

プジーナ・クォーターリー

2020年第2四半期(4-6月期)

目次

- 2** **マーケット・コメンタリー**
リスクとリターンの関係性を考察したうえで、運用マネジャーの真の投資能力をより正確に映し出す評価アプローチを提案します。
- 5** **グローバル・リサーチ・レビュー**
不安定な現況下、バリュエーション格差は過去50年で最大の水準にまで拡大しており、短期的な不確実性を過度に織り込んだ優良銘柄が数多く発生しています。
- 8** **ESGの視点**
ESG(環境・社会・ガバナンス)の領域では最近、上場企業による配当の支払いや自社株買いを景気低迷時にも認めるべきか否か、という問題について議論が活発化しています。
- 9** **銘柄ピックアップ — DB Insurance**
今回は、競争の激しい韓国の保険市場にあっても、優れた引受実績と高い収益性を誇る損害保険会社DB Insuranceを取り上げます。同社はコスト重視の経営モデルを武器に、同業他社を上回る自己資本利益率(ROE)を実現しています。
- 12** **ポートフォリオ戦略**
引き続き、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的に魅力的な投資機会が見出されるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。

顧客の皆様へ

15ヵ月前、弊社プジーナ投資顧問は設立以来で過去最高の10年リターンを実現しました。しかしこの2020年4-6月期末には、一転して過去最低のパフォーマンスを記録しました。25年にわたりディープバリュー投資を続けてきた弊社の「真の」運用スキルが反映されているのは、果たしてどちらなのでしょう。過去数ヵ月間で、株価ボラティリティは世界大恐慌以来の高水準まで上昇しました。バリュー株にとって厳しい局面ではありがちなことですが、現在もバリュー投資の有効性や可能性に対する疑念が浮上しています。

今回の「マーケット・コメンタリー」では、リスクとリターンの関係を考察し、長期リスクの代替指標として短期のボラティリティを使用する慣例に疑義を呈します。さらに、パフォーマンス分析では開始・終了時点の設定位置によって運用成果に歪みが生じますが、このよく知られた難題について論じた上で、「運用マネジャーの投資能力をより正確に映し出すのは、一時点を切り取った分析よりも、むしろ長期リターンの平均である」という点をデータで提示します。結局のところ「リスク」とは、議論の的となっている銘柄や、株価が大きく振れている銘柄を購入することではありません。必要以上の資金を費やして購入することこそがリスクなのです。正確に計測されたデータから見る限り、熟練したディープバリュー投資家は、各銘柄の株価ボラティリティを投資機会として活用すべく、「追加のリスクはとらず」割安な水準で株式を購入することを目指しています。

「グローバル・リサーチ・レビュー」と「銘柄ピックアップ」のセクションでは、2020年に弊社が注目している投資機会、つまり、事業運営の柔軟性と高い競争優位性を兼ね備え、財務基盤が強固な企業について取り上げます。こうした企業の多くは、現在の環境を活かし、ビジネスモデルの改善やシェア拡大を図りつつ、景気回復に備えています。今回、新たなセクションとして、「ESGの視点」を設けました。初回のテーマとして、政治、経済、社会が安定している状況下と同様に、景気が低迷している局面においても、上場企業が株主還元策（配当支払いや自社株買い）を行うことが妥当かどうか、という問題について検討します。

本稿をお読み頂き、ご意見等ございましたら、どうぞお寄せください。

プジーナ投資顧問

「リスク」とは、議論的的となっている銘柄や、株価が大きく振れている銘柄を購入することではありません。必要以上の資金を費やして株式を購入することこそが、リスクなのです。ディープバリュー投資家は、株価ボラティリティを投資機会として活用すべく、「追加のリスクはとらず」割安に株式を購入することを目指します。

2020年第1四半期(1-3月期)、ボラティリティの極端な上昇を背景に、バリュー株のパフォーマンスは市場全体を下回り、アンダーパフォーム幅は四半期としては過去最大規模となりました。こうした状況を受けて、昔からある疑問が再浮上しています。「バリュー投資は破綻したのか」、「バリュー株が下振れに強いとされるならば、なぜ他の株式と比べて不安定な動きを見せているのか」という疑問です。

これらの疑問に答えるにあたり、まずは以下の仮説を置いてみます。

1.最近の短期ボラティリティの極端な上昇を背景に、バリュー投資は低迷して見えるが、長期投資家にとって重要なのは、短期ではなく、長期的なボラティリティに注目することである。

2.現在、バリュー投資は低迷して見えるが、それは現時点を最終時点として見た場合、パフォーマンスに歪みが生じているためである。終了時点を様々な地点に置いた長期パフォーマンスに注目することで、戦略の有効性がより明確になる。

「ディープバリュー投資」の実践者として、弊社は、割安株と割高株のバリュエーション格差(注1)が依然として極端な水準にある理由の一部は、上記で挙げた二つの要因にあると考えています。すなわち短期ボラティリティの急上昇と最終時点をどこに置いて評価するかの問題です。一方、市場に何らかの変化があり、バリュー投資自体が以前と異なるものとなったため、との見方がありますが、これは合理的とは言えません。バリュー投資は、直近のイベントに対して投資家が過度に感情的な反応を示し、その結果として株価が大幅に割安化した局面を捉え、収益を上げる、というシンプルな手法です。弊社の見るところ、過度なリスクをとることなく、こうしたバリュエーションの歪みから収益を獲得する機会は確かに存在します。

弊社では様々なデータを分析し、以下の結論に達しました。

1.バリュー戦略(注2)の短期ボラティリティが市場より高いからといって、長期的なリターンが安定性に欠けるということはありません。バリュー戦略は過去60年間、市場全体と同水準のボラティリティを示しつつ、安定した長期リターン構造を維持してきました。実際、弊社戦略(注3)は過去25年間にわたり、市場全体よりも安定した長期リターンを実現しています。

2.マネジャーの運用能力を測るには、通常、いずれかの戦略の長期実績が用いられますが、この手法には明らかな欠点があります。パフォーマンス計測の開始時点と終了時点をどこに置くかによって、リターンの数値が大きく左右されるのです。長年にわたり、一貫して同じ運用プロセスを実践しているマネジャーであれば、一定期間の平均的な実績について評価を行うことで、開始・終了時点がもたらす変則性を取り除くことが可能です。

リスク

今年3月、短期ボラティリティは極端な上昇を示し、その破壊的な力を如実に示しました。同月のボラティリティ(実績ベース、21日移動平均、年率)は、S&P 500種株価指数が96%、ラッセル1000バリュー・インデックスが99%まで上昇し、プジーナ・フォーカス・バリュー戦略は119%に達しました。2019年末時点のボラティリティは、それぞれ8%、8%、13%でしたから、その違いは明らかです。また過去25年間の月次ベースの実績を見ますと、バリュー株は市場インデックスを上回るボラティリティを示しています(図表1)。

図表1: 月次ボラティリティ

1996年1月1日～2020年6月30日	月次ボラティリティ
S&P 500種株価指数	15.2%
ラッセル1000バリュー・インデックス	15.3%
プジーナ・フォーカス・バリュー戦略	20.0%

過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。

図表1のデータからは、明らかな疑問が生じます。プジーナのディープバリュー戦略(注4)は短期ボラティリティが高いが、これは市場全体よりもリスクが高いことを意味するのか、という疑問です(ディープバリュー戦略は30～40銘柄から構成されるポートフォリオで、分散化されたインデックスと比較するとボラティリティがやや高めではあります)。

この答えは、「リスク」をどう定義するかによって変わってきます。バリュー株を集中的に組み入れている弊社のディープバリュー・ポートフォリオは、インデックスと比較して日次、月次ベースの変動が大きいことは確かです。しかしこうした短期的な動きは、果たして「リスク」なのでしょうか。学術的な理論に従えば、確かに「ボラティリティ＝リスク」です。しかし株式投資家は、本当に毎月末、ポートフォリオの状況を気にしなければならないのでしょうか。これは実に興味深いポイントです。トレーダーは、リスクを短期的に捉えますが、これは市場の浮き沈みに常時晒されている保有ポジションに対し、必要な調整を加えなければならないためです。彼らから見れば、そもそも日々のボラティリティに対する期待リターンの比率こそが、本来、合理的な指標なのです。

(注1)投資ユニバースのうち、最も割安な銘柄(割安度上位20%)と最も割高な銘柄(割高度上位20%)のバリュエーションを株価純資産倍率(PBR)で見た場合の格差。

(注2)本稿では、米国株式市場に上場する時価総額上位1,000銘柄のうち、PBRで見て最も割安な銘柄(割安度上位20%)への投資を「バリュー戦略」と称する。

(注3)プジーナ・フォーカス・バリュー戦略(1996年1月1日設定)

(注4)プジーナ・フォーカス・バリュー戦略

しかし株式市場の投資家は通常、例えば退職資金、大学資産、遺産の運用や、年金基金・寄付金基金による資産運用など、長期目的で投資を行っています。このように資金ニーズが長期にわたることを踏まえれば、投資の時間軸に合わせてボラティリティの測定を行う方が理に合っているのではないのでしょうか。

研究者や統計学者は、株価の短期的な動きは本質的にランダムであることから、短期的なボラティリティは、長期ボラティリティの適切な代替指標となり得る、と主張しています。しかし投資の時間軸を延ばしていくと、この説は実際のデータと合致しなくなります(図表2)。

図表2:リターン・ボラティリティ(年率)

1996年1月1日～2020年6月30日

	月次*	3年*	5年*	10年*
S&P 500種株価指数	15.2%	10.5%	6.9%	4.3%
ラッセル1000バリュー・インデックス	15.3%	9.3%	6.3%	3.3%
ブジーナ・フォーカス・バリュー戦略**	20.0%	10.4%	8.5%	3.5%

出所:FTSEラッセル、S&Pグローバル、ブジーナの分析

*各保有期間の標準偏差(月次ベースで集計)。**ブジーナ・フォーカス・バリュー戦略のコンポジット・パフォーマンス(グロス・ベース)。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。

図表2から分かる通り、時間軸が長くなるほどに、リターンの安定性が明らかに増すだけでなく、短期的なボラティリティの高さというディープバリュー戦略のデメリットも解消して行きます。実際、長期保有した場合を見ると、バリュー・インデックスと弊社ディープバリュー戦略のリターンの振れ幅は、S&P 500を下回ります。しかも弊社戦略は僅か30～40銘柄から構成されるポートフォリオであって、市場インデックスのように高度に分散化されているわけではないのです。

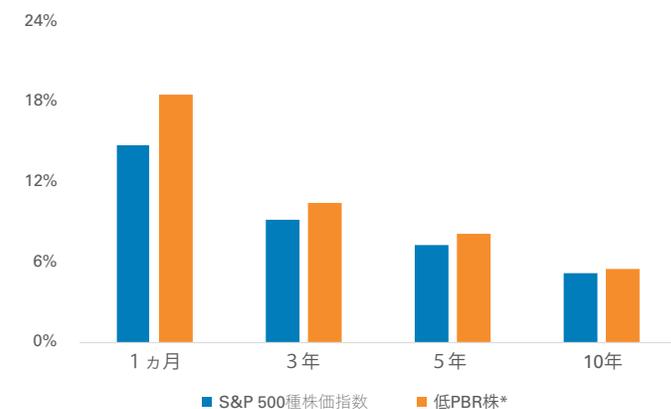
短期のボラティリティは、長期的なリスクの測定には不適當であり、リスクというよりも、むしろ投資機会を測る指標なのかもしれません。そして短期的な変動は、長い間に全体として打ち消し合っていくものなのでしょう。熟練したディープバリュー投資家は、各銘柄の株価ボラティリティを投資機会として活用すべく、追加のリスクをとることなしに割安な水準で株式を購入することを目指します。従って真のリスクは、必要以上の資金を費やして株式を購入することにある、と結論できそうです。割高な水準で購入した銘柄でポートフォリオを構築すれば、そうでない場合と比較してリターンが低下するだけでなく、リターンの安定性も失われると考えます。

同じディープバリュー株でもまったく異なるデータ、すなわち1960年以降のデータセットを用いて、さらに長期の実績を分析してみても、やはり同じ現象が生じていたこと

(注5)米国株式市場の時価総額上位1,000銘柄のうち、PBRで見ても割安な銘柄(割安度上位20%)

が分かります。ディープバリュー株の代替として低PBR株(注5)に注目すると、ボラティリティは月次ベースでは高いものの、投資時間軸が長くなるほどにS&P 500に近づいていくのです。これを示したのが図表3です。

図表3:時間軸の長期化に伴いボラティリティは収斂



* 米国株式市場の時価総額上位1,000銘柄のうち、PBRで見ても割安な銘柄(割安度上位20%)。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。

以上から得られる結論は明らかです。すなわち熟練したバリュー投資家にとっては、バリュー投資の短期的なボラティリティの高さが、「リスクを削減するという目標を果たしつつ、株価が割安な水準にある瞬間を捉えて購入する好機」をもたらす、ということです。

リターン

投資家は通常、リスクを評価するのに短期的な指標を用いますが、リターンの評価には長期的な指標を用いる場合がほとんどです。そして多くの投資家が好んで選ぶのは、直近までのデータを含む指標です。しかし同じ「10年間の投資実績」でも、終了時点(と開始時点)をどこに置かかで、内容は大きく変わります。では、終了時点直近に絞らずに様々に変えた場合はどうなるのでしょうか。ブジーナ・フォーカス・バリュー戦略で、終了時点の違いによって、どれほど実績が異なるかを見てみましょう。

図表4:トータル・リターン(年率)

1996年1月～2020年6月* / **

	S&P 500種 株価指数	ラッセル1000 バリュー・ インデックス	ブジーナ・フォ ーカス・ バリュー戦略
過去最高リターン実現の10年	16.7%	15.4%	17.1%
過去最低リターン実現の10年	-3.4%	-1.2%	3.4%
直近10年	14.0%	10.4%	8.3%
10年リターンの平均	6.5%	6.9%	8.5%

*「過去最高リターン実現の10年」は2019年2月終了の10年、「過去最低リターン実現の10年」は2009年2月終了の10年。**ブジーナ・フォーカス・バリュー戦略のコンポジット・パフォーマンス(グロス・ベース、1996年1月1日～2020年6月30日のデータ)。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。

図表4のデータからは、以下のような観察結果が得られます。

- 弊社戦略が過去最高リターンを上げた10年間の実績は、S&P 500とラッセル1000バリュートの両インデックスを上回る
- 弊社戦略が過去最低のリターンとなった10年間の実績も両インデックスを上回る
- 10年リターンの平均も、両インデックスを上回る
- しかし直近の10年に関しては、両インデックスを大幅に下回る。ただし弊社戦略が過去最高の10年リターンを上げたのは、僅か1年前までの10年間である

それでは、パフォーマンスを測定する最良の方法は、どのような方法なのでしょうか。

リスクとリターン

図表5aと5bでは、単純にリターンをリスクで除した数値を、「シャープ・タイプ・レシオ」(注6)として示しています。同レシオの計算に当たって、リスクとリターンをどの指標で代替するかですが、図表5aでは、10年リターンの平均を10年リターンの標準偏差で除し、図表5bでは、実績ベースの10年リターンを月次ボラティリティで除し、シャープ・タイプ・レシオを計算しています。

図表5a: 長期のリスク・リターン指標

	S&P 500種 株価指数*	ラッセル1000 バリュート・ インデックス*	ブジーナ・ フォーカス・ バリュート戦 略** **
リターン	6.5%	6.9%	8.5%
ボラティリティ	4.3%	3.3%	3.5%
シャープ・タイプ・ レシオ	1.5	2.1	2.4

*S&P 500種株価インデックス、ラッセル1000バリュート・インデックス、ブジーナ・フォーカス・バリュート戦略に基づく。**ブジーナ・フォーカス・バリュート戦略のコンポジット・パフォーマンス(グロス・ベース)。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。

両者を比較すると、驚くほど異なる結果が出ました。弊社のリスク調整後リターンは、長期指標ではS&P 500を上回りますが、短期のリスクを用いた指標ではまったく逆の結果となったのです。

しかし、弊社がその歴史の中で最も低調なパフォーマンスに甘んじたのが直近の10年間であり、しかもこの50年近くでバリュート株が最も低調だった10年間とも重なるという事実が、投資家にとって真実を見えにくくしているようです。

まとめ

15か月前、弊社のフォーカス・バリュート戦略は、過去最高の10年リターンを実現しました。しかし前例のない市場ボラティリティの上昇を受けて、この2020年4-6月期末では10年リターンは過去最低に近い水準まで低下しました。25年にわたりディープバリュート投資を続ける弊社の「真の」運用スキルが表れているのは、一体どちらなのでしょうか。

