

# 独自の視点で確信度の高い銘柄に集中投資 22年来の高リターンを誇る真のアクティブ運用



オル・イン VOL.50 WINTER 2018  
(一部抜粋)

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

## モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント

# 独自の視点で確信度の高い銘柄に集中投資 22年来の高リターンを誇る真のアクティブ運用

ポートフォリオの中核に据えるべきリターンドライバーは、株式においてほかにはない。今のような低金利環境下であればなおさらだ。ともあれここに来て、しばらく続いた「適温相場」に終わりが見え始めた。投資家には従来にも増して下方リスクへの目配りが求められる局面だろう。

アクティブ運用に特化した世界的運用会社、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが「グローバル・フランチャイズ運用戦略」を国内投資家に提案するのは、そんな環境なればこそだ。

運用責任者のウィリアム・ロック氏は、本運用戦略の特徴を「世界の株式



国際・エクイティ運用チーム  
運用責任者  
ウィリアム・ロック氏

の中から、ベンチマークにとらわれず、確信度の高い真のコンパウンダー（複利運用のように継続的に利益を増幅する企業）を厳選して集中投資すること」と表現する。まさに「厳選」というにふさわしいそのプロセスの実際は、保有銘柄がわずか30程度にとどまることからもうかがい知れる。「保有銘柄は誰もが知る世界的企業ばかりですが、実はそこがポイント。長期的に安定したパフォーマンスを達成できるのは、毎年当たり前のように収益を稼ぐ優良企業だけに投資しているからなのです」。

そうはいつでも世界に優良企業は数知れない。その中からいかに真のコンパウンダーを見極めるのか？ 運用チームがまず重視するのは、その企業にブランドなどの強力な無形資産があるかどうかだ。それがあれば強い価格決定力を持つため粗利益率を高水準に保てる。もう一つ、設備投資に注力せずとも利益を出せることもポイントだ。設備投資が必要なビジネスは、同様のコストをかければライバル企業も容易に真似ることが可能。よっていずれ価格競争で利益を減らす可能性が高い。

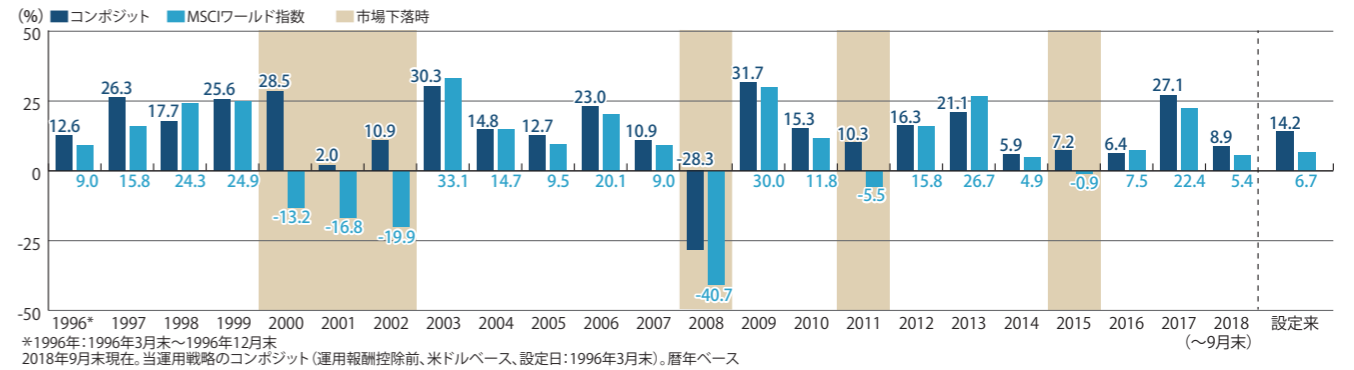
「このような企業は投下資本利益率

が高く、稼いだお金が手元に残ります。したがって株価に対するフリーキャッシュフロー利回りが高くなる。私たちはこれが米国10年国債利回りよりも十分高い水準であれば、その銘柄は安全資産よりも多くのインカムを株主にもたらしている、よって適正価格である（割高ではない）と判断します。ちなみにバリュエーションの判断にPER、PBRなどの指標は考慮しません」（ロック氏）。

ここまでの定量評価をクリアするのは、ほぼ200～250銘柄。運用チームの力量は、もっぱら経営陣との面談を通じて行うその後の銘柄絞り込みにおいてこそ発揮される。「定性判断には長年の経験で培われた経営陣に対する評価能力が不可欠です。ポイントは、潤沢な手元資金を活用するスキルが経営陣にあるかどうか。例えば無形資産を強化するなどして価格決定力と粗利益率をより高め、フリーキャッシュフローをさらに潤沢にし、新たなイノベーションにつなげる……。そんな好循環を維持・加速できる経営陣かどうかを、シビアな視線で見極めます」（ロック氏）。

ちなみにロック氏をはじめとする運用チームのメンバー9名は、それぞれ

## グローバル・フランチャイズ・コンポジットの運用実績



がこの世界で10年、20年の経験を積んだプロフェッショナルばかり。日々同じフロアで顔を合わせている彼ら全員が合意しない限り、ポートフォリオの構成は一切変更しないという。

### 不透明な市場環境でこそ光る 圧倒的なパフォーマンス

コンポジットの設定来22年間で実に年率14.2%（MSCIワールドに対する超過収益は年率7.5%）というパフォーマンスは、こうした運用プロセスの賜。見過ごせないのは、市場をショックが襲ったときにも見事にアウトパフォームしており、さらにマイナスリターンであったのはリーマン・ショックの年だけだったことだ（暦年ベース、米ドルベース）。リーマン・ショック年のマイナスも、1年強で取り返している。「下落相場に強く、一時的に下げてもほどなく取り戻せるの

