

数字の裏にあるストーリー

RBCグローバル株式チーム



企業が数字で構成されていることは明かですが、企業を特別な存在にしている個別の要因についてはあまり知られていません。数字の裏に隠されたストーリーを探ってみましょう。

企業は、財務的な資本だけでなく、人的資本、知的資本、社会資本、環境資本など無形の資本によって構成されています。優れた企業に競争力を与えているのは、こうした財務以外の要素なのです。例えば、顧客やサプライヤー、地域社会との関係、優秀な人材を獲得し維持する能力、イノベーションの文化などが挙げられます。

図表1：財務諸表に反映されない目に見えない資産



出所：RBC GAM

企業は数字だけでは語れません

このような要素は、財務情報では表現されにくいものですが、実際には事業にプラスの影響を与え（例えば、従業員エンゲージメント、顧客満足度、強固な企業文化、研究開発の効果など）、最終的に企業業績や株価のプラスにつながるものなのです。

例えば、あるスイスの製薬会社では、ビジネス・モデルのいたるところに非常に強力なESGの資質が見受けられます。同社が取り組むオンコロジーは、科学的知見が増加している分野であると同時に、がんが多くの人々の命に影響を与えていることから、幅広く社会的な利益をもたらす分野でもあります。患者のニーズを満たすことで、命の長さや質を大きく向上させることができます。また、同社は、その製品の質の高さから医療関係者から信頼されるパートナーとなっており、それが新たな分野での共同研究につながっています。私たちは、同社が規制上の義務を果たしているだけでなく、従業員が協力しあえるような企業文化を持っていることを理解しています。

コインの裏側

企業は融資を利用することで、金融資本に関して負債を作ることができますが、同様に、金融以外の資本についても、例えば、サービスを低下させることによって顧客から、期限内に支払いを行わないことによってサプライヤーから、十分な税金を支払わないことによって地域社会から、負債を作ることでもできるのです。

このような潜在的な負債は、企業が、将来性を傷つけて短期的な業績を上げることを目指したときに生じます。そうした負債は、一定期間先送りされることもありますが、永遠に回避することは許されません。それが認識されたときには企業価値に影響を与え、株主に経済的にマイナスとなる結果をもたらすことになります。

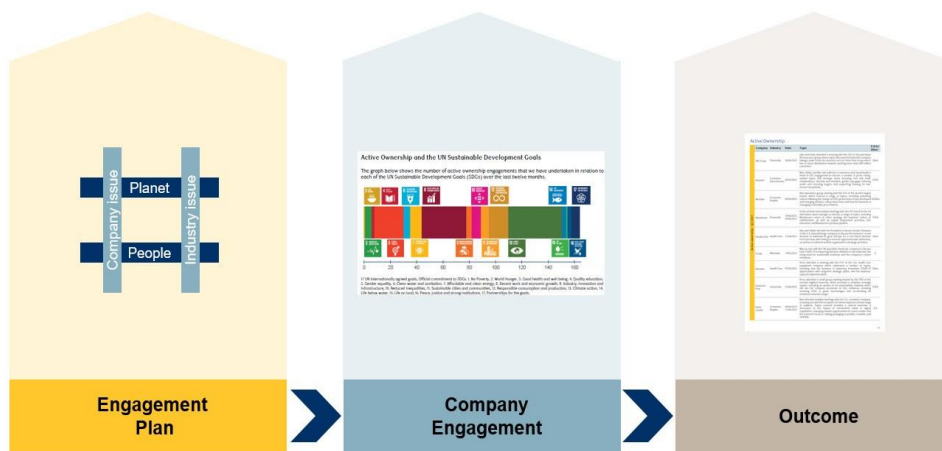
私たちが投資を見送った企業の一例として、米国の「エナジー」ドリンク企業があります。この会社は魅力的な利益率と売上成長を達成してきました。しかし、私たちの視点では、同社のビジネスモデルは、主に若い顧客に対して多量の砂糖とカフェインを含んだドリンクを販売するというものと捉えています。以前から、高糖度飲料の健康への悪影響が大きく懸念されており、2018年初めには、同社の英国における主な顧客であるスーパーマーケットが、16歳未満への販売に制限を加えることで合意しました。株価はこうした潜在的な負債をまだ織り込んでおらず、今のところ株主にとって報われる投資となっています。とはいえ、従来の財務分析の手法でこのような負債を見抜けないとしても、依然としてその負債は存在していると考えられます。

アクティブ・オーナーシップの影響力

私たちは、投資先の優良企業に対する積極的なオーナーシップとエンゲージメントを通じて、良い変化が長期的にもたらされるように、あるいは企業が築き上げた素晴らしい潜在的な資産が管理され、維持されるように取り組んでいます。ESGに関連する課題は、企業が事業環境とステークホルダーからの期待の両方に対応する必要があるため、一夜にして変化するものではありません。

私たちは、あらゆる機会を利用して企業に会い、経営戦略について話し合い、投資家の期待に沿ったものになっているかを確認しています。私たちは、企業と協力しながら、ESGへの信頼性向上を図ったり、企業の前向きな取り組みにも関わらず情報開示が不十分であるゆえに、それが市場に認識されていないといった事実を伝えるなどしています。

