

ビル・ナイグレンのコメント (2019年7-9月期)



ビル・ナイグレン氏

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。

同氏とウイン・マレイ氏(米国リサーチ部門長兼オークマーク・セレクト・ファンド共同マネジャー)は、金融ニュースサイト「グルフォーカス・ドット・コム」の読者の質問に答えました。以下は、そのなかで投資哲学や投資プロセスに関する部分を抜粋したものです。



ウイン・マレイ氏

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。買ったのちは、株価と本質的価値の差が狭まるのを忍耐強く待ちます。

Q1.まだ割安であるとわかっているけれども、損失を出している銘柄を扱うとき、どうやって感情をコントロールしますか。

ビル・ナイグレン: まず、「ある銘柄についてまだ割安であることがわかっている。」と言っても、株価が割安であると確実に言い切ることはできないということが重要だと思います。ある銘柄を割安だと判断したとしても、その投資判断が誤っていることを証明するかもしれないような新しい情報があれば、柔軟に受け入れ検討する態度が極めて重要です。バリュー投資家として、規律と忍耐が成功の前提条件です。しかし、度を過ぎて頑固になるのは致命的な欠点になりかねません。意固地にならないためには、常に確信できないまま見落としている情報を探すことです。

感情をコントロールする最善の方法は、株価よりも企業のファンダメンタルズに集中することだと思います。株式を買い付けるときは、企業のファンダメンタルズがどのように進展するかを予測するロードマップを準備し

ます。ファンダメンタルズが我々の期待を満たしているが、株価が下落している場合、しばしばそれを投資機会と考え保有比率を増やします。一方、ファンダメンタルズが予想と一致していない場合、通常、当初の予想に比べて株価がどの程度安いかにかかわらず、自分たちの主張が間違っていると考え、別の銘柄に取り掛かります。

Q2.企業の経営陣をどのように分析していますか。

ウイン・マレイ: 個人投資家は、経営陣と会う機会がないことを悲観すべきではありません。会社経営に関する分析のほとんどは、事業(これまでどのように売上を伸ばし、コストを管理してきたか)と資本配分(フリーキャッシュフローをどのように使ったか、経営陣による企業の買収や分社化などの評価点数はどのようなものか)の両方の実績を掘り下げて行っています。もしある企業が現在の株価よりも安い株式を発行して、大規模で高価な買収をしたとすれば、我々はそこで手を引いて、先に進むことが多いです。

我々は、投資を行う前に経営陣と会うようにしています。しかし、CEO(最高経営責任者)は簡単に良い印象を与えることができるので慎重にならなければなりません。彼らは総じてカリスマ的で、自信に溢れ、話術に長け、その上自社に関する深い知識も持っているため、どんな事実に基づく質問にも答えてあなたを唸らせることができます。

このため、経営陣と面談する際には、経営陣が現在の事業部門や市場で何が起きているかを話し合うのではなく、様々な経営状況で彼らがどのように考えているかがわかるような質問をするようにしています。悪い質問は、「欧州の最終市場についてどう見えていますか。」とか、「政府がかかる関税はいったいどうなるでしょうか。」とかです。良い質問は、「現在の設備投資計画のどの部分が御社に最高の収益をもたらすと思いますか。では、なぜ 2 倍の投資をしないのですか。」とか、「会社をうまく運営するために、取締役会にどんなスキルを磨いてほしいと思いますか。」とかです。標準的な返答をさせるよりも、別のシナリオについて考えなければならぬ立場に相手を追い込むのです。

また、役員への報酬がどのように支払われているかを確認するために、総会議案を常に確認することも重要です。たんなる売上の増加や利益の増加で人々が評価されることは望んでいません。私たちは、1 株当たり売上高、1 株当たり利益、投下資本利益率などの単位当たりの指標を求めています。成長のコストが適切に把握されていることを常に確認したいと考えています。

Q3.一般的なビジネス出版物やウェブサイトの他に、投資に関するアイデアやインスピレーションの源として役立つものはありますか。

ビル・ナイグレン: 一部の投資家は自分の属する組織外で生まれたアイデアを何でも否定的に見る「自社開発主義」症候群に捕らわれています。ハリス社の長所の 1 つは、独自の優れた投資アイデアのみで株式市場に勝ってきたのではないことを自覚していることです。競合相手がどんなことをやっているかを知ろうと努めていますし、良いアイデアがあれば活用することも考えています。