10年リターンの平均は、バランスが取れ、投資家の経験を最も良く映し出す指標であると弊社は考えます。しかしこのリターンに、どの程度のリスクが内在しているかを考慮しなければなりません。通常のシャープ・レシオでは、10年間のパフォーマンス(超過リターン)を、月次リターンの標準偏差と比較しますが、長期のリターンを短期のボラティリティと組み合わせるのは、ちぐはぐな印象を受けます。この場合、10年リターンの標準偏差の方が、リスクを測る指標として適切であると弊社は考えます。

図表5: 短期のリスク・リターン指標

	S&P 500種 株価指数*	ラッセル1000 バリュート・ インデックス*	ブジーナ・ フォーカス・ バリュート戦 略** **
リターン	14.0%	10.4%	8.3%
ボラティリティ	15.2%	15.3%	20.0%
シャープ・タイプ・ レシオ	0.9	0.7	0.4

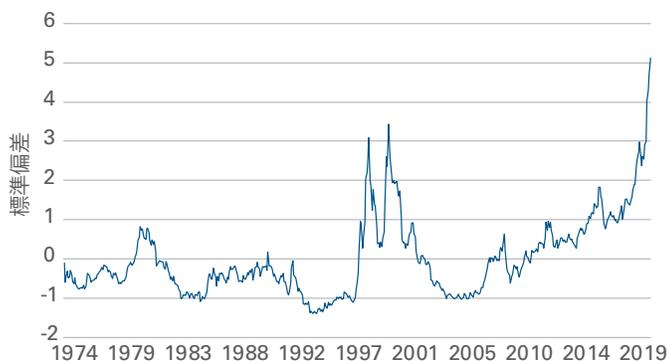
(注6) リスク指標として月次リターンの標準偏差を用いる通常のシャープ・レシオと異なり、「シャープ・タイプ・レシオ」は、シンプルに10年リターンを10年リターンの標準偏差で除したものです。

現在のバリュエーション格差は、バリュー株が最悪のシナリオを織り込みつつあることを示しています。弊社としては、バリュー株に極めて明るい見通しを持っており、投資機会は極大化していると見ています。

世界の株式市場は3月の安値から力強い回復を見せましたが、4-6月期に入ると、バリュー株とグロース株の「せめぎ合い相場」の様相を呈しました。これまで過小評価されていたエネルギー、金融、景気循環株が全般に大きく持ち直した一方で、グロース株も辛うじて騰勢を保ち、最終的に当期もバリュー株が後れをとる結果となりました。今回のパンデミック(世界的流行)に起因する景気後退から大きく影響を受ける形で、バリュー株のバリュエーションが低位に留まっているのに対し、グロース株のバリュエーションは過去最高水準に達しています。

世界の株式のバリュエーション格差は、さらなる未踏の領域へと拡大し、過去の中央値から5標準偏差乖離しています(図表1)。

図表1:世界の株式のバリュエーション格差は拡大の一途



2020年6月までのデータ。

出所:サンフォードC.バーンスタイン(米資産運用会社)、プジーナ分析
PBR(株価純資産倍率)ベースでの最割安銘柄群(第1五分位)と最割高銘柄群(第5五分位)の格差。均等加重平均データ。MSCIワールド・インデックスをユニバースとする。

さらに地域別で見ると、以下の表の通り、弊社投資ユニバースの割安度上位20%(第1五分位)の株価バリュエーションは、適正価値(投資ユニバースの中央値)の半分以下の水準を付けています。

株価ノーマル収益倍率*の中央値(2020年6月30日現在)

	米国	欧州	日本	グローバル	新興国
投資ユニバースの中央値1	17.1	15.8	17.1	17.2	15.4
最割安上位20%の中央値	8.3	7.1	7.6	7.6	6.5

出所:ロイター、プジーナ分析

*プジーナ予想に基づく。

1 各投資ユニバースは、時価総額上位の銘柄で構成。各地域の母数は以下の通り。米国(上位1,000銘柄)、欧州(同750銘柄)、日本(同750銘柄)、グローバル(同2,000銘柄)、新興国(同1,500銘柄)。

パンデミック下でのリスク/リターン

弊社は、これまでと同様、卓越したリターンと制御可能なリスクを両立できる投資機会を捉える一方、耐久力が低く、資本毀損リスクや破産リスクが高い企業を投資対象から外しています。こうした中、新たな投資機会を見出しつつも、世界経済が未曾有の景気後退に直面する可能性を念頭に、各保有銘柄について包括的なストレステストを実施しました。これは、パンデミック危機によって、幅広い地域の経済活動が停止された状況を踏まえ、事業リスクと財務リスクを再評価することが目的でした。方法面での際立った特長としては、企業経営陣とのエンゲージメント(対話)が挙げられます(現在はオンラインで実施)。弊社はこれまで経営陣と数百回に及ぶ対話を行いました。その大半で、我々の質問に対する経営陣の回答は称賛すべきほど率直なものでした。幸いにも、弊社が保有する世界中の銘柄はごく一部を除き、長期見通しに重大な問題が検出されず、今回の精査をクリアしました。これは、弊社独自のリサーチで行っている厳格なリスク評価の成果とも言えます。

当期、弊社は石油サービス企業と銀行に関するレポート2本を発表しました。その中で、弊社が現在、なぜ両セクターに最良の投資機会を見出し、大規模なエクスポージャーを保有しているのかについて論じました(なお、当該レポートは、弊社ウェブサイト内『Thought Leadership』にも掲載)。またこれとは別に、以下で説明する通り、消費者関連銘柄などでも新たな投資機会が生じています。

コロナ危機下での消費者関連銘柄

株式市場におけるコロナ危機の「震源地」は観光・レジャー関連銘柄ですが、航空・クルーズ船ならびにホテル・レストランチェーン銘柄も大打撃を受けています。弊社は、今後起こり得る様々な事態を踏まえ、キャッシュ流出が続く多くの企業群は基本的に投資対象から除外しましたが、当期は新たにマカオ最大級のカジノ・ホテルチェーンGalaxy Entertainmentを株価の急落局面で購入しました。中国の富裕層に支えられるマカオのカジノ市場は、強固なファンダメンタルズを有しており、(コロナ危機の収束後には)業界全体で一桁台後半の成長率と高い株主リターンを創出すると弊社は見ています。さらにGalaxy Entertainmentは開発用地を数多く保有しており、長期的に高い潜在成長力を持つと考えられます。同社株価は、底値から堅調に回復しており、足元では弊社算出の株価ノーマル収益倍率でみて13.0倍程度で取引されています。

米国の消費財大手Spectrum Brandsは、幅広い家庭用品を製

造・販売し、グローバルに事業展開する企業ですが、2020年3月、業績や財務状況が懸念され、パニック売りに見舞われました。同社は、景気耐性が様々な製品ブランドを所有しています。当期中、同社は発行済み株式6%分の自社株買いを実施したほか、決算発表では、既存事業の売上成長と利益率が市場予想を上回りました。レバレッジ倍率は借入契約の財務制限条項(コベナンツ)には抵触していない水準ですが、上昇傾向にあります。但し同社によれば、必要に応じて、債務残高の3分の1を返済するのに十分なキャッシュフローを、9月までに確保できるとのことです。

弊社は同社の取締役や経営陣に対し積極的にエンゲージメントを実施し、既存事業の成長加速とレバレッジ削減に向けたインセンティブを導入するよう働きかけました。レバレッジについては以前よりは低下したものの、同業他社と比べてなお高い水準にあります。さらに、経営陣(代理人)の行動が株主(本人)の利益と相反する「代理人問題」の解消に向けて同社が取り組むこと、特に、取締役会がより厳格な「役員報酬ガイドライン」を策定することを弊社は主張しました。また経営陣に対し、上記の問題に関する明確な経営目標を設定するとともに、業績連動報酬の導入において、財務指標の過剰な調整を避けるよう提案しました。これを受け、取締役会は現在、弊社の提案を社内で検討しており、新たに指名された役員について、報酬体系を株主利益と一致させるための方策を思案しているところです。

平時であれば、同社は下半期に多くのキャッシュを稼ぐ傾向にあります。今年度は他の多くの企業と同様に、2020年残りの業績見通しの発表を見送ると表明しました。新型コロナウイルス感染拡大による影響を巡っては、先行き不透明感が非常に強く、業績予想が有効と言ひ難いことは確かですが、弊社としては引き続き動向を注視する方針です。同社の株価は現在、プジーナ算出の株価ノーマル収益倍率で見て、僅か8.4倍程度で取引されています。

自動車関連株:回復の素地整う

自動車業界は新型コロナウイルスの感染拡大前から景況が悪化していました。中国の自動車需要は急減しており、世界の新車販売台数もこの2年間減少傾向にありました。その結果、多くの自動車関連銘柄の株価バリュエーションは低下し、既に弊社の各投資ユニバースの割安度上位20%(第1五分位)に入っていました。こうした中、弊社は最近、タイヤメーカー2銘柄、フランスのMichelinと韓国Hankook Tire & Technologyのポジションを買い増しました。Michelinは、高付加価値タイヤ市場と特殊タイヤ市場で高いブランドロイヤリティを確立しています。同社の営業利益率は高水準ですが、世界各地に有する31工場のうち、幾つかは中小規模であるため、整理・統合されると弊社は見てい

ます。対照的に、準大手のタイヤメーカーであるHankook Tire & Technologyは、新車装着タイヤ市場と交換用タイヤ市場でのシェア拡大を狙っており、アジアとハンガリーで工場を増設し、北米では増産のための施設を設立しました。コロナ危機による打撃を受けて、両銘柄の株価は現在、弊社算出の株価ノーマル収益倍率で9.7倍(Michelin)、8.5倍(Hankook Tire & Technology)で取引されています。

パナソニック:構造改革もたらす投資機会

日本の電機大手パナソニック(Panasonic)は質の高い資産を有し、多くの製品ブランドで市場をリードする地位にあります。過去の経営陣が行ってきた資本配分の失敗や不十分なディスカウントの代償に直面しています。事業構造については、5つのグループ企業と23の事業部で構成され、組織の肥大化という問題も抱えています。生産する製品は多岐にわたり、ごく一部の例を挙げれば、電子部品・再生可能エネルギー機器、照明器具、家電等があります。同社はまた、世界4大電気自動車(EV)用電池メーカーの一角で、米EV大手テスラの主要サプライヤーでもありますが、車載電池事業は赤字が続いています。幾つかの事業部門で高い営業利益を上げているものの、車載関連、アビオニクス(航空用電子機器)、家電事業は新型コロナウイルスの世界的流行によって深刻な打撃を受けました。2020年3月期決算では、売上高は前年同期比9.6%減、営業利益は前年比28%減となりました。この業績悪化を機に、同社は、以前から進めている構造改革を加速させる見通しです。既に、各拠点での固定費削減、赤字の非基幹事業からの撤退などを通じて、経営体質の強化を図っており、設備投資は昨年ピークを迎え、足元でフリー・キャッシュフローは改善し、バランスシートも強化されています。但し同社の株価バリュエーションは、構造改革の取り組みを踏まえても、弊社算出の株価ノーマル収益倍率で僅か7.7倍程度の水準です。長年、改革に消極的であった同社ですが、現在では、我々とのエンゲージメントにも前向きであり、真の変革を目指していると弊社は判断しました。

NRG Energy:コロナ危機の影響を最小化

米国テキサス州を拠点とする電力会社NRG Energyは、発電事業と電力小売販売事業を統合的に展開しています。同社は小売販売事業において顧客関係を確立しており、自社発電等により、可能な限り低コストで電力を調達することで、利益を最大化させています。こうした強みは新規参入企業に対する参入障壁として機能しており、その結果、比較的安定した寡占状態が維持されています。主要3社による市場シェアは75%に上ります。現在の環境下、同社事業の中では、商業・産業用事業以上に住宅用事業が強い回復力を発揮すると見られます。同社は支出を抑えると同時

に、電力小売事業で現金収入を稼いでおり、キャッシュフロー創出力は高く(フリー・キャッシュフロー利回りは約20%)、自社株買いの余力が出ています。同社の株価は現在、弊社算出の株価ノーマル収益倍率で6.9倍で取引されています。

最後に

新型コロナウイルスの世界的流行によって、弊社は従来からのバリュー株への確信を深める結果となりました。当期も、米国の主要ハイテク株「FAANG」を始め、創造的破壊(ディスラプション)を引

き起こす銘柄が、既に高値圏にあったにもかかわらず、当期も積極的に買われ、モメンタムを維持しました。これらの動きは景気後退に耐性を持つとの見方によるものと見られますが、今回の景気後退局面もいずれかの時点で終了します。こうした状況下、弊社が投資機会として常に追求する「バリュエーション格差」が拡大し続けており、バリュー株は最悪のシナリオを織り込みつつある模様です。弊社としては、バリュー株に極めて明るい見通しを持っており、投資機会は極大化していると考えています。

政府支援下での株主還元策の是非

企業や金融機関の受託者責任におけるESG(環境・社会・ガバナンス)方針について論じる際には、もっともらしい考え方や方針が予期せぬ結果をもたらす得ることを、念頭に置く必要があります。

新型コロナウイルスの世界的流行を巡る混乱は、人々の健康と金融市場に甚大な影響を及ぼしただけでなく、ESGの領域でも新たな議論を呼び起こしました。上場企業は現在、自社株買いや配当支払い、あるいはその両方を停止させる圧力に直面しており、株主とそれ以外のステークホルダーが対立するリスクが取り沙汰されています。昨年2019年、世界的上場企業が行った株主還元の規模は2.2兆米ドルに及びました¹。

株主還元を禁止する理由として、よく指摘されるのが次の3点です。

1. 経済合理性: キャッシュフローが圧迫されている場合にまで、配当を支払うのは賢明と言えるのか。
2. 政治的正当性: 最近様々な媒体で論じられているように、政府から直接／間接的に支援を受けている企業が、株主に配当を支払うことは適切なのか。
3. 倫理的問題: 株主に高水準の配当を支払い続けるのは、他のステークホルダー(特に一時／完全解雇された従業員)との間で不公平が生じるのではないか。

この種の理論的議論は過度に単純化されがちであり、現実には、この3点で捉えられない微妙な問題が内包されると弊社は考えます。以下、上記3点について検討します。

第1の経済合理性については、バランスシートの柔軟性を維持するための減配は、危機時には賢明な判断であり、また適切な資本管理はほぼ例外なく長期株主に資する行為です。自由主義経済において、賢明な資本政策を決定する能力とインセンティブ構造を経営陣と取締役会に持たせるためには、健全なコーポレート・ガバナンスが重要な役割を果たします。弊社はリサーチ・プロセス全体を通じて、ガバナンス構造の評価、経営陣とのエンゲージメント(対話)、株主議決権行使に重点を置いています。当該企業が健全に経営されていると判断できれば、弊社は基本的に、当該企業に最も精通する経営陣に一連の決断を委ねます。

第2の政治的正当性については、政府の支援策は制約を伴う場合も多く、一部の企業は他の企業と比べて政治的影響を強く受けます。政府の支援策を直接受けている企業は、従来よりも厳しい監視下に置かれ、株主への利益還元を行う権利が認められません。もっとも、米国と欧州の銀行は現在、政府による直接的な資本注入策を受けていませんが、今後の一層の景気悪化に備える観点から、株主還元策が大幅に制限されています。2008年金融危機のトラウマを踏まえれば、コロナ危機に伴う不確実性の高い局面で、銀行の資本を強化したいという政策当局の意向も無理

からぬことです。とはいえ、株主還元策を一時的に制限するのは愚策であり、デメリットのみが露呈する可能性もあります。

政府による恣意的な干渉を受けない資本管理は、長い目で見れば、業界の資本コストの抑制にも寄与します。特に銀行の場合、バリュエーション(価値評価)の向上は資本流入を促し、その結果、貸出能力や損失吸収力も高まりますが、政府の規制によって株主還元が不安定化すれば、資本の流出につながります。弊社の見解として、政府支援を直接受けていない健全な企業は、危機時に「防壁」となるバッファがバランスシートに十分備わっている限り、資本の活用方法について政府の干渉を受けるべきではありません。

第3の倫理的問題については、「株主還元は従業員の福利に反する」という主張は不適切であると弊社は考えます。自社株買いや配当が停止されたとしても、その資金がすべて従業員に振り向けられるとは限りません。株主還元策の強制的停止は、むしろ、キャッシュの貯め込み、「利益誘導」事業の推進、的外れなM&A(合併・買収)、ひいては省人化技術(自動化等)の導入等につながる可能性があります。「いかなる企業も人員削減を行っている期間は株主還元を行うべきではない」という主張は、経済効率や経済成長、社会全体の福利に悪影響を及ぼす可能性があります。

