

2025年2月

# ALAMCO

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 (2024年10-12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。ウイ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。

### ハリス社の米国株ファンドは今も変わらず大型株ファンド

2000年当時、ハリス社は米国の大型株で運用する米国株ファンドで問題を抱えていました。問題はいくつかありました。伝統的なビジネスで構成されるハリス社のポートフォリオは、ハリス社のポートフォリオでは保有していないインターネット関連で時価総額の大きい銘柄によって牽引されていたS&P500指数に大きく遅れをとっていました。新しいポートフォリオ・マネジャー（私）が加わりましたが、パフォーマンスを追いかける投資家がバリュ（割安）株への資産配分を減らし、グロース（成長）株への資産配分を優先させたため、ファンドが解約され大打撃を受けていました。

しかし、さらに差し迫った問題は、ハリス社の米国株ファンドについての米ファンド評価会社モーニングスター社の投資スタイル・ボックスの分類が「大型株バリュ」から「中型株バリュ」に変更されたことでした。この事は、アンダーパフォームするファンドを保持し続けるという難しい決断をした何人かの投資家にとっては、我慢の限界でした。彼らは「ハリス社はなぜ今になって投資スタイルを変えるのか。」と詰め寄りました。

ハリス社としては、全くこれまでと違った運用をしておらず、ファンドに組み入れられている銘柄はほとんど変わっていなかったため、この指摘は大変心外でした。

大型グロース株やハイテク株の時価総額が増加したことで、ハリス社の保有企業の時価総

額が相対的に低下したため、ハリス社の保有している大型株の多くが中型株に分類されることとなりました。そこで、私は 2000 年 9 月 30 日の運用報告書の一節に「ハリス社の米国株ファンドは大型株ファンド」というタイトルを付けました。

約 25 年前に私が書いた内容は、現在も同様にハリス社がポートフォリオをどのように運用しているかを説明するのに通用します。

### **ハリス社の米国株ファンドは大型株ファンド**

投資家が株式投資信託を分類する際、一般的には投資スタイルと組み入れ企業の規模という 2 つの基準に注目します。グロース（成長）かバリュー（割安）かという投資スタイルではハリス社の米国株ファンドは明らかにバリュー・ファンドです。割安な銘柄を見極めて購入し、割安でなくなったら売却し、それを繰り返すことに全精力を注いでいます。

一方で、組み入れる企業の規模によってファンドを分類するのは難しいです。大型株は社歴が長く、収益の方向性が予測しやすいため、投資リスクが低い傾向があります。そのため、多くの投資家は、ハリス社の米国株ファンドのように大型株に特化したファンドを好みます。

ハリス社の米国株ファンドは一貫して大型株に投資してきたと考えています。というのは、ハリス社では、大型株を見るとき、基礎となる事業の規模を測る基本的な特性について注目するからです。売上高、純利益、株主資本などの指標を用いて、ハリス社の米国株ファンドでは米国の事業規模上位 250 社に入る銘柄に投資してきましたし、現在も同じように投資しています。しかし、ファンドを分類するほとんどの評価機関は、ウォール街が大型株をどのように評価しているかを見ています。例えば、モーニングスター社は時価総額上位 250 銘柄を「大型株」と呼んでいます。彼らの定義に基づけば、「大型株ファンド」は主に時価総額 100 億ドル以上の銘柄を組み入れるファンドであると定義しています。

ハリス社は時価総額が 100 億ドル以下の銘柄を多く保有しているため、前四半期にモーニングスターはハリス社の米国株ファンドを「大型株バリュー」から「中型株バリュー」へと分類変更しました。

これは重大なことです。依然として大型株ファンドと呼ばれているファンドを保有している投資家が、大型株への投資から期待される低いリスクレベルを得られていない可能性があると考えます。去年は、テクノロジー企業を中心に、多くの小企業が大型株に分類されるほど高い株価をつけました。ハリス社が数えたところ、こうした小企業の大型株の数は、10 年前の 5 倍でした。これらの銘柄は、一般的な大型株よりもはるかにリ

スクが高い銘柄です。このような銘柄を避けることで、ハリス社の保有株の平均時価総額は減少しています。

ハリス社の米国株ファンドは、非常に割安であると考えられる大型株を買い続けます。ハリス社のこの投資行動は、多くの企業の株式が不合理な値付けをされている株式市場において、ハリス社が合理的に行動しているに過ぎないと考えています。また、このような環境下で、ハリス社の「大型株バリュー」ファンドが「中型株バリュー」に分類されたとしても、ハリス社が本来バリュー投資家として自分のなすべき投資を行った結果であると考えています。

では、なぜこのようなことが再び注目されるようになったのでしょうか。というのも、過去 24 年間、ほとんどの大企業は大型株に分類されていたからです。しかし、大型株ユニバースは IT バブル時の 2000 年の時と同じように再び縮小しています。モーニングスター社は、大型株ユニバースを非常に合理的に定義していると思います。大型株と中型株の境界線を、米国市場での時価総額上位 70% に設定しています（下位 30% は中型株、小型株、超小型株に分類されます）。

10 年前、モーニングスター社の大型株と中型株の境界線は時価総額 170 億ドルでしたが、ハリス社の米国株ファンドの保有銘柄のほとんどは大型株のカテゴリーにしっかりと入っていました。現在では、超大型株の時価総額が非常に大きくなったため、モーニングスターの大型株と中型株の境界線は時価総額 680 億ドルに上昇しています。

そのため、ゼネラル・モーターズ（米国最大の自動車メーカー）や AIG（世界最大級の保険会社）のように、ハリス社が長い間保有してきた大企業は大型株から外され、現在は中型株とみなされるようになったのです。これらの企業は依然として世界的な大企業ですが、現在は中型株に分類されているのです。

大型株の数が減少しているため、ファンドマネジャーは投資方法の変更を余儀なくされています。例えば、モーニングスター社が「大型グロース」と分類する株式は現在 22 銘柄のみですが、モーニングスターの「大型グロース」カテゴリーに属する平均的なアクティブ運用型ファンドは 54 銘柄を保有しています。つまり、これらのポートフォリオ・マネジャーは、中型株を以前よりも多く組み入れているか、あるいはグロース株として認められない企業を多く組み入れていることとなります。そして、彼らは、魅力が低いと判断した大型グロース株を除外する余地はほとんどありません。他の運用マネジャーがこの新しい世界に適応しようとしています。この問題は 2000 年にハリス社がすでに対応した問題であることにご安心いただければと思います。したがって、ハリス社の米国株ファンドでは何も投資ス

タイトルを変更していません。

現在のハリス社の米国株ファンドのポートフォリオでは、52 銘柄のうち 50 銘柄がハリス社の定義する大企業に該当します。つまり、その企業の売上、利息及び税金控除前利益、または株主資本が上位 250 社に入っているということです。39 銘柄の時価総額は 250 億ドル以上であり、時価総額が 100 億ドル未満の銘柄は 4 銘柄のみです。このポートフォリオは、通常、大型株ファンドに付随する低いリスクレベルをもたらすと考えています。しかし、モーニングスター社の大型株の基準額は現在 680 億ドルであり、ハリス社のポートフォリオでこの基準を満たす銘柄は 17 銘柄にとどまっています。また、ハリス社は時価総額による市場価値ではなく投資魅力度の観点から銘柄のポジションの大きさを決定します。そのため、ハリス社が保有する時価総額の大きい銘柄は、インデックスに追随することにより焦点をあてた競合相手のポートフォリオの場合ほどポートフォリオに大きな影響を与える訳ではありません。

ですから、もしモーニングスターがハリス社の米国株ファンドの投資スタイルを「中型株バリュー」に変更したことに気づいたとしても、ハリス社は過去 25 年間と何も変わっていないのでご安心ください。ハリス社は、割安だと考える大企業を買い入れ、割安でなくなったと判断した時点で売却します。そして、この投資プロセスを繰り返します。株式市場の変化に応じてハリス社のやり方を変えることはしません。24 年前にも申し上げましたが、「これは、ハリス社がバリュー投資家としての仕事をきちんとこなしている証拠である。」ということです。

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 3.3% (税抜 3.0%)

■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。

2024-03-31