

# グローバル $\alpha$ リサーチアジェンダ

2019 年



本資料は経験豊富な投資家の皆様のみを対象に作成されたものであり、それ以外の投資家、あるいは個人投資家の皆様を対象に作成されたものではありません。

---

## リスクに関する記述

---

### リスク要因

本資料に掲載されている投資情報はグローバル  $\alpha$  のファンドマネジャーの見解です。売買の推奨や助言を目的としたものではありません。読者の投資判断の根拠とすべきではございません。

### 潜在的な投資損益

弊社の運用商品に投資することにより潜在的に損益が発生する可能性がある点にご留意ください。

### 個別銘柄例

銘柄例や写真等のイメージは、それら銘柄の売買を推奨するものではなく、それら銘柄に投資することにより投資収益が上がることを示唆するものでもございません。また、ベイリーギフォードが取り扱う運用商品のいずれかに、それら銘柄が将来組入れられているかは明らかではありません。例として使用されたいかなる銘柄もポートフォリオの小さな一部を構成するに過ぎず、それらは運用スタイルを説明するために使用されたものである点にご留意ください。

本資料に掲載されている投資情報は推奨や助言を目的としたものではございません。従って本情報の使用によって得られたいかなる結果も投資家保護の対象にはなりません。ベイリーギフォードおよびその役職員は本レポートに掲載された証券のポジションを有している場合があります。

全ての情報は別途記載がない限りは、直近且つベイリーギフォード作成のものです。

本資料に使用された写真等のイメージは本文に関連する挿図に過ぎず、投資を推奨する等の特段の意図はございません。



**Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN**  
**Telephone \*44 (0)131 275 2000 [www.bailliegifford.com](http://www.bailliegifford.com)**

---

**CHARLES  
PLOWDEN**

ファンドマネージャー

---

ベイリーギフォードに勤続36年  
36年間の運用経験



---

**MALCOLM  
MACCOLL**

ファンドマネージャー

---

ベイリー・ギフォードに勤続20年  
20年間の運用経験



---

**SPENCER  
ADAIR**

ファンドマネージャー

---

ベイリーギフォードに勤続19年  
19年間の運用経験





---

# グローバルα リサーチアジェンダ 2019年

---

ここに謹んで2019年のリサーチアジェンダを提示させていただきます。私たちの目的は、世界で最も魅力的な成長企業によって構成されるポートフォリオを構築し、高い投資リターンを実現することです。私たちのプロセスは徹底したボトムアップですが、本アジェンダはグローバルαチームが重要性の高い分野を明確にする上で役立ちます。市場が認識していない成長機会を発掘するだけでなく、既存のポートフォリオで精査が必要とされる部分を特定するための指針となります。以下でそれらについて概説します。

私たちの取り組みに期限はありません。幾つかのリサーチプロジェクトは短期的にポートフォリオの変化をもたらす可能性もありますが、アジェンダによっては、何年もの間、ポートフォリオに影響を及ぼさない場合もあります。投資とは、様々な問いを継続的に投げかけていくプロセスです。好奇心や学習意欲を失うことがなければ、リサーチアジェンダは、常に新鮮で可能性に満ちたポートフォリオを維持する為に役立つと考えています。

昨年のリサーチアジェンダに掲載した4つの主要分野で進捗が見られたのは以下の諸点です。

「ビッグデータが企業や社会に及ぼす影響」に関する取り組みでは、技術の変化がもたらす株価の上値余地の多くは、既に十分に株価に織り込まれているという結論に至りました。このため半導体関連銘柄のウェイトは9%から4%へと半減しました（モデルポートフォリオの数字）。

「プラットフォームビジネス再考（潜在市場拡大 vs 成長の限界）」についての議論では、規模の限界に近づいているとの初期の兆候が見られた数銘柄についてウェイトを削減しました。その見合いとして、サブスクリプション事業（定期購読型の事業）を展開する NetflixやSpotify、フードデリバリー企業

