



スパークス・新・国際優良日本株ファンド (愛称：厳選投資)

2024年12月の運用コメント

株式市場の状況

2024年12月、日本株式市場の代表指数であるTOPIX（配当込み）は前月末比4.02%の上昇、日経平均株価は同4.41%の上昇となりました。年間では両指数とも2年連続で上昇し、年末終値としては日経平均株価が最高値を更新しました。

月前半には、厚生労働省が年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を通じて運用する資産の利回り目標を引き上げる方針を明らかにしたことで、日本株式の資産配分比率が高まるとの思惑が高まったことや、好調なハイテク株に支えられた堅調な米国株式市場、さらには米国の利下げ鈍化懸念からの円安進行等が日本株式市場の上昇につながりました。

月後半には、18日に米連邦準備制度理事会（FRB）は米連邦公開市場委員会（FOMC）において予想通り政策金利の引き下げを決定し、2025年については2回の利下げに留まることを示唆しました。これを受けて米国長期債利回りは上昇し、米国株式市場は調整に転じ、その影響で日本株式市場も軟調に推移しました。しかしながら19日には日銀は金融政策決定会合にて金利を据え置くことを決定し、その後の記者会見で植田日銀総裁がハト派的な発言を行ったことで為替市場では円安ドル高が進みました。その後は好調な米国の半導体株及びさらなる円安に支えられ、日本株式市場は再び上昇に転じ、27日には日経平均株価は4万円の台を回復しました。

ファンドの運用状況

当月、当ファンドのパフォーマンスは、前月末比2.12%の上昇となり、参考指数であるTOPIX（配当込み）の同4.02%の上昇を1.90%下回りました。

当ファンドのパフォーマンスにプラスに寄与した銘柄は、ソニーグループ、リクルートホールディングス、日立製作所などでした。一方、マイナスに影響した銘柄は、セブン&アイ・ホールディングス、信越化学工業、ロート製薬などでした。

当月は、2024年暦年の組入銘柄のパフォーマンスについて、振り返りを行います。

プラス貢献銘柄

日立製作所

2021年7月運用コメントで新規投資銘柄として詳細にご紹介した日立製作所は、その後概ね当ファンドの見解通りに状況が進展しています。投資を開始してから速やかにファンドの主要組入銘柄に引き上げた同社の株価は2021年末以降216%上昇し、これまでのところ順調と言えます。

2016年に始動したLumada事業は当初から社外だけでなく社内でも実態の分かりにくいビジネスというイメージが強かったようです。Lumada事業は特定の技術やソフトウェアに依存したビジネスではありません。当ファンドでは、同社がハード（やシステム）の売り切り型ビジネスから決別し、コンサルから製品販売後のアフターサービスまで自社内のあらゆるリソースを駆使・動員してソリューション提案形式で収益を稼いでいくための「事業ブランド」と捉えています。別の言い方をすれば「日立がもつ色々なプロダクトやサービスを、日立がもつデジタル技術で横串を通すもの」（同社社員のコメント）とも言えるようです。このコンセプトを創り出したのは惜しくも2021年に急逝した中西元社長の功績です。

同社は事業ポートフォリオが広範囲に及びますが、圧倒的なシェアを持つ製品分野はあまり持ち合わせていません。しかしコングロマリット（分野の異なるさまざまな業種や事業展開を行う企業）だからこそ、ITシステム、社会インフラの制御、モノづくりなど多岐にわたる知見が、Lumada事業を可能にしています。また社内リソースは、過去10年のグループ再編を通じてGlobalLogic社（米国）や、日立エナジー社（旧ABB社）、Thales社（フランス）の鉄道信号関連事業など新たなアセットを獲得したことで、さらに範囲が広がっています。そして今後需要が伸びるであろうDX（デジタルトランスフォーメーション）、GX（グリーントランスフォーメーション）分野をターゲットにしている点もポイントです。

財務戦略面でも、経営陣のKPIは10年前に比べて明らかに変わってきています。「ROIC（投下資本利益率）」、「EPS（一株当たり純利益）成長率」、「フリーキャッシュフローのコンバージョンレート」など成長・資本効率性・キャッシュフローの3つに力点を置いた経営管理がなされているのは正しい方向と考えます。特にROICはここ数年、日本企業がこぞって経営指標として採用しています。ROE（株主資本利益率）の場合はどうしてもビジネス自身もつ資本収益性だけでなく、当該企業の財務レバレッジ方針や、所在国における法人税率にも左右されてしまいます。当ファンドもROICやROCE（使用資本利益率）のほうが企業ビジネスを評価する上でより適切だという見解です。

