



投資の理想像

— ウォルター・スコットが企業に求める特質 —

アラン・ランダー (リサーチ・ヘッド)

2025年12月 日本語訳

目次

理想の投資を求めて	1
持続的成長	2
収益性とリターン	6
堅固な財務基盤	9
バランスの重要性	12
バリュエーションの重要性	14
一貫した長期視点の投資	16

本資料は機関投資家のみを対象としており、個人投資家による利用を目的としたものではありません。

重要事項：本資料は一般的な情報提供のみを目的としています。本資料で表明された意見は、ウォルター・スコットの意見であり、投資助言や推奨と解釈されるべきものではありません。本情報は、有価証券、コモディティ、その他金融商品の購入もしくは売却の提案、またはそれらの商品の購入もしくは売却の申込みの勧誘を目的としたものではなく、そのように解釈すべきでもありません。記載した事例はいずれも、取り上げたテーマとの関連性において提示しています。

本資料は、そのような提案または勧誘が違法であるか、認可されていない法域・状況においては、いかなる場合であっても、当該提案、勧誘を目的として使用されるべきではありません。

本資料には、投資家としてのウォルター・スコットの経験、ならびに当社ポートフォリオの投資対象企業および市場に関する見方や予想に基づいて示す一定の見解が含まれます。また本資料は、当社がこれら企業や市場を対象に投資を行う際の運用哲学および運用プロセスを詳細に述べたものです。それらの見解、および表示されているいかなるデータも、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、事前に考慮することが難しい多くのリスクや不確実性から影響を受ける可能性があり、また将来的に無効となる可能性のある仮定を含んでいます。本資料に含まれる情報は変更される場合があり、ウォルター・スコットは、いかなる理由においても、本資料に記載された見解を訂正または更新する義務を有しません。

理想の投資を求めて

25年前、ウォルター・スコット創設者の一人であるイアン・クラークは、顧客向けレポートの中で、自身の強い思いを次のような方程式の形で示しました。この式に込められたクラークの信念は、当社運用哲学の本質を表すものとして、今に至るも生き続けています。

「理想的な投資 = 加速度（複利）的成長 × 時間」

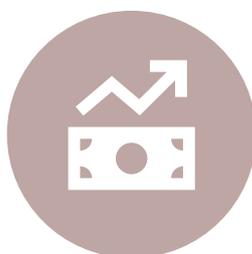
これは、「財務面が強固で、ひととき優れた収益性をもって持続的成長を実現できる企業に投資し、忍耐強く保有し続ける」ことのメリットについて、それを強調しようとクラークが考え出した、彼なりの表現でした。長期にわたり富（価値）を加速度（複利）的に増大させ得る企業に投資し、保有し続けることは、顧客のリターンを最大化する最善の方法である、というのが当社の考え方だったのです。そしてこの考えは、今に至るも何ら変わっていません。長期的に株価を左右する要因となるのは企業の業績であって株式市場ではない、従ってポートフォリオのリターンは、各企業の加速度的かつ長期的な利益成長の結果としてもたらされる、というのが我々の信念です。

とは言え、「ただひたすらに、いかなる犠牲を払っても成長を追求する企業」を求めることは、ウォルター・スコットの投資スタンスに反します。従って当社の企業リサーチでは、ファンダメンタルズ面の検討項目をすべて徹底的に分析し、バリュエーションを綿密に評価するプロセスをアプローチの中核に据えています。成長見通しに比して割高な株式を購入すること、つまり我々から見て増大する見込みのない価値に資金を投じることは、長期的に優れたリターンを獲得する有効な方法とは言えません。

企業のファンダメンタルズを評価するにあたり、当社では定性・定量の両面から様々な指標を分析しますが、中でも我々が詳細な検討の対象としているのが、鍵となる以下の三つの要素です。



持続的成長



収益性とリターン*



堅固な財務基盤

*この場合の「リターン」は、投下資本に対するキャッシュフロー収益率（CROCE）などの指標を指します。

以上がなぜ重要なのかと言えば、①力強く持続可能な水準の成長、②高い収益性とリターン、③堅固な財務基盤によって生まれる経営の柔軟性と防御力、の三つが組み合わされば、持続的な運用リターンをもたらす重要な原動力となり得るからです。そこで本稿では、以上の指標それぞれについて詳細に見て行くことにします。ただしあくまでも、当社が企業に求める資質を明らかにすることが目的であって、「当社の運用アプローチを採用すれば、自動的に市場を上回るリターンが得られる」とお伝えしたいわけではありません。

ウォルター・スコットの運用においてポートフォリオへの組入対象となり得るのは、当社の厳格な運用基準を満たす銘柄のみです。そして運用に際し、当社が掲げる「長期的な視点を重視する」、「厳格な運用アプローチを一貫して採用し続ける」、この二つの方針が揺らぐことは決してありません。

持続的成長

実際に持続的な成長を実現している企業と、いわゆる「グロス企業」として括られがちな企業の二つは、区別して考えなければなりません。中にはビジネスモデルの特質ゆえに、成長が一過性のものに終わる企業もあるからです。例えば当のビジネスモデルが長続きしそうもない、負債に過度に依存している、投資に振り向けられるだけの十分なキャッシュフローを持たない、商品やサービスの差別化が不十分で競争優位性に欠ける、といった具合です。こうした企業は一時的に脚光を浴びることもありますが、当社は、一時的ではなく、長期にわたって持続的な成長を実現できる企業を常に探し求めています。

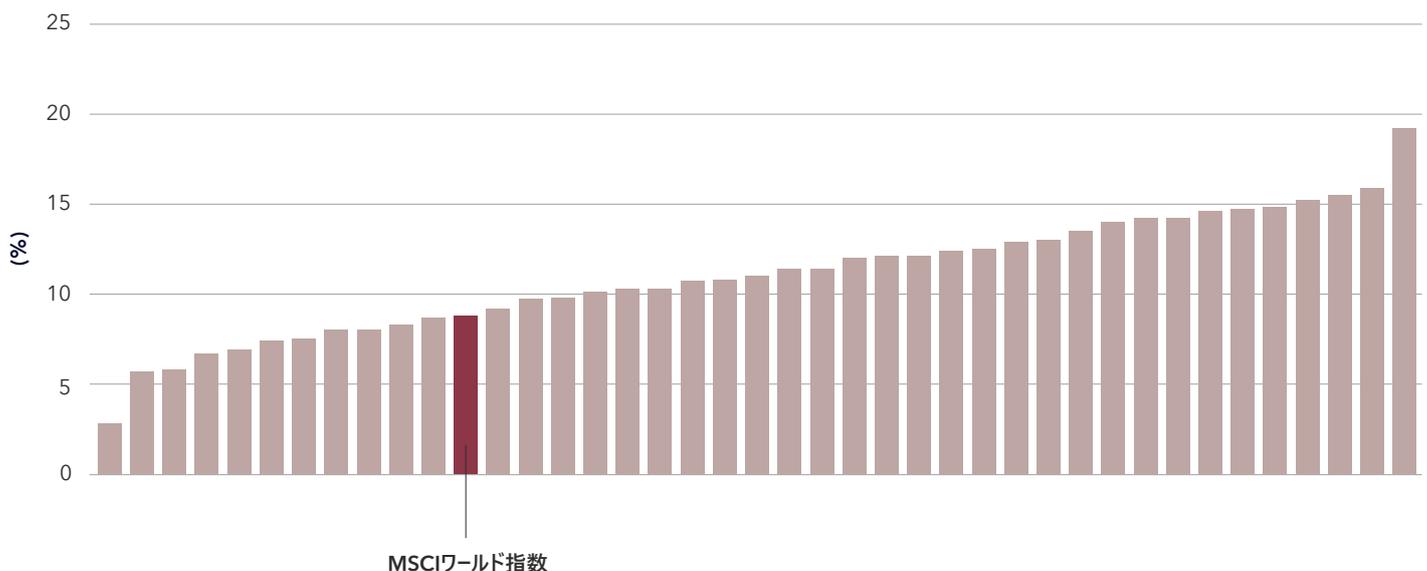
「自律的な企業戦略を展開している企業を重視しています」

経済の上振れや金利環境の好転など、景気循環に伴って周期的に訪れる追い風を業績拡大につなげる企業もありますが、我々がとりわけ重視するのは、自律的な企業戦略を展開し、幾多の景気循環を乗り越えて優れた成長が期待できる企業、かつ長期にわたるマクロ経済の変化にも影響を受けにくい企業です。

我々が成長に関して「持続的（sustainable）」という言葉を使う場合、ESG（環境・社会・ガバナンス）的な意味合いから持続的である、と言っているわけではありません。この言葉を使うのは、純粋に加速度（複利）的な成長サイクルを実現している業、すなわち長期にわたり一貫して利益を増大させる能力を有し、設備投資や研究・開発（R&D）を通じて事業に十分な額の再投資を行い、将来の利益拡大につなげている企業を形容する時だけです。

以下の図表は、ウォルター・スコットの代表的なグローバル株式ポートフォリオで組み入れている銘柄の一株利益（EPS）成長率を並べたものです。一つ一つの棒が、銘柄ごとの過去20年間の年率EPS成長率を示しています（当社の投資時間軸の長さを踏まえ、20年が適切と考えました）。図表から分かる通り、この間、当社ポートフォリオ組入銘柄のEPS成長率は、MSCIワールド指数銘柄の平均を概ね上回っています。

一株利益（EPS）成長率（過去20年） （ウォルター・スコットのグローバル株式代表ポートフォリオ vs MSCIワールド指数）



出所：ウォルター・スコット、MSCI、ファクトセット（2025年9月30日現在）。年率平均。それぞれの棒が各ポートフォリオ組入銘柄の一株利益（EPS）成長率を示しています。ただし5銘柄については、20年分のデータが取得できていません。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

「ファンダメンタルズ面で耐性を有する企業への投資こそが、リスクを軽減する最善の方法です」

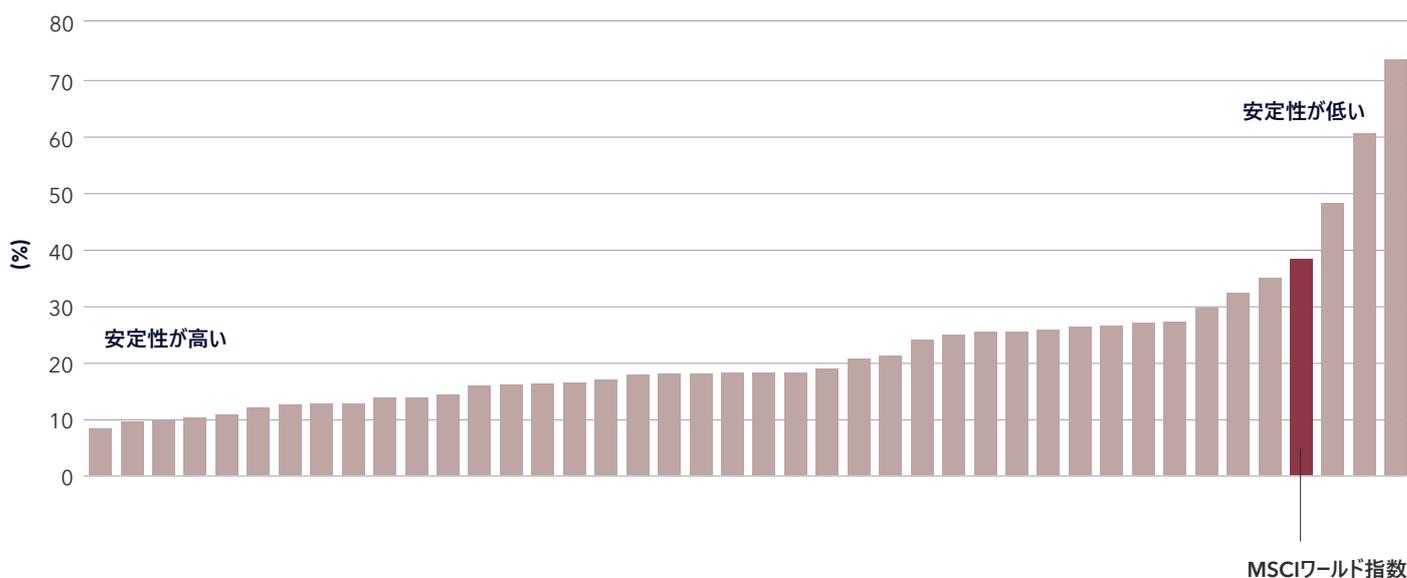
ただこれだけで十分とは言えません。我々は底堅い成長、それも守りに強く再現性の高い成長を実現できる企業を求めているからです。事業規模や財務レバレッジの効果で、利益水準がより変動しやすい企業との比較で見れば、当社のポートフォリオ企業が成長面で遅れをとる場面もないとは言えません。しかしそれでも、幾多の事業サイクルや景気サイクルを通じて確実に成長し、富（価値）を複利的に増大させ得る企業に諦めず投資し続けること、当社ではこの考え方を運用アプローチの根幹に据えています。

また我々は、投資元本の毀損やボラティリティなどの観点から考えて、ファンダメンタルズ面で耐性を有する企業に投資することこそが、リスクを軽減する最善の方法である、と確信しており、この信念はこれまでと同様、今なお我々の運用プロセスの中核を成しています。成長と耐性を兼ね備えた企業からポートフォリオを構築すれば、長期的に極めて優れたリスク調整後リターンを獲得できる、と考えているのです。

安定的に成長できる能力は、困難な局面で安心材料として機能するだけでなく、将来の成長を支える強固な基盤としても役立ちます。ここで、当社保有銘柄の高い安定性を示すものとして、以下の図表をご覧ください。過去20年間の一株利益（EPS）の安定性について、ウォルター・スコットの代表的なグローバル株式ポートフォリオとMSCIワールド指数を比較したものです（一つ一つの棒が各銘柄の安定性を示しています）。

一株利益（EPS）の安定性（過去20年）

（ウォルター・スコットのグローバル株式代表ポートフォリオ vs MSCIワールド指数）

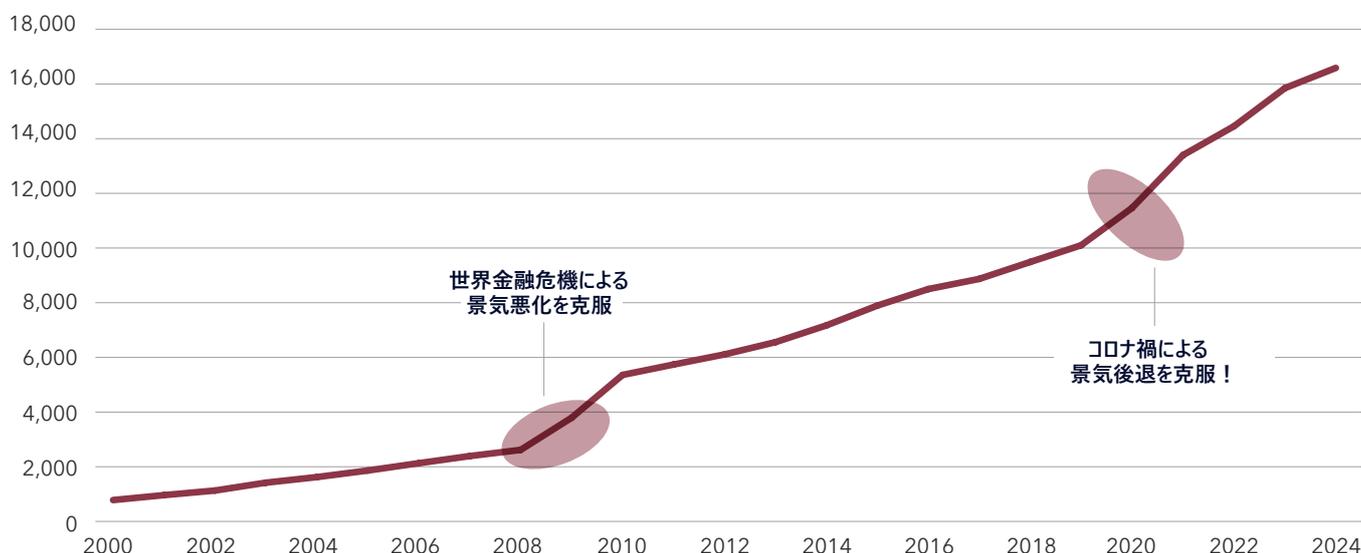


出所：ウォルター・スコット、MSCI、ファクトセット（2025年9月30日現在）。「EPSの安定性」は、実際の報告数値が過去20年間の成長トレンドライン（傾向線）からどの程度乖離しているかを示す「平均絶対乖離率（%）」として算出しており、数値が低いほど成長のボラティリティが低いことを意味します。それぞれの棒が各ポートフォリオ組入銘柄の安定性を示しています。ただし5銘柄については、20年分のデータが取得できていません。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

本稿で掲載している図表は、すべてウォルター・スコットの「グローバル株式戦略」を例として取り上げていますが、運用における検討事項や採用している原則は、どの戦略であっても同じです。例えば当社の代表的なEAFE（北米を除く先進国）株式ポートフォリオは、成長性、収益性、財務基盤の堅固さにおいて、グローバル株式ポートフォリオと同様の特性を有しています。

ポートフォリオに組み入れている個々の企業でも同じことが言えます。例えば米国のO'Reilly Automotiveは、「持続的成長」の特質を有する企業の代表例です。同社は自動車部品や各種機器などの販売を専門に手掛ける小売企業として、米国で最大規模を誇り、DIY顧客だけでなく、専門サービス業者にも製品を提供しています。自動車関連業界は経済状況の影響を受けやすいものの、そうした中でもO'Reillyは過去30年以上にわたって、既存店売上高、総売上高、利益がすべて拡大を続けており、この事実がまさに同社ビジネスモデルの耐久力を示す証となっています。

O'Reilly Automotiveの既存店売上高（単位：100万米ドル）



出所：ウォルター・スコット、O'Reilly Automotiveの年次報告書・財務諸表（2000～2024年）。ハイライト部分は、米国の実質GDP成長率がマイナスに落ち込んだ期間。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

高い持続的成長性を有する企業の例は、他の産業でも見つけることができます。例えば産業ガス業界です。およそ華やかさには欠けるものの、一般製造業や化学、食品・飲料に至るまで、産業ガスは幅広い分野の製造プロセスで極めて重要な役割を果たしています。次頁では同業界の企業例として、アイルランドに籍を置くLindeを取り上げます。

