

## グローバル・エクイティ・オブザーバー 投資運用のクオリティ

インベストメント・インサイト | インターナショナル・エクイティ運用チーム | 2024年4月

私たちはチームとして、過去四半世紀を費やして、世界的に最高水準のコンパウンダー企業を探し求めてきました。これらのコンパウンダー企業は、利益とフリーキャッシュフローが魅力的な成長率で長期間にわたり、着実に—そして買収に頼らずに—成長を継続することが可能であると考えられる企業です。

複利効果は強力な力です。例えば、1,000ドルを10%で7年間運用すれば、運用資金は2倍になります。さらに10年続ければ、6,000ドルにもなるのです。

私たちには、2つの主要な任務があります。一つは、コンパウンダー企業を発掘すること。もう一つは、割高な水準で投資しないように務めることです。企業の株価が高過ぎると思える場合、それは実際に高すぎるのです。そして、株価が適正で常識的な水準まで下落する危険性を負うことになります。最近亡くなったチャーリー・マンガー氏は、「適正価格で素晴らしい企業に投資する方が、素晴らしい価格で適正な企業に投資するよりも優れている」と発言しました。私たちも、彼の意見に賛成です。また、マンガー氏は独特の言い回しでこもも語っています。「株価が割安だから投資するのであれば、企業の本源的価値に近づいたら売却を考えなければなりません、それは難しいことです。しかし、もし数社の素晴らしい企業に投資することができれば、それらの企業に腰を据えることができます……。それは正しいことです。」ただ、私たちは彼の意見にあまり同意したくありません。実際のところ、ただ座って見ているだけではないけません。すなわち、複利で成長する可能性が損なわれておらず、脅威にさらされていないこと、収益が減速するリスクが無いこと、バリュエーションが妥当であることを、何度も確認することが不可欠だからです。私たちは、厳密なファンダメンタルズ分析と企業へのエンゲージメントの実施によって、この課題に取り組んでいます。

その企業が高くオリティなコンパウンダー企業であるかどうかは、何によって判断されるのでしょうか？私たちの定量分析によるスクリーニングでは、2つの指標があります：一つは、投下資本利益率 (ROOCE : return on operating capital employed)、もう一つは、粗利益率 (gross margin) です。ROOCEは、FactSetやBloombergのスクリーニング・ツールですぐに見つかる指標ではなく、ROOCEをGoogleで検索しても、おそらくROIC (return on invested capital) が表示される可能性が高いでしょう。しかし、ROOCEは私たちが発明した指標ではありません。ROOCEはROICの一種であり、ROICも重要な指標です。ROICの分母

筆者



BRUNO PAULSON  
マネージング・ディレクター



ALISTAIR CORDEN-  
LLOYD  
エグゼクティブ・ディレクター

「私たちの分析によれば、ROOCEの高い企業は、ROOCEの低い企業よりも長期的に株価の年率リターンが高い傾向にあります。」

(invested capital) には「のれん」代が含まれ、過去の資本配分の決定が反映されています。本質的に、ROOCEが示すのは、事業を成長させるためにはどれだけの資本増強が必要なのかということです。自動車に例えれば、ROICが自動車のエンジンのクオリティとドライバーの過去の能力を足したものと考えれば、ROOCEは自動車のエンジンのクオリティだけということになります。

歴史的に見ると、ROOCEの高い企業は、ROOCEの低い企業よりも長期的に株価の年率リターンが高い傾向にあります。MSCIワールド指数の20年間のデータを使って、構成銘柄をROOCEの高い企業から低い企業まで5つの分位に分けた場合、ROOCEが最も高い分位のリターンは年率ベースで10.5%、次いで10.2%、9.5%、8.5%、そして最も低い分位のリターンは7.5%でした<sup>1</sup>。一見、分位間のリターンの差は、それほど開いていないように見えるかもしれませんが。ところが複利計算で考えてみると、1,000ドルを10年間、7.5%で計算した場合は1,970ドルになりますが、10.5%で計算した場合は2,456ドルになり、30%近く利益が多くなります。複利で計算してみることが、重要なのです。

## ROOCEの解説

ROOCEは、明確に2つの部分で構成されています。ROOCEの収益部分である「RO」は、企業の損益計算書、具体的にはEBIT(利息支払前・税引前利益)から算出されます。一方、「OCE」(the operating capital employed)の部分は、貸借対照表に基づく数値で、運転資本(棚卸資産+売上債権-仕入債務)に、企業の有形固定資産を加えた合計金額です。高いROOCEを達成する最善の方法は、高い利益率によって「RO」の部分高めると同時に、「OCE」が限定的である経営状態を達成することです。そのため、このような特徴を示す企業は、通常、利益率が高く資産の少ない事業を有しています。

## 安定した高い粗利益率が重要な理由

私たちが高い利益率を探す場合、高い粗利益率を探します。原価が比較的限定的である企業は粗利益率が高く、したがって、粗利益も大きい傾向にあります。ROOCEの場合と同様に、MSCIワールド指数の構成銘柄を粗利益率の高い銘柄から低い銘柄へと分位に分けてみました。結果は驚くほど類似しており、粗利益率が最も高い分位では、20年間の株価の年率リターンが最も高く(+11.5%)、粗利益率が最も低い分位では、リターンが最も低く(+8.5%)になっています<sup>2</sup>。