のJust EatとMeituan Dianping、そして教育事業のCheggなど、かなり初期の成長段階にあり、まだ社会的な監視の対象にあまりなっていないテクノロジープラットフォームに新規投資を行いました。

「スチュワードシップ、そして成長企業のガバナンス」について検討した結果、別途「スチュワードシップ報告書」を発行することになり、昨秋、2018年版を発表しました。この報告書は、スチュワードシップに対する私たちのアプローチ、成長企業のガバナンスについての考え方、及び私たちと企業の間でのエンゲージメントの実例を紹介しています。既に、私たちは同報告書の2019年版に取り組んでいます。

「洞察力を高める調査を行うための工夫・投資」という課題では、他の市場参加者とは異なる新たな情報源を探し求めた結果、私たちの運用プロセスは進化し、より洗練されました。弊社では、過去12ヶ月間に、計算生物学に強い中国の清華大学とのパートナーシップの確立、ケンブリッジ大学及びエディンバラ大学における人工知能研究の支援など、これらの分野でいくつかの刺激的な道りを歩み始めました。又、長期的な株式市場のリターンの特徴に関する研究の世界の第一人者であるHendrik Bessembinder教授との協力関係も深まっています。

---

# データを駆使した治癒

---

医療業界の規模、その社会的任務の重要性、そして世界の多くの地域で医療制度が破綻しつつあるという現実を認識し、私たちはかなり以前から医療業界の変化に関心を寄せており、過去にも数回、同様のテーマがリサーチアジェンダとなっていました。医療制度には悪名高い慣習がある故、これまでの所、概して期待外れが多かった業界でもあります。

しかし私たちは状況が変化しつつあると考えています。

## なぜ今？

医療制度に対するプレッシャーが強まってきています。これは、単に規制の変更（米国におけるバリューベース・ヘルスケアなど）や高齢化に伴い膨張し続けているコストだけではありません。確かにこれらの要因はいずれも重要ですが、特に斬新でもなく、調査が不足しているわけでもありません。

制度の変革を促す2つの新たな潮流が生じようとしていて、それが私たちの想像力を掻き立てています。1つは技術的な進展、もう1つは文化的な進展で、どちらも極めて強力です。

## 技術的な進展

データ。データは医療においてこれまでも長期に亘って中心的な役割を果たしてきましたが、データの量は爆発的に増え、収集されるデータのタイプは拡大し、そしてコストも劇的に低下しています。私たちの仮説は、さらに多くのデータが利用可能になることで、医療関係のより広範囲の未解決な領域に更なる洞察を提供できるようになるとのものです。これにより、医療の範囲と実践はどのように変化していくのでしょうか。

*We endeavour to view the system through similarly fresh eyes and work out which pain points and processes might be disrupted next.*

---



## 文化的な進展

超パーソナライゼーション。テレビを通じた従来の放送に対するオンデマンドビデオのように、あらゆる形態や規模のサービスプロバイダに対する消費者の要求は高まるばかりです。そして、こうした傾向はメディア産業に限りません。私たちは、これが医療にも広がっていくと考えています。私たちは、非効率的な医療システムに対する拒絶が強まる中で何が起きるのかを考察する予定です。

重要なことは、これらの2つの力（技術的な進展と文化的な進展）は互いに強く影響し合い、潜在的に強力なフィードバック・ループとなっていることです。その過程で、供給が需要の増加に追い付かない状況が生じた場合に、起業家精神あふれる人々が注目することは想像に難くありません。

## 私たちの計画

私たちは、新鮮な視線で制度を考察し、次に新技術によって解決される問題点や破壊されるプロセスは何であるかを見極めていくつもりです。洞察を可能にするデータを所有するのは誰でしょうか。既存の制度との整合性が確保でき、新機軸ながらも規制面等における障壁が少ないビジネスモデルとは。中国は一足飛びにより西側諸国を追い越すのでしょうか。私たちは、影響力のあるステークホルダー（長期に亘る投資先企業）との関係を活用して、医療制度の変革を阻害する要素は残るのか、或いは彼ら自身がイノベーションに目覚めているのか（更には自らでイノベーションを推進しているのか）等について調査を進めていくつもりです。