は、真のコンパウンダーだけに投資しているからです。リーマン・ショック時、市場全体の予想EPSは4割ほどダウンしました。しかし私たちのポートフォリオは、世界の優良企業の中から更に厳選したコンパウンダーのみ保有していたため、むしろ若干上昇しました。市場の動揺を受けて株価が一時的に下げても、すぐに回復したのは当然のことです」（ロック氏）。

高パフォーマンスと低リスクの両立も、ひとえに保有銘柄の業績と株価が安定しているためだ。銘柄数は30程度しかないのに、標準偏差は低い。徹底した集中投資の結果として、ベータ値も低位だ。なおリスクとは元本の毀損であり、注視するのはその企業の優位性が毀損される可能性や当局による規制の変化などの絶対リスクのみ。ベンチマークとの乖離、市場の投資トレンドへの追随といったことには留意

しない。最後にロック氏は力強く語ってくれた。「市場が上昇基調にあったせいか、この数年はコストをかけずに網羅的に投資するパッシブ運用が流行しました。しかし、市場の先行きが懸念される今後は、独自に銘柄を吟味しアルファを狙うアクティブ運用が強みを発揮する可能性が大きい。『グローバル・フランチャイズ運用戦略』は、私たちの持てるスキルを最大限に享受していただける運用戦略であると自負しています」。

これからは株式市場全体の上昇に期待するよりも、利益を維持できる企業への投資に集中すべき時であるかもしれない。これを達成するには、クオリティが高く、経営に優れ、高い投下資本利益率を維持できる企業に投資することが最良、ということなのだろう。 AD

上記は2018年9月末現在。記載した銘柄数は市場環境・資金事情等により変更する場合があります。

【コンポジットについて】当運用戦略のコンポジット（運用報酬控除前、米ドルベース、設定日：1996年3月末）モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントはグローバル投資パフォーマンス基準（Global Investment Performance Standards, GIPS®）に準拠しています。1年以上の期間は年率化しています。過去の実績は、必ずしも将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。コンポジットの詳細については弊社までお問い合わせください。 出所：モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント。

【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すべてお客様に帰属します。投資する可能性のある有価証券等には、価格変動リスク、信用リスク、カントリー・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、エマージング市場に関するリスク等のリスクを伴います。

【受託資産の運用に係る費用について】投資顧問契約および投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.16%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記は、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。また当社は、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。

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

Mail: msim-ad@morganstanley.com

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

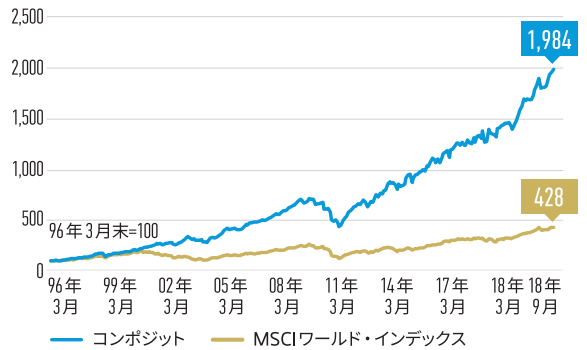
加入協会 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

# グローバル・フランチャイズ 運用戦略

クオリティが高い  
フランチャイズ企業への集中投資が  
資産を守る

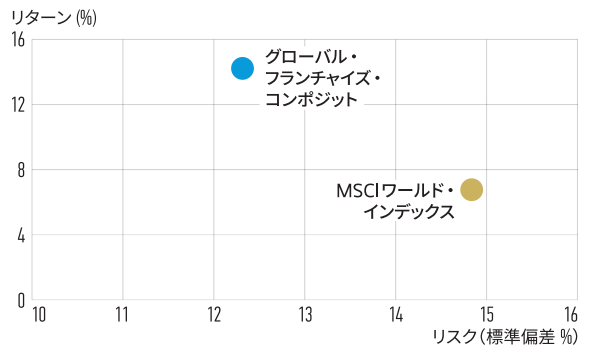
- ベンチマークを意識しない  
真のグローバル株式アクティブ運用
- 安定的なリターンの達成を目指す
- 高リターンと低リスクを両立
- 株式市場の下落局面で  
ダウンサイド・プロテクション効果を発揮

## 投資資産の着実な成長



当運用戦略のコンポジットの月次リターンを使用し、設定日の1996年3月末を100として指数化

## 高リターンと低リスクを両立



期間：コンポジット設定（1996年3月31日）来  
リターンおよびリスクは年率表示

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

[www.morganstanley.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)

お問い合わせ  
[msim-ad@morganstanley.com](mailto:msim-ad@morganstanley.com)

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号  
加入協会  
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

© 2018 Morgan Stanley

### 図表で使用するコンポジットについて

2018年9月末現在。当運用戦略のコンポジット（運用報酬控除前、米ドルベース、設定日：1996年3月末）。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントはグローバル投資パフォーマンス基準（Global Investment Performance Standards, GIPS®）に準拠しています。1年以上の期間は年率化しています。過去の実績は、必ずしも将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。コンポジットの詳細については弊社までお問い合わせください。出所：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

### 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すべてお客様に帰属します。投資する可能性のある有価証券等には、価格変動リスク、信用リスク、カントリー・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、エマージング市場に関わるリスク等のリスクを伴います。

### 受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約および投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.16%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記は、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。また当社は、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。

CRC2326152 Exp. 11/27/2019