図表2：アクティブオーナーシップを通じて企業の変化を促進



出所：RBC GAM

米国のある無線通信事業者との間で、環境に関する幅広いテーマについて、特にSBTi（科学的根拠に基づいて目標を設定し、産業革命以前の水準から気温上昇を1.5°Cに抑制するためのイニシアティブ）の設定についてエンゲージメントが成功した事例があります。

同社は、自社の事業活動からサプライチェーンに至るまで、二酸化炭素排出量全体の削減を目指してきました。2019年、同社はSBTi（科学的根拠に基づく目標イニシアティブ）と協力し、科学的根拠に基づく2つの排出量目標を設定しました。

- 目標1 スコープ1とスコープ2の温室効果ガス排出量を2025年までに、2016年を基準として95%削減すること
- 目標2 スコープ3の温室効果ガス排出量を2025年までに、2016年を基準として顧客1人あたりにつき15%削減すること

同社は米国の無線通信事業者として初めて科学的根拠に基づく目標を設定しただけでなく、予定より4年早く2021年末にこの目標を達成しました。2021年、同社はスコープ1およびスコープ2の排出量を2020年比で96%、2016年比で97%削減しました。また、顧客1人あたりのスコープ3排出量を2020年比で2%、2016年比で16%削減しました。

これらはネット・ゼロ・エミッションの達成に向けた大きな一歩となりましたが、スコープ3の目標については再度検討することを促しました。同社はこの提案を受け入れ、次年度に新たな取り組みを発表することを示唆しました。私たちは、今後も同社の取り組み状況を把握しつつ、経営陣との対話を続けていきます。

こうした継続的な対話は、積極的にエンゲージメントに取り組む投資家としての責任を明らかにするものです。私たちは、株式台帳に名前が記載されただけの存在ではなく、企業のオーナーであるかのように考え、行動することを目指しています。最終的な受益者は、少し離れたところにいるかもしれませんが、それでも資産運用会社に対して信頼を置き、受託者として行動することを期待しています。私たちは、そうした受益者によって、経営陣と資産運用会社のパートナーシップの一翼を担っているのです。

実際に、私たちは企業とともにビジネスモデルを「形づくる」ことを目指しています。私たちは、株式を売却するよりも、積極的なオーナーシップとエンゲージメントによって、より強く変化を求めることができると考えています。売却は社会的、または政治的に強いメッセージを発信しますが、その一方で、さらなる変化をもたらす、社会にポジティブな影響を与える力を奪ってしまいます。

とはいえ、これまでも売却を行ったことはあります。かつて米国の若者向け小売企業に投資していましたが、投資後しばらくして、決算内容に懸念を抱くようになりました。特に、入荷したばかりの商品をブランド価値と合わないかと判断して、評価損を計上したことは、経営管理の甘さを露呈することになりました。さらに、新地域での出店に際しての過剰投資や、持続不可能な価格体系を採用したことが、この問題に拍車をかけました。これらの問題点について繰り返し経営陣に質問してきましたが、経営陣の契約期間の終了を間近に控えたタイミングを捉えて、より詳細な議論を行いました。しかし、新しい契約が結ばれたときには、私たちの懸念が払拭された形跡は全く確認されず、落胆する結果となりました。私たちは、同社の経営とESGに関する見方を見直す必要に迫られ、最終的に同社株式の売却を決断しました。

アルファの源泉

S&P500指数の企業価値の内、無形資産の価値は1970年代には17%しかありませんでしたが、今では90%を占めるようになり、世界は時代とともに「無形化」してきました。このような資産の多くは測定が難しく、あまり明示的には報告されません。それゆえに、市場はしばしば企業の非財務的な要素の影響を過小評価し、それが投資家にとって利用可能な非効率性を生み出していると私たちは考えています。

図表3：S&P 500指数企業の無形資産の価値

Year	Value of Intangibles in S&P 500
1975	\$122 Billion
1985	\$428 Billion
1995	\$3.12 Trillion
2005	\$9.28 Trillion
2018	\$21.03 Trillion

出所：Visualcapitalist.com

非効率性を調査するための能力と経験の活用によって、アルファの差別化された源泉の追求につながることは、私たちのようなファンダメンタルズ分析を行うアクティブ・マネジャーにとって望ましいことです。

私たちは、ESGをその企業独自の側面に焦点を当てるためのツールとして利用しています。その結果、ボトムアップによる銘柄選択を行うアクティブ・マネジャーとして、リスクの源泉を特定し、意図したようなリスク・テイクが可能となります。

ファンダメンタルズを重視するアクティブ・マネジャーにとって、ポートフォリオのリスク・プロファイルは、銘柄固有のリスクによって構成されるべきであり、意図しないリスクは最小限のレベルにとどめるべきであると、私たちは考えています。私たちは、どのような投資スタイルにも縛られることはありません。私たちは投資先企業のストーリーを読み取ります。

まとめ

投資家は、投資収益だけでなく、その収益がどのように生み出されたかを、ますます気にするようになっていきます。投資家は、自分たちの資金が、自分たちの価値観に合わない事業活動のために使われていないことを確認したいと考えています。

数字が重要であることは間違いありませんが、勝ち残れるビジネスモデルに加えて、強固なESGを実践している企業を探し出すことが、私たちの付加価値を高める方法なのです。結局は、このような優れた企業に投資することが、平均的な銘柄や市場のリターンを大幅に上回る長期的な価値を投資家にもたらすことにつながると考えています。

ディスクレマー

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management