結論: 端的に言えば、株主還元の主たる受益者の多くは一般投資家です。配当等による利益が発生すれば、投資家とその受託者は、それを資本効率が最も高い他の企業・業種への投資に振り向けることが可能です。こうした投資行動は、社会に対し最大の効用をもたらすと同時に、退職給付金等の長期債務の運用を行っている投資家にとっては、運用リターンの上昇にも結びつきます。詰まるところ、ある企業が成長戦略に活用しない剰余金を投資家に還元することは、社会全体の雇用や生産性の最大化につながる行動と言えます。資本主義は、今回のコロナ禍においても社会に対し重要な役割を果たしており、あらゆるステークホルダーの利益を尊重する「ステークホルダー資本主義」を追求する中であっても、資本主義の根幹そのものを揺るがすことのないよう留意しなければなりません。

(注1) Thibault, S., Which firms should pay dividends? [The Economist](#). 誌(2020年4月16日号)

現在のような困難な局面では、バリュー投資家としての勇気が試されます——弊社では日々、DB Insuranceのような極めて優良な企業を探り出すべく、努力を重ねています。

DB Insurance:極めて妙味あるバリュー銘柄

2020年上半年期、弊社は市場で金融銘柄が無差別な売りに晒された局面を捉え、韓国の損害保険会社DB Insurance (DB損害保険)の組入比率を引き上げました。市場で確固たる地位を築き、耐性のあるビジネスモデルと堅固な資本基盤を確立しているとの判断からです。

DBは、競争の激しい韓国の保険市場にあっても、非常に高い収益性を誇る損害保険会社です。優れた保険引受実績とコスト重視の経営モデルを武器に、事業の差別化を推進し、同業他社を上回る自己資本利益率(ROE)を実現しています。その同社も今年3月、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う相場下落に巻き込まれ、世界の保険会社と同様に株価が急落しました。投資家は、「パンデミック(世界的流行)によって多くの損害保険会社に生じているリスクは、DBには当てはまらない」という事実を見落としていたのです。投資家の認識とは逆に、2020年に入り、同社の二大セグメントである自動車保険と長期医療保険事業は、それぞれ交通量の減少とコロナウイルス以外の医療の縮小(すなわち保険金請求の減少)という恩恵を享受しています。

加えて、非常に景気循環色の強い自動車保険事業が今まさに回復の途上にあり、収益拡大に寄与し始めている状況です。また世界の金融銘柄は、資産の質と低金利という二つの重大な懸念がバリュエーションを圧迫する要因となっていますが、DBの場合、保守的な運用資産ポートフォリオと、長期貯蓄商品の利幅を維持する能力が、そうした懸念から同社を守る格好となっています。一方で、DBの株価バリュエーションは、長期的な収益力、ビジネスモデルや財務基盤のディフェンシブ性といった同社の特徴とおよそ整合しない、低い水準で推移しています。

自動車保険事業の循環的回復

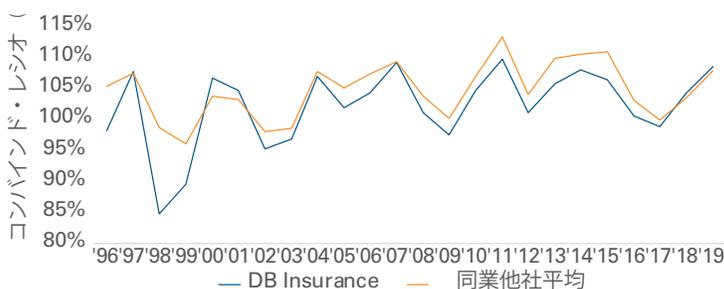
韓国の自動車保険事業では、長期的に収支が均衡するよう、保険料率の変更による調整が行われます(そのため保険会社は、同事業の販売ネットワークを活用して他の商品を販売することで、利益確保に努めています)。自動車保険事業の収益性は、競争の度合いや損害発生動向によって毎年のように激しく変動するからです。図表1は、収入保険料に対する損害(保険金支払い)の割合(損害率)と経費の割合(事業費率)の合計であるコンバインド・レシオを用いて、過去20年余りの自動車保険セグメントの業績を示したものです。この表から自動車保険事業の循環性

(韓国ウォン)	一株利益(EPS)			株価収益率			
	20年度	21年度	ノーマル*	20年度	21年度	ノーマル*	
DB Insurance:	42,850	6,873	5,273	7,406	6.3倍	8.3倍	5.8倍

2020年6月30日現在のデータ
出所:DB Insurance資料、ブジーナ分析
*ブジーナ推定のノーマル収益

が明らかに見てとれます。コンバインド・レシオが100%ならば損益分岐点上にあり、100%を下回れば、適度に利益が生じていることとなります。DBの年率のコンバインド・レシオは競合他社を下回っていますが(平均280ベース・ポイント)、これはDBの優れた費用管理がその主たる背景としてあります。保険料率を変更するには規制当局(韓国保険開発院)の認可が必要なため、料率は通常、損害発生動向を後追いする形で引き上げられます。自動車保険のサイクルは2019年までの3年間で底に近付き、DBの業績にも下押し圧力がかかりました。しかし保険開発院が過去18ヵ月間に三度にわたり自動車保険料率の引き上げを許可したことから、保険価格の引き上げと引受実績の回復に向けた道が開かれました。これはすなわち、サイクルの転換を意味します。

図表1:景気循環色の強い自動車保険事業



出所:モルガン・スタンレー、ブジーナ分析

DB Insurance Co Ltdならびに主要同業他社(Hyundai Marine & Fire Insurance Co., Samsung Fire & Marine Insurance, Co., Meritz Fire & Marine Insurance)の自動車保険部門のコンバインド・レシオ(年率)比較。期間は1996~2019年、ただしMeritz Fire & Marine Insuranceについては2002~2019年(2001年以前のデータは入手不可)。1996~2012年の事業年度は4月1日~翌年3月31日、2013~2019年は1月1日~12月31日。データに異常危険準備金(自然災害に備えた積立金)は含まれない。

新型コロナによる予期せぬ影響

自動車保険事業のサイクルの底入れが近付くなか、韓国の4大損保の株価はもともと下落基調をたどりつつありました。そして2020年に入り、パンデミックの影響が広がると、世界の保険会社の業績は圧迫され、各社の株価はいずれも急落しました。その背景には幾つかのリスクがありました。

A. 広範なロックダウン(都市封鎖)により、事業活動の停止やイベントの中止が相次ぐ可能性がある。また景気後退入りは、貿易信用・保証商品事業への打撃となり得る。

B. 不安定な市場環境下、信用損失の発生や格付けの低下によって、保険会社の資本基盤が損なわれかねない。

C. 低金利と相場変動が、投資収入にマイナスに働く可能性がある。

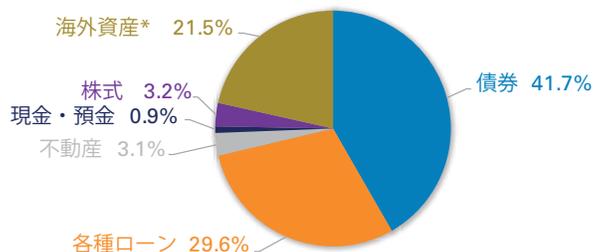
DB株はこの下落局面で、同業他社よりも大きな影響を受けました。株価は4ヵ月間で実に59%も下落したのです。そのため3月の底打ち局面で、DB株の株価有形純資産倍率(PBR)は0.25倍、予想株価収益率(PER)は4.4倍前後に低下していました。投資家は、上記のリスクがDBの事業にも当てはまると考えたわけですが、実際のところそうではありませんでした。DBは、前述のようなロックダウンで懸念された影響をほとんど受けなかったばかりか、危機による交通量の減少によってむしろ恩恵を受けられる立場にあったのです。さらに言えば、DBの長期貯蓄商品事業と運用資産ポートフォリオは、後述の理由により、低金利によるマイナスの影響から多少なりとも守られる状態にありました。

株価はそれでも下落しましたが、DBの第1四半期(1-3月期)業績はアナリスト予想を凌駕し、純利益は2019年同期から39%増加するなど、期待に沿わなかった前期業績から急速な回復に転じました。その原動力となったのは、予想を上回る引受実績でした。さらに新型コロナウイルスによる景気の減速で、自動車保険や長期医療保険の請求件数が減少した結果、当初の懸念とは裏腹に、利益率は悪化するどころか上昇したのです。近い将来についても保険金請求が減少し続ける可能性はありますが、長期的には、自動車保険料の値上げが業績改善につながるものと予想されます。

業績へのプラス要因としては、以上の他に、低金利環境にも強いDBの長期貯蓄商品の存在が挙げられます。この商品は、金利が低下した場合でも、顧客に約束する運用利回りである「予定利率」を引き下げて(保険料を引き上げて)、利益率を維持することができます。さらにDBの運用資産ポートフォリオは非常に保守的で質が高いため、景気不振時にも極めて底堅く推移することが期待されます。図表2は、DBの資産ポートフォリオの内容を示した

もので、このうち国内債券は、ほぼ70%を国債または地方債が占めています。残りの30%は、ほとんどが格付け「A+」以上の投資適格社債であり、海外社債のポートフォリオも同程度の格付けの債券から構成されています。一方、貸付ポートフォリオは、主として契約者貸付、住宅ローン、高格付けコーポレート・ローンから成り、不良債権比率はわずか0.13%です。

図表2:DB Insuranceの保守的な資産運用ポートフォリオ



出所:モルガン・スタンレー、ブジーナ分析

*海外資産の内訳は、債券(91.7%)、マルチアセット・ファンドおよびアブソリュート・リターン・ファンド(6.7%)、株式(1%)、不動産(0.6%)

安定的かつ堅固な事業基盤

DBは、長期医療保険、長期貯蓄商品、自動車保険、総合保険など、多様な損害保険商品を提供しています。同業他社との比較で見ますと、DBは商品サイクルや景気局面にかかわらず、常に高いROEを実現していますが、これに大きく貢献しているのが、扱う商品の幅広さと費用管理など事業上の規律の高さです。費用面では、コストを重視するビジネスモデルにより、DBは一貫して同業他社よりも低い事業費率(過去10年間の平均で100ベース・ポイント以上の差)を実現しています。リスクベースの資本比率(販売する保険に付随する固有のリスクを考慮した上で必要とされる資本)は247%と、他社を大きく上回り、仮にマイナスのサプライズ・イベントが生じた場合も、それを十分に吸収できるだけの資本バッファがあります。実際、新型コロナによる相場急落に巻き込まれ、自社の株価が下落した局面でも、DBはその柔軟なビジネスモデルと堅固な事業基盤を背景に、自社株買いを実施する余裕がありました。

ガバナンスの改善と組織構造の簡素化を実現

DBは、2014~2015年に大規模な事業再編を断行するまで、コーポレート・ガバナンスに致命的な問題を幾つか抱えていました。以前は大手の複合企業であったDBは、大規模に展開していた法人向け事業を保険部門から切り離し、さらに非金融事業から撤退することで、保険事業で得たキャッシュフローの流出を食い止めることに成功しました。それまで株価バリュエーションの低下の原因となっていたのが、このキャッシュフローの流出でした。国全

銘柄ピックアップ

体の動きで言えば、韓国の保険業法において、保険会社による非金融関連会社への投資が厳しく制限されるようになったことも、将来のキャッシュフロー流出リスクの軽減に寄与しています。DBの組織構造の簡素化は、株主重視の取り組み(最近、時価総額の5%に当たる自社株買いプログラムを発表)とも合わせて、同社が責任ある資本政策を実施している事実を示唆しています。MSCIが公表しているESG格付けを見ますと、DBの格付けは数年前の「B」から現在は「BBB」に上昇しており、一段の格上げの可能性もあります。

株価の歪みをもたらす投資機会

DB Insuranceが、韓国でも極めて効率的な経営を行っている損害保険会社であることは間違いありません。DBは今まさに業績回復の途上にありますが、足元の環境を鑑みれば、これは特筆す

べき快挙と言えます。DBは事業運営の視点から見て耐性を有しているだけでなく、盤石な財務基盤、潤沢な収益、そして世界的な景気後退下での事業運営であっても無理なく自社株買いを行えるだけの十分な資本バッファなど、財務面から見ても堅固です。株価がかくも割安な中での自社株買いは、株主価値の大幅な増大につながります。現在のDBは、保険という社会に必要な不可欠な産業、そして韓国という好条件を有する新興市場において、質の高いリーダー企業として存在しています。それにもかかわらず、不思議なことに、株価バリュエーションは株価有形純資産倍率(PBR)で見て僅か0.6倍です。10年間の平均が1.3倍ですから、それより50%も割安ということになります。現在のような困難な状況下では、バリュー投資家としての勇気が試されます。弊社では日々、DB Insuranceのような極めて優良な投資機会を捉えるべく、努力を重ねています。

プジーナ投資戦略

	保有 銘柄数	投資対象ユニバース	顧客による主たる 採用ベンチマーク	設定年月	頁
グローバル／米国株式以外の戦略					
グローバル・バリュー	60 - 95	世界の上位企業2,000社	MSCIワールド1	2010年1月	13
グローバル・フォーカス・バリュー	40 - 60	世界の上位企業2,000社	MSCI オールカンントリー・ワ ールド	2004年1月	14
インターナショナル・バリュー	60 - 80	米国以外の上位企業 1,500社	MSCI EAFE 1	2008年11月	15
インターナショナル・フォーカス・バリュー	30 - 50	米国以外の上位企業 1,500社	MSCI オールカンントリー・ワ ールド (除く米国)	2004年1月	16
新興国市場フォーカス・バリュー	40 - 80	新興国市場の上位企業 1,500社	MSCI エマージング・マー ケット	2008年1月	17
欧州フォーカス・バリュー	40 - 50	欧州の上位企業750社	MSCIヨーロッパ	2008年8月	18
米国株式戦略					
大型株バリュー	50 - 80	米国の上位企業500社	ラッセル1000 バリュー®	2012年7月	19
大型株フォーカス・バリュー	30 - 40	米国の上位企業500社	ラッセル1000 バリュー®	2000年10月	20
フォーカス・バリュー	30 - 40	米国の上位企業1,000社	ラッセル1000 バリュー®	1996年1月	21
中型株フォーカス・バリュー	30 - 40	米国企業1,000社(時 価総額ランキング201 ～1200位の企業)	ラッセル中型株 バリュー®	1998年9月	22
小型株フォーカス・バリュー	40 - 50	米国企業2,000社(時 価総額ランキング1001 ～3000位の企業)	ラッセル2000 バリュー®	1996年1月	23

弊社の投資戦略は、いずれも同じバリュー投資のプロセス、哲学に沿って運用を行っています。主な違いは、投資対象とする銘柄ユニバースにあります。

2020年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)による急落から回復に転じ、四半期としては過去数十年間でも最高水準の上昇率を記録しました。各国がロックダウン(都市封鎖)の解除に動き、経済活動に復活の兆しが見られたことを受けて、3月終盤に極端に悪化した投資家心理は改善に向かいました。当期、バリュー株は引き続き市場全体をアンダーパフォームし、結果として、バリュー株とグロース株のパフォーマンス格差(6ヵ月ベース)は、弊社の計測開始以来で最大の規模にまで拡大しました。

グローバル・バリュー戦略ポートフォリオのパフォーマンスは、MSCIワールド・インデックスを下回ったものの、MSCIワールド・バリュー・インデックスは上回りました。セクター別では、エネルギー、金融、一般消費財・サービス・セクターがパフォーマンスに最もプラスに寄与した一方、マイナスに寄与したセクターはありませんでした。

個別銘柄で見ますと、General Electric(米国/資本財・サービス)が最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社事業の主力対象である航空産業の業況回復には長い時間が必要と見られるためです。HSBC(英国/金融)の株価も低迷しました。中国政府が香港の統制強化につながる「国家安全維持法案」を可決し、HSBCにとって重要市場である香港の長期的な経済見通しが不透明な状況となったことが背景にあります。

一方、最大のプラス寄与銘柄となったのは、Halliburton(米国/油田施設サービス)です。需給改善による原油価格の回復が追い風となりました。またLear Corporation(米国/自動車用シート・電装部品)は、自動車生産が回復に向かうとの見方や、予想外に強い乗用車の基調的需要を背景に、株価が上昇しました。

当期の新規購入銘柄としては、パナソニック(日本/電機)が挙げられます。同社は、赤字事業から撤退し、中核事業に再注力するなど、事業合理化に向けて大規模なリストラクチャリングを断行中です。ポジションを積み増した銘柄としては、エネルギー・セクターを対象に幅広いサービス事業を展開し、この分野でリーダー的地位を築いているBaker Hughes(米国/油田施設サービス)、全世界に分散された生産拠点、財務状況の改善傾向、極端に割安な株価バリュエーションといった点で妙味のあるArcelorMittal(ルクセンブルク/鉄鋼)が挙げられます。そのほか、株価が下落した局面を捉え、Hewlett Packard Enterprise(米国/IT機器)、Avnet(米国/半導体・電子部品ディストリビューション)、BASF(ドイツ/化学)についても、ポジションを追加しました。一方、Walmart(米国/小売)とOmnicom(米国/広告代理業)を全株売却し、富士通(日本/電機・通信機器)、Schneider Electric(フランス/低電圧電気機器)、Interpublic Group(米国/広告代理業)の

