



ポートフォリオ運用：エンドゲームはない

「アベンジャーズ/エンドゲーム」が世界中で記録的な興行成績を収めるなか、ポートフォリオ運用においても、世界最強のヒーロー達及び彼らがコミック・ページから映画館のスクリーンへと飛躍した姿から学ぶことがあると考えます。

私がこのレポートを書いている時点で、アベンジャーズ/エンドゲームの興行収入は25億米ドルを突破しました。これはわずか10日間で大記録を達成したタイタニックの興行収入を更新したこととなり、残るは大ヒット作品アバターの記録を抜くのみとなりました。

マーベル・シネマティック・ユニバース（MCU）から公開された22の映画の累計興行収入は210億米ドルを超えますが、ちなみにこれはおよそブルーベイの運用資産額の三分の一の規模です。映画とポートフォリオ運用には共通点がないようにみえますが、この映画のサクセス・ストーリーから学ぶことがあると考えます。

2019年6月



ナチョ・モライス
コンサルタント

与えられたカードは最大に活用する

MCUのビジネスが軌道に乗り、それを受けてディズニーに買収される前まで、マーベルは経営難から、最も収益を稼ぐシリーズの映画化権の売却に乗り出しました。

1980年代と90年代の間、マーベルは幾度にもわたってスパイダーマンの映画化権売却と権利の延長を繰り返しています。

注目を集めたジェームズ・キャメロン監督作など多くの失敗のあとに、マーベルはコロンビアにスパイダーマンの映画化権を売却しました。これには以前の権利保有者であったMGMとの間の不可侵協定も含まれ、コロンビア映画社が「007」の続編を制作しない代わりに、MGMがスパイダーマン映画の続編を制作しない契約が結ばれました。

この合意によって、大ヒットを収めたサム・ライミ監督による新たなシリーズが生まれ、2002年5月にスパイダーマンは公開されました。

これはマーベルキャラクターが登場した最初の大ヒット作品ではありませんでした。20世紀フォックスは1994年にマーベルの最も成功したコミック・シリーズであるX-メンの映画化権を取得し、ブライアン・シンガー監督のもとで2000年7月に映画が公開されました。

ファンタスティック・フォーもまた複雑な背景がありました。最終的には20世紀フォックスが映画化をしました。1986年にコンスタンティン・フィルムが映画化権を取得し、1992年になっても公開はされなかったものの、ロジャー・コーマン監督が低予算で映画を制作していたため、映画化権は失効することはありませんでした。そのため、この再実施権を2004年にフォックスが獲得し、2005年にファンタスティック・フォーは公開されました。

デアデビル、パニッシャー、ハルクのような他のキャラクターの権利も他社に供与されました。そのため、現在のところ、マーベルは、グループでの共演は許可されていますが、ハルク単体での作品制作は認められていません。

結果として、マーベルは代表的なキャラクターであるX-マンやスパイダーマン、ましてや元祖であるファンタスティック・フォーの権利を持っていないのです。

映画化権の仕組み上、譲渡時には作品の全キャラクターが売却されてしまいます。そのため、ソニーはヴェノム（直近はトム・ハーティが演じた）のようなスパイダーマンに付随する全キャラクターの権利を所有している一方で、フォックスはXマンの脇役であり、ライアン・レイノルズが演じたデッドプールのライセンスを保有しています。

素晴らしいキャラクターが離れていくなか、マーベルには何が残ったのでしょうか。

そう、アベンジャーズです。

私はコミック本が絶頂期にあった80年代と90年代に幼少期を迎えたのですが、誰もアベンジャーズには目も止めていなかったでしょう。生真面目なキャプテン・アメリカや垢抜けないソーのようなキャラクターは、フランク・ミラーが描くような残忍で気迫あふれる攻撃的なキャラクターが求められていた時代にはそぐいませんでした。

アイアンマンはどうでしょうか。あなたは90年代初期のコンピューターやテクノロジーが好きでしたか。もし、そうであれば、あなたの先見の明はご両親の家の地下に埋もれていたのではないのでしょうか。

マーベルは経営難から、最も収益を稼ぐシリーズの映画化権の売却に乗り出しました。



2006年にジョン・ファヴローが監督を務め、ロバート・ダウニー・Jrがアイアンマンを演じました。これは極めてリスクのある選択でした。なぜなら、トニー・スタークの人格といくら共通しますが、ダウニー・Jrは薬物中毒問題を抱え、もしそれが再発した場合に保険金を支払わなければならなかったことから、財政上非常に厳しい制限があり、法的問題も抱えていたからです。

2008年にアイアンマンは封切りとなり、1億8600万ドルの予算は5億8500万ドルの興行収入へと変わりました。

その11年後、MCUの興行収入はスター・ウォーズの累計興行収入の2倍を上回り、ロード・オブ・ザ・リング/ホビットシリーズの興行収入の3倍を上回りました。ダウニー・Jrは史上最高の興行収入を収めています。また、15年間以上も薬物を断ち切り、カリフォルニア州知事から完全赦免が与えられました。

