

グローバル・エクイティ・オブザーバー

コンパウンダーがイソップ寓話の カメのように勝利する理由

アクティブ・ファンダメンタル・エクイティ | インターナショナル・エクイティ運用チーム | インベストメント・インサイト | 2018年12月

イソップの寓話にカメがウサギと競う話があります。ウサギはもともと足が速いため、大きくリードしますが、慢心して昼寝したため、コツコツと歩いたカメが勝利します。投資の世界では話が若干異なります。初めはウサギがリードし、市場から途方もなく高水準のバリュエーションを得るでしょう。しかし残念ながら、四本足の毛でおおわれたウサギは不幸な結末を迎えます。農民またはその他の捕食動物に捕らえられるか、深刻な不況の中で凍え死ぬか、株価の乱高下のような荒れ模様の天気には振り回される可能性が高いでしょう。一方、カメは着実に歩き、おそらく厳しい環境下でも甲羅で身を守ります。

複利のように利益を増幅できる“コンパウンダー銘柄”とカメがまったく同じわけではありません。なぜならば我々の保有するコンパウンダー銘柄は甲羅で覆われたのろのろしたカメよりも俊敏と思われるからです。そうは言っても、複利のように利益を増幅させることができるかどうかの鍵は、緩やかに安定した成長と高い利益率の持続にあります。例えば、年間増収率が4%で、利益率の改善により更に1%増益し、またフリー・キャッシュフロー利回りが約5%の企業であれば、最終利益は複利のように増幅され、長期的な増益率は10%に近づくでしょう。こうした企業は優れた絶対リターンを実現し、投資資金は7年間で倍になります。一方で、クオリティの低い企業は、厳しい環境下で悪材料を抱えるものです。ウサギがコンパウンダーであるカメに匹敵するリターンを達成する可能性は低いでしょう。市場でも、長期的には、緩やかながら安定した成長を実現する銘柄が勝利します。問題は、コンパウンダー銘柄は非常にまれであり、カメを見つけるよりも困難である点です。以下でどのようにコンパウンダーを発掘するのかを説明します。

筆者



WILLIAM LOCK
インターナショナル・
エクイティ運用チーム
運用責任者



BRUNO PAULSON
マネージング・ディレクター



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
エグゼクティブ・ディレクター

「市場でも、長期的には
緩やかながら安定した成長を
実現する銘柄が勝利」



コンパウンダーの本質は何か

コンパウンダーの核心は、強力で複製困難な無形資産にあります。ブランドやネットワークが例として挙げられ、コンパウンダーはこれらの無形資産を背景に価格決定力を有することができます。コンパウンダーの売上の多くを継続的な売上が占めているため、売上が予想可能で、かなりの利益成長が期待できます。経営陣が株主を重視していることも極めて重要です。資本を慎重に管理し、フランチャイズを永続的に維持するためにイノベーションと広告に十分な投資を行っていることが、優れた経営陣の試金石となります。

コンパウンダーの発掘方法

コンパウンダーがどのセクターで見つけられないかを説明するほうが簡単と言えるでしょう。銀行、公益、通信（コミュニケーションサービスというセクター名称に変更されたとしても）、鉱業およびエネルギーの企業の利益率は低く、景気循環の影響を受け易く、プライス・テイカー（価格決定力が無い者）であるため、複利のように利益を増幅させることはできません。コンパウンダーが最も多く見受けられるのは、生活必需品セクターと情報技術セクターのサブセクターであるソフトウェアおよびITサービスであり、実質的に「消費者から選ばれるブランド、企業に必要とされるソフトウェアおよびサービス、消費者から信頼されているネットワーク」が該当します。2017年5月のレポート「情報技術における勝者と敗者」および6月のレポート「アマゾンの覇権は間近か」で、これら両セクターに対して我々が何を求めているのか論じています。

「コンパウンダーが最も多く見受けられるのは、“生活必需品”セクターと、“ソフトウェアおよびITサービス”サブセクター」

コンパウンダーの財務状況

コンパウンダーは強力な無形資産を有しており、投下資本利益率を高めることができ

ます。また、価格決定力と売上の多くを占める継続的な売上によって、高い粗利益率を維持でき、売上が安定しているため、厳しい環境下でも健全かつ着実に利益を成長させることができます。また、投下資本利益率が高い（＝設備投資が少ない）ため、利益の多くが現金として残り、フリー・キャッシュフローを増加させることができます。最後に我々は、フリー・キャッシュフローが価値の低い買収に使われるのでは無く、株主に還元される事を評価します。貸借対照表に関しては、短期的に「効率的」である事よりも、長期的に頑強である事を評価します。

コンパウンダーであるかどうかを判断する際の主な課題

現在企業が利益を上げているかどうか、過去に利益が複利のように増幅したのかどうか見極めるのは容易です。しかし、これが続くのかどうか、または高水準の利益率と利益成長を維持できなくなるのか見極めるのは困難です。高水準の利益率を実現している理由（主な無形資産は何かなど）を探ることが最初の作業となります。続いて、これらの資産に対する無数の脅威（流行、技術、環境・社会面の問題）を分析することが次の重要な作業となります。高水準の利益率を持続できる、またはさらに改善できる可能性が高く、利益の安定成長が見込まれるという結論に達したとしても、ガバナンス面での確認も必要となります。なぜならば、短期的な利益を求めて過小投資に陥る、または資本配分が適切でないため、経営陣が複利のように利益を増幅できなくなる可能性があるからです。経営陣との面談および報酬制度を理解することでクオリティの低い経営のリスクを軽減することができますが、こうした作業は型通りのものではなく運用チームの知見に左右されます。