「持続的成長」のケーススタディ

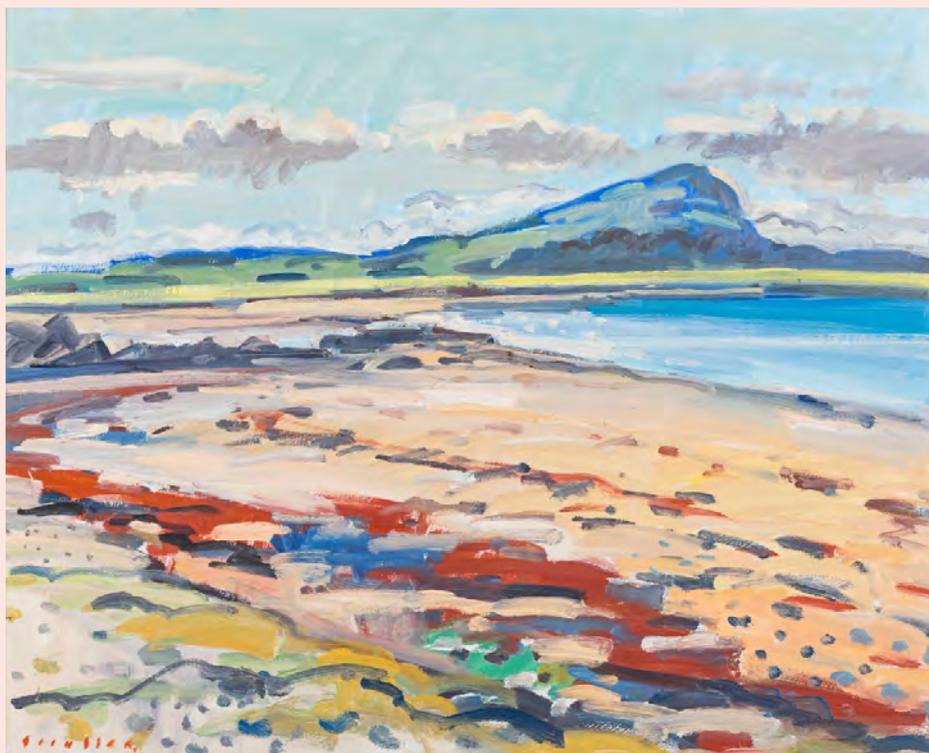
Linde

産業ガスの世界最大手Lindeは、2018年に米国のPraxairとドイツのLinde AGが合併する形で誕生しました（現在の主要経営拠点は英国で、米ナスダック市場に上場）。Lindeの起源は、ドイツのヴュースバーデンで技術者のカール・フォン・リンデが同社の前身となる企業を設立した1879年に遡ります。リンデは、空気から酸素を抽出するプロセスの商業化に初めて成功し、産業ガス業界の礎を築いた人物です。産業ガスは長い年月をかけて幅広い業種に浸透し、今では鉄鋼、自動車、食品、医薬品に至るまで、ありとあらゆる分野の生産・製造プロセスで活用されるようになっていきます。

産業ガス業界のトップ企業としてLindeは、業界に吹く強い構造的追い風から恩恵を享受できる絶好の立ち位置にあります。2024年に世界全体で1,090億米ドルに達していた産業ガスの市場規模は、2032年までに1,720億米ドルに増加すると見込まれています。鉱工業生産の拡大、新規用途の開拓、新興国需要の増大、クリーンエネルギーの普及拡大といった要因が、業界の長期的な成長を牽引しています。なお水素経済の実現に向けた動きは、同社業績への本格的な寄与という意味ではまだ時間を要するものの、Lindeにとって強い追い風となる可能性はあります。

Lindeは景気低迷時に強い耐性を示しますが、これは同社のビジネスモデルが堅固であることの何よりの証左です。Lindeの強みとしては、最終製品の用途多様化が進んでいることや、販売地域が地理的に分散していることが挙げられます。また産業ガス事業は、毎年のように膨大な額の設備投資が必要なおえ、事業自体の複雑さもあって参入障壁が極めて高く、しかも商業ベースに乗せるためには、圧倒的な規模で生産を行わなければなりません。酸素、窒素、アルゴンなどの気体はすべて、我々が呼吸している大気の中に含まれますが、この大気からそれぞれの気体を分離・抽出する事業には、極めて高い水準の技術的専門知識と、大規模な空気分離装置（ASU）への巨額の投資が必要となります。

産業ガスの取引で一般的な「テイク・オア・ペイ」（買手の引き取り量が当初契約より少ない場合でも、全量相当の対価を支払う）形式の契約は、期間が長期で設定されることが多く、またガスの生産プロセスは他社による模倣が困難なことから、Lindeは強力な価格決定力を有します。15～20年に及ぶ契約を多くの顧客と結ぶことのできる産業は他にほとんどありません。また産業ガスの価格は、経済危機の時ですら下落することは稀です。Lindeの場合、投入コストの上昇を価格転嫁できる能力、そしてインフレ率以上の価格引き上げを目指す経営陣の努力が、将来の利益とキャッシュフローの見通しを非常に立てやすくしています。



上記の個別銘柄は、ファンドや運用戦略への組み入れや保有の継続を示唆・保証するものではありません。また、当該個別銘柄等の購入、売却等いかなる投資推奨を目的とするものではありません。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

収益性とリターン

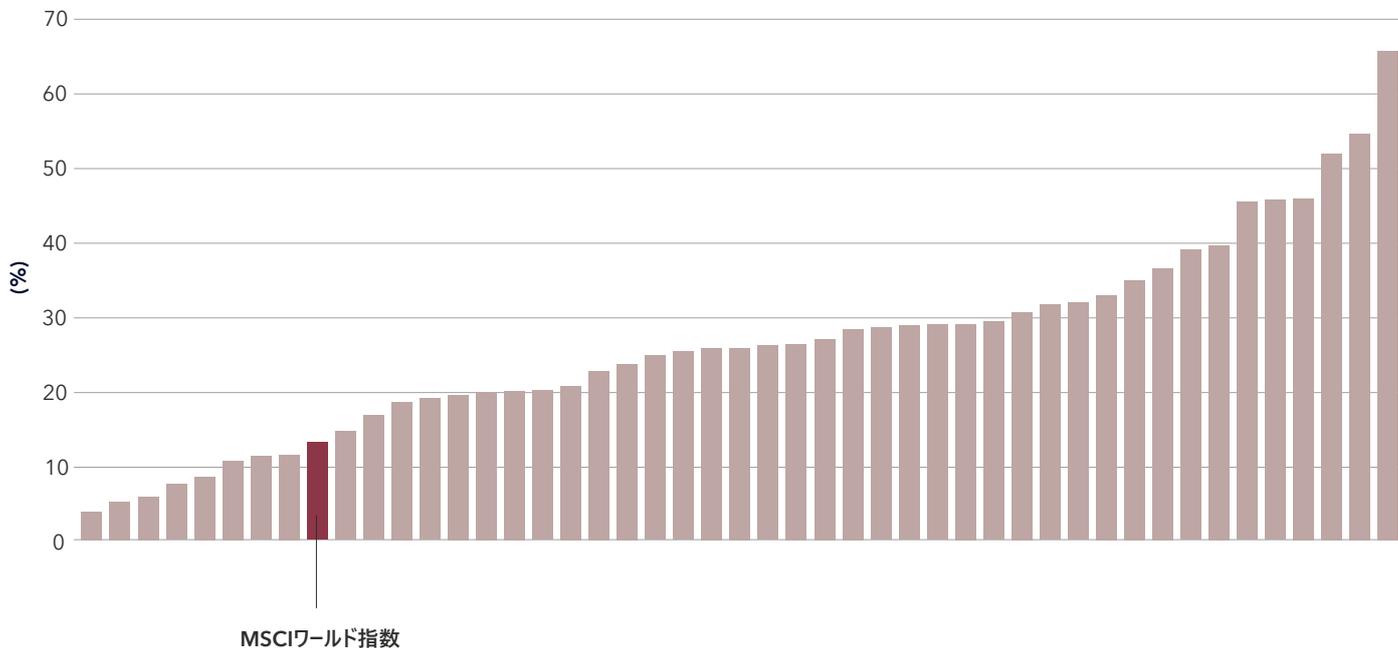
企業の収益性を決定づける重要な要素、それは環境への適応力とイノベーション能力、製品の差別化、競争優位性、強力な価格決定力、優れたコスト管理、そして優秀な経営陣です。ウォルター・スコットでは、こうした資質を武器に、高い水準の収益性を維持している企業を探し求めています。

「企業が富（価値）を創出できるかは、“資本コストを上回るリターンを一貫して上げられるか”にかかっています」

企業経営において収益性はリターンの鍵となる要素であり、そのため当社では、様々な指標を用いて収益性を評価するようにしています。例えば売上総利益率、営業利益率、キャッシュフロー・マージンを調べ、これらの指標や資産効率、財務レバレッジ水準などが、投下資本に対するキャッシュフロー収益率（CROCE）や株主資本利益率（ROE）にどういった影響を及ぼしているかを検討します。また事業運営に投じた資産から生み出される利益とキャッシュフローの水準も分析します。基本的に、企業が富（価値）を創出できるかは、「資本コストを上回るリターンを一貫して上げられるか」にかかっています。

