



RBC BlueBay
Asset Management

無形資産からのアルファ獲得を目指して



ハビブ・サブジャリー
RBCブルーベイ・アセット・
マネジメント
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
グローバル株式ヘッド

2023年4月

「以前は数日を要していたデータ処理と分析が、今やほんの数秒でできるようになりました。」

私を含めて長年、ポートフォリオを運用してきたマネジャーたちは「とても多くの変化が起きてきた」と感じていますが、今後も変化は生じ続けるでしょう。一方、銘柄選択とは、株価を左右する業績を予測しようと試みることに変わりありません。

私が金融業界に入りたてのころは、一生懸命であること、勤勉であることで、それなりの投資リターンを得られる時代でした。企業の財務データを収集して、分析すれば、その後の業績トレンドを把握することができました。そのトレンドが続くと思えば、その後の業績を予測して、市場を上回るリターンを上げることができました。

しかし、技術の進歩により、財務データは誰にでも利用できるものとなりました。さらに、以前は数日を要していたデータ処理や分析が、今やほんの数秒でできるようになりました。そして、財務分析の処理は組織的に行われるようになりました。

その結果、新しいタイプのポートフォリオ・マネジャーが誕生しました。クオンツ・マネジャーは、膨大な数の企業の大量の財務情報を一瞬で処理します。高度なアルゴリズムにより、国、セクター、産業、モメンタム、サイズ、バリューなどによって企業を分類します。さらに、企業の業績を、より正確に予測することも可能となりました。こうした情報を基に構築された分散ポートフォリオは、多くの従来型のポートフォリオ・マネジャーから超過収益を奪うことになりました。

従来型の銘柄選択を行うポートフォリオ・マネジャーが勝つには、どうすれば良いのでしょうか。尻尾を巻いて逃げたと思われた方もいるかもしれませんが、しかし、従来型のポートフォリオ・マネジャーは、今でも実績を出し続けています。

多くの投資家、金融コンサルタント、金融アドバイザーは、今の市場は非常に効率的だと信じています。しかし、データによれば、株価には依然として大きな乖離が残されています。問題は、銘柄選択を通じて、継続的にこの乖離をリターンに変換できていないことだと思われる。

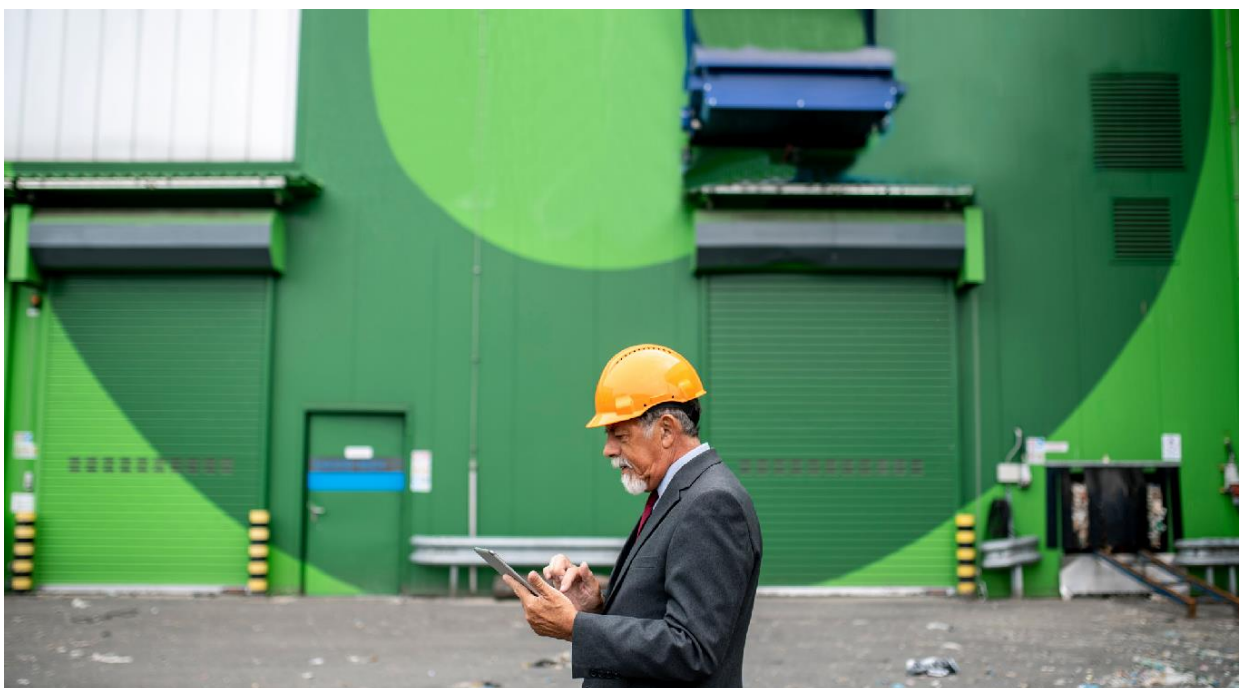
将来の企業業績は、過去の業績だけに左右されるわけではありません。それゆえに今後の企業業績を予測するための新しく、より良い方法を見つけることが必要です。過去の業績を分析することによるリターンが見込めないならば、その代替となる要素、すなわちアルファの源泉のための別の洞察が必要となります。長年、企業分析に携わってきましたが、2つの異なる企業が、同じような規模、場所、人材、製造過程を元に、同じような商品・サービスを、同じような顧客に販売しているにも関わらず、業績が、長期的には全く異なったものになるという事例を何度も目にしてきました。同じ業界、同じ原材料、同じ製品にも関わらず、異なる実績...なぜでしょうか。

