2023 年 4 月

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

ビル・ナイグレンのコメント（2023 年 1-3 月期）

ビル・ナイグレン

ビル･ナイグレンは、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。ウィンス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。

（1）銀行

銀行について書くつもりはなかったのですが、最近の出来事と私たちの保有株式の状況から、いくつかのコメントが必要だと感じました。

先月は銀行システムが株式市場の主役になりましたが、それは決して良いことではありません。シリコンバレー銀行とシグネチャー銀行が破綻したことで、中小規模の銀行から預金が流出するのではないかという懸念が高まりました。そのため、投資家は銀行株を売るようになりました。私たちのファンドの銀行への投資比率の大きさを考えると、3月は良い月ではありませんでした。ハリス社では、保有している銀行が破綻した銀行とどう違うかを考えることが重要だと考えています。

破綻した銀行の資金源は、FDIC（米連邦預金保険公社）に保証されている預金者一人あたり25万ドルまでの預金よりも動きが速い無保険預金（25万ドルよりも大きい預金）がほとんどでした。さらに、破綻した銀行は、こうした短期間で動く預金を満期が長い債券に投資していました。金利が急速に上昇したため、こうした長期債は価値を失いました。もし長期債を時価評価すれば、シリコンバレー銀行の純資産はマイナスになったはずです。一方、ハリス社が保有する銀行は、その資金源の大半が25万ドルまでのFDICに保証されている預金で賄われており、預金の流出リスクは小さいのです。さらに、問題を起こしたシリコンバレー銀行ほど長期債への大きな投資をしていませんでした。有価証券を時価評

価した後も、ハリス社が保有する銀行の純資産はプラスを維持しています。日が経つにつれて悪化する傾向がある信用リスク問題とは異なり、預金と債券のデュレーション（投資資金の回収期間）のミスマッチ（不調和）は時間が経てば自然に解消します。「粘着性があって動きが遅い」預金は、デュレーションの長い資産と相殺され、含み損を取り戻すための時間を確保することができます。そしてあともう一つの違いは、破綻した銀行では内部関係者が個人的に自社株式を売却していたのに対し、ハリス社が保有する銀行の内部関係者は3月に自社株を買い越していたことでした。

銀行業は規模の経済（規模の拡大に伴い、コストが低下する効果）が大きい産業です。経験則では、同じような規模の2つの銀行が合併した場合、非金利費用（融資や預金で利ざやを稼ぐ預貸金業務以外にかかる費用）を20%削減することができると言われています。そのため、銀行業界は統合が進んできました。40年前、アメリカには14,469行あった銀行が、今では4,200行ほどしかありません。この減少は、小規模な銀行を優遇する政府の政策にもかかわらず発生したものです。(銀行の数が減ったからと言って最寄りの支店までの距離は必ずしも遠くなってはいません。支店は過去40年間で倍増し、80,000以上になっているからです)。規模の経済は、銀行が統合を続けることが業務効率化のための自然な選択肢であるということを意味します。景気の良い時には政府の政策が銀行の統合を阻むかもしれません。しかし、銀行経営においての経済的合理性は非常に重要なので、大手銀行の統合への動きが止まることはないでしょう。最近の破綻で議論されているように、すべての銀行に対して規制の公平性が保たれれば、銀行数の減少が加速すると予想されます。

競争上不利な立場にある小規模銀行は、大規模銀行が提供する金融商品や金融技術の幅や深さに対抗するのに苦労しており、流動性や資本要件の低さを利用することでしか、株主から求められる競争力のあるリターンを得ることができません。その結果、小規模銀行は、預金者を保護するための資本や流動性が少なく、リスクが集中することが多いのです。3月に見たように、こうしたリスクが悪化すると、預金者はより安全な大銀行に移ります。ハリス社が保有する米国の銀行は、いずれも資産規模が1,500億ドル以上で、米国の大手銀行25行にランクされています。私たちは、今後も規模の経済というスケールメリットの恩恵を受けると期待しています。しかし、株式市場では、規模にあまり関係なく下落しています。ハリス社が保有する銀行株は、ほとんどがPER（株価収益率）1桁台、PBR（株価純資産倍率）1倍以下で取引されており、割安なだけでなく、業界平均よりも早く成長する可能性があると信じています。ハリス社では3月に銀行株の保有を増やしました。

（2）本のご紹介とチャットGPT（対話型人工知能）

「犬を手に入れた」

チャットGPTの自動修正機能で、今回取り上げるガイ・ハンズ作の「ザ・ディールメーカー　プライベート・エクイティ投資からの教訓」の中の「EMIを手に入れた」という文章が「犬を手に入れた」という文章に修正されました。※1

