

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1

コムジエストでは、企業の「クオリティ(質)」を運用プロセスの中心概念としています。その理由は、コムジエストの運用スタイルがグロース志向であるためです。株価が織り込んでいる以上の収益成長が見込まれる「グロース銘柄」に対し確信度を高める手段として、当該銘柄のクオリティ(質)に注目することは、数少ない実践的なアプローチの一つと考えられます。



Sébastien Thevoux-Chabuel
ESGアナリスト

ここで、「クオリティとは何か」という疑問が提起されます。弊社のPeter Shapiroは最近発表したレポートの中で、「クオリティは本質的に定性的なものである」と述べています^(注1)。筆者も、クオリティを評価する際には、何らかの合算値や概算値に限定すべきはでないと考えており、利益の標準偏差、純有利子負債/EBITDA(利払い・税引前・償却前利益)比率等はもちろん、やや複雑なピオトロスキー・スコア(Fスコア)^(注2)でさえ、不十分とみています。一方で、Peter Shapiroは「企業のクオリティは、事業の持続的競争優位によって規定され」、増分投下資本利益率(ROIIC)によって測定可能だと度々述べています。筆者も概ねこの見解に同意しますが、むしろ「事業の持続的競争優位が、企業のクオリティによって規定される」と考えます。両者(企業のクオリティと事業の持続的競争優位)がこのような関係にあることは、企業の財務的要素と非財務的要素が密接に結び付いていることを示唆するものです。弊社はこの点を踏まえ、環境、社会、ガバナンス(ESG)に関する指標や原則を、投資プロセスのみならず、バリュエーション評価の枠組みにも組み込んでいます。

本稿では、中核概念となるクオリティの定義を試みたくえ、分析指標であるESGについて説明を行います。パート1では理論的枠組みを提示し、パート2でその枠組みをケーススタディに適用します。なお本論に入る前に指摘したい点ですが、第1に、弊社の投資対象銘柄のすべてが以下で示す「クオリティの要素」を完全に備えているとは限りません。第2に、クオリティの定義は、極めて主観的な概念であり、例えて言えば、美的感覚に近いものがあります。そのため、「クオリティは判断する人によって異なる」と言っても過言ではありません^(注3)。

コムジエストの運用プロセスの中心概念は企業の「クオリティ(質)」

「クオリティとは本質的に定性的なものである」

ビジネスの持続的競争優位は、企業のクオリティによって規定される

ソリューションへのニーズと企業の目的が合致する場合にクオリティが向上

クオリティの定義について、第1に、メリアム・ウェブスター辞典を参照すると、「quality」の意味は曖昧かつ多岐にわたりますが、この概念を可能な限り単純化すると、「本質的な特性」と「優良さ」という2つの要素に集約されます。第2に、辞書のような簡潔さはないものの示唆的な定義として、ユネスコ(国際連合教育科学文化機関)は「目的への適合度の指標」としています。第3に、アメリカ品質協会(ASQ)は「顧客の成功につながるソリューションを追求しつつ、説明責任を果たし、明示的または暗示的なニーズを満たすこと」と定義しています。「quality」の語源はラテン語の「qualis(どのような性質の)」であり、企業のクオリティとは、(1)特異性ならびに(2)固有の目的、(3)社会の生態系の中でそれを果たす能力と定義されます。企業の「価格決定力」、利益の見通し、優位性などについてコムジエストで論じる際には、ほぼ例外なく、当該企業のクオリティが焦点となりますが、クオリティは企業固有の目的の社会的重要性に大きく左右されます。

注1. Shapiro, Peter. "Deconstructing the Comgest Quality Growth Approach" (<http://bit.ly/1TQBL57>).

注2. Investopedia. " Piotroski Score" (<http://bit.ly/1SyHV3W>).

