

グローバル・エクイティ・オブザーバー

## クオリティ銘柄は長期保有が肝要

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6月

何かのマイルストーンや記念日は、過去を振り返り内省するチャンスを与えてくれます。世界の偉大な投資家たちを通じて、深く醸成された私の信念は、お客様が長期的に複利効果を楽しむためには、高クオリティに焦点を当てたアクティブ・エクイティ戦略が不可欠であるということです。

### 30年の投資生活から学んだ10の教訓

#### 1. 優れた企業を選定し、長期的な複利効果を楽しむ

私たちが、高クオリティ企業がいかなるものかを理解したうえで、ポートフォリオのクオリティを高く維持しようとする投資姿勢が、長期投資家としての視点と相まって、私たちを際立たせているのだと思います。私たちは、営業利益率の変動が小さく、価格決定力があり、借入金が限定的で、長期的に高い投下資本利益率を維持しながら、持続的成長が可能な経営管理の行き届いた企業を求めています。このような特徴を持つ企業を見極めることは極めて重要ですが、同じくらい重要なポイントは、このような本質的に長期的なコンパウンダー企業に複利効果を生む時間を与えることです。私たちは企業を一時的にレンタルするのではなく、長期間所有するのです。

#### 2. 高クオリティ株式で2回勝利する

投資家にとって投資元本の恒久的損失を回避することは、儲けるチャンスと同じくらい重要であることは議論の余地がありません。お客様は私たちが選定した高クオリティ株式に投資することにより、2回勝利することができると考えています。つまり、長期的に素晴らしい複利効果を生む銘柄を保有することでリターンを獲得して勝利し、さらに、市場の下落局面において損失を小さく抑えることで、もう一度勝利することができるでしょう。2回勝利することで、長期的に素晴らしい絶対リターンを得ることができると考えています。

#### 3. 相対的ではなく、絶対的な視点で考える

リスクを重視することは重要なことですが、金融業界においては相対的なリスクを重視し過ぎていると思います。私たちが重視しているのは絶対リスク、つまり投資元本が毀損する可能性であり、ベンチマークに対する相対的なリスクではありません。私たちは、財務上の重要なフランチャイズ・リスク、規制リスク、経営リスク、ESG（環境・社会・ガバナンス）リスク、そしてバリュエーション・リスクを理解することに注力しています。絶対的な観点から考えることで、長期的に勝者（となる銘柄）を発掘できる可能性が

筆者



WILLIAM LOCK  
マネージング・ディレクター

「投資の仕事長く続ける秘訣は、好奇心を持ち続け、学び続け、適切な質問をし続けることだと私は信じています。」

高くなり、同様に重要なこととして、敗者を避けることができると考えています。

#### 4. 何を所有しないかは、何を所有するかと同じくらい重要である

特定のセクターや業種は、私たちの高クオリティ銘柄のポートフォリオには適していません。例えば、銀行、公益事業、不動産、エネルギーなどのセクターがそれらに該当します。私たちは30年近くにわたり、クオリティの高い業種の、クオリティの高い銘柄を選定することにより、お客様に魅力的な長期的リターンと、景気サイクルを通じた耐久性を提供してきました。

#### 5. バリュエーションの重要性

私たちは企業のクオリティだけでなく、株価にも「こだわり」を持っています。これを『二重の「こだわり」』と呼んでいます。この「こだわり」が長期的なリターンの原動力となっているのです。かつてチャーリー・マンガーが指摘したように、どんなに素晴らしい企業であったとしても、必要以上に高い株価で購入をしてしまうと、酷い投資になってしまう可能性があります。私たちは、長期的な本源的価値を保守的に見積もり、それを下回る水準で企業を購入し、保有することを目指しています。バリュエーション規律は重要であり、利益よりもフリー・キャッシュフローを重視しています。何故なら、キャッシュは誤魔化しがきかないからです。たとえ現在の株価が高過ぎたとしても、所有したいと思う銘柄の株価のほとんどは、やがて自分の思い通りに収斂することを経験から学んでいます。辛抱強く待ちましょう。