---

## 新興市場 – 「最高の時代は終わった…」？

---

多くの新興市場、特に中国が今後迎える道については、興味深く、意見の相違が顕著です。

主な懸念として、中国の経済成長は鈍化している、世界における中国の地位の高まりにより、貿易競争や関税引き上げの脅威をもたらしている、負債水準が維持不可能なほど高い、政府の企業に対する態度に厳しさが増しているなどが挙げられます。

一方、構造的な成長の牽引役は損なわれておらず、企業のバランスシートは依然として強固です。株式のバリュエーションは約20年ぶり低水準であり、新しい貿易ルートも開拓しています。低水準の成長と言っても、中国経済は依然として西側諸国の経済成長率を優に上回っており、殆どの改革は長期的且つ持続可能な成長を優先しています。私たちは、成長に対する大きな野心、利益率の高いビジネスモデル及び高い競争優位を持つ

企業を発掘しようとしています。

新興国に関する議論では弱気派の主張が強いことを考えると、私たちが差別化された見解に到達できる可能性が久し振りに高まっています。弱気派が主張する懸念が見当違いであるとするれば、銘柄選択の幅が広がる可能性があります。他方、懸念が正当であるとの結論に達するならば、幾つかの投資先企業の投資事由を見直さなければなりません。

今年グローバルαをローンチして以来、最も長い時間を中国で過ごすことになりそうです。上海に調査拠点を開設する準備を進めているからです。現場で多くの時間を費やすことによって、投資先企業との間でより深い信頼関係を築くことが可能となり、延いては長期的な戦略や動機を深く理解し、全体像を捉えることができます。私たちは、情報源を拡大し、長期的な見通しに対する確信

度合いを高める為にどうすべきかと真剣に考えています。又、現地で上場している中国A株へのアクセスを容易にする香港ストックコネクトについて、お客様に検討をお願いする予定です。

現在、保有している中国の銘柄は、これまで中国政府が持っていた長期目標に沿ったものでしたが、中央集権化の動きに鑑み、レビューを行う必要があるでしょう。それら銘柄の利益成長が今後も続く為には、政府とのアライメントの確保、幅広いステークホルダーとの間で生まれるプラスの経済性の存在が必須です。

ブラジルやロシア等、他の幾つかの新興市場に関して、ファンダメンタルズは改善に向かっているにも拘わらず、極端な懐疑論を唱える向きがあります。これら諸国の企業への投資機会は、中国よりは小さいものの、綿密な調査を行う価値は大きいとみられます。





*The Landmark of Lujiazui, Shanghai, China.*

---

## 包囲された要塞

---

人類は長きに亘り、侵入者から地域社会を守るため、防衛の必要性を理解してきた。為、要塞（ラテン語で「強くする」という意味）の開発が進んできました。殆どの場合、こうした建造物には、防御壁、見張り塔、侵入者を締め出すための軍備がありました。現在でも、インドのラジャスタン州にあるメヘランガール城塞など、優れた要塞の例が幾つか残っています。この城塞は1460年頃に築かれ、ジョードプル市を見下ろす岩の多い丘の上にそびえ立っています。

高く分厚い堀、そびえ立つ城壁、そして壮大なシルエットを持つ要塞が、風雨に耐え内部を完全に保護する機能が建造時から変わっていないことは明らかです。

シクリカル性の強い産業は、経営が厳しくなることがあります。2008年の住宅関連事業、2014年の石油会社等はその例です。特に不況を経験していない企業は、潮流が変わった時に大きな痛手を受ける可能性が高まります。