たばこ会社は今後も複利のように利益を増幅できるのか

たばこ業界は価格決定力を有しており、これが重要な資産となっています。たばこは常習性のある製品であり、数社が業界を独占しています。また、継続的な増税分が購入価格の大部分を占めており、これらを背景に

毎年5%程度値上げしてきました。そのため、過去50年以上にわたり、規制強化のマイナス影響が値上げにより埋め合わされてきました。最近の米国における可燃性たばこのニコチン含有量削減およびメンソール禁止に関する規制動向は、現在のところ少なくとも、長期的な傾向に変化をもたらすものではなく、実施されるにしてもまだ先になると考えています。

「現在の景気循環後期の環境は、特にコンパウンダーにとって有利」

業界に変化をもたらしたのは、加熱式たばこ・電子たばこといった“次世代たばこ”の新たな技術の導入です。この変化を背景に、代替ニコチン製品の供給の可能性を踏まえて、規制当局は従来の可燃性たばこに対する規制を強化しており、その主な影響は競争環境に及んでいます。従来、たばこの市場シェアは安定していましたが、新製品の影響を受けています。日本ではフィリップ・モリス・インターナショナルの加熱式たばこIQOS（アイコス）が市場の16%を占め、米国では電子たばこのJUULが既存製品を脅かしています。これらの次世代製品を擁するたばこ会社がシェアを伸ばし、複利のように利益を増幅できる一方で、他社が同じように利益を増幅することは不可能であると我々は考えています。そのため、たばこ業界で投資可能なユニバースは狭まっており、当運用戦略に占める比率はピークの約25%から10%未満に低下しています。

今がコンパウンダーに投資する好機か

市場は短期的かつ相対的な見方をする傾向にあるため、コンパウンダーが割安になることがたびたび見受けられます。中長期的な視点に立てば、いつでも、コンパウンダーに投資する好機です。とは言え、コンパウンダーは景気悪化局面においても利益を維持できるため、現在が景気循環の後期である事を勘案すると、特に貴重な投資対象と言えるでしょう。

本書は、インターナショナル・エクイティ運用チームが作成したレポートを、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社が翻訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には、原文が優先します。

本書はグローバル・フランチャイズ運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示書類ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることもあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を行うものではありません。

1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を行使するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごと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ので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従って、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

費用について

投資一任契約に基づいて直接投資をする場合の費用

投資顧問料率

25億円までの部分に対して	0.864% (税抜 0.800%)
25億円超 50億円までの部分に対して	0.810% (税抜 0.750%)
50億円超 100億円までの部分に対して	0.756% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.702% (税抜 0.650%)

※ 表記の料率は年率表示です

※ 上記以外に投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の報酬体系は上記と異なる場合があります

※ 契約資産の性質・運用方法等により、お客様と協議の上、最低受託額、受託額及び投資顧問料率を別途取り決めることがあります

※ 税込料率は法律に定められる税率が適用されます

また、投資一任契約に基づく組入資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。（当該手数料等につきましては、運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません。）

最低受託金額

効率的な運用を実現するという観点から、個別口座の最低受託金額を50億円と設定しております。

《ご注意》

上記に記載している費用項目につきましては、一般的な投資一任契約を想定しております。受託資産の運用に係るリスクや費用については、投資一任契約を締結する際に、事前に契約締結前書面をご覧ください。

投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の費用

組入れ予定の投資信託は、弊社がお客様と締結する投資一任契約に基づいて投資を行うための専用ファンドであり、当該目的での利用に限定しております。

投資顧問料率

一律0.81% (税抜0.75%)

組入れる投資信託で弊社が運用報酬を受領する場合、上記料率から控除して投資顧問報酬額を算出します。

- 組入れ予定の弊社設定投資信託から弊社が受領する運用報酬はございません。したがって、投資顧問報酬額は上記の年率0.75% (税抜) で計算されます。
- 表記の料率は年率表示です。
- 契約資産の性質・運用手法等により、お客様と協議の上、別途報酬額を取り決める場合があります。
- 税込料率は法律に定められる税率が適用されます。

投資信託にかかる費用

信託報酬	年率0.054% (税抜 年率0.05%) 内、委託者報酬 (運用報酬) ありません
------	---

信託財産留保 (相当) 額	基準価額に0.20%を乗じた額 (解約時)
---------------	-----------------------

- 販売手数料はございません
- 当該投資信託に関する以下のその他の費用を、投資信託財産で間接的にご負担いただきます
- 一 組入る有価証券を売買する際に生じる取引費用
- 一 外貨建資産の保管費用
- 一 信託事務の処理に要する諸費用
- 一 受託会社の立替えた立替金の利息
- 一 投資信託財産に関する租税
- 一 投資信託財産に係る監査報酬
- 一 法律顧問に対する報酬
- 一 投資信託約款および受益者に対する報告書の作成、印刷および交付に係る費用
- 一 公告および投資信託約款の変更および解約に関する書面の作成、印刷および交付に係る費用
- 一 投資信託振替制度に係る手数料および費用等

(上記その他の費用については、当該投資信託の運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません)

上記投資顧問報酬 (0.75%) と上記投資信託の信託報酬 (0.05%) の合計は、0.80% (年率、税抜) となります。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第410号

日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp