2023 年 10 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 7-9 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。

バリュー（割安）とグロース（成長）： 当時と現在

「ウォール街が一般的に描くような、グロース株とバリュー株という対照的な資産クラスは存在しない。成長はバリューの方程式の一部なのだ。」

- ウォーレン・バフェット

米国の著名投資家、米投資会社バークシャー・ハサウェイ CEO（最高経営責任者）

2021 年までの 10 年間で、ラッセル・グロース 1000 インデックスのパフォーマンスはラッセル・バリュー1000 インデックスの 2 倍になりました。しかし、昨年はラッセル・バリュー1000 インデックスがラッセル・グロース 1000 インデックスを 22%ポイント上回ったため、この結果は部分的に逆転しました。その結果、バリュー投資家は、しばらくの間追い風が吹くと考えました。しかし、その直後の 2023 年には、ラッセル・グロース 1000 インデックスがラッセル・バリュー1000 インデックスを 23%ポイント上回り、バリューの 2022 年の勝利を帳消しにしました。この異常に大きな乖離は、グロースとバリューの意味するところが一致していないにもかかわらず、グロース対バリューの議論を盛んにしています。私たちが考えるバリューの定義と、私たちのような価格に敏感な投資家にとって、今日どのような投資機会があるか見ていきましょう。

ハリス社は長期投資家です。株主の利益となるよう経営されているグロース企業を常に見極めようとしています。そしてそのような企業の株式を購入するのは、本源的価値を大幅に

下回る価格の時だけです。購入後は、株価と本源的価値の乖離が縮まるのを辛抱強く待ちます。

ハリス社はバリュー投資

ハリス社はバリュー投資の第一人者として知られています。ハリス社の各ファンドはバリュー投資の規律に従い、通常モーニングスターのラージ・バリュー・カテゴリーに属しています。しかし、「おや？バリュー投資家なのにどうしてこのような銘柄をお持ちなのですか。」とよく聞かれます。もちろん、これはゼネラル・モーターズやキャピタル・ワンのことを指しているのではなく、S&P500 の PER を上回る株価で取引されているアルファベットのような銘柄に対しての質問が一般的です。これは、ハリス社にとってバリュー投資とは何かをお答えできるとても良い質問です。

バリュー投資の歴史

ベンジャミン・グレアムは 1934 年に『証券分析』をデビッド・ドッドとの共著で出版し、一般にバリュー投資の父と言われています。この本の中でグレアムは、安全余裕度（予想された企業の本源的価値より割安に株を買えばそれだけ損をするリスクが小さくなる）という考え方に基づき投資することで、投機を避けることを推奨しています。グレアムは、株式を所有することは単なる証書の所有ではなく、事業価値の一部の所有であることを理解していました。さらに、事業価値は株主資本と密接に結びついており、資本の簿価は比較的安定した数字となりますが、株価は、一般的に簿価よりも収益との相関が高いため、より変動が大きいのです。彼は、投資家は業績が低迷して収益が低いときに下落した株式を購入し、株価が簿価まで上昇する好機を辛抱強く待っていれば勝てると信じていました。

それから 90 年近く経った今でも、バリュー投資とは簿価以下で買い、平均的な株価への回帰を待つことだと多くの人が考えています。実際、1999 年に立ち上げられた金融版ウィキペディアとも言われる英語金融辞書サイト、インベストペディアには、「PBR（株価純資産倍率）が 1 倍未満であれば、一般的に割安株を示す」と書かれています。シカゴ大学のユージン・ファーマ教授とダートマス大学のケネス・フレンチ教授は、1963 年から 1990 年までの間、PBR の低い銘柄のパフォーマンスが S&P500 よりも優れていたことを示しました。なぜ、そううまく行ったのでしょうか。当時米国は工業経済であり、企業収益は現物資産と密接に結びついていました。好況時には企業収益が上昇し、不況時には下落しましたが、簿価はその変動を抑える錨（いかり）のような役割を果たしました。そして、風が鎮まるとボートが錨の位置に戻るように、株価もいつも簿価に戻っていました。

グロース株投資家は簿価にはほとんど注意を払わず、代わりに企業収益の伸びに注目しています。平均以上の利益成長を遂げる企業は高い PBR で売買される傾向があるため、グロ

ース投資家とバリュー投資家は、ほとんど重なることのない別々の世界の住人のようなものでした。投資家たちは「グロース対バリュー」について、一方はあまり成長しない割安株、もう一方は非常に割高な高成長株と長く認識していました。グロース投資家が派手な企業を所有するのに対して、地味な銘柄が儲かるケースが多かったことから、最後に笑うのはバリュー投資家でした。

無形資産の価値

1988 年、ウォーレン・バフェットはコカ・コーラの株式を買い入れ、崇拝者に衝撃を与えました。コカ・コーラは優れたビジネスでしたが、バリュー投資家にとっては高すぎる種類の株式でした。しかしバフェットは、会計基準によってコカ・コーラのブランドを貸借対照表に計上できないと説明し、コカ・コーラの「最も価値のある資産は貸借対照表上ではゼロとしか評価されていない」と指摘しました。ブランド価値の見積もりを含めると、バフェットはコカ・コーラを真の企業価値よりも低い株価で買ったことになるとわかっていました。