要塞は周囲の混乱をやり過ごす為に建てられたものであり、シクリカルな産業における成功事例にも同じことが言えます。第一に、成功企業は景気後退を予想する十分な先見の明を持ち、嵐の中でも舵取りできる能力を備えており、金塊を海に捨てるような状況に陥ることはありません。第二に、これらの企業は危機に耐えられる財務力、即ち強固なバランスシートを持ち、不況時にもキャッシュフローを創出できる能力を持っています。第三に、近い将来、時代遅れになるリスクがないタイプの企業である場合が殆どです。木造の砦は火薬に対してなす術がありませんでしたが、石造りの砦は遙かに効果的であり廢れることはありませんでした。最後に、企業に長期的な成長機会があれば、不況が去った後にそうした機会を捉えて成功できるはずです。このよ

うな幾つの特徴は、厳しい時期に強力な防御力を発揮し、同業他社が存続をかけて戦っている間も、困難な局面を見越して、長期にわたる繁栄の確実性を高めることができます。

現在、多くのシクリカル銘柄が株式市場で敬遠されています。米国の住宅関連や裁量消費関連銘柄は特に売り込まれています。具体的にはカーペット、電動工具、宝飾品、SUV等に関連する銘柄です。更に小売、エネルギー、半導体、鉱業、さらには中国企業等、打撃を受けた銘柄は枚挙に暇がありません。市場が不安になる局面で、投資機会が生まれることもあります。私たちは、逆境を乗り越えるだけでなく、その後に繁栄できるメヘラーンガル城のような企業の発掘に注力していく計画です。

*Fortresses are built to last through  
the turmoil around them, and the  
same goes for successful growth  
businesses in cyclical industries.*

---

---

# 産業へ押し寄せるイノベーションの波

---

過去10年間は消費者向けの技術革新の黄金期であったと言えます。2007年に発売された第1世代のiPhoneからソーシャルメディアの興隆まで、シリコンバレーは一般市民に焦点を当ててきました。

足元、更に調査する価値がある3つの潜在的な変化があります。第一に、スマートフォンの普及が頭打ちし始めています。第二に、企業を中心にした革新の新たな波が生まれているように思われます。第三に、ソフトウェア・アズ・ア・サービス (SaaS) という比較的新しい配信方法により、新規参入企業による革新的な技術を導入する際の負担も軽減しました。

「産業」は非常に広範囲の用語である為、市場や製品毎にそのように分類するかといった点から調査を始めていきたいと考えています。例えば、データベース、人事、広告、エンタープライズサーチ（企業内検索）、会計ソフトウェアの各市場で大きな変化が見られます。何故新規参入企業がシェアを獲得しているのでしょうか。どの分野にディスラプション（破壊）が訪れようとしているのでしょうか。

この調査は、消費者向けテクノロジーと比較して直感的ではありません。技術面についてのかかなりの理解が必要です。また資金力を持ち、確固とした地位を築いてきた既存の企業が、新規参入企業の競合である場合がしばしばあります。SaaSの優位性を、既存企業が持つ規模とデータ量に関する優位性と比較して、どのように評価すべきでしょうか。人工知能（AI）やクラウドプロセッシングなどへの投資においては規模の利益が重要であるため、大企業だけが成功するのでしょうか。代替需要の大きさや最終市場拡大余地はどうでしょうか。これ

らの諸点に対する理解を深める為には、様々な情報源を開拓する必要があります。

私たちが理解しようとしていることは、広範囲にわたります。まずは変革の原動力であるクラウドに関する考えを深めたいと考えています。クラウドは全く新しいインフラであり、産業用ソフトウェアの作成方法、販売方法、及び支払い方法を変化させつつあります。一見したところ、クラウドは魅力的な定期購読型の収益をもたらす可能性があります。企業は、流通網、規模、ブランド力という伝統的なコアコンピテンシーを駆使して差別化を行うことが困難になってきている一方、新たなコアコンピテンシーが生まれつつあります。それはデータです。データを最も上手く活用できる企業が、勝者になる可能性が高いと言えます。その意味で全ての企業にとって、顧客との関係改善や競争優位の向上を実現する上で、（データを処理し分析する）ソフトウェアが決定的に重要になっていくかもしれません。

