

第1部「年金基金の安定成長のコア資産としての株式投資の役割」

モデレーター： 堀江貞之 堀江リサーチ&アドバイザリー代表取締役

パネリスト： トム・プライス J.Stern & Co. マネージング・パートナー

藤田 学 M&G インベストメンツジャパン 代表取締役

時国 司 オービス・インベストメンツ日本法人 代表取締役社長

堀江

今日のテーマですが、2023年度の日本株は41%（TOPIX）、外国株（MSCI-KOKUSAI）も42.9%（日本円ベース）とリターンの上昇が見られました。企業価値に着目した株式投資を行っている上場株投資マネジャーに集まってもらい、アセットオーナーの運用管理責任者の方に、日本株を含む株式投資の魅力をお伺いしたいと思います。まず初めに、自己紹介をお願いします。

トム

ロンドン拠点のJ.Stern&Coでマネージング・パートナーを務めているトム・プライスです。独立系の資産運用会社で、ニューヨーク、チューリッヒ、マルタに拠点があり、メインオフィスはロンドンです。独自のリサーチに基づき、優良企業に長期投資することを企業理念としており、前身はフランクフルトに最初に設立された銀行でした。J.Sternは、Jakob Sternの略称で、「星」を意味します。私たちの代表的なグローバル株式戦略がワールド・スターと呼ばれているのも、社名からきています。現在までにベンチマークを3%近く上回っており、年率換算で10年間です。

藤田

M&G インベストメンツの藤田です。英国ブルデンシャル生命の運用を担う会社で、幅広い運用戦略を提供しています。1971年から運用している日本株は当社の主力商品で、去年は欧州か

らのフローが多く見られ、日本株のアクティブファンドの中で、最も売れた一つでした。運用額は1.8兆円に達し、海外の投資家たちも日本株に対してポジティブな見解を持っていると感じています。今後数年で年率10%半ばくらいのトータルリターンが期待できだろうと予測しています。

時国

オービス・インベストメンツの時国です。創業以来、50年に渡り上場株への投資をし、超過収益を上げるということに専念している会社です。ベースフィー0で超過収益がマイナスの場合にはお客様にお返しするという形態を貫いています。現在の運用資産額は、6兆円で、過小評価されている企業を厳選して、665社に投資しています。

堀江

次に、各社のクライアント層について教えてください。

トム

私たちの顧客層は、機関投資家とリテールが混在しており、世界各国に顧客がいます。アメリカ株（多くは年金基金）に投資しているアメリカ在住の顧客や、ヨーロッパにも顧客がおり、私たちの差別化されたポートフォリオの構築方法が支持されています。成功要因は、規律性のあるプロセスとリピートできる多様なチーム構成です。過去10年間、私たちが成し遂げてきたことです。ベンチマークを上回るリターン達成の理由として投資した企業の質の高さが挙げられます。サステナビリティに関しても注目しており、チャンスでもあり競争力回帰の原動力でもあります。特にグローバル問題でもある気候変動に取り組む産業企業への投資も行なっています。私たちは29-30銘柄に投資しており、年間の変更はポートフォリオ全体の10%程度で、低い回転率で高いアクティブシェアを実現しています。長期的なリターンを得たいのであれば、株式投資が必要です。アメリカや英国では50%が株式保有なのに対して、日本の一般家

計の 50%が現金を保有しているという統計がありますが、長期的リターンを求める場合には、株式投資が必須だと考えます。

堀江

サステナビリティと企業価値の関係性について伺いたいのですが、企業価値とサステナビリティをどのように結びつけるのですか？

トム

長期的な投資家であれば、一晩で消滅してしまうような企業には投資できませんから持続可能な企業への投資は必然です。サステナビリティを考慮すると、例えば電力網の再編成は、効率的な配電を担う企業が存在しています。また、水が貴重な資源となりつつある点を見ると、英国では河川の汚染、汚水流入に関する不祥事がありましたが、私たちが投資するサイダック社は、水資源を維持し、効率的な水の確保に取り組んでいます。こうした企業は投資に値します。電力分野でも同様です。変化してゆく電力需要や気候変動に対応できるインフラを再構築することで持続可能性を高めています。その一翼を担っている企業は、本当に優秀であるということがわかりますので、大きなチャンスが潜んでいることを示しています。