その要因となるのは、無形の資産、つまり、財務諸表には表れてこない部分に潜んでいると思われる。無形資産には、企業文化、従業員・顧客との関わり方、研究開発の効果、環境・社会・ガバナンス（ESG）への重視度合いといったことが含まれます。脈々と続く無形資産を築くことは、短期的にはコストとなるかもしれませんが、長期的には大きな恩恵をもたらします。こうした無形資産は、財務報告書や決算書には、ほとんど記載されていません。無形資産の情報を取得し、理解し、判断していくのは難しいことです。それでも、無形資産は、長期的な業績を予測するには、とても優れた要素なのです。

無形資産には、企業文化、従業員・顧客との関わり方、研究開発の効果、環境・社会・ガバナンス（ESG）への重視度合いといったことが含まれます。

このようなアルファの源泉は、投資家が簡単に取得できる情報ではありませんが、ポートフォリオでは非常に重要な役割を果たします。無形資産のおかげで、ESG実績が優れた企業への投資ができ、ポートフォリオの売買回転率は低下し、取引コストが削減されます。特に重要な点は、無形資産を源泉とするアルファは、その銘柄固有のものとなり、従来型の定量的な分析によるアルファ源泉とは相関性が低いということです。無形資産によるリターンは、従来型のアルファ源泉とはそれぞれ異なるリターンをもたらすことから、本当のアルファと言えます。また、無形資産をアルファの源泉としてポートフォリオに組み入れることで、源泉を多様化することができます。

重要なことは、このようなアルファ源泉の追求は、投資において不可欠なプロセスであり、マネジャーの投資哲学に内包されるべきものであるということです。従来型の企業分析が終了した後に、確認や評価のプロセスを追加するのでは不十分です。ESGといった要素は、株式のファンダメンタル調査において、議論する余地がないほど重要な要素です。RBCグローバル株式運用チームでは、投資先企業に対する調査の一環として、経営とESGについて判断しています。



こうしたことは簡単に聞こえますが、実践には大きな課題を伴います。課題を分類すると二つになります。

1つ目はアルファの創出です。情報を適切に収集、照合、分析し、そこから結論を導き出すには、投資哲学、投資プロセス、ツール、スキル、専門知識が必要です。無形資産は一般的なものではありません。必ずしも比較可能性や一貫性のあるものではなく、また、完全なものでもありません。それを踏まえると、適切な結論を導き出す作業は、決して簡単なことではありません。

2つ目はアルファの組入です。長期的に優れた業績を上げる企業を見つけたとしても、それをポートフォリオに組み入れ、市場を上回るリターンを獲得するためには、別の課題があります。銘柄間の相関が想定外に高まった場合、大幅なプラスまたはマイナスのリターンにつながります。その結果、優れた銘柄選択から得られるアルファを押しつけてしまう可能性があります。したがって、意図しないシステムティックリスクによる影響を抑え、無形資産から得られるアルファの源泉を守るためのフレームワークを構築することが重要になります。

銘柄選択を行う投資家は、無形の資産による多くのアルファを利用できると考えています。無形の資産によるアルファの源泉は、財務諸表から読み取れるものではありませんが、長期的には優れた業績を生む要素となるものです。

結論として、コンピュータや定量的アルゴリズムが財務データによるアルファの源泉を利用しているように、銘柄選択を行う投資家は、無形の資産による多くのアルファを利用できると考えています。無形資産によるアルファの源泉は、財務諸表から読み取れるものではありませんが、長期的には優れた業績を生む要素となるものです。無形資産によるアルファを取得し、分析するには、従来見過ごしてきた「情報」に対して高い感応度をもつ投資哲学、投資プロセス、投資チームが必要です。特に、無形資産によるアルファを獲得するには、多様なスキルと専門知識を備えたチームが鍵となる点を強調したいと思います。

執筆者

ハビブ・サブジャリー

RBCブルーベイ・アセット・マネジメント

シニア・ポートフォリオ・マネジャー、グローバル株式ヘッド



グローバル株式チームのヘッドで、運用業界には25年以上携わっています。2014年にRBCグローバル・アセット・マネジメントに入社しました。それ以前は、ファーストステート・インベストメンツで8年間、チームとともにグローバル株式運用に携わりました。それ以前は、複数のアセットマネジメント会社で、中小型株リサーチ・ヘッド、グローバル株式ヘッド、北米・グローバル株式リサーチ・ヘッドなどを歴任しました。

ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス卒、英国勅許公認会計士資格、英国CFA協会 ASIP

ディスクレーマー

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す。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