最後に、焦点がソフトウェアだけに限られているわけではないことにも留意すべきです。例えば5Gデータ規格に関する私たちの初期調査は、同規格には消費者が高く評価するものよりも、レイテンシー（転送要求を出してから実際にデータが送られてくるまでの時間）など企業が高く評価しているものが中心になっていることを示唆しています。私たちはこれを検証し、インプリケーションについて深く考えていくつもりです。産業のオートメーションとモノのインターネットは加速するのでしょうか。これが製造業の競争優位の源泉を変えていくのでしょうか。こうした産業用ハードウェア革新の原動力となる企業の中に、市場にまだ認識されていない成長機会を見つけることができるのでしょうか。

---

## 他者が気付かないことを発見する

---

私たちはお客様のために洞察を生み出すことが任務であると考えていますが、これはそれほど単純な作業ではありません。常に学び、改善を続け、洞察を持てるように絶えず努力する必要があります。

そのためには社として情報ネットワーク構築のための投資を一段と進めて行く必要があると考えています。グローバルαチームが2019年に更に発展させようとしている分野の1つは、信頼できる投資先企業やその取締役会との関係を活用することです。その可能性の一例として、私たちは長期にわたる保有銘柄で、米国の大手医療保険会社であるAnthem社における、デジタルイノベーションとデータのインテリジェントな活用を担っている社員から、医療システムに関する洞察を得たいと考えています。私たちは、辛抱強く培ってきた投資先企業との良好な関係を活用できる恵まれた立場にあります。こうしたやりとりを通じて洞察を深める一方、学术界との関係も更に進展させていくことで、従来の境界を越えて調査・分析に取り組んでいくことを目指しています。

他者が気付いていないことに気付くための有効な方法は、一步後退し、視点を定め、全体像を見ることです。地政学的なノイズの量が非常に多く、株式市場が最も変動しやすい局面に、長期的なシグナルを探すという作業と価値は、困難ながらもやり甲斐のある作業です。私たちは、24時間流れ続けるニュース番組やメディアの見出しに気を取られることなく、比較的無視されていて、ミスブライズされることも多いが、遥かに重要性が高い経済や社会における長期の構造的なトレンドに関する調査を行っていく計画です。例えば何十億人もの人々の生活は今後も加速的に改善を続けると予想しています。他者が気付いていない良いニュースが色々あるかもしれません。

私たちは、深い洞察を得るために、踏み込んだ調査に更に多くの時間を費やすつもりです。そのためには、金融市場から発生する絶え間ないノイズや皆が注目するメディアの見出しから身を隠す能力を養う必要があります。踏み込んだ調査は洞察を生み出す

ための基盤となり、それと同僚との密な協働を可能にする適切な議論の場を有機的に組み合わせることにより優れた意思決定に繋がると考えられます。これを念頭に置き、私たちは2019年を通して、柔軟性のある職場環境作りや同僚との協働の仕方の改善に取り組んでいく予定です。この先、私たちの経験について皆様にご紹介するのを楽しみにしています。



*“Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally”.*

JOHN MAYNARD KEYNES

---

## 結論

---

全てのリサーチアジェンダに跨る重要な課題は「他の市場参加者に見えないものを見る」ことです。調査する全て、現地視察の全て、取材する相手全てにおいて、目的は洞察を得ることです。私たちはイノベーションの波が消費者に関連する領域から企業や医療へと伝播している点に大きな刺激を覚えています。また市場参加者の近視眼により大きく株価が調整した要塞のような性質を持つシクリカルな企業や中国企業について深掘りすることを楽しみにしています。こうした調査を行っていく上で、頑なに長期志向である一方、変化に対して好奇心が旺盛な私たちの性分は、単純ではありますが強力な競争優位の源泉であると考えます。私たちは近い将来の市場動向を予想することで時間とエネルギーを無駄にしません、長期的に優れた超過リターンを上げる自信は十分に持っています。

