＜ハリス・アソシエイツ社 コメント＞

2022 年 2 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（2021 年 10-12 月期）

ビル・ナイグレン氏

ビル･ナイグレン氏は、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。

「値段はあなたが支払うもので、価値はあなたが得るものだ」

――Warren Buffett

最近、投資家がいちばん気を揉んでいるいくつかのトピックの、パネルディスカッションに参加してきました。当然ながら、暗号通貨についてのハリス社の見解を尋ねられました。お察しのとおり私は、ハリス社では暗号通貨を買わない、なぜならどう価値を測定すべきかわからないからだ、と回答しました。驚いたことに、暗号通貨強気派のパネリストのひとりが、暗号通貨の価値を定義できないというのはまったく同感だ、しかしだからこそ自分は暗号通貨を所有するのだと言いました。暗号通貨の価値が 0 ドルから 50 万ドルの間のどこかにあるのだとすれば、5 万ドルで所有したい、と。

価格と価値はまったくの別物で、投資家がこうした資産を避けたりせず、むしろ積極的に求めているというのは、今日では当然のことになっています。自社の株価が 140 ドルで過大評価されていると CEO が主張し、その後株価が 1,000 ドルまで上がったら、なぜ 2,000 ドルにはならないのでしょうか？　破綻の瀬戸際に立たされる企業の株価が 2 ドルから 70 ドルに跳ね上がるようなことが起こり得るなら、なぜ株価が 100 ドルに、あるいは 200 ドルにならないと言えるのでしょうか？

市場のこうした部分においては、ロジックが逆転していて、行き過ぎた投機のリスクが高まっているようです。私たちはこれとは対照的に、過去の株価収益率と比べて低く、将来も増加が見込まれる魅力的な配当金を支払うような株を所有するのが普通です。さらに、こうした企業の経営陣は、余剰キャッシュで発行済の株式をコンスタントに買っており、時間の経過とともに、私たちの保有株がさらに大きな持ち分になっていくことになります。

現在のトレンドは、ハリス社が長年かけて検証してきた投資アプローチからだいぶはずれています。このため、基本に戻り、なぜ現在の長期投資家にとって私たちのアプローチが魅力的な選択であるの

か、説明しておくことが役に立つと思います。

●我々はバリュー投資家である。それは何を意味するか？

金融理論によれば、株式市場は効率的であり、どの企業の株価も日々の適正価格の最も的確な推定値であるということになっています。これが本当なら、平均以上のリターンを得る唯一の方法は、平均を上回るリスクをとることです。もしそう考えるのなら、“市場に打ち勝つ”方法はないので、インデックスを買えばいいということになります。

ハリス社は異なる考えを持っています。仮に、多くの株価がほとんどの場合において適正価格に近いとしても、すべての株が常にそうとは限りません。将来のすべてのキャッシュフローの現在価値を、どの市場参加者も入念に計算しているというわけではありません。彼らは感情で動きます。来月のことまで考えたりしない場合も多いですし、来年となればなおさらです。その結果、株価がビジネスの価値と常に一致しているということはありません。私たちは、他の投資家が過剰反応したときに、もっと先のことを予測し、感情を抜きにしてチャンスを追えば、優位を得られるものと信じています。

私たちは、自分たちが見積もる企業の本源的価値に対し、かなりのディスカウントで売られている株だけを買います。S&P 500 の株価収益率の半分程度で取引されている銀行株が多数私たちのポートフォリオに入っているのもそのためです。2008 年の金融危機の損失を引きずっている投資家が、事業の質が向上し、低い株価収益率で取引されている銀行にも、依然として投資をためらうケースは少なくありません。私たちが、株価収益率が一桁になっているエネルギー企業を保有する理由も同じです。過去 10 年間、持続不可能な成長を追求するために大きな資本支出をしたことで、ひどい株価パフォーマンスで火傷した投資家は、エネルギー株を持つことを避けているのです。今ではこうした企業が株主に多くの資本を還元し、株価のバリュエーションが過去最も高かった水準に対して何分の一かになっている、にもかかわらずです。

●ネットフリックスやアルファベットの“価値”

ハリス社は、会計規則が事業成長のための投資を行う企業を過剰に罰していると、初めて認識したバリュー投資会社のひとつでした。30 年前に私たちは、毎年損失を出し、簿価がマイナスのケーブルテレビ会社の株を買いました。なぜでしょう？　M&A（企業の合併・買収）市場でのケーブルテレビ会社の評価は、加入者当たりおよそ 1,000 ドルで、その企業の株価が示唆するよりも相当大きかったからです。契約者は何年間も契約者として残っていく傾向があるにも関わらず、損益計算書では企業が加入者を獲得するための投資の 100%を費用計上します。さらに、地下ケーブルの減価償却費も、実際の耐用年数よりかなり短く設定されています。損益計算書を調整してみれば、この業界の利益性の高さは明らかでした。