1990 年代、ハリス社はこの無形資産の価値に注目するアプローチを研究開発費や顧客獲得コストなど他の無形資産にも適用しました。顧客を増やしたり、新商品を開発したりするための支出は、長期的な利益へ反映されるように財務諸表を調整しました。その結果、ケーブルテレビやバイオテクノロジー企業の中には、企業価値に比して割安な企業もあることがわかりました。その後、米国が工業経済から知識経済（知識を基盤とした経済）へと移行するにつれ、無形資産価値の調整を考慮した、ハリス社が言うところの「損益計算書に注目した投資」が、より多くの企業にとって必要なものとなりました。2000 年代初頭まで、バリュー投資家は低 PBR 投資がうまく行かず嘆いていました。ハリス社では、これはバリュー投資による失敗ではなく、会計基準による失敗であると考えました。

グロースは割安にも割高にもなる

時代遅れかつ競争上不利な企業群で、低 PER（株価収益率）で取引されているというバリュー投資対象の定義は、もはやハリス社の定義ではありえません。私が投資家からよく受けるお気に入りの質問に、「バリュー株が割高になったらどうしますか。」というものがあります。彼らの質問の真意は、普通以下の企業が普通の株価になったらどう対応するかということです。それは割安とは言えないでしょう。しかし、より高い PER で取引されるべき優れた企業が普通の株価なら、割安と言えるでしょう。優れた企業を普通の価格で買うことは、普通の企業を安い株価で買うことと同様にバリュー投資といえるのです。

バリューを成長の対極に位置づけるのは正しくありません。私はバフェットの「成長はバリューの方程式の一部である」という考え方が好きです。バフェットは、「バリュー株投資の父」と呼ばれるベンジャミン・グレアムだけではなく、「グロース株投資の父」と名高いフ

ィリップ・フィッシャーにも師事しました。投資家は、成長の早い企業にはいくらか高い対価を支払うべきですが、その対価は正当化できないほど高いことが多いのです。しかし、株式市場が成長を過小評価している場合、成長の早い企業を買うことはバリュー投資といえるのです。

では、ハリス社はグロース株投資家とどう違うのでしょうか。アルファベット、アマゾン、セールスフォースなどの企業を保有していることからもわかるように、ハリス社は成長著しい企業にはその成長に見合う対価を支払うことを厭いません。しかし、大きな違いは、平均以上の成長をどれだけ先まで予測するつもりであるかということです。ハリス社のアナリストは今後 2 年間の財務諸表をモデル化し、その後 5 年間の成長率を適用することで、計 7 年間の予測を出しています。その間に PER が市場平均を下回る銘柄へ成長できなければ、その銘柄の保有を検討することはありません。ハリス社が「わかっている」と主張する「複利成長企業」は本当に 7 年間継続して成長できるのかと聞かれるでしょう。いくつかはあるでしょう。しかし、私のキャリアの初期に「複利成長企業」とみなされた企業群は死屍累々です。ピツニーボウズ（郵便発送にかかわるオフィス機器）、イエローページ、新聞社、ケーブルネットワーク、固定電話、パテント・クリフ（新薬の特許満了に伴って、売上高が急落すること）前の製薬会社、テレビ局やラジオ局、メインフレームコンピューター、そしてそう、投資信託運用会社などで、これらはほんの数例です。自制的なリストであり、これが PER の高い銘柄を正当化するのに占いに頼ることを防いでくれます。

今日の投資機会

適切な価格であれば、グロース株もバリュー株になり得るというこの考えは、グロース株をバリュー株の対義語として扱う人々にとって、ひどく混乱させるものです。割安の反対は成長ではなく、割高なのです。そこで、グロース対バリューを見る代わりに、低 PER 対高 PER を見ます。便利な方法は、S&P500 を PER でランク付けし、50 位から 450 位までを比較することです。現在の株価の PER が 50 番目に低い銘柄は PER8 倍強、50 番目に高い銘柄は PER60 倍です。つまり、株価の高い銘柄は株価の低い銘柄の約 7 倍ということになります。30 年以上のデータでは、PER は平均 4 倍程度で、3 倍から 5 倍の間を行ったり来たりしています（つまり、PER10 倍以下の銘柄が 50 あれば、PER40 倍以上の銘柄も 50 あります）。この数字が有意に高かったのは、2000 年のインターネットとテクノロジーバブルの終わりに 9 倍に達したときだけです。

現在の S&P500 の PER 下位 50 社を、過去の PER 下位 50 社と比較すると、企業の質の低下は見られません。したがって、高 PER 企業の相対的な割高感と低 PER 企業の堅実な企業の質の両方を考慮すると、現在の低 PER 銘柄は通常よりも良い狩場になると考えています。

ベンジャミン・グレアムが言ったように、「賢明な投資家は、楽観主義者相手に売り、悲観主義者から買う、現実主義者」です。株価に関係なく派手なビジネスを購入する楽観主義者がかなりの勢いで走っており、その結果、今日の株式市場の PER は通常みられない程広がっています。ハリス社は、投資家が極端なパフォーマンス上昇の後では、株式や債券の投資配分をリバランスすることを推奨しています。上がったものを売り、下がったものを買う。強いアウトパフォームの後、高 PER 株を売って低 PER 株を買えば、リスクを減らし、期待リターンを増やすことができるかもしれません。これが、今日のハリス社のファンドがこれまでよりも伝統的なバリューファンドに見える理由です。

■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。

2023-10-164