ポジションを削減しました。

当ポートフォリオは引き続き、パンデミック(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の

余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/10
Global Value - Gross	17.0%	-21.1%	-12.3%	-2.4%	1.4%	7.2%	5.9%
Global Value - Net	16.9%	-21.2%	-12.6%	-2.8%	1.1%	6.8%	5.5%
MSCI World Index	19.4%	-5.8%	2.8%	6.7%	6.9%	10.0%	8.4%
MSCI World Value Index	12.6%	-17.8%	-11.3%	-0.8%	2.2%	6.9%	5.4%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

A.P. MOLLER - MAERSKA/S CLASS B	3.4%
MCKESSON CORPORATION	3.1%
BASFSE	3.0%
HALLIBURTON COMPANY	3.0%
GENERAL ELECTRIC COMPANY	2.9%
HONDA MOTOR CO. LTD.	2.8%
LEAR CORPORATION	2.7%
COGNIZANTTECH SOLUTIONS	2.6%
POSCO	2.4%
AVNET INC.	2.4%
Total	28.3%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	8.6x	17.2x*
株価収益率(1年予測)	14.5x	21.9x
株価純資産倍率	0.8x	2.5x
時価総額の中央値(\$B)	\$24.5	\$12.4
時価総額加重平均値(\$B)	\$42.6	\$247.8
アクティブ・シェア	93.8%	-
標準偏差(5年)	18.4%	14.3%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	63	1,603

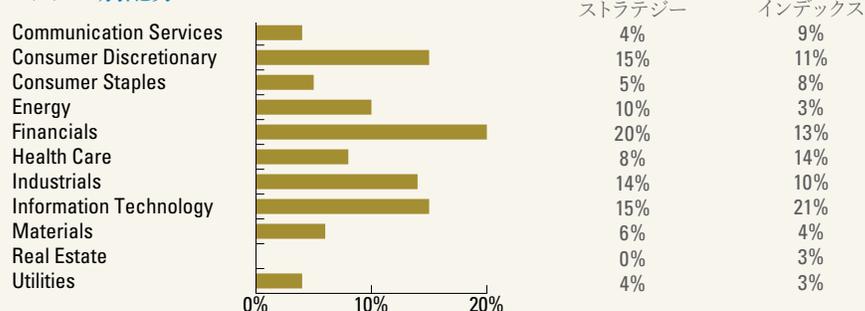
出典:MSCIワールド・インデックス、プジーナ分析
*グローバルユニバースの中央値

国・地域別配分



国・地域別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。

セクター別配分



セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

2020年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)による急落から回復に転じ、四半期としては過去数十年間でも最高水準の上昇率を記録しました。各国がロックダウン(都市封鎖)の解除に動き、経済活動に復活の兆しが見られたことを受けて、3月終盤に極端に悪化した投資家心理は改善に向かいました。当期、バリュー株は引き続き市場全体をアンダーパフォームし、結果として、バリュー株とグロース株のパフォーマンス格差(6ヵ月ベース)は、弊社の計測開始以来で最大の規模にまで拡大しました。グローバル・フォーカス・バリュー戦略ポートフォリオのパフォーマンスは、MSCIオールカントリー・ワールド・インデックスを下回ったものの、MSCIオールカントリー・ワールド・バリュー・インデックスは上回りました。セクター別では、金融、エネルギー、一般消費財・サービス・セクターがパフォーマンスに最もプラスに寄与した一方、マイナスに寄与したセクターはありませんでした。

個別銘柄で見ますと、General Electric(米国/資本財・サービス)が最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社事業の主力対象である航空産業の業況回復には長い時間が必要と見られるためです。HSBC(英国/金融)の株価も低迷しました。中国政府が香港の統制強化につながる「国家安全維持法案」を可決し、HSBCにとって重要市場である香港の長期的な経済見通しが不透明な状況となったことが背景にあります。

一方、最大のプラス寄与銘柄となったのは、Halliburton(米国/油田施設サービス)です。需給改善による原油価格の回復が追い風となりました。A.P. Moller-Maersk(デンマーク/海運コングロマリット)も、予想を上回る業績の発表を受けて、株価が上昇しました。事業運営の改善という同社固有の要因に加え、海運業界全体で輸送運賃を巡る規律が維持されたことなどが、業績を支える要因となりました。

当期の新規購入銘柄としては、パナソニック(日本/電機)が挙げられます。同社は、赤字事業から撤退し、中核事業に再注力するなど、事業合理化に向けて大規模なリストラクチャリングを断行中です。ポジションを積み増した銘柄としては、エネルギー・セクターを対象に幅広いサービス事業を展開し、この分野でリーダー的地位を築いているBaker Hughes(米国/油田施設サービス)、強力なブランド力、販売網、製品ポートフォリオを誇るStanley Black & Decker(家庭用・業務用工具)が挙げられます。Stanley Black & Deckerについては、パンデミックの影響拡大への懸念から、株価が割安化した局面を捉えました。そのほか、General Electric(米国/資本財・サービス)とING(オランダ/金融)についても、株価下落局面を捉えてポジションを追加しました。一方、富士通(日本/電機・通信機器)とOmnicom(米国/広告代理業)を全株売却し、相対的に良好なパフォーマンスを収めた

Schneider Electric(フランス/低電圧電気機器)とVodafone(英国/携帯通信)のポジションを削減しました。

当ポートフォリオは引き続き、パンデミック(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競

争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/04
Global Focused Value - Gross	17.6%	-22.7%	-13.8%	-3.7%	0.6%	6.9%	4.1%
Global Focused Value - Net	17.4%	-22.9%	-14.3%	-4.2%	0.0%	6.2%	3.4%
MSCI ACWI Index	19.2%	-6.3%	2.1%	6.1%	6.5%	9.2%	6.7%
MSCI ACWI Value Index	12.7%	-17.8%	-11.8%	-1.0%	1.9%	6.1%	5.0%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

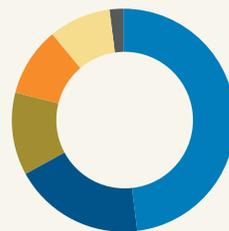
銘柄	割合
GENERAL ELECTRIC COMPANY	4.0%
A.P. MOLLER - MAERSKA/S CLASS B	4.0%
MCKESSON CORPORATION	3.7%
HALLIBURTON COMPANY	3.1%
BASF SE	3.1%
HON HAI PRECISION IND CO. LTD.	3.0%
POSCO	2.9%
LEAR CORPORATION	2.6%
HONDA MOTOR CO. LTD.	2.6%
AMERICAN INTL GROUP INC.	2.6%
Total	31.6%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	7.8x	17.2x*
株価収益率(1年予測)	14.0x	20.8x
株価純資産倍率	0.8x	2.3x
時価総額の中央値(\$B)	\$21.4	\$8.5
時価総額加重平均値(\$B)	\$35.9	\$233.4
アクティブ・シェア	96.1%	-
標準偏差(5年)	19.5%	14.4%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	50	2,988

出典: MSCI ACWI-インデックス、プジーナ分析
*グローバルユニバースの中央値

国・地域別配分



地域	ストラテジー	インデックス
North America	49%	60%
Europe ex-U.K.	19%	13%
United Kingdom	12%	4%
Emerging Markets	10%	12%
Japan	9%	7%
Dev. Asia ex-Japan	2%	1%
Australia/New Zealand	0%	2%

国・地域別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。

セクター別配分

セクター	割合
Communication Services	1%
Consumer Discretionary	14%
Consumer Staples	4%
Energy	10%
Financials	27%
Health Care	7%
Industrials	15%
Information Technology	12%
Materials	6%
Real Estate	0%
Utilities	4%

セクター	ストラテジー	インデックス
Communication Services	1%	9%
Consumer Discretionary	14%	12%
Consumer Staples	4%	8%
Energy	10%	4%
Financials	27%	13%
Health Care	7%	13%
Industrials	15%	9%
Information Technology	12%	21%
Materials	6%	5%
Real Estate	0%	3%
Utilities	4%	3%

セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

2020年第2四半期(4-6月期)、グローバル株式市場(米国を除く)は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)による急落から回復に転じ、四半期としては過去数十年間でも最高水準の上昇率を記録しました。各国がロックダウン(都市封鎖)の解除に動き、経済活動に復活の兆しが見られたことを受けて、3月終盤に極端に悪化した投資家心理は改善に向かいました。当期、バリュー株は引き続き市場全体をアンダーパフォームし、結果として、米国以外の市場におけるバリュー株とグロース株のパフォーマンス格差(6ヵ月ベース)は、弊社の計測開始以来で最大の規模にまで拡大しました。

当期、インターナショナル・バリュー戦略のパフォーマンスは、MSCI EAFEインデックスおよびMSCI EAFEバリュー・インデックスをいずれも上回りました。セクター別では、資本財・サービス、金融、一般消費財・サービス・セクターがパフォーマンスにプラスに寄与した一方、マイナスに寄与したセクターはありませんでした。

個別銘柄で見ますと、まずRexel(フランス/電気機器販売)の株価が上昇しました。同社は新型コロナウイルス感染拡大前の段階で事業が活況であったこと、感染拡大後も経済活動の停止に対応すべく積極的な対策を講じたことを反映し、良好な業績を発表しました。A.P. Moller-Maersk(デンマーク/海運コングロマリット)も、予想を上回る業績を受けて、株価が堅調に推移しました。事業運営の改善という同社固有の要因に加え、海運業界全体で輸送運賃を巡る規律が維持されたことなどが、業績を支える要因となりました。

一方、HSBCとStandard Chartered(いずれも英国/金融)は最大のマイナス寄与銘柄となりました。中国政府が香港の統制強化につながる「国家安全維持法案」を可決し、両社にとって重要市場である香港の長期的な経済見通しが不透明な状況となったことが背景にあります。

当期の新規購入銘柄としては、世界第2位の建設機械メーカーである日本のコマツが挙げられます。採鉱関連の投資支出が減少傾向にあること、各国でロックダウン期間中の建設活動が厳しく制限されたことで、業績が下押し圧力を受けた局面を捉えました。またGalaxy Entertainment(中国/カジノ・娯楽施設運営)とTrip.com(中国/オンライン旅行サービス)についても、レジャー分野で優れた事業基盤を築きながら、ウイルス禍により株価が割安化している局面を捉え、新たにポジションを構築しました。一方、バリュエーションの観点から、第一生命ホールディングスと入れ替える形でT&Dホールディングス(いずれも日本/保険)を組み入れたほか、ING(オランダ/金融)とCovestro(ドイツ/化学)のポジションを積み増しました。これら銘柄の購入資金を確保するため、Telecom Italia(イタリア/通信)を

全株売却し、相対的に良好なパフォーマンスを収めた富士通(日本/電機)とSchneider Electric(フランス/低電圧電気機器)のポジションを削減しました。

当ポートフォリオは引き続き、パンデ

ミック(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年3月31日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 11/1/08
International Value - Gross	16.7%	-18.7%	-11.0%	-3.2%	-0.1%	5.7%	7.4%
International Value - Net	16.6%	-18.9%	-11.4%	-3.6%	-0.4%	5.4%	7.1%
MSCI EAFE Index	14.9%	-11.3%	-5.1%	0.8%	2.1%	5.7%	6.1%
MSCI EAFE Value Index	12.4%	-19.3%	-14.5%	-4.4%	-1.6%	3.5%	4.2%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

REXEL SA	3.5%
A.P. MOLLER-MAERSKA/S CLASS B	3.5%
ROCHE HOLDING AG	3.1%
HITACHI METALS LTD.	2.9%
COVESTRO AG	2.8%
HONDA MOTOR CO. LTD.	2.7%
BASF SE	2.6%
MICHELIN SCA	2.6%
PANASONIC CORPORATION	2.5%
VOLKSWAGEN AG	2.4%
Total	28.6%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	8.8x	16.7x*
株価収益率(1年予測)	13.3x	19.2x
株価純資産倍率	0.8x	1.5x
時価総額の中央値(\$B)	\$18.2	\$9.5
時価総額加重平均値(\$B)	\$34.6	\$60.6
アクティブ・シェア	87.7%	-
標準偏差(5年)	17.8%	14.3%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	64	902

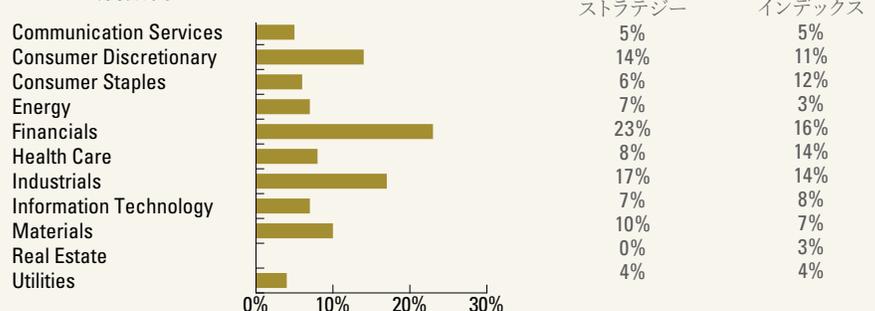
出典: MSCI EAFEインデックス、プジーナ分析
*EAFEユニバースの中央値

国・地域別配分



国・地域別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。

セクター別配分



セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

2020年第2四半期(4-6月期)、グローバル株式市場(米国を除く)は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)による急落から回復に転じ、四半期としては過去数十年間でも最高水準の上昇率を記録しました。各国がロックダウン(都市封鎖)の解除に動き、経済活動に復活の兆しが見られたことを受けて、3月終盤に極端に悪化した投資家心理は改善に向かいました。当期、バリュー株は引き続き市場全体をアンダーパフォームし、結果として、バリュー株とグロース株のパフォーマンス格差(6ヵ月ベース)は、弊社の計測開始以来で最大の規模にまで拡大しました。

当期、インターナショナル・フォーカス・バリュー戦略ポートフォリオのパフォーマンスは、MSCIオールカントリー・ワールド(除く米国)インデックスを上回り、さらにMSCIオールカントリー・ワールド・バリュー(除く米国)インデックスとの対比では、大幅なアウトパフォームとなりました。セクター別では、資本財・サービス、金融、一般消費財・サービス・セクターがパフォーマンスにプラスに寄与した一方、マイナスに寄与したセクターはありませんでした。

個別銘柄で見ますと、まずRexel(フランス/電気機器販売)の株価が上昇しました。同社は新型コロナウイルス感染拡大前の段階で事業が活況であったことを反映し、良好な業績を発表したほか、感染拡大後も経済活動の停止に対応すべく積極的な対策を講じました。A.P. Moller-Maersk(デンマーク/海運コングロマリット)も、予想を上回る業績を受けて、株価が堅固に推移しました。事業運営の改善という同社固有の要因に加え、海運業界全体で輸送運賃を巡る規律が維持されたことなどが、業績を支える要因となりました。

一方、HSBCとStandard Chartered(いずれも英国/金融)は最大のマイナス寄与銘柄となりました。中国政府が香港の統制強化につながる「国家安全維持法案」を可決し、両社にとって重要市場である香港の長期的な経済見通しが不透明な状況となったことが背景にあります。また、新型コロナウイルスの感染拡大でスペインがとりわけ深刻な打撃を受けるなか、同国の商業銀行であるBankiaの株価も低迷しました。低金利環境の下、銀行の短期的な収益性に対し逆風が強まっていることも背景にあります。

当期の新規購入銘柄としては、世界第2位の建設機械メーカーである日本のコマツが挙げられます。採鉱関連の投資支出が減少傾向にあること、各国でロックダウン期間中の建設活動が厳しく制限されたことで、業績が下押し圧力を受けた局面を捉えました。またパナソニック(日本/電機)のポジション構築を継続したほか、バリュエーションの観点から、TechnipFMC(フランス・米国上場/油田施設サービス)とHSBCの組み入れを増やしました。一方、China Mobile(中国/通信)は全株を売却し、富士通(日本/

電機・通信機器)とSchneider Electric(フランス/低電圧電気機器)についてはポジションを削減しました。いずれも相対的に良好なパフォーマンスを収めた銘柄です。

当ポートフォリオは引き続き、パンデミ

ク(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/04
International Focused Value - Gross	17.2%	-20.1%	-12.5%	-3.6%	0.2%	6.2%	4.9%
International Focused Value - Net	17.0%	-20.3%	-12.9%	-4.1%	-0.3%	5.5%	4.1%
MSCI ACWI ex USA Index	16.1%	-11.0%	-4.8%	1.1%	2.3%	5.0%	5.2%
MSCI ACWI ex USA Value Index	12.8%	-19.4%	-15.3%	-4.0%	-1.2%	2.8%	4.0%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