注3. 「クオリティ」の概念を理解するには、Robert Pirsigの *Lila* (1991) および *Zen and the Art of Motorcycle Maintenance* (2006) (邦題『禅とオートバイ修理技術-価値の探求』、1990)が最も参考になるだろう。同書によれば、「哲学的に説明することは、...何かを主体・客体に分解する分析的なプロセスである。一方で『クオリティ』という概念は、主客に分解することはできない。これは、クオリティが非常に複雑な概念であるからということではなく、非常にシンプルで、直感的で明快な概念であるためだ。」なお、クオリティの定義としては、「見れば分かる」という筆者自身の祖母の言葉が最も的を射っているかもしれない。

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1

ここで、やや本筋からは逸れますが、この論点を掘り下げるため、1950年代に経営学者 Peter Drucker(ドラッカー)が提起した2つの問題に着目したいと思います^(注4)。それは“(1)企業とは何か、そして、(2)企業の責任とは何か、という問題です。Druckerは「企業固有の『社会的責任』とは、... 社会に内在する問題を、(顧客の経済的利益を介した)収益機会に転化し、有能な人材や高給の雇用を創出し

、株主の利益につなげること」と定義しています。これは、非常に簡潔ながらも強力な概念であり、社会的責任を果たす企業は目的の意義を明確化させることができます。Druckerは続いて「企業の特徴はその目的に規定される」とし、イノベーションや差別化を通じて、社会的効用を生み出すと論じています。イノベーションが社会の抱える問題にソリューションを提供する一方、差別化は収益機会の源泉となります。

—イノベーションは社会の抱える問題にソリューションを提供する一方、差別化は収益機会の源泉となる

なぜ差別化が収益機会につながるのでしょうか。文化人類学者の Gregory Bateson は「人間の認識は基本的に『差異』に基づく」と述べています^(注5)。問題解決型のイノベーションから収益を生み出すためには、企業は単独でそのイノベーションとの結びつきを強化し、その関係を持続させる必要があります。企業にとっての競争は、市場ではなく顧客の頭の中で繰り広げられます。顧客はその際、当該企業について、次のような根本的な問いを立てます。この企業はなぜ存在するのか？仮にこの企業が存在しなかったら、世界はどう変わっていたのか？この企業独自の組織・社会構造は何なのか？特に優れた分野は何で、それは何に活用されているのか？等の疑問です。このような核心的なテーマや部分にまで掘り下げた段階で、当該企業のクオリティを評価することが可能となり、また固有の社会的効用や業務プロセスという観点から当該企業を理解することができます。但し前提として、当該企業の目的や、その目的が社会の真のニーズ・要望とどの程度合致しているのかを把握できなければ、企業のクオリティを理解・見定めることは困難であると我々は考えており、この点をクリアして初めて、既存顧客と潜在顧客にとっての企業の重要性を決定・評価することが可能となります。

—企業に関する根本的な疑問：

—この企業はなぜ存在するのか？

—この企業が存在しなかったら、世界はどう変わっていたのか？

—この企業独自の組織・社会構造は何なのか？

—特に優れた分野は何で、それは何に活用されているのか？

例えば、フランスの化粧品会社 L'Oréal は、1909 年の創業時に「全ての人々に美を提供すること」という目的を掲げましたが、その社会的重要性は今日においても損なわれていません。弊社 Peter Shapiro の主張に立ち返れば、あるブランドが顧客に対して、何らかの黙示的な誓いを立てていない場合や特別感を与えない場合、どのようにして強い忠誠心を引き出し、価格決定力を高められるのでしょうか。L'Oréal ブランドは、あらゆる女性・男性が「いつまでも若々しく、魅力的に見せたい」という願望を追求できることを物語っており、研究開発担当者の絶え間ない努力がそれを支えています。

顧客中心志向の目的によって、強力で持続可能な競争優位が確立される

社会に多大な効用をもたらす企業は、対応している社会問題や社会的ニーズが変容し、新たなイノベーションに代替されるまで、その効用を維持することができます。社会の生態系において、特定の企業の重要性は一時的に終わる場合も長期間続く場合もあります。この点について決定的に重要なのは、顧客が今何を購入しようとしているか、何に価値を置いているかです。これが、ある企業がどのような企業になるか、何を生産するのか、成長／衰退するのかを規定します。顧客が購入し価値を置く対象は、厳密に言えば、製品そのものではありません。多くの場合、認識した効用つまり「製品・サービスが自分にもたらすもの」を顧客は購入しているのです。

注4. Drucker, Peter. Management. HarperBusiness; Revised edition (22 April 2008).