マーベルはエンターテインメント業界において最も価値のあるブランドであり、オスカーが認める多くの俳優達が様々な時点で登用されています。マーベルは決して当たりではないカードを引いたとしても最大限の能力を引き出せることを証明し、アベンジャーズはチケット収入で他作品に勝っただけでなく、敵も打ち負かしました。

以下に大きなスクリーンから学んだポートフォリオ運用に活用すべき教訓を挙げています。

計画を立てる

毎度一からやり直すことはやめましょう。マーベル・スタジオの社長ケビン・ファイギが実践した、キャラクター単体作品を製作してから、世間の反応をみながら、大作映画につなげる手法と同様に、マネジャーにはロードマップが必要です。

時に、市場は特定の取引を報いないことがあるかもしれませんが、長期的な計画を意識しつつ、機動的でいることが重要になります。例えば、長期的な金利見通しを持つと同時に、資金の流れに応じて、リスクを引き上げたり引き下げたりする、といったことです。同様に、アベンジャーズ映画の中心には争いと悪者がありますが、マーベルはシリアスなソーよりユーモアのあるソーが更に多くの鑑賞者を映画館にひきつけることに気づいたため、そのように対応しました。

優れたチームをもつ

・チームを強化できる経験をもつ人、かつ過去に成功した技術を学べる若いメンバーの両方を登用しましょう。マーベル映画では多くのオスカー候補者をみかけますが、まだシリーズ化が始まっておらず、無名だった3人のクリス（クリス・エヴァンズ、クリス・ヘムズワース、クリス・ブラッド）は彼ら自身の力で大スターになったのです。

・チーム内でどこに力の差が生じているかを認める知的誠実性をもつことが大切です。不足している分野があれば、専門家を加えるべきでしょう。マーベルはソニーとの間でスパイダーマンを長編物語に組み入れるという合意にいたりしました。また、ディズニーがフォックスを買収したことで、一部の主役が新たな任務につきたい時に、X-メンやファンタスティック・フォーとの共演も可能になりました。ブルーベイではストラクチャード・クレジット分野において新たな人材を登用しました。この動きが会社全体を強くしていくのだと考えます。

マーベルは決して
当たりではないカードを引いたと
しても最大限の能力を引き出せる
ことを証明し、アベンジャーズは興行収入
で他作品で勝っただけでなく、
敵も打ち負かしました。



・個人がもつ補完的な能力に注目し、チームメンバーがお互いに学び合える環境をつくるべきです。アベンジャーズは常にいくつかの使命を全うしなければなりません、彼らの資源には限りがあります。運用者もまた資源を最大に活用し、リスク調整後リターンの最大化という目標に集中しなくてはなりません。壮大な戦いのお供としてキャプテン・マーベルとソーを送り込みたいと考えるように、新興国投資に取り組むのならば、ポリーナ・クルドヤフコとアンソニー・ケトルを帯同したほうがいいかもしれません。

・チームが彼ら自身の失敗から、またはお互いの失敗から学ぶために、正しい時に対話の場を設けたほうが良いと考えます。お互いに挑戦し合い、高め合える多様な能力をもつチームを作りましょう。多様といっても対立的ではなく、補完的な意味です。経験の豊富なメンバーと学んだ教訓を十分に活かすことのできる若いメンバーを組み合わせてみましょう。アベンジャーズのストーリーのなかで、真面目なスティーブ・ロジャーズがトニー・スタークのような快楽主義に少しずつ影響され、トニーはスティーブに近づいていきます。こうして、相乗効果が生まれます。ブルーベイでは、マシュー・サイドの「失敗の科学」を実践し、失敗に立ち向かい、学習することで同じ失敗を防ぐよう努めています。

ハルクを味方に持つ

・マーベルが最も利益を稼ぐシリーズを売却した後でも、持っている他のシリーズを最大限活用したのと同じように、運用者も手に届く範囲で任務を達成する必要があります。法的な枠組みは変化をしますが、そのスピードは通常遅いです。顧客のニーズに応えるためにその枠組み内で解決策を練ることが運用者の重要な責任の一つだと考えます。

・異なる状況では、異なるツールをもって取り組むのが一番でしょう。ホークアイが矢筒から何種類もの異なる矢を引くように、マネジャーは投資機会を最大限有用するために、様々な投資手法を選択することが出来ます。時には、バイアンドホールドポジションをとることもあれば、時には、ある兆候や相対的価値に基づいて、機動的なポジションを取る必要があるかもしれません。また時には、市場の見通しにおいて、市場が十分な精査を欠いた投資機会をもたらすことがあり、その潮目が変わり、多くの市場参加者が守りに入っているなかで、流動性を提供する側になる場合もあるかもしれません。

ポートフォリオ運用は、しばしばスーパーヒーロー達にとって命拾いとなるような非日常的な瞬間に頼ることができない一方で、更に優れたサービスを届けるために、ヒーロー達のチームワークや明確なビジョン、奉仕の精神は活かすべき教えだと思えます。そのとき、ハルクは味方につけておいたほうが良いでしょう。

更に優れたサービスを届けるために、ヒーロー達のチームワークや明確なビジョン、奉仕の精神は活かすべき教えだと考えます。



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2019年7月2日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。