



RBC BlueBay  
Asset Management

## 中小型株、復活か？



フレディ・フラー  
欧州株式プロダクト・スペシャリスト

2024年10月

「ここ最近では、徐々に先進国市場の小型株に対する関心が高まっているように感じられます。」

投資に教義のような体系的なものはありません。頻繁に覆されますし、運用業界がいくら試みようと、科学ではないため適用できる規則はそれほどないからです。しかし、仮説や格言はありますし、「単なる例外」と否定できないこともあるのです。

そういった類いの一つとして長年あるものが小型株プレミアムです。1980年代に、最初に提唱したのはロルフ・パンズ氏でした。40年以上、NY証券取引所の小型株のリスク調整後リターンは大型株よりもかなり高かったのですが、その理由は市場ベータでは説明できませんでした。しかし、全ての新説がそうであるように、これも時を経てよく知られる説となりました。それにつれてこの効果に対する実績や確信は弱まり、今では非流動性プレミアムや1月効果のアノマリーで説明できるとの見方が広がりました。

一方、ここ最近では、徐々に先進国市場の小型株に対する関心が高まっているように感じられます。世界中の中小型株投資家にとっては、米国のテクノロジー企業が主導する大型株と超大型株が驚異的な高値を更新し続けている状況で、絶対リターン、相対リターンで厳しい時期が続いてきました。特に米国の小型株は厳しいもので、同業種の大型株に対して記録的な割安水準にありました。このため中小型株は、再び大型株を長期でアウトパフォームすることができるのか疑問視されるまでとなりました。

この疑問に答えるには、株価のパフォーマンスだけでなく、基盤となる事業そのものに影響を与える無数の要因を検討する必要があります。これは、小型株のサイズプレミアムが存在するのかを確かめることにもつながります。

中小型株は、堅固な大型株と比べた場合のリスク特性を考慮すると、より高いプレミアムが求められる傾向があります。例えば、流動性リスク、信用リスク（株式と負債の両コストが高くなる傾向がある）、インフレリスク（企業規模が小さいほど、経費削減や顧客転嫁が難しい）があります。また、中小型株ほど負債を多く抱える傾向があり、資金調達手法も限られ、借入期間も短いため、景気後退によるリスクも高いと言えます。

しかし、中小型株にもメリットがあります。一般的には利益成長率が高いことです。元が小規模というだけでなく、しばしば業界の革新者になることもあり、非常に迅速にニッチな事業分野で独占や寡占企業となりえます。また、事業形態が、ロングロジット企業よりもシンプルで、国内に特化した企業が多いため為替リスクが小さく、リターンの観点から見た場合には、銘柄固有の要因に依存する傾向があります。最後に、平均では中小型株企業の負債は多いですが、よく分析してみると、高い負債水準は収益性の低い企業、低クオリティの企業に集中していることが分かります<sup>1</sup>。

こうした要因を考慮すると、中小型株の相対パフォーマンスや、長期的なリターンの高さを説明することができます。学術研究ではバズ氏の分析が再評価され、さらに企業サイズがアウトパフォーム要因として作用している可能性が高いことを示す興味深い研究結果も出てきています。しかしその一方で、2つの決定要素に強く注意を払うべきでしょう。1つは銘柄のクオリティ・ファクター、もう1つは金利サイクルです。

ではクオリティ・ファクターからみていきましょう。「Size Matters, If You Control your Junk」<sup>2</sup>という研究論文の執筆者は、質の高い企業（収益が安定してバランスシートが健全な企業）を選別し、収益率が平均して低く、破産寸前や、流動性が非常に低い「ジャンク」企業を取り除くと、企業サイズのファクターは、幅広い時期、産業、地域において相応の規模で安定したリターンプレミアムとなると述べています。次に金利サイクルですが、2022年の論文<sup>3</sup>で、企業サイズ・ファクターは金融引き締め期間に消失し、金融緩和の期間に現れるとされています。その理由として、先述した中小型株の特性、すなわち、1) 株式市場における流動性効果、2) 企業レベル（バランスシート）の流動性効果、3) 与信へのアクセスが容易になる効果と関連している可能性が高いと主張しています。

