後を振り返って前に進む

ロングターム・グローバル・グロース　2021年4月

BAILLIE GIFFORD

本書は投資運用業適格者のみによる使用を想定しています。その他の方は本書に依拠しないでください。
個人顧客による使用は意図されていません。

リスクに関する記述

本資料に掲載されている投資情報はベイリーギフォードロングターム・グローバル・グロースチームの見解で、推奨や助言を目的としたものではありません。内容は個人的な意見を反映しており、事実として読者の投資判断の根拠とすべきではございません。

本書は2021年3月に作成及び承認されたもので、その後は更新されていません。本書に記載されている見解は作成当時のものであり、現在の見解とは一致しない場合もあります。

投資損失が生じる可能性

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。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示唆するものではありません。

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独立したリサーチとはみなされません。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。本資料は英国金融サービス法（FinSA）第68条により広告に分類されます。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。

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。

本号について

「後を振り返って前に進む」の最新号をご覧いただきありがとうございます

年初に、ロングターム・グローバル・グロースは過去12か月を振り返るオンラインセミナーを開催しました。この一年は私たち全員にとってだけでなく、創造的破壊を志向する投資先企業にとっても並外れた一年でした。一つ目の記事ではこうした議論をまとめ、最近の出来事がポートフォリオの成長見通しにとって何を意味するのかについて概説します。

四半世紀前に、ビル・ゲイツ氏はこう記しました。「私たちはいつも、今後２年以内に起きる変化を過大評価し、10年以内に起きる変化を過小評価してしまう」。私たちは現在、尋常でないときを過ごしているかもしれませんが、今後10年間も重大な変化が引き続き発生することが見込まれます。二つ目以降の記事では、今後も計り知れない変化が起こると考えられる幾つかの領域について掘り下げます。

「進歩を記録する」では、複数のワクチンの迅速な開発は、過去10年間のイノベーションと進歩が如何に様々な新しい画期的治療法につながってきたかを示す一例に過ぎない、ということを確認します。また、LTGGでの過去のヘルスケア投資から得られた教訓を詳しく説明し、一部の新規保有銘柄に関する機会を強調します。

変化について言えば、Teslaの株主としてのLTGGの８年間に言及しないわけにはいきません。「劇的な」（dramatic）という形容詞が、劇的な話題性、事業の劇的な進歩、お客様への劇的なリターン等、様々な面を特徴付ける上で最適な言葉です。「推進力をリードする」では、私たちは2013年以降の投資を振り返り、「保有規律」としての「売却規律」の議論を見直すべきかどうかを検討します。

「現実世界」で起きている変化はさておき、金融市場、具体的には急成長中の未公開企業が資本市場への参加を選択する方法において構造的変化が進んでいます。ベイリーギフォードは10年近く未公開企業への投資を続け、全てのお客様に有望な機会を提供してきました。最後に、2020年４月の本誌に掲載した記事「ソノラ砂漠の教訓」の更新版をお届けします。この記事では、優良銘柄となる企業が有する共通の特徴について検討し、LTGGポートフォリオが如何にその基準に合致しているかについて説明します。

本誌を皆様にお楽しみ頂けることを願っております。また、いつものように、ご意見やご感想をお寄せ頂けましたら幸いです。LTGGチームからの更なる情報については、ltgg.bailliegifford.comをご覧ください。

目次

02 異常な一年を振り返って

2020年の事後評価：変化したことと、変化しなかったこと

10 進歩を記録する

新型コロナウイルス感染症ワクチンは医薬品の新たなモメンタムを象徴

18 推進力をリードする

LTGGのTeslaとの長旅を振り返る

30 未公開市場での機会

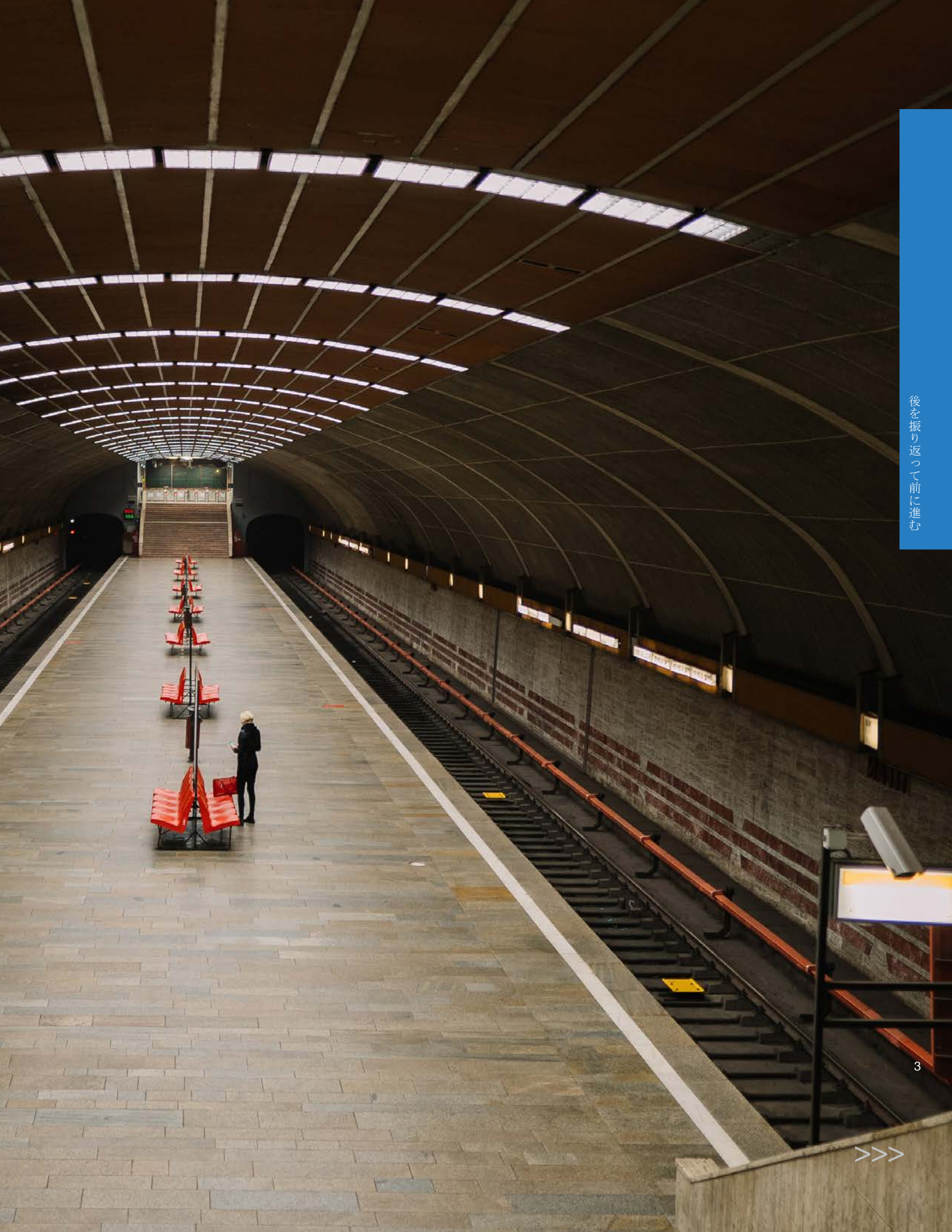
株式市場の変化が提供する有望な見通し

40 卓越した銘柄の分析

一目で分かる：好成績銘柄に共通の特徴

異常な一年を振り返って

波乱の2020年を振り返るウェビナーでは、LTGGチームのメンバーであるマーク・アーカート、リンダ・リン、ジェマ・バークハウゼンが、世界的なパンデミックがもたらした変革が将来に向けて何を意味するのかを検討しました



>>>

GAR YBAN
FLOP
ARNE

数十年来の常識はベルリンの壁とともに一夜にして崩壊しました

投資マネジャーは職業人生の中で市場を揺るがす大きな出来事を１、２回しか経験しないと言われていました。アーカートにとって、過去25年の職歴にそのようなルールは当てはまらず、アジア通貨危機、ドットコム不況、2008年の金融危機、欧州政府債務危機、ブレグジットを経験しました。

そして、新型コロナウイルス感染症の到来です。コロナ禍は専門家とされる人々の常識を覆し、投資規範の再考を促しました。２月に開催したお客様向けウェビナー「異常な１年を振り返って」で、アーカートはパンデミックが今後10年の実質的な成長にとって何を意味するのかを概説しました。

彼は、ソ連の共産主義が崩壊し始めた1989年をオックスフォード大学の学部生として過ごした日々と重ね合わせました。数十年来の常識はベルリンの壁とともに一夜にして崩壊し、差し迫る現状の変化を想定していなかった大学のソビエト研究者は困惑しました。

「政治学、哲学、経済学を学ぶ学生だった１学期に、東ヨーロッパでドミノ倒しのように革命が相次ぎ、ソ連自体の崩壊につながりました。その経験は、常に予想外のことを想定すべきであること、そして物事がどれほど急速に起こりうるかを教えてくれました。」

同様に、新型コロナウイルスが家庭や経済、市場に打撃を与えたスピードはLTGGチームにとって一つの教訓だったとアーカートは述べました。また、新たな構造的成長を実現する上での創造的破壊をもたらす企業の役割と、それがバリュエーションに及ぼす影響もまた重要な教訓でした。これは、LTGGが2030年以降に向けてポートフォリオを如何に形成するかを考える上で中核となる学びのポイントです。

アーカートは、これほど多くの産業やセクターでディスラプションへの機が熟した時代は思い出せないと述べ、NetflixやDisney Plusのような企業が映画産業の土台を揺るがしていることに触れました。「映画館に行き、特定の時間帯に上映される８本か10本の映画しか選択肢がなく、ポップコーンを投げ合う騒がしい人たちの隣に座らなければならないというのは、今やあり得ないような話です。食品やヘルスケアのような他のセクターについても同様です。事態は既に重大な一線を越えてしまったように感じられます。この先、平均への回帰が起こるとは到底思えません。」

ベルリンの壁の崩壊

© Sygma/Getty Images.

ポートフォリオの売買回転率の上昇について問われた際、アーカートはこう答えました。「これは今までとは異なる危機です。過去の危機を振り返ると、私たちの売買回転率は非常に低水準でした。保有銘柄を堅持することが勇気ある判断だと感じたからです。」

「今回の危機では、適切な運用を行うには、大きな変化を認識しなければならないと思われます。市場がようやく私たちの考え方に追い付いたと感じられる銘柄もあり、そこから資本の再配分を行っています。しかしその反面、これらの新しい企業とその世界を変える能力については大いに期待を寄せています。」

バークハウゼンは概説の中で、常に将来に備えている革新的な成長企業と活力に欠ける既存企業との格差がパンデミックによって如何に拡大したかについて話しました。既存企業はその慢心から、2020年には急激に脆弱化しました。パンデミックによって至る所に見られるようになった創造的破壊の有名な一例に言及しました。

「Zoomの場合、ほんの１年前まで比較的ニッチだった技術が、極めて短期間のうちに必須のビジネスインフラとなりました。」また、バークハウゼンは、化石燃料から、再生可能エネルギーや電気自動車(EV)へと向かう明らかな転換点を指摘しました。Teslaはこの著しい意識変化の恩恵を受けた企業の一つでした。