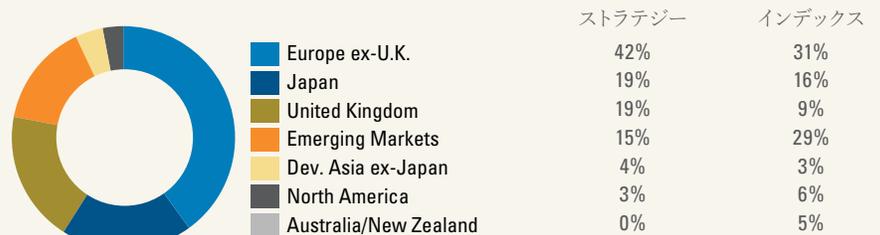
REXEL SA	5.1%
A.P. MOLLER - MAERSKA/S CLASS B	4.1%
HON HAI PRECISION IND CO. LTD.	3.3%
PANASONIC CORPORATION	3.0%
MICHELIN SCA	3.0%
HONDA MOTOR CO. LTD.	3.0%
COVESTRO AG	2.9%
POSCO	2.9%
AMUNDISA	2.8%
UBSGROUP AG	2.6%
Total	32.7%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	7.8x	16.7x*
株価収益率(1年予測)	12.9x	17.8x
株価純資産倍率	0.7x	1.6x
時価総額の中央値(\$B)	\$18.2	\$6.9
時価総額加重平均値(\$B)	\$25.1	\$79.0
アクティブ・シェア	94.3%	-
標準偏差(5年)	18.8%	14.7%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	45	2,372

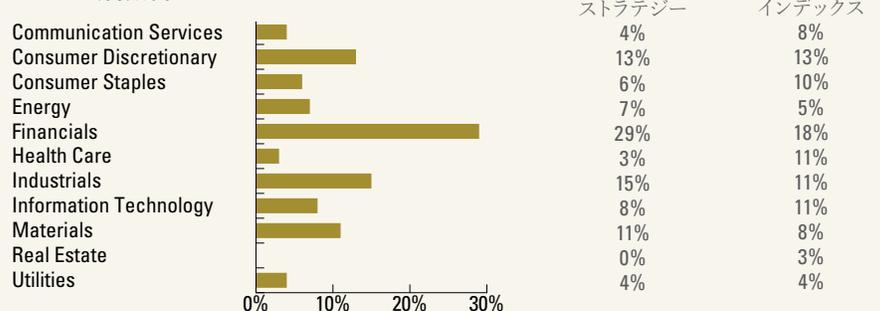
出典: MSCI ACWI(除く米国)・インデックス、プジーナ分析
*インターナショナル(除く米国)ユニバースの中央値

国・地域別配分



国・地域別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。

セクター別配分



セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

プジーナ新興国市場フォーカス・バリュエーション

多くの国がロックダウン(都市封鎖)の緩和と経済活動再開に動いたことを受け、新興国株式市場は大きく持ち直しましたが、市場は日々の感染状況や経済の最新動向に敏感に反応し、ボラティリティの高い展開が続きました。こうした状況下、MSCIエマージング・マーケット・バリュエーション・インデックスは前期に続き、グロース・インデックスをアンダーパフォームしました。

バリュエーション株が逆風に直面する中でも、新興国市場フォーカス・バリュエーション戦略ポートフォリオは、MSCIエマージング・マーケット・インデックスを若干アウトパフォームしました。プラス寄与度上位となったセクターは、情報技術、一般消費財・サービス、エネルギー・セクターで、マイナスに寄与したセクターはありませんでした。個別銘柄レベルでは、Aurobindo Pharma(インド/ジェネリック製薬)が最もプラスに寄与しました。同社施設に対する米食品医薬品局(FDA)の調査結果(調査において、強制措置の対象と判断されなかったこと)が好感された形です。また原油価格の見通しが改善したことを背景に、Lukoil(ロシア/石油生産)とRosneft(ロシア/国営石油生産)も力強く反発しました。他方、最も大きくマイナスに寄与した銘柄はReunert(南アフリカ/電気機器製造、ICTサービス)で、新型コロナウイルスの流行拡大による需要低迷を背景に業績が悪化し、配当の半減を発表したことが影響しました。このほか、Standard Chartered(英国/金融)とDongfeng Motor(中国/自動車メーカー)もマイナスに寄与しました。Standard Charteredについては、香港の「国家安全維持法」制定による影響への懸念が、Dongfeng Motorについては、中国自動車市場の回復見通しへの警戒感が、投資家心理を圧迫した格好です。

当期に新規購入した銘柄は、マカオのカジノ・娯楽施設運営最大手Galaxy Entertainmentと、成長を続ける中国旅行業界の中でも主導的地位にあるTrip.comです。両者とも競争優位性が高い銘柄であり、コロナ危機によるバリュエーション低下を投資機会として活用しました。また、香港に拠点を置き、ナイキやアディダスの主要サプライヤーである履物メーカー、Yue Yuenのポジションを追加しました。このほか、Hankook Tire & Technology(韓国/タイヤメーカー)、Flex Ltd.(シンガポール/EMS(電子機器受託生産サービス)をグローバル展開)、Standard Charteredも買い増しました。これら銘柄の購入資金を確保するため、China Shenhua Energy(中国/石炭)とPunjab National Bank(インド/国営銀行)のポジションをすべて売却しました。China Shenhua Energyについては、バリュエーションが相対的に割高となったこと、Punjab National Bankについては、景気が失速する中で、悪材料が出る可能性が高まっていることが、売却の理由です。また株価パフォーマンスが相対的に良好であった3銘柄、Aurobindo

Pharma(インド/ジェネリック製薬大手)、Huadian Power International(中国/電力)、Hana Financial Group(韓国/金融)のポジションも削減しました。

2020年第2四半期(4-6月期)も高い

バリュエーション格差から妙味ある投資機会が生じていたため、前期と同様、積極的に売買を行いました。不安定な市場環境が続いていますが、弊社としては今後も、株価の歪みを利用し、新興国株式市場でバリュエーション投資の好機を捉える方針です。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/08
Emerging Markets Focused Value-Gross	18.2%	-19.5%	-14.8%	-3.0%	2.3%	3.3%	1.7%
Emerging Markets Focused Value - Net	18.0%	-19.8%	-15.5%	-3.7%	1.5%	2.6%	0.8%
MSCI Emerging Markets Index	18.1%	-9.8%	-3.4%	1.9%	2.9%	3.3%	0.6%
MSCI Emerging Markets Value Index	13.8%	-18.0%	-15.7%	-2.6%	-0.8%	0.7%	-0.9%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

LUKOIL PJSC SPON ADR	4.2%
TAIWAN SEMICONDUCTOR MFG	3.8%
POSCO	3.7%
FLEX LTD.	3.4%
ROSNEFT OIL CO. SPON GDR REGS	3.2%
DB INSURANCE CO. LTD	3.1%
HON HAI PRECISION IND CO. LTD.	3.1%
COGNIZANT TECH SOLUTIONS	3.0%
WILMAR INTERNATIONAL LIMITED	2.7%
CHINA RESOURCES POWER HLDGS.	2.7%
Total	32.9%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	8.3x	15.4x*
株価収益率(1年予測)	10.9x	15.2x
株価純資産倍率	0.8x	1.6x
時価総額の中央値(\$B)	\$6.6	\$5.1
時価総額加重平均値(\$B)	\$36.1	\$128.9
アクティブ・シェア	87.1%	-
標準偏差(5年)	19.0%	17.7%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	48	1,385

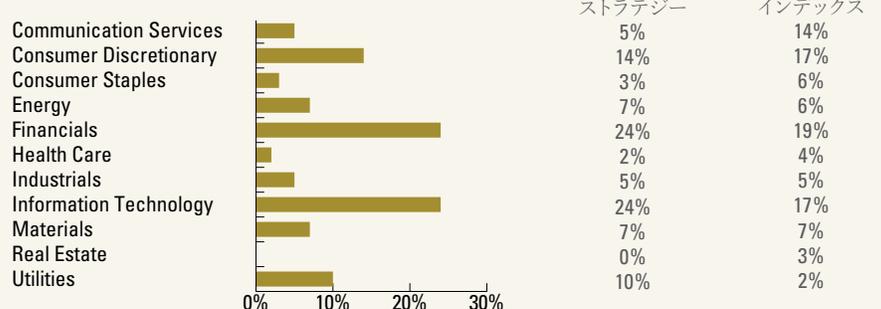
出典: MSCI エマージング・マーケット・インデックス、プジーナ分析
*エマージング・マーケット・ユニバースの中央値

国・地域別配分



国・地域別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。

セクター別配分



セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

プジーナ欧州フォーカス・バリュー

2020年第2四半期(4-6月期)、新型コロナウイルスの影響が依然不透明な状況が続きましたが、各国政府が前例のない規模の景気刺激策を打ち出したことや、経済活動が徐々に再開されたことを受け、世界の株式市場は回復しました。欧州株式市場も上昇したものの、バリュー株はグロース株に対し後れをとりました。しかしバリュー株が逆風に直面する中において、欧州フォーカス・バリュー戦略ポートフォリオは、MSCIヨーロッパ・インデックスをアウトパフォームしました。プラス寄与度上位となったセクターは、資本財・サービス、金融、素材セクターで、このプラス分を生活必需品セクターが幾分相殺する形となりました。

個別銘柄で最も大きくプラスに寄与したのは、Rexel(フランス/電気機器販売会社)でした。1-3月期業績発表において、①予想を上回る収益を実現したこと、②不確実性の高い環境に対応するためのコスト構造改革に取り組んでおり、その順調な進捗が確認できたこと、③多くの市場で復調の動きが見られることが好感されました。A.P. Moller-Maersk(デンマーク/海運コンゴマリット)も、予想を上回る業績見通しを発表したのを機に、株価が大幅に上昇しました。取扱量は依然低調ながら、環境規制の導入に伴う業界全体での運賃値上げの動きを受けて、同社の運賃も相応に上昇しています。個別銘柄で最もマイナスに寄与したのは、HSBC(英国/金融)とStandard Chartered(英国/金融)で、いずれも減配の発表と香港情勢の緊迫化が悪材料視されました。

当期は、ArcelorMittal(ルクセンブルク/鉄鋼)のポジションを新たに構築しました。世界最大の鉄鋼メーカーである同社は、グローバルに事業を展開し、財務状態も改善している一方で、株価バリュエーションは極めて割安です。Siltronic(ドイツ/シリコンウエハー)も追加しました。同社は半導体業界に対し材料となるシリコンウエハーを供給する、世界トップクラスの会社です。シリコンウエハー業界は、①参入障壁が高く、②企業間の再編・集約化が進んでおり、③エンドマーケット(最終市場)の成長の恩恵を享受できることから、魅力的な市場であると弊社は考えます。このほか、Sainsbury's(英国/スーパーマーケット)とTechnipFMC(フランス・米国上場/油田施設サービス)のポジションを積み増しました。他方、これら銘柄の購入資金を確保するため、Aryzta(スイス/パン類の法人向け製造・販売)とSIG(英国/建設資材)のポジションをすべて売却しました。両銘柄については、新型コロナウイルスの流行に伴うロックダウン(都市封鎖)によって、事業に甚大な影響が出ており、今後、恒久的な資本喪失のリスクが高まり、状況が悪化するおそれがあります。また、WPP(英国/広告・コミュニケーション・サービス)もすべて売却、Enel(イタリア/電力)とSchneider Electric(フランス/低電圧電気機器メーカー)のポジションを削減しました。

当ポートフォリオは引き続き、パンデミック(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 8/1/08
European Focused Value - Gross	17.7%	-27.3%	-21.8%	-8.1%	-3.4%	4.5%	2.2%
European Focused Value - Net	17.6%	-27.5%	-22.1%	-8.5%	-3.7%	4.1%	1.8%
MSCI Europe Index	15.3%	-12.8%	-6.8%	-0.0%	1.5%	5.7%	1.8%
MSCI Europe Value Index	13.4%	-21.5%	-16.6%	-5.4%	-2.3%	3.1%	-0.7%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

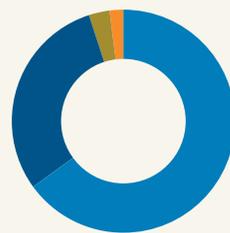
(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

REXEL SA	5.3%
BALFOUR BEATTY PLC	4.2%
A.P. MOLLER-MAERSK A/S CLASS B	4.0%
SALZGITTER AG	4.0%
J SAINSBURY PLC	3.8%
VOLKSWAGEN AG	3.2%
BASF SE	3.2%
SUBSEA 7 S.A.	3.0%
MICHELIN SCA	3.0%
TRAVIS PERKINS PLC	3.0%
Total	36.7%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	8.2x	15.8x*
株価収益率(1年予測)	14.6x	19.7x
株価純資産倍率	0.6x	1.7x
時価総額の中央値(\$B)	\$13.0	\$11.8
時価総額加重平均値(\$B)	\$25.7	\$74.0
アクティブ・シェア	89.4%	-
標準偏差(5年)	20.9%	15.1%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	43	436
出典: MSCI ヨーロッパ・インデックス、プジーナ分析		
*ヨーロッパ・ユニバースの中央値		

国・地域別配分



	ストラテジー	インデックス
Europe ex-U.K.	65%	77%
United Kingdom	30%	23%
North America	3%	0%
Emerging Markets	2%	0%

国・地域別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。

セクター別配分

	ストラテジー	インデックス
Communication Services	4%	4%
Consumer Discretionary	7%	10%
Consumer Staples	6%	15%
Energy	9%	5%
Financials	28%	15%
Health Care	3%	17%
Industrials	24%	13%
Information Technology	2%	7%
Materials	11%	8%
Real Estate	0%	1%
Utilities	6%	5%

セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

プジーナ大型株バリュー(米国)

2020年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)による急落から回復に転じ、四半期としては過去数十年間でも最高水準の上昇率を記録しました。国内各州がロックダウン(都市封鎖)の解除に動き始めたことに伴い、3月終盤にかけて極端に落ち込んだ経済活動と投資家心理は改善に向かいました。当期、バリュー株は引き続きグロース株をアンダーパフォームし、結果として、バリュー株とグロース株のパフォーマンス格差(6ヵ月ベース)は、弊社の計測開始以来で最大の規模にまで拡大し、バリュエーション格差は過去半世紀で最大となりました。そうしたなか、大型株バリュー戦略ポートフォリオは、ラッセル1000バリュー・インデックスを大幅にアウトパフォームしました。セクター別では、金融、エネルギー、一般消費財・サービス・セクターがパフォーマンスに最もプラスに寄与した一方、マイナスに寄与したセクターはありませんでした。

個別銘柄で最もプラスに寄与したのは、油田施設サービス分野の組入銘柄の一つHalliburtonです。生産急減による原油価格の回復、および原油の需給バランス改善による投資家心理の好転が、株価の押し上げ要因となりました。第1四半期(1-3月期)にポジションを大幅に積み増したStanley Black & Decker(家庭用・業務用工具)も、住宅市場のマインド改善と増改築・修繕件数の増加を受けて、株価が上昇しました。一方、General Electric(資本財・サービス)は最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社事業の主力対象である航空産業の業況回復には長い時間が必要と見られるためです。Wells Fargo(金融)の株価も下落しましたが、これは、不正な口座開設など過去の不祥事を巡る同意審決とそれに応じた対応が影響し、足元の業績に下押し圧力が掛かっているためです(同意審決は、事業者が過失や不正を認めて是正措置を取る代わりに、当局が訴訟を起こさないことで合意する取引)。さらに連邦準備制度理事会(FRB)が最近、主要銀行の配当を制限する措置を講じたことから、Wells Fargoの配当も今後、減額される可能性が高いと見られます。

当期の新規購入銘柄としては、非規制公益企業(独立系電力会社)のNRG Energyがあります。テキサス州を中心に、従来型の発電所を多数運営するほか、電力の小売販売事業を大規模に展開している企業です。以前のNRG Energyは、負債比率が高く、電力価格の変動が原因で収益が安定せず、さらに幾つか手掛けていた再生可能エネルギー・プロジェクトも競争力に欠ける状態でした。しかしながら、そうしたプロジェクトを売却し、発電供給量と小売需要をバランスさせることで収益の安定を図ったほか、負債についても、弊社から見て信用格付けの引き上げに値する水準まで圧縮した結果、NRG Energyは今や、非常に高いシェアと強力な参入障壁を有する企業となっています。

