



マネジャ・ミーティングレポート⑱

Walter Scott 世界株式戦略 公開ミーティング要旨

日時: 7月21日(火) 14時-16時

場所: HC 5階会議室

マネジャ: Roy Leckie 氏(インベストメント・マネジャー)、Murdo MacLean 氏

HC: 横山、柳井、磯部、前田

[会社情報]

- ・ 1983年設立の世界株式特化マネジャ。
- ・ スコットランドのエディンバラを拠点とする。
- ・ 2009年6月現在、AUMは249億ドル。
- ・ 2006年10月にMellon Financial Corporation (現 The Bank of New York Mellon Corporation)傘下となるが、経営は独立。
- ・ 役職員は100名以下と少数精鋭、新卒を一から育て上げ、7-8年目に運用プロフェッショナルとなれるよう、アドミニストレーションやトレーディング、リサーチの各部門をローテーションする。人材定着率は非常に高い。
- ・ 顧客は機関投資家が中心で、世界中にいる。
- ・ 会社の運用哲学やカルチャーは良く継承され、次世代の人材が育っている。
- ・ 2009年2月より、日本の大手公的年金に採用された。

[世界株式戦略情報]

- ・ 成長性、収益性、割安感を重視する世界株式戦略。アジアを始めとするエマージング諸国の自律的成長を長期テーマとする。
- ・ 年率20%の成長を維持しうる、商圏の確立した、キャッシュフローの潤沢な事業に注目し「買い持ち」。
- ・ 1銘柄当たりの保有比率が5%を超えたら一部売却する基準を設けており、買い持ち戦略であっても、自動的な利益確定手段を取り入れている。平均投資期間は7年程度。下落リスク抑制重視。
- ・ セクター・地域は銘柄選択の結果であり、トップダウンで割り当てている訳ではない。
- ・ 運用哲学
 - ◇ 銘柄選択重視: マクロテーマは置かない。
 - ◇ ファンダメンタル分析重視: 事業構造や収益構造が明確な銘柄にしか投資しない。
 - ◇ 調査分析主導: 徹底的に分析することで、優良銘柄の発掘は可能と考える。

- ・ 会社は、成長し、収益を出し続けることができれば、事業価値は上昇し、いずれは株価に反映される、との信念を貫く。
- ・ 株主の権利を重視する会社を好み、負債比率の高い事業には投資しない。成長性の高さや速さよりも成長性の持続力を重視する。故に、実績の短い会社には手を出さない。今後伸びる可能性がある企業ではなく、既に成功し、今後も成功し続ける強みを持っている企業に注目する。
- ・ また、安全性を高めるために、投資の際には、株価が事業価値より割安であることが絶対条件であり、注目銘柄であっても、株価が適正水準に下落するまで手を出さない。
- ・ 銘柄の購入は満場一致の決定、売却は一人でも保有継続に反対であれば実施するという保守的な意思決定形態。
- ・ リサーチミーティングは2日に1度、平均して週3回実施。
- ・ 回転率は低く、年率10-50%。頻繁に銘柄の入れ替えを行わないので、個別銘柄の売買の決定に時間を費やすことが出来る。
- ・ 基本的に短期での売買はしないが、バリュエーションが上昇した場合、一時的に配分を調整することもある。
- ・ 銘柄選定に当たっては、グローバル3000超の銘柄を財務の健全性や流動性、成長期待の観点から300銘柄に絞込み、成長力ある事業を追い求め、徹底的な財務分析で50銘柄前後のポートフォリオを構築する。
- ・ 現状の株式指数構成には関心がなく、むしろ、5年先の国別配分、セクター配分を先取りすることに関心がある。注目先300社程度のアニュアルレポートを取り寄せ、指標やグラフを目で見て仕分ける地道な作業を実施。市場占有率や競争優位性、バランスシートの健全性、過去の成長力、経営の質を重視することから、比較的流動性が高く、老舗の大型銘柄中心。
- ・ 企業の分析に当たっては最低5年、平均10-15年の財務分析をする。
- ・ 2009年第2四半期は市場の反発に追従できなかった。前期は金融が強く上昇したが、当社は金融をあまり好んで保有しないことも一因。当社の戦略に共通しているのは、ブルーチップを保有している為、今回のような上昇相場には追従できない傾向がある。市場が徐々に上昇するときは追従度が高く、また下落時には下支え効果を発揮する。
- ・ 過去1-2年間で日本株の割合は減少し、米国株の割合が上昇した。これはバリュエーションと成長性の点で魅力的な企業が増えたことによる。以前から米国には魅力的な企業が多かったが、バリュエーションが高かった。それでも依然、BM対比では日本オーバーウェイト・米国アンダーウェイトになっている。
- ・ 日本株は投資妙味がない等と言われるが、しっかりと銘柄選択をすれば魅力的な会社は多い。よくコンサルタントから、「日本株をオーバーウェイトしているのに、なぜ長期的にアルファを獲得できているのか」と聞かれる。国を選ぶのではなく、会社を選んだ結果が日本株のオーバーウェイトである。

[今後の見通し]

- ・ 前四半期の市場の反発はファンダメンタルを反映しておらず、回復にはまだまだ時間を要する。おそらく3-5年はかかるのではないかと。ベア・マーケットでの強いラリーは、歴史的にも見られている。
- ・ 企業の経営者と話すと、現況は厳しいところが多く、消費者マインドの後退や失業率の高さからも早期に回復す

ることはないと思われる。

- ・ 市場が伸びない場合においても、当社の保有する企業は、B/S が健全で市場シェアが高く、競争力があり、成長することが出来る。

[Q&A]