注5. Bateson, Gregory. Steps to an Ecology of Mind: Collected Essays in Anthropology, Psychiatry, Evolution, and Epistemology. University of Chicago Press (10 March 2000).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1

製品・サービスのクオリティは、企業側が決定するものではなく、顧客自らが判断し、対価を支払いたいと考える対象です。ソフトウェア業界の収益性が高いのはそのためです。このように、企業が顧客中心主義を徹底しているかどうかは、クオリティを評価するうえで極めて重要な要素と言えます。この点に関しては、目的の社会的重要性がいずれかの時点で低下することも留意すべきでしょう。顧客の動向に細心の注意を払っている場合のみ、企業はこの変化を予測することができ、次の目的に対応する方法を見出すと考えられます。従って、企業自身およびクオリティグロース(質の高い成長)志向の投資家は、“「事業が現在順調かどうか」ではなく、「顧客のニーズが変化している中、或いは、満たされていない中で、自社が何をすべきか」”に焦点を絞るべきでしょう。ウォルマートの創業者Sam Waltonはかつて次のように述べました。“「ボスはただ1人、顧客だ。顧客はお金を使う場所を変えるだけで、会長から末端従業員に至るまで、会社のあらゆる関係者を解雇できる。」”世界や未来は絶えず変化することから、グロース投資はリスクを伴います。それを低減する方法は非常に限られています、企業の真の「クオリティ」を入念に分析することがその一つであることは明らかです。

一企業の目的の社会的重要性が低下することは不可避である。顧客の動向に細心の注意を払っている場合のみ、この変化を事前に予測・対応することが可能であり、企業が顧客中心主義を徹底しているかどうかを分析することは極めて重要

概して、明確な目的を打ち出せるかどうか、当該企業の社会的重要性や差別化、ひいてはクオリティを左右します。目的や他社との違いを明確化できない企業は、顧客に受け入れられず、必要とされることもありません。加えて、この種の企業は、環境の変化にも柔軟に対応することができないと考えられます。というのも、企業が変化の風を捉えるには、組織全体が顧客と結び付き、顧客の動向を注視する必要があるためです。一方、企業が顧客にとって重要な目的を掲げている場合、彼らを惹き付けるのはさほど難しいことではありません。逆もまた然りで、目的の重要性と集客は互いに強化し合う関係にあり、フィードバック・ループが形成されています。

時代の精神を捉えた製品やブランド、企業が、一過性の流行に終わることなく、社会インフラの一部として定着するには、企業の目的、独自性、重要性、特性といった要素が前提条件となります。これがまさに、「クオリティグロース企業への投資」というコムジェストの運用スタイルの本質です。そもそも、人間と他の動物との大きな違いは、物事の目的や意義を深く追求する点にあります。意義の見出せない環境はストレスの原因であり、人々はその環境に長期間留まることはできず、絶望や病気に苛まれます^(注6)。ある科学研究において、人生の意味を平均的な人よりも強く認識できる人は(標準偏差=1とする)、向こう14年以内の死亡確率が15%低下するとの結果が出ています^(注7)。

企業目的の設定は、ガバナンス向上を目指すリーダーの責務

企業の目的や価値観は多くの場合、クオリティとともに、対外的(顧客)のみならず対内的(従業員)にも長期的な可能性や見通しを高める効果を持ちます。

「ボスはただ1人、顧客だ。顧客はお金を使う場所を変えるだけで、会長から末端従業員に至るまで、会社のあらゆる関係者を解雇できる。」

— Sam Walton(ウォルマート創業者)

注6. Frankl, Viktor. *Man's Search for Meaning*. Beacon Press (2006).

注7. Hill & Turiano. "Purpose in Life as a Predictor of Mortality across Adulthood". *Psychological Science* (2014).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1

大半の大手企業はその「存在意義」を見失いがちで、日々の業務、組織管理、官僚主義が足かせとなり、企業文化の弱体化に直面する傾向にあります。これが特に顕著に表れるのが大型のM&A(合併・買収)であり、この場合、企業の「存在意義」が失われかねず、異なる企業文化間の衝突も発生すると考えられます。急速に社会が変革する中、スタートアップ企業は通常、老舗の大企業と比べて、存在意義の確立に多くの労力を要します。これは、「時代精神(zeitgeist)」を捉えつつ、社会問題のソリューションとなる分野を一から創り出す必要があるためです。興味深いことに、長期投資を前提とし、既存・潜在リスクにさらされているベンチャー・キャピタルの間では、この点は当然視されています。これらは、株式ポートフォリオ・マネジャーの間では、あまり一般的な問題ではありません。ベンチャーキャピタリストで、ビジネスインテリジェンス(BI)ソリューション・プロバイダーBusiness Objectsの創業者でもあるBernard Liautaudは、直近のインタビューの中で次のように語っています。