個人的には、成功している投資家、特に、自分とは違うスタイルの投資家についての本を読むのが好きです。私はウォーレン・バフェット氏(世界最大の投資持株会社であるバークシャー・ハサウェイの筆頭株主であり、同社の会長兼 CEO 最高経営責任者)を尊敬しており、誰の本を読むべきかと聞かれればバフェットの本を推薦します。しかしながら、バフェットに関する本を 7 冊も読み、彼の食生活について新しい知識を仕入れたりするぐらいなら、偉大なグロース(成長株)投資家や商品トレーダーについても読む方が有意義です。企

業のファンダメンタルズが我々の算定した本質的価値からいかに逸脱しているかを厳密に分析するという我々の投資手法が生まれたのは、他のバリュー投資家ではなく、商品トレーダーに学んだからです。

我々はまた、ハリス社のファンドと似た投資を行っている他のファンドの四半期報告書を読みます。尊敬する他のファンドが、我々が所有していない株式を新規に買い付けた場合、我々はそのアイデアを調査し、少なくともなぜ私たちが彼らの考え方と違うのかを自問自答します。反対する理由が見つからなければ、他の投資家が我々より先に良い投資アイデアを見つけたということであり、それは謙虚に認めるようにしています。

Q4.企業をどのように評価していますか。資産ベースまたは収益ベースのどちらの評価の方が有用ですか。

ウイン・マレイ: 企業の評価のためには、企業が将来生み出すキャッシュフローの合計を現在価値に割り引く必要があります。数学的には、それが企業を評価する唯一の正確な方法です。ハリス社では、通常の収益率を想定し、事業の税引き前、利払前キャッシュフローを見積り、税率、成長に必要な資本、予測される資本構造を適用して、中間的な成長率を見積ります。これらの要素を適切な割引率と組み合わせれば、その事業がどれだけのキャッシュフロー倍率に値するかがわかります。

その他の2つの評価方法、つまり収益ベースと資産ベースについて説明します。両方とも、割引キャッシュフローモデルへの近道としての有用性を持っていますが、最終的には、キャッシュフローが企業価値を決定します。企業の収益が税引き後キャッシュフローにほぼ等しい場合、収益ベースの評価モデルは、企業価値を判断するための正確なツールとなる可能性が高いのです。これは、研究開発や大きな償却費用がない成熟した様々な産業では珍しくなく、投資家にかなり広く利用されています。

資産ベースの評価は、現在のキャッシュフローが企業の「ノーマル(平常時)」の長期キャッシュフローよりもはるかに低い(または高い)状態の景気循環的な業界で特に有用です。

例えば、深海石油掘削企業を例に挙げましょう。同社は数十基の深海掘削船を所有しており、それぞれ数億ドルの価値があります。原油価格がバレル当たり100ドルを超えていけば、これらの船は異常に高いレートで契約され、元の資産価格に対して驚くべきキャッシュリターンを生みます。しかし、原油価格が急落すると、たくさんの船が使われず放置され、全くキャッシュフローを生まなくなります。(その上、船の状態を将来まで維持するためには、メンテナンスキャッシュフローも必要になります。)。この場合の妥当な評価方法は、同じ深海掘削船を建造しようとした場合にかかる現在の資産の取替価値を(減価償却費を考慮して)決定し、これを長期的な企業評価の基礎として使用することです。しかし、この評価方法を行う際には注意が必要で最終的に重要なのはキャッシュフローです。例えば、業界の状況が変化し、新たに建設された深海掘削船から十分な長期収益を得ることが不可能になった場合には、資産価値モデルでは企業価値を過大評価してしまうこととなります。

Q5.今は知っている投資の知識で、投資を始めた頃に知っていれば良かったと考えるものはありますか。

ウイン・マレイ: ハリス社に入社する7年前のことですが、私が26歳でビジネススクールを卒業してこの業界に入ったとき、素材産業の分析を担当させられ、株価が上昇しそうな銘柄を選ぶよう言われました。たとえば、コンソリデーテッドペーパーズ社(米国ウィスコンシン州にあった製紙会社)の企業買収者にとっての価値が現在の株価の2倍であるという私の考えは、コート紙(片面または両面に白土などを塗被してなめらかにし

た紙)の需給サイクルが下降していれば無視されました。アナリストは、彼らの推奨する株式が短期間、通常は1年間でどれだけ上昇したかということだけで判断されたからです。

