

グローバル・エクイティ・オブザーバー

# レジリエントな(耐久性のある) コンパウンダー: 対価に見合った価値がある

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11月

年初来でMSCIワールド全体のEPS(一株あたり利益)が15%下落したのに対し、インターナショナル・エクイティ運用チームが運用する3つのグローバル株式ポートフォリオのEPSは、平均的に横ばいとなっています。では、なぜクオリティが高いコンパウンダーがより割高にならないのか、当チームのBluno Paulsonが考察しました。

## コンパウンダーの方が、より複利のように 利益を増幅させることができる

コンパウンダーが利益を持続させる秘訣は、サイクルを通して「平均的な」企業よりも利益を成長させる、すなわち「複利のようない利益を増幅」させることで、その主な理由は2020年のような厳しい時期においても利益が頑強であることです。年初来でMSCIワールド全体のEPS(一株あたり利益)が15%下落したのに対し、私たちが運用する3つのグローバル株式ポートフォリオのEPSは平均的に横ばいとなっています。

## より大きなプレミアムの欠如はミステリーである

単に高いリターンで利益が急速に伸びるだけでは、市場をアウトパフォームするには不十分です。すべての成長株がより速い利益の成長を期待されていることから、株価はプレミアムが乗った価格で取引されており、投資開始時のバリュエーションが重要になってきます。何十年にもわたって継続しているコンパウンダーのアウトパフォーマンスは、市場がコンパウンダーに対し、サイクルを通じた、より強い利益成長に見合うだけの十分なプレミアムを与えていないことを意味しています。そして、それは今なお続くアノマリーであると私たちは論じます。

資本に対する高いリターンを持続させることができ長期にわたって優れた利益成長を推進するということは、自明の理であり、つまり低い資本集約度での価格決定力と継続的な売上の組み合わ

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

「価格決定力と継続的な  
売上の組み合わせは  
魅力的です。」

せは当然ながら魅力的であるという事です。また、コンパウンダーは得体の知れない小型株とは対照的に、一般的によく知られ、よく研究されている企業ばかりです。私たちの見解では、サブアセットクラスとしてのコンパウンダーの成功は、市場全体の失敗の裏返しとして説明できます。これら失敗は、短期的な相対パフォーマンスや予想PER（株価収益率）など、間違った指標を測定することによって引き起こされると私たちは見ています。

### **業界構造は相対的なパフォーマンスに焦点を当てるこを後押しする**

第1の測定エラーは、業界構造によって引き起こされます。一般的に投資のバリューチェーン（連鎖・関係者）には複数の当事者（例えば年金制度を有する企業の取締役会から、企業専属の年金基金スタッフ、年金コンサルタント、ポートフォリオ・マネジャーにまで至る）が存在します。さらに、たとえ測定期間を通して当事者が変わらなかったとしても、投資スタイルと特異な要因が短期および中期のパフォーマンスに大きく寄与することがあるため、チェーンにおける参加者のスキルを測定することは非常に困難です。

結果として業界は、相対的なパフォーマンス、そして比較的短期のパフォーマンスに焦点を絞り、チェーン全体を通じて、参加者は自分がもたらしている価値を正当化し、最終的には自身が解雇されないように試みます。限られたリスク・バジェットしか持たない参加者は、損失を被る可能性がある絶対的なリスクに注目するのではなく、トラッキング・エラーを中心に構築された「相対的な」リスク回避行動を取ります。これらのインセンティブを考慮すると、絶対リスクは低いものの、高い相対リスクやトラッキング・エラーを有する戦略は無視される可能性があります。これは特に、コンパウンダーに当てはまるケースで、コンパウンダーのアウトパフォームは市場混乱期に集中して見られ一過性のもので、危機の間の平時においては、少なくとも相対的には、平凡なパフォーマンスです。

