

CIO Weekly Perspectives

税制改革の恩恵に浴する企業と、そうでない企業

Judith M. Vale, CFA, ポートフォリオ・マネージャー、米国小型株式運用チーム

Robert W. D'Alelio, ポートフォリオ・マネージャー、米国小型株式運用チーム

2018年1月24日

税制改革に注目した運用手法として小型株のパッシブ運用が注目されていますが、全ての小型株が等しく減税の影響を受けるわけではない点に注意が必要です。



2016年の米国大統領選におけるドナルド・トランプ氏の予想外の勝利は、経済成長を促進させる政策に対する期待を高める要因となり、長期にわたり上昇を続けている株式市場にとって、さらなる追い風になるとの楽観的な見方を広げることになりました。特に、共和党政権の政策の要とされていた税制改革は、国内売上比率や法人税率が相対的に高い米国小型株にとってプラスになるとみられています。

税制改革に対する投資家の楽観的な期待は、ファンドの資金流入額(以下、ファンドフロー)から読み取ることができます。下図は、小型株パッシブファンドに対する月次のファンドフローです。これを見ると、大統領選後の3ヶ月間(2016年11月～2017年1月)で250億ドルもの資金流入がみられ、著しく増加したことが分かります。これは過去10年間の3ヶ月平均ファンドフローの約6倍の規模です。同時期に大型株パッシブファンドにも流入が観測されましたが、相対的に小規模でした。上記のような楽観ムードが一巡すると、今度はトランプ政権の政策実行能力に対する懸念が浮上し、小型株パッシブファンドに対するファンドフローは一転して不安定なものになりました。金融危機以降の小型株市場のパフォーマンスはファンドフローに連動しやすくなっており(詳細は後述)、そのためラッセル2000のS&P500に対する相対パフォーマンスは大統領選以降もこれまでと同様の傾向となりました。

どのような状況下でも、ベンチマークに連動するパッシブファンドを通じて安易に小型株へのエクスポージャーを高めることは、最善な運用アプローチではないと、当社は考えています。(詳細は[「小型株アクティブ運用マネージャーのパフォーマンスサイクルにおける中央銀行の金融政策が与える影響」](#)をご覧ください) 今回のように税制改革が小型株にもたらす効果に期待した投資アプローチは、特に非効率だと考えます。実際、今回の小型株パッシブファンドに対する大規模な資金流入の過程では、「税制改革の恩恵を受けるのは黒字企業に限られる」といった点を投資家は見落としています。すなわち、ラッセル2000構成企業の多くが税制改革の恩恵を受けることがない赤字企業であるという点が考慮されていないということです。

小型株指数を用いた運用は、税制改革の恩恵を享受できるのか。



■ 小型株パッシブの全資金フロー (\$百万) — 累積相対パフォーマンス ラッセル2000種指数対S&P500指数

出所:ジェフリーズ・グループ、2017年11月30日時点

左軸:フロー(\$100万)右軸:累計パフォーマンス(%)

誰のための減税か？

確かに、ラッセル 2000 構成企業の実効法人所得税率は中央値で約 32%であるため、現行税率の 35%よりも低い法定税率が投資家にとって魅力的に映るのは明らかです。選挙期間中にトランプ大統領は 15%までの引き下げを公約として掲げていましたが、最終的には 21%となり、依然十分な引き下げ幅で決着しました。これは確かに良いことですね？

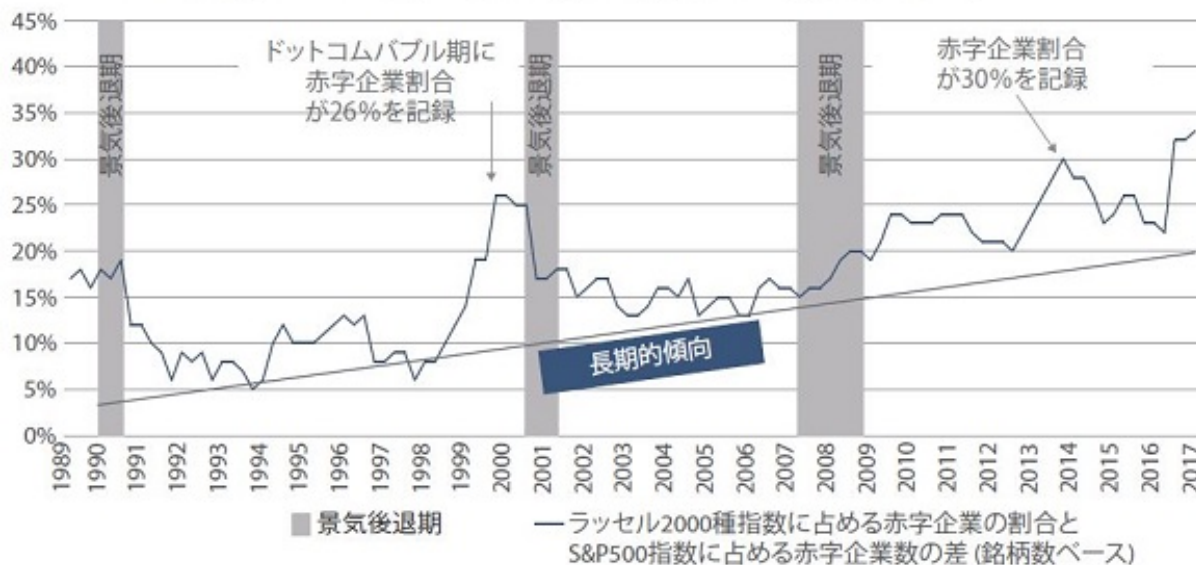
今回の法人税率引き下げ措置によって最も恩恵を受ける企業を特定するには、より詳細な分析が必要ですが、恩恵を享受できない赤字企業を特定することは非常に簡単です。ラッセル 2000 構成企業の約 3分の1が 2016年に赤字でした。当然、利益が出ていないため納税義務もありません。もちろんこの割合は循環的なもので、時期と共に変化します。そして赤字企業の中には今後黒字化する企業も出てきます。ラッセル 2000とは異なり、銘柄組み入れ段階で収益性など一定の採用基準が設けられている S&P500の構成企業でさえ、時には赤字となることがあります。実際、2016年には S&P500 構成企業の約 10%が赤字となりました。