“「偉大なリーダーには3つの特長があると私は考えています。第1に、彼らは、会社としての使命や目的を全従業員が把握・実践できるよう、方向性や指針をはっきりと提示します。これにより、従業員は日々対応すべき業務について、上司の指示を仰ぐ前に、自ら判断することが可能となります。第2に、従業員のモチベーションを高め、難易度の高い業務の遂行を促します。それによって、(従業員自身が困難と考えた場合でも)彼らの能力を最大限引き出すことができます。第3に、有能なリーダーは、従業員に対して行動規範を示します。」”

一偉大なリーダーの3つの特長:

一会社としての使命や目的を全従業員が把握・実践できるよう、方向性や指針をはっきりと提示する

一従業員のモチベーションを高め、従業員自身が不可能と考えた場合でも、難易度の高い業務の遂行を促す

一適切な行動規範を提示する

Bernard Liautaud(ベンチャーキャピタリスト/Business Objectsの創業者)

目的を設定することは理に適っており、人々がより多くの課題を成し遂げ、自らの限界を引き上げる誘因となります。哲学者 Friedrich Nietzsche(フリードリヒ・ニーチェ)は「人生の目的があれば、大抵のことは耐えられる」との名言を残しています。これは、個々の人間のみならず、企業にも当てはまりますが、その目的が効果的に機能するには、現実的な内容であることが求められます。企業がなぜ存在するのか、或いは、なぜ反感を買い、顧客離れや不信感を招くのかという視点を含む必要があります。また目的は、事後的に戦略に加えるものであってはなりません。さらに重要な点として、目的は企業固有のものとして設定され、過去からの連続性を持ちます。つまり、企業の歴史や創業者の遺産をベースに構築されるべきであり、例えば、一人のCEOが一時的な宣伝効果を狙って突発的に考案するものではありません。

次にイノベーションとの関係を検討します。インセンティブに関する過去数十年の心理学研究において、人間が優れたパフォーマンスを上げるうえで、外的な動機よりも内的な動機の方が、はるかに強力な誘因になることが明らかとなっています。内的な目標が、ある業務やその結果に関する個人的な関心や喜びに起因する一方、外的な動機は、その行動によって外部からの利益(金銭的報酬や罰則の回避等)が得られるかどうか依存しています。より具体的に言えば、内的な動機は、企業経営のような「ヒューリスティックな(試行錯誤しながら結論に近づいていく)」仕事においては優れた結果をもたらす傾向にありますが、一定の確立した方法に則って成果を上げる「アルゴリズム」的な仕事においては、さほど良い結果を残すことはできません。ヒューリスティックな仕事には、試行錯誤、創造力、独力またはチーム協働での問題解決能力が不可欠であり、その過程で、寛容さ、好奇心、集中的な取り組みが必要となります。このことは、創業者の内的な目標に満ち溢れたスタートアップ企業が、なぜ老舗の大企業よりも多くのイノベーションを生み出すことができるのかを概ね説明しています。企業にとって成長は容易に達成できるものではなく、多くの場合イノベーションが求められるため、高成長を目指す企業の大半は、内的に動機付けられたリーダーを必要としています。このテーマに関する数多くの研究から示唆されるように、Einstein(アインシュタイン)が仮に1,000万ドルを与えられたとしても、「相対性理論」をより精緻化できたかどうかは疑わしいでしょう。

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1

イノベーションの創出という点では、外的動機よりも内的動機が強力な誘因に

内的な動機には、(1)高い自律性、(2)ある程度の技術的挑戦、(3)明確な目的という3要件が求められます。「安い給料にはそれなりの人材しか集まらない」との格言もありますが、反面、「過度に高い給料を提示すれば、外的動機が非常に強い拜金主義者を引き寄せかねない」と言うこともできます。非常に高水準の給与体系が採られている企業では、外的動機が強いことが示唆され、企業としての目標が副次的であることは明らかです。加えて、CEO 自身が法外な報酬に動機付けられている企業では、全従業員に外的な動機付け(アメとムチ)が与えられる可能性があり、各従業員は次第に、内的な目標や注力すべき最終的な目的を忘れ去ります^(注8)。あらゆる企業や業界は、この2つの動機の間で最適なバランスを模索すべきですが、銀行(特に投資銀行)については例外と我々は考えています。銀行は他の業種に比べて顧客中心主義が弱く、社会的効用を高めるような強力な目的が設定されるケースも稀です。非常に多くの銀行では、目先の報酬を増やし続けることこそが目標であり、往々にして、顧客や一般市民の利益が損なわれる形となっています。