**「質の高い企業が失望されにくい根拠は、より予測可能な利益を有している点と、継続的でない事業に関する償却費用を被る傾向が少ない点です。」**

### **PER（株価収益率）は当てにならない**

第2の測定エラーは、予想PERに注目することです。これらは多くの理由で欠陥があります。私たちは利益の部分を「嘘についての推測」と呼んでいます。「推測」と呼ぶのは、将来の予想は意図的に楽観的すぎるからです。実際の利益は、1年後予想に対しては平均8%、2年後予想に対しては平均15%も悪い結果となっています。これらの「嘘」の背景は、予想利益が調整後利益であるという事実であり、つまり従業員への株式報酬支払いや償却費用などの、「悪材料計上前」の利益と私たちが呼ぶものです。調整後利益はコンセンサスとして使われ、しばしば経営陣に報酬を支払うための測定値として使われてきましたが、過去5年間（2015～19年）のMSCIワールドで見た場合、損益計算書の一番下にある純利益は、調整後利益を15%下回りました（出所：ファクトセット）。つまり、1.7兆ドルが5年間で消滅していることになります。

推測と嘘の要素が結合することで、2年後の予想利益は平均して30%も高くなる可能性があり、結果として想定PERは40%も低いことになります。質の高い企業が失望されにくく根拠は2つあります。ひとつは、今年示されたように、より予測可能な利益を有している点です。もうひとつは、継続的でない事業に関する償却費用を被る傾向が少ない点です。特に無形資産は、他社が所有する有形資産（工場や石油埋蔵量など）と違って、貸借対照表に載っていません。なぜなら、無形資産は設備投資ではなく、P&L（損益計算）において構築されるものだからです。

上記の点は、誤った利益の数字が使われていることを示唆していますが、それだけが問題ではありません。利益の株価指標を使うことは、たとえ正しい利益の数字を使ったとしても問題があります。レバレッジ（負債の多さ）とキャッシュ・コンバージョンの2つの懸念です。私たちはレバレッジがない場合の指標を好み、時価総額に負債価値を加えたエンタープライズ・バリュー（EV）と、負債がない場合の利益（すなわち利息支払い前）であるNOPATを比較します。EV/NOPATを見ることで、レバレッジをかけて利益を創出するメリットはなくなり、結果として、レバレッジをかけた会社は当然のことながら、より割高に見えます。

また、フリー・キャッシュ・フロー利回りとDCF（割引キャッシュフロー）を相互にチェックしながら、フリー・キャッシュ・フローにも着目します。利益（会計基準）は実際には何ももたらさないので、私たちが現金に焦点を当てるることはごく自然なことです。現金は、将来の投資、配当の支払い、自社株買いの実行、または他社買収のために必要です。また、投下資本利益率が高いということは、利益の多くが実際に、設備投資や運転資金には使用されず、現金として残ることを意味します。そして、投下資本利益率が高いということは、投下資本利益率が平均8%の公益事業、

もしくはレバレッジのない収益率が1%を下回ることが多い銀行とは対照的に、高い自己資本利益率(ROE)を達成するためにレバレッジをかける必要性が低いことを意味しています。

### 調整後ベースでは、市場に対するポートフォリオの割高性は非常に低い

レバレッジとキャッシュ・コンバージョンを調整することは、ポートフォリオにとっての潜在的な投資対象の割安性を比較する際には便利ですが、それはまた、単純なPERのデータが示すよりもポートフォリオが割安である事を示唆します。私たちが運用する3つのグローバル株ポートフォリオは現在、予想EPSで見た場合、MSCIワールドに対して平均的に15%高いPERで取引されています。前述したアナリストのコミュニティが生み出す

「嘘についての推測」を受け入れたとしても、EV/NOPATへのシフトは、このプレミアムを4%、現金へのシフトは5%の引き下げとなり、15%の割高性の内わずか6%のみが残されることを意味します。これは、ポートフォリオのはるかに高いクオリティと、利益を複利のように増幅させた過去の実績を考えれば、どの時点においても、十分に割高であるとは思えません。現時点においては、経済や地政学的に不確実性が無数にあることを考えると、よりいっそう割高でないように思えます。非常に脆弱な世界では、私たちが保有するコンパウンダーのように強靭な企業が、間違いなくその魅力を持っています。

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あります。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・ファ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、当社がこれを引き受けます。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	0.880% (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できます

※ 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
  - 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用
  - 外貨建資産の保管費用
  - 信託事務の処理に要する諸費用
  - 受託会社の立替えた立替金の利息
  - 投資信託財産に関する租税
  - 投資信託財産に係る監査報酬
  - 法律顧問に対する報酬
- 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
- 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
- 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](http://www.morganstanley.com/im/jp)