2025年3月期第2四半期（中間期）業績に目を転じると、調整後EBITA(※)約4,671億円（前年同期比16.5%増）、調整後EBITAマージン10.3%（同2.2ポイント増）と堅調です。売上先行指標となる受注残高もデジタルシステム&サービスセグメントで約1.6兆円、グリーンエナジー&モビリティセグメントで約12兆円（うち日立エナジー5.3兆円、鉄道5.9兆円）と大変豊富であり、Lumada事業も2025年3月期通期見通しで売上全体の3割、調整後EBITAの4割超を占めるところまで拡大しています。

*調整後EBITAは同社が重視する利益指標で、調整後営業利益に、企業結合により認識した無形資産等の償却費を足し戻した上で、持分法による投資損益を加算して算出。調整後営業利益は、売上収益から、売上原価ならびに販売費及び一般管理費の額を減算して算出。

(最近の見方)

同社の株価は大きく上昇しました。株価バリュエーションに関しては、当ファンドの投資開始当初の予想PER（株価収益率）が10.5倍であったことを考えると、過去3年で市場の評価は大幅に上昇しました。当時は、同社の成長が当ファンド予想どおりに実現しなかったとしても、株価は製造業中心のコングロマリットとして十分割安なPERであり、ROEも10%超、健全な財務体質（自己資本比率29.7%、DEレシオ（負債資本倍率）0.54倍）であったため、安全余裕率（企業経営の安定度合いを示す財務指標。数値が高いほど経営に余裕があるとされる）の高い投資対象でした。

翻って今日では株式市場で優良企業として幅広く認知されるようになりました。同社にとって成長に必要な「駒」は全て揃っていますので、今後は事業環境の追い風をうけて受注をどこまで積み上げていけるか、そして受注残をうまく売上・利益につなげられるかが現経営陣の執行力にかかっています。しかしながら、ここ数年の大幅なバリュエーションの切り上げりを勘案すると、今後の株価推移についてはやや注意する必要が出てきていると思われる。

メガ損保グループ3社（東京海上ホールディングス、MS&ADインシュアランスグループホールディングス、SOMPOホールディングス）

当ファンドでは2022年5月より日本のメガ損保グループ3社に投資を開始しています。ともすると日本における保険事業は、成熟しており退屈な産業と捉えられがちです。しかし当ファンドでは以下に述べるとおり、魅力的なビジネスとして捉えています。

（投資対象としての損保ビジネスの魅力①：銀行業、資産運用会社との比較）

損保事業の本質はリスクの引き受けです。保険会社は保険料を受け取る対価として、自動車事故や火災が起きたときに修理代などの損害費用を保険契約者に代わって負担します。契約時に保険料を受け取ってから、保険金を支払うまでの間、保険会社は保険料を運用することで収益を獲得します。また損害が発生しなかったり、実際に支払われる保険金を受け取った保険料を下回ったりすれば、差額は（事業経費を控除したうえで）保険会社の利益となります。このように保険業の収益源は主に運用収益と引受収益から成り立っています。

広義の金融業には保険以外に銀行業や資産運用業がありますが、いずれも外部資金を活用して収益をあげるビジネスモデルです。しかし、それぞれは異なる特徴をもっています。

例えば銀行は預金を集め、それを貸し出すことで利ざやを得ています。預金元本は預金者に帰属するため、銀行から見ると預金を「借りている」こととなります。預金者に支払う利息は銀行業の「資金調達コスト」です。一方、保険会社は払い出す保険金を受け取った保険料よりも多ければ、その差額が「資金調達コスト」に相当します。保険引受事業が黒字なら、それは資金調達コストがかかっていないどころか、「お金をもらって」保険契約者から資金調達していることとなります。したがって、銀行業との比較では黒字の引受事業を持つ保険会社のほうが魅力的だと考えます。

また、資産運用会社は顧客から資金を預かり、運用サービスの対価として手数料をもらうという意味で黒字の保険引受事業と似ています。しかし、運用会社が生み出す資産運用益は顧客に帰属するので、運用で獲得したリターンが保険会社のものになるのと大きく異なります。この点も、保険会社のほうが魅力的と考えます。すなわち、保険引受において黒字計上をし、運用面で高いリターンを獲得できる保険会社は「いいビジネス」なのです。

（投資対象としての損保ビジネスの魅力②：生保ビジネスとの比較）

損保ビジネスと生保ビジネスの違いについてはどうでしょうか。生保ビジネスの魅力としては、引受事業から生み出される利益が損保ビジネスに比べて安定している点が挙げられます。この利益の源泉は、生命保険料を算出する際に使用される想定死亡率と実際の死亡率の差分から発生するもので、損保ビジネスの損害発生率に比べて変動が小さいことが挙げられます。また一般的に生保は契約期間が数十年に及び、想定される保険金額は契約当初に固定されているため、インフレが進んだ場合でも保険会社の負担が増すことはありません。これに対して、損害保険はインフレによる自動車修理コストの上昇などが支払保険金を押し上げてしまいます。