現在のフリーキャッシュフロー利回りは18%前後で安定し、弊社算出株価ノーマル収益倍率は7倍で取引されています。そのほか当期は、いずれも株価が下落した局面を捉えて、Wells Fargo、Edison International(電力)、American International Group(AIG、損害保険)のポジションを積み増しました。これら銘柄の購入資金を確保するため、バリュエーションの観点に基づいて、KKR(金融サービス)をすべて売却し、Amgen(バイオ医薬品)とInterpublic Group(広告代理業)のポジションを削減しました。さらに、Fifth Third Bancorp(銀行)とKey Corp(銀行)のポジションも縮小しました。金融セクターでも、より魅力的な投資機会が見込める銘柄に資金を振り向けるためです。

当ポートフォリオは引き続き、パンデミック(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。パンデミックの影響により、銘柄間のバリュエーション格差は過去50年間で最大の水準に達しており、バリュー株には弊社設立以降でも特に高いバリュエーション上の妙味が生じています。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Since Inception 7/1/12
Large Cap Value - Gross	19.1%	-25.1%	-17.8%	-3.0%	2.0%	8.4%
Large Cap Value - Net	19.1%	-25.1%	-17.9%	-3.1%	1.8%	8.2%
Russell 1000® Value Index	14.3%	-16.3%	-8.8%	1.8%	4.6%	9.2%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

LEAR CORPORATION	3.6%
AMERICAN INTL GROUP INC.	3.6%
STANLEY BLACK & DECKER INC.	3.3%
HALLIBURTON COMPANY	3.2%
MORGAN STANLEY	3.1%
GENERAL ELECTRIC COMPANY	3.0%
FORD MOTOR COMPANY	3.0%
WELLS FARGO & COMPANY	2.9%
CITIGROUP INC.	2.8%
MCKESSON CORPORATION	2.8%
Total	31.3%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	9.2x	18.0x*
株価収益率(1年予測)	13.7x	18.7x
株価純資産倍率	1.0x	1.9x
時価総額の中央値(\$B)	\$23.1	\$8.5
時価総額加重平均値(\$B)	\$54.4	\$102.5
アクティブ・シェア	85.4%	-
標準偏差(5年)	20.2%	15.5%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	53	839

出典:ラッセル1000・バリュー®、プジーナ分析
*米国大型株ユニバースの中央値

セクター別配分

セクター	ストラテジー	インデックス
Consumer Discretionary	16%	12%
Consumer Staples	5%	8%
Energy	11%	5%
Financial Services	33%	25%
Health Care	8%	13%
Materials & Processing	3%	5%
Producer Durables	10%	11%
Technologies	8%	11%
Utilities	6%	10%

セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

プジーナ大型株フォーカス・バリュー(米国)

2020年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)による急落から回復に転じ、四半期としては過去数十年間で最高水準の上昇率を記録しました。国内各州がロックダウン(都市封鎖)の解除に動き始めたことに伴い、3月終盤にかけて極端に落ち込んだ経済活動と投資家心理は改善に向かいました。当期、バリュー株は引き続きグロース株をアンダーパフォームし、結果として、バリュー株とグロース株のパフォーマンス格差(6ヵ月ベース)は、弊社の計測開始以来で最大の規模にまで拡大し、バリュエーション格差は過去半世紀で最大となりました。そうしたなか、大型株フォーカス・バリュー戦略ポートフォリオは、ラッセル1000バリュー・インデックスを大幅にアウトパフォームしました。セクター別では、金融、エネルギー、一般消費財・サービス・セクターがパフォーマンスに最もプラスに寄与した一方、マイナスに寄与したセクターはありませんでした。

個別銘柄で最もプラスに寄与したのは、油田施設サービス分野の組入銘柄であるHalliburtonとBaker Hughesです。生産急減による原油価格の回復、および原油の需給バランス改善による投資家心理の好転が、株価の押し上げ要因となりました。自動車用シート・メーカーのLear Corporationも、厳格なコスト管理が好感されたこと、中古車価格の回復や自動車生産の拡大予測を背景に投資家心理が好転したことを受けて、株価が強含みました。一方、General Electric(資本財・サービス)は最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社事業の主力対象である航空産業の業況回復には長い時間が必要と見られるためです。Wells Fargo(金融)の株価も下落しましたが、これは、不正な口座開設など過去の不祥事を巡る同意審決とそれに応じた対応が影響し、足元の業績に下押し圧力が掛かっているためです(同意審決は、事業者が過失や不正を認めて是正措置を取る代わりに、当局が訴訟を起こさないことで合意する取引)。さらに連邦準備制度理事会(FRB)が最近、主要銀行の配当を制限する措置を講じたことから、Wells Fargoの配当も今後、減額される可能性が高いと見られます。

当期の新規購入銘柄としては、非規制公益企業(独立系電力会社)のNRG Energyがあります。テキサス州を中心に、従来型の発電所を多数運営するほか、電力の小売販売事業を大規模に展開している企業です。以前のNRG Energyは、負債比率が高く、電力価格の変動が原因で収益が安定せず、さらに幾つか手掛けていた再生可能エネルギー・プロジェクトも競争力に欠ける状態でした。しかしながら、そうしたプロジェクトを売却し、発電供給量と小売需要をバランスさせることで収益の安定を図ったほか、負債についても、弊社から見て信用格付けの引き上げに値する水準まで圧縮した結果、NRG Energyは今や、非常に高い

シェアと強力な参入障壁を有する企業となっています。現在のフリーキャッシュフロー利回りは18%前後で安定し、弊社算出株価ノーマル収益倍率は7倍で取引されています。そのほか当期は、いずれも株価が下落した局面を捉えて、General Electric、Gildan Activewear(アパレル)、American International Group(AIG、損害保険)、Wells Fargoのポジションを積み増しました。これら銘柄の購入資金を確保するため、バリュエーションの観点に基づいて、KKR(金融サービス)をすべて売却し、Amgen(バイオ医薬品)とInterpublic Group(広告代理業)のポジションを削減しました。さらに、前期に積み増したHalliburtonとStanley Black & Decker(家庭用・業務用工具)のポジションについて、株価上昇局面を捉えて一部削減しました。

当ポートフォリオは引き続き、パンデミック(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構成する方針です。パンデミックの影響により、銘柄間のバリュエーション格差は過去50年間で最大の水準に達しており、バリュー株には弊社設立以降でも特に高いバリュエーション上の妙味が生じています。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 10/1/00
Large Cap Focused Value - Gross	21.9%	-27.9%	-21.1%	-5.0%	0.8%	8.3%	5.5%
Large Cap Focused Value - Net	21.8%	-28.1%	-21.3%	-5.4%	0.4%	7.9%	5.1%
Russell 1000® Value Index	14.3%	-16.3%	-8.8%	1.8%	4.6%	10.4%	6.0%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

AMERICAN INTL GROUP INC.	5.4%
GENERAL ELECTRIC COMPANY	5.1%
LEAR CORPORATION	4.3%
CITIGROUP INC.	4.0%
GILDAN ACTIVEWEAR INC.	3.5%
FORD MOTOR COMPANY	3.5%
NEWELL BRANDS INC	3.4%
BAKER HUGHES COMPANY CLS A	3.4%
WELLS FARGO & COMPANY	3.3%
MORGAN STANLEY	3.3%
Total	39.2%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	8.0x	18.0x*
株価収益率(1年予測)	14.6x	18.7x
株価純資産倍率	0.9x	1.9x
時価総額の中央値(\$B)	\$20.5	\$8.5
時価総額加重平均値(\$B)	\$40.8	\$102.5
アクティブ・シェア	91.1%	-
標準偏差(5年)	22.6%	15.5%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	35	839

出典:ラッセル1000・バリュー®、プジーナ分析
*米国大型株ユニバースの中央値

SECTOR WEIGHTS

	ストラテジー	インデックス
Consumer Discretionary	20%	12%
Consumer Staples	3%	8%
Energy	13%	5%
Financial Services	39%	25%
Health Care	3%	13%
Materials & Processing	3%	5%
Producer Durables	11%	11%
Technologies	6%	11%
Utilities	3%	10%

セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

プジーナ・フォーカス・バリュエーション(米国)

2020年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場は、新型コロナウイルスのパンデミック(世界的流行)による急落から回復に転じ、四半期としては過去数十年間でも最高水準の上昇率を記録しました。国内各州がロックダウン(都市封鎖)の解除に動き始めたことに伴い、3月終盤にかけて極端に落ち込んだ経済活動と投資家心理は改善に向かいました。当期、バリュエーション株は引き続きグロース株をアンダーパフォームし、結果として、バリュエーション株とグロース株のパフォーマンス格差(6ヵ月ベース)は、弊社の計測開始以来で最大の規模にまで拡大し、バリュエーション格差は過去半世紀で最大となりました。そうしたなか、フォーカス・バリュエーション戦略ポートフォリオは、ラッセル1000バリュエーション・インデックスを大幅にアウトパフォームしました。セクター別では、金融、エネルギー、一般消費財・サービスの各セクターがパフォーマンスに最もプラスに寄与した一方、公益事業セクターが小幅ながらマイナスに寄与しました。

個別銘柄で最もプラスに寄与したのは、油田施設サービス分野の組入銘柄の一つHalliburtonです。生産急減による原油価格の回復、および原油の需給バランス改善による投資家心理の好転が、株価の押し上げ要因となりました。ドア・窓製造のJELD-WEN Holdingsも、住宅市場のマインド改善と増改築・修繕件数の増加を受けて、株価が上昇しました。一方、General Electric(資本財・サービス)は最大のマイナス寄与銘柄となりました。同社事業の主力対象である航空産業の業況回復には長い時間が必要と見られるためです。Wells Fargo(金融)の株価も下落しましたが、これは、不正な口座開設など過去の不祥事を巡る同意審決とそれに応じた対応が影響し、足元の業績に下押し圧力が掛かっているためです(同意審決は、事業者が過失や不正を認めて是正措置を取る代わりに、当局が訴訟を起こさないことで合意する取引)。さらに連邦準備制度理事会(FRB)が最近、主要銀行の配当を制限する措置を講じたことから、Wells Fargoの配当も今後、減額される可能性が高いと見られます。

当期の新規購入銘柄としては、非規制公益企業(独立系電力会社)のNRG Energyがあります。テキサス州を中心に、従来型の発電所を多数運営するほか、電力の小売販売事業を大規模に展開している企業です。以前のNRG Energyは、負債比率が高く、電力価格の変動が原因で収益が安定せず、さらに幾つか手掛けていた再生可能エネルギー・プロジェクトも競争力に欠ける状態でした。しかしながら、そうしたプロジェクトを売却し、発電供給量と小売需要をバランスさせることで収益の安定を図ったほか、負債についても、弊社から見て信用格付けの引き上げに値する水準まで圧縮した結果、NRG Energyは今や、非常に高いシェアと強力な参入障壁を有する企業となっています。現在のフリーキャッシュフロー利回りは18%前後で

安定し、弊社算出株価ノーマル収益倍率は7倍で取引されています。そのほか当期は、いずれも株価が下落した局面を捉えて、General Electric、Dow Chemical(化学)、Gildan Activewear(アパレル)のポジションを積み増しました。その購入資金を確保するため、Oracle(ソフトウェア)をすべて売却し、Edison International(電力)、Omnicom(広告代理業)、KKR(金融サービス)のポジションを削減しました。

当ポートフォリオは引き続き、パンデミック(世界的流行)による経済的打撃を足元で大きく受けながらも、事業の競争優位性とバランスシートの質を背景に、長期的にバリュエーション拡大の余地が非常に大きいと見られるセクターに重点を置いて、ポートフォリオを構

成する方針です。パンデミックの影響により、銘柄間のバリュエーション格差は過去50年間で最大の水準に達しており、バリュエーション株には弊社設立以降でも特に高いバリュエーション上の妙味が生じています。■

パフォーマンス概要

1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/96
Focused Value - Gross	22.6%	-27.9%	-22.2%	-6.3%	-0.1%	8.3%	8.8%
Focused Value - Net	22.4%	-28.2%	-22.7%	-6.8%	-0.7%	7.7%	8.0%
Russell 1000® Value Index	14.3%	-16.3%	-8.8%	1.8%	4.6%	10.4%	8.0%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

GENERAL ELECTRIC COMPANY	5.1%
AMERICAN INTL GROUP INC.	4.6%
LEAR CORPORATION	4.1%
CITIGROUP INC.	4.1%
MCKESSON CORPORATION	3.7%
AVNET INC.	3.7%
MORGAN STANLEY	3.7%
CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	3.5%
JELD-WEN HOLDING INC.	3.2%
FORD MOTOR COMPANY	3.2%
Total	38.9%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	8.1x	17.1x*
株価収益率(1年予測)	14.3x	18.7x
株価純資産倍率	0.9x	1.9x
時価総額の中央値(\$B)	\$11.7	\$8.5
時価総額加重平均値(\$B)	\$38.1	\$102.5
アクティブ・シェア	90.9%	-
標準偏差(5年)	23.3%	15.5%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	36	839

出典:ラッセル1000・バリュエーション®、プジーナ分析
*バリュエーション株ユニバースの中央値

セクター別配分

セクター	ストラテジー	インデックス
Consumer Discretionary	15%	12%
Consumer Staples	4%	8%
Energy	10%	5%
Financial Services	37%	25%
Health Care	1%	13%
Materials & Processing	6%	5%
Producer Durables	16%	11%
Technologies	9%	11%
Utilities	3%	10%

セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

プジーナ中型株フォーカス・バリュー(米国)

2020年第2四半期(4-6月期)、世界の株式市場は、第1四半期に付けた底値水準から持ち直しました。マクロ経済指標が予想されたほどの悪化を示さなかったこと、また新型コロナウイルス感染拡大の対応策として、各国が実施していた各種制限の解除が進んだことが背景にあります。当期は引き続き、バリュー株がグロース株に遅れをとる展開となったものの、中型株フォーカス・バリュー戦略ポートフォリオのパフォーマンスは、ラッセル中型株バリュー・インデックスを大幅に上回り、今年2月から3月にかけての株価急落局面で生じたアンダーパフォーム分の一部を取り戻しました。

セクター別にみると、当期は主として金融サービス、エネルギー、一般消費財・サービス、生産者耐久財セクターがパフォーマンスにプラスに寄与した一方、唯一、公益事業セクターのみがマイナス寄与となりました。個別銘柄では、Halliburton、JELD-WEN Holdings、Lear Corporationが特に大きくプラスに寄与しました。中でも油田施設サービス分野の組入銘柄の一つHalliburtonは、生産急減による原油価格の回復、および原油の需給バランス改善による投資家心理の好転を背景に、最大のプラス寄与銘柄となりました。ドア・窓製造のJELD-WEN Holdingsも、住宅市場のマインド改善と増改築・修繕件数の増加を受けて、株価が上昇しました。自動車用シート・メーカーのLear Corporationは、厳格なコスト管理が好感されたこと、中古車価格の回復や自動車生産の拡大予測を背景に投資家心理が好転したことを受けて、株価が強含みました。一方、広告代理業のInterpublic Group(IPG)とOmnicom、損害保険のAxis Capital、IT大手Hewlett Packard Enterprise、この4銘柄の株価パフォーマンスは、ポートフォリオと市場全体のいずれも下回りました。

当期の新規購入銘柄としては、非規制公益企業(独立系電力会社)のNRG Energyがあります。テキサス州を中心に、従来型の発電所を多数運営するほか、電力の小売販売事業を大規模に展開している企業です。以前のNRG Energyは、負債比率が高く、電力価格の変動が原因で収益が安定せず、さらに幾つか手掛けていた再生可能エネルギー・プロジェクトも競争力に欠ける状態でした。しかしながら、そうしたプロジェクトを売却し、発電供給量と小売需要をバランスさせることで収益の安定を図ったほか、負債についても、弊社から見て信用格付けの引き上げに値する水準まで圧縮した結果、NRG Energyは今や、非常に高いシェアと強力な参入障壁を有する企業となっています。現在のフリーキャッシュフロー利回りは18%前後で安定し、弊社算出株価ノーマル収益倍率は7倍で取引されています。そのほか当期は、市場のバリュエーションに大きな歪みが生じた状況を好機と捉え、Avnet(半導体・電子部品ディストリビューション)、Dow Chemical(化学)

、Gildan Activewear(アパレル)のポジションを積み増しました。その購入資金を確保するため、バリュエーションの観点に基づいてApollo Global Management(金融サービス)とAECOM(建設コンサルティング)を全株売却し、Interpublic Group、KKR(金融サービス)、Genpact(ビジネス・プロセス・アウトソーシング(BPO)サービス)のポジションを削減しました。

市場では銘柄間のバリュエーション格差が依然として極端な水準にあり、当戦略のポートフォリオでは、この状況がもたらす投資機会を捉えるべく、引き続き、景気に対する感応度の高いセクターを中心にポジションを構築しています。銘柄選択においては、現在の市場環境が大きく変動しやすい状態にあることを認識し、事業の優位