当社の収益性重視の姿勢を端的に表すものとして、銘柄ごとの営業利益率を示した以下の図表をご覧ください。ウォルター・スコットの代表的なグローバル株式ポートフォリオ組入銘柄とMSCIワールド指数の平均を比較しています。

営業利益率（ウォルター・スコットのグローバル株式代表ポートフォリオ vs MSCIワールド指数）



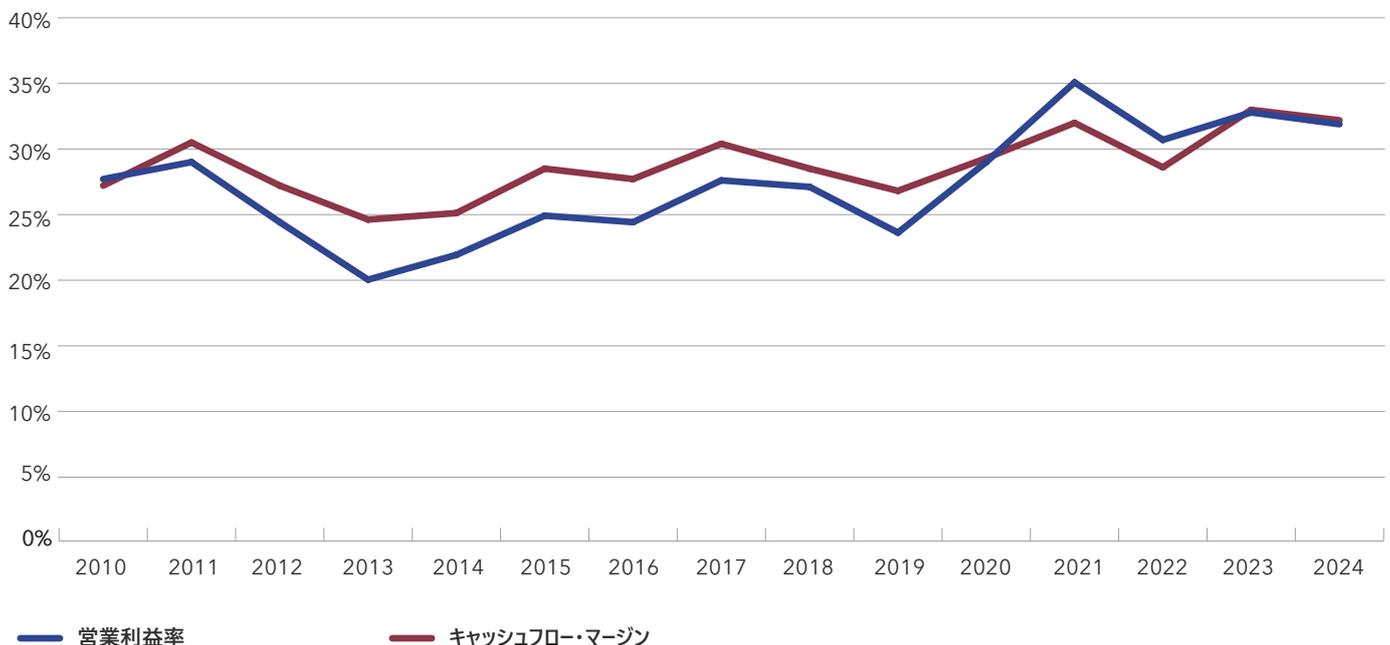
出所：ウォルター・スコット、ファクトセット、MSCI（2025年9月30日現在）。「営業利益率」は売上高に対する営業利益の割合です。それぞれの棒が各ポートフォリオ組入銘柄の営業利益率を示しています。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

高い収益性を維持できる企業は、外的ショックに耐える財務の強靱性と、将来の成長に投資できる柔軟性の両方を手にすることになります。またこの種の企業は、研究・開発（R&D）や設備投資の資金を内部で賄うことができ、外部資金に頼る必要がありません。資本に余剰が生じた場合には、株主にこれを還元することも可能です。

また盤石なブランド力を有する企業は、強力な価格決定力を行使し、高水準で安定した利益率と長期的、持続的な利益成長を実現できます。その好例がフランスのLVMHです。高級ファッションブランドのLVMHと言えども、景気循環と無縁ではいられませんが、それでも同社固有のブランド・イメージやスタイルを体現するラグジュアリー製品が根強い人気を博しているおかげで、LVMHはこれまで堅調な業績を上げてきました。中でも中核事業であるファッション & レザーグッズ部門は過去20年にわたり、平均33%と安定的な営業利益率を実現しています。

技術的な優位性も、高い収益性を維持する原動力となり得ます。その例としては、極端紫外線（EUV）露光装置（リソグラフィ）の分野で独占的な地位を占めているオランダの半導体製造装置大手ASMLが挙げられます。リソグラフィは半導体チップ製造、ひいてはAI（人工知能）に関わるありとあらゆる製品の製造に不可欠な装置です。ASMLは、半導体製造分野におけるリーダーシップとイノベーション能力を武器に、世界金融危機以降も高い営業利益率とキャッシュフロー・マージンを維持しています。

ASMLの営業利益率とキャッシュフロー・マージン



出所：ウォルター・スコット、ASMLの年次報告書・財務諸表（2010～2024年）。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

他にも高い収益性を維持している企業として、米国のクレジットカード大手Mastercardが挙げられます。顧客からの信頼と安全性が最優先であることから、高い参入障壁に守られているクレジットカード業界で、同社は保有資産を最小限にとどめるアセットライトなビジネスモデルを展開し、高収益を実現しています。次頁ではこのMastercardについて見て行きます。

「収益性とリターン」のケーススタディ

Mastercard

毎日、世界中で何億もの人々がMastercardのカードを利用しています。現在流通しているカードの枚数は35億枚に及び、同業のVisaと合わせると、二社で世界のシェアをほぼ独占している状況です（未だ普及途上の中国を除く）。過去15年間で見ると、Mastercardの営業利益は実に年率14%ペースで増加しており、結果として同社はこの間、平均50%超の営業利益率を維持しています。

顧客と加盟店間の電子決済を円滑化する仕組みを提供すること、これがMastercardの中核事業です。取引を処理するたびに売上を稼ぐ、すなわち仲介機能提供の対価として手数料を受け取るという、あたかもデジタル・ハイウェイの料金所のような役割を果たしています。一回の取引で受け取る手数料は販売額に比してごく少額ですが、一日の決済回数何億回にも及ぶこと、またカード決済が資本集約的な事業でないことも、高い収益性を可能にする要因となっています。Mastercardの推定によれば、この中核事業の分野でアクセス可能な市場の規模は34兆米ドルに上ります。このうち現時点で「カード決済化」されている（つまり現金や小切手でない）取引は68%です。

カード決済は、テクノロジーとイノベーションを原動力に成長する事業であり、世界経済のデジタル化が急速に進行するなか、この分野には今なお非常に多くの事業機会が残されています。例えばMastercardは、政府給付金、個人送金、企業間決済、運転資金決済、消費者による支払い（中でも現在は銀行振込が主流の公共料金や税金等）といった、これまでにない「資金フロー」の分野にも踏み込もうとしています。また、デジタルID（本人認証）サービスや、オープンバンキング（消費者の事前同意の下、銀行と他のFintech企業などが金融データを安全に共有し、様々なサービスを提供する仕組み）サービスなど、ネットワーク分野における新たな事業機会も狙っています。こうした従来と異なる領域における決済フローの規模は合わせて100兆米ドルに達するとされており、Mastercardはこの巨大な事業機会を今まさに捉えようとしているのです。

高い利益率を実現しているだけでなく、リターンが安定的に向上し、財務体質が堅固で、強力かつ他社に十分対抗し得る市場ポジションを築いているMastercardは、ウォルター・スコットが求める資質を体現する企業として、非常に優れた例の一つとなっています。



上記の個別銘柄は、ファンドや運用戦略への組み入れや保有の継続を示唆・保証するものではありません。また、当該個別銘柄等の購入、売却等いかなる投資推奨を目的とするものではありません。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

