

ビジョン実現に経営者自身の言葉で示せるかを最重視

ファンドマネジャーの北原淳平氏に聞く

内需系中小型株の比率が高い

■希少性はメリットも

私が以前に在籍していた運用会社で担当していたファンドは、すべての日本株ファンドでも5年間、トップ5にランクされる運用成績を収めていた。このように、実際にオーナー企業への投資が優れているにも関わらず、類似ファンドがあまり出てこない。これは日本の個人投資家の方々のオーナー企業に対するイメージが関係しているのかもしれない。オーナー企業に対して大丈夫なのか、危ないのではないかとのイメージがどうしても先行してしまうのではないか。後続のオーナー企業投資ファンドがほとんど設定されなかったのは、こうした背景があるのではないか。類似ファンドが少ないことにはメリットもある。仮に、後続の類似ファンドが数多く出てくると、似たような運用戦略で競合ファンドを大きく超過する収益を上げことはなかなか難しくなる。この戦略に関しては追随者がほとんど出てきていない。相対的な優位性を確保できると考えている。

■成長するオーナー企業の見分け方

原則として、オーナー企業の経営者への面談などを通じて中長期的な利益成長が期待できる企業であるかどうかを判断し、選別していく。オーナー企業の経営戦略や収益力を分析するうえで、経営者がしっかりとしたビジョンを持っているか、そして、そのビジョンを実現するための戦略を自分自身の言葉で利害関係者に示せるかという点を最重視している。つまり、自分の言葉でしっかりと会社の未来や経営戦略を具体的に語ることができるオーナー企業の経営者のいる会社に投資していく。ここが一番の調査・分析ポイントになる。

■運用プロセス

原則として、経営者（資産管理会社や親族などを含めた間接的な

保有を含む。）が発行済み株式総数の10%以上を保有する企業をオーナー企業と定義している。オーナー企業というところが多いように思われがちだが、上場企業3700銘柄（2021年10月末現在）のうち約900銘柄と結構多い。オーナー企業をスクリーニングして、その中から投資候補銘柄群を絞る。ここで前回触れたオーナー企業としての4つの強みや特徴に関する定性分析を重視して、利益成長が期待できる銘柄を選ぶ。流動性も勘案する。加えて、経営者による企業の私物化や、事業承継、健康面などの問題の有無を調査する。そのうえでポートフォリオ全体のバリュエーションや株価のモメンタムのバランスに着目し、最終的には30~100銘柄でポートフォリオを構築していく。

投資銘柄候補群の中からポートフォリオを構築する際、PER100倍以上の高成長銘柄も入る可能性があるが、ファンド全体を見た時に、それほど割高にならないような調整を行う。割高な銘柄は割合を低くしたり売却を検討したりする。株価が割安で、今後再成長が期待できる銘柄をうまく組み合わせる。現在売られているようなハイテク銘柄も入ってくる可能性もある。バランスを取ることが重要となる。

■ファンドの設定時期

当ファンドは1月31日に設定したが、タイミングとして悪くなかったと考えている。21年は、コロナの影響で国内消費は盛り上がり欠けた。一方、米国は経済の回復から拡大で、金利引き上げが必要な状況となっている。日米の景気格差が広がった結果、14年以來のドル高・円安が進み、そのことで大型輸出関連株が買われた。当ファンドは内需中小型株の比率が多くなる見込みだが、21年の物色は外需大型株中心の真逆の展開だった。内需中小型株はかなり売られたという状況で、ここに至って



いる。足元は、これまで高成長ながら割高で買えなかった銘柄が安くなっている。また、投資対象とするような銘柄のバリュエーションは上がっていない。当ファンドがスタートするには良い環境にあるといえる。かつ国内の景気にしても、さらなる悪化が見込みにくい投資環境の中で運用を始められる。

■内需系の中小型株の比率が高い

定量基準で定義する「オーナー企業」の特徴として、経営者が代替わりしていくうちに保有株が次第に薄まっていくという点がある。初代の経営者の時代はオーナー企業でも、2代目では該当しなくなるような企業が出てくる。そのため、社歴があまり長くない若い企業が投資対象に入ってくる可能性が大きい。また、当ファンドは、内需系の中小型株の比率が高くなるとみられる。サービス業や情報通信、小売業などがユニバースとして大きな割合を占めることになるかとみている。

■ファンドへのこだわり

私は、経営者自身が株主である企業への投資にこだわりを持っている。「カリスマ経営者がいるからオーナー企業が良い」ということではない。株を持っているからこそカリスマ経営者が生まれる構造ができると考えている。この構造自体が大事だ。2代目、3代目であっても株を10%以上保有している経営者がいる会社に投資していく。経営者が株を持つということに着目し、会社がこの所有構造をうまく活用しているかどうかという視点で投資を判断する。これが当ファンドの強調したいコンセプトである。