

グローバル・エクイティ・オブザーバー

## ダイヤモンドの原石を見つける？ 金融セクターでクオリティ企業探す

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 | 2023年11月

市場の多くの人々にとって、金融セクターにおけるクオリティ運用という表現は、矛盾したものに見えるかもしれません。それらの人々は、「金融セクターはバリュー・セクターであり、概して株価は低迷し、成長の勢いが無い」と言うでしょう。金融セクターの一部は、確かにそうです。しかし、金融セクターの中にも厳選された高クオリティ企業は存在しており、私たちはお客様の利益のために、それらを選別できると信じています。しかしながら、この選別作業は麦と籾殻を分けるような厳格なプロセスに依存しています。

最初に、金融セクターの企業のクオリティが、一般的に低いとされる理由から始めましょう。重要な点は、金融セクターは、金利や、株式・クレジット市場の見通しといったマクロ経済要因に依存していることです。つまり金融セクター企業の経営上の命運は、自分でコントロールできないことが多いのです。銀行はその典型例です。最近の銀行セクターの収益増加について、見てみましょう。多くの銀行銘柄の場合、収益増加は、金利の上昇によるものです。金利の方向性を予測するのは、困難であり、経営陣が影響を及ぼすことは不可能です。また、金融セクター企業の多くは景気循環性が高く、なぜならばマクロ要因（経済全体の状態や資産市場の健全性など）によって、運用資産が左右されることが多いためです。世界金融危機から前例を探すまでもなく、2023年初頭の金利上昇に直面した米国の中小の地方銀行の破綻は、2008～09年以来で、最大の銀行破綻を引き起こしました。このような例から金融セクターは、マクロ経済とファンダメンタルズが組み合わさった多くの株価変動要因を持つ、比較的不透明なビジネスモデルといえます。

投下資本利益率が持続的に高いことは、私たちの「クオリティ」の定義の特徴のひとつです。しかし、金融セクターは広範にわたり、多大な負債に依存したビジネスモデルが多く、これが投下資本利益率を引き下げる傾向があるため、私たちのクオリティ・グレードに加えるには、苦戦を強いられます。私たちが20年以上にわたって定義してきたクオリティ・カンパニーとは、（とりわけ）負債に頼らずに投下資本利益率が持続的に高く、バランスシートが健全で、成長資金のほとんどを内部で発生するキャッシュフローによって調達できる企業です。例えば銀行は、このようなキャッシュフローを一般的に保有しないか、または保有出来ません。一般的な銀行の「負債無しの資産利益率（つまりROE）」は、1%未満です。なお通常は、資本の10倍以上の

筆者



ISABELLE MAST  
エグゼクティブ・ディレクター

「負債が少ない金融のサブセクター、例えば取引所や決済サービス、ニッチな保険会社などで、有力な無形資産を持つ経営に優れた金融セクター企業は、高いリターン、適度な景気循環性、継続的な売上という、私たちが求める組み合わせを達成することが可能です。」

負債があります。バランスシートに対する要請は、もちろん規制当局によって決定されるもので、その変化を予測することは困難であり、規制当局の介入やそれらのバランスシートや収益への影響は、突発的に発生します。その結果、純粋なクオリティ・ポートフォリオにおいて、銀行銘柄を保有することはできません。

## 「金融セクターにおいて、ポートフォリオの最適銘柄は、相対的に数は少ないですが、確信度の高いポートフォリオを運用する、十分なリソースを備えたチームにとっては、さほど障害にはなりません。」

銀行銘柄は、私たちの高クオリティな基準を満たしていませんが、他の金融セクター企業の中に、選りすぐりの優良企業はあります。これらの銘柄は、私たちのポートフォリオの優れた候補銘柄になると考えられます。負債が少ない金融のサブセクター、例えば取引所や決済サービス、ニッチな保険会社などで、有力な無形資産を持つ経営に優れた金融セクターの企業は、高いリターン、適度な景気循環性、継続的な売上という、私たちがクオリティに求める組み合わせを達成することが可能です。

インデックス・ウエイトに左右されない、確信度の高いポートフォリオを運用する、十分なリソースを備えたチームにとっては、金融セクターの中でポートフォリオの最適銘柄が相対的に少ないことは、さほど障害にはなりません。また、株価とその本源であるフランチャイズの価値との間には、周期的に乖離が生じるため、ボトムアップ・アプローチによるストック・ピッカーにとっては、好機が訪れることがあります。確かに、これらの銘柄を発掘するには、労力と専門知識が必要です。割安な株価評価は、投資の好機かバランスシートの劣化か、どちらかを示しています。私たちのチームでは、Anton Kryachok、Bruno Paulson、Alex Gabriele、Richard Perrott、そして私 Isabelle Mast が、金融セクターを担当しており、私たちは、お客様に代わって、有望な投資先を見極めてきました。