堅固な財務基盤

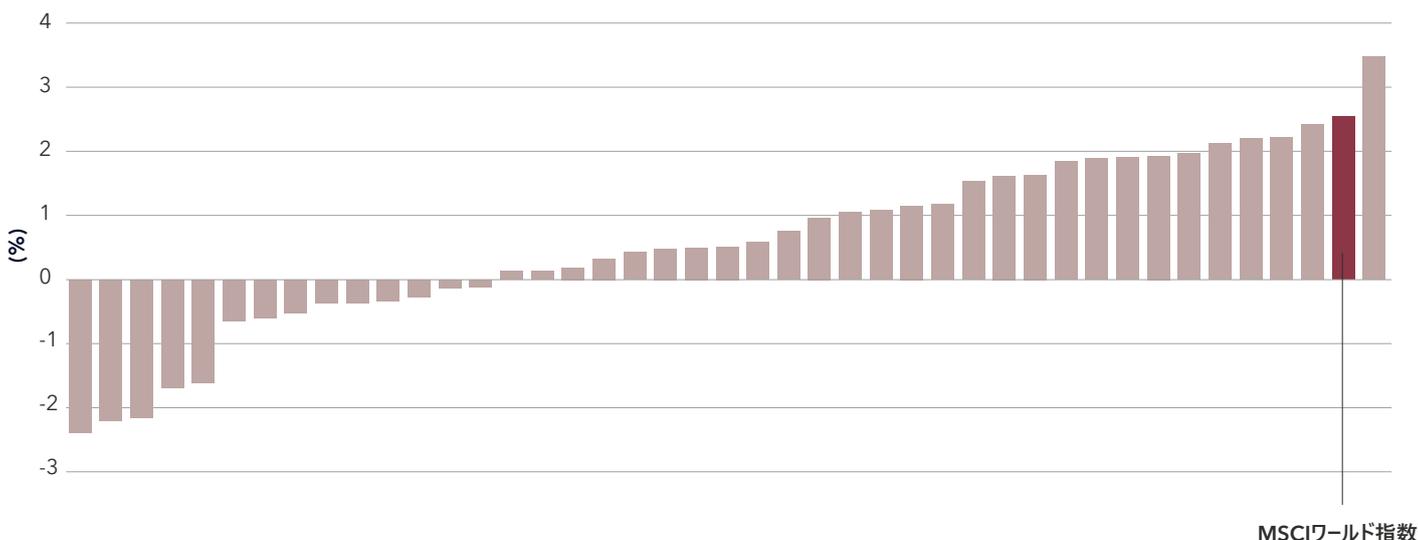
これまでの歴史を振り返れば、企業社会では予測不可能な出来事が幾度となく繰り返されてきました。それだけに堅固な財務基盤を築くことは、不測の事態におけるリスクの軽減につながります。例えば新型コロナウイルス感染症のパンデミック（世界的大流行）は、企業とそのサプライチェーンにとって過酷な試練となりましたが、需要が激減するなかで、何よりも企業経営を支える力となったのは、財務面の十分なゆとりでした。当時実際に、バランスシート上の潤沢なキャッシュを武器としてこの大混乱に立ち向かった企業がありました。世界最大のファストファッション企業であるスペインのInditexです。Inditexはこの間、パンデミックの影響下で生き残ろうともがいていた脆弱な競合他社に先んじ、市場で有利な立ち位置を確保することに成功しました。同社の健全な財務体質が、事業への投資を通じて優位を保つための強力な基盤として機能したのです。

「堅固な財務基盤には、単なる“守りの強さ”以上の意味があります」

負債を低位に維持しているということは、その企業が金利上昇の影響を受けにくく、経済環境の悪化に適切に対応できることを意味します。事実、企業の寿命と財務基盤の堅固さの間には、強い関係性が存在します。一方で堅固な財務基盤には、単なる「守りの強さ」以上の意味があります。企業が市場でトップの位置を維持し、新たな成長の道筋を開拓しようとするれば、投資を行う必要がありますが、同じ投資をするにしても、財務的に健全な状態で行う方が、圧倒的に有利だからです。

当社リサーチチームは、企業財務の健全性を評価するにあたって様々な指標を活用しています。例えば純負債に着目し、これをEBITDA（利払い・税引き・償却前利益）の水準と比較すれば、その企業の債務返済能力を見ることができます。以下の図表から明らかな通り、当社グローバル株式戦略の代表的なポートフォリオで組み入れている企業の大半は、この純負債／EBITDA倍率がMSCIワールド指数の平均を大幅に下回っています。

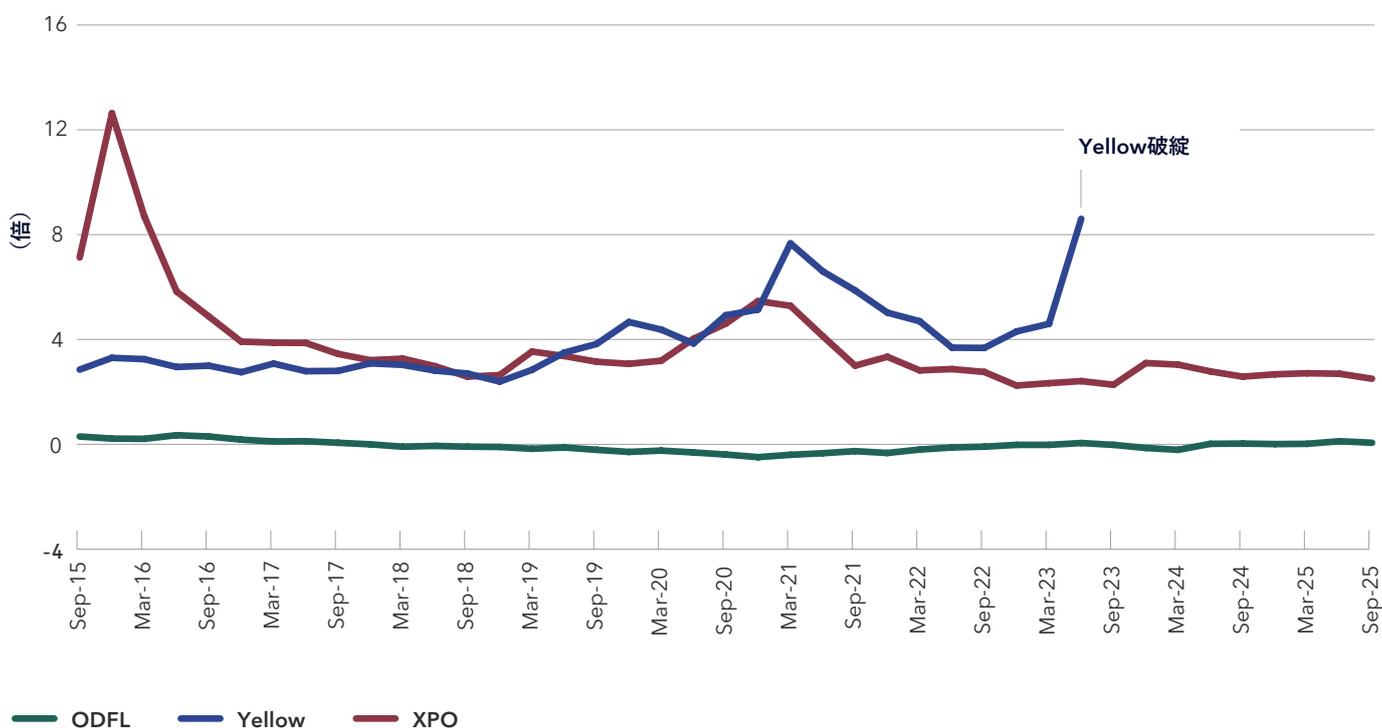
純負債／EBITDA倍率*（ウォルター・スコットのグローバル株式代表ポートフォリオvs MSCIワールド指数）



出所：ウォルター・スコット、MSCI、ファクトセット（2025年9月30日現在）。「純負債／EBITDA倍率」は、総負債残高から現金・現金同等物を差し引いた額をEBITDA（利払い・税引き・償却前利益）で除したものです。*金融セクター銘柄を除きます。それぞれの棒が各ポートフォリオ組入銘柄の純負債／EBITDA倍率を示しています。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

例えば米国の混載トラック輸送（LTL）最大手Old Dominion Freight Line（ODFL）は、米輸送業界の活動が低迷するなかでも、財務の健全性が大きな強みとなってきました。ODFLが戦略的投資を推し進め、顧客ニーズや事業ニーズに迅速に対処できたのも、健全な財務があればこそでした。何より財務の強さは、競合他社に対する圧倒的な差別化要因となり得ます。さらにODFLは今、競合の一つであった同じ米国のYellowの破綻を機に事業を拡大しようとしています（Yellowの物流施設などを次々に買収、シェアを拡大）。Yellowの破綻は、債務の借り換えに失敗した結果でした。以下に、ODFLとYellow、そしてもう一つの競合である米XPOの純負債／EBITDA倍率の推移を示します。

純負債／EBITDA倍率



出所：ウォルター・スコット、ファクトセット（2025年9月30日現在の数値）。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

「堅固な財務基盤」のケーススタディ

キーエンス (Keyence)

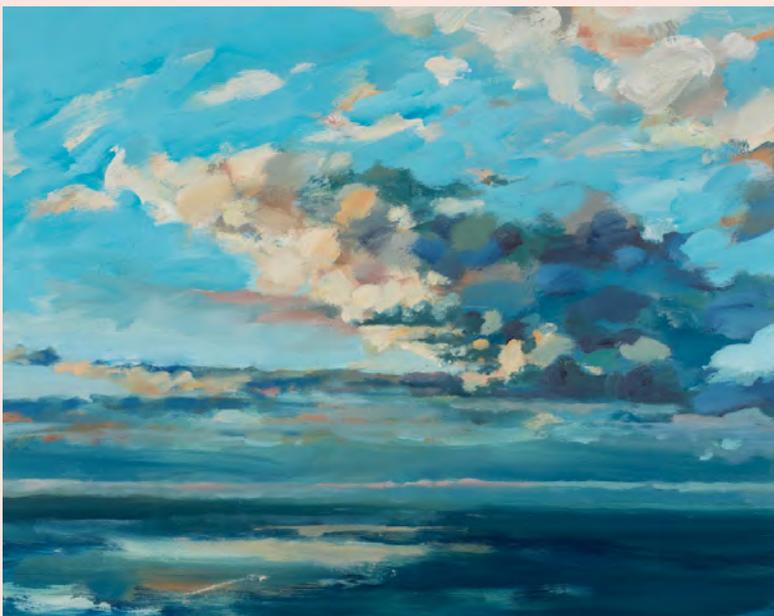
日本のキーエンスは、主にファクトリー・オートメーション（FA）で利用される各種センサー・測定機器の世界最大手サプライヤーです。同社のセンサーは、例えばビン製品の生産ラインで、フタがしっかりとねじ込まれているかをチェックする際などに活用されています。キーエンスは、過去10年間に年率12%ペースで売上を伸ばし、営業利益率も平均約50%を維持するなど、輝かしい実績を上げています。また同社はバランスシートに関しても、手元流動性を重視する極めて保守的な方針を維持しています。