企業が、インフレ、デフレーション、デフレのいかなる経済環境に直面していたとしても、高い粗利益率の実現に不可欠な要素は

価格決定力です。価格決定力とは、コストの上昇を顧客に価格転嫁できることを意味しています。また製造コストが低下すれば、価格決定力によって高い販売価格を維持することができます。これは、長期的に安定した高い粗利益率に反映されます。言い換えれば、価格決定力がなければ、高い粗利益率を維持することはできません。

自動車の例えに戻ると、高い粗利益はエンジンを動かすために必要な燃料、つまり企業のオーガニック成長(既存事業による成長)の原動力と見なすことができます。企業の粗利益が大きければ大きいほど、既存事業の売上を伸ばすための事業経費を使うことができます。こうした事業経費とは、一般的に人材(労働力)、研究開発(R&D)、マーケティングに関する費用です。これらは、長期的なROOCEの持続性の原動力となり、企業とそのブランド、ネットワーク、製品、サービスを、消費者であれ企業であれ、顧客にとって適切なものとして維持します。また、粗利益率が高いということは、製品原価の上昇によって売上に占める利益の割合が低下する度合いが少ないということでもあります。

MSCIワールド指数の平均的な構成企業(MSCIワールド指数自体に代表される)の粗利益率は30%、EBITDAマージン(利払い・税引き・減価償却前の利益)は20%です<sup>2</sup>。この粗利益とEBITDAの間にあるのが事業経費です。これを数字で表すと、例えば平均的な企業の売上高が200億ドルだった場合、前述の平均的な粗利益率とEBITDAマージンを用いると、 $200 \text{億ドル} \times 30\% = 60 \text{億ドル}$ の粗利益、 $200 \text{億ドル} \times 20\% = 40 \text{億ドル}$ のEBITDAとなります。両者の差は20億ドルですが、これは売上の10%が事業経費であることを意味しています。私たちが保有する高クオリティ企業の一つで、米国を拠点とし世界有数のブランドをグローバルに展開する家庭用品及びパーソナルケア企業は、粗利益率が50%、EBITDAマージンが26%を誇っています。この差額の24%に該当する事業経費は、平均的な企業が人材雇用、イノベーション、マーケティング、広告宣伝にかかる費用と投資の2倍以上で遥かに熱心であり、全体として、かなり優れています。

私たちは、経営陣が効果的に事業経費を使っていることを確認し、キャッシュフローをどのように配分し、場合によっては買収のためにバランスシート(現金と負債)をどのように使うのか、把握することに重点を置いています。2023年に発行した『買収すべきか、買収すべきでないか(原題: To buy, or not to buy?)』で述べたように、私たちは買収を嫌っているわけではありません。しかし、ROOCEを低下させるような買収が行われた場合、それは経営陣が資本配分を誤り、低クオリティの事業を買収することで、企業全体のクオリティを潜在的に一もしかしたら永続的に一低下させる可能性があると考えます。これは、2023年の同レポートで取り

<sup>1</sup> 出所: FactSet、2023年12月31日現在

<sup>2</sup> 出所: FactSet、2023年12月31日現在

上げた、払い過ぎの問題とは別の話です。逆を言えば、ROOCEの上昇は、低下した場合と同様、注意すべき赤信号でもあります。短期的には、ROOCEの上昇は、研究開発費やマーケティング費用の削減など、単に事業経費を削減することで容易に達成できます。しかしこの場合、利益は増えますが、投資不足の結果、既存事業の売上の長期的な持続性は悪化することになるでしょう。ビジネスは減速し、企業の本源的価値は低下する可能性が高いでしょう。

投資の道は、とても長いものです。私たちはA地点からB地点へ急いでいく必要はなく、スピードを出し過ぎて燃料切れを起こさないためにも、流行に乗った派手なスポーツカーは必要としていません。また、安価で軽快な小型車を選ぶつもりもありません。私たちが求めているのは、信頼性が高く、常識的な性能を持ち、期待を裏切らず、ランニングコストがかからず、運転が複雑ではない自動車です。要するに、—どんな天候だろうと、どんな道だろうと—長く乗って満足できる自動車なのです。ROOCEと粗利益率が現時点で高い銘柄は、どの企業に注目すべきかを示しています。しかし、私たちの調査の大半は、企業が高い利益率で成長している場合に、その企業が直面するあらゆる課題—競合他社、破壊的イノベーター、規制当局、流行、景気サイクルのいずれによるものであっても—を考慮した上で、これらの指標が高い水準に維持されるかどうかを、判断することに費やされています。結局のところ（第3代米国大統領のトーマス・ジェファーソンには申し訳ありませんが）、「複利運用の代償は永遠に警戒を続けること」なのです。（トーマス・ジェファーソンの格言は「自由の代償として永遠に警戒を続けなければならない」）

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2024年2月に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0.825% (税抜0.75%) 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
  - 組入る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 (税込0.825%) と上記投資信託の信託報酬 (税込0.055%) の合計は、0.88% (年率、税込) 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)