



ビスケット、参入障壁、そして企業利益

原材料が製菓メーカーのバランスシートに及ぼす影響

ケーキの定義をご存知でしょうか？ またはヨーグルトはいかがですか？ 低脂肪と無脂肪の違いをご存知でしょうか？

読者の皆様には極めて退屈な話かもしれませんが、このような定義こそが、企業のビジネスモデルの核心に迫り、最終的に企業収益を左右する可能性があるものなのです。その財務的な影響は大きく、生活必需品セクター株の場合、小規模プレイヤーの参入障壁となって、既存プレイヤーに有利に働く可能性があります。

我々がこのトピックに注目したのは、フレンチドレッシング（そもそもアメリカが発祥ですので「フレンチ」というのは誤称ですが...）に関する米国の一部規制がなくなった経緯に関するNPR（米国公共ラジオ放送）の記事がきっかけでした。当然のことながら、規制といえば、競争に関する規制、あるいは食の安全性に関するものを考えるかもしれません。しかし実際には、上記のサラダドレッシングの規制は、原材料名にまで及んでおりました（全体の35%は植物油でなければならない、トマトペーストや香辛料は必須ではない、など）。

こういった規制は1950年以降、特段議論の対象になっていませんでしたが、ランチドレッシングやイタリアンドレッシングといった競合品の爆発的な増加を受け、アメリカ食品医薬品局（FDA）は、1998年にフレンチドレッシングの「製品基準」を廃止することにしました。それはもはや消費者に資するような公正な取引とは関係がないからです。

別の食品に関する規制廃止を挙げると、ヨーグルト、低脂肪ヨーグルト、および無脂肪ヨーグルトの製品基準に関するものがあります。最新の規制では、後者2つはFDAにて一般的な定義があり、砂糖ではなくアガベシロップを使った製品など、伝統的な食品の派生バージョンも認めています。また、「生きたヨーグルト」のラベルを付けるために含まなければならない活性菌の最小量も定義されています。

“これらの一見些細な定義は、企業、ひいては株主にとって、長期にわたる大きな経済的影響をもたらす可能性があります。”

たとえば、FDAが2018年に発表した栄養イノベーション戦略は、これまでの方向性を大きく変えるもので、変革のための柔軟性を認めながら、栄養科学に新たにスポットライトを当てるものでした。これは、経営レベルでの大きな戦略転換を促しました。こうした戦略転換が企業の株価にすぐに反映されるとは限りませんが、収益性への長期的なインパクト、企業の資本的支出や株主への配当能力など、投資を考える者にとっては全てが重要です。



例えば、ある焼き菓子がケーキなのかビスケットなのかという議論は、表面的には英国独特のもののように思えるかもしれませんが、1990年代初頭には、マクビティ社製のジャファケーキ（訳注：イギリスの定番のチョコレート菓子）がビスケットなのかケーキなのかを巡って裁判にもなっています。

なぜこの論争が重要なのか？それはこの判決が、マクビティ社の2億ポンドもの収益に影響するかもしれないからです。¹

英国の法律ではビスケットは贅沢品と見なされていたため、VAT（付加価値税）は20%課税の対象とされますが、一方ケーキは主食と見なされるためVATは非課税が適用されます。英国の税当局は、ジャファケーキはビスケットであると主張しましたが、マクビティ社は、ビスケットは日が経つと湿気って柔らかくなる一方、ケーキは固くなっていくという特性の違いを主張し、この訴訟はマクビティに有利な判決が下されました。その結果、毎年11億9000万ポンド相当製造されるジャファケーキにはVATがかかりません。

一方で似たような法廷闘争で、プリングルスのメーカーであるプロクター・アンド・ギャンブルは、VAT対象となることを回避すべく、プリングルスはポテトチップスではないと主張しましたが、同社にとって残念なことに政府に有利な判決となりました。

プロクター・アンド・ギャンブルは数百万ポンドの課税に直面することになったうえ、プリングルスにはジャガイモが50%未満しか含まれていないことが世の中に知れ渡ってしまったのです。²

このような規制の問題は消費財だけに限りません。1890年代、米国最高裁判所は輸入業者に港湾税を払わせるべく、トマトの定義を「野菜」に変更しています（植物学的には果物であるにもかかわらず）。英国では、2014年に税当局が「ブリッジ」（訳注：トランプゲームの一つ）はスポーツではなくゲームであると判断したため、クラブは競技の参加料に課せられたVATの還付を受けることができませんでした。³

雑学の観点から面白いものもありますが、これらの規制の細かさにはそれなりに根拠があります。商品の構成成分が分からないといったことがないよう、正確なラベルを記載することで消費者の安全を確保し、市場経済を正しく成り立たせているのです。

これが投資家にとって重要である理由は、規制対応がコストの増加に繋がる可能性があるためです。

新たな規制は、製品分類に関する直接的なコストと、安全性および登録要件といった形での間接的なコスト、そして販売方法に影響します。したがって、企業がこれらについて常に最新情報を入力し、事態の趨勢を見極めることは非常に重要なのです。

このような複雑な規制の存在は、新規参入者にとって参入障壁となる可能性があります。既存の業界リーダーたちは、規制の変更が遅れずに対応できるよう法的小および製品開発面での体制を整備することで恩恵を受けられるでしょう。「定義の変更」が2億ポンドもの税負担に繋がる可能性があるのであれば、投資家はこれを過小評価するべきではありません。

¹Kersey's Solicitors, 2021

²The Guardian, 2014

³The Guardian, 2014



“規制対応が思わぬビジネスコストの増加に繋がる可能性があります”

”

ディスクレマー

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーヅング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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。

以上



Global Asset Management
BlueBay Asset Management