



農中信託銀行株式会社 企業投資部長 兼 CIO

奥野 一成氏

語

Kazushige Okuno

金融

おくのかずしげ

Profile

1992年 日本長期信用銀行入行、事業法人融資業務、長銀証券・UBS証券にて債券トレーディング業務（東京・ロンドン）に従事。2003年に農林中央金庫へ転籍しオルタナティブ投資を担当した後、2007年より現在の原形となる「長期集中型自己運用ファンド」を開始。2009年より農中信託銀行にプロジェクトを移管し、現在に至る。

近年、日本株式市場が長期的に低迷する中、TOPIXなどのベンチマークを基準とした従来の株式投資とは異なる、銘柄を厳選して集中投資を行う手法が注目されている。ヘッジファンド

Financial Information Technology Focus

集中投資を始めた経緯

堀江 奥野さんは現在、長期投資を前提に、日本株20銘柄ぐらいに集中するかたちで運用されています。最初に、今の運用スタイルに至った経緯を教えてくださいませんか。

奥野 もともととは、2007年4月に農林中央金庫の社内ファンドとして始まったプロジェクトです。ウォーレン・バフェットのような投資を日本で試せるのだろうか、という社会実験みたいなところがありました。

投資のスタイルは、明日もし東京証券取引所が止まってしまって5年間値段がつかない状況になっても全く困らないような企業を選ぶということです。もっと言えば、売る必要のない企業にだけ投資しよう、というコンセプトです。これは毎日値段が付かない点でプライベートエクイティ(PE)の考え方に極めて近いものです。

私は、このプロジェクトを始める

前、2003年から農林中央金庫の開発投資部というところでオルタナティブ投資、PEファンドとヘッジファンドの投資を担当していました。当時は、カーライルやアドバンテッジのような有力PEファンドでもサイズがそれほど大きくなかったもので、大きな案件を単独ではできませんでした。そこで彼らは、ファンドのリミテッド・パートナー(LP)に対して「共同投資しませんか」と持ちかけて来たんです。当時から非常に大きなLPとして存在感のあった農林中央金庫には、多くのファンドから、大きな案件が飛んできました。私はそういった企業を分析し、経営者会って長期にコミットするという企業投資のプロセスを担当しました。当時PEの個別共同投資に積極的なのは農林中央金庫ぐらいだったと思います。

その頃の案件は、たとえばEBITDA倍率が3.5倍や4倍で、非常に安かったんです。その後、機関投資家の参入等を背景に市場が過熱

し、2005年の終わりから2006年に入る頃には、EBITDA倍率が10倍を超えたり、そもそも対象として相応しいとはいえない産業の案件が出てきたりしました。過当競争でバリュエーションが上がったんです。

堀江 今もPEの値段はかなり高いと思うのですが、5~6年前から割高になっていったんですね。

奥野 そうなんです。そのため2005年後半ぐらいから、私のところにくるPE案件はほとんどリジェクトしていました。案件のコントロールプレミアムを勘案したとしても、上場会社の方がむしろ安く、キャッシュフローのクオリティが高く見えたんです。

それなら上場企業に対してPEのやり方で企業価値を見極めて、長期でコミットすれば勝てるのではないかと考えたんです。2006年秋、農林中央金庫のマネジメントに提案し、受け入れてもらえました。

当時、私は日本のPEファンドと世界のヘッジファンドの両方を見て

堀江 貞之

対談

Sadayuki Horie



とプライベートエクイティの投資に携わった経験を背景にこうした日本株の集中投資に先鞭を付けた農林中金信託銀行の奥野一成氏にその本質について語っていただいた。

ほりえ さだゆき

Profile

1981年 野村総合研究所入社。「NRI債券パフォーマンス指数」(現NOMURA-BPI)の開発に従事。86年から88年にかけてNRIアメリカに出向し、オプション・モデル/ターム・ストラクチャー・モデルを開発。96年～2001年野村アセットマネジメントに出向。現在、AIMAジャパン調査委員長のほか、大阪経済大学経営情報研究科大学院客員教授。

いました。農林中央金庫のヘッジファンド投資は9割5分以上が北米です。日本では、ヘッジファンドに対して、売買を頻繁に行うイメージがありますが、米国には、PE的に企業のバリュエーションにこだわって3年とか5年とかコミットしていくヘッジファンドが結構ありました。PEである程度キャリアを積んだらヘッジファンドへ、といった人の行き来も普通にあったんです。