一方、生保ビジネスの難点としては長期金利が低迷している事業環境では高い資本収益性を享受しにくい点が挙げられます。その点、損保会社は保険契約期間が短期であるため、金利上昇局面では早いタイミングで運用収益の改善を見込めます。また後述するように、損保は海外展開によって事業リスクの低減が図れるため、ひいては株式リスクプレミアムの低下が見込まれるというのも、当ファンドが生保ビジネスよりも損保ビジネスを嗜好する理由です。

（投資対象としての損保ビジネスの魅力③：銀行、生保よりも海外展開するメリットが大きい）

日本では人口減少が続いていることから、銀行、損保会社、生保会社各社とも海外進出に積極的です。なかでも損保会社はビジネスの特性上、海外展開が非常に理に適っていると考えます。

日本の損保会社の国内引受事業は自動車保険と火災保険が大半を占めており、自然災害リスクは台風や地震に集中しています。ところが、海外は必ずしもこのような国ばかりではありません。特に世界最大市場の米国は保険分野も多岐にわたっており、自然災害向け保険だけでなく、D&O保険（役員等賠償責任保険）、労働者災害補償保険、団体医療保険、サイバー保険などの特殊保険市場も大きく、日本の損保会社が現地進出や現地企業を買収することで引受リスクの分散が可能となります。株式投資の観点から言うと、ビジネスリスク分散・低減によって、株式リスクプレミアムの縮小が見込めるので、理論上は株価上昇要因になるのです。

これに対して、日本のメガバンクも米国やアジアなどに注力していますが、貸出業務に大きな影響を与える金利動向はグローバルで連動する傾向があります。例えば、米国でインフレの高まりによって金利が上昇すると、ドル高をもたらします。これが他国において輸入物価の高騰を通じたインフレを引き起こすので、現地の金利にも上昇圧力がかけられます。つまり海外展開をしても金利リスクの分散にはあまり寄与しないということです。

また生保ビジネスの場合は、最初から不特定多数の個人との契約が多いので、自国市場だけで十分なリスク分散が図れます。海外進出しても想定死亡率は日本とあまり変わらないのでリスク分散にはなりません。

このように銀行も生保会社も、規模拡大を目的とした海外展開には意味がありますが、事業リスクの分散には損保ほどのメリットは享受できないと考えます。

（投資対象としての損保ビジネスの魅力④：世界的にみても珍しい競争優位性がある）

次になぜ日本の損保会社がグローバルのなかで稀有なポジションにあるのかについて説明します。2022年6月の月次報告書でご説明したように、日本の損保業界がもつ競争優位性として、1）寡占状態にある国内市場で生み出される高い収益性と潤沢な利益、2）未だ多額な含み益を持つ政策保有株の存在の2点が挙げられます。

前者については、1990年代の金融ビッグバン以降の保険自由化によって再編が進み、今日の国内損保業界は東京海上ホールディングス、MS&ADインシュアランスグループホールディングス、SOMPOホールディングスの3グループにほぼ集約され、この3社の市場シェアは合計で9割ほどを占めています。世界の主要地域において、これほど寡占化が進んでいる損保業界はありません。例えば米国では2020年時点で自動車保険だけで50社以上存在し、最大手のState Farm社でも16%の市場シェアしかありません。このため競合環境も激しいと言われています。

後者については、1960年代に企業向け保険ビジネスにおける顧客関係構築・維持を目的に購入された政策保有株は、2024年3月末時点で、3社合計の時価ベースで6兆円を超えています。今日において、政策保有株は非効率な金融資産としてみなされていることから、各社において売却資金化されており、それが戦略的に活用されています。海外損保業界ではこのような豊富な含み資産を持つ事例はみられませんので、日本のメガ損保グループ3社は非常にユニークなポジションにいると考えます。

（投資対象としての損保ビジネスの魅力⑤：模範的なキャピタルアロケーションを実践している）

当ファンドではメガ損保グループ3社とも、お手本となるようなキャピタルアロケーションを実践しているという意味で、経営陣は優れていると考えます。すなわち、各社とも国内の潤沢な利益と政策保有株の売却資金を、株主価値の増大のため様々な方法で活用しているということです。