## 重要情報に関する記述

Baillie Gifford & Co及びBaillie Gifford & Co Limitedはともに英金融行為規制機構（以下FCAと呼びます）の認可を受け、かつ、その監督下にあります。Baillie Gifford Life Limitedは、英国健全性規制機構（以下PRAと呼びます）の承認を受け、FCA及びPRAによって規制されています。

Baillie Gifford Overseas Limited（以下BGOと呼びます）は Baillie Gifford & Coの完全子会社であり英国外のお客様に対して資産運用・助言サービスを提供するための会社であり、FCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited（以下BGEと呼びます）はイギリスを除くヨーロッパの顧客に対して資産運用・助言サービスを提供します。BGEは2018年5月にアイルランド中央銀行の認可を取得し設立されました。BGEはMiFIDに基づく域内パスポート制により、BGEフランクフルト支店を通じて、資産運用・助言サービスのマーケティングを行う他、Baillie Gifford Worldwide Funds plc（ダブリンUCITS）が発行する株式をドイツで販売します。BGEはBGOの完全子会社です。

英国外に居住する投資家は投資アドバイザーからの助言に基づき、弊社商品への投資に際して政府等からの許可等が必要か否かをご確認ください。また投資に関連して発生し得る税金についてタックスアドバイザーにご確認ください。

### 日本の投資家に対する情報開示

三菱UFJベリリーギフォードアセットマネジメントリミテッド（以下MUBGAMといいます）は三菱UFJ信託銀行とBGOとの合弁会社です。MUBGAMはFCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

### 香港の投資家に対する情報開示

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) LimitedはBGOの100%子会社であり、2016年1月に営業を開始しました。同社は香港のSecurities & Futures CommissionからType 1の営業許可を与えられており、経験豊富な投資家に対して Baillie Giffordが運用を行うUCITSにファンドのマーケティング及び販売を行いま

す。Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limitedの所在地は30/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong、電話番号は+852 3756 5700です。

### 韓国の投資家に対する情報開示

BGOは韓国の韓国金融委員会から韓国外のDiscretionary Investment Manager および Non-Discretionary Investment Advisorとして認可を受けています。

### オーストラリアの投資家に対する情報開示

本資料はASIC Class Order 03/1099の定義に基づくwholesale clients向けに作成されたものです。BGOはASIC Class Order 03/1099により、同国のwholesale clientsに対して金融サービスを行う上で、Corporate Act 2001 (Clth)に基づくAustralian Financial Services Licenceの取得が免除されています。BGOはオーストラリアではなく、英国の法令の下でFCAの認可を受けています。

### 南アフリカの投資家に対する情報開示

BGOは南アフリカのFinancial Services Board に Foreign Financial Services Providerとして登録されています。

### 北米の投資家に対する情報開示

Baillie Gifford International LLCは、Baillie Gifford International LLCはBGOの100%子会社であり、2005年にデラウェア州に設立されました。BGOは同社を通じてカナダではマーケティングの一部を行います。

本書は英語から他言語に翻訳されています。翻訳版には英語版の文書と同一の情報のみが含まれ、英語版の文書と同じ意味を持っています。英語版の文書と翻訳版に相違がある場合は、英語版の文書が優先します。英語版は、ご要望に応じて提供いたします。

# **CURIOUS ABOUT THE WORLD**

**[bailliegifford.com/thinking](http://bailliegifford.com/thinking)**

**Calton Square, 1 Greenside Row, Edinburgh EH1 3AN  
Telephone +44 (0)131 275 2000 / [www.bailliegifford.com](http://www.bailliegifford.com)**