

グローバル・エクイティ・オブザーバー

決済方法のこれから

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 | 2020年7月

決済業界は、金融技術 (Fintech) の世界で最も魅力的な分野の1つとして次第に台頭してきました。COVID-19以前は、世界中で約50%の取引は現金で行われていました¹。COVID-19は、多くの対面取引をオンライン取引に変え、支払方法を実用的ではない現金から電子決済に強制的に変えてきました。さらに言えば、ウイルスは貨幣を物理的な媒介物として感染する可能性が高いということです。

消費者がより便利な電子決済を利用することにいったん慣れてしまえば、COVID-19以降の世界では、現金から電子決済へのシフトは構造的に高水準になり続けるはずであり、電子決済量の成長は中期的に年率12%を超えると予想され、この部門にとっては魅力的な追い風となります²。

決済関連領域は複雑で、異なる役割や価値を提案する参加者が多数存在します。大まかに言えば、カード発行会社、カードネットワーク会社、および加盟店契約会社の3つの主要カテゴリーがあります。カード発行会社は、主に銀行やクレジットカード会社で、リテールやホールセール顧客にクレジットカードやデビットカードを発行しています。カードネットワーク会社は、決済のインフラと、権利や資金の交換のための規則書を提供します。加盟店契約会社は、決済を受け入れる店舗またはウェブサイトとカードネットワーク会社との接続を提供します。

例えば、顧客がカードを使って地元のスーパーマーケットでCOVID-19に関連して沢山積み込まれたショッピングカートの代金を支払う場合、カード読取端末は支払いの承認を求めるメッ

筆者



**DIRK
HOFFMANN-BECKING**
エグゼクティブ・ディレクター
運用経験年数22年



ALEX GABRIELE
エグゼクティブ・ディレクター
運用経験年数11年

「消費者にとって
電子決済利用が
習慣になりつつある今、
COVID-19以降の世界では、
現金からのシフトは
構造的に高水準に
なり続けるはずです。」

¹ 出所：キャップジェミニ・ワールド・ペイメント・レポート2019

² 出所：キャップジェミニ・ワールド・ペイメント・レポート2019

セージを加盟店契約会社へ送信します。加盟店契約会社は、カードネットワーク会社を通じてメッセージを送信し、それがカード発行者に転送されます。カード発行者が、カードが支払に適していることを確認した場合、その承認はカードネットワーク会社を経由して加盟店契約会社に、最終的にはスーパーマーケットに伝達されます。使用するカードの種類と地域に応じて、消費者が購入する\$100.00の買い物につき、スーパーマーケットは約\$98.00-\$99.00を受け取ります。一方、加盟店契約会社は\$0.10-\$0.20の報酬を受け取り、カードネットワーク会社は\$0.20の報酬を徴収し、カード発行会社は一般的に\$0.60-\$1.30を受け取ります³。一見すると、カード発行会社が最も利益を上げているように見えますが、実際には、彼らは報酬の一部を消費者に、航空マイルやキャッシュバック、あるいは為替手数料の引き下げといったインセンティブの形で還元しています。

「伝統的に、純粋なカードネットワークは決済経済圏の中で最も魅力的な部分であった。」

カードネットワーク – 決済経済圏におけるレジリエントな（耐久性がある）部分

伝統的に、ビザ (Visa) とマスターカード (Mastercard) という2つの純粋なカードネットワーク会社は、経済圏における最も魅力的な独占企業でした。彼らは消費者のネットワーク、商店のネットワーク、金融機関のネットワークという、新規参入者に対する3つの重複した強力な防御壁（堀）を持っています。これらの重複した壕堀は、破壊することが非常に難しいことが証明されています。垂直的に統合された事業者、国内のカードネットワーク会社、新興の電子決済プロバイダーなどがありますが、これらがビザやマスターカードに対抗するには、政府の規制変化によって競争環境が変わること、多額の資金が必要であることが証明されています。これら代替手段の大半は、ビザやマスターカードに対抗するための投資規模、国際的なリーチ、サービスの質に欠けています。これにより、ビザとマスターカードは、現金からカードへの移行が世界的に続く中、成長市場で安定した支配的な市場シェアを維持することができるようになりました。

加盟店契約会社 – 進展中

加盟店契約業務の大半は、特にヨーロッパでは依然として銀行によって行われています。歴史的には、それは銀行が顧客に提供する商業銀行サービスの一部でした。時間の経過とともに、この