キーエンスの製品を利用している企業は、自動車、ロジスティクス、電子・ITデバイス、情報通信、鉄鋼、娯楽、食品、医薬、さらには宇宙探査に至るまで、ほぼすべての分野に広がっており、顧客件数は実に35万社に及びます。ファクトリー・オートメーション（FA）とその稼働に欠かせないセンサー類は、今やほぼすべての産業で利用されていますが、それでもキーエンスにはまだ幾多の事業機会が残されています。世界には、依然として同社製品が普及していない市場が数多くあり、しかも新たな用途の開拓も進んでいるからです。例えばeコマースの発展に伴って、ロジスティクス業界ではオートメーション技術への投資が急拡大しています。

同社は「ファブレス」、すなわち工場を持たず生産を外部に委託する事業形態を採用しているため、キーエンス本体は研究・開発（R&D）とイノベーションに注力することが可能となっています。このファブレスという要素も、キーエンスという高いキャッシュ創出力を誇る企業が誕生するに至った理由の一つです。

実際、キーエンスの現金・現金同等物は、前年度末（2025年3月期）時点で株主資本の80%を超えていました。確かに潤沢なキャッシュは、景気悪化局面では経営を守る盾の役割を果たし、業績低迷時には投資を継続するための支えとなります。しかしキーエンスの場合、巨額のキャッシュ保有が株主資本利益率（ROE）を圧迫する原因ともなっており、事実、前年度末のROE水準は13%にとどまっていた。仮にバランスシート上にあるすべてのキャッシュを配当として支払ってれば、ROEはほぼ100%に跳ね上がったはず。こうした状況を受け、当社リサーチチームと同社経営陣とのエンゲージメントにおいては、キャッシュ保有の問題を継続的な議論の対象としています。

近年、キーエンスの配当性向は上昇傾向にあり、そのこと自体は歓迎すべきことですが、経営陣の冷徹なまでの資本配分姿勢（支出に対する極端な厳格さ）については、当社としても引き続き疑問視しています。多額の現金を積み上げているということは、少なくともキャッシュ創出能力があることを意味します。しかし一方でこれは、1980年代末に日本で資産バブルが崩壊して、自社が大変な困難に陥った当時の記憶を長く払拭できず、今なお保守主義的な方針から抜け出すことのできない経営陣の姿を映し出すものでもあります。



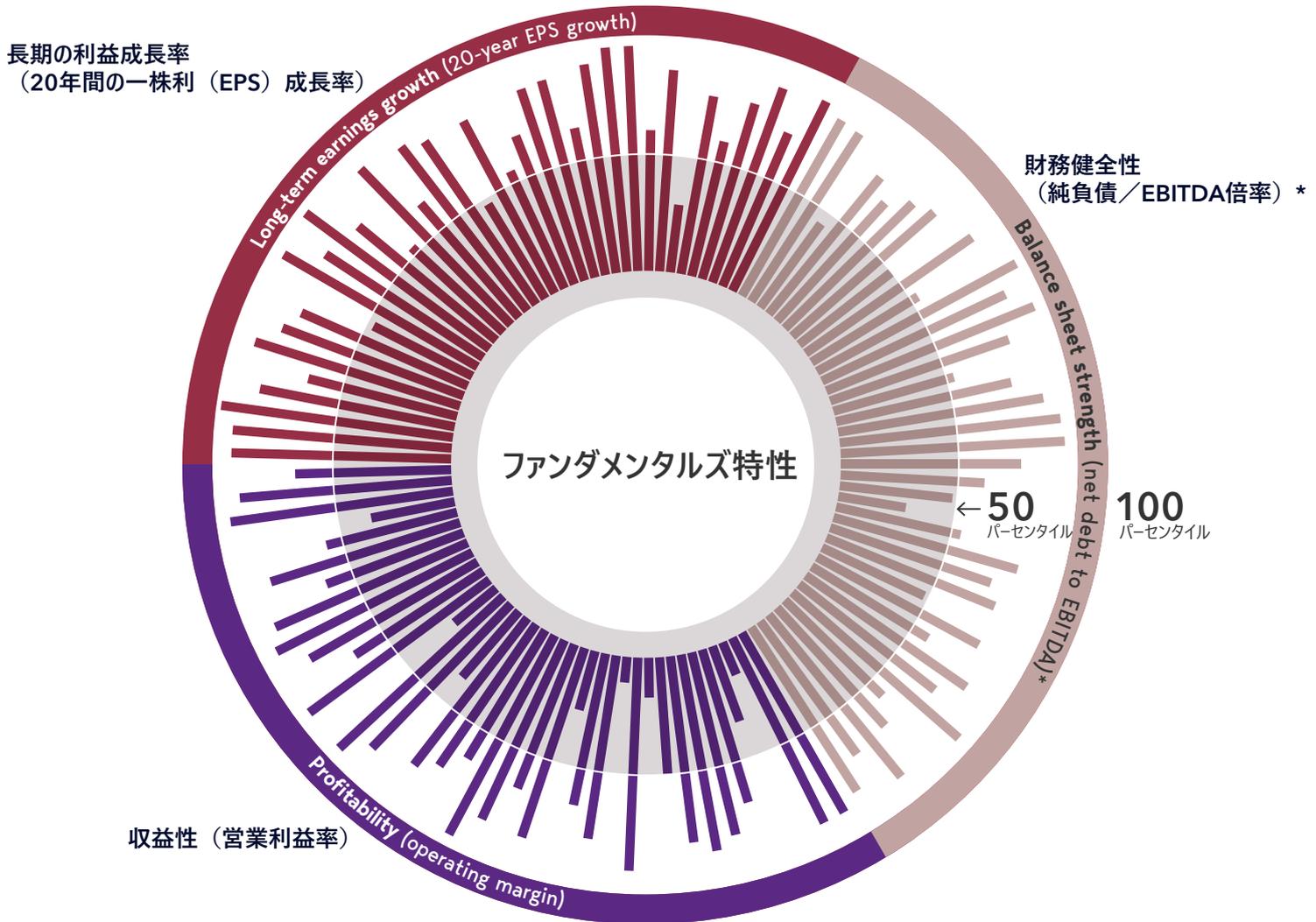
上記の個別銘柄は、ファンドや運用戦略への組み入れや保有の継続を示唆・保証するものではありません。また、当該個別銘柄等の購入、売却等いかなる投資推奨を目的とするものではありません。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

バランスの重要性

企業の成長、収益性、財務の健全性は、互いに無関係のものとして捉えてはならず、それぞれ個別に評価すべきものでもありません。優れた収益性は堅固な財務を支え、そしてこの二つが揃えば、成長の底堅さを支える基盤となり得るからです。企業によって差があることは認識しつつも、ウォルター・スコットはこうした資質をすべて備えた企業をポートフォリオに組み入れることを目指しています。

ただし、これらの資質について検討する際は、それぞれの企業が属する業界の性質を考慮に入れる必要があります。「持続的成長」のケーススタディで取り上げた産業ガスの世界最大手Lindeを例に挙げましょう。産業ガス事業はその性質上、必然的に資産集約的にならざるを得ないため、事業資金の調達には借入金が欠かせません。そのためLindeを低レバレッジ企業と見なすことはできないものの、同社はその強力な価格決定力、契約期間の長期性、高い参入障壁を武器に、健全な資本構造を維持する一方、持続的な成長を実現してきました。

以下に示す図表は、利益成長率、収益性、財務健全性について、ウォルター・スコットの代表的なグローバル株式ポートフォリオで組み入れている銘柄とMSCIワールド指数の全銘柄の数値を比較したものです。内側の円がMSCIワールド指数の中央値（50パーセント）、外側の円が最大値（100パーセント）を示し、内側から外側に伸びている棒は、各指標において当社ポートフォリオ銘柄がどのパーセントに位置しているかを表しています。この図表から、当社ポートフォリオ銘柄のほとんどが、成長率、収益性、財務健全性の三指標において、MSCIワールド指数の中央値を上回っていることが見て取れます。



出所：ウォルター・スコット、MSCI、ファクトセット（2025年9月30日現在）。MSCIワールド指数構成銘柄の実績に対する当社ポートフォリオ構成銘柄の位置を表示しています。*金融セクター銘柄を除きます。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