その一つが海外M&Aです。例えば東京海上ホールディングスは過去20年近くにわたって、海外保険事業を拡大してきたという経緯があります。特に2008年以降、企業買収を積極化しており、2024年3月期末実績では連結正味保険料収入、保険引受利益ともに4~5割強が海外事業によってもたらされています。

良いM&A候補が見つからない場合、株主還元を積極的にを行っています。株価が割安な状況下で行われる持続的な増配や自社株買いは株主にとって魅力的なリターンを生み出します。配当額（分子）に対して株価水準（分母）が低いほど配当利回りは高くなりますし、自社株買いでは株価が割安であるほどより多くの株数を買入れることができ、結果として株主に帰属する一株当たり利益の額が大きくなります。また別の観点からみると、経営陣は株主還元を通じて不要な株主資本の増加を抑え、ROEを高めることができる立場にあるとも言えます。

(最近の見方)

金融庁は損保各社が2024年2月末を期限とする業務改善計画を提出する際、政策保有株の売却加速を求めました。これに呼応するかたちで、各社とも向こう6~7年程度で政策保有株の全額売却にコミットしたことが好感され、株価は大きく上昇しました。今日現在、当ファンドが投資を開始した当初のような株価の大きな割安感は解消されていると考えます。

一方、ファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）に目を転じると、国内と海外における保険引受サイクルの違いと、金融政策の方向性の違いから日本の損保グループ各社の業績は世界的にみて底堅く推移しそうです。

保険引受サイクルというのは以下のとおりです。まず保険引受の事業環境が好調な時は、業界全体として価格競争が落ち着いていて、損害率も低く各社とも収益が良好です。しかし、この状態が続くと、損保企業同士の競争が次第に激化し、保険料水準が徐々に下がっていきます。やがて業界全体の損害率が悪化し始め、収益性は下降サイクルに入ります。下位プレーヤーを中心に引受収益が赤字に陥るところまで保険料が下がる（コンバインドレシオが100%を超えたとすると）、価格競争は沈静化し始めます。引受サイクルがボトムを打つと、やがて業界の収益性は上向きに転じます（これをハードニングと言います）。損保業界は数年単位でこのサイクルを繰り返します。

現在世界最大の保険市場である米国はアップサイクルの終盤にあると言われていています。2018年頃から始まった上昇サイクルから既に6年経過しており、過去に比べても長く安定した高水準が続いている状態が続いています。よってサイクルは近い将来、下降局面に入るとというのがコンセンサスです。これに対し、日本では自動車保険や火災保険を中心に「ハードニング」が来年で降も続くと考えられます。異常気象による自然災害の頻度が増加しているため火災保険は慢性的な赤字体質であるうえ、コロナ禍からの経済リオープン以降、インフレによって自動車保険の損害率が悪化しています。これを受けて、各社とも継続的な値上げを発表しており、2025年度以降も収益は改善基調が続く見通しです。

さらに日銀による利上げも見込まれています。これは、受取保険料を短期金利物中心に運用する損保会社にとっては投資収益の改善に繋がります。米国では中央銀行の金融政策がインフレ鎮静化と景気減速に対応するため利下げ局面にあるのと同様の動きです。このように金利サイクル、保険引受サイクルが全く異なるので、株式市場では日本の損保各社が選好される可能性があります。

リクルートホールディングス

2016年から保有しているリクルートホールディングスの株価は大幅な上昇となり、前月に上場来高値を更新しました。2022年に当ファンドが行った大規模な銘柄入れ替え時も、当銘柄は売却せず、ポートフォリオでの継続保有することにした成長株のひとつです。

同社は求人プラットフォーム事業を手掛けるIndeed社（米国）を筆頭に、オンラインメディアを展開するプラットフォームマーです。特にIndeed社では、求人企業による採用活動の効率化・自動化を進めるべく、近年矢継ぎ早に新サービスを投入しています。これにより、同社のビジネスは参入障壁が更に強化される局面にあると考えます。

インターネットプラットフォーム型のビジネスは、高い資本収益性、高い限界利益率、高い成長性の3拍子が揃った稀有なビジネスモデルです。好調なインターネット企業が市場予想を大きく超える業績発表することは往々にしてあります。このため、一見割高と思われる株価もある程度は許容できるものと判断しております。詳細については、近々再び運用コメントで取り上げる予定です。

マイナス影響銘柄

ルネサスエレクトロニクス

ルネサスエレクトロニクスはMCU（micro controller unit）やアナログ半導体を中心とする半導体メーカーです。以下の理由で、広義の製造業のなかで半導体関連は魅力的な産業であると当ファンドでは考えます。

- AI（人工知能）、自動運転、IoT（Internet of Things、モノのインターネット）、エッジコンピューティング、5G、その他のアプリケーションなど、半導体は幅広い用途拡大、数量拡大がほぼ確実視されている成長産業である
- 性能や生産技術の進歩も目覚ましく、半導体の集積度向上、効率化、高速化、省エネ化などの様々なブレークスルーが頻繁に起きる。新たな技術が商業化される度に、半導体製品および関連製造装置などの販売単価も上昇し、収益性がよくなっている

同社は、当ファンドが保有している半導体関連株4銘柄（ルネサスエレクトロニクス、信越化学工業、東京エレクトロン、ソシオネクスト）のうちの1社です。2022年後半、米中の半導体貿易戦争が勃発し、世界的に半導体関連銘柄が大幅下落しました。当ファンドはそのタイミングでまず東京エレクトロンに投資を始め、以降は他の銘柄を順次買入れしました。

寡占プレーヤーに近い信越化学工業（シリコンウェハー）や東京エレクトロン（半導体製造装置）と異なり、ルネサスエレクトロニクスは群雄割拠の半導体メーカーの1社です。当ファンドは投資戦略として「魅力的なビジネスと卓越した経営陣を併せ持つ企業を安く買う」を掲げていますが、全ての組入銘柄が必ずしも「魅力的なビジネス」と「卓越した経営陣」を同時に満たしているわけではありません。その場合にまず優先するのは「魅力的なビジネス」です。しかし「卓越した経営陣」に重きを置いた投資も少なからずあります。すなわちビジネスの参入障壁がやや見劣りしたとしても、有能な経営者がいれば魅力的な投資対象になりうるのです。同社の投資魅力は、柴田英利社長の経営手腕と割安なバリュエーションにあると考えます。

㈱産業革新機構（現INCJ）出身の柴田氏は2013年にルネサスエレクトロニクスに入社しました。CFOを経て2019年に代表取締役社長兼CEOに就任しています。同社は半導体市場に左右されやすく、かつて不況時には大赤字を余儀なくされることが繰り返されていました。同氏はこの弱点にメスを入れました。

具体的には代理店の再編を行ったことで流通在庫を含めた在庫コントロールがしやすくなりました。また業界として製品値上げが通りにくい慣行を打破し、正当性のある価格アップを実現させました。さらに自社製品比率の引き下げによるファブレス化（自社製品の製造を他社に委託するビジネスモデル）も挙げられます。ファウンドリ活用（外注生産）による固定費削減が可能になり、機動的な生産調整もできるようになりました。

また柴田氏は、2017年にIntersil社（米国）、2019年にIDT社（米国）、2021年にDialog社（英国）といったアナログ半導体企業を買収し、統合を友好的に成功させています。これによって、顧客ニーズに応じた半導体ソリューション（同社では「ウィニング・コンビネーション（ウィニングコンボ）」と呼称）を提供できるようになりました。

このようにしがらみに囚われずに合理化を行いつつ、攻めの投資も実行するという経営手腕を発揮できたのは、柴田氏が過去の経歴でPE（プライベートエクイティ）投資や投資銀行業務に携わったのが大きいと思われる。

同社は2022年9月に開催された投資家向けプレゼンテーションにおいて「2030 ASPIRATION」を発表し、そのなかで2030年の時価総額を2022年比で6倍に引き上げるという野心的な目標を示しました。経営陣はビジネス規模を2倍、PERを3倍にすることでこれを達成しようとしています。このうちPERの業界平均までの引き上げについて、業績の振れ幅を抑え不況時でも赤字転落とまらない収益体質の構築し、ある程度達成しています。

そして同社は競合ひしめく半導体業界のなかで主要プレーヤー1社としての台頭を狙っています。売上拡大策として競合他社から差別化されたビジネスモデルの構築に取り組んでいます。MCUとアナログを組み合わせた「ウィニングコンボ」の推進や、PCB（プリント基板）設計のソフトウェア会社の雄であったAltium社（オーストラリア）買収による今後のシナジー実現などが重要なカギを握っていると考えます。

(最近の見方)

2024年に株価が下落したのは半導体業界の回復遅れが主な要因だと考えます。車載向けや産業向けなど、コロナ禍以降の業績急回復が剥落し、昨今は在庫の積み上がり問題に業績の足が引っ張られている状況です。当ファンドも先行きについてやや慎重な見方をしていきます。EV（電気自動車）販売動向が世界的に失速しているだけでなく、同社の得意先である