Q1: 日本の大手公的年金に採用されたことにより日本の顧客は増えたのか。

A1: その恩恵はあまり受けておらず、増えたということはない。既存の投資家で実績を上げることが出来れば、自然と伸びるものと考えている。

Q2: タバコ会社への投資は、健康に有害なので保有しないという SRI 的な考えとエマージング市場での成長が期待できるので積極的に投資するという 2 つの意見に分かれると思うが、御社はどのように考えるのか。

A2: どちらの意見も正しい。先進国では市場は右肩下がりであるし、訴訟リスクが高過ぎる。実際、投資家のガイドライン上の制限がある場合もある。先進国のタバコ会社は保有していない。エマージング市場の成長やバリュエーションの点からは先進国のタバコ会社は魅力的ではあるが、他のエマージング戦略では現地のタバコ会社を 10%程度保有している。

Q3: 国の政策により、あまり優位性のない会社が救済されることは、市場シェアが高く、競争力のある会社にとって足枷とならないか。

A3: 確かに短期的には足枷となりうるが、長期的には優良企業以外は市場で淘汰されるのであまり関係ない。

Q4: エマージングはデカップリングと考えられていたが、最近ではカップリングとも言われている。御社はどのように考えるか。今回、新規にブラジルの石油会社を購入しているが、背景などを教えて欲しい。

A4: エマージングのカップリング/デカップリングについては、当社内でも意見の分かれるところである。個人的にはアジアにはデカップリング出来る国があるのではないかと考えている。ファンダメンタルが魅力的であればエマージングの企業も先進国と同様に見るが、マクロリスクについて追加で検討することになる。新規購入したブラジルの石油会社については、ブラジルがデカップリング出来るから組み入れた訳ではない。2年前から見ており、経営陣との面談や現場への訪問をし、ビジネスが理解できたので組み入れた。

Q5: 南アフリカで開催予定のワールドカップの恩恵を受け、インフラ投資の増加が予想されるが調査はしているのか。

A5: 今秋、当社から 2 名南アフリカに出張し、約 30 社を訪問する予定である。以前、南アフリカのエネルギー会社を保有していたが、法改正により株式が希薄化した為、売却したという経緯がある。

Q6: エネルギーセクターと素材セクターの株価は、コモディティ価格に連動して上下するようだが、御社の保有銘柄を見るとエネルギーの方が多いうたがその理由は。

- A6: エネルギーの価格は石油・ガスの価格に左右されるだけであり、ビジネスが理解しやすく、石油製品の販売は成長している。一方、素材セクターはエネルギーセクターと異なり、コモディティの種類も多く、値決めや取引契約の形態も様々で、個別要素が強い。また素材セクターは M&A により規模が拡大した会社が多く、B/S の点で問題になることが多い。
- Q7: ベア・マーケットが続く場合、買い持ち戦略では上下して元に戻るだけではないか。何かそのための対策はしているのか。
- A7: 株価ではなく、企業の質(ビジネスモデル・競争力・経営・B/S の健全さ)に着目している。
- Q8: 中国の発表データは実情との食い違いが多々あると聞かすが、どのように利用しているのか。
- A8: 確かによく食い違いがあると感じている。当社では香港上場の中国株に投資しており、香港のデータは透明性が高く、信憑性も高いのでそちらを利用している。
- Q9: ロスカットはしないのか。
- A9: 明確な基準は設けていない。長期の買い持ち戦略ではあるが、株価の動きは毎日チェックしており、ファンダメンタルと一致しない場合は売却する。
- Q10: 成長性の高さや速さよりも成長性の持続力を重視することだが、①3 年間のうち 1 年だけ 50%の利益成長、②3 年間で徐々に 50%成長の 2 社があった場合、どちらが魅力的か。
- A10: ②の徐々に成長する会社を選ぶ。会社は定率では成長しないことが多く、今後の成長のために種蒔をしている会社が魅力的。現在のポートフォリオ約 50 社中、12 社は 15 年間程度保有している。
- Q11: 日本の大手電気機器銘柄はいつから保有しているのか。
- A11: 1992 年から 17 年間保有している。当戦略の保有銘柄で一番高い利益率を誇る。売上・利益率は購入以来 2 ケタ成長している。海外売上高の占める割合が約 20%と低いので、今後まだまだ伸びることが予想される。

以上

留意事項

弊社の投資先、もしくは投資候補として注目度の高いマネージャに関する公開ミーティングを通じたご理解を今後の資産運用にお役立ていただくこと、および弊社へのご理解を深めていただくことによる投資一任契約の締結の勧誘を目的としており、特定の金融商品の募集・勧誘を行うものではありません。

投資一任契約には以下のリスクや報酬・費用のご負担が伴い、損益はお客様に帰属します。

・投資一任契約は、価格変動のある金融商品やデリバティブ取引等を投資対象としており、投資対象により異なりますが、金利や通貨の価格、株価等の様々な指標等の変動の影響を受け価格が変動し、元本欠損が

生じる恐れがあります。なお、対象がファンドとなる場合は、運用会社の裁量等により解約制限条項が、事後的に設けられることがあります。

- ・投資一任契約の運用受託報酬および投資一任契約に基づく投資の実行等に伴う費用(金融商品等の売買委託手数料、組み入れ投資信託で間接的に発生する運用報酬、信託報酬等の費用)は、お客様との報酬に関する合意内容および投資対象の種類や保有期間等が投資一任契約毎に異なるため、予め表示することはできません。そのため、報酬と費用の合計額についても予め表示することはできません。

商号:HC アセットマネジメント株式会社

登録番号:金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 430 号

加入協会:(社)日本証券投資顧問業協会
