



オービス・インベストメント・マネジメント ヘッド・オブ・インベストメントカウンセラーグループ

クレイグ ボーデンスタブ氏

語

Craig Bodenshtab

金融

クレイグ ボーデンスタブ

Profile

1998年にオービス・インベストメントに参画。複数の同社グループ会社の取締役及びインベストメントカウンセラーグループのグローバルヘッド。同社オペレーション・カウンシルのメンバー。コロンビア大学/ロンドンビジネススクールMBA取得。Chartered Financial Analyst。

運用のパフォーマンスを測る方法として、ベンチマークとの対比が一般的に行われている。しかしここに、独自の運用評価を貫く運用会社がある。ファンダメンタル重視、長期思考、コ

Financial Information Technology Focus

ベンチマークを意識しない運用

堀江 オービス・インベストメントは、日本ではあまり馴染みがない運用会社です。どのような特徴を持つ運用会社かご紹介いただけますか。

ボーデンスタブ オービス・インベストメントは、1989年にアラン・グレイによって創設され、ボトムアップ銘柄選択を礎とするパフォーマンス重視の運用サービスを提供して参りました。現在グローバルに約300億米ドルの資産を運用しております。世界10カ所の拠点に約350名がおり、ポートフォリオ構築とトレーディングはバミューダで行っています。株式ユニバーズはおおよそ1万社あり、その中から100~150社に投資しています。

堀江 御社の投資哲学や投資戦略は他の運用会社と比べて非常にユニークに感じます。

ボーデンスタブ オービスの投資アプローチは実は比較的シンプルな

ものだと思います。「株式市場は常に効率的とは限らない」というシンプルな信念に基づいているからです。我々が志向するのは本源的価値よりも低い株価でトレードされている会社を見つけることです。当該投資アプローチは、言葉にすると簡単ですが、実践するのは実は非常に困難です。我々は、株価はいずれ本源的価値に近づいていくと考えています。しかし、いつそれが起きるかを予測することはできませんし、我々の分析が完全に間違いであることもままあります。従って、我々は長期の視点を持ち、深いファンダメンタル分析に基づき投資を行います。そうすることで、お客様により高いリターンを、リスクを拡大させることなくお届けできるものと考えております。

我々の「リスク」の定義は、皆様と異なるかもしれません。私達が考えるリスクは、お客様の資産の恒久的喪失です。短期的なアンダーパフォーマンスや大きなトラッキングエラーをリスクとは捉えません。む

しろ、我々は自身が組むポートフォリオがベンチマークと大きく異なることを好みます。その先に、お客様にお届けする好リターンがあると考えているからです。

堀江 今おっしゃったリスクの定義は非常に理にかなっていると思います。しかし実際には、機関投資家はリスクをトラッキングエラーや相対リターンで定義しています。どうして御社はリスクをそのように定義できたのでしょうか。

ボーデンスタブ それは、我々の組織理念の二つの要素が大きく関わっています。

まず一つ目に、弊社が外部資本を受け入れずに運営していることが挙げられます。コントラリアンな投資というものは、往々にして短期ないし中期のアンダーパフォーマンスを伴います。そして、時にその期間は大変長引きます。このような厳しい期間に、信念を貫き、一般常識とは異なったような意思決定を下すには、会社としてのオーナーシップ構

らう 堀江 貞之

IT 対談 *Sadayuki Horie*



ントラリアンの投資哲学を実践する
オービス・インベストメント。そのア
プローチについて、インベストメント
カウンセラーグループを率いるボー
デンスタブ氏に語っていただいた。

ほりえ さだゆき

Profile

1981年 野村総合研究所入社。「NRI債券パフォーマンス指数」(現NOMURA-BPI)の開発に従事。96年~2001年野村アセットマネジメントに出向。現在、大阪経済大学経営情報研究科大学院客員教授。2014年4月から年金積立金管理運用独立行政法人の運用委員会・委員。8月より「コーポレートガバナンス・コードの策定に関する有識者会議」メンバー。

造が適切にデザインされていることが重要であると考えております。

二点目の理由として、我々自身が我々のファンドの最大クラスの保有者である、ということが言えると思います。私達の毎日の仕事は、実は自分のお金の管理をすることでもあるわけです。そのため、他の運用会社のやり方を気にせず、「自分達のお金をいかに効果的に運用するか」という観点で考えることができるのです。

堀江 設立当初からお客様のお金だけでなく自分達のお金も運用していたのですか。

ボーデンスタブ そうです。

お客様に対して「私達はこんな投資をしています」と説明しておきながら自分のお金は他で運用する、というのは誤解を招く行動だと考えてきました。お客様と利益を一致させるためには、自分達も同じビークルを利用するのが一番です。ですからオービス設立時から、当社のオーナーも従業員もみんな、お客様と同じ運用報酬を払って一緒に投資を