日系自動車メーカーも中国競合他社に対し劣勢に立たされています。車載向け半導体の低迷が一過性なのか、構造的なのか見極めが必要となりそうです。

中国の脅威は様々な産業で顕在化しています。現地企業の大規模な能力増強によって、中国国内で供給過剰が発生しており、鉄鋼、自動車、太陽電池業界などでは、余剰在庫が安値製品として輸出されることで、日本を含む海外メーカーが苦戦を強いられる状態が続いています。中国におけるこのような状況は、重要産業の国産化を進めようとする中国政府の強力な補助金政策が根源にあると推察されます。例えば半導体分野ではパワーデバイス（IGBT（Insulated Gate Bipolar Transistor）およびシリコンカーバイド）において中国現地メーカーの影響力が急速に高まっています。中長期的に車載用MCUやアナログ半導体においても競争激化するリスクは否定できません。これらの懸念が同社株価の重しになるリスクがあると考えます。なお現在の同社株バリュエーションは2025年12月期予想利益に対しPER約10倍と市場平均を大きく下回り、EV/EBITDA倍率（買収にかかるコストを何年で回収できるかを示す値）も10倍弱に留まっています、極端な割高感はないと判断しています。

主な買い増し銘柄

セブン&アイ・ホールディングス

2022年7月に投資を開始して以来、当ファンドでは株式市場に逆行するかたちで継続的な買い増しを続けてきました。目の付け所としては、日本が誇るコンビニ事業としての魅力（資本収益性が高く、キャッシュフローが潤沢、かつ生活必需品を多く手掛けているため景気抵抗力もある）があり、米国を始め海外展開の余地が膨大であるにもかかわらず、既存店舗売上が短期的に低迷していることや経営陣が最適な資本配分を行っていないことなどから株価が非常に割安に放置されていた点です。しかし同社は2024年後半に大きな転機を迎えました。

去る8月19日、同社は同業のAlimentation Couche-Tard社（カナダ）から買収提案を受けていることを公表し、株価が急騰しました。続く11月には創業家の資産管理会社である伊藤興業㈱からMBO提案を受けました。現在、同社の特別委員会が各提案を審査中です。

社内取締役から独立している本特別委員会が中立的な視点に立って株主利益のために動いていることは同社の歴史上、画期的な出来事です。同社は本買収提案以前もAlimentation Couche-Tard社から2回ほど同様の提案を受けています。近年では2020年に接触されていますが、残念ながら同事実事は当時対外的に発表されることなく提案は却下されました。既存株主が知られることなく、当時の株価よりも高い買収金額で売却する機会を与えられなかったのは由々しき問題です。

日本におけるコーポレート・ガバナンス改革や米国のアクティビストValueAct社からのプレッシャーなどもあり、同社は2022年5月によりやく独立社外取締役が過半数を占める体制へ移行しました。翌2023年3月には独立社外取締役のみで構成される戦略委員会が設置され、資本収益性面で非効率なグループ体制を見直す動きもでてきました。同年8月には経済産業省が「企業買収における行動指針」を発表しました。

これらの「外的圧力」があったからこそ、今般同社は新たな買収提案を受けて速やかな公表に踏み切り、上記特別委員会を立ち上げて「潜在的な株主価値の実現のための全ての選択肢を客観的に検討中」であるとしています。このような会社側の劇的な変化においてValueAct社の果たした役割は大きかったのではないのでしょうか。

当ファンドでは9月に同社特別委員会の委員長であるStephen Hayes Dacus氏との直接面談を行いました。当方からはこれら提案に対してどのように対応していくのが望ましいかを具体的に伝えております。

現時点において、どちらの提案が実現するかは全く未知数です。しかし、当ファンドでは今回の件によって同社に買収妙味があることが明確になったと考えており、これは大変ポジティブです。仮に全ての買収交渉が破談になったとしても、また新たな買い手が現れる可能性が高く、ゆえに株価下値リスクは大きく抑えられると期待しています。一方、当ファンドが同社株への投資から期待している将来の大きなリターンに変化はありません。

オリックス

2022年半ばより投資を開始したオリックスは、当年も積極的に買い増しを行いました。同社については、2024年7月の運用コメントで「隠れインバウンドの恩恵」と「国内金利正常化の恩恵も受ける」銘柄として魅力を解説しています。

当ファンドは前月、代表取締役社長（当時）の井上亮氏と直接面談を行いました。目的は1）中長期的な成長戦略についての議論と、2）同社の株式市場に対するコミュニケーションの在り方に関する問題提起です。

1点目は、同社が目指しているアセットマネジメントビジネス強化（同社は「アセマネ・シフト」と説明）について、決算説明会や年次報告書からは読み取れない部分を重点的に伺いました。