事業に内在する規模の経済性により、当初は銀行が所有する公益事業会社、現在は事務処理及び加盟店契約サービスを提供する独立した商業企業が現れてきました。これらの企業は、2つの戦略のうちの1つを追求しています。既存の商業銀行インフラを1つ屋根の下に統合し、システムとコストの合理化からシナジー効果を生み出すか、あるいは1つの統一された一連の技術を運営して自律的に顧客を獲得するか、のいずれかです。アディアン (Adyen)、ストライプ (Stripe)、ペイパル (PayPal) のような企業は第2の戦略を追求し、経済面において非常に魅力的な力強い成長を見せ、バリエーションを上昇させました。同時に、より妥当なPER (株価収益率) 水準で取引されている第1戦略の統合企業の中には、合理的な値付けや統合スキルの向上に基づいて、優れた進歩を遂げているところもあります。

発行体 – 銀行やクレジット会社の中に埋没

ほとんどの発行業務は銀行やクレジットカード会社が行っています。時には、規模の経済を得るために部分的な処理を外部委託しますが、インターチェンジ・フィー (上記の\$0.60-\$1.30) を得ることができる中核的な発行活動は自らが行います。カード発行は非常に魅力的なリターンをもたらすものの (なお直接的あるいは間接的にどれだけのインセンティブを与えなければならないかによってリターンに多少のばらつきがある)、これらの活動は組織の経済性を推進するのに十分なほど大きなものになることは稀です。

データ – 次世代フロンティア

現在の投資事例は、本質的に固定費中心のビジネスを統合することの恩恵に基づいています。これに加え、決済業界は付加価値の高いサービスを構築するための基礎になる、他に類を見ない宝の山のようなデータを提供しています。

「最終的な成功は、誰が最高品質のデータを生成できるかによって決まります。」

たとえば、ファーストフード・レストランはレストラン内に売店を置き、カウンターで食料品を注文できるようにしています。顧客はより価値の高い、もしくは多くの商品を売店で注文する傾向があります。おそらくこれは、列に並ぶ後ろの人々からの圧力が少ないと感じることができるためでしょう。同様の傾向が、アプリの利用にも起きています。ファーストフード店が既存の顧客

³ 出所：アディアン、ネクシー (Nexi)、ビザおよびモルガン・スタンレー・アナリシス

動向に基づいて売店の投資収益率を予測するのに役立つツールを、作成することは大きな価値をもたらす可能性があります。

この業界での最終的な成功は、誰が最高品質のデータを生成できるかによって決まるでしょう。理論的に、カード発行と加盟店契約の両方を1つの傘下に持ついくつかの大銀行は、最善の設備を備えているはずですが、そのためには、しばしば別々の部門（リテールおよび商業銀行）をまたいで統合し、既存システムを大幅に改良、統合する必要があります。歴史的にみて、銀行、特に既存の銀行は、こうした種類の課題に苦しんできました。カードネットワーク会社は、はるかに深い一連のデータを保有しています。しかし、カード決済の中心における彼らの役割は、単なる処理だけではなく、加盟店契約会社とカード発行会社との間の仲介者であり、ルール作成者でもあります。データに関して競合するならば、調停者としてとどまるのは難しいでしょう。

一部の加盟店契約会社は、付加価値のあるサービスを提供しています。銀行と同様に、システム構築は成功に不可欠であり、統一された一連の技術を有する者が有利になるでしょう。最近確立されたApplePayやGooglePayのようなデジタル・ウォレットも、彼らが支払いデータを他のデータベースと統合できることを前提として、強力な地位にあります。

インプリケーション

ESGの観点からは、現金から電子決済への移行は、特に新興市場において、銀行システムへのアクセスを持たない人々を金融面で排除することにつながるかもしれません。ビザはこのことを強く認識しており、銀行口座を持たない個人が電子決済口座にアクセスできるよう支援しており、2020年までに5億人に提供することを目指しています。デジタルへの移行は、決済セキュリティの問題も引き起こします。ビザはデータ・セキュリティに多額の投資をしてきました。2019年のサイバーセキュリティ・プログラムのレビューでは、ガートナー・コンサルティングから同セクターで最高の格付けを取得し、また人工知能を活用し、約250億ドルの詐欺被害を防止しました。

ダウンサイド・プロテクションを重視する高クオリティ志向の投資家としては、ビジネスモデルの堅固性と規模の経済を考慮し、私たちは常にカードネットワーク会社に魅力を感じてきました。銀行と純粋なクレジットカード会社は、リターンが低く、レバレッジが高いため、私たちのグローバル・ポートフォリオにとっては興味の範囲外です。加盟店契約会社はより興味深いものの、統一された一連の技術を持つプレイヤーのバリエーションは非常に高くなっています。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものです。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の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	0.880% (税抜 0.800%)
25億円超 50億円までの部分に対して	0.825% (税抜 0.750%)
50億円超 100億円までの部分に対して	0.770% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.715% (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0.825% (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0.055% (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
加入協会: 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