行っています。これこそ真のパートナーシップだと考えています。

堀江 バミュダでビジネスを始めたのはどうしてですか。

ボーデンスタブ これには複数の理由があります。弊社の創設者が1989年に会社を設立した際に考えたことの一つは、グローバルなクライアントベースに対して最良のサービスを提供していくにあたって、政治的安定やオフショア地域としてのレピュテーションの高さが重要ということでした。これに合致したのがバミュダでした。もう一つの重要なポイントは、世界の金融センターから敢えて離れることで、コントラリアンな視点を維持しやすくなる、というものでした。もちろん、生活環境や就労環境の良さも考慮しました。

堀江 独自の思考や、ボトムアップの長期的ファンダメンタルな分析などは、金融センターの外から眺めた方がよい、ということですね。

ボーデンスタブ 仰るとおりです。ウォールストリートの真ん中で、大

勢に影響を受けずにいるのは非常に難しいと思います。

重要なことは、独立的視点を維持することです。弊社のリサーチプロセスは、独立的志向を奨励するようにデザインされています。例えば、投資対象会社の経営陣の方々とお話をする前に、弊社のアナリストはほぼすべてのリサーチを行います。会社の財務データ、オペレーション、競合状況、バリュエーションなどに係る分析を終え、投資に対する自らのビューを確立させた上で、経営陣の方々とお話をさせていただきます。

堀江 今おっしゃったベンチマークを意識しないアプローチは今までこそ多くの機関投資家はその重要性を理解していますが、御社がそうした方法を採用したのは25年以上前です。当時どうやってお客様にその有効性を説得できたのでしょうか。

ボーデンスタブ 我々と同じ信念、考え方を持つお客様をお迎えするよう、注意して参りました。お客様が私達と同じスタンスであることは、



短期的アンダーパフォーマンスと一緒に乗り越えて頂く上で不可欠なのです。

オービスには創業以来セールス・チームが存在しません。弊社のお客様は多くの場合、口コミで我々を見つけて下さっています。もちろん、新しく弊社について知ろうとして下さる方々に対し、十分な情報をお届けする準備はしております。

堀江 例えば短期的にパフォーマンスが悪かった場合、お客様とはどのような会話をするのでですか。

ボーデンスタブ その時には、お客様に率直にお伝えします。しかし、それ以前に非常に大事なものは、時としてアンダーパフォーマンスが生じること、お客様に事前に十分に理解して頂くことだと思います。

新規のお客様に対しては、投資するか否かをご判断頂く前に、長期のトラックレコードについて、良い時期も悪い時期もあることを説明し、厳しい状況が起こる可能性について強調します。そうした状況に置かれた場合を想像してもらい、それでも継続できるか考えて頂きます。

お客様によっては、そのような特性を受容できない場合もあります。我々の仕事の一つは、そのようなお客様に「オービスには投資しない」というご判断を頂くことです。それは決して悪いことではありません。

最悪なのは、お客様が我々の特性を充分にご理解頂かないままに投資を実行され、短期パフォーマンスが悪いタイミングで解約されてしまうことです。その場合、我々は任務遂行に失敗したということになります。

堀江 オービスにはいろいろなタイプのお客様がいると思いますが、よいパフォーマンスをあげている「すぐれたお客様」に何か共通の特徴のようなものはありますか。

ボーデンスタブ そうしたお客様に共通する特徴は、弊社のコントラリアンのマインドセットと長期の視点を共有頂いていることです。アンダーパフォーマンスの時期を耐えて頂き、パフォーマンスの回復を取り込んで好リターンを享受して頂けるということだと思います。

すぐれたお客様に共通していることは、年金基金でいうと、CIO（最高投資責任者）のインセンティブが最終的な年金の受益者と一致していることです。こうしたお客様は、パフォーマンスを過去3~5年で評価しています。また、彼らに対するボーナスも短期ではなく長期のパフォーマンスに基づいて支払われています。

残念ながら、年金基金の多くが、「COO（最高執行責任者）には年金受給者のために長期的価値を生み出してもらいたい」と言いながら、実際には四半期ごとに評価されているように見えます。

Financial Information Technology Focus どのような企業に投資するのか

堀江 投資先企業について伺います。御社では一般にどのような企業

に投資したいと考えていますか。

ボーデンスタブ 「どのような企業か」は、実は気にしていません。アンダーバリューされている会社、という言い方ができるかもしれませんが、様々な会社が、そのような状態になり得ます。

一方で、私達は企業の経営陣のインセンティブが我々の利益と合致していること、すなわち、経営者も中期の企業業績をベースに報酬が支払われることを望んでいます。経営陣がキャピタルアロケーションについて良い意思決定を行うことができるか、といったことも知りたいと思っています。企業の株を買うことは、その企業の経営者にお金を託すことと同じです。経営者にはそのお金で彼らが最も有効だと考えることをやってもらいたいのです。

堀江 長期のファンダメンタルを重視するマネジャーの多くは、投資先企業の条件に経営や事業の質が高いことを挙げています。こうした企業は長期的に安定したキャッシュフローを提供する、という考えに基づくものですが、こうした見方についてはどう思われますか。

ボーデンスタブ よい企業とよい投資を混同しないように注意しないといけません。多くの場合、よい企業には市場も気付いていて、投資に支払う金額を考えると必ずしもよい投資とはならない可能性があります。一方で、「素晴らしいビジネスで経営陣も優秀で資本も充実しているのに一時的な問題のために市場の信頼が失われている」という企業は、私達には非常に魅力的に映ります。

堀江 投資期間はどのくらいを想定

していますか。

ボーデンスタブ 一般的には3~5年を考えており、それより長いことも短いこともあります。

堀江 株式を売却するのはどんな時でしょうか。

ボーデンスタブ 二つの基準があります。一つは、本源的価値に対してのディスカウント幅の縮小、もう一つは、他の投資機会に対し相対的に投資魅力度が落ちた場合です。

我々は株式を購入する時に「この価格になったら売却しよう」という価格を想定していません。その代わりに、新しいアイデアが出てきたときに、相対的に魅力の小さいアイデアをどうすべきか考えます。ポートフォリオに新しい株を加えるためには、代わりにどの株を売るか決めなくてはならないわけです。

Financial Information Technology Focus
**投資先企業との関係を
 どう考えるか**

堀江 投資先企業のビジネスについて深く理解するには、企業の経営陣と議論する必要があると思います。どのような議論をしていますか。

ボーデンスタブ 経営陣とのミーティングは多くの場合、2つの側面があります。1つは、会社がどのように経営されているか、経営陣と株主とのインセンティブが揃っているかどうか、株主の付加価値につながるキャピタルアロケーションができるかどうかなどを把握するためのものです。もう1つは我々の仮説を検証するためのものです。会社がうまく経営されているか、割安か、何かおかしいところはないかなどの判断

をするために質問をします。

とはいえ、私達は経営陣の見解を鵜呑みにするわけではありません。経営陣と会うのは、たいてい我々が独自の見解を確立した後になります。

堀江 先ほど、投資マネジャーと顧客のパートナーシップは不可欠とおっしゃっていましたが、投資家と投資先企業のパートナーシップについてはどうお考えですか。

御社の場合、投資先企業の市場価格が上昇して本源的価値より高くなればその株を売ることにになります。それですとなかなかパートナーシップの関係を築くのは難しいのではないのでしょうか。

ボーデンスタブ 弊社としては、まず弊社自身のお客様の利益を第一に考えなければなりません。弊社は、お客様の資産に対して責任を負っているからです。従って、投資先企業が株主の利益のために動くことを確認する義務があります。経営陣とは、直接の対話を通じてコミュニケーションをとるようにし、信頼関係を築くようにしています。

堀江 御社はグローバル株式の運用を行っていますので、日本株も運用していると思います。日本企業の経営の質についてはどう見えていますか。

ボーデンスタブ 「日本企業」とひとくくりにしてしまうのは誤解を生みかねないと思います。素晴らしい経営をしている企業もあればそれほどでもない企業もあります。それは米国でもカナダでも英国でも同じで、一般化は難しいと思います。

とはいえ、日本が自動車をはじめとする工学技術に関連した産業で際立っているのは明らかで、実に

素晴らしい企業が揃っていると思います。私の経験で言えば、日本の経営者はほかの国に比べて株主を重視する度合いが少し低いようにも感じますが、それが必ずしも悪いこととも限りません。バランスシートにキャッシュが多くROEが低くなる傾向はあるかもしれません。

堀江 現在日本ではコーポレートガバナンス・コードを策定している過程にあり、私もこれに参加しています。また、これに先立ちすでにスチュワードシップコードも公表されています。私自身は、経営者とポートフォリオマネジャーが良好な関係を築くことは日本企業の資本生産性の向上のために非常に重要で、そのための努力は不可欠だと考えています。

ボーデンスタブ おっしゃる通りだと思います。スチュワードシップコードは読みましたが、当該コードが効果的に作用するよう、願っています。企業の持続的成長に意識を向けることで、投資家自身も成長していくと思います。

堀江 そう言っていただけると、大変励みになります。今後も最善を尽くして取り組んでいきたいと考えています。

本日はお忙しいところ貴重なお話をありがとうございました。

(文中敬称略)