当方から提示した議論へ内容は以下のとおりです。

- a.いかに解約リスクの低いpermanent capital（永久資本）、あるいは長期性（場合によっては超長期性）預かり資産を拡充していくか
- b.いかに安定性の高いかつ高収益なFRE(fee-related earnings)を確保していくか
- c.どのようなアセットクラスに注力していくか

aとbは当ファンドが考える理想的なアセットマネジメント事業にとって欠かせない戦略であり、それを実現するためにcが重要になってきます。

井上氏からの詳細な回答については割愛しますが、当ファンドが結論として得たものは、同社は預かり資産の拡大戦略としてリミテッドパートナーシップの仕組みをメインに考えていることです。一方で、海外のBrookfield Corporation社（カナダ）やPershing Square社（米国）が手掛けているような投資ファンドの上場スキームや、Apollo Global Management社（米国）やKKR社（米国）が近年強化しているような年金保険事業、あるいはBerkshire Hathaway社（米国）のビジネスモデルとして有名な自動車保険や再保険事業のフロートを活用した投資資金の拡大といった手法に関する言及はありませんでした。このうちの一部は海外と国内における保険業法の違いなどが実現の妨げになっているようです。また経営陣は、投資案件の数量を増やすよりも、厳選した個別案件から獲得できる収益額を最大化するために、可能な限り自己資金で賄うこと（Principal Investment）をあくまで優先したいようです。

したがって、安定的なFREを強化していくよりも、投資案件をエグジット（売却）するときに計上される売却益が当面は同社の重要な収益ドライバーであると考えられます。

アセットクラスについてはオルタナティブ資産に注力していくと推察されます。しかし、今後プライベートエクイティ、プライベートクレジット、インフラ投資などのアセットクラスで大きな伸びが期待されるなか、どの地域のどの分野を優先していくかが気になるところです。

2008年の世界金融危機以降、Basel III（バーゼル規制）などの規制強化によって欧米銀行はリスクアセットを縮小する動きが続いており、このため資金供給者としてのポジションが弱体化しつつあります。これはプライベートクレジットのプレーヤーにとって構造的な追い風です。一方、資金需要サイドとしては、これから数十年にわたって進むであろう脱炭素化の達成に数十兆円から数百兆円規模の、いわゆる「トランジション・ファイナンス」が必要とされます。またEVやAIデータセンターの普及により膨大な電力キャパシティの追加が待たれます。さらに米国などにおける製造業の国内回帰は新たなインフラ投資や物流網の再構築、工場の立ち上がりなどに繋がります。いずれも巨額の超長期性資金を必要とするプロジェクトであり、短期性の預金を主な資金源とする伝統的な銀行では対応が難しくなっています。このような大きな社会変化のなかでオリックスのような会社が自己投資よりも規模拡大が可能なアセットマネジメント事業を通じてビジネスチャンスとして取り込めるものは小さくないと考えます。

同社はすでに関西国際空港などの空港施設や国内外での再エネ発電所の運営、船舶や航空機リース資産への投資、不動産案件やプライベートエクイティ案件のノウハウが豊富です。また規模は小さいですが、海外においてプライベートクレジットなどの戦略も展開しています。

なお、傘下のRobeco社（オランダ）を筆頭に同社のアセットマネジメント事業の預かり資産は2024年3月末現在で69兆円にも上っています。日本国内で有効な規模を誇る運用会社としての横顔も持っているのです。これを100兆円にまで拡大するのが当面の経営陣の目標です。引き続き同社経営陣との対話を通じて中長期成長戦略の方向性を明らかにしていきたいと当ファンドでは考えています。

今回面談を行った理由はもうひとつあります。同社株価に対する経営陣自身の評価と、それを株式市場へ伝える自らのメッセージに乖離があり、時として一貫性が感じられないことです。

同社は決算説明会席上では株価向上策としてROE目標を掲げています。しかし、残念ながら現段階では、これは正しいアプローチではないと考えます。理由は2つです。

一つ目は、ROEの計算式における分子（利益）と分母（純資産）の不整合です。

ROEの計算式が「その他包括損益」を含まない当期純利益を分子とする一方、同項目を含む純資産を分母としています。すなわち、分子と分母が見合っていないのです。このため「その他包括損益」が好調な年度は分母が肥大し、結果ROEが低く見えてしまいます。同社のような投資会社にとっては、「未実現有価証券損益」や「為替換算調整勘定」といったその他包括損益項目は、経営成績をみるうえで当期純利益と同様に重要であると考えられます。ちなみに包括損益を分子とした場合、2024年3月期の同社ROEは14.6%、2023年3月期は12.4%でした(*)。同社が目標としている10%はすでに超えているのです。