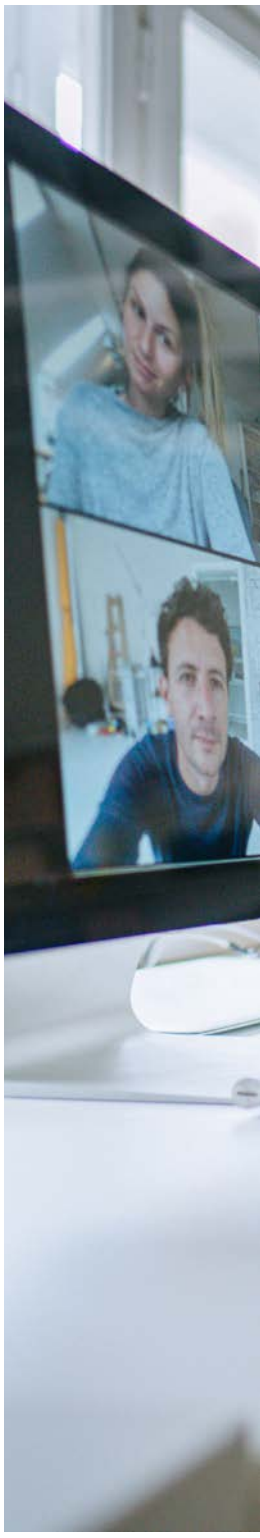
彼女はバリュエーションの問題も取り上げました。「バリュエーションに関する私たちの考え方は、企業の長期的な潜在収益力を測るというものです。今年の収益や来年の収益について考えるわけではありません。結局のところ、直近の収益が企業価値に寄与する割合は取るに足りないものだからです。」

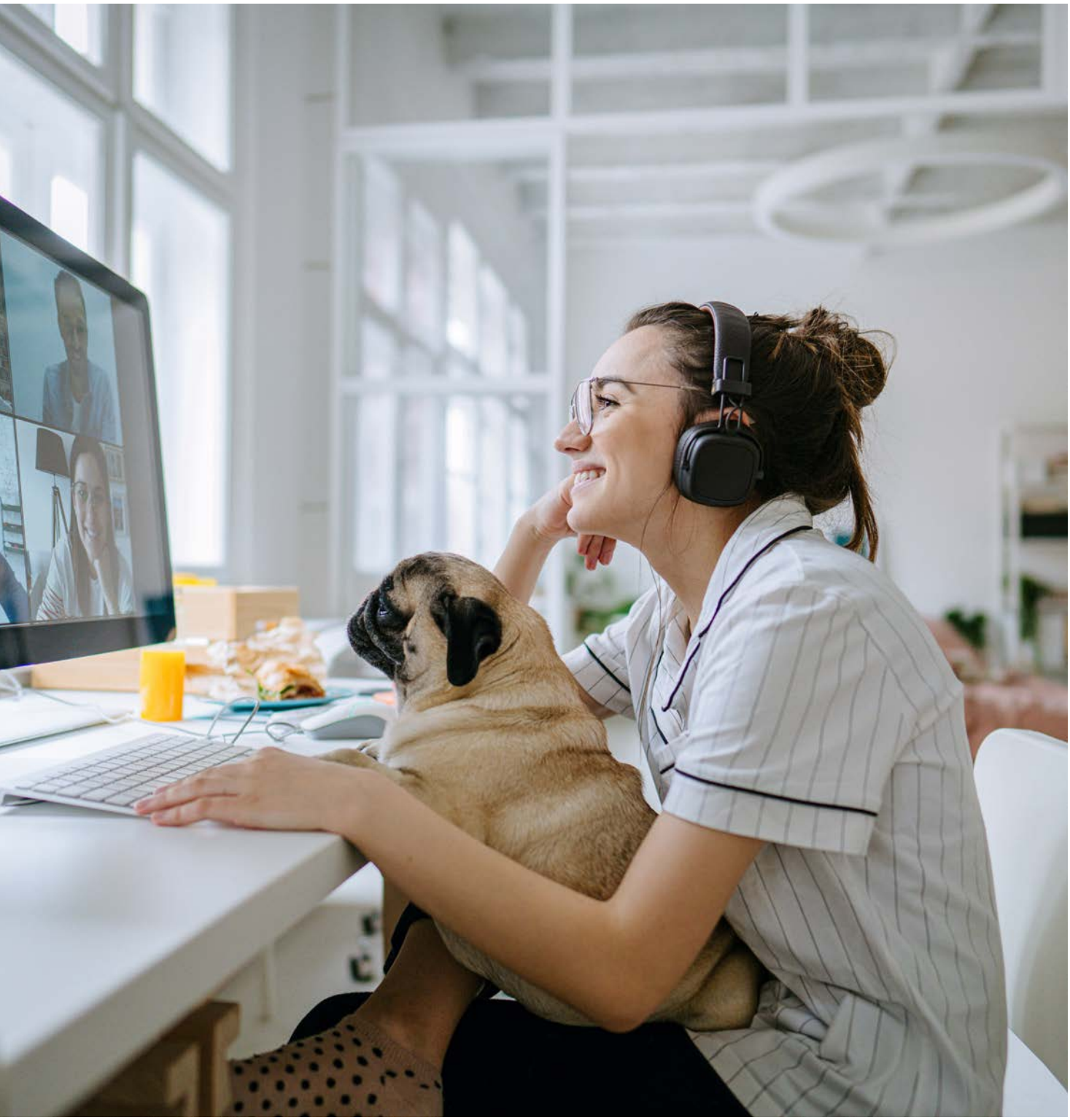
「翌年のキャッシュ、収益又は売上高に対する倍率について考えるとすれば、私たちの問いは、実のところ『その倍率は将来の収益力について過剰な想定をしなければならないほど、今後のアップサイドが難しいレベルに達しているか？』というものです。」

「Zoomの場合、ほんの１年前まで比較的ニッチだった技術が、極めて短期間のうちに必須のビジネスインフラとなりました」

「しかし、そうでなければ、AmazonやTeslaについて行ったように、ポジションの縮小にとどめます。私たちは、本質的に高倍率と思われる銘柄に執着することは意味がないと考えています。ごく少数の銘柄が株式市場のアウトパフォーマンスの中で不釣り合いに大きな部分を占めるという株式リターンの構造を踏まえると、これは正しいアプローチです。表面的に低倍率だが期待外れに終わる銘柄を保有するよりも、当初の倍率が高く見えたため、最終的に10倍になる銘柄を買わないのは、遥かに酷い過ちです。」

昨年のLTGGポートフォリオの堅調なパフォーマンスを受け、チームは保有銘柄の一部を削減し、新たに８銘柄に再投資したと、バークハウゼンは述べました。保有銘柄は、ビデオストリーミングやデジタル決済等の分野から、米国の植物由来タンパク質のパイオニアであるBeyond Meat等、食品の未来を一変させる革新的な企業まで多岐に渡りました。新型コロナウイルス感染症の承認済みワクチンで最もよく知られているバイオテクノロジー企業のModernaも、ゲノム配列解析と機械学習を組み合わせる能力を根拠として保有しました。Modernaは、「治療プラットフォームにおける同社の（ワクチン技術の）固有の特性と同社のビジネスモデルの拡張性から見て、バイオテクノロジー企業というよりもソフトウェア企業のようだ」と、バークハウゼンは指摘しました。





Meituanドライバーの朝会
© VGC/Getty Images.

「ベイリーギフォードの長期投資を志向する協力的な投資スタイルは、中国企業の経営陣への最適なアクセスを可能にしていると考えています」

このウェビナーに上海オフィスから参加したリンは、中国における成長の次の段階についてチームがどのように考えているかを説明しました。中国企業は足元でLTGGポートフォリオの30%を占めており、2014年の12%から比率が増加しています。リンは、チームが中国の今後10年の成長企業をどのように発掘しているかを説明し、消費者とメーカーを直接結びつける「ソーシャルコマース」企業であるPinduoduo等の企業に焦点を当てました。Pinduoduoは、中小都市における個人消費の増加傾向に後押しされています。彼女はまた、EVバッテリー会社CATL等の新しいエネルギー技術、5GネットワークやAgora等の次世代クラウド企業のような新しいインフラ、比較的新しいポートフォリオ保有銘柄であるがん研究会社BeiGene等のヘルスケア企業についても言及しました。

アプローチする上で重要な部分は、eコマース大手のAlibabaや食品配送大手のMeituan等、中国の大手企業の創業者の話を聞くことであると、リンは説明しました。「彼らは中国経済を変革する先見性のあるリーダーたちです。」私たちが新たに出会う企業の約半数は、投資先企業から紹介されています。「ベイリーギフォードの長期投資を志向する協力的な投資スタイルは、中国企業の経営陣への最適なアクセスを可能にしていると考えています」と述べました。

また、リンはAlibabaとその金融部門であるAnt Groupが中国の規制当局との間で抱えている周知の緊張関係についての見解を説明し、中国経済にとってのAlibabaの重要性とのバランスを考慮するべきであると提言しました。

「Alibabaは、中国で１億人以上の人々に直接的又は間接的に雇用を提供しており、消費が増大する中で１兆ドルの総取引額を後押ししました。規制については確かに紆余曲折があるかもしれませんが、Alibabaは中国政府と約20年間に亘り話し合ってきた企業です。独占禁止法上の問題があることは承知していますが、私たちは経営陣を信頼しており、Alibabaは市場のノイズを乗り切ることができる企業であると確信しています。Alibabaの機会は引き続き有望であると考えています。」

「Alibabaは、eコマース企業であるだけでなく、クラウドから決済システムまで、また医療から消費に至るまで、中国のデジタル経済を構築する企業です。私たちは先週、AlibabaのCEO及びCFOと電話会議を行いました。私たちは、彼らと話し合い、規制当局との協議の経過について聞く機会を持った数少ない投資家の一人だと思います。私たちの結論は、同社は独占禁止法の問題について政府から良いフィードバックを得ており、当局はAlibabaを特に標的としているのではなく、むしろ（オンライン）業界のより健全な成長を促そうとしているというものです。」

ウェビナーの最後に、アーカートは過去の危機と比べたもう一つの大きな変化を指摘しました。即ち、環境・社会・ガバナンス(ESG)問題がより厳しく重視され、収益力があるだけでなく、持続可能で責任ある企業を見出す資産運用会社側の大きな責任が問われているという点です。これらの要因を評価することによって「顧客がポンド、ドル、円、人民元で投票する」ことが増えているため、マネジャーはESG上の責任を積極的に優先する必要があると、アーカートは警告しました。

不確実性は2020年の特徴の一つであり、2020年は収益を生み出すディスラプションの年でもありました。教訓は俊敏性を保つことだとアーカートは指摘し、次のように述べました。「LTGGは熱意をもってアイデアを保持しますが、世界は急激に変化する可能性があるため、保持のしかたは軽快でなければならないのです。」

進歩を記録する

数年前には想像もできなかった新型コロナウイルス感染症への対応は、医療のイノベーションが如何に様々な新しい画期的治療法につながってきたかを示す一例に過ぎません

医療におけるイノベーションは、ロングターム・グローバル・グロースにとって持続的な魅力の源泉となっています。私たちは、医療システムのコストを削減する新しい方法を見出すビジネスに常に魅力を感じてきました。

医療は、技術の融合とヒト生物学に関する理解の急速な進展により、歴史的な変化を遂げようとしています。遺伝子配列解析の進歩は、ヒト生物学の秘密を解き明かし、疾患の分子的及び遺伝的原因に対処する上で役立っています。医療は、対症療法から予防と治癒に向かって進歩しており、私たちの健康増進と長寿化を後押ししています。変化は、世界のニーズに対して最も強力で創造的な解決策を持った企業によって推し進められます。

具体的に言えば、2003年の最初のヒトゲノムの解読には13年と30億ドルを要しました。今日では、１時間以内に600ドルの費用で完了できます。LTGGポートフォリオで2011年以降保有しているIlluminaによって、事実上全ての科学者が遺伝子配列解析を利用できるようになりました。数年前には稀少で高価だったものが、現在は安価で、広く普及しています。その結果、病気の研究や診断が向上し、また迅速化しています。これは、がんから心臓病、精神疾患に至るまで、あらゆる分野に影響を及ぼしています。私たちが病気について知っていると考えていたことは全て、遺伝学の観点から再検討されています。

それは、技術の融合という更に広範で活力に満ちたトレンドの一部です。このことは、新型コロナウイルス感染症のパンデミックに対する私たちの対応を劇的に加速させました。ウイルスのゲノムは、新型コロナウイルス感染症の性質を理解する上で役立ち、その診断方法やワクチンの開発及び製造方法の解明を促進しました。また、配列解析によって、このウイルスがどのように広がり、進化しているかを追跡することができます。