取締役会は「クオリティ」の最終的な管理者として、自社の目的や企業文化に説明責任を負う

一内的動機の3つの重要な要素:

- 一高い自律性
- 一ある程度の技術的挑戦
- 一明確な目的

我々は、企業の目的・文化を「クオリティ」の向上に結び付けることを、取締役会の中核的役割に据えるべきと考えます。企業としての目的を設定し、経営幹部のパフォーマンスを評価する際、取締役会はその目的を明確化し、幹部全員に動機付けを持たせ、説明責任を果たせる状態にすることが求められます。その意味で、企業の目的はガバナンス構造に組み込む必要があるでしょう^(注9)。ガバナンスの問題は多くの場合、企業内の管理職・非管理職の法的関係、或いは、本人・代理人関係に集約されます。強力な目的を設定すれば、単に報酬・懲罰を導入した場合(に期待される効果)と比べて、はるかに効率的にエージェンシーコスト(株主と経営者の利益相反により発生するコスト)を抑えられます。抑制と均衡のメカニズムの有効性が明らかだとしても、異なる手段として、エージェンシーコストそのものを発生させないような仕組みを構築することも必要と考えられます。この点に関連し、生物学者の Isaac Asimov は次の言葉を残しています。「人としての節度を持たせる誘因が報酬・懲罰体系のみであるならば、恥ずべきことだ。」^(注10)



抑制と均衡のメカニズムは、効率的なガバナンス体制の確立にとって不可欠な要素と言えますが、取締役会が経営幹部の自律性の程度を最適化し、内的動機を高められる構造を作ることができれば、取締役会の役割の重要性は一層明確になります。取締役会の責任の重要性が最も高まるのは以下の場面です。(1)経営幹部が個人・集団レベルでどの程度の成果を上げ、どの程度新たな知識を学ぶ必要があるのか、(2)あらゆる状況において、当該企業がどの程度のリスクを許容できるのか、これらを決定する場面です。最後に、取締役会にとっての最重要任務の一つは、事業の目的や企業文化を必要に応じて、構築、改善し、この2つの中核的要素(目的と文化)を後の体制に確実に継承することにあります。

注 8. Bénabou, Roland and Tirole, Jean. "Bonus Culture: Competitive Pay, Screening, and Multitasking" (<http://bit.ly/1MTvslU>). なお、Jean Tirole 氏は 2014 年ノーベル経済学賞の受賞者である。

注 9. 「目的を基盤としたガバナンス」の全体像を理解するには、手始めとして、Colin Mayer 教授による講演「Reinventing the Corporation」(於オックスフォード大学サイード・ビジネス・スクール、2015 年)を参照されたい(<http://bit.ly/1vLGJ37>)。

注 10. Moyers, Bill. Isaac Asimov on His Faith in the Power of Human Reason (<http://bit.ly/1AphmMk> 17 October 1988).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1

経営幹部が職務を遂行する際に、適切な内的動機付けを持ちながら、優れた企業倫理を実践できるようにする構造は、金銭的報酬・懲罰のみに基づくシステムと比べて、多くの場合効果的です。哲学者Robert Pirsigであれば、「経営幹部や取締役に必要な要素は『配慮(ケア)』だ」と言ったかもしれません^(注11)。企業幹部は、顧客、従業員、株主に配慮する必要があり、多くの同族経営企業が非同族企業より高い業績を上げられるのも、この点と大きく関係しています。非同族企業では、取締役や経営幹部の中に、その会社に愛着や深いつながりを持っていない者や、企業の目的・文化を本質的に理解していない者がいるケースも往々に見られます^(注12)。