ガイ・ハンズ作の「ザ・ディールメーカー　プライベート・エクイティ投資からの教訓」は、同氏がゴールドマン・サックスでの勤務からプライベート・エクイティ（未公開株）のディールメーカー（取引における仕掛人となる仲介者やアドバイザー）として成功するまでの過程を綴った魅力的な回想録です。本書は、野村證券での勤務や投資会社テラ・ファーマ・キャピタルの設立など、同氏の業界における経験について詳細に説明しています。本書を通じて、同氏は、自身が行った様々な取引に関する洞察と見解を述べ、起業家や投資家を目指す人々にとって貴重な教訓を提供しています。同氏のキャリアにおけるビジネスとプライベートの両面に焦点を当てた「ザ・ディールメーカー　プライベート・エクイティ投資からの教訓」は、金融やビジネスの世界に興味のある人にとって、魅力的で刺激的な一冊となると思います。

この本で最も面白かったのは、同氏が自分の失敗を徹底的に分析したことです。これをより楽しくするために、チャットGPTに、投資会社テラ・ファーマ・キャピタルが行った最大の買収案件であるEMI（1931年から2012年まで存在したイギリスのレコード会社）の買収においてなぜ損をしたのかを説明してもらいました。

「テラ・ファーマ・キャピタルが2007年に行った世界有数の音楽会社であるEMIの買収は、プライベート・エクイティ史上最大の失敗の1つと広く考えられています。この買収が失敗した理由はいくつかあります。まず、買収のタイミングが不運だったことです。音楽業界に大きな打撃を与えた2008年の金融危機の直前でした。レコードやCDなどの物理的な音楽販売からの収益が減少し、デジタル音楽の台頭と相まって、EMIは収益性を維持することが難しくなっていました。第二に、この買収は、テラ・ファーマ・キャピタルが多額の借り入れを行い、負債によって賄われました。このため、EMIは債務を返済するのに十分なキャッシュフローを生み出さなければならないことが大きな経営の足枷となり、長期的な成長よりも短期的な収益性を重視するようになりました。第三に、テラ・ファーマ・キャピタルはEMIに対して過剰な支払いを行い、買収の評価額は42億ポンドとなり、当時は高すぎると考えられていました。この高すぎる買収金額のために失敗以外の余地はほとんど無くなり、さらに音楽産業の衰退により、EMIが期待通りのリターンを得ることは困難となりました。最後に、テラ・ファーマ・キャピタルの経営スタイルは、あまりにも攻撃的で、音楽業界とはかけ離れていると批判されました。テラ・ファーマ・キャピタルは、音楽共有サイトであるYouTube（ユーチューブ）を提訴するなど、いくつかの不評な決定を下し、EMIのアーティストや経営陣から疎まれることになりました。これらすべ

ての要因が、テラ・ファーマ・キャピタルによるEMI買収の失敗につながり、最終的にEMIのレコード音楽部門は2012年にユニバーサル・ミュージック・グループに売却されました。」

チャットGPTによる要約の中で私が見つけた唯一の間違いは、買収価格であり、ガイ・ハンズは42億ポンドではなく、32億ポンドだと述べていました。表面的には、チャットGPTは間違いにもかかわらず、きちんとした説明を書いています。この章の冒頭のチャットGPTのオートコレクト（文章自動修正機能）のエラー※1と同じように、人工知能の初期形態で同様の失敗が起こるにもかかわらず、その機能をオフにする人はほとんどいません。（今回は修正結果が内容にあまりにぴったりでした。）

しかし、よく読んで見ると、チャットGPT はEMI買収の失敗を予期せぬ外的ショックのせいにしていることがわかります。
・金融危機
・金融危機によって音楽売上が減少
・売上高の減少によるデジタル配信への移行の加速
などです。

一方で、ガイ・ハンズのミスの反省が面白いと感じたのは、決して「起こったこと」にフォーカスしていないからです。その代わりに、彼は外部からの衝撃を致命的なものにすることを許した内部プロセスのミスに焦点を当てています。同氏は、EMIとの契約について、次のような問題点を挙げています。

・前回の取引で競り負けた後、「勝たなければ」というプレッシャーを感じていた。
・自分のチームをよく知らない。128人のうち100人は直近2年間で採用されたメンバーで構成されていた。
・取引額が大きく、自らが扱える最大ポジションサイズを超えた。
・一度デューデリジェンスに着手すると、EMIからの数回もの業績下方修正見通しを無視した。
・2008年に大不況が到来する懸念が高まっていたにもかかわらず、それを無視した。
・売主の早期売却希望に応えるため、通常のデューデリジェンス（企業の経営状況や財務状況などを詳細に調査すること）を省略した。
・上場企業を買収する際に、条件の再交渉がいかに難しいかを認識していなかった。
・借入れの条件を決める前に買収価格を決めてしまい、資金の貸し手が優位に立つことになった。
・間違っていると思った後でさえ、取引から手を引くと恥をかくと思った。

・「客観性を失うから企業の所有者は経営者になるべきではない」という自分のルールを破って、ガイ・ハンズがCEO（最高経営責任者）になった。
・そしておそらく最も重大なのは、彼らが長期的な投資を行えない取引構造を受け入れたことである。EMIは、最終的に250億ドルの企業価値があったが、その企業価値が顕在化するずっと前に、負債保有者がEMIの所有権を取得してしまっていた。

