



# JAPAN GROWTH 戦略コメント

2020年6月

Japan Growthは集中型の日本株戦略です。時価総額2000億円以上の日本企業に投資し、長期的なアウトパフォーマンスを目指します。私たちは、日本株市場は株主にとって魅力的で持続性のある収益成長が望める質の高い企業を有する、アクティブ投資家にとって広い選択肢を提供する株式市場だと考えています。

## リスク分析

第2四半期は中央銀行による景気刺激策や外出禁止令の段階的な緩和により、株式市場は世界的に強く反発しました。

## 主要項目

多くの国に比べ、日本はウイルスによる人的・経済的影響が軽度であるにもかかわらず、投資リターンにそれが反映されていません。

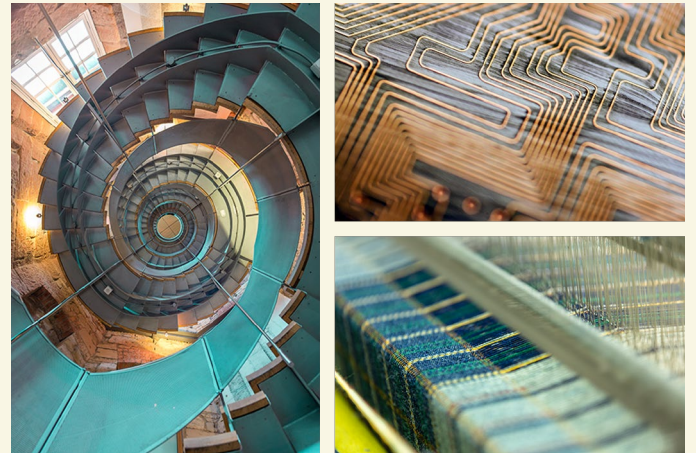
保有銘柄数	55
保有銘柄レンジ	35-55
アクティブシェア	79%*
年次銘柄回転率	12%

当ポートフォリオは強いパフォーマンスで第2四半期を終了しました。特にソフトバンクグループ、GMOインターネット、SBIホールディングスといったインターネットプラットフォームが大きくプラス貢献しました。

\*対TOPIX。出所：ベイリーギフォード。東京証券取引所。

## ベイリーギフォード社概要

運用資産残高	\$ 3千238億ドル
顧客数	716
社員数	1,319人
運用担当者	270人



本資料は投資運用業を営む投資家のみを対象としています。その他に属する方は本資料に依拠するべきではありません。個人投資家の利用を意図した資料ではありません。投資戦略は全て、利益もしくは損失が発生する可能性があります。

コロナ禍の影響で、日本のコーポレートガバナンス改革が一見減速しているように見えます。日本企業の配当は各国に比べ持続力があるものの、株主還元が過去数年間の上昇を中断され、密になる心配で株主が出席しにくく、ヴァーチャルで行われることも多い株主総会では、活気ある議論は望みにくいでしょう。しばらく継続する可能性のある、重大な需要ショックの発生時における日本企業の財務の強さは語るまでもありませんが、今後数四半期は、バランスシート効率化の優先順位は低下せざるを得ないと思われる。またベイリーギフォードを含む大半の外人投資家は事前届出が適用外とはなるものの、6月7日に発効された外国為替及び外国貿易法（FEFTA）の一部改正も後退的に見えます。

私たちは現在、人類と事業環境両方にとっての非常事態の中を生きています。それでも、コーポレートガバナンスに対するアプローチの改善は、将来の日本の投資リターンを押し上げる独特の力となるという私たちの考えは変わりません。同時に、日本型経営とガバナンスがいかに現代のESG活動に与するものに脚光があたりました。そこには、真に長期的なアプローチ、全てのステークホルダーへの公平な配慮、明確な一貫性と信頼感といった特徴が含まれます。直近の株主還元の後退や、例年と異なる総会シーズンで、能力に欠けるCEOに反対する議決権行使が減少することに悩むのではなく、日本で初めてコーポレートガバナンスコードが設定されて以来の市場と私たちのポートフォリオ両方の発展を振り返り、私たちがステewardシップ責任をどのように考えているのかを共有したいと思います。

## コーポレートガバナンスの進展を振り返る

コーポレートガバナンスコードが設定されてから5年が経過しましたが、その間心強い進歩が見られました。2015年以来、独立取締役が2名以上（ガバナンスコードが唱える必要最小人数）の企業数は二倍に増え全体の98%、また私たちの日本株特化型ファンドでの保有銘柄の三分の一では独立取締役を任命委員会の議長として迎えています。同時に、ROE目標の開示、成果報酬型の給与体系を採用する企業も大幅に増えています。

株主還元へのスタンスにも大きな変化が見られます。過去数年の間に、配当性向目標を引き上げる企業があったり、また、ここ数カ月間のやむを得ない後退は別として、2018年と2019年に当期純利益の縮小があったにもかかわらず、配当額合計は増加してきました。主要外国市場に比べ、日本では過去あまり一般的ではなかった自社株買いへの態度も変わりました。2019年は自社株買いの件数が倍増し、史上最高を記録したのもその一例です。私たちは、先行きが非常に見えにくい環境下で現在は株主還元が停滞しているにもかかわらず、長期的な進化のトレンドは損なわれたいと楽観視しています。

様々な改善は企業レベルで見られるばかりではなく、株主もまた、ステewardシップ能力を高めてきています。企業が代理行使への準備期間を十分にとって総会の公示をしたり、総会の日程を分散したりなどの行動に助けられ、国内投資家の議決権行使の割合が増加しています。また、特にガバナンスと取締役任命に関する株主提案はめきめき増加してきました。

それに連なる展開として、日本で活動するアクティビストファンドが拡大し、企業に公式な要求を提示する例も増えるなど、株主アクティビズムが盛り上がりを見せています。要求の内容はより冷静で建設的になってきており、メディアと企業自身の両方からポジティブな反応を得ることも増えていま

す。コロナ禍への対応として、株主還元から取締役会の独立性及び多様性へと焦点が移し、良い評価を受けた最近の例には、Fir Tree PartnersとOasis Managementという二つの有名ファンドの活動が思い浮かびます。法の上で株主の権利が強い日本に対するアクティビストの高い関心は続くと思われる。

## ポートフォリオの進展

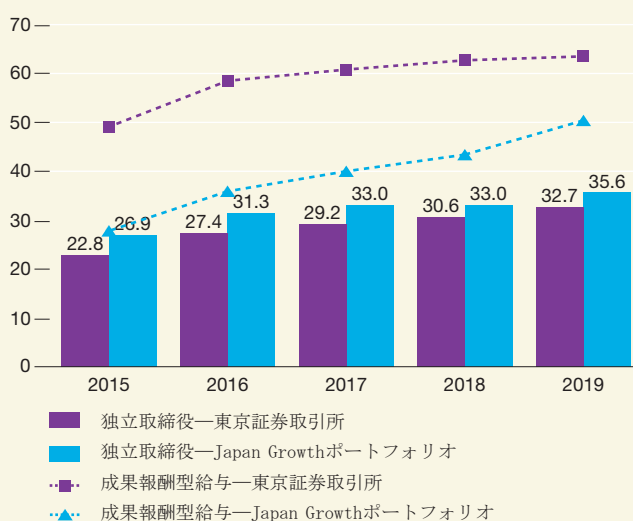
公益社団法人会社役員育成機構（BDTI）の助けを借りて私たちのポートフォリオとTOPIX500ユニバースの比較分析を行ったところ、嬉しいことにいくつもの測定値でポートフォリオが優位な結果を見せました。例えば、2019年末時点における独立取締役の割合は市場で30.5%、ポートフォリオでは36%でした。また、保有銘柄の69%が任命委員会を設置し、62%が成果報酬型の給与を役員向けに設定している点でも市場を上回っています。