企業の文化と目的が一体化することにより、イノベーションや従業員相互の信頼が創出され、企業としてのクオリティが向上

一取締役会の役割は、企業の目的を明確化し、幹部全員に動機付けを持たせ、説明責任を果たせる状態にすること

多くの大企業にとって、目的と差別化の有効性を維持する最良の方法は、強力な文化を浸透させることだと考えられます。文化が強力であれば、物事の経緯やその理由が明確になり、社歴の浅い従業員もベテラン社員と同様に、意思決定や行動計画を迅速に遂行することができるからです。企業文化は実際のところ、業務の内容・方法に関する善悪の判断基準として当該企業に根付いた倫理観、社会規範、暗黙の信念の集合体に過ぎません。企業文化は、業務上の意思決定や行動規範を規定するもので、その根底には、従業員全体が共有する認識があります。従業員は言語・非言語を介して黙示的に企業文化を理解しています。例えば、仮にある従業員が不適切な行動をとった場合、文化が浸透していれば、マネージャーがそれを指摘したり、内規違反や罰則を適用したりする必要はなく、他の従業員が自発的にその行動を非難すると考えられます。問題を起こした従業員は、組織の秩序や倫理を脅かすリスクがあることから、排除の対象となります。企業文化は、顧客中心主義、説明責任の基準、倫理違反への寛容度を規定するほか、評価、能力主義、適応力、相互関係などの中核的な概念を決定します。加えて、「正しい行動規範」を基盤とする環境は、あらゆる場面で適切な信頼関係を築くことにつながると考えられます^(注13)。

一取締役会の重要任務は、事業の目的や企業文化を構築、改善し、後の体制に確実に継承すること

企業が文化を構築するプロセスは、創業者が過去に行った様々な選択に直接規定される一方、多様なフィードバック・ループが文化の自然淘汰を促します。従って、企業文化の特色を理解するうえで、創業期の歴史を学ぶことは極めて重要です。この点は、コムジェスト独自のリサーチプロセスにも反映されています。フランスの化粧品会社L'Oréalの現在を理解するには、創業者のEugène Schuellerが1920年代に積み重ねてきたことを紐解く必要があります。多くの企業は創業期にその特色を形成し、企業文化の中核となる企業としての目的を明確化します。それが行われて初めて、従業員の入替わりに左右されることなく、常に文化が目的の有効性を保つ仕組みが作られます。我々の経験上、企業文化は経営資源を収益に転化する能力と直結しているため、それを分析することは投資家にとって非常に有益です。例えば、一部の企業には、従業員のコミットメントを尊重する文化があります。

注11. Robert Pirsigは次のように述べている。「『配慮(ケア)』とクオリティは一つの物事を内側と外側の両方から捉えた概念である。つまり、目の前の物事に、クオリティを見出し、感じられる人は、配慮できる人である。同時に、目の前の対象や行動に配慮できる人は、本質的に一定のクオリティを備えていると言える。」

注12. EHDEC Business School. "Family Firms and Performance: Where Do We Stand?" (<http://bit.ly/23DCtvs>).

注13. フォード・モーターの創業者Henry Fordは、クオリティ(品質)とは何かを突き詰めた末、次の定義にたどり着いたようだ。「品質とは、誰も見えていないときにきちんとやることである。」Ford Henry. *Today and Tomorrow*. Doubleday, Page and Co. (1926).

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1

—多くの企業は創業期にその特色を形成し、従業員の入れ替わりがあっても、価値観を維持することが可能

—企業文化は経営資源を収益に転化する能力と直結しているため、その分析は投資家にとって極めて有益

—クオリティの向上に必要なのは、企業の理念に共感する人材や、価値観が共有できる顧客の問題解決に意欲的な人材を採用すること

Gemalto(デジタルセキュリティ製品)やNovo Nordisk(医薬品)などの企業では、コミットメントを示さなかったり、それを遂行しなかったりすることは、例外的で、評価されません。一方で、例えばL'Oréalは、イノベーションを重視する企業文化を持っており、常に自社の業務に疑問を投げかけ、改善していく風土が根付いています。