* 当社株主に帰属する包括利益／期中平均株主資本

二つ目は、現行の会計ルールでは、同社の保有資産の価値上昇が十分に反映されないことです。

同社の事業利益には以下の3つがあります。

- 毎期損益計算書上の当期純利益に反映されるもの
- 未実現有価証券評価損益や為替換算調整勘定のようにその他包括損益に反映されるもの
- 含み益が増えてもバランスシート上に反映されないもの

現行会計ルールでは、売却に至るまでの保有資産の価値上昇は必ずしも全てが当期純利益に認識されない場合があり、一部の保有資産の含み益はバランスシートへの反映すらされないのです。このため、一般的なROEでは同社の実態を正確に捉えるのが難しいのです。

以上の理由から、「ROEが10%を下回っているので、同社株価に対し高評価は与えられない」という一部の市場関係者の議論は的外れであると言えます。

2024年7月の運用コメントで解説したとおり、現在の同社ビジネスモデルは自らのバランスシートを使う「Asset Heavy」なビジネスが中心です。様々な事業資産や金融資産に投資を行い、そこから得られる収益や資産価値を引き上げて本源的価値を拡大させ、将来どこかの時点で利益を顕在化させることを本業としています。このため将来のフロー利益を前提としたディスカウントキャッシュフローモデルよりも、エグジットを控えた保有資産価値の重要性を鑑みてバランスシート上の資産時価から負債を差し引いた純資産価値の増減を本源的価値変化の近似値として注目すべきです(*)。

* これに対し、自動車メーカーなどの製造業は保有資産（主に工場資産や生産設備）の入れ替えに伴う株主価値の向上は本業ではありません。よって保有資産価値の増加をベースとしたバリュエーションはふさわしくないと考えます

すなわち、当ファンドでは現時点での同社株評価は時価ベースの（すなわち含み益資産を考慮した）一株当たり純資産価値に対して株価が何倍であるか？がひとつの分かりやすい尺度であると考えております。いわゆる、時価ベースPBR（株価純資産倍率）です。毎期の時価ベース純資産価値伸び率が、本源的価値成長率の近似値になります。同社含み益には、不動産、再エネ、PE投資、航空機（発注済みでデリバリー待ち分を含む）などが含まれます。

興味深いことに井上氏自身も同様の考え方をしています。すなわち、含み益を含めた純資産価値を毎年どれくらい増加させているかが経営者としての成績評価であると認識しているのです。これは同氏が過去に機関投資家向けIRグループミーティングで「PBR1.5倍が、含み益を考慮した場合のPBR1倍に相当するだろう」と発言していることから明らかです。しかし、決算説明会ではしばしばROEの引き上げが株価上昇に不可欠であるかのような発言をしていますので一貫性がないと言わざるを得ません。

井上氏の説明によると、東証によるPBR1倍割れは正改革などの昨今の風潮もあり、ROEに基づいた経営成績の評価が最も市場に受け入れられやすいとのこと。これに対して当ファンドは、株主市場との対話でROEを用いた説明は見直した方がいいのではないかと提言を行っています。

また、市場参加者も企業が発信する数値や指標を鵜呑みにせず、自ら正当な評価を行う努力も必要でしょう。そうすることで、過小評価されている同社株の改善余地は大きいと考えます。

長期的には、一点目で述べたとおり「アセマネ・シフト」を進めることで、アセットをあまり使わないビジネスの比率が上がってくれば、財務上求められる適正な自己資本水準も少なくて済むようになるはずです。自社株買いをして自己資本を減らしても財務安定性を損ねることなく、ROEを上げやすくなるでしょう。将来の見通しが立ちやすいフィービジネスの成長によってROEが向上していけば、これまで6~10倍程度に留まっていたPERもより高い倍率が許容されると考えます。結果としてPBRが1倍を優に超える状況も考えられるかもしれません。

今後の運用方針

当ファンドでは設定来、「魅力的なビジネスと卓越した経営陣を併せ持つ企業を安く買う」を投資戦略としており、今後グローバルで飛躍が見込まれる日本企業を厳選しポートフォリオを構築いたします。引き続き、以下の投資基準に合致すると考えられる企業を少なくとも3~5年程度の時間軸で評価し、長期的な観点で投資を行ってまいります。

- ビジネスモデルがシンプルで理解しやすい
- 本質的に安全なビジネス
- 有利子負債が少ない強固なバランスシート
- 高い参入障壁に守られたビジネス
- 持続可能な高ROE（株主資本利益率）とそれに見合う利益成長
- 景気動向に左右されず潤沢なキャッシュフローを生み出している
- 資本コストを理解し、最適資本配分ができる卓越した経営陣