この複合的なアプローチは、コストを引き下げながら、医薬品開発、医療機器、及び医療の運営面でのイノベーションを促進しています。何十年もの間、創薬は概ね試行錯誤を通じて行われ、成功率は低水準でした。しかし、複数の病気に対して使用できるプラットフォームを提供可能な技術を基盤とした一群の新たなバイオテクノロジー企業が登場しています。

最先端の企業の一つが、mRNAに基づいた治療法を開発しているModernaです。mRNAにより、病気を治療したり予防したりするタンパク質を作るための指示をヒト細胞に導入することができます。Modernaの成功は容易に達成されたわけではなく、同社は10年間、mRNAプラットフォームに投資してきました。新型コロナウイルス感染症のワクチンは同社の最初の市販製品でしたが、これは氷山の一角であり、今後の医薬品やワクチンの開発はより迅速かつ安価に行われる見込みです。Modernaのアプローチの真価は、例えば、ワクチンの配列を変えるだけで新薬を何度も作り出すことができるという点にあります。これによってModernaは極めて迅速に対応できたのです。同社のmRNA技術は、他の10件の臨床試験で既に安全性が証明されています。Modernaは新型コロナウイルスの配列をコンピュータに入力してから、今日使用されているワクチンに到達するまで２日しか要しませんでした。

考えてみれば、Modernaは2020年１月13日までに、新型コロナウイルス感染症のワクチンを準備していました。世界保健機関が世界的なパンデミックを宣言する丸２か月も前です。

LTGGチームは、Modernaが新型コロナウイルス感染症のワクチンで成功したことを、同社のmRNA技術の妥当性の証明と見なしました。それは事実上、開発中の他のプログラムのリスクを軽減しました。バイオテクノロジー企業の大半は、基本的には新薬ごとに一から開発しており、成功する見込みは僅かです。10種類の薬剤のうち９種類は臨床試験をクリアできません。しかし、ここにも変化が訪れています。繰り返し成功する確率を構造的に大きく引き上げることができる企業が登場してきたのです。

投資家としての私たちを引き付けるのは、この成功を繰り返す能力です。過去のバイオテクノロジー企業への投資から、再現性がない限り、必要とされる外部資本によって大幅なリターンの可能性は低下することが明らかでした。投資家から見ると、プラットフォーム技術の開発は成功の確率を高めています。それは持続的な収入源を生み出し、これらの企業は高いリターン率で収益を再投資できるためです。これによって、それらの企業は指数関数的に成長することができます。

新型コロナウイルス感染症のワクチンの量産と配布は依然として喫緊の課題ですが、複数の承認済みワクチンと治療プロトコルがある現在では、ウイルスが管理可能になると期待されています。勿論、他にも健康危機は山ほどあります。当然のことながら、その一つはがんです。これはどこにも増して中国で顕著であり、同国は世界のがんによる死者の約３分の１を占めています。同国の高齢化は、これが悪化の一途を辿ることを意味しています。

中国政府は、自国の製薬会社を保護するため、従来、競合する欧米の製薬会社の国内市場参入を阻もうとしてきました。幸いにもこの傾向は変わりつつあり、規制の進行方向は、イノベーション、品質、有効性の向上に向かっています。こうした状況の中で、最近ポートフォリオに組み入れたBeiGeneは、薬品の承認段階への移行と資金調達において一歩先んじています。中国の既存のジェネリック薬品メーカーとは全く対照的に、BeiGeneは当初から、厳しい世界的な品質基準を遵守する真に革新的な製薬会社として創設されました。私たちは、同社の野心的な新薬パイプライン、フルコマーシャル・チーム、興味深い企業文化の全てが、持続的な競争力をもたらすと考えています。

幸いにも、病気、診断、治療の理解への道筋は、より速く、安く、また正確になりつつあります。次に追求すべき医療の領域はケアの提供です。

Modernaは新型コロナウイルスの配列をコンピュータに入力してから、今日使用されているワクチンに到達するまで２日しか要しませんでした

遺伝子発現チップでDNAゲノムの単一サンプルで
同時に複数のテストを行います

>>>

多くの産業と同様に、昨年の出来事は遠隔技術、その中でも遠隔医療の急速な受け入れと採用を迫りました。バーチャル診療は、身体的接触を必要としないほとんど全ての診察に取って代わり、懐疑的な人々を当惑させるとともに、ケアの提供や利用における新たな規範への道を開いています。この変化は、LTGGチームが数年間追跡してきた中国のPing An Good Doctor等の企業に恩恵をもたらしました。しかし、これは恐らくスタート地点に過ぎません。医療サービスは現在、機器や専門家が集中する病院や診療所を中心にして提供されています。モニタリング及び診断装置の小型化とスマート化に伴い、場所の重要性は低下しています。そして、コストが引き続き低下するにつれて、これらの機器は、益々私たちの地域社会や家庭でも見られるようになります。

しかし、変化しているのは、ケアを受ける場所だけではありません。新たなビジネスモデルにより、医療はより予防的かつ継続的になりつつあります。糖尿病治療は、これが最も進んでいる分野の一つです。Dexcomの持続血糖測定器は、リアルタイム情報を提供し、次回の定期診療や緊急事態を待たずに、必要に応じて治療の調整を医師に促すことができます。患者体験の大幅な改善に加えて、極めて大幅なコスト削減が見込まれます。糖尿病は世界的に最も費用の掛かる疾患であり、予防可能な合併症が総費用の３分の２を占めます。パンデミックは、ソーシャルディスタンシングを維持するための遠隔監視技術の採用を加速させてきました。最終的に、これらの技術は私たちが受ける医療サービスを変化させています。各人に合わせてケアを調整し、その効果を高めています。そして長期的には、これは非常に大きな価値を生み出す可能性を秘めています。

病院環境でケアを提供しなければならない場合は、専門的な器具や装置が更なる効率の向上に役立ちます。低侵襲性の手術支援ロボット大手のIntuitive Surgicalはそのような例の一つであり、10年以上に亘りLTGGポートフォリオの保有銘柄となっています。同社の技術は、医療提供者と患者の双方に、魅力的な側面を提供しています。低侵襲性の手術は、回復が早く、合併症が少ないという患者にとっての利点があります。これにより、入院期間が短縮され、医療提供者の費用が削減できます。

Dexcomの持続血糖測定器は、リアルタイム情報を提供し、必要に応じて治療の調整を医師に促すことができます

医療が劇的な変化の寸前にあることは間違いありません。技術の進歩に伴い、新たな形の企業が医薬品開発のペースを引き上げ、その成功を促進することが可能となっています。センサーと技術は、医療の提供を通院から遠隔監視、そして必要に応じた予防的治療へと移行させ、コストを削減し、患者の体験と経過を改善しています。

しかし、LTGGポートフォリオはボトムアップで構築されていることを忘れないでください。各保有銘柄は、それぞれの実力に基づいてポートフォリオへの組み入れを獲得しなければなりません。全く新しい治療法の開発や従来システムの枠内での効率化を進める、革新的な投資先ヘルスケア企業数社を取り上げてきましたが、一方で、もはや基準に達しなくなった銘柄について幾つかの注目すべき売却を実施しています。

写真 © Dexcom, Inc.

直近の売却はIonis Pharmaceuticalsで、その売却収入をModernaとBeiGeneに投資しました。これは難しい決断でしたが、結局のところ、他の場所により良い機会があったと感じています。Ionisの投資ケースは、幅広い疾患に対処する治療プラットフォームの開発に重点を置いていました。競争の激化や、Biogenとの提携の経済性を考えると、上値余地はもはや魅力的ではないと考えました。更に振り返ると、2018年には、抗がん剤を開発している初期段階のバイオテクノロジー企業であるSeattle Geneticsをポートフォリオから外しました。５年間保有した間に、同社はリンパ腫の治療法で大きな進歩を遂げましたが、確率的に見て、5倍の成長という投資ケースはもはや説得力がないと判断しました。

>>>

2019年にBluebird Bioをポートフォリオから外したことは、詳しく説明すべきことだと思います。この事例では、私たちは経営陣の言説の変化を感じ、同社が腫瘍治療を主導しようとした幅広いパートナーシップに渡って、自社の専門性を希薄化させようとしているように見えました。私たちにとって、これは警鐘でした。LTGGのリサーチプロセスの中核的要素は、企業文化を評価することです。企業文化は長期的成功の鍵を握っていると私たちは考えています。文化の弱体化や変化が感じられた場合は、必ず疑問を投げかけることになります。全く対照的に、Pfizerのワクチン開発のパートナーで、最近ポートフォリオに組み入れたヘルスケア銘柄であるBioNTechは、興味深い歴史と、強固で健全な文化を持っており、私たちはそれらを支える用意ができています。マーク・アーカートは最近、BioNTechのCEO兼共同創設者ウグル・サヒン博士と対話しました。この面談に関するアーカートの報告は、詳細に引用する価値があります。

「少年時代に、彼（サヒン氏）は母国トルコからケルンに移りました。2001年、同氏は妻であるトルコ系移民のドイツ人女性、オズレム・トゥレシ博士と共に、免疫療法の博士号を携え、モノクローナル抗体によるがん治療を目的としたGanymed Pharmaceuticalsを設立しました。その後、BioNTechを設立し、がん治療に利用する技術にmRNAを加えました。」

「社名の中の『NT』は『New Technology』を表すので重要であり、同氏にとってBioNTechの目的は、生物学と免疫学と技術を組み合わせて生活を向上させることです。創造的破壊は、イノベーションを組み合わせる時に起こり、これがBioNTechで行われる全ての中心となっています。新規採用で彼が常に問い掛けることは、その人が会社のDNAに適合するかどうかです。単に利益をあげたい人を求めているのではなく、地球全体を良くしたいというビジョンを共有していなければならないのです。こうした考え方を企業の戯言だと切り捨てるのは簡単ですが、サヒン博士には、思わず彼を信じたくなるような誠実さがあります。」

「私にとって、このサヒン博士との初顔合わせは、深く印象に残っています。彼は、ある会議で大手製薬会社の幹部から、mRNA治療は「全く不可能」だと一蹴されたこと、それをばねにして如何に前進してきたのかについて話しました。世界中で毎日何十万ものワクチンが患者に投与されていることから、サヒン博士のビジョンは、その幹部の冷笑に打ち勝ったと言ってもよさそうです。サヒン博士は、ニューヨークタイムズの見開きページやフィナンシャルタイムズのパーソンオブザイヤーだからではなく、この会社が彼のライフワークであるが故に、私が過去に出会ったこの分野の他の創業者から突出しています。サヒン博士は情熱的で、仕事に打ち込んでおり、今後10年以上に亘ってお客様の資金を喜んで託すことができる人物です。」

本質的に科学的でデータに基づく医療分野においてさえ、私たちは掴み所のない定性的なものが極めて興味深く重要であるということを実感します。疾患の理解と治療において大変革が進行中ですが、更に多くの進歩が必要です。ビジョン、情熱、適応力を持った企業こそ、私たちが最も支えたいと考える企業です。

ウグル・サヒン博士とオズレム・トゥレシ博士
© Felix Schmitt /Focus/eyevine.

推進力をリードする

ベイリーギフォードの113年に亘る歴史の中でも最も傑出した投資の一つを支えるリサーチについて説明します

© Bloomberg/Getty Images.

>>>

LTGG・推進力をリードする

© Warner Bros/Kobal/Shutterstock.

『ミート・ザ・ペアレンツ』シリーズの愉快な３作目『ミート・ザ・ペアレツ３』で は、オーウェン・ウィルソン演じる完璧な元カレでスピリチュアルな環境保護主義者が、オレンジ色の静音なスポーツカーで住宅に乗り付け、颯爽と降りてきます。あっけにとられて驚くフォッカー一家を見て、彼は肩をすくめてこう言い ます。「そう、Teslaのロードスターとかなんとかだよ。環境に優しいってことなんだ、あの2003年型のプリウスみたいに。」

アメリカ映画で自動車の名場面を思い浮かべるとき、何が心に浮かぶでしょうか？『ブリット』でサンフランシスコの通りをバウンドしながら疾走するスティーブ・マックイーンの緑色のムスタング、又は『ゴールドフィンガー』で革新的な武器を備えたジェームズ・ボンドの白樺のようなシルバーのDB5でしょう。大衆の意識に記憶されたという点で、『ミート・ザ・ペアレンツ３』のオレンジ色のTeslaロードスターを３番目の象徴的場面として加える時かもしれません。

しかし、電気自動車に対するロングターム・グローバル・グロースの意識はいつ頃目覚めたのでしょうか？

それは2010年にこの映画が公開されるより前であり、多くの成功と同様、当初の失敗から始まりました。

2007 ～2010

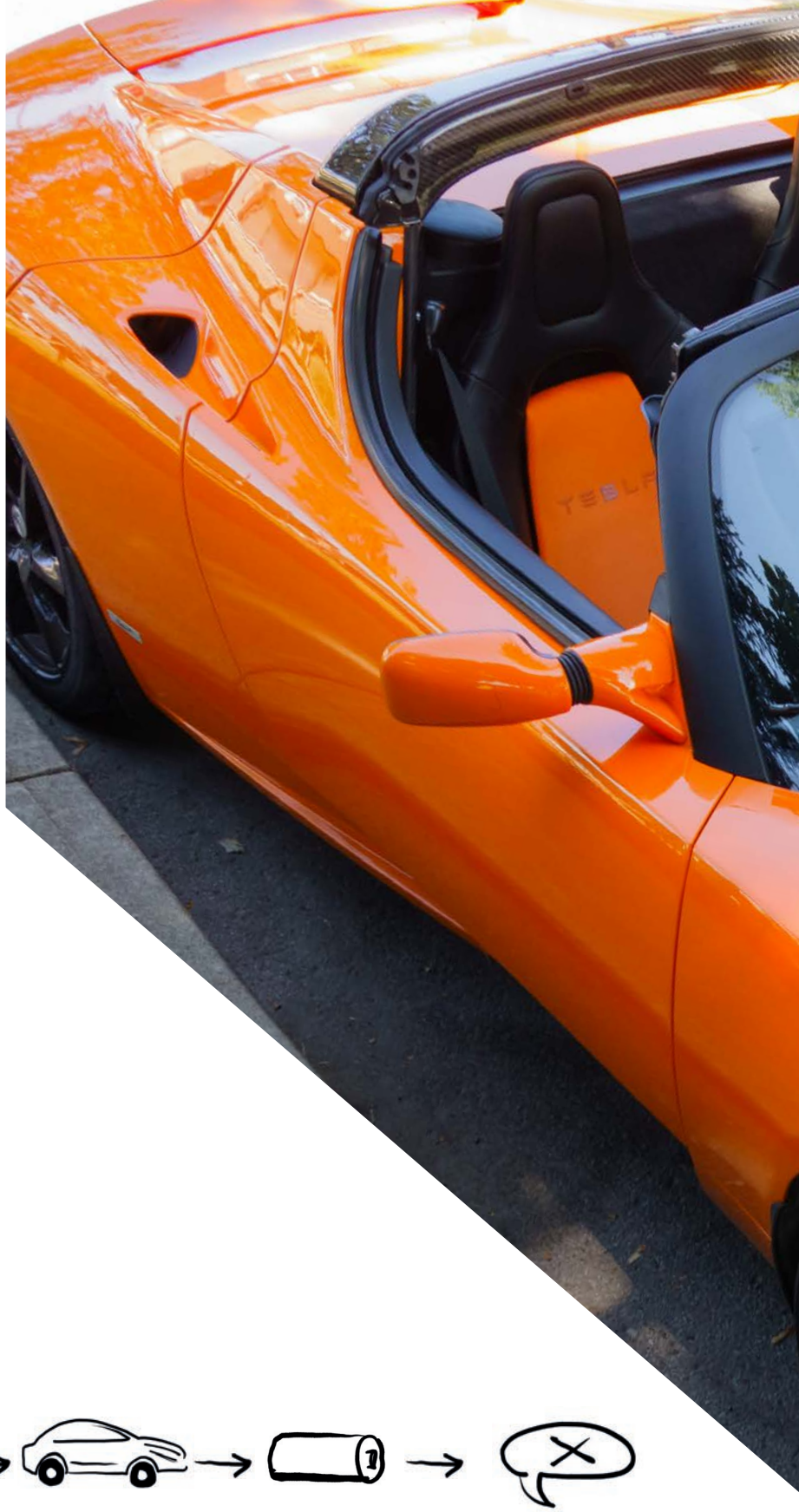
2007年から2010年にかけての代替エネルギー株(Vestas、First Solar、Q Cells)への私たちの投資は、以前に詳しく説明したとおり、上手くいきませんでした。しかし、2008年には代替エネルギー投資から派生して、電気自動車について検討しました。これは、私たちの独立リサーチャーの一人であるダニエル・シンプソンを通して行いました。私たちは彼を送り出して、手当たり次第に電気自動車を試乗してもらいました。子供のおもちゃのようなG-Wizの大きさを覚えている人もいるかもしれませんが、その当時の電気自動車に対する世間のイメージはまさにそのようなものでした。

子供のおもちゃのようなG-WIZの大きさを覚えている人もいるかもしれません

2012

しかし、その後シンプソンはTeslaのロードスターを試乗しました。この車は流麗なロータスエリーゼに似ていましたが、加速性能は一層優れていました。電気自動車は急に格好良く爽快なものになったと、彼は報告しました。これは私たちの関心を呼び、2013年1月にグローバル小型株チームがTeslaに投資した際（時価総額40億ドル）も、次の大型株になる可能性が僅かであったことを理由としました（組み入れる前年の同社の生産台数は3,000台に過ぎませんでした）。

ベイリーギフォードにおけるアナリストの運用チーム間のローテーションは、常に私たちの投資文化の重要な部分であり、コラボレーションとアイデアの共有を促進してきました。現在プライベート・カンパニー・チームの責任者であるピーター・シングルハーストが、2012年末にグローバル小型株チームからLTGGに異動したとき、私たちは彼に尋ねました。「保有している小型株100銘柄のうち、LTGGが保有すべきものはどれかな？」シングルハーストの答えは「Tesla」でした。そこで、私たちはその時点で同社に対しLTGGの10のチェックポイント(10Q)を適用しました。その原案は今や有名です。



設計図

スポーツカーを製造する → その資金を使って手頃な価格の自動車を製造する → その資金を使って更に手頃な価格の自動車を製造する → 排ガスを出さない発電のオプションも提供する → 他言無用

電気自動車は急に格好良く爽快なものになりました

© benedek/Getty Images.

2013

１月：Teslaに対する10のチェックポイント

私たちの最良の投資例を見ると際立つのは、どれほど間違っていたかです。Teslaについては、株価は2013年１月に「10のチェックポイント」を適用した時点では８ドルだったのに対し、８年後には800ドルになりました。数か月の議論の末、私たちは８ドルを優に超える価格で買い始め、もっと早く買わなかったことを後悔しました。そうこうするうちに、株価は私たちから更に遠ざかっていくように見えました。私たちは躊躇しました。株価は上昇し続けました。そして私たちは、更に不利な20ドルという水準で購入を再開したのでした。この株価は数か月前の２倍以上でした。バリュエーションを理由にして全てを中止していたら、どうなっていたでしょうか。

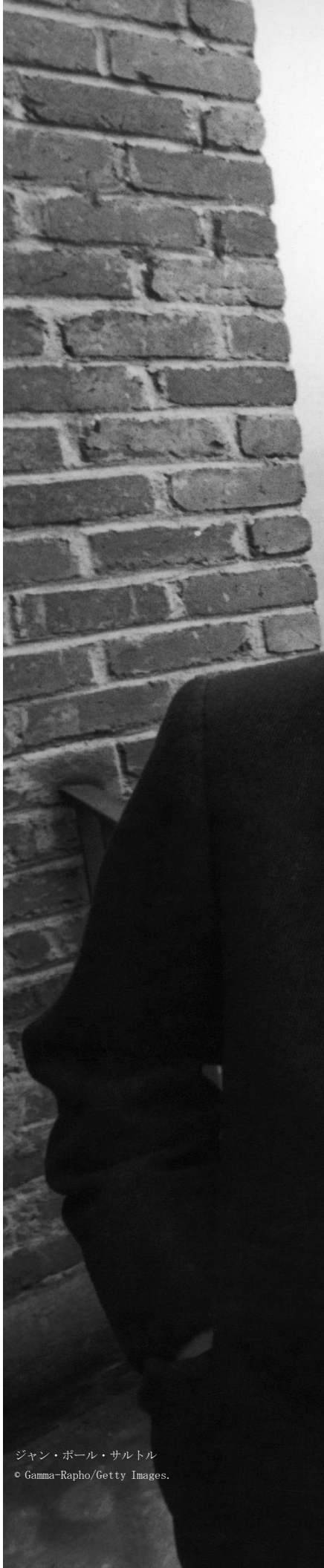
2013年のTeslaをめぐる議論は、お客様が聞きたいと思うようなものではありませんが、バリュエーションに関する非常に重要な教訓となります。即ち、早期に購入する極めて膨大な成長性を秘めた銘柄のバリュエーションは重要ではないということです。全く重要ではありません。その後10年間で年間売上高が25%、35%、50%と増加するような銘柄を購入する場合にはです。投資先企業がそのような成長を遂げれば、私たちの投資の価値は何倍にも膨らみます。鍵となるのは規律ではなく想像力です。

Amazonがどれほど大きくなるかを想像しようとした初期の試みと同じように、Teslaに対する私たちの空論的な投資ケースは、その後の現実には遠く及びませんでした。私たちは楽観主義者であることを誇りに思っていますが、ここでの教訓は同じであることにご注意ください。即ち、正しい銘柄を買う場合は、最も大胆な楽観主義者（つまり私たち）でさえ、将来の業績の規模を想像することは到底できないのです。私たちの頭脳は、高成長の複利の驚くべき結果を計算することができません（以前、シッサとチェス盤上の米粒の話を引用しました）。しかし、少なくとも私たちは試みを続けており、長年訓練することで更に上達するかもしれません。

2013年のTeslaについては、私たちの中期的な上値余地の評価は、40億ドルの時価総額が５年後に150億～180億ドル、15年後に450億ドルというものでした。ご存知の通り、８年後の現在の時価総額は6,000億ドルを超えており、私たちの10倍増の見通しの10倍以上です。当時、最初のメモを書いた先見の明のある著者は謙虚に力不足だと感じており、上値余地についてもっと想像力を働かせる手助けをしてほしいと同僚に訴えてリポートを結びました。

それにも拘らず、私たちが正しくとらえた点は、間違った捉え方をした点よりも遥かに重要でした。私たちの考えでは、Teslaは電気自動車の技術で非常に大きくリードし、競合と目される矛盾を抱えた企業に比べて非常に大きな競争優位性を有していました。自動車業界は次の数年間に生じる事態に対して盲目で無頓着だったのです。イーロン・マスク氏は交通におけるこの変革をリードする先見性を備えた人物でした。電気は主流の動力になるとみられました。そして、Teslaは環境保護の見解や他の多くの主張とは関係なく、内燃機関(ICE)車よりも単に優れた製品でした。

そのため、Teslaへの投資経験が展開するにつれて、もう一つの教訓が得られました。それは過度な専門化がもたらす盲目に関するものです。ベイリーギフォードでは、業界の専門家を長い間避けてきました。Teslaはその理由を示す良い例です。私たちは実際に尋ねて回ったのですが、自動車の未来を予測するという点で最も劣った人々、最も視野の狭い観察者は、自動車アナリストや業界関係者自身であったことは間違いありません。「GM、トヨタ、Fordは、深刻に受け止めればTeslaを押し潰すだけです」といったお決まりの話を、その誰もがしていました。



ジャン・ポール・サルトル
© Gamma-Rapho/Getty Images.

これらのアナリストは、将来を示す反面指標として有用でした。彼らはAmazonや小売業アナリストにも見られた、次のようなパターンに陥っていたからです。「Amazonは時価総額がBordersとBarnes & Nobleの合計を上回るため、割高に違いありません」（2006年）。自動車アナリストはどうでしょうか。「Teslaは時価総額がGMを上回るため、非常に割高です。」産業の変革が差し迫っている時代には、業界の専門家ほど木を見て森を見ない人々はいません。

私たちはBMW、Porsche、トヨタを頻繁に訪問しなかったわけではありません。しかし、巨大な既存のICE事業が彼らを引き止め続けているという同じ結論に毎回達しました。Teslaは週毎に一層大きなリードを獲得していました。

私たちは2017年にTeslaの上値余地の評価に再び挑戦してみましたが、その間に、楽観的で協力的な株主であることが何故多くの場合に難しいのかを思い知らされました。ジャン・ポール・サルトルが述べたとおり、「地獄とは他人のこと」なのです。

>>>

保有規律 vs 動揺

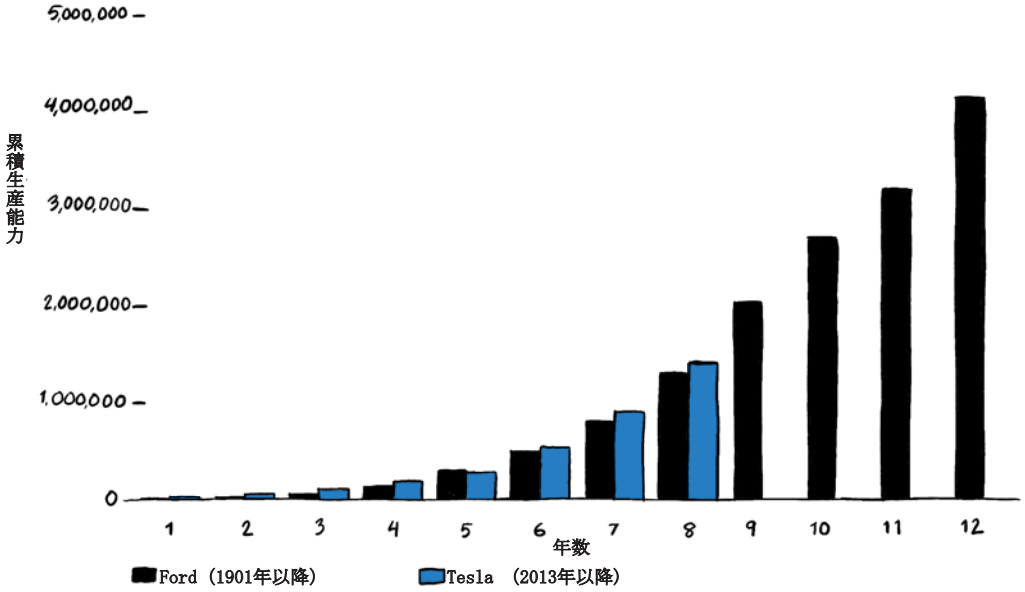
顧客やコンサルタントはよく「売却規律」について尋ねます。これは間違った質問かもしれません。彼らが実際に長期投資を志向する投資家だと主張するマネジャーに本当に尋ねるべきことは、「保有規律について教えてください」です。

2013年以降、Teslaのストーリーのファンダメンタルズに焦点を当て続けることが如何に難しかったかを、今伝えるのは非常に困難です。私たちは上下変動する銘柄、人気銘柄と不人気銘柄を保有してきましたが、Teslaのようなものではありませんでした。波乱万丈の背景は、顧客との多くの面談で反映され、面談した顧客の大半はTeslaを何度か売却していたはずです。

Teslaが遭遇した批判の波を私たちは完全には理解していません。恐らく、これまでで最も空売りされてきた銘柄でしょう。私たちはロングオンリーの株式投資会社であり、そのような慣行から利益を得ることを求めていませんが、そうした行為をする会社もあります（Teslaのために多くの人が袖口にイニシャルを入れたシャツを失うのを見るのは残念です）。とはいえ、「空売り」には確かに一理ありました。数年の間、Teslaが失敗する可能性は、たとえその可能性は下がっていたとしても、まだ相当にありました。理解し難かったのは主要メディアや一部の米国年金基金のトーンでした。Teslaはより良い未来のために運輸業を変革する西海岸の革新的なテクノロジー企業ではなく、あたかもロシアの地雷メーカーかと思わせるような論調でした。

私たちは30%から50%と大幅な株価の下落を目にしました。2019年６月には2016年12月に比べて低い価格で取引されていたのです。理由の一つに、Teslaがルール通りに行動しなかったことが挙げられます。実行可能な目標を設定し、その後それを上回るのではなく、Teslaは不可能なことを約束し、それをほぼ実現しましたが、これは「失敗」と呼ばれることになったのです。これに対するウォール街の見方はあまりにも近視眼的だったため、TeslaがモデルTの栄光の時代にあったFordよりも急速に生産規模を拡大していたという事実に気づきませんでした。

TeslaとFordの生産能力



出所： Tesla; Model T Ford Club of America, www.mtfca.com/encyclo/fdprod.htm

© LightRocket/Getty Images.

不相応な批判の背景が何であれ、SolarCityの買収（私たちは当時は不満を表明していた）、多少の驚くべき方向転換をした資金調達、イーロン・マスク氏のマリファナ喫煙とTwitter批判、悪評を買った「民間資金確保」のツイート等、会社自体も問題や雑音を引き起こしました。このため、私たちは証券取引委員会(SEC)の調査協力に数週間を費やすことになりました。「彼らが利益を上げることはないだろう」と妥当な発言が至る所で繰り返し発せられましたが、私たちが最も関心を持った知らせはSpaceXでした。SpaceXは好奇心をそそるストーリーで、マスク氏のTeslaへの集中力をそらしてしまう恐れもあったものの、私たちは最終的にSpaceXに未公開市場で投資しました。議論を引き起こしたTeslaのマスク氏への報酬設定を支持した理由の一つでもあり、私たちはTeslaがマスク氏の火星での生活資金調達手段の一つになることを望んでいたのです。

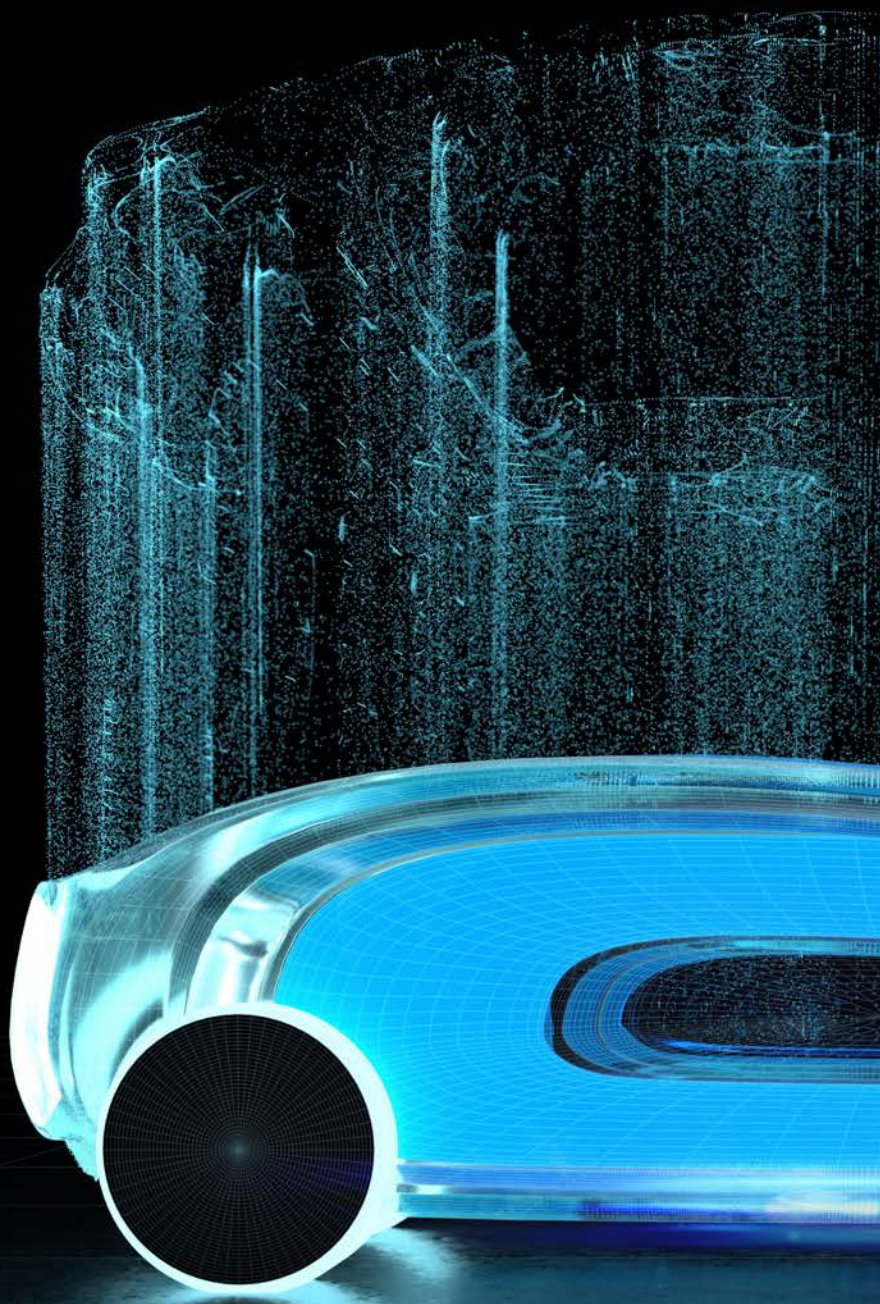
これら全ての嵐を乗り越えたことは、私たちがTeslaに対する保有規律を十分に保ったことを示唆しています。