では、明確な目標や強力な文化を持つ企業とは、どのような組織なのでしょう。こうした企業は、内的動機を持つ従業員のグループで構成され、従業員は相互に信頼感を持つことから、優れたアイデア・能力の共有が可能となり、真のイノベーションの創出につながっています。人間相互の信頼はそもそも、食料や住居の確保が脅かされる状況下で生まれた感情であり、人類は共通の目的やルールを基盤に、ある種の集団的利益を構築することが可能となりました。原始時代、マンモスを狩りに出かけるには、仲間に妻子の面倒を見てもらう必要がありましたが、そこに信頼関係がなければ、リスクを取る者などいなかったでしょう。リスクを取ることができなければ、様々な探検、実験、社会全体の発展も全くなかったこととなります。この点は非常に示唆的です。人間は、自分が属する文化や組織に信頼を置く場合にのみ、文化や組織全体の発展のために、「キャリア」リスクを取ることが可能と考えられます。これは多くの場合、イノベーションの前提となりますが、実際のところ、目的や価値観が不明確な大企業の大半で欠落している要素です。企業の結束を強めるのは、過去の製品やサービスではありません。また、イノベーションを生み出す企業になるかどうかを決定する要因は、組織の規模、ブランド、研究開発予算、財務力などではなく、企業の文化にあります。つまり、(CEOから受付係に至るまで)あらゆる従業員が共有する強い信念や価値観です。企業としてのクオリティを高めるという観点では、単に企業にとって必要なスキルを持つ人材を採用したり、資金力のある顧客を説得したりすることは最終的な目標にはなりません。むしろ、企業の理念に共感する人材や、価値観が共有できる顧客の問題解決に意欲的な人材を採用することを目指すべきでしょう。

冒頭の内容に戻りますと、「現時点での企業のクオリティは、事業の競争優位によって規定される」という弊社 Peter Shapiro の主張は、筆者も同意するところですが、本稿では加えて、将来のクオリティを評価する際には、中核的な目的が都度微調整されているか、ならびに、目的を収益機会につなげるという点で企業の文化が妥当であるかが、最良の指標になることも付言しておきます。ここまでの内容を踏まえ、読者は「全て納得できたが、では、投資対象企業の目的や文化をどのように評価するのか？目的や文化は、たとえ曖昧ではなかったとしても、流動的なものであり、緻密な分析との適合性や実用性に乏しい概念ではないか？」との疑問を抱いていることでしょう。

本稿パート2では、様々な手法とケーススタディを活用し、投資家が企業の「クオリティ」を量的に評価する際に、ESG分析や財務分析がどのような形で役立つのかについて、説明を行います。

SÉBASTIEN THEVOUX-CHABUEL

企業の「クオリティ」の本質とESG投資の有効性

パート1



Sébastien Thevoux-Chabuel
ESGアナリスト

Sébastien Thevoux-Chabuel(セバスチャン・テヴ・シャビュエル) 仏・ESCP卒。その後仏ソルボンヌ大学大学院にて金融工学の学位を取得。1998年ドイツ銀行のバイサイドのアナリストとしてキャリアをスタートさせ、BFT Gestion(現クレディ・アグリコル)に移籍後ポートフォリオマネージャーを担当。Oddo Securitiesではテクノロジーアナリストを担当後、社会的責任投資(SRI)アナリストを5年間担当し、2013年にESGアナリストとしてコムジエスト入社。欧州企業及び米国企業のESG調査を担当しており、企業とのミーティング及び経営陣とのエンゲージメントに企業担当アナリストと共に従事し、ESGレポートの作成を行っている。

業務内容: 当社は金融商品取引業者として投資運用業、第二種金融取引業及び投資助言・代理業を行っております。尚、現在本邦のお客様に対する助言業務は行っておりません。

運用報酬(消費税込): 当社の投資運用サービスをご利用になる場合の当社の報酬については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提(投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等)により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等: 当社の投資運用サービスをご利用になる場合、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。これらの費用については、投資運用業において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。**リスク情報:** 投資運用業において行われる運用は、主に国内外の株式や公社債等の債券などの値動きがある有価証券を投資対象としており、投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあります。投資対象は、個別の投資信託または投資一任契約毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資信託または投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資信託または投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資信託または投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。

注記: 本資料に記載されている過去の例はあくまでも投資運用業務における運用のご参考として表示したものです。過去の例は将来の運用成果を保証するものではありません。

本資料はコムジエスト・グループの運用方針やファンドの商品性格および運用状況等に関する情報提供を目的に、コムジエスト・エス・エー社が作成した資料等に基づき日本コムジエスト株式会社が作成したものです。本資料は、当グループのファンドの取引を勧誘又は推奨するものではなく、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。特定の商品や取引、あるいは資料中に個別の銘柄名等が含まれている場合であっても、当該銘柄への金融商品取引を勧誘・推奨するものではありません。

本資料は弊社が信頼できると考える情報等に基づいて作成されておりますが、その正確性・完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。投資される際には、投資リスク及びご負担いただく手数料などの諸費用について約款等でよくご確認の上、ご自身の責任と判断をお願いします。

当社の事前の承諾なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配付等する行為はお断りします。