堀江 PEとヘッジファンドでは立場は少し違いますが、基本的には企業価値をベースにリターンを上げるという発想は同じですね。コインの表裏の関係と同じですね。

奥野 そうです。ところが、日本のヘッジファンドには、PE的なアプローチをやっている人がほとんどいませんでした。なぜ日本にはそういう人がいないのか。

日本でPEファンドをやっている人達のほとんどが、「動くもの」、つまりキャピタルマーケットの経験がありません。コーポレートファイ

ナンスの理論で行動しています。一方「動くもの」を扱っている人たちは、コーポレートファイナンスを信用していません。実は、お互いの言い分は正しいと思います。ですが、反目しているだけで、両者に歩み寄りがないんです。

堀江 だったら自分でやってみようと思ったということですか。

奥野 2007年4月に始めて5年半になります。インタビューをはじめ工場見学をしたりして、1つの会社を調べるのにものすごく時間がかかります。結果、2007年末の段階で投資に至ったのは3社だけでした。それが2008年末には、13社ぐらいになりました。これは、リーマンショックで価格がリーズナブルになったことも手伝いました。本当に長期で持てるいい会社なんだけれども、あまりにも株価が高すぎて、投資に至っていなかった会社は何社かありましたので。それでようやくポートフォリオと呼べるようなものになり、2009年2月に、年金基金

からの受託を念頭において、農林中金チーム、ポートフォリオごと、農中信託銀行に移りました。

堀江 今は、何社お持ちなんですか？

奥野 中型、大型で20社です。

Financial Information Technology Focus 企業価値を見極める能力とは

堀江 巷には投資に関するテキストがあふれていて、ウォーレン・バフェットの投資方法を紹介しているものも多いです。「個人投資家にも真似できる」という本もありますが、私はそんなことは絶対できないと思っています。奥野さんたちがやっている「長期の企業価値を見極める方法」は、根本的に何が違うのか教えて下さい。

奥野 そもそも長期で保有すること、いい会社を選ぶことは違いますが、われわれは、長期で持つ企業を選ぶとき、いつも3つの要素を考えています。1つめは、産業そのものの付加価値が高いかどうか。当然高



くなければいけません。2つめは、その産業に付加価値があったとしても、企業の数が多い場合には選びません。誰が勝つかを見極めなければならず、それは難しいからです。3つめは、その産業が縮小傾向にある場合も選びません。

私は、いつもこれを魚釣りに例えて言っているんです。そもそも、魚のいないところで釣りをやったって絶対釣れない。

堀江 魚がいても釣り堀に人が多いと釣れない。

奥野 それと、次の週に行ったら、釣り堀が小さくなっていた。その次の週はもっと小さくなっていた。これも直に釣れなくなります。すごくファジーですがこの3つです。

これまでの5年半の経験から、この3つの要素で長期に持てるかどうか6~7割、判断できます。

この3つの条件で選んだ企業は、結果として、例えば営業利益率が定常的に高いとか、資産効率が非常にいいとか、バランスシートがきれいなんです。常にキャッシュフローが出ているため、バランスシートの中に負債がたくさんあるという状態にならないんです。

堀江 ROEなど、結果の数字だけでスクリーニングしている人は多いですね。その結果を生み出している本当の強さを確かめに行くプロセ

スに、投資家の力量が表れると理解してよいのでしょうか。

奥野 結果の数字から入ってしまうと、原因を調べに行くときにバイアスがかかってしまうんです。例えば、業種でスクリーニングをかけると、業界を越えた競合関係が見えず「この会社は強いんじゃないか」と思ってしまうことがあります。パチンコ業界がいい例です。その業界でスクリーニングをかけて調べていくと、パチンコの機械をつくっている会社は、寡占だし、いい会社ですね、となります。ですが、パチンコが競争しているのはパチンコ業界だけではなく、ゲーム業界であったりするわけです。要は、余暇を何に使うかという、もっと本質的な競合について本当は考えなければいけないんです。

堀江 やはり原因の部分をとことん突き詰めた分析がないとダメで、そのためにはその産業なりその企業に対する非常に深い理解がなければならぬということですね。そういう知見は、やはり一般には難しいものではないでしょうか。

奥野 一般常識の範囲内でわかるものもあると思います。例えば、ウォーレン・バフェットが投資するコカ・コーラなどは、その会社がなければ産業が成り立たない、というスクリーニングに当てはまります。それは一般の人にもできます。

堀江 少し角度を変えて質問します。近年、大手を中心に多くの運用マネジャーが日本株を厳選した商品を出しています。奥野さんと、ほかのマネジャーの違いは何だと思えますか。

奥野 われわれと他のファンドでは、最初の取り組み方が違うと思っています。私の理解では、他のファンドは売買がファンドの収益源なんです。これを今日明日でやったらデイトレーダーになってしまいます。3カ月でやるのか1年でやるのか、それはよくわかりませんが、いずれにしても「安く買って、高く売る」ということが収益の源泉になるわけです。売ることを前提として株式を購入しているので、売れなければ失敗です。早く目標のバリュエーションに到達することが成功になります。