ポートフォリオに比較的新しく加わった銘柄例は、理論的な説明よりも、金融セクターにおける、私たちの銘柄選択プロセスの優位性を際立たせてくれるものです。

### 米国の保険ブローカー

金融セクターの中でも、保険ブローカーは、私たちにとって有望な業種です。この業界は負債が少なく、幾つかの大企業が大きくシェアを抑え、SME（中小企業）を顧客とする中小の保険ブローカーを再編成する好機が存在しています。保険ブローカーは、

顧客が適正な価格で保険を購入できるようサポートし、また、リスク管理、法令要件、資本管理などの分野でアドバイスを提供します。私たちは保険ブローカーを、気候変動、サイバーセキュリティ・リスク、訴訟の判決増加などの保険料上昇の構造的要因に支えられた、収益成長の見通しを持つ多角的プロフェッショナル・サービス・プロバイダーであると考えています。同業他社ではなく、この銘柄を選定した理由は、2つあります。第一に、統合された経営プラットフォームを導入し、EBITDA利益率の大幅な拡大（2013年の20%未満から2022年には32%近くまで拡大）と、サイロ化した部門間の垣根を取り払い、顧客サービスの向上を実現しています。第二に我々の考えでは、株主の利益のために賢明な資金配分の実績を持つ、優秀な経営陣がいることです。要するに、構造的に高収益体質か、または高収益体質への改善途上にあり、マクロ動向への連動がごく僅かで、株主利益の増加を志向する経営陣を擁する負債が少ない企業は、私たちのクオリティ・ポートフォリオに最適です。さらに重要なことは、投資の際に、企業の本源的価値から、大幅に下回る株価だったことです。

### 二つの主要取引所

もう一つの好例として、2つの取引所（一つは米国が拠点、もう一つは欧州が拠点）を挙げたいと思います。この2つの銘柄は、投下資本が控えめで投下資本利益率が高く、売上が継続的で、緩やかな景気循環性で、魅力的なバリュエーションだったことから、グローバル・ポートフォリオに組み入れてきました。収益源が多様化しているうえ、ネットワーク効果、ブランド、真似できないソフトウェアが組み合わさった高い参入障壁と賢明な経営陣により、2つの銘柄は、同業他社よりも際立っています。

### 米国に拠点を置くペイメント企業

高い参入障壁と、強力な無形資産は、取引所の収益性と成長見通しをプロテクトするのに役立っています。これらの要素は、私たちがグローバル・ポートフォリオに組み入れた、米国のペイメント企業に魅力を感じた理由の一つでもあります。この大手電子ウォレット・プロバイダーは、ユーザー数の継続的な増加と加盟店の拡大を誇っており、消費者と加盟店双方に、プラスのフライホイール効果（持続的成長）が発生しています。そこでは、ネットワークの拡大と機能の追加により、消費者にとっても加盟店にとっても更に会社の価値を高めています。ペイメント業界は、私たちにとって新しい分野ではありません。私たちは2010年以来、世界有数のグローバル・プロバイダーの株式を保有しており、この銘柄はグローバル・ポートフォリオのトップ10に入っています。

通常、生活必需品、情報技術、ヘルスケアの各セクターにおいて、質の高いコンパウンダー（利益を増幅できる高クオリティ企業）

を最も多く見つけますが、ボトムアップ・アプローチにより、他のセクターでも、ニッチなコンパウンドを見極めることができます。

金融セクターはその好例であり、ポートフォリオに占める金融セクターへの投資比率は、時間の経過とともに増えています。最近のMSCI世界産業分類基準（GICS）の更新により、2023年初頭にいくつかのペイメント関連銘柄が、ITセクターから金融セクターにシフトしたことも確かに寄与しています。しかし、さらに重要な点は、私たちのポートフォリオ運用チームが、投資の専門知識の幅広さから、ピーター・リンチの言葉を借りれば、多くの石をひっくり返し、ダイヤモンドの原石を見つけて、ポートフォリオに加えた結果といえるでしょう。

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2023年8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0.825% (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)