「成長性、収益性、財務強靱性の三要素」を兼ね備えた企業のケーススタディ

Amphenol

米国のコネクタ大手Amphenolは、長年にわたり持続的な成長を実現すると同時に、高い収益性と財務の健全性を維持している企業です。実のところ、私たちは毎日のようにAmphenolの技術により生み出された製品やサービスを利用しています。先端技術を用いた同社のインターコネクタ製品やセンサー、アンテナなどの製品は、携帯電話、通信ネットワーク、自動車、航空機、データセンター、その他幅広い産業用途で活用されているからです。

Amphenolが成長を続けてきた背景に、各種電子機器の着実な普及、新たな技術、統合システム・ソリューションへの需要があることはもちろんですが、加えて企業価値の向上につながる買収を幾つも実現していることが、成長をさらに後押しする要因となっています。景気変動の影響を受けやすいエンドマーケットも一部あるものの、同社は製品多角化と顧客基盤の多様化を進めており、全体として景気の影響を受けにくい体質を確立しています。過去10年間でAmphenolの営業利益は実に3倍に増加しており、またこの間、営業利益率も約20%と安定的に推移しています。

Amphenolは借り入れを特に忌避しているわけではなく、成長と企業価値増大に向けた買収活動を支える戦略的手段として活用しています。レバレッジは適正かつ管理可能な水準にとどめており、実際、足元のインタレスト・カバレッジ・レシオ（営業利益等の事業利益が支払利息等の何倍あるかを示す指標）は15倍に達しますが、適度な借り入れは、収益性の向上を後押しする要因の一つともなっています。またAmphenolは、安定的にフリーキャッシュフロー（FCF）を創出しており、例えば2024年は売上高150億米ドルに対して22億米ドルのFCFを確保しました。過去10年間の株主資本利益率（ROE）は平均で約25%に達しています。

Amphenolはそのビジネスモデルの下で持続的な成長を実現していますが、これを支える要因の一つとして、高度に分散化された組織構造があります。各拠点に現場ならではの専門知識を有する人員を配置することで、顧客との緊密な関係の構築につながっているのです。こうした現場主導のスタンスは、規格品ではなく、顧客の用途に合わせた製品の生産に注力するという同社の方針にも表れています。

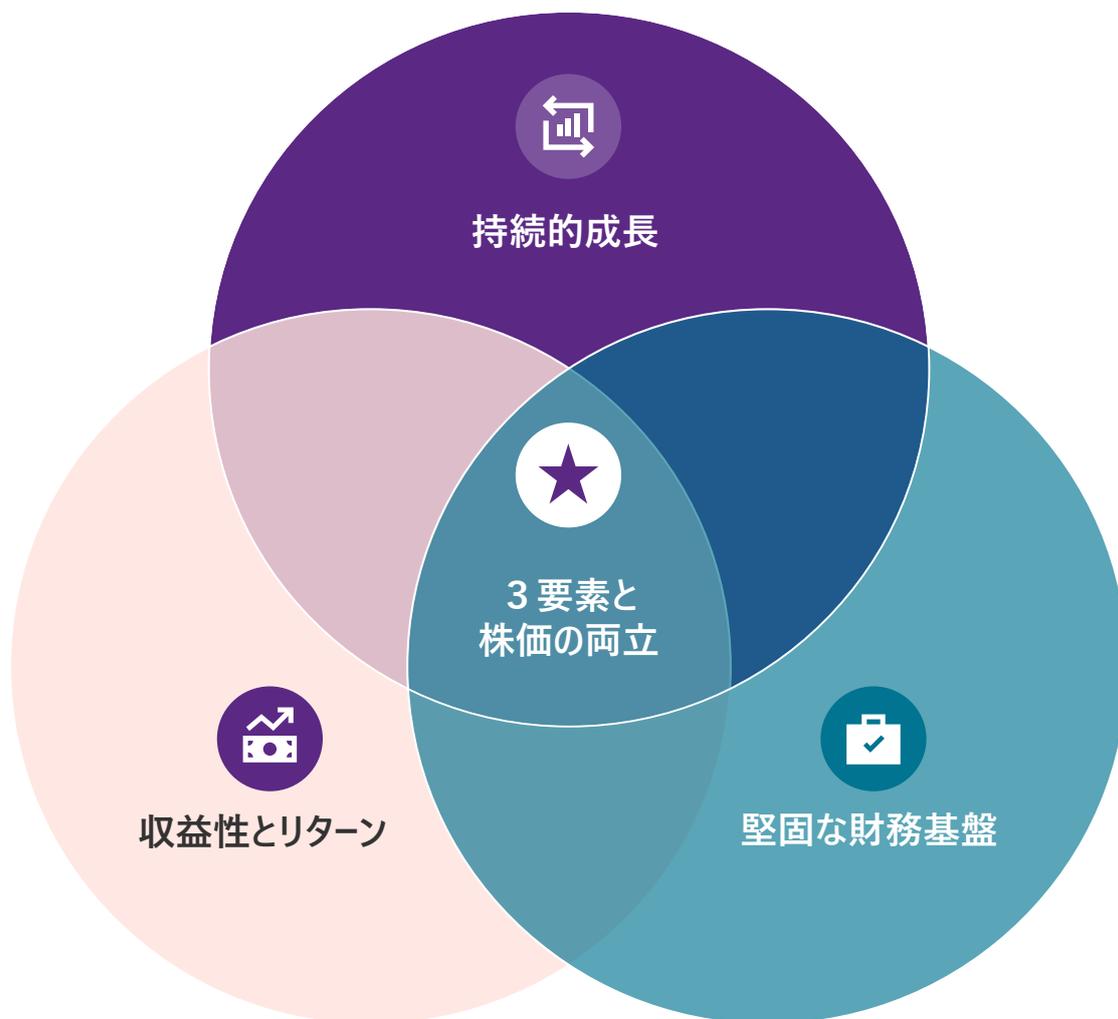
Amphenolは垂直統合型の生産体制を構築し、製造の大部分を自社グループ内で完結させています。また世界約40カ国に合計250カ所の拠点を展開し、顧客に近接した供給体制を整備していることが、サプライチェーンの管理強化、ひいては生産・物流コストの低減にもつながっています。

コネクタやセンサー製品の市場は著しく細分化されており、その中でAmphenolがシェア拡大に動いていることを踏まえれば、成長の余地は未だ十二分に存在します。また技術の進歩を背景に、より高度でかつ革新的な製品への需要は今後も衰えることはないでしょう。具体的には、製品のコネクティブティ（接続性）向上や5G（第5世代移動通信システム）普及、電気自動車（EV）の持続的進化、ファクトリー・オートメーション（FA）の拡大、そしてAI（人工知能）革命といった要因が、Amphenolへの長期的な追い風として作用するものと考えられます。



上記の個別銘柄は、ファンドや運用戦略への組み入れや保有の継続を示唆・保証するものではありません。また、当該個別銘柄等の購入、売却等いかなる投資推奨を目的とするものではありません。上記は過去の実績であり、将来の投資成果等を示唆・保証するものではありません。

バリュエーションの重要性



我々はマクロ経済や市場イベントをコントロールすることはできませんし、それに伴って生じる様々な変化を予測することもできません。コントロールできるのは、どの銘柄を購入するか、幾らで購入すべきか、という点だけです。コロナ禍が終息して以降、特に米国市場では株価の上昇が続いていることから、ここに来て市場ではバリュエーション水準への関心が高まりつつあります。我々は、収益性が高く持続可能なビジネスモデルを擁し、いかなる市場サイクルや景気サイクルにおいても耐性を維持できる企業を探し求めています。それも「適正価格で購入」できる銘柄であることが大前提です。

「ウォルター・スコットは企業のファンダメンタルズを最重要視しています」

運用においてバリュエーション規律を堅持する重要な理由、それは「企業が本業で生み出す富（価値）が、長期的に株価の上昇となって反映されて行く蓋然性を高め、同時に株価収益率（PER）などのバリュエーション指標が低下するリスクを減らす」ことにあります。以下の関係式を見れば、その重要性がよく分かります。

配当利回り + 利益成長率 + バリュエーション指標の変化 = 株主総利回り（TSR）

ウォルター・スコットは企業のファンダメンタルズ、具体的には「長期にわたり持続的に利益を増大させ得る能力」を最重要視しています。しかしそうした能力を有する企業であっても、ファンダメンタルズに見合わない価格で株式を購入すれば、いずれはバリュエーション面の逆風（過大な評価水準の切り下がり等）を受け、期待リターンが低下するか、そうでなくともリターンを確保するまでに想定以上の時間が掛かりかねません。

ウォルター・スコットでは、徹底的な分析と議論を通じて、定性面やファンダメンタルズ面から見た株式購入のメリットを判断しますが、当社が見込む成長に照らしてバリュエーションが適切かを判断する際にも、同様の分析と議論を行うようにしています。また我々は、「どの程度」の成長が見込めるかだけでなく、「どのような」成長が見込めるか、という点に常に着目していますが、これは長期的、安定的な成長を実現できる企業には、それに見合うプレミアム（高い評価水準）が与えられるはずだと考えているからです。逆に言えば、バリュエーション水準が一段階高くなれば、持続的成長、収益性とリターン、財務基盤の堅固さの三要素についても、より高い水準を求めることとなります。

長期的に優れたリターンを投資家に提供するためには、ファンダメンタルズとバリュエーションのバランスをとることが最も重要です。企業運営においては、需要環境の変化や競合の参入などの影響もあって、極端に高い成長率が持続することは滅多にありません。それだけに我々は、バリュエーションが高成長の持続を示唆するような水準にある場合は特に警戒するようにしています。