性と財務基盤の強さに重点を置いています。当ポートフォリオの構成銘柄は、現在のような困難な市場環境に適応し、存続し得るだけの流動性と地位を有しており、「ニューノーマル(新常态)」へ向けて状況が回復していく過程で成長を遂げるものと、弊社では引き続き考えています。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 9/1/98
Mid Cap Focused Value - Gross	29.3%	-25.5%	-17.9%	-5.2%	1.3%	10.1%	10.5%
Mid Cap Focused Value - Net	29.0%	-25.8%	-18.4%	-5.8%	0.7%	9.4%	9.7%
Russell Midcap® Value Index	19.9%	-18.1%	-11.8%	-0.5%	3.3%	10.3%	9.0%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

AMERICAN INTL GROUP INC.	4.3%
CNO FINANCIAL GROUP INC.	4.2%
AVNET INC.	4.1%
AXIS CAPITAL HOLDINGS LIMITED	3.7%
JELD-WEN HOLDING INC.	3.6%
GILDAN ACTIVEWEAR INC.	3.6%
LEAR CORPORATION	3.5%
EQUITABLE HOLDINGS INC.	3.5%
RYDER SYSTEM INC.	3.4%
HALLIBURTON COMPANY	3.4%
Total	37.3%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	9.1x	16.5x*
株価収益率(1年予測)	13.6x	18.7x
株価純資産倍率	0.9x	1.7x
時価総額の中央値(\$B)	\$7.0	\$6.6
時価総額加重平均値(\$B)	\$9.2	\$13.7
アクティブ・シェア	95.0%	-
標準偏差(5年)	24.9%	17.8%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	38	687

出典:ラッセル中型株バリュー®、プジーナ分析
*米国中型株ユニバースの中央値

セクター別配分

セクター	ストラテジー	インデックス
Consumer Discretionary	19%	14%
Consumer Staples	2%	5%
Energy	11%	5%
Financial Services	32%	27%
Health Care	3%	7%
Materials & Processing	9%	8%
Producer Durables	15%	15%
Technologies	6%	9%
Utilities	2%	9%

セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

プジーナ小型株フォーカス・バリュー(米国)

2020年第2四半期(4-6月期)、米国株式市場では株価が上昇に転じた経済活動を再開する都市が増えるなか、政府による景気刺激策や良好なマクロ経済指標を受けて、市場に楽観的な見方が広がったことが背景にあります。当期、小型株は大型株を上回るパフォーマンスを収めました。年初来ベースでは依然として10%ポイント以上も出遅れています。さらに注目すべき点として、ラッセル2000バリュー・インデックスはラッセル2000グロース・インデックスに対し、当期は11%ポイント以上、年初来ベースでは20%ポイント以上のアンダーパフォームとなりました。

当期、小型株フォーカス・バリュー戦略ポートフォリオは、ラッセル2000バリュー・インデックスをアウトパフォームしました。セクター別では、金融サービス、情報技術、素材・加工セクターが、最も大きくプラスに寄与しました。個別銘柄では、電子機器製造受託サービス(EMS)を手掛けるCelesticaが最大のプラス寄与銘柄となりました。同社が発表した2020年第1四半期(1-3月期)業績は、売上高と利益率が予想を上回り、半導体資本設備事業が2018年第4四半期以降で初めて黒字に転換するなど、堅調な内容となりました。ドア・窓製造のJELD-WEN Holdingsも、住宅市場のマインド改善と増改築・修繕件数の増加を背景に、株価が上昇しました。

最大のマイナス寄与銘柄となったのは、医療機器メーカーのVarex Imagingです。利益率の縮小が続くなど、予想を下回る2020年第2四半期(1-3月期)業績を発表したことが背景にあります。しかし同社製品は今なお優れたバリュー・プロポジション(提供価値)を有し、ニーズも底堅いと弊社では考え、株価が下落した局面を捉えて、同社株式の買い増しを進めました。またコネクタやケーブルなどの製造を行う信号伝送ソリューション企業のBeldenも、非居住用建物の建設縮小が業績を下押し形となり、株価が下落しました。Beldenは、競合他社ほどコストの削減に努めていませんが、これは強固な財務基盤という強みを十分に活かし、足元の景気減速に伴って他社が失ったシェアの獲得を目指しているためです。

当期の新規購入銘柄としては、TechnipFMC(フランス・米国上場/油田施設サービス)が挙げられます。同社は健全なバランスシートと強固な事業基盤を有していますが、油田施設サービス関連の支出縮小によって短期的な圧力に晒されています。Orion Engineered Carbonsも新たにポートフォリオに組み入れました。同社はゴム用のカーボンブラック(ゴム製品の強化に使用する炭素の微粒子)のほか、幅広い用途向けの特種カーボンブラックを製造する化学メーカーです。人の移動が減っているため、タイヤ需要は短期的に見れば縮小傾向にありますが、いずれ回復に向かうものと弊社では考えて

います。最後に、Cowen(ブティック型投資銀行)のポジションを新たに構築しました。以前は経営面に課題を抱えていたCowenですが、これまでの投資を収益につなげ、最大の強みを持つ事業分野に注力することで、企業価値を高められるものと弊社では考えています。その他、相対的にバリュエーションが低下したとの判断から、Avnet(半導体・電子部品ディストリビューション)、Argo Group International(保険)、Varex Imaging(医療機器)のポジションを積み増しました。これらの銘柄の購入資金を調達するため、いずれもバリュエーションの観点から、KBR(エンジニアリング・建設、政府調達)をすべて売却し、Super Micro Computer(コンピューター・サーバー)、Masonite International(窓・ドア製造)、Sykes Enterprises(アウトソーシング・サービ

ス)のポジションを削減しました。

年初と比較すれば投資家心理は大きく上向きに転じたものの、当期もグロース株が選好される状況が続きました。当戦略の新規組入銘柄とリサーチ対象銘柄の数は非常に多くなっていますが、これは市場に極端な歪みが生じていることの表れです。弊社は引き続き、市場から過小評価されているものの、長期的に見て資本の毀損を回避できるだけの流動性と財務基盤を備えた企業を発掘すべく、幅広いセクターを入念に調査してゆく方針です。■

パフォーマンス概要 1年超のリターンは年率換算。2020年6月30日基準。

	2Q	YTD	One Year	Three Year	Five Year	Ten Year	Since Inception 1/1/96
Small Cap Focused Value - Gross	26.5%	-27.6%	-19.9%	-4.9%	1.2%	9.4%	11.6%
Small Cap Focused Value - Net	26.1%	-27.9%	-20.6%	-5.8%	0.2%	8.3%	10.4%
Russell 2000® Value Index	18.9%	-23.5%	-17.5%	-4.3%	1.3%	7.8%	8.1%

24ページ以降の暦年リターン、パフォーマンス/ポートフォリオ注記、重要なリスクに関する情報をご参照ください。過去の実績は将来の運用成果を示唆するものではありません。

保有上位10銘柄

(25ページのポートフォリオ注記をご参照ください。)

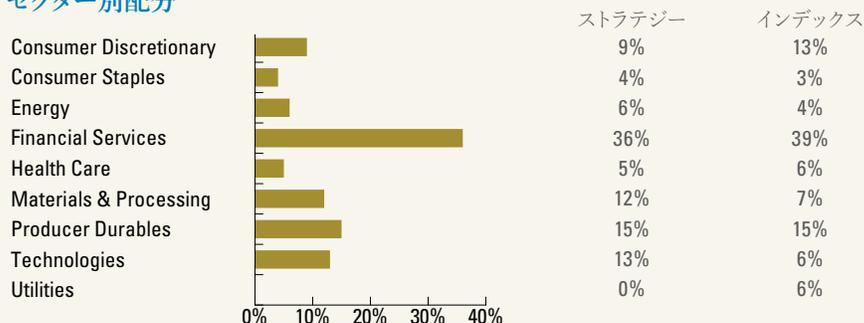
CNO FINANCIAL GROUP INC.	4.2%
JELD-WEN HOLDING INC.	4.2%
AXIS CAPITAL HOLDINGS LIMITED	4.0%
CELESTICA INC.	3.8%
RYDER SYSTEM INC.	3.6%
ASSOCIATED BANC-CORP	3.2%
TRIPLE-S MANAGEMENT CORP	3.2%
AMERICAN EQUITY INVT LIFE HLDG	3.1%
TEREX CORPORATION	3.1%
AVNET INC.	3.1%
Total	35.5%

ポートフォリオ特性

	ストラテジー	インデックス
ノーマル収益倍率	7.6x	15.3x*
株価収益率(1年予測)	14.6x	14.5x
株価純資産倍率	0.8x	1.0x
時価総額の中央値(\$B)	\$1.5	\$0.5
時価総額加重平均値(\$B)	\$1.6	\$1.7
アクティブ・シェア	96.8%	-
標準偏差(5年)	25.8%	20.6%
銘柄数(モデル・ポートフォリオ)	46	1,439

出典:ラッセル2000バリュー®、プジーナ分析
*米国小型株ユニバースの中央値

セクター別配分



セクター別配分はキャッシュ調整後の数値であり、実際の数値よりも高く見える可能性があります。また、四捨五入により、合計値が100%にならない可能性があります。

年次リターン

グローバル・バリュー

	2015	2016	2017	2018	2019
Global Value - Gross	-3.6%	11.4%	24.1%	-14.6%	22.9%
Global Value - Net	-4.0%	11.0%	23.7%	-15.0%	22.4%
MSCI World Index	-0.9%	7.5%	22.4%	-8.7%	27.7%
MSCI World Value Index	-4.8%	12.3%	17.1%	-10.8%	21.7%

インターナショナル・バリュー

	2015	2016	2017	2018	2019
International Value - Gross	-1.6%	6.0%	25.5%	-15.4%	18.1%
International Value - Net	-1.8%	5.7%	25.1%	-15.7%	17.7%
MSCI EAFE Index	-0.8%	1.0%	25.0%	-13.8%	22.0%
MSCI EAFE Value Index	-5.7%	5.0%	21.4%	-14.8%	16.1%

新興国市場フォーカス・バリュー

	2015	2016	2017	2018	2019
EM Focused Value - Gross	-15.6%	23.0%	31.7%	-9.2%	13.4%
EM Focused Value - Net	-16.3%	22.1%	30.8%	-9.9%	12.6%
MSCI Emerging Markets Index	-14.9%	11.2%	37.3%	-14.6%	18.4%
MSCI Emerging Markets Value Index	-18.6%	14.9%	28.1%	-10.7%	11.9%

大型株バリュー(米国)

	2015	2016	2017	2018	2019
Large Cap Value - Gross	-4.7%	20.8%	17.9%	-13.4%	26.0%
Large Cap Value - Net	-4.9%	20.6%	17.7%	-13.6%	25.8%
Russell 1000® Value	-3.8%	17.3%	13.7%	-8.3%	26.5%

フォーカス・バリュー(米国)

	2015	2016	2017	2018	2019
Focused Value - Gross	-5.6%	24.7%	17.0%	-20.1%	26.9%
Focused Value - Net	-6.2%	24.1%	16.4%	-20.4%	26.2%
Russell 1000® Value	-3.8%	17.3%	13.7%	-8.3%	26.5%

小型株フォーカス・バリュー(米国)

	2015	2016	2017	2018	2019
Small Cap Focused Value - Gross	-0.2%	31.7%	4.8%	-13.1%	26.7%
Small Cap Focused Value - Net	-1.2%	30.3%	3.8%	-14.0%	25.5%
Russell 2000® Value	-7.5%	31.7%	7.8%	-12.9%	22.4%

グローバル・フォーカス・バリュー

	2015	2016	2017	2018	2019
Global Focused Value - Gross	-5.7%	12.8%	25.1%	-16.8%	23.6%
Global Focused Value - Net	-6.3%	12.1%	24.4%	-17.2%	23.0%
MSCI ACWI Index	-2.4%	7.9%	24.0%	-9.4%	26.6%
MSCI ACWI Value Index	-6.3%	12.6%	18.3%	-10.8%	20.6%

インターナショナル・フォーカス・バリュー

	2015	2016	2017	2018	2019
International Focused Value - Gross	-2.2%	8.5%	27.8%	-15.5%	18.5%
International Focused Value - Net	-2.6%	7.9%	27.1%	-15.9%	17.9%
MSCI ACWI ex USA Index	-5.7%	4.5%	27.2%	-14.2%	21.5%
MSCI ACWI ex USA Value Index	-10.1%	8.9%	22.7%	-14.0%	15.7%

欧州フォーカス・バリュー

	2015	2016	2017	2018	2019
European Focused Value - Gross	-3.6%	7.0%	30.1%	-20.3%	17.4%
European Focused Value - Net	-4.0%	6.6%	29.6%	-20.6%	16.9%
MSCI Europe Index	-2.8%	-0.4%	25.5%	-14.9%	23.8%
MSCI Europe Value Index	-9.6%	4.3%	23.3%	-15.9%	17.4%

大型株フォーカス・バリュー(米国)

	2015	2016	2017	2018	2019
Large Cap Focused Value - Gross	-6.1%	23.3%	18.2%	-16.2%	26.5%
Large Cap Focused Value - Net	-6.4%	22.8%	17.8%	-16.5%	26.0%
Russell 1000® Value	-3.8%	17.3%	13.7%	-8.3%	26.5%

中型株フォーカス・バリュー(米国)

	2015	2016	2017	2018	2019
Mid Cap Focused Value - Gross	-2.7%	27.7%	15.8%	-20.9%	29.6%
Mid Cap Focused Value - Net	-3.3%	27.0%	15.1%	-21.4%	28.8%
Russell Midcap® Value	-4.8%	20.0%	13.3%	-12.3%	27.1%

次頁以降のポートフォリオ／パフォーマンス注記ならびに重要なリスク情報をご参照ください。

過去のパフォーマンスは、将来の運用成果等を示唆するものではありません。

ポートフォリオ注記

本ブジーナ・クォーター・レポートのポートフォリオ戦略の項及びグローバル・リサーチ・レビューの項で取り上げた保有銘柄は、特定の戦略における弊社の投資手法に対する理解を深めることに適しているかという基準で選ばれています。それらは当四半期中に弊社が顧客口座において行った全ての証券の購入、売却、及び推奨を表すものではなく、また、それら銘柄への投資が利益を生んだ、もしくは今後利益を生むことを示唆・保証するものではありません。当レポートの銘柄ピックアップの項で取り上げた保有銘柄は、2020年第2四半期中、Emerging Market Focused Value戦略のポートフォリオにおいて保有されていました。同保有銘柄は、投資成果ではなく、弊社の調査プロセスの説明における適切性から選ばれています。各戦略の組入上位十銘柄は、各コンポジットに基づくものです。各銘柄の保有状況は、戦略や口座開設日、キャッシュフロー、税務戦略等から、顧客口座によって異なる可能性があります。また、当資料に記載された銘柄に関して、読者が当資料を受け取った時点でポートフォリオにおいて保有されている、もしくは、売却された銘柄が再び購入されていないことは保証されていません。当資料に記載された銘柄は、ある顧客口座のポートフォリオ全体を示すものではなく、また、口座によっては保有比率が低い可能性があります。

本資料は情報提供のみを目的としており、ブジーナ・インベストメント・マネジメンツ・エルエルシー(以下PIM)が運用する特定の投資戦略を説明するためのものです。いかなる証券及び投資戦略の売買の勧誘または申し出を行うものではありません。

パフォーマンス注記

ブジーナ・インベストメント・マネジメンツ・エルエルシー(以下PIM)は、伝統的なバリュー投資手法を採用している登録インベストメント・アドバイザーです。PIMはブジーナ・インベストメント・マネジメンツ・インクの運営会社です。ブジーナ・インベストメント・マネジメンツ・インクは、ニューヨーク証券取引所に上場されている株式公開企業です。ティッカー・シンボルはPZLNです。PIMは、米国、国際的、及びグローバル・バリュー戦略を運用しています。2019年12月31日現在の顧客資産座高は392.09億米ドルです。

PIMは、グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS®)に準拠し、1996年1月1日から2019年12月31日までの期間について検証済みです。本資料に記載されたパフォーマンスは、コンポジット・パフォーマンスを要約して提示したものです。収益の計算方法やレポート作成に関する社内業務方針等の追加情報は開示可能です。また、PIMの全コンポジットのリストと概要、及びGIPS規格に準拠したプレゼンテーションが必要であれば、Joan Bergerまでお電話(+1 212-583-1291)頂くか、書面もしくはメールにてご連絡下さい。(住所: 320 Park Avenue, 8th Floor, New York, NY 10022. メールアドレス: berger@pzena.com)

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。また、PIMが運用するいかなる個別口座またはコミングル・ファンドの過去の実績は、PIMが運用するいかなる個別口座またはコミングル・ファンドの将来の投資成果を示唆するものではありません。投資収益や投資の元本価値は、時間の経緯とともに変動します。記載されたパフォーマンス情報は、あくまで過去のデータです。当資料に記載されている各戦略の投資パフォーマンス情報は、個別口座、コミングル・ファンド、またはその両方を含むコンポジットの実績値です。