堀江

藤田さんにお伺いします。1.8 兆円の日本株の投資ということですが、どのような海外のクライアントがいますか？

藤田

1.8 兆円は日本株運用チームで運用していますが、日本の投資家様からは 10%強程度です。大半は海外、特に私たちの拠点である英国欧州の顧客で、機関投資家やリテールまで幅広い投資家、という状況です。

堀江

ポートフォリオマネージャーはどこにいらっしゃいますか？超過リターンの戦略についてもお伺いできますでしょうか。

藤田

ポートフォリオマネージャーはロンドン、シンガポール、日本にもおりますが、日本はアナリストが 2 人で、大半はロンドンにおります。利益成長や株価をピンポイントに予測することはしていません。現在の市場環境は予測が難しくなっており、数年後の収益予想値が正しいかどうかでポートフォリオの投資判断が左右されることは避けるべきと考えています。より現実的なアプローチとして確率分布やシナリオシミュレーションで将来の株価の妥当な範囲を算出しています。企業に対する深い理解があれば、固定費や変動費、事業セグメントが異なる市場環境でどのように対応するか、経営陣の判断を理解することができます。ピンポイントのすぐれた予測ではなく、優れた視点を重視しています。長期的な企業分析データを蓄積し、企業のビジネス原動力のさらにその原動力となるものまで追求していきます。公表されている KPI だけでなく、非公表情報や非公表にされている理由についても考察し、開示されていない情報ソースに重要な情報が含まれているのではないかと想像しながら銘柄選定に反映させています。このユニークな視点により、企業の本質を理解することに時間をかけて取り組んでいます。

堀江

どのくらいの銘柄を取り扱っていますか？

藤田

日本で提供している銘柄数は、大体 50 銘柄程度です。

堀江

時国さんにお伺いします。クライアント傾向と超過リターン戦略について教えてください。

時国

お客様は基本的には機関投資家の皆様です。当社には営業チームが存在しておりませんので、多くはクチコミやコンサルティング会社からのご紹介がほとんどです。地域別累計ですと、やはり英国を拠点としている会社ですので、ヨーロッパが大半です。日本国内にも重要なお客様がたくさんいらっしゃいます。銘柄一つ一つ丁寧に説明させていただいております。超過収益の源泉に関しましては銘柄固有のものと考えています。集中度の高いポートフォリオで日本株は、現在合計で 1.1 兆円ほどの株式に投資しています。日本株戦略の集中度としては 19 銘柄で金額ベースで 8 割を占めており非常に高いです。ボトムアップで一社一社投資判断をしています。

堀江

トムさんにお伺いします。サステナビリティと企業価値の関係について、グローバル市場は非常に集中している中で、市場の獲得超過リターンを得るのは非常に難しいと思うのですが、このような状況でどのように対応されていますか？

トム

大変骨の折れる仕事です、というのが簡潔な回答です。より具体的には投資先企業を深く理解することです。その企業だけでなく、関連する分野、競合他社、サプライヤー、顧客の動向も把握することが重要です。特定のエリアの価値観や行動形式を理解することで、企業の見通しを立てやすくなります。優れた分析を提供するためには、安定した多様な人材からなるチームで活動し、同じテーマを継続的に探求し掘り下げることで、業界に一貫した投資ポートフォリオに関連するテーマを発見できます。これが、私たちの行動指針です。すべてのアクティブマネジャーが常に超過リターンを出せるかと言えばそうではありません。しかし、パッシブ投資しかないのであれば、株価指数を超えることはまずできません。

堀江

日本株はグローバル株とは異なり、企業年金も外国株に比べるとアクティブ率が高いという印象です。日本マーケットにおける超過リターンの難しさは、グローバル株と比べてどうなのか、アクティブマネジャーとしてどのように捉えているのか、考えをお聞かせください。

藤田

今の日本株式マーケットは、投資機会が非常に多いと思います。大型株から中小型株まで幅広く投資対象となっています。その理由としては、企業主体で変革に向けて努力している、という部分が大きく影響していると感じています。さらに、海外のポートフォリオマネジャー投資家たちは、日本企業のそうした変化に対して、とてもポジティブに捉えているというのが私の実感です。変化といのは裏を返せば超過リターンを得られる機会と考えています。

時国

超過収益を上げている他の地域、グローバル株式ポートフォリオと比べても、日本株ポートフォリオの長期収益の方が高いです。結果としてこういう形になるのは、背景として、やはり割高感と割安株の間のバリエーション・スプレッドが大きいほど投資しやすいマーケットだからであると考えます。スプレッドは確かに日本の方が良い状況で、この 2 年間の金利上昇で、若干縮小していますが、それでも直近 40 年で最も高い水準を維持していますので、引き続き超過収益傾向は高いと感じています。