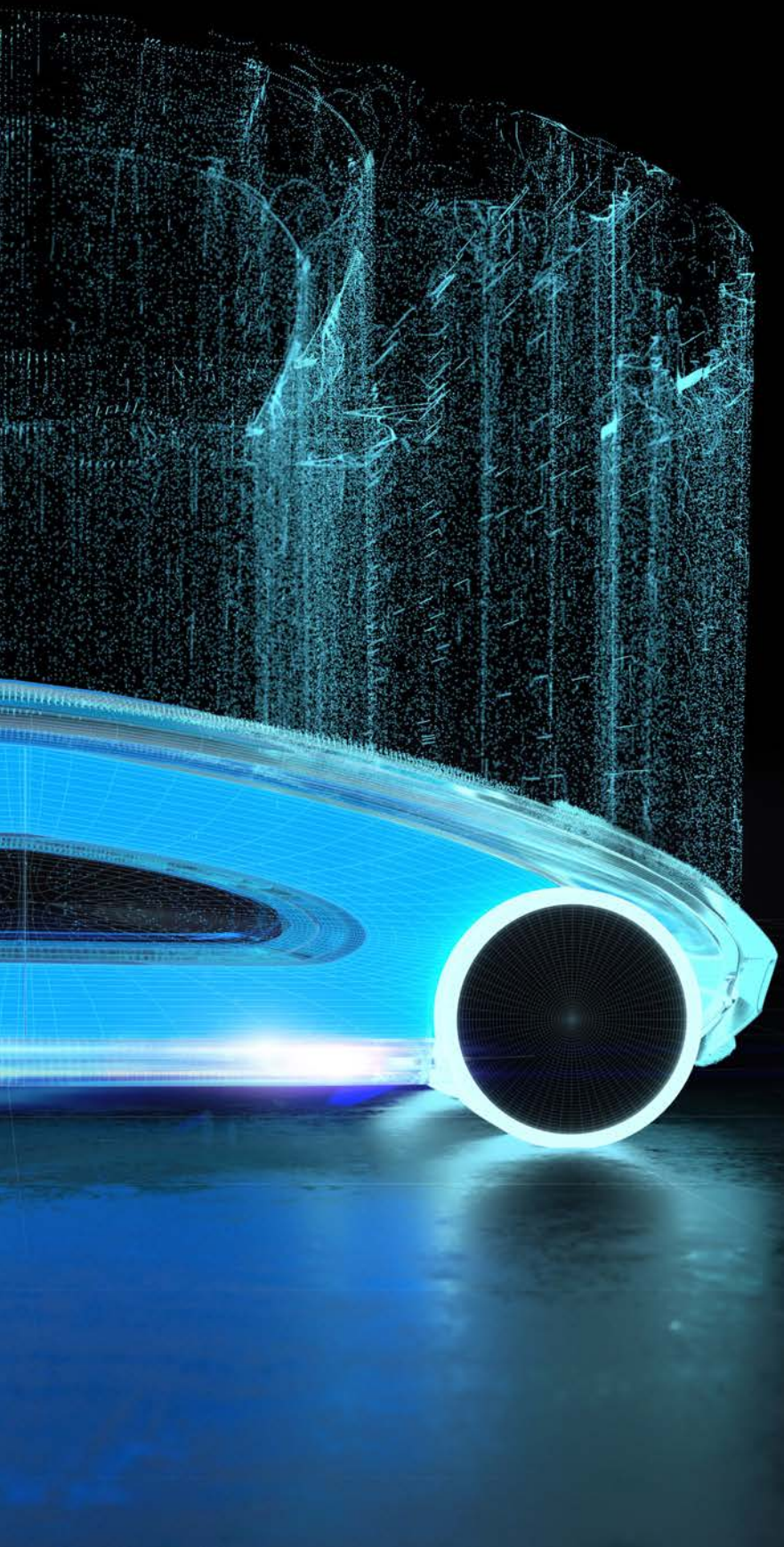
2017

ブルースカイ２

2017年には、ブルースカイ・シナリオを試す良い機会がありました。重要な要素には、バッテリー事業（定置用と自動車用）の無限の可能性を織り込むこと、Teslaの自動運転ソフトウェアの実現、自動車で粗利益率25%と営業利益率10%を得る高い確率、割引率の引き下げ（何故私たちは長い間10%を使用していたのか？）等がありました。2017年の調査では、５年から８年の展望で70ドルから非現実的な400ドルに到達しました。悪くありません。

数年間は何も起きませんでしたが、2020年に株価は上昇して、業務の進捗評価の短期予想を全て上回り、その後、一部の長期的予想も幾つか上回り始めました。2020年には、Teslaが１銘柄につきポートフォリオの10%という組入比率の上限を超過したため、何回かに亘って売却しました。年末までに、私たちはポートフォリオの約10%をTeslaから新しい銘柄に入れ替えましたが、それでもTeslaは保有銘柄の９%を占めていました。しかし私たちは、組入比率の上限の観点から売却しただけで、売却額は最小限としました。





2021

３月

結局、バリュエーションは私たちにとっても一つの判断材料となりましたが、それは他のアナリストが最初にめまいを感じた時から約８年後で、30倍もの高水準においてでした。初期段階の大型成長株を購入する時のバリュエーションは通常重要ではないと述べましたが、バリュエーションが重要になるのはずっと後の時点で、私たちにとっては2021年初頭にTeslaの時価総額が5,000億ドル前後に達した頃がその瞬間でした。

こうした事情から、2021年２月現在、私たちはTeslaについて依然として強気ですが、見方は変化しています。やや多くの競合を受け入れる見方に遂に傾き、今後の上値余地は以前よりもやや小さくなると思われます。私たちのモデルで算出した上値余地は、株価1,650ドル、時価総額1.6兆ドルとなります。2021年３月の本稿執筆時点で、時価総額は6,500億ドルなので、Teslaにとってはここから相当な上値余地があるとみています。これはLTGGポートフォリオに保有するには十分ですが、保有割合は削減しています。

Teslaについて（差し当たりの）私たちの結論は何でしょうか？この企業は、私たちが初めて購入した当時は消滅する可能性も相当ありましたが、今では世界最大の企業の一つになる見込みが十分にあります。しかし、際立ったTeslaの姿は恐らくAmazonを保有していた17年間を反映するものでもあります。LTGGでは、少数の優れた成長企業を発掘し、それらが最も変革的な成長を遂げる10年以上の間保有することになっています。これらの銘柄選別が漠然とでも適切であれば、私たちの最も楽観的なシナリオでも企業が達成する業績には滑稽なほど、全くもって及ばないでしょう。

言い換えれば、今後もこれまでのように、Teslaのような企業の分析で間違うことは多々あるかもしれませんが、それは問題にはならないでしょう。私たちの想像力を優れた成長企業に応用し、長年に亘ってそれを保有することは、投資の成功率を非常に有利に積み重ねる公式です。実際に想像力を解放するファンド・マネジャーが殆どいない理由は、少なくとも私たちにとっては未だに謎です。もし『ミート・ザ・ペアレンツIV』が製作されれば、オーエン・ウィルソンが空飛ぶ電気自動車で登場し、私たちは既にそこに投資しているでしょう。

ロングターム・グローバル・グロースは、優れた成長企業に、彼らが最も変革的な成長を遂げる10年以上の間に投資することによって、戦略名に恥じないよう行動します。私たちは徹底したボトムアップ型投資家ですが、そのような企業を発掘するには、世界のどの地域で機が熟しているのか、また変革期が既にきているのかを検討する必要があります。

LTGGの設立から今までの17年間に、コンピューターの演算コストが下がる一方で、演算能力は増加していることが分かっています。インターネットがほぼ至る所にあり、eコマースやソーシャルメディアが台頭する一方で、遺伝子配列解析のコスト低下は、殆ど全てのものがデジタル化される中で、オーダーメイド医療の時代の到来をつげました。

これらの革命は、株式市場や金融市場の雑音や予測不能な動きから離れた「現実世界」で起きています。しかし、金融市場も無縁ではありません。私たちは、急成長している企業の資金調達方法において100年に一度の変化の先端にいると考えています。私たちの投資と同様に、ベイリーギフォードは、初期段階でこのような変化を見つけ、長期的なインプリケーションについて考え、お客様が利益を得られるように取り組もうと努めています。

未公開市場での機会

未公開市場への投資により生まれる巨大な機会について、ベイリーギフォードの未上場株チームが見解を説明します

IPOによる上場を選択する企業は少なく、IPOを選択する企業は以前よりも大幅に遅い時期に行っているという事実が確立されています。米国企業の上場時の平均創業年数は足元では12年であり、2000年代に入ってから50%上昇しています。また、成熟期の非上場企業のバリュエーション総額も爆発的に増加しており、2006年にはバリュエーションが10億ドルを超える非上場企業である「ユニコーン」企業で100億ドル弱でした。2019年現在、これらの企業のバリュエーションは1兆8,000億ドルを超えました。明らかに何かが起きています。

私たちは、作用している三大要因があると考えています。起業の基本的な経済性は変化し、政府の規則も変化し、決して無視できない創業者間の文化的規範も変化しつつあります。

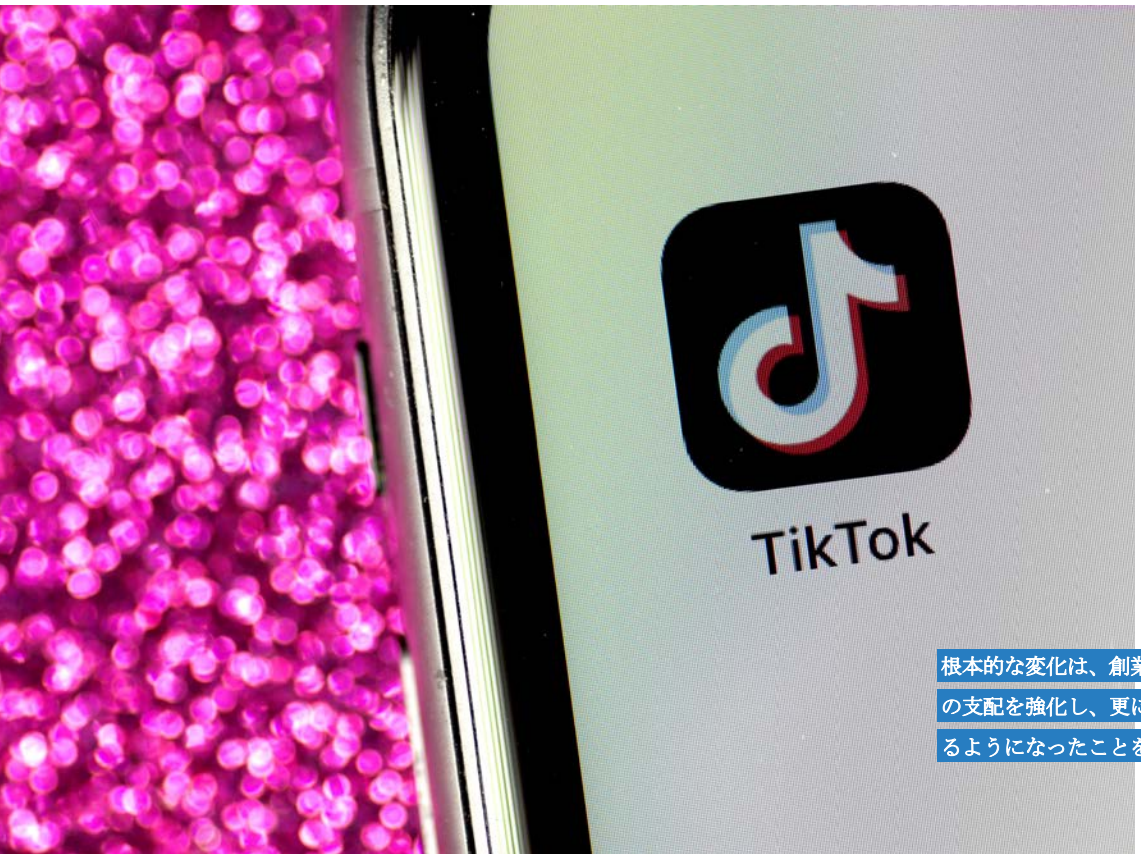
>>>

経済性ファースト。LTGGが保有する企業の推進した変化等もあって、殆どの企業にとって、選択した市場に上場する前に必要な資本投資水準は急激に変化しています。これまでの起業家は、工場を建設し、全国展開するために実店舗を構え、ITを運用するためにサーバーに多額の投資をしなければなりませんでした。現在、Alibabaを通して製造能力をレンタルし、FacebookとAlphabetでデジタルターゲット広告を利用し、アマゾン・ウェブ・サービス(AWS)のような巨大企業のクラウドサービスを通して必要な量のコンピューティング能力にアクセスすることが可能です。その結果、多くの企業は、外部の資本提供者によって創業者の所有権が希薄化されるまでに、遥かに長い間、規模を拡大し続けることができます。歴史的に、期限付き手段であるためにIPOの「出口」イベントを待ち望むのが通例の、外部の資本提供者を必要としない時期が長いとも言えます。

加えて、従業員数にも革命が起きています。今日の最大の雇用主は、GEやFord等往年の巨大組織より、従業員数が遥かに少ないのです。階層構造が必要な場合でも、効果的なビジネスシステムはより容易で安価であり、大型組織の上級幹部の専門知識にそれほど依存しません。その結果、創業チームは、多額の報酬や会社の上場を約束する大企業出身の実力者を必要とする前に、自社の組織をより長く運営することができます。

企業を設立して運営する経済性におけるこれらの根本的な変化は、創業者が自らの組織への支配を強化し、更に長い期間支配できるようになったことを意味します。外部からの上場圧力が取り除かれたため、多くの創業者はより長期に亘り非上場のままでいるという選択肢をとっています。

その一方で、政府の規則にも有益な変更がありました。米国では、2002年のサーベンス・オクスリー法により、IPOの条件が大幅に厳しくなったと同時に、その後の規制措置により、



根本的な変化は、創業者が自らの組織への支配を強化し、更に長い期間支配できるようになったことを意味します

© Bloomberg/Getty Images.

上場企業の報告負担は大幅に増加しました。一部の最高財務責任者は、上場費用は2010年以降だけで５倍以上増加したと主張しています。

一方、2017年の米国減税及び雇用法に定められた税制変更により、新興成長企業は従業員と報酬をシェアしつつ、非上場のままでいることが容易になり、株式公開を迫る過去の圧力源が一つ取り除かれました。

規制の変化と創業者の力の増大とを組み合わせると、こうした傾向のもう一つ大きな要因、つまり創業者コミュニティ内で基準が変化しているのを目にして驚くことはありません。Facebook等の企業にとって、IPOで証券取引所の鐘を鳴らすことは、栄誉ある新時代の到来の瞬間でした。しかし、SpaceX、Stripe、Epic Games、ByteDance（TikTokの所有者）等、益々多くの大規模で有名な企業が非上場のままでいるのにつれて、上場することと成功することの関連性は弱まってきました。かつては大手未上場企業だったSpotify、Airbnb、Peloton、Meituanでさえも、この規範を熱心に強化しています。最近、創業者と話をすると、短期間しか保有しないことが多い株主との信頼に欠け距離がある関係に言及したり、公開市場に嫌悪感を抱いている創業者がいかに多いかに驚かされます。

今後の世界

こうしたビジネスの経済性、政府の規則、企業の規範の変化傾向は、次第に大規模で価値のある企業を含む成熟期の未公開市場を生み出しました。こうした組み合わせは、家族や友人、エンジェル投資家、銀行融資による初期の資金調達から、一人前になって業務支援に伴う初期段階のベンチャーキャピタルの段階に進み、IPOで終了するという古典的なファイナンスの教科書の簡潔な説明が益々時代遅れになっているように思われる21世紀を示しています。

単純な真実は、長い間非上場でいる企業は、初期段階のベンチャーキャピタリストがその発掘と支援に特化している未熟な事業とは全く異なるということです。これらの企業は、基本的な雇用の創出、人事方針の作成、マーケティング計画の立案で支援を必要とする企業ではありません。そう願うどころか、こうした企業の創業者の多くが最も望んでいないことは、既に大成功し拡大している事業をどのように運営するかについて投資家に講義されることです。

これは、未公開市場は単に資本へのアクセスのためだけでは場所であるため、重要なことです。経営陣は、投資家を選び、自社の株式を提供する条件と価格を決定します。どんな投資家でも小切手を切ることができますが、企業の望む投資家は、魅力的なバリュエーションでその小切手を切る機会を得られます。だからこそ、急成長している成熟期の未公開市場で、格好の買い手になるためには何が必要かを理解することが私たちにとって非常に重要なのです。

ベイリーギフォードでは、私たちはこうした事業の買い手として自然な存在であると考えています。これは10年前に試験的な仮説として始まりましたが、未公開市場で高成長企業約90社に投資してきた中で中心的な信念へと強化されてきました。２つの重要な基準点を用いて、この考え方を検証しましょう。

第一に、独占案件の調達能力を見てみます。私たちは、銀行が推進する案件に参加するだけというより、私たち自身の関係性や評判を通じて投資機会にアクセスすることができます。過去２年間で、私たちが行った取引の75％以上が、これらの独自のチャネルを通じて行われたものです。第二に、未公開企業の資金調達ラウンドで全額配分を受ける頻度を見てみます。2019年には、95％以上の案件で全額配分を受け、2020年は97％以上でした。他の多くの出資者と比較して、これは非常に高い水準であることが分かっています。

それでは、何故創業者はベイリーギフォードとの提携を選択するのでしょうか。

私たちのアプローチと理解は長期的なものであり、企業の規模拡大と世界的な成長を支えてきた実績があります。私たちは継続的な支援を提供する手段を利用し、創業者と一緒に未公開企業としての資金調達を検証し、彼らと一緒に公開市場への長い旅を続けます。つまり、会社が成長するにつれて、経営と整合性を保つことができます。

>>>

真に長期志向：哲学においても構造的においても

ベイリーギフォードでは、長期主義がお題目に過ぎなかったことは一度もありません。世界の公開市場では、平均的な投資家の保有期間は月単位で測定しますが、LTGGの保有期間は10年近くです。私たちは、あらゆる短期的な戦術的失敗を心配するというよりは、長期的な戦略的機会に注目します。そして、経営陣が私たちの支援を必要とするときはいつでも、私たちの視点を共有するために常に率直に対応しています。

このような私たちの視点を未公開市場にも提示しました。投資先企業は、私たちが彼らをIPOへと駆り立てるために急いでいるわけではないことを知っています。そして、彼らが上場を求めるときに、私たちは彼らを支援する能力があり、援助を続けます。本稿執筆時点で、ベイリーギフォードのお客様は非上場企業に50億ドル以上投資しており、更に、未上場の時に私たちが初めて投資した公開企業への投資は430億ドルあります。その結果、取締役や経営陣の間で評判が高まり、他の非公開案件への投資機会の紹介を確保するのに役立ってます。

第二に、私たちがこれに取り組む方法は、継続的な支援を提供できることを意味します。ベンチャー投資家の典型である７年から10年に投資期間が限られているファンドではありません。私たちの非上場企業投資の大多数は、永久資本により行われてきました。そのため、お客様にとっては株式を売買する手段があり、私たちは、単に流動性を提供するために、資金調達イベントの時期を決めるように圧力をかけることはない、と企業に約束することができます。また、公開された時に会社を所有する能力ともなります。私たちは、個別の上場株チームへ紹介をして保有銘柄を引き継ぐだけではなく、公開市場に進出する際に保有銘柄を支援し続けることができます。

この一貫性という特徴はより広いレベルでも適用されます。私たちの未公開株チームと上場株チームの間にファイアウォールはありません。実際、私たちの未公開株チームの中核は7人で構成されており、非上場企業と上場企業との間で時間を分けている30人以上が参加しています。生み出されたリサーチは、一元化されたリサーチライブラリで共有され、社内の運用担当者全てが利用できます。その結果、ベイリーギフォードは企業が最終的に公開市場に参入する際に、非上場の保有銘柄のシームレスな管理を行うことができます。

未上場ユニコーン企業に２兆ドル近くの価値があるとみられることから、成熟期の未公開企業はもはや後回しにされるべきではないと考えています

これにより、非上場である間に深い関係を築いて事業に対する理解を深めることができ、創業者を本当に理解している潜在的な（上場証券を投資対象とする）運用会社がいることを創業者に確信させることができます。更に重要なことは、何十年にも亘る投資を行う前に、LTGGチームが必要とする事業、事業機会、経営陣、文化、リターン見通しについて深く理解するのにも役立ちます。そのため、過去３年間にLTGGがそれ以前の13年間と同じくらい多くの株式公開に参加してきたことは驚きではありません。これは、未公開市場投資で得た洞察のおかげです。

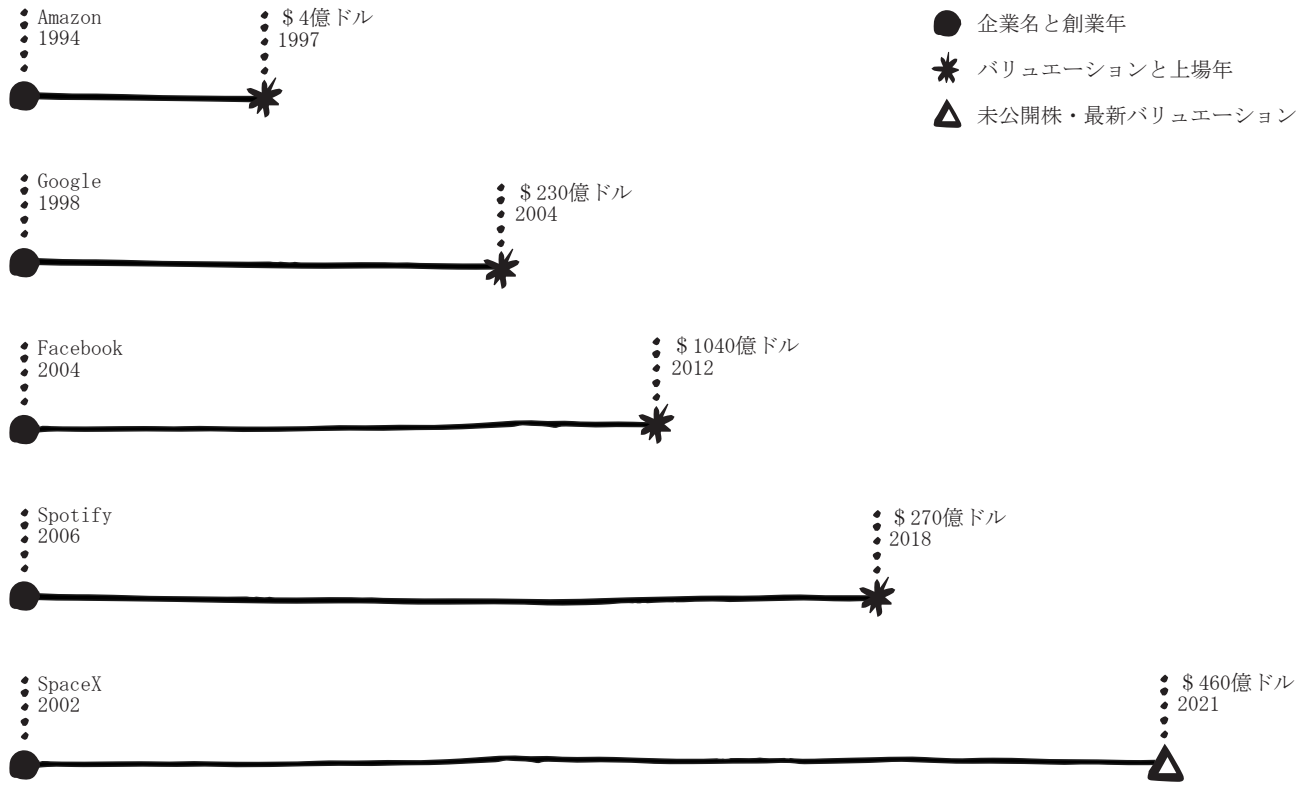
最後に、これらの関係によって創業者や経営陣と緊密に協力することができます。私たちは、公開市場で長期的な保有者になることを目指して、複数回の個別訪問を通じて企業と共に歩む数少ない投資家として、上場準備方法の確かなアドバイスの情報源として注目を浴びています。コーポレート・ガバナンス方針についての洞察を示しているのか、又は優良な長期株主を引きつけるためにIPOでどのように行動するかを議論しているのかに拘らず、私たちはしばしば、投資している企業が将来について考えるのを助けるためにエンゲージメントを行っています。私たちは、長期的な視点を持った非上場企業の創業者に選ばれる投資家であり続けるために、提供するインサイトの質を高めていきます。

資本提供の世界は20世紀初頭以降には見られなかった方法で変化していると私たちは考えています。2012年以降、私たちは未公開市場の成熟期に50億ドル以上を投資してきました。また、お客様がこれらの心躍る高成長企業にアクセスする方法を作り、今後数カ月のうちに未公開企業ファンドへの投資機会を更に２つ増やすことにしました。

足元では、未上場のユニコーン企業に２兆ドル近くの価値があるとみられることから、成熟期の未公開企業はもはや後回しにされるべきではないと考えています。これは新しい分野であり、新しいタイプの投資家を必要とします。