ネットフリックスにもかなり似たところがあり、私たちは顧客獲得コストや加入料金を戦略的に安くしている点を考慮して損益計算書を調整しています。アルファベットについては、自動運転子会社のウェイモやその他のベンチャー事業へのリサーチ支出を戻し、これら現在赤字となっている事業を資産に加える形で調整しています。また、保有キャッシュはほとんどリターンを生まないため、事業

から分離して価値を考えます。このような調整をすると、私たちはS&Pの株価収益率よりも低いバリュエーションですばらしい検索ビジネスを保有していることになり、これはお買い得だと考えています。

●マクロリスクの計測

私たちの予想ホライズンは非常に長期です。暗黙の前提は、多くの企業が最終的には「平均的に」成長する企業となり、経済環境も「正常」になるということです。経済は通常、2年以内に「正常」になると想定しています。つまり、異常に悪い経済のバリュエーションへの影響はちっぽけなもので、2年間の正常なキャッシュフローから少し不足するというだけのことなのです。世界経済が今後2年のうちに正常になるという私たちの見通しは、世間の総意からはずれることもありますし、ポートフォリオにそれを見てとることができます。2020年のコロナ感染爆発のさなか、われわれは数年のうちに物事が正常に戻ると信じ、金融や旅行関連の事業に対して他の投資家よりはるかに前向きに考えていました。今日、投資家がオミクロン変異株を懸念するなか、私たちの企業価値の計算への影響はわずかなものであると予想しており、企業価値の少しの修正は、正常な需要が2023年まで先延ばしになっている旅行関連業にほぼ限定されると考えています。

●長期のホライズンにおける混乱リスクの扱い

ハリス社が米国株運用を始めた時、最も予想しやすいと思われていたビジネスは、新聞、固定電話、そしてピットニー・ボウズ（郵便物に切手を貼る機械のメーカー）でした。混乱リスクは今に始まったことではありません。私たちの投資プロセスは、現在の株価収益率が低ければ株価は安いという想定とは逆に、将来に向けた長い年月を予想することでこのリスクを防ぐように努めています。さらに、私たちがポートフォリオに組み入れることを推奨する銘柄は、活発な社内ディベートや、買い入れ候補の銘柄に同僚のアナリストがわざと難癖をつける会議を生き残らなければなりません。そして、追加的な防御層として、株価が本源的価値を大幅に下回っている株だけを買う、ということがあります。

つまり、投資家は混乱リスクに過剰反応しすぎる、と私たちはしばしば考えています。化石燃料や、内燃機関事業などがいい例です。現在の株価は、私たちが思うよりもかなり速いペースで、再生可能エネルギーや電気自動車が受け入れられていくだろうということを示唆しています。投資家は、早いスピードで消えていくことを株価に反映させるばかりでなく、既存の企業による新しいテクノロジーの研究開発費を無視しがちです。ゼネラル・モーターズの電気・自動運転自動車の開発や、ファイサーブの小規模事業加盟店アクワイアラーのプラットフォームであるクローバーなどもそうです。私たちの評価プロセスは新興事業を明確に評価していますが、それはしばしば古い事業の株価収益率が不当なほどに低いことをあらわにします。

●ハリス社のアナリストチームが他の投資会社と異なる点

ハリス社のリサーチ部門は、競合会社と4つの重要な点で異なります。第1に、すべてのハリス社のファンドはバリューアプローチを使っています。私たちは、ファンダメンタルズに基づく割安株分析になじんでいるアナリストしか雇いません。要するに、すべてのアナリストが同じ目的を持った同

僚の集団に属し、アイデアのキャッチボールをしているということです。第 2 に、私たちのアナリストは全員がゼネラリストです。多くの運用会社ではアナリストに業種担当を与えることが多く、その結果、自動車業界アナリスト、銀行業界アナリスト、ヘルスケア業界アナリスト、などが生まれます。ハリス社では、アナリストが魅力的と感じれは、どんな業種の株を推奨するのも自由です。第 3 に、多くの投資会社では、リサーチ部門のアナリストがどの株を扱うか指示されます。ハリス社のアナリストの場合、自分が最も魅力的だと思った株を扱うことが奨励されています。このようなシステムにより、ハリス社のアナリストの仕事はより興味深いものとなり、アナリスト自身がより良い投資家になれると考えています。