ガイ・ハンズのミスの反省は、私たちが負けた投資をどのように検証しているかということを思い出させてくれました。ハリス社では、次の素晴らしい案件を見つけなければならないというプレッシャーを感じることはありません。私たちのチームは10年以上一緒に仕事をしていますし、常に上場株式に投資していますし、経営を引き継ぐこともありません。そのため、EMIのような失敗をすることはありませんが、他の多くの失敗は、私たちの長い歴史の中で、私たちも同じような失敗をしてきたため、よくわかっています。

ハリス社のファンドが損失を被った場合、私たちは社内で大規模な事後調査を行います。何が起きたせいだろうかと外部に目を向けたくなりますが、内部に焦点を当てることで、プロセスを改善し、同じ過ちを繰り返す可能性を最小限に抑えることができます。

チャットGPTは、EMIに起こったことを抽出しうまく一覧表にしましたが、テラ・ファーマ・キャピタルが他に何をすべきだったかという内部的な重要な要因は完全に外していました。AI（人工知能）が進歩し、作家をより生産的にする可能性があるにもかかわらず、ハリス社のアナリストの仕事は今のところ安泰だと思います。しかし、チャットGPT の名誉のために言っておくと、外部の人間から見える要因をまとめるのはとても上手でした。ちなみに、このコーナーの冒頭※1に出てきた「ザ・ディールメーカー　プライベート・エクイティ投資からの教訓」の100字程度の要約もチャットGPTが書いていて、これはなかなか改善できないと思っていました。チャットGPTは、検索サイトBing（ビング）を所有するマイクロソフトが一部出資しています。11月のチャットGPTの一般公開後、投資家はBingが検索サイトGoogle（グーグル）からマーケットシェアを奪うのではないかと心配し、Googleの親会社アルファベットの株価が下落しました。

アルファベットはハリス社のファンドの最大の保有株です。Googleの検索事業が高い企業評価に値すると考えているからであり、現金やその他の資産を調整した株価は、現在割安な価格で取引されています。市場平均以上の成長率を誇る検索事業において、Googleの圧倒的な市場シェア（チャットGPT公開後も拡大中）は、より高いバリュエーションに値すると信じています。投資家は、チャットGPTの立ち上げが、GoogleのAI（人工知能）に対する遅れを示していると誤って解釈していると考えています。しかし、ハリス社は、アルファベットが長年にわたってAIに多額の研究開発費を費やしてきたことから、アルファベ

ットがリーダーであり、より慎重になっているに過ぎないと考えています。検索市場の支配率はマイクロソフトの6%に対し、アルファベットは89%と失敗すると失うものも大きいからです。
しかし、チャットGPTのエラーやその他の奇妙な動作が報告されたとき、Googleがシェアを失うのではないかという懸念が薄れました。そして先月、アルファベットは自社開発のAIチャットボット「Bard（バード）」のテスト版を公開し、投資家をさらに落ち着かせました。BardがチャットGPTと比較して優れている点は、チャットGPTが過去1年間に出ていた情報にしかアクセスできないのに対して、Bardは現在の情報にもアクセスできることです。ですから、もちろん、Bardをテストするときには、私が一番関心のある今シーズンのシカゴ・カブスの見通しについて聞かざるを得ませんでした。

「シカゴ・カブスは、捕手のタッカー・バーンハート、遊撃手のダンズビー・スワンソン、中堅手のコディ・ベリンジャー、一塁手のエリック・ホズマーと契約するなど、オフシーズンにロスター（選手登録枠）に大きな変化をもたらしました。これらの変化は、2023年のカブスをより競争力のあるチームにし、プレーオフに進出させる可能性があります。

バーンハートは堅い守備の捕手で、プレートの後ろに安定感をもたらすでしょう。スワンソンは若くて才能のある遊撃手で、カブスの攻撃の要となることが期待されています。ベリンジャーは元オールスターの外野手で、カブスのラインアップにパワーとスピードをもたらすでしょう。ホズマーはベテランの一塁手であり、カブスのクラブハウスにリーダーシップと経験を提供してくれるでしょう。

これらの変化に加え、カブスは、先発投手のマーカス・ストローマンや元広島東洋カープ所属の鈴木誠也外野手など、複数の主要選手がケガから復帰したことも追い風になると予想されます。ストローマンは球界屈指の投手であり、鈴木はスターになる可能性を秘めた注目のルーキーです。

カブスはまだ若いチームであり、2023年シーズンを取り巻く環境は不透明な部分があります。しかし、彼らがロスターに加えた変更によって、より競争力のあるチームとなり、プレーオフに進出できる可能性があります。」

こんな嬉しい分析をしてくれるとは、アルファベットの対話型AI・Bardは、まさに私の新しい親友です。

■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ファンド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・商品説明書)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・商品説明書)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・商品説明書)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、英文と日本文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://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。 2023-04-204