ベイリーギフォードでは、そうした投資家になるよう努力しています。

IPOまでの年数と公開時の時価総額（略例）



卓越した銘柄の分析

アウトパフォームしている株式にはどのような共通の特徴があるのかを考察し、LTGGポートフォリオの銘柄を比較します

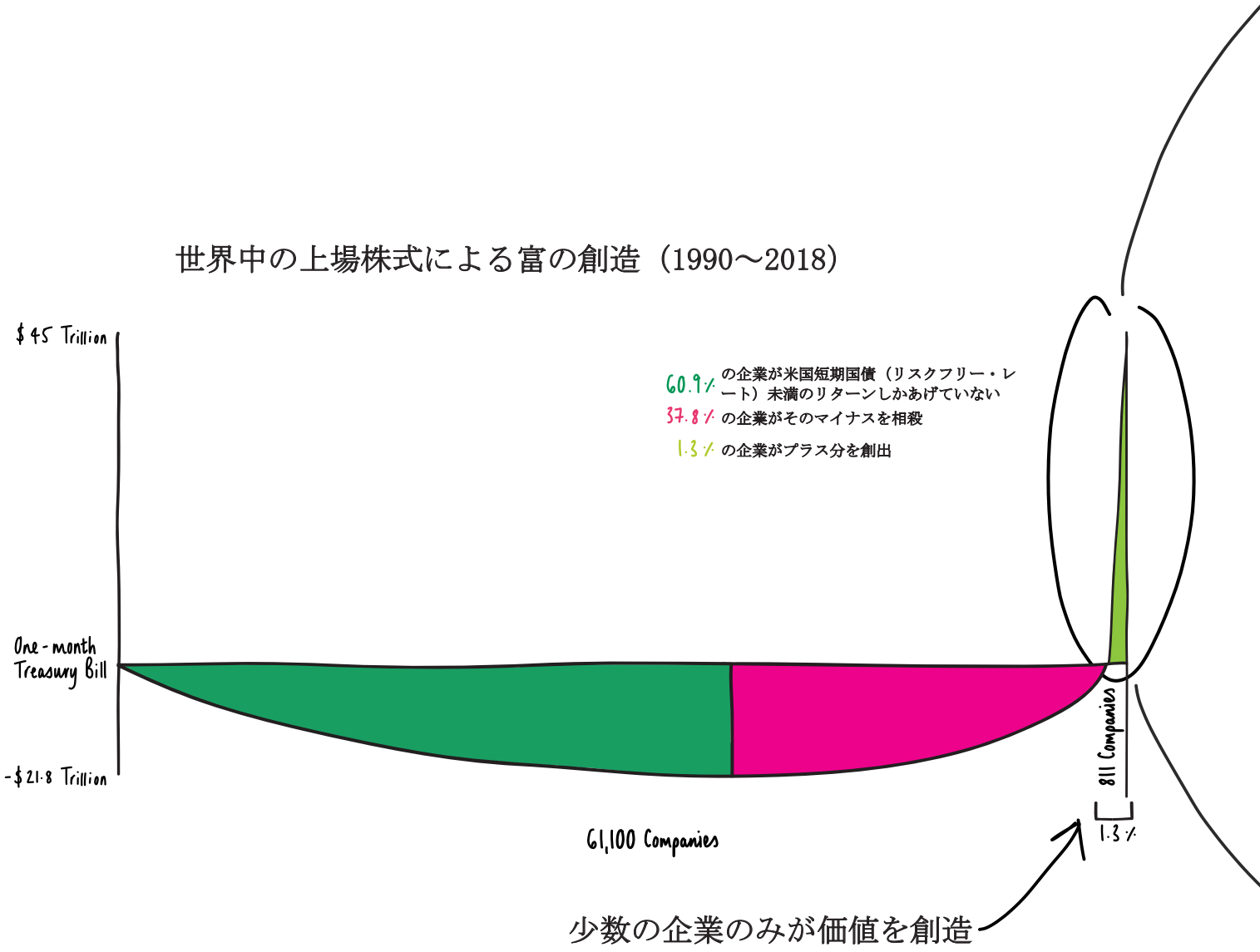
2020年４月の本誌は、エジンバラの私たちのオフィスの喧噪と話し声の中で執筆されました。１年でこんなにも変わるものでしょうか！それでも、現在家から仕事をしながら、多くの大切なことが変わらないことを思うと心強く思います。その一つが、変革的な成長が見込まれる優良銘柄に注目するロングターム・グローバル・グロースです。

LTGGは17年以上前に考案されて以来、本当に並外れた成長、つまりリターンの可能性を提供する企業はごく一部に過ぎないと考えてきました。この信念は、集中的で優れたアイデアによる投資アプローチを支えています。テクノロジーにおけるディスラプションが、偉大な企業とそれ以外の企業との間にどのような乖離をもたらしているかを目にしながら、長年に亘ってこの確信は強まってきました。私たちのアプローチを支えている、より多くの根拠に基づいた学術的研究も見てきました。

昨年、私たちは「ソノラ砂漠の教訓」と題する記事を公表しました。この記事では、長期的な株式リターンの原動力に関する実証研究を詳述し、ごく少数の優良企業に共通する特徴についての暫定的な結論を幾つか含んでいました。

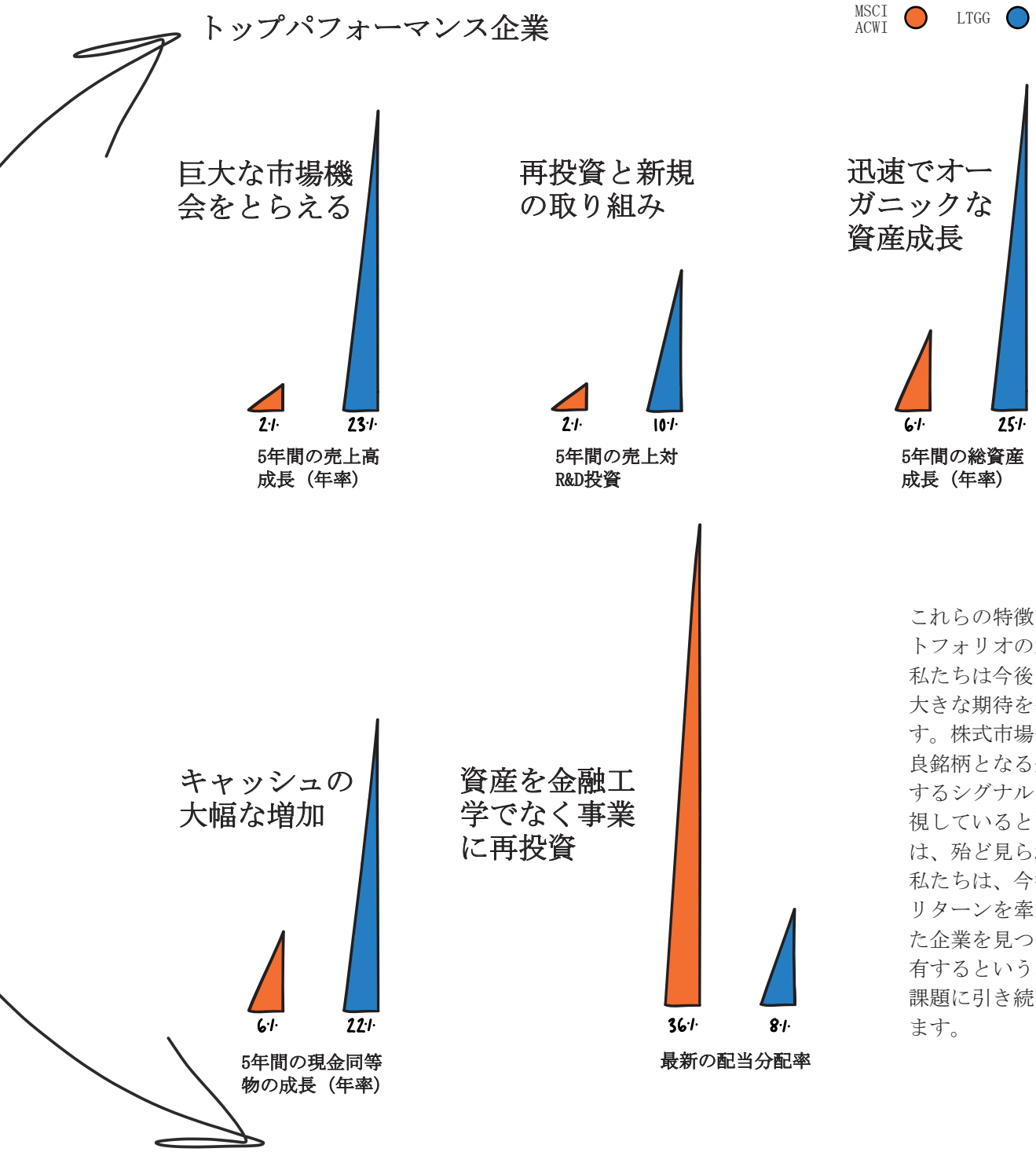
米国では、企業のたった４％が1926年から2016年までの90年間に亘って株式市場全体のネットリターンを主導して、財務省証券を上回る35兆ドルのリターンを生み出し、世界的にみると、その歪みは更に極端でした。１％の企業がネットリターン全体を牽引し、その合計は約45兆ドルでした。私たちは、この特別な１％の企業が、将来これらの企業を私たちが見つけ出す可能性を最大化するための共通点を持っているかどうかを検討しました。１％の企業に共通する特徴を以下に示します。

LTGGポートフォリオ



出所：Bessembinder, H., Cheng, TF., Choi G., John Wei, K.C. Do Global Stocks Outperform Treasury Bills? (July, 2019), 米ドル。
第一執筆者はBaillie Gifford & Co. の研究費支援を受けています。

トップパフォーマンス企業



これらの特徴とLTGGポートフォリオの比較から、私たちは今後の数年間に大きな期待を寄せています。株式市場全体が、優良銘柄となる企業を判別するシグナルを十分に重視しているという兆候は、殆ど見られません。私たちは、今後10年間のリターンを牽引する優れた企業を見つけ出して保有するという、目下の課題に引き続き注力します。

出所：Baillie Gifford 及び指標提供企業。2020年12月末現在。

年次パフォーマンス（12月末基準、%）

	2016	2017	2018	2019	2020
LTGG コンポジットリターン（運用報酬控除後）	-4.0	54.0	-1.6	34.1	102.0
MSCI AC World Index	8.5	24.6	-8.9	27.3	16.8

出所：Baillie Gifford & Co、指標提供企業。米ドル

過去のパフォーマンスは将来の結果の目安ではありません。投資戦略や資金の流出入などの変化により、パフォーマンスとポートフォリオの成果が大幅に異なる可能性があります。全ての投資戦略において利益もしくは損失を発生する可能性があります。

法的通知

出所：MSCI。MSCIは事実の表明や保証を明言もしくは示唆するものではなく、本書に含まれるMSCIデータのいずれについてもいかなる責任も負いません。MSCIの情報は貴社の社内用としてのみ使用することができ、いかなる形態でも複製又は配布してはならず、金融商品、プロダクト、若しくは指数の根拠又は構成部分として使用してはなりません。本書はMSCIが承認、推奨、確認、作成したものではありません。含まれるMSCIデータはいずれも、投資の意思決定のための（もしくは意思決定しないための）助言又は推奨を意図するものではなく、又然るものとして依拠されてはなりません。

重要情報に関する記述

Baillie Gifford & Co及びBaillie Gifford & Co Limitedは、英国金融行為規制機構Financial Conduct Authority、FCA）の認可・規制の対象です。Baillie Gifford & Co Limitedは、OEICの認定コーポレートディレ クターです。

Baillie Gifford Overseas Limitedは、英国外のプロフェ ッショナル／機関顧客のみに投資運用・顧問業務を提供し ています。Baillie Gifford Overseas LimitedはBaillie Gifford & Coが完全所有しています。Baillie Gifford & Co及びBaillie Gifford Overseas Limitedは、英国FCAによ って認可・規制されています。

英国外を居住地又は本拠地とする方は、専門アドバイザー に相談し、投資に政府又はその他の許可が必要であるかど うかを確認し、また税務アドバイザーから個々の状況に適 したアドバイスを受けて下さい。

日本の投資家に対する情報開示

三菱UFJベ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。

Investment managers

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

Copyright © Baillie Gifford & Co 2019.

CM15332 LTGG Magazine 52019 EX US 0421.indd
Ref: 52265 INS AR 0783