#### 6. 経営陣にエンゲージメントを行い、自分の直感を信じる

私たちは、経営陣が会社の経営について、私たちと同じ長期的な展望を持っているかどうか、また、それに応じて資金を配分しているかどうかを理解するため、経営陣にエンゲージメントを行います。私たちはまた、研究開発やブランディング、デジタル・マーケティングなど、長期的な無形資産を経営陣が成長させているか、あるいは育成しているかにも関心があります。経営陣はイノベーションを起こし企業を持続的に成長させることが可能か、資本配分は適切か、といった事項も確認します。多くの報酬制度は、短期的な成果に対して経営陣に報酬のインセンティブを与えますが、こうした制度は、長期的な複利効果にとっては有害な結果をもたらす可能性があります。私たちは、経営陣にどのような企業行動が奨励されているのか、また、経営陣がインセンティブに基づいて行動しているかどうかを把握することに努め、好ましくない報酬制度に対しては変更を促すようにしています。

#### 7. 高クオリティで非対称性を持つポートフォリオは投資家のコア資産として有用である

高クオリティで、市場の上昇局面と下落局面で非対称な特性を持ち、長期的に複利効果が可能な運用戦略は、長期にわたり、力強く

安定した投資収益を獲得することが可能になると考えています：例えば、上昇局面で市場に100%追随し、下落局面でそのすべて（場合によってはそれ以上!）を失うよりも、上昇局面で80%追随し、下落局面で50%しか追随しない方がパフォーマンスはよくなります。地道に複利効果を期待する運用戦略は、最近の運用のトレンドに比べると刺激に欠けるかもしれませんが、様々な市場環境を乗り越えた安定性は、投資家のポートフォリオにおいて、魅力的なコア資産としての価値があると思います。また、変動の激しい一部の運用戦略に投資するのと比べ、よく眠れることでしょう。

#### 8. 好奇心を持ち続ける

金融市場は、お客様の投資資金を複利のように増加させるうえで、これまで以上に興味深い市場環境になっています。このビジネスを長く続ける秘訣は、好奇心を持ち続け、学び続け、適切な質問をし続けることだと思います。私は、自分自身を含め(!) あらゆる人物や物事に対して疑問を持つことをチームに奨励し、その好奇心に報いる文化を育てることを学んできました。私たちは幸運にも、最も興味深い業界の一つで働いています。もし市場が投資家の皆様を退屈させるというなら、それは市場の問題というより、むしろ皆様の問題でしょう! 自分の仕事が好きで、賢くて、面白い人たちに囲まれることで、好奇心を常に刺激するように努めましょう。

#### 9. 変化に対応していく

ガートルード・スタイン (Gertrude Stein: 米国の作家、詩人、美術収集家) は、次のような言葉を残しています。「お金は常にあるが、ポケットは変わる。変わった後はお金は同じポケットには入っていない。」私たちが求めているものは、30年以上前から変わっていません。すなわち、持続可能で長期的に高い投下資本利益率と変動性の低い営業利益率をレバレッジをかけずに実現しながら成長できるビジネスに投資します。しかし、世界が常に変化しているように、こうしたビジネスが存在するセクターや業種も年々変化しています。歴史があり通行料のかかる橋の下を川が流れなくなり、代わりに、川の流れが他の橋に移っていくこともあります。このことを意識し、基本原則や規律を放棄することなく、変化に対応していく必要性を認識しましょう。

#### 10. クオリティ銘柄は長期保有が肝要

チャーリー・マンガーの「大きな利益は売りや買いにあるのではなく、待つことにある」という言葉は、まさにその通りだと思います。私たちの運用手法は、複利効果が期待できる高クオリティ企業を見極めることに重点を置いています。私たちが学んだように、秘訣は、これらの企業が複利効果をあげるまで、十分に忍耐強く持つことです。派手に騒ぐウサギの群れの中で、粘り強いカメになりましょう<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> イソップ寓話：カメとウサギの競争。ウサギは勝利を過信するあまり、レースの途中で休み居眠りしてしまいますが、カメはゆっくりと動き続けて、最終的にはレースに勝ちました。

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3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)