それに対して、われわれは、売る必要がない会社しか買いたくないんです。私達が売るのは、さっき言った3つの見立てが間違っていたときです。

だから、私たちの投資のプロジェクトは「企業投資部」という名前がついているんです。「株式投資部」ではないわけです。

リターンの源泉は、投資した会社が企業価値を上昇させ続けるところにあります。そういう意味では、日本株に特化しているわけではないんです。いい会社がたまたま日本に上場していればターゲットになるのであって、最初から日本株をターゲットにしているわけではありません。少なくとも、日本企業に投資するときに、海外企業のバリュエーションも含めて分析しなければ、競合分析したことにはなりません。

堀江 そうすると、日本企業に投資するマニフェストであっても、日系の運用会社に頼まず、グローバルなパースペクティブで産業分析や企業比較をやっている外資系のほうがい

いと思ったりもしますが、いかがでしょうか。

奥野 日本人には、普通に英語がしゃべれて、海外の企業を分析できる人がいます。しかし、海外には日本語ができる人は、それほどいません。日本はかなり特殊で、日本語がわからないと、ちゃんとコミュニケーションが取れない面があります。

株には言葉の問題に限らず、土着性があると思います。例えば、オムロンの体温計を使ったことがない人が、本当にオムロンを評価できるのかどうかといったことです。

もちろん、いい会社には、どの国でも共通したDNAのようなものが絶対あると思います。言葉も関係なく、みんなで共有できて、それを基に選んでいくことも「あり」だと思います。

ただ、私は日本人として、日本の企業を選ぶことに関しては負けていないと思っています。

Financial Information Technology Focus

これからの集中投資の展望

堀江 ということは、日本企業中心の投資で競争優位性をつくっていくのがよいのでしょうか。

奥野 それが早道だと思います。特に、日本の企業を買いたい、長期で持ちたい、という外人はたくさんいます。われわれがやっているウォーレン・バフェットの的な取り組みは、むしろ海外の投資家の方が馴染みがあるでしょう。

彼らは、「なぜあんなにTOPIXは下がるんだ」と不思議に思っていると思います。実は、東証一部上場企

業の中にも、リーマンショックを跳ね返して上昇し続けている企業もあります。そうした日本企業は、グローバルに優位性を分析して、バリュエーションを比べれば、海外の競争相手に著しく劣化した株価になるわけがありません。S&P並みのリターンが出て、私は全然不思議に思いません。

堀江 すなわち、日本株全体の市場平均、例えば日経平均、TOPIXが低いからダメだという議論は全く意味がないわけですね。

奥野 そうです。グローバル企業であろうがドメスティック企業であろうが、強いキャッシュフローを創出できることが重要なんです。実は上場しているかどうかとも関係ありません。

堀江 株式投資家から見ると、キャッシュフローは生み出されていても、そのうちどれだけ投資家に配分するかという決定権がマネジメントや取締役に握られているという問題があります。これについてはどうお考えですか。

奥野 これもウォーレン・バフェットの受け売りかもしれないですが「正直な経営者である」ことが大事だと思っています。長期投資家からすれば、別に無駄遣いをしなければ、ペイアウトしてもらわなくても全然問題ありません。本当にいい会社であるなら、どんどん投資をしてもらいたいです。配当なんか出してもらいたくありません。配当は課税されるので。

堀江 配当以上に高いキャッシュフローを生み出せる力を信じて投資しているわけですね。

奥野 日本で産業・企業の優勝劣敗

が明らかになってくるプロセスで、この投資スタイルはすごく機能しているんです。日本では、もう20年前からいろんな産業が縮小しています。これからは先進国、アメリカや欧州もそうなる可能性があって、こういう投資スタイルがもっと機能してくると思います。

堀江 このスタイルの優位性はまだまだ続くということですね。

奥野 これからはこういうスタイルが世界的にもっと加速していくと思います。

そういう意味で言うと、私たちがやっている投資方法は、世界的にも結構先進的なものかもしれません。日本みたいに縮小している経済は例がないわけですから。

われわれがこのスタイルを始めた3～4年前には「奥野君、熱でもあるの？」ぐらいのことを言われました。でも、今はそれなりに受け入れられています。それと同じことが、3年後に欧米株で起こっていると予想しています。そのときに、これを提供できる運用会社が、日本ではわれわれだけであれば、相当競争優位性になると考えています。

堀江 本日は新しい話をいろいろお聞きできました。どうもありがとうございました。

(文中敬称略)