第 4 に、ハリス社の競合会社の多くは、アナリストの役割を、「より重要な」ポートフォリオマネージャーとして仕事をするための訓練段階と考えています。ハリス社には 2 つのキャリアアップの道があります。アナリストの仕事が楽しいと思うなら、それは素晴らしいことです。ハリス社ではアナリストがポートフォリオマネージャーになっても、経済的なインセンティブは生じません。その代わり、アナリストは仕事に対する満足度に基づいて判断をくだします。これらの違いにより、ハリス社はバリュー投資家のアナリストにとって、望ましい最終目的地になることができます。いったんハリス社に加わったアナリストは、長期にわたり在籍する傾向があります。

●今日の投資機会の査定

私たちはマーケット・タイミングを計って投資する運用会社ではないので、2022 年のリターンがどうなるかはわかりません。ただ、先を見越せば見越すほど、リターンはよりファンダメンタルに基づくものになり、より自分たちの見解に自信が持てるのです。私たちは、株式は債券よりもずっと妥当な価格になっていると思います。S&P 500 の配当利回りは 10 年国債の利回りと同等で、債券とは異なり、配当金や収益は増加することが見込まれます。私たちは、株式投資は今後 10 年にわたり、債券投資と比べて良好なパフォーマンスになると考えています。私たちのポートフォリオが、S&P 500 よりも魅力的なバリュエーションで取引されているとも信じています。金融メディアはテーマ性のある銘柄についてかなりの時間を割いて取り上げていますが、私たちはそのような銘柄を保有していません。私たちのポートフォリオの大半は、平均を下回る株価収益率の、伝統的なビジネスを行う銘柄です。

過去 10 年で最高の投資戦略のひとつは、価格がどうあれエキサイティングな事業の株を買うことでした。私たちの見解では、それは持続可能なものではありません。そして、グロース株と株価収益率の低い銘柄との間には、現在大きな価格差が生じています。私たちは、これまでのパフォーマンスの逆行が起きるべきだし、起こりうると思います。私たちのポートフォリオは、平常に戻る環境のなかで、良好なポジションに位置しています。

ところで、わが家の庭には、0 ドルから 50 万ドルの間の価値がある岩がいくつかあります。私はたった 5 万ドルのバーゲン価格で、喜んで売ろうと思っています！

●個人的なメモ

2021 年の初めに、ケビン・グラントが 2021 年末に引退することを発表しました。その後、ウィン・マレーが今年 7 月の引退を前にファンドの運用から離れました。

30 年前、ハリス社が雇った 2 人目の IT 専門家が私の部屋にやってきて、リサーチ部門に移りたいと訴えました。結構な話だが、おそらくは一から始めることになって給料もカットされる、それでもいいのかと私は言いました。それでもケビン・グラントはたじろぎませんでした。長年にわたるリサーチ業務により、彼はパートナーの地位を得て、2000 年からファンドの共同運用担当者となり、そして最近ではハリス社の共同会長も務めました。ハリス社の長期的な視点を、彼が自分の推奨する株式のためだけでなく、自分のキャリアのためにも活用してくれたことに、私たち全員が感謝しています！

18 年前、私は新しいアナリストを雇う面接チームのメンバーでした。そのときの候補者のひとりは、単に株式市場に相応の経験があるばかりでなく、統計データを使い、マイナーリーグの野球選手の成功を予測するための本を共同執筆した経歴があり、私は非常に興味をそそられました。データを使って不確かな結果を予測する手腕があるなら、株式にもそのスキルを適用できるものです。ウィン・マレーも例外ではありませんでした。そのリサーチ力は彼にパートナーの地位をもたらし、2013 年からはファンドの共同運用担当者となりました。分析の才能を見抜くその情熱により、彼は米国リサーチ・ディレクターとなって強力なインターンシップ・プログラムを作り、これまで最も能力の高いリサーチ部門を作り上げました。

二人のハリス社の成功に対する莫大な貢献、そしてそのスムーズな引退計画に感謝を述べたいと思います。何十年も素晴らしい人物たちと仕事をしていれば自然とそうなるものですが、ケビン・グラントもウィン・マレーも毎日顔を見るのが楽しみな、私の親しい友人となってくれました。彼らが新しい冒険で成功をおさめるのを楽しみにしています。

彼らだけでなく、すべての投資家の皆さまにとっても、今年が幸福と健康と繁栄の 1 年となることをお祈りしております。

以　上

■当社がハリス・アソシエイツ社に運用を委託している各ファンドと、同社が米国で運用するファンドの投資哲学や基本的な運用方針等は共通のものです。当社では、当社が提供する各ファンドの運用内容をお客様がご理解頂くうえで有益と思われる情報を提供して参りますが、当該ファンドの勧誘を目的とするものではありません。

■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。

2021-02-111