家は、状況が変わってプラスの結果が出始める前にあきらめてしまうこともしばしばです。

長期的な成功をおさめてきたわれわれのバリューアプローチは、市場平均からパフォーマンスが遅れる状況が5年続いている現在のような厳しい時期でも、切り抜けることが可能です。以前にもこうした時期はあり、そのあとは回復したとはいえ、「過去のパフォーマンスは将来の結果の保証にはならない」こともわかっています。三目並べで成功することと投資で成功することはまるでちがいます。学習環境も当然違ってくるはずです。

“不親切”な環境における万能型の思考の価値を示すため、エプスタイン氏は、イーライリリー社の化学者が、社内で解決できなかった疑問をインターネットにあげたときのことを引き合いに出しています。解決策はすぐさま舞い込んできました——無関係の分野で働く個人からも返答がありました。このプロジェクトが大成功をおさめた結果、イノセンティブという別会社が設立され、複雑な問題をインターネットでさまざまな分野の専門家に提示し、解決策の提供者に報奨金を与えるという事業にまで発展しました。提示された問題の3分の1超が完全に解決されました——どれも専門家がさじを投げた問題だと思えば目をみはる数字です。エプスタイン氏によれば、問題解決に挑戦する人々のバックグラウンドの範囲が広ければ広いほど、問題の回答が得られやすかったということです。

投資には、複雑な問題を解決する方法の探求が必要です——“不親切”な環境は、極度の専門家には合いません——しかし一般的な運用会社は、ひとりのアナリストにひとつの業種を任せがちです。たとえば、ある投資企業がひとりのアナリストに化学業界を担当させるとしましょう。このアナリストは、いくつもの化学会社について細かい知識を手に入れていきます。化学会社のランキングを、事業の質に基づいて作ることもできるようになります。今後半年にわたるニュースの流れを知ることも、この仕事の重要なパートです。とはいえ、このアナリストが集中しているのは化学会社だけです。「化学会社のデュポン社は、クレジットカード発行会社のキャピタル・ワン社よりも良好なビジネスをしているか？」と問いかけてもぼかんとするだけでしょう。「どちらがより良い長期投資の対象になりそうか？」というさらに重要な問いにも、ひとつの業種だけの専門家には答えを出すことはできません。

我々は、万能型アナリストが専門家レベルの知識を得ることのほうが、専門型アナリストの知識を有益に活用することよりも簡単だと考えています。万能型アナリストが特定の業種について深い知識を必要とする場合、彼らは関連記事を検索し、ポッドキャストを聞き、経験豊かな経営陣と会話し、その分野の専門家に相談し、その業種専門の証券会社と面談します。インターネットのおかげで、昔と比べても、専門知識を得ることは格段にたやすくなっています。ただ、こうした情報をどう使うかが、以前と変わらず難しい部分なので——そしてそこが万能型の領域でもあります。

万能型のアナリストを揃えることで、我々は自分たちの思い込みにも気付くことができる、より柔軟な企業になることができます。新鮮な視点から保有株を見るのが有益だと思われるときは、リサーチディレクターが別のアナリストに任せることもあります。こうしたことは日常的にありますし、全員がさまざまな業種の企業を調査しているからできることです——新鮮な視点から新たな価値ある意見が出てくることもしばしばです。化学会社ばかりを追ってきたアナリストが、いきなり大手コンピュータ会社の IBM などをカバーすることになったとき、どれほど状況が変わるか想像できるでしょうか。まずうまくいきません。それだけでなく、われわれの“わざと反論する”議論プロセスも万能型アナリストの仕事です。各アナリストが保有株すべてについて考えます。保有に反対であれば、ほかの人間がカバーしている株式の売却を主張することになります。専門アナリストしかいない運用会社では、自動車業種のアナリストがケーブルテレビ企業の保有について考えることはありません——意識すらしていないこともあります。保有を反対することなどほぼ不可能です。

万能型モデルのもうひとつの強みは、アナリストがポートフォリオ・マネジャーになるための優れたトレーニングを提供できるという点です。我々の現在のポートフォリオ・マネジャーは全員、万能型アナリストを務めた経験を持っています。業種専門のアナリストがポートフォリオ・マネジャーになろうと思った場合、複数業

種間での比較をいかにうまくやれるかが問題になります。ポートフォリオ・マネジャーは、アルファベット社がフォード社より魅力的か、シティグループのほうがメルク社よりも良い投資か、毎日判断をくださなければなりません。我々のアナリストは、どの会社の購入を推奨するか決定するなかで、コンスタントにそうした判断を行っています。

タイガー・ウッズのような天才でも、ゲリー・ウッドランドのように万能型体験によって磨いた技術はあるはずです。あなたのお子さんが、サッカー、野球、バスケットボールをやっていて、野球のコーチがそろそろほかのスポーツはやめるべきだと言いだしても、そのアドバイスを無視することで子どもの生活を台無しにすることはまずないでしょう。そして、スポーツのことばかりでなく、環境が不安定であればあるほど、万能型は専門家より大きな成功をおさめることが多いというエプスタイン氏の結論を忘れないでください。我々のトラックレコードを見ても、投資家の皆様の利益はアナリストの広い視野から生まれていることがわかります。我々の職場環境も利益を得ています。ウッドランドは、自分の広範なバックグラウンドのおかげで、より飲み込みが早く、よりしっかりした、多才な人間になれたと考えています。我々のアナリストが持つ同様の特質が、当社をより働きやすい職場にしてくれています。

\*1 Crouse, Karen. "How Basketball and Baseball Helped Gary Woodland Master Golf." New York Times, June 17, 2019

\*2 Epstein, David. "Range: Why Generalists Triumph in a Specialist World." May 28, 2019

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が、当該ファンドの勧誘を目的とするものではありません。

## ■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。

1908248