私が教え込まれたのは、企業を評価する方法ではなく、今後数四半期にわたってどのようなニュースが発生する可能性があるのかを理解し、他の市場参加者がどのようなことを考えているのかを把握して、そのニュースがすでに株価に織り込まれているのかどうかを判断することでした。まぎれもなく面白い仕事でしたが、この分野で何十年もやっていくうえでは、儲けを出せるやりかたではありませんでした。25年以上の実績があるという投資家はみな、ほぼ同じ方法で利益を上げてきました。つまり、本来の価値から大幅に割安になった企業を(通常は、その企業が投資家からひどく嫌われているときに)買い入れ、企業が生み出すキャッシュフローによって最終的にその企業の株価が適正価格に上昇するまで保有するという方法です。

幸運なことに、私はある伝統的なバリュー投資家に面倒を見てもらい、本当の投資とは何かを教えてもらいました。ハリス社に入社するまでには、バリューの投資哲学も理解できるようになっていました。しかし、調査部門の責任者を務めていると、「上昇しそうな材料のある」銘柄を選ぶことを「投資」と考える採用候補者をいまだに数多く見かけます。将来のキャッシュフローの現在価値から見て大幅に割安な企業を買うのが本当の投資なのです。

2012年後半に、非常に聡明なアナリスト候補と面接したのを覚えています。彼は、名は知られているものの業績不振のヘッジファンドに勤務し、運輸セクターの分析を担当していました。面接時、当時株価が90ドルだった、ハリス社も保有するフェデックスの話題となりました。このアナリストは、多くの分析を行い、フェデックスの価値が一株あたり約160ドルであると判断しましたが、彼の会社はフェデックスを保有していませんでした。アナリストが大きな上昇余地を見ているにもかかわらず、彼の会社がフェデックスを保有していないことに驚きました。彼の説明によると、環太平洋地域の貿易統計は好転の兆しを見せていなかったため、フェデックスには好材料がない状況で、自らのキャリアを危険に晒す覚悟でもない限り、フェデックスを推薦することはできなかったのです。その1年後、好材料のなかったフェデックスは40ドル高となり、さらに1年後には倍の株価になりました。

週ごとの株式市場の動きの多くが、市場心理やニュースの流れを追いかけている「投資家」による売買で生まれていることに、経験の浅い投資家だったころの私はまだ気づいていませんでした。そのような売買は、効率的市場仮説(すべての利用可能な情報が完全に株価に反映されているとする理論)と真っ向から対立するものです。しかし、あまりに多くの運用会社が、市場心理やニュースの流れを追いかければ達成可能と考えて、年間の株の運用実績に基づいて、アナリストに報酬を支払ってきました。幸いなことに、この業界の慣行がすぐには変わるとは思えないので、大型株に関しても市場の非効率性は存在し続けるはずで

ビル・ナイグレン: 若い投資専門家の最もよく見られる傾向は、ほぼすべてにおいて定量的なスキルに頼り、企業やその経営者の定性面のポジティブな材料やネガティブな材料を無視することだと思います。私も例外ではありませんでした。新卒の若者はたいてい上司よりも定量的なスキルが高いので、そうなるのもごく当然なことです。そして、「最大のトンカチを手にしたら、その人にはすべてが釘のように見えてしまう。」という諺があるように、自分の得意な特定の道具、方法、考え方、知識・経験に固執すれば、問題の本質が見えなくなってしまいます。しかし、ハリス社で行った投資の中では、より良い定量モデルのおかげで、他の投資家より良い成果を上げたものは思いつきません。

経験を積むことで、モデルに組み込むのが難しい定性面を評価できるように成ります。通常、ハリス社が投

資して大きな成功をおさめた株式には、経営陣や事業の質に関する差別化された視点が含まれているものです。若いアナリストであったときに、私はいつも本当に安い株を探すことから始めていました。そして、その株が確かに割安であるという結論が出てから、経営者や事業に定量的な割安さを相殺してしまうほどの定性的な問題がないか確認していました。その企業が少なくとも受け入れられるレベルだという結論を出すため、経営陣に会う前にこのような評価作業をすべて完了していたのですから、経営者や事業の質の評価に関して、私がどれほど強い偏見を持っていたかを想像できるでしょう。

現在の私は、アナリストたちに、定量から定性へのプロセスを逆転させるよう奨励しています。つまり、ぜひ保有したいと思えるような企業や経営陣を見つけてから、その企業のバリュエーションが魅力的かどうかを確かめるのです。現在魅力的でない場合は、株価をモニターして、魅力的なときに投資する準備をします。我々の保有期間は通常5年～7年ですが、ファンドに組み入れたことのない優れた経営者がどれだけの価値を付加できるか、逆に能力のない経営者がどれだけの企業価値を損なうのか、その期間が経過するうちには驚くほど見えてきます。

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、同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 5.5% (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 2.035% (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。

1911191