最も重要と思えるのは保有企業のエンゲージメントに対する態度に変化が見られることです。遠くない昔、日本でコーポレートガバナンスについてディスカッションする努力は、一方通行で、短い時間しかもらえず、なかなか成果の上がないものでした。ガバナンスコードの導入以来それは徐々に変化し、相互に活気ある対話ができるようになりました。昨年、日本株運用チームは、通常の企業面談とは別に、27社と、様々なチャンネルでエンゲージメント関連の対話をする機会が41回ほどありました。その多くは取締役会の独立性、多様性、株主還元の考え方に関するものでしたが、環境や社会的案件などいくつかの興味深い議論も行いました。

私たちが最も喜ばしく感じているのは、長期保有している銘柄で、キャッシュ創出力が高くバランスシートに現金を潤沢に持っているのに、これまで何年も株主還元の優先順位を上げることに慎重であった企業が最近スタンスを変更しつつあることです。私たちの継続したエンゲージメント努力と、コーポレートガバナンスコードに準拠すべしというプレッシャーの組み合わせが、何らかの成果を上げてきているとみています。さらなる進化が必要ですが、方向性は明らかです。

## 独立取締役と成果報酬型給与体系

ポートフォリオウェイト%



出所：公益社団法人会社役員育成機構（BDTI）

## 私たちのスチュワードシップへのアプローチ

ベイリーギフォードは50年前から日本株に投資しており、日本株ポートフォリオには何十年の間継続して投資してきた銘柄がいくつか存在します。投資先企業と築いた絆は一朝一夕に作れるものではありません。忌憚ない対話と率直なエンゲージメントを長年続けた結晶です。そのようなエンゲージメントは、スチュワードシップ活動と明確に意思表示をするうえで欠かせない要素となっています。

私たちは長期的に創業者経営の企業を選好しているため、お互いを敬う心を基盤としたエンゲージメントを行っています。創業家兼CEOの方々には自社事業のエキスパートであり、一つの産業に社会人としての人生を捧げてきた人が持つ深い知識は、私たちが望んでも得られるものではありません。一方当方からは、ほかに類のない日本の歴史と経済発展の背景を学び高く評価しつつ、国際的視点を提供します。そして、イノベーターなディスラプターから社会に認められた安定成長銘柄まで、またその中間にある各々特徴のある企業も含めて、保有企業が様々な成長のステップを成功裏に登っていくよう、何十年も支援することで得られたインサイトも持ち合わせています。

ESGを意味ある形で分析に統合している点は、私たちの投資リサーチへの取り組みがボトムアップであるからこそその成果であり、外部の格付けや画一的な評価法ではまねできないことです。特に、欧米型のチェックリストでは日本企業のガバナンスへのアプローチに独特の強さがあることを見逃すことが多いのです。一部の投資家と異なり、私たちは投資先企業が「ベストプラクティス」の先入観に単純に従うのを良しとしません。これまでの経験から、真に先見の明がある人物は、昨日の物差しでは測りきれないことを知っているからです。そのよな人々は、将来に判断の基準となるような成功に至る方策を創り出すことに忙しいものです。

私たちは保有企業の独自性を認めつつも、彼らとの関係に対し受け身で臨んでいるわけではありません。議決権行使によってクリアな意思表示を行うことが、その企業を長期的に支援するうえで必要な時もあります。お客様にとって、また投資先企業の長期的なサステナビリティにとって最善だと思えば、株主総会での議案に対し不投票や反対投票することも辞しません。ただ、それはあくまで長期の関係づくりをするエンゲージメントの一環であり、議決権行使自体が目的ではありません。私たちのゴールは、全てのエンゲージメント活動により相互理解を深め、議決権行使が単独で行われるのではなく長期的な関係づくりへの一歩として効果を発揮することです。

## まとめ

日本でアクティビストが増えるとすれば、企業と当社がお互いを敬いながら長期的に築いてきた関係は、お客様のために価値創造するうえで重要性を増すでしょう。市場参加者の多様化は資本市場に良い影響を与え、また企業は株主を含むステークホルダー対応を問われることで進化するというプラス面があります。ただ、声を大にすることが直接前進につながるわけではありません。いつも長い目で見ているからこそ、企業の将来の成長を支えるような行動を早急にとる必要があるのか、または短期的な利益の優先が長期成長を犠牲にしているのか、私たちは区別できます。これに関連して、私たちは最近、保有銘柄すべてに対して現在の難しい局面において支援を惜しまないことを伝えるとともに、社員と事業のニーズを株主還元より先に置くようにと勧めました。

