2023 年 7 月

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 301 号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

ビル・ナイグレンのコメント（2023 年 4-6 月期）

ビル・ナイグレン

ビル･ナイグレンは、1996 年からオークマーク･セレクト･ファンド、2000 年からオークマーク･ファンド、2006 年からオークマーク･グローバル･セレクト･ファンドのファンドマネジャーです。同氏は、1983 年にハリス社に入社し、1990 年～1998 年にかけて調査部長を務めました。ウィンスコンシン大学の応用証券分析プログラムで 1981 年にファイナンスの修士号を取得しています。1980 年にミネソタ大学で会計の学士号を取得しています。

低ボラティリティの高い代償

「リスクとは、日常的には、注意しないと何かがひどく上手くいかない可能性を意味する便利な言葉である。」　チャーリー・マンガー
（米投資家ウォーレン・バフェットが会長を務める投資持株会社バークシャー・ハサウェイの副会長）

「リスク」という言葉は、投資の専門家にとって最も意見が分かれる言葉かもしれません。私たちハリス社は、リスクが高い投資に見合うのは高いリターンであることには同意しますが、リスクの測り方については同意できません。

企業経営者は、リスクとは業績が将来に現在よりも下がる可能性のことであると言います。学術関係者がこの定義に苛立つのは、簡単に数値化できないからです。学術関係者は日々の株価の変動を測定し、ベータ（株式市場全体に対する、各個別銘柄の株価の感応度）、標準偏差、相関といったリスク指標を用います。多くのポートフォリオ・マネジャーは顧客からポートフォリオを解約されることをリスクと考えるので、ポートフォリオ・マネジャーにとってはトラッキング・エラー（ポートフォリオのリターンと顧客から目標として与えられているベンチマークであるインデックスのリターンの乖離を示す）が最も適切なリスク指標になります。

米国 1940 年投資会社法において、SEC（米国証券取引委員会）は、投資信託が十分に分散投資されていない場合、投資信託の投資家に対し、その投資信託のリスクが高いことを警告することを義務化しました。SEC は、分散型ファンドにおいては、5%以上の保有比率の銘柄の合計がファンド資産の 25%を超えてはならないとしました。一方、保有比率上位銘柄への集中度が高い投資信託には、5%以上の保有比率の銘柄にファンド資産の半分まで投資することができますが、投資家にリスクレベルが高いことを警告するため、非分散型ファンドとして登録しなければならないとしました。

ハリス社は長期バリュー（割安株）投資家です。株主の利益を重視した経営がされている成長企業を見極めようとしています。買い付けするのは、株価が本源的価値を大幅に下回る企業の株式のみです。買い付け後は、株価と本源的価値の乖離が縮まるのを忍耐強く待ちます。

（1）インデックス・ファンドの集中リスクについて
インデックス・ファンドは一般的にアクティブ運用ファンドに比べて低リスクと考えられてきましたが、現在では「非分散型ファンド」のリスク警告を必要とするものもあります。ナスダック 100 インデックスに連動するポートフォリオは、組入銘柄が高度に分散されたポートフォリオであると想像されるかもしれません。何しろ、ハリス社のファンドの 2 倍近い銘柄を保有しているのですから。

しかし、ナスダック 100 インデックス・ファンドをよく見てみると、時価総額に基づき保有比率を決定しているため、その保有比率上位 5 銘柄はファンド資産の 47%を占め、最大のマイクロソフトは 13%を占めています。
さらに、テクノロジー・セクターはナスダック 100 インデックス・ファンドの 51%を占めています。最後に、ナスダック 100 インデックス・ファンドの 5%を超える銘柄の合計は 47%で、テスラとメタは両方とも 5%の保有比率上限をわずかに下回っています。これらの企業のいずれかが 5%を超えた場合、SEC はナスダック 100 インデックス・ファンドがインデックスと同じ保有比率で新規資金を投資することを認めないでしょう。

米国内国歳入庁の規則では、ファンド資産の 5%を超える銘柄群の合計が 50%に達すると、登録投資会社が 5%を超える銘柄を購入することも禁止されています。つまり、ナスダック 100 インデックス・ファンドは二重課税回避の恩恵を失い、一般的な企業として課税されることになります。ナスダック 100 インデックス・ファンドを購入することでリスクを下げようとする投資家は、明らかにその目的を達成していません。

ラッセル 1000 グロース・インデックスへの投資家も、高度に銘柄が分散されたポートフォリオに投資していると思うかもしれません。しかし、ラッセル・グロース・インデックス・

ファンドは、ファンド資産の 37%が 5%以上の保有比率の銘柄に投資されているため、「非分散化ファンド」の警告が必要です。また、1,000 のポジションにファンド資産が分散されていることを示唆する名称にもかかわらず、保有比率上位 10 銘柄でポートフォリオの半分以上を占め、テクノロジー・セクターがファンド資産の 43%を占めています。

多くのアクティブ運用のグロース（成長株）・ポートフォリオのマネジャーが、よりリスクの高い「非分散化ファンド」カテゴリーを使ってポートフォリオを運用する許可を顧客に求めているのも不思議ではありません。非分散化ファンドの承認を得られなければ、ナスダック 100 インデックスまたはラッセル 1000 グロース・インデックスのいずれかをベンチマークとするグロース・マネジャーは、ベンチマークの最大構成銘柄をより多く保有することができません(興味深いことに、ラッセル 1000 バリュー・インデックスには、ラッセル 1000 グロース・インデックスに見られるような集中リスクはありません。最大保有比率銘柄はバークシャー・ハサウェイの 3%で、保有比率上位 10 銘柄の保有比率は 17%に過ぎず、71 銘柄でポートフォリオの半分を占め、最大の業種である金融の保有比率はグロース・インデックスの最大業種のテクノロジーの半分弱です)。