ボトムアップ型・ファンダメンタル投資家として、私たちは企業の質に焦点を当てています。したがって、こうした効果を強く主張したり保証するような学術研究を頼りにするわけではありません。その代わりに、投資哲学としているのは、事業投資が高い資本収益を生み、再投資が行なわれる質の高い企業は、長期に渡り株主価値を提供し、地政学的・経済的混乱に直面した場合にも抵抗力を発揮するというものです。

先述の学術論文も、ある程度は私たちの投資経験と一致します。時価総額が低いほど、質の高い企業のパフォーマンスがよいことをみてきました。しかし、投資目的のためにこの研究を参照したからといって、投資プロセスにも適用するわけではありません。

特定の資産クラスが市場トレンドとなる時期を予測しても、無益なことでしょう。もし、小型株のパフォーマンスが、金利サイクルのピーク時だけでなく、そのサイクルの速度とも相関関係があれば（一部の研究は、利上げペースが早いほど、中小型株の相対パフォーマンスの悪化が大きくなることを示唆しています）、中小型株投資家にとっての逆風は、和らぐかもしれません。

デイスインフレが続き、中央銀行の利下げが実際に継続すれば、中小型株の相対バリュエーションは割安ですから、投資価値があると主張できるかもしれません。しかし、中小型株のパフォーマンスについて注意すべき点がもう一つあります。それは期間です。先述した研究は、10年以上の期間を対象としたプレミアムについて触れています。投資家が中小型株のプレミアムを利用しようとする場合には、これは留意すべき重要な点です。

## 「こうした要因を考慮すると、中小型株の相対パフォーマンスや、長期的なリターンの高さを説明することができます。」

中小型株への興味深い問いは、“when”ではなく“how”だと思われま。中小型株特有の個別事情があるためです。例えば、小型株に対するアナリストのカバーは、特に欧州でMiFID II規制が導入されて以降、大企業に比べて貧弱なものとなりました。これによって、中小型株には有名な大企業に対する分析では得られないアクティブ運用の投資機会が生まれました。そして、この投資機会は、企業経営者とのエンゲージメントを通じてさらに広がります。小型株市場の情報効率性は相対的に低いですが、経営者との関係を深めることで、事業をより良く調査することができます。それだけでなく、そもそも小型株市場では企業へのアクセスが容易であるため、潜在的な投資機会を見つけやすいのです。

1. RBC Global Asset Management, Bloomberg, 2024年

2. Asness, Cliff S. and Frazzini, Andrea and Israel, Ronen and Moskowitz, Tobias J. and Moskowitz, Tobias J. and Pedersen, Lasse Heje, Size Matters, If You Control Your Junk (January 22, 2015) .

3. Simpson, Marc W. and Grossmann, Axel, The Resurrected Size Effect Still Sleeps in the (Monetary) Winter (September 24, 2022) .

実際の生活においても、グローバル企業のCEOよりも地域の中小企業の社長と会う機会の方が多いと思いますが、ポートフォリオ・マネジャーにとっても中小企業の経営陣に会う機会は頻繁にあります。また、中小型株ユニバースは、ポートフォリオ・マネジャーにとって、投資対象銘柄の質を維持しつつ超過収益創出の機会を得る上でほど良い規模です。そして特に米国以外で顕著ですが、サイズ・プレミアムだけではなく、アクティブ運用による収益獲得の機会を見つけやすいことも確認できます。こうしたことは、欧州を含む世界の中小型株は、引き続きファンダメンタル運用を行うポートフォリオ・マネジャーが活躍できる分野であることを示唆しているかもしれません。

絶対的なものではありませんが、知れば知るほど、中小型株は、多様性と投資妙味のあるユニバースだと分かります。長期的投資の観点で、最も質の高い中小型銘柄を保有し続けると、同業の大企業よりもボラティリティが高くなる度が度々あるものの、投資家に利益をもたらすことが示唆されています。運用経験を通じて思うことは、正しい投資哲学と投資プロセスを用いれば、中小型株は、好奇心を刺激し、多様性のある銘柄を提供する資産クラスだということです。今までも、これからも、他の資産クラスとは、ひと味違う運用を味わせてくれることでしょう。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management (UK) Limited、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay  
Asset Management

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬 (上限)	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬 (上限)	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

#### ■投資一任約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