責任あるスチュワードシップに対する私たちのコミットメントは創業以来の歴史があります。その伝統をコンスタントに試すことで、新鮮さと有意義さを維持しながら受け継いできました。投資プロセスと同様に徹底した議論を定期的に行ってESGの統合に向け進化し、また20年、50年先のスチュワードシップの変貌を見通す努力をしています。広範な投資先企業との対話から、日本の先進企業が同様の行動を取り始めていることを知り、先行きは明るいと考えています。



## 重要情報に関する記述

Baillie Gifford Overseas Limited(以下BGOと呼びます)は英国外の投資運用業及び機関投資家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す。Baillie Gifford & Co及びBaillie Gifford & Co Limited はともに英融行為規制機構(以下FCAと呼びます)の認可を受け、かつ、の監督下にあります。

Baillie Gifford Asia (Hong Kong) Limited  
 柏基亞洲(香港)有限公司はBGOの100%子会社で、香港のSecurities & Futures CommissionからType 1の営業許可を与えられており、投資運用業を営む投資家に対して Baillie Giffordが運用を行うプール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 柏基亞洲(香港)有限公司の所在地は30/F, One International Finance Centre, 1 Harbour View Street, Central, Hong Kong、電話番号は+852 3756 5700です。

Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limited  
 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。

Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limitedはスイスのチューリヒにも駐在員事務所を有し、Federal Act on Financial Institutions (“FinIA”)第58条に該当します。チューリヒは支店ではないため、Baillie Gifford Investment Management (Europe) Limitedに指示する裁量はありません。Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA)当局に対し、FinIAで容認される暫定的な措置を基に、スイス国外の投資顧問の駐在員事務所として維持できるよう要請する予定です。

Baillie Gifford Investment Management (Europe) LimitedはBGOの完全子会社であり、BGOはBaillie Gifford & Co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。

本資料に掲載されている情報には独立したリサーチによるものではないものも含まれるため、投資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。

本資料に掲載されている情報は同戦略で運用する代表的なポートフォリオを基にしており、新規顧客のポートフォリオと異なる場合があります。情報の基準日は特に記載のない限り2020年6月30日現在、米ドルベース、Baillie Gifford & Coが出所のものです。

### 日本の投資家に対する情報開示

三菱UFJペイ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との合併社です。MUBGAMはFCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

### 過去の運用成績

過去の実績は将来のリターンを約束するものではありません。投資戦略や資金の流入の変化によりポートフォリオのパフォーマンスや成果が大きく変化する可能性がある点にご留意ください。

### 銘柄事例

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なく、また利益が上がることを示唆するものでもございません。また例として使用した銘柄が将来のポートフォリオに組み入れられるとは限りません。またそうした事例はポートフォリオの小さな一部分を構成しているに過ぎず、私たちの運用スタイルを説明するための補足として用いられている点にご留意ください。ポートフォリオ保有銘柄リストはご要望に応じて提供いたします。

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

### 年次パフォーマンス (6月末基準)

	2016	2017	2018	2019	2020
Japan Growthコンポジット報酬控除後 (%)	-7.8	26.6	18.7	-3.1	5.0
TOPIX (%)	-6.9	20.7	11.2	-5.7	3.0

出所: StatPro. 東京証券取引所。米ドルベース。

## 法律上の注意事項

TOPIX TOPIX (東証株価指数) をはじめとする株式会社東京証券取引所 (以下「東証」という) が算出・公表する株価指数 (以下「TOPIX等」という) は、東証の知的財産であり、TOPIX等の算出、数値の公表、利用などTOPIX等に関する権利は東証が所有しています。東京証券取引所はどのような商品の提供、奨励、宣伝も行いません。

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