この過剰な集中リスクは S&P500 にも及んでいます。ハリス社のファンドは、銘柄数が多くないため、平均以上のリスクを持つファンドと思われがちです。

ハリス社は、アルファベットが最も魅力的なリスク・リターン特性を持っていると考え、ファンドの最大の保有比率としました。しかし、アルファベットは S&P500 指数で最大の企業ですらないのです。S&P500 指数におけるアップルの構成比率はアルファベットの 2 倍以上の 7.7%、マイクロソフトは 6.8%です。さらに、保有比率上位 10 銘柄が S&P500 指数の 31%を占めています。しかし、S&P500 指数のインデックス・ファンドは、個別銘柄の保有ウェイトが多岐にわたっているため、ボラティリティ（株価変動）について警告する必要はありません。

（2）ドローダウン（保有資産の下落率）とリカバリー（回復率）について

インデックス・ファンドの投資家は、S&P500 指数は低リスクの定番の投資手法であると信じています。インデックス・ファンドの投資家は、アクティブ・マネジャーのパフォーマンスが S&P500 指数のパフォーマンスとどれだけ異なるかをリスクと見なしています。過去 3 年間のトラッキング・エラーは平均的な株式ファンドよりハリス社のファンドは高いため、リスクが高いと判断しています。

しかし、ハリス社はトラッキング・エラーが高いことをリスクが高いことは考えていません。アクティブ・シェアが高い（インデックスとの重複銘柄が少ない）ことの当然の帰結と考え

ています。ハリス社のファンドは、企業レベルでも業種レベルでも S&P500 指数の銘柄構成比率を模倣しようとはしていません。ハリス社のファンドは非常に長期的な視野で投資しているため、トラッキング・エラーや短期的なボラティリティについて心配することはありません。米資産運用大手オークツリー・キャピタルの共同創業者ハワード・マークスの次のような言葉が好きです。「期待リターンが高くないので、ボラティリティに耐えられないという人は聞いたことがない。真に投資家が恐れるのは、投資資産が損失してしまい永久に回復しないかもしれないという可能性である。」

ハリス社は顧客の資産の損失を最も重要なリスクと考えていますが、その点で、ハリス社のファンドはかなり良い成績を収めています。ハリス社のファンドに平均以上のリスクがあるとは私には思えません。

（3）低ボラティリティの高い代償

とはいえ、標準偏差やベータなど、いくつかの指標を見ると、ハリス社のファンドは以前よりもボラティリティが高くなっています。理由は 2 つあります。第一に、低ボラティリティ銘柄が割高になったので銘柄数を減らしたためです。第二に、低 PER（株価収益率）のことが多い業種（自動車、金融、エネルギー、メディア）は、20 年前と比べてベータがかなり高くなっています。

時価総額が 10 億ドル以上で、S&P500 指数より変動が小さい銘柄を探しました。ハリス社が保有している銘柄ほど魅力的なものはありませんでした。これらの銘柄のほとんどは平均以下の成長率で、PER は平均以上です。しかし、グループとしての標準偏差は 20 年前と比較して 23%低下しています。このグループの銘柄を保有しないことは、相対的なボラティリティを高めることになります。魅力的な株価ですが日々のボラティリティが高いと思われる企業を買うか、割高ですがボラティリティが低いと思われる企業を買うかの選択を迫られた場合、ハリス社は常に日々のボラティリティが高くても魅力的な株価の前者の企業を選びます。

同様に、自動車、メディア、銀行、資産運用、保険、消費者金融、決済処理、エネルギーなど、ハリス社や他のバリュー投資家がよく保有している業界のベータを調べました。過去 20 年間で、平均ベータは 40%以上上昇しています。ベータが高いにもかかわらずこれらの銘柄を保有するのは、これらの銘柄が相当割安であり、さらに重要なことは、これらの銘柄の企業価値が予測しにくくなったとは考えていないからです。

バリュー投資では、市場コンセンサス（市場関係者の平均的な見方）とは違う方向に考え行動する必要があります。ハリス社は、インデックス・ファンド投資家がポートフォリオに忍

び寄る集中リスクに対して盲目になっていると考えています。さらに、低ボラティリティ銘柄を買い付けることでリスクを減らせていると考えている投資家は、割高な評価で買い付けるというバリュエーション・リスクに気づいていないと考えます。ボラティリティの高くなった割安銘柄を保有し、時価総額ではなくその魅力に基づいてポートフォリオを構築することは、損失リスクを減らすだけでなく、今日最も魅力的な投資手法の一つであると考えています。いずれ投資家が低ボラティリティに投資することで得られるリターンは減少し、ハリス社のファンドも再び低ボラティリティになると予想しています。しかし、それを待っている間、ウォーレン・バフェットが言ったように、「低ボラティリティで 12%のリターンが期待できる株式よりも、ボラティリティが大きくても 15%のリターンが期待できる株式を投資先に選ぶ」というのがハリス社の基本的な考え方です。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.5%(税抜 5.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

…… 信託報酬 上限 2.035%(税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書・商品説明書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定のファンド、銘柄についてのコメントがある場合、当ファンド、銘柄についての投資の勧誘、助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本文の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては http://oakmark.com/ をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

2023-07-154