米国株式運用プロダクトに関するパフォーマンス注記

本資料に記載されている米国株式のリターンは、弊社が運用するブジーナ・大型株フォーカス・バリュー、ブジーナ・フォーカス・バリュー、ブジーナ・中型株フォーカス・バリュー、ブジーナ・小型株フォーカス・バリュー及びブジーナ・大型株バリューのコンポジットのものです。大型株フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースである米国の時価総額上位500社の中から選別された、通常30~40銘柄からなるポートフォリオです。フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースである米国の時価総額上位1,000社の中から選別された、通常30~40銘柄からなるポートフォリオです。中型株フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースである米国の時価総額上位1,000社のうちランキングが201~1200社の中から選別された、通常30~40銘柄からなるポートフォリオです。小型株フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの米国の時価総額上位2,000社のうちランキングが1,001~3,000社の中から選別された、通常40~50銘柄からなるポートフォリオです。ブジーナ・大型株バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの米国の時価総額上位500社の中から選別された、通常50~80銘柄

からなるポートフォリオです。

2019年12月31日現在、ブジーナ・大型株フォーカス・バリュー・コンポジットには16口座が含まれ、運用資産総額は3,570百万米ドル、同戦略で運用されている資産の99.5%を占めます。ブジーナ・フォーカス・バリュー・コンポジットには46口座が含まれ、運用資産総額は883.5百万米ドル、同戦略で運用されている資産の100%を占めます。ブジーナ・中型株フォーカス・バリュー・コンポジットには6口座が含まれ、運用資産総額432.9百万米ドル、同戦略で運用されている資産の100%を占めます。ブジーナ・小型株フォーカス・バリュー・コンポジットには43口座が含まれ、運用資産総額は1,391.6百万米ドル、同戦略で運用されている資産の80.6%を占めます。ブジーナ・大型株バリュー・コンポジットには、5口座が含まれ、運用資産総額は6,147.4百万米ドル、同戦略で運用されている資産の100%を占めます。

新規ポートフォリオの各コンポジットへの組入は完全な運用が開始された月の初日に行われます。解約されたポートフォリオは、弊社による運用が行われた最終月が終わった時点で該当コンポジットから除外されます。

ブジーナ・フォーカス・バリューとブジーナ・小型株フォーカス・バリューのコンポジットは、それぞれ1996年1月1日に作成されました。ブジーナ・大型株フォーカス・バリュー・コンポジットは、2000年10月1日に作成されました。ブジーナ・中型株フォーカス・バリュー・コンポジットは、1998年9月1日に作成されました。ブジーナ・大型株・バリュー・コンポジットは、2012年7月1日に作成されました。これらのコンポジットに、顧客由来の大きな投資制約がある口座は含まれません。

各戦略のコンポジットは、報酬あり、報酬なし、及びラップ報酬体系でない全ての顧客口座を、それぞれの運用開始日から含んでいます。また、2011年4月以降は、各戦略に該当するフルディスクレッションで運用されている投資信託のポートフォリオを含んでいます。リターンは米ドル建てで計算されています。

ファンド総収益率は、運用報酬控除前、仲介手数料及び取引費用控除後の金額で表示されています。ファンド純収益率は、運用報酬、仲介手数料及び取引費用控除後で表示されています。

通常、運用手数料は、ポートフォリオの規模に基づき計算され、四半期ごとに適用されます。米国株式運用戦略の現在の標準報酬体系は以下のとおりです。ブジーナ・小型株フォーカス・バリュー: 10百万米ドルまたはそれ以上の口座は、最初の250百万米ドルは年間1.0%、それ以上の場合は年率0.75%となります。また、10百万米ドルを下回る口座は上記料金よりも高くなる場合があります。ブジーナ・フォーカス・バリューとブジーナ・中型株フォーカス・バリュー: 10百万米ドルまたはそれ以上の口座の場合は、最初の10百万米ドルは年率1.0%、次の40百万米ドルが年率0.75%、そしてその次の50百万米ドルが年率0.60%です。それ以上は年率0.50%で計算されます。10百万米ドル未満の口座の運用報酬率は年率1.5%で、年間の最大運用報酬額は10万米ドルとなります。ブジーナ・大型株フォーカス・バリュー: 10百万米ドル以上の口座について、最初の25百万米ドルは年率0.70%、その次の75百万米ドルは年率0.50%、その次の200百万米ドルが年率0.40%、それ以上は年率0.35%となっています。10百万米ドル未満の口座の運用報酬率は年率1.5%で、年間の最大運用報酬額は7万米ドルとなります。ブジーナ・大型株バリュー: 最初の100百万米ドルは年率0.40%、その次の200百万米ドルは年率0.30%、それ以上は年率0.25%となっています。弊社の顧問料に関する詳細はForm ADVの第二項をご覧ください。

ラッセル2000®バリュー・インデックスは、ブジーナ小型株フォーカス・バリューのベンチマークとして使用されています。ラッセル1000®バリュー・インデックスは、ブジーナ・フォーカス・バリュー、ブジーナ大型株フォーカス・バリュー、及びブジーナ大型株バリューのベンチマークとして使用されています。ラッセル中型株®バリュー・インデックスは、ブジーナ中型株フォーカス・バリューのベンチマークとして使用されています。これらのベンチマークは、当資料期間中の投資環境を示すために使用されます。各ラッセルインデックスは、フランク・ラッセル社の登録商標または商号です。ここに引用されている特定のパフォーマンス統計と、ラッセル・インデックスに関連するすべての著作権の所有者はフランク・ラッセル社です。ラッセル・インデックスは自体は投資商品ではなく、直接投資することはできません。

国際的及びグローバル株式運用プロダクトに関するパフォーマンス注記

本資料に記載した米国株を含まない国際的・バリュー戦略の投資リタ

Portfolio / Performance Notes CONT.

ーンは、ブジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリューとブジーナ・インターナショナル・バリューのものです。ブジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの米国以外の時価総額上位1,500社の中から選別された、通常30～50銘柄からなるポートフォリオです。ブジーナ・インターナショナル・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの米国以外の時価総額上位1,500社の中から選別された、通常60～80銘柄からなるポートフォリオです。

本資料に記載されたグローバル・バリュー戦略のリターンは、ブジーナ・グローバル・フォーカス・バリューとブジーナ・グローバル・バリューのものです。ブジーナ・グローバル・フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの世界の時価総額上位2,000社の中から選別された、通常40～60銘柄からなるポートフォリオです。グローバル・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの世界の時価総額上位2,000社の中から選別された、通常60～95銘柄からなるポートフォリオです。

本資料に記載されたヨーロッパ・フォーカス・バリュー戦略のリターンは、ブジーナ・ヨーロッパ・フォーカス・バリューのものです。ヨーロッパ・フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの欧州の時価総額上位750社の中から選別された、通常40～50銘柄からなるポートフォリオです。本資料に記載された新興国市場戦略のリターンは、ブジーナ・新興国市場フォーカス・バリューのものです。ブジーナ・新興国市場フォーカス・バリューは、初回購入時、投資対象ユニバースの新興市場の時価総額上位1,500社の中から選別された、通常40～80銘柄からなるポートフォリオです。

2019年12月31日現在、ブジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリュー・コンポジットには5口座が含まれ、運用資産総額は823.6百万米ドル、同戦略の運用資産の73.7%を占めます。ブジーナ・インターナショナル・バリュー・コンポジットには11口座が含まれ、運用資産総額は3,691.7百万米ドル、同戦略の運用資産の94.0%を占めます。ブジーナ・グローバル・フォーカス・バリュー・コンポジットには13口座が含まれ、運用資産総額は2,754.1百万米ドル、同戦略の運用資産の100%を占めます。ブジーナ・グローバル・バリュー・コンポジットには12口座が含まれ、運用資産総額は3,560.8百万米ドル、同戦略の運用資産の78.2%を占めます。ブジーナ・ヨーロッパ・フォーカス・バリュー・コンポジットには10口座が含まれ、運用資産総額は2,652.0百万米ドル、同戦略の運用資産の100%を占めます。ブジーナ・新興国市場フォーカス・バリュー・コンポジットには15口座が含まれ、運用資産総額は3,069.0百万米ドル、同戦略の75.7%を占めます。

外国為替取引は、株式の売買に必要な際に限って行われます。新規ポートフォリオの各コンポジットへの組入は完全な運用が開始された月の初日に行われます。解約されたポートフォリオは、弊社による運用が行われた最終月が終わった時点で該当コンポジットから除外されます。

ブジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリューとブジーナ・グローバル・フォーカス・バリュー・コンポジットは、2008年6月1日に作成され、2004年1月1日の設定開始日以降、同戦略に投資した顧客口座を代表しています。ブジーナ・ヨーロッパ・フォーカス・バリュー・コンポジットは2008年8月1日に作成されました。ブジーナ・新興市場フォーカス・バリュー・コンポジットは2008年1月1日に作成されました。ブジーナ・インターナショナル・バリュー・コンポジットは2008年11月1日に作成されました。ブジーナ・グローバル・バリュー・コンポジットは2010年1月1日に作成されました。これらのコンポジットに、顧客由来の大きな投資制約がある口座は含まれません。

各戦略のコンポジットは、報酬有り、報酬なし、及びラップ報酬体系でない全ての顧客口座を、それぞれの運用開始日から含んでいます。また、2011年4月以降は、各戦略に該当するフルディスクレッションで運用されている投資信託のポートフォリオを含んでいます。

通常、運用報酬はポートフォリオの規模に基づいて計算され、四半期ごとに適用されます。インターナショナル及びグローバル戦略の標準報酬体系は以下のとおりです。ブジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリュー：最初の50百万米ドルが年率0.75%、次の50百万米ドルが年率0.65%、100百万米ドルを超える場合は年率0.50%となります。ブジーナ・グローバル・フォーカス・バリュー：最初の10百万米ドルが年率1.00%、次の40百万米ドルが年率0.80%、その次の50百万米ドルが年率0.70%、さらにその次の200百万米ドルが年率0.60%で、それ以上は年率0.55%となります。ブジーナ・ヨーロッパ・フォーカス・バリュー：最初の50百万ユーロが年率

0.65%、次の50百万ユーロが年率0.50%、それ以降は年率0.45%となります。ブジーナ・新興国市場フォーカス・バリュー：最初の50百万米ドルが年率1.00%、50百万米ドル以上は年率0.70%となります。ブジーナ・インターナショナル・バリューとブジーナ・グローバル・バリュー：最初の100百万米ドルが年率0.55%、次の200百万米ドルが年率0.45%、300百万米ドル以上が年率0.35%となります。弊社の顧問料に関する詳細は、Form ADVの第二項をご覧ください。

MSCI ACWI インデックス(米国を除く)はブジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリューのベンチマークとして使用されています。MSCI EAFEインデックスはブジーナ・インターナショナル・バリューのベンチマークとして使用されています。MSCI ACWI インデックスはブジーナ・グローバル・フォーカス・バリューのベンチマークとして使用されています。MSCI ワールド・インデックスはブジーナ・グローバル・バリューのベンチマークとして使用されています。MSCI ヨーロッパはブジーナ・ヨーロッパ・フォーカス・バリューのベンチマークとして使用されています。MSCI 新興国市場フォーカス・バリューのベンチマークとして使用されています。

MSCI ACWI インデックス(米国を除く)とMSCI EAFEインデックスは、米国及びカナダを除く、先進国市場の株式パフォーマンスを測定するために設計された浮動株調整後時価総額指数です。MSCI ACWI インデックスとMSCI ワールド・インデックスは、米国及びカナダを含む先進国市場の株式パフォーマンスを測定するために設計された浮動株調整後時価総額指数です。MSCI ヨーロッパ・インデックスはヨーロッパ先進各国の株式市場のパフォーマンスを測定するために設計された浮動株調整後時価総額指数です。MSCI 新興国市場・インデックスは新興国市場の株式パフォーマンスを測定するために設計された浮動株調整後時価総額指数です。これらのMSCIインデックスは、源泉徴収税率控除後の配当を含む収益率を表しており、MSCIが計算しています。

ベンチマークは比較目的のみにおいて使用され、該当する投資に係るリスクまたは投資スタイルを反映しています。MSCI インデックスへの直接投資はできません。ブジーナ・インターナショナル・フォーカス・バリュー、ブジーナ・インターナショナル・バリュー、ブジーナ・グローバル・フォーカス・バリュー、ブジーナ・グローバル・バリュー、ブジーナ・ヨーロッパ・フォーカス・バリュー、ブジーナ・新興国市場フォーカス・バリューの各コンポジットに含まれる弊社が運用するポートフォリオは、これらのインデックスと異なる場合があります。そのため、ポートフォリオの投資成果はそれぞれのベンチマークとは異なる可能性があります。Global Industry Classification Standard (GICS) は、MSCI Inc. ("MSCI") とS&Pグローバル ("S&P") の一部門であるスタンダード・アンド・プアーズが開発した業種分類です。GICSに関する知的財産所有権はMSCI Inc. 及びS&Pに帰属しており、Pzena Investment management, LLC (以下"PIM") は使用許可を得て使用しています。MSCI、S&P、及びGICSまたはGICS分類の作成・編集に携わったいかなる第三者も、その規格や分類結果(またその使用によって得られる効果)に対していかなる場合にも責任は一切負いません。また、同様に、そのような規格または分類での、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。さらには、MSCI、S&P、及びGICSまたはGICS分類の作成・編集に携わったいかなる第三者も、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。

MSCIの情報(知的財産)は、内部使用目的にのみ使用でき、複製や再配布、いかなる金融商品や指数等の作成における利用は認められません。MSCIの情報は、いづれも、あらゆる種類の投資判断を下す(または行うことを控える)ための投資助言や投資推奨を目的として作成されておらず、これらの目的のために用いることはできません。過去のデータ及び分析は、将来の投資成果の分析、予想、予測を示唆・保証するものではありません。当該情報は現況で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与するあらゆる第三者(集合的にMSCI 関係者とする)は、当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI関係者は、いかなる直接的、間接的、特別、偶発的、懲罰的、結果的損失(機会損失含む)に対しても、一切責任を負いません。(www.msci.com)

追加事項

本資料は、プジーナ・インベストメント・マネジメント・エルエルシーの投資助言サービスについてお客様のご理解を深めることを唯一の目的として作成したものです。プジーナ・インベストメント・マネジメント LLCの住所は 320 Park Avenue, 8th Floor, New York, NY10022 であり、米国証券取引委員会に登録されています。上記の目的以外の使用は固く禁じられています。

本資料及び添付文書には、プジーナ・インベストメント・マネジメント・エルエルシーの非公開または機密情報が含まれていることがあります。このため、プジーナ・インベストメント・マネジメント・エルエルシーの書面による事前の同意なしに、本資料またはその一部を複製または再配布することは禁じられています。本資料に記載されている情報を、プジーナ・インベストメント・マネジメントの書面による事前の同意なしに、受領者の従業員、役員、取締役、または財務または法律上の代理人以外の者に開示することも禁止されています。

S&P500®は、スタンダード&プアーズの登録商標であり、本指数に関連するすべての著作権は、本指数の著作権者であり、本指数のパフォーマンス統計のソースとなっています。ラッセル1000®バリュー・インデックスは、フランク・ラッセル・カンパニーの商標です。Russell®はフランク・ラッセル・カンパニーの商標です。ラッセル・インベストメント・グループは、本資料に含まれている、または本資料に反映されているラッセル・インデックスのデータ、およびそれらに関連するすべての商標および著作権の出所であり、所有者です。本資料には機密情報が含まれている場合がありますので、無断での使用、開示、複製、配布、再配布は固く禁じられています。本資料は、Pzena Investment Management, LLCのプレゼンテーションです。ラッセル・インベストメント・グループは、本資料のフォーマットや構成、またはPzena Investment Managementのプレゼンテーションの不正確さについて責任を負うものではありません。

日本の投資家の皆様へ

本資料は、プジーナ・インベストメント・マネジメント(以下弊社)が投資家の皆様の参考のため、関連情報を提供することのみを目的に作成されたものであり、日本におけるいかなる証券の売買の勧誘または申し出を行うものではありません。弊社は日本において、投資アドバイザーとして登録されておらず、投資一任による資産運用業の免許も取得していません。本資料は、日本における当該投資アドバイザー・サービスあるいは資産運用サービスの申し出、または日本における当該契約の締結の勧誘を行うものではありません。いかなる目的においても、弊社の書面による事前の同意なしに、他の当事者が本資料または本資料の内容を開示または使用することを禁じます。本資料の情報は、事前の通知なしに変更される場合があります。

承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