堀江

最後の質問、エンゲージメントについてですが、特に日本市場においては、多くのアクティビストたちが来日し、株主提案なされる現状が増えています。EU 諸国におけるエンゲージメントの影響や効果について、どうお考えですか？また、そのような企業のトップマネジメントとエンゲージメントがどのような価値を与えることができると思いますか？

トム

私たちは積極的なエンゲージメントを実行し、PRI（責任投資原則）に加盟しています。年金基金の中にも PRI に加盟しているところがあり、私たちもその一員です。エンゲージメントが重要な理由は主に 2 つあります。1 つ目は、投資の基準や決め手となる要素の 1 つが「品質」であり、その品質を見極めるためには優秀な経営陣が重要です。エンゲージメントを通じて、経営陣の実際の能力を評価することができます。2 つ目は、エンゲージメントがリターンに繋がることがあるという点です。以下の 2 つの例を紹介します。

例 1) スイスの工業会社シーカに長年投資していた際、サンゴバン社からの敵対的買収を受けました。私たちはキャスケード社（ビル・ゲイツ財団）と共にシーカを支援し、サンゴバンを撃退しました。その結果、シーカから得たリターンはサンゴバンのリターンの 4 倍でした。

例 2) 米国のゲーム会社アクティビジョンは、最終的に Microsoft に買収されましたが、MeToo 運動の影響で職場での女性の扱いについて批判を受けていました。私たちは欧州で唯一の投資家として、アクティビジョンのプロセス改善について積極的に話し合いました。このようなエンゲージメントにより、企業が新しいアイデアに対してオープンであるかどうかを評価でき、それがリターンを生み出す可能性を高めます。

エンゲージメントをしない企業は、大きなリターンを生むことが難しいと考えています。このような積極的なエンゲージメントは、企業の本質を理解し、持続可能な投資を実現するための重要な手法です。

藤田

エンゲージメントの効果は可視化が難しいものの、非常に重要な要素です。当社のエンゲージメントは企業価値を高めることを目的としており、経営の意思決定にも影響を与えることがあります。アプローチとしては奉仕の精神で企業に寄り添い、信頼関係を築いて経営陣に話を聞いてもらうスタンスを取っており、アクティビストとは異なります。私たちは、長期的な視点を持つ投資家として、IR や情報開示、ビジネス戦略についてのアドバイスを行うほか、グループネットワークを活かして投資先へ新しい顧客やサプライヤー、研究開発提携先、場合によっては買収先の紹介なども行っています。

具体例として、サンリオとの関わりが挙げられます。当社が 2020 年に投資を開始した時点でサンリオの時価総額は約千数百億円程度でしたが、当社のエンゲージメントを通じて役員体制の改善や中国ビジネス構築のサポート、NFT やブロックチェーンを活用したデジタル資産戦略の提案など、多くの提案を受け入れていただきました。現在、サンリオの時価総額は約 7000 億円に達し、収益も伸びています。まさに世界中で愛されている価値あるキャラクターの知的財産、ポートフォリオ価値を生かした素晴らしい企業変革の一例だといえます。

また、当社のファンドマネージャーはロンドンに在籍していますが、日本企業とのエンゲージメントをサポートするため、前エーザイの CFO である柳良平氏をアドバイザーとして迎えています。以前は日本の事業投資家に受け入れられにくい部分もありましたが、最近ではガバナンス体制の変化や株主と経営陣のアライメントが進んだことで、私たちのアプローチがより受け入れられるようになっていきます。

時国

当社もエンゲージメントには非常に力をいれており、アクティビストではありませんが、効果が上がっていると感じています。高いポートフォリオのファンドになっているので、1 社 1 社に対する投資額がかなり大きく株主としてのシェアが高いということ、また、超過投資をすることも多いので、20 年、30 年とお付き合いする企業も数多くある中で、経営陣の皆さまと信頼関係を築けている、という理由があります。シニアアナリスト、ポートフォリオマネージャーが直接、企業との対話の中で色々な提案をさせていただき、新たな気づきを与えるきっかけを提供できている。その結果として、企業のことをよく見ているオービスのファンドに投資する、という流れや信頼関係が築けており、建設的な議論ができる有効的な関係の中で、エンゲージしてゆける、ということが背景にあるかと思います。

堀江

ありがとうございました。