また当社の成長期待に比してバリュエーションが過度に高い水準にある、あるいは当社の投資テーマを脅かす重大な脅威が生じ、バリュエーションがもはや適正水準にない、との判断に至った場合は、ポジションを解消します。

例えば2011年にウォルター・スコットは、口腔ケア製品や日用品、ペットケア製品などで有名な米国のColgate-Palmoliveの株式をグローバル株式ポートフォリオに初めて組み入れました。同社が価格決定力の強化や製品の高付加価値・高価格化を通じ、本業の売上成長に注力していたことを評価したのです。ところが、堅調さを維持していたペットケア事業の売上高と利益率に低下の兆候が現われ、我々はこれを、ブランド力が一部弱体化し、根本的な成長モメンタムが失われたことを示唆するものとして受け止めました。最終的に我々は、Colgateの成長性に対して、株価バリュエーションが過度に割高であるとの判断から、同社のポジションを解消しました。実際、同じポートフォリオ組入企業で、より成長ペースが速く、かつ質の高い企業と比較しても、同社のバリュエーションには割高感がありました。

「ポートフォリオの内部では、資金の配分先を巡って常に競争が行われています」

成長性に照らしてバリュエーションを評価した結果、ポジションをすべて解消するのではなく、一部削減にとどめる判断を下すこともあります。ポートフォリオの内部では、資金の配分先を巡って常に競争が行われている状態ですから、売却益は、（競争を勝ち抜いた）既存の保有銘柄に再投資したり、あるいは新たな銘柄に振り向けることも可能です。

例えば当社は2023年年初、信越化学工業のポジションについて、「それまでに得た利益分」のみを売却することを決定しました。同社の中核であるシリコンウエハー事業とポリ塩化ビニル樹脂（PVC）事業がいずれも堅調な業績を上げ、株価が上昇基調にあったためです。特にPVC事業では、原料である米国産ガスの価格低下を背景に、世界における信越化学の競争優位性が大幅に高まっていました。シリコンウエハーとPVCは基本的に景気の影響を受けやすい事業であるにもかかわらず、当時のバリュエーションは悪化局面入りの可能性が織り込まれていなかったため、同社の業績が明らかに好調を維持している間に、利益を確定する決断を下したのです。

一貫した長期視点の投資

本稿の冒頭で述べたイアン・クラークの「加速度（複利）的な利益成長」そして「時間と忍耐の必要性」の考え方に、現代の市場環境とは相容れない側面があることは否定できません。情報が氾濫し、短絡的な意見が飛び交うこの世の中、投資家は目先の満足に目を奪われ、市場では投資時間軸の短期化が一層進んでいるからです。実際のところ、企業の業績が右肩上がりに伸び続けることは滅多にありません。しかし業績が四半期単位で予想を下回ったり、短期的に失望を招いただけで、市場はネガティブな反応を示しがちです。

当社のポートフォリオが、市場を席卷しているテーマや運用スタイルに合致しない状態となったことはこれまでもありましたし、今後もそういうことは起こり得ます。また当社の運用プロセスから判断ミスを完全になくすこともできません。すべての投資アイデアが利益を生むとは限らないからです。しかしながら、企業のファンダメンタルズ特性に重点を置き、チームベースで意思決定や分析を行う当社アプローチの有効性は、40年以上前のウォルター・スコット創設時と同様、今もなお全く失われていません。

最後になりますが、当社では今後も長期視点のアプローチを堅持し、毅然とした姿勢で運用に取り組む所存です。当社では、企業の優れた能力、すなわち「厳しい経済環境下では強い耐性を示し、かつ数十年にも及ぶ時間軸を通じて期待リターンを実現する能力」に焦点を当てて、リサーチを行っています。我々が求めるのは、持続的成長、優れた収益性とリターン、そして堅固な財務基盤を誇る世界トップレベルの企業です。こうした企業に投資し、その加速度（複利）的な成長力を活かす手法は、これまでと同様に今も当社運用戦略の根幹を成しています。



アラン・ランダー（リサーチ・ヘッド）

アラン・ランダーは、ウォルター・スコットのリサーチ・ヘッド兼投資管理委員会（IMC）共同委員長。2006年ウォルター・スコット入社。ノッティンガム大学にて数学学士号（優等学位）を、エディンバラ大学とヘリオット・ワット大学共同プログラムにて金融数学修士号を取得。CFA（米国CFA協会認定証券アナリスト）資格を保有。



規制に関する情報

ウォルター・スコット・アンド・パートナーズ・リミテッド（以下「ウォルター・スコット」という）は、英国における資産運用業務の遂行に関して、英国金融行為監督機構（FCA）による認可を受け、同機構の監督下にある資産運用会社です。ウォルター・スコットは、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーションの间接子会社であり、1940年米投資顧問法に基づく米国の登録企業です。

ウォルター・スコットは英国外の顧客に資産運用サービスならびに投資助言サービスを提供しており、年金基金、寄付金基金、各種財団、その他機関投資家向けにポートフォリオを運用しています。

ウォルター・スコットは、米国においては証券取引委員会（SEC）の登録を受け、カナダではすべての州において適用除外市場ディーラー（EMD：Exempt Market Dealer）として登録され、南アフリカにおいては外国金融サービスプロバイダーとして金融セクター行為監督機構の登録を受けています。南アフリカにおける企業登録番号はNo. 9725です。

リスク要因および重要事項

本資料に記載された見解および意見は、記載日時点における寄稿者（外部からのゲスト寄稿者がウォルター・スコットのスタッフかを問わない）のものであり、必ずしもウォルター・スコット、バンク・オブ・ニューヨーク・メロン・コーポレーション、BNYインベストメント・マネジメント、またはそれらの関連会社の見解を表すものではありません。

BNYインベストメント・マネジメントおよびその関連会社は、本資料の提供情報に基づいて行われる投資助言に関して責任を負いません。本資料は投資助言を意図するものではありませんが、米国外の法域では金融商品の販売勧誘用資料と見なされる可能性があります。本資料の提供情報は、機関投資家による利用のみを目的としており、個人投資家へ配布または個人投資家によって依拠されるべきものではありません。

投資行為はすべて利益または損失が発生する可能性があり、投資資金が元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆するものではなく、リターンは為替変動の結果として増加または減少する場合があります。

外貨建て証券や外国籍の証券への投資には固有のリスクが伴います（外国為替レートの変動、政治、経済、社会面の不安定性、企

業情報の制約、監査基準・法的基準の差異、市場流動性不足のリスクなど）。これらのリスクは、新興国市場では比較的高くなるのが一般的です。

本資料に含まれる情報で、広告と見なされる可能性がある内容については、一般的な情報提供と参照のみを目的としています。何らかの事柄について法律、税金、会計、投資・金融、その他の専門的な助言を提供することは目的としておらず、またそのように解釈および利用されるものでもありません。本資料の内容は、包括的または最新の情報でない可能性があり、また予告なく変更される場合があります。ウォルター・スコットは、本資料の情報の誤りまたは同情報への依拠により生じた直接的、派生的、その他のいかなる形態の損害についても、一切責任を負いません。

本資料は、英国または欧州、中東およびアフリカ（EMEA）で配布された場合、一般的な情報提供のみを目的とした金融商品の販売勧誘用資料と見なされる可能性があります。投資助言と解釈されるべきものではありません。本資料は、規制に基づく投資リサーチまたはリサーチによる推奨を意図するものではありません。また本資料は、特定の個人もしくは法人に配布すること、または本資料を特定の個人または法人が利用することが、現地の法規制に反することになる法域または国においては、当該個人もしくは法人への配布、または当該個人または法人による利用を意図するものではありません。本資料を所有するに至った者は、当該所有者の法域における本資料の配布に適用されるあらゆる規制を十分に把握し、これを遵守する必要があります。

前述のとおり、本資料は投資助言に該当せず、証券の売却の提案もしくは購入の勧誘と解釈されるべきものではなく、その他違法な申出を行うものでもありません。特定の運用戦略が適切か否かを判断する際には、ご自身のアドバイザーに相談することを推奨します。

本資料は、ウォルター・スコットによる承認なく、ハードコピー、電子媒体、ウェブサイト、または公衆にアクセス可能な其他媒体を通じて公表することを禁じます。

商標、サービスマークおよびロゴは、それぞれの所有者に帰属するものとします。

© 2025 The Bank of New York Mellon Corporation. 無断複写・転載を禁じます。

本資料は機関投資家のみを対象としており、個人投資家による利用を目的としたものではありません。

重要な情報

- 当資料は、BNYが作成した資料をもとに、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が情報提供を目的として翻訳・作成した資料であり、一般投資家への特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。また、当資料の内容は必ずしも原文の内容と一致するものではありません。
- 当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- 当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- 個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- 当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第406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

WALTER SCOTT

Walter Scott & Partners Limited, One Charlotte Square, Edinburgh EH2 4DR
Tel: +44 (0)131 225 1357 · Fax: +44 (0)131 225 7997 · www.walterscott.com

Registered in Scotland 93685. Registered Office as above.
Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

FCA Head Office: 12 Endeavour Square, London E20 1JN · www.fca.org.uk