

スパークス・新・国際優良日本株ファンド (愛称：厳選投資)

2015年8月の運用コメント

当月のプラス貢献銘柄はテルモなど僅か数銘柄に留まりました。

一方、当月は日本電産、花王、キーエンス、など上位保有銘柄が幅広く下落しました。中国政府による突然の人民元切り下げや、同国製造業の景気指数悪化などを受け、世界景気の牽引役であった中国経済の変調がリスク視されたことによるものです。世界の株式市場が急落し、当ファンドの保有銘柄も影響を免れませんでした。とりわけ中国などからの訪日客需要の恩恵を受けるとして、年初より上昇ペースが加速していた一部の消費財・日用品関連株も大幅下落したことが市場全体並みにファンドのリターンが悪化した要因です。

これらの消費財・日用品企業は、本来景気に左右されにくい安定したビジネスである点は現在も変わりありません。私どもが着目している紙おむつ、スキンケア化粧品、その他家庭用品などは少額商品であるうえ、生活必需品に近いため、それほど需要は落ち込まないと考えられるからです。とりわけ日本発の高品質、高付加価値を武器に、グローバル市場で着実に成長を続けられることが期待されます。

また私どもは今後中国の景気低迷が続いたとしても、中国人を始めとする海外旅行者の需要は旺盛であり、いわゆる「インバウンド需要」の成長余地も大きいとの見方をしています。その理由としては、1) 人民元の切り下げはあったものの、日本円は過去3年でみれば未だ大きく下落した水準にあり、海外旅行者にとって日本の割安感が存在すること、2) 中国ではパスポート保有者がいまだ全人口に対してわずかな比率に留まっていること、3) 日本政府も積極的に訪日客向けに旅行ビザを緩和する方針であること、などが挙げられます。日本を訪問する2014年の外国人旅行者は年間13～14百万人と、世界的にみても未だ低い水準に留まっており、隣国である韓国（年間14～15百万人）と比較しても小規模です。日本の豊かな観光資源、良好な治安状況、国土面積、および政府の積極的な観光産業に対する注力方針を勘案すれば、観光客流入トレンドはまだ続くと考えられます。

私どもは、株式相場のテーマを追いかけるような投資は行いませんが、すでに保有している企業群については今後も自らの海外展開による売上拡大だけでなく、国内における訪日客関連需要に関しても、その恩恵を受けることを期待して引き続き保有を続けていく方針です。

当月、私どもは新規銘柄としてソフトバンクグループに投資を始めました。同社は日本の三大移動通信事業者の1社であると同時に、アメリカの同業者であるスプリント社の親会社、また中国最大のeコマース業者（電子商取引業者）であるアリババ社や、日本有数のポータルサイトであるヤフー株式会社の筆頭株主であり、通信・インターネット関連業種に特化したコングロマリットといえます。同社の創業者かつ社長でもある孫正義氏は誰もが認める日本における最高の経営者の一人です。

私どもは2年ほど前まで同社株への投資に対して消極的な見方をしておりました。その主な理由として、同社がこれまでビジネス構造の大幅転換を繰り返してきており、将来業績を予想する際にベースとなる過去の安定したトラッキングレコードがないこと、また巨額ともいえる有利子負債を外部から調達しており、私どもが重視する「強固な財務内容」を持つ企業という条件に当てはまらないこと、そして通信事業というのは公益事業の色彩が強く、他業界に比べて政府の規制が及びやすい業界であるという点などを挙げました。

同社は2013年末以降、買収した米スプリント社の業績低迷が長引いており、株価も調整局面が続いていますが、今回、私どもは経営陣にひとつの変化が起きたことを確認しました。それは8月上旬に行われた2016年3月期第1四半期決算説明会において、孫社長がスプリント社の再建について明るい兆しが見えてきたことをはっきりと言及したことです。孫社長は、スプリント社買収が完了してからの2年間、業績回復の見通しが立たないことから半ば自信をなくし、一時はスプリント株の売却すら検討したとのことでした。しかし、ここ数か月、ソフトバンク、スプリント両社の通信ネットワークエンジニアたちがスプリント社の抜本的な通信ネットワーク強化策を協議し、全体的な再建計画がようやく固まったと発表しております。通常、経営者によるこのようなコメントは、単なる時間稼ぎであったり、株主を心配させないための「リップサービス」に過ぎないケースが多いのですが、今回同社は決算発表後、日本国内において1,200億円にのぼる自社株買いを実行しているうえ、米国ではスプリント株の更なる買い増しを行いました。これは彼らのスプリント社復活に対する手応えが本物であることを示していると考えられます。さらに今年新たに経営に参画した副社長ニケシュ・アローラ氏も当月中に600億円もの自己資金を投じてソフトバンク株を購入することで強いコミットメントを表明しております。このような一連の動きをみて、私どもは同社がグループ全体の先行きに対して相当の自信を深めているとの結論に達しました。

私どもが今回投資に至ったのは、単にスプリント社の業績改善を期待したからではありません。むしろ日本が誇る最高の経営者ともいえる孫社長に対して魅力的な株価水準で長期投資を行える機会だと考えたのが背景にあります。上述のように同社には長期の安定した業績トラッキングレコードこそありませんが、孫社長は創業当時から「30代で最低でも1000億円の資金を確保」すると周囲に公言し、その後見事に実現したという実績があります。2006年にボーダフォン日本法人を買収したときも、同氏はNTTドコモの営業利益を10年以内に抜くと宣言し、2014年3月期の決算で達成しています。いずれも根底にあるのは、一見無謀にみえる事業拡大も、かなりの勝算があったうえで実行に移しているという孫社長の起業家としての優れた一面だと考えられます。私どもはスプリントの再建達成後も、引き続き新たな成長を求めて、これまで同様に株主価値を向上させてくれるものと期待しています。

またソフトバンクの主力事業である国内移動通信ビジネスは、私どもの求める「魅力的」かつ「安全」なビジネスという要件を最低限満たしていると考えられます。例えば、2003年から2014年度にかけて同事業は、保守的に見積もっても合計1兆円近くのフリーキャッシュフローを生み出しています。同期間に連結営業利益は年率18%ペースで拡大しています。財務リスクについても、数年前との比較で懸念要因の多くが改善しており、以下の理由のとおり以前ほど脆弱でないかと判断しております。1点目に同社の国内通信事業が今後キャッシュカウ（市場成長率の低い成熟市場で高い市場シェアをとった商品）として現金を潤沢に生み出す局面に入ることが挙げられます。同社経営陣の見通しによると、向こう数年間の設備投資額は年間4,000億円弱とピーク時の6割以下に留まることが示されています。2つめに同社の有利子負債の大半は長期借入になっており、返済期限も3～5年先、場合によっては更に長期のものが中心です。3つめに同社はバランスシートには反映されていない5兆円以上（税引後ベース）の金融資産を保有しており、いざという時には借入返済に充当す

ることが可能であるということです。これらは同社が保有するアリババ社とヤフー株式会社の株式です。それぞれ持分適用会社および連結対象子会社となっていますが、両社とも上場大企業であることから換金性の高い金融資産としてみなすことが可能です（アリババ社は昨年にニューヨーク証券取引所に上場）。そして最後にスプリントの財務状況です。現在、通信ネットワークの大幅改善に取り組んでいる同社の資金繰りは予断を許さない状況が続いていますが、孫社長の同社再建見通しに関する今回の力強いコメントおよび親会社であるソフトバンク社が全面的にサポートできることを勧案すれば、スプリント社の財務リスクも以前より大幅に後退しているというのが私どもの見方です。