とはいえ、こうした長期的な傾向、特にラッセル 2000と S&P500における赤字企業割合の差が拡大してきていることは懸念事項です。下図が示す通り、ラッセル 2000と S&P500の赤字企業割合の差は、ITバブルのピーク時以上の水準まで拡大しています。

ラッセル 2000 種指数 対 S&P500 指数の赤字企業相対比率は上昇傾向

2017年9月30日時点。

ラッセル2000種指数対S&P500指数の赤字企業相対比率 (米国GAAP業績基準に基づく)



出所:フューレイ・リサーチ・パートナーズ、FactSet。

注記:赤字企業の割合は、ベンチマーク構成銘柄の中で米国会計基準に基づく業績で赤字計上している銘柄数を、ベンチマーク全体の構成銘柄数で除して算出しています。この計測値は四半期毎のラッセル 2000 種指数と S&P500 種指数の双方で算出されています。

パッシブ運用の限界

パッシブ運用は、単純にベンチマーク(指数)に連動する運用手法という性質上、ラッセル 2000 の例のように、黒字企業とそれ以外(30%程度)の赤字企業を区別することはしません。ほとんどの小型株パッシブファンドはポートフォリオ構築手法として時価総額加重を採用しています。そのため小型株パッシブファンドに流入した投資資金は相対的な時価総額の大きさに応じて自動的に配分されることとなります。このような構成企業のファンダメンタルズを無視したファンドフローが、昨今の小型株上昇の原動力となっており、銘柄間の相関を高め、アクティブファンド対比でパッシブファンドのパフォーマンスを押し上げる一因となっています。

資本主義の考えは、本来、最も有望な事業に対して資本が割り振られることを基礎としています。そのため有望な事業は繁栄し、そうでない事業は淘汰されていくシステムとなっています。こうした資本市場の摂理は金融危機後の量的緩和期においてみられなくなってきており、とりわけパッシブ運用が台頭する中では非効率な価格形成や間違った資本の配分が不可避免的に増加していると考えます。ラッセル 2000 構成企業の 3 分の 1 が赤字企業であるにも関わらず、税制改革の効果に期待した小型株パッシブファンドへの資金が大規模に流入したことは、その非効率さを表す一例と言えます。

アクティブ運用が提供するソリューション

当社では、アクティブ運用とパッシブ運用の両方が、引き続き小型株式へのアセットアロケーションにおいて、重要な役割を果たすと考えています。パッシブ運用は運用コストを低下させ、投資家へのリターンを向上させるのに効果的であることが証明されています。一方で、株式がコモディティのような資産と

してみられている昨今において、アクティブ運用は効率的なアセットアロケーションの手段として引き続き重要であると考えます。

長期的にみると、赤字企業は黒字企業のパフォーマンスを下回る傾向にあります。金融危機後に各国の中央銀行が金融緩和を進めてきたことで、近年の赤字企業のパフォーマンスは良好です。しかし、赤字企業の好調が長続きしないことは歴史が証明しています。小型株を評価する上では、金利上昇が高レバレッジ企業に及ぼす影響、支払利息控除の制限など多くの変動要因を考慮する必要があります。しかし、収益性の高い企業、すなわち税制改革によってプラスの影響を享受する企業については、市場が業績見通しの改善を再評価する可能性があると考えています。

また業績が不安定な赤字企業を避け、高クオリティかつ収益性の高い小型株をポートフォリオに組み入れるには、アクティブ運用が理想的な手段であると当社は考えています。税制改革によってもたらされた小型株式パッシブファンドへの大量の資金流入は、市場の価格形成が非効率である例であり、こういった状況はアクティブファンドにとって有利であるといえます。

- CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みは [こちら](#)。
(ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック)
- 過去の CIO Weekly Perspectives は [こちら](#)。
- Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、法的、税・会計上または投資のご提案のためのものではなく、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は正式なリサーチレポートではありません。従って当資料は投資判断を行うにあたり依拠されるべきではありません。当社グループ、その従業員及び当社グループが投資助言を提供する顧客は当資料にて言及されるセクターに属する企業の有価証券等を保有する場合があります。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報(第三者からの情報を含む)のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについては作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。当資料は予想、見込み、見通し、その他の「将来予測に関する記述(Forward-looking statements)」を含みます。様々な要因により、実際に生起する事象は当資料に記載されているものと大幅に異なる場合があります。投資はリスクを伴い、元本の毀損を伴います。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。

本資料は、当社グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料の複製、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

手数料等について

投資一任契約に基づく運用報酬: 投資一任契約に基づく運用報酬として、受託資産の時価総額に対して年率 1.00%(税抜き)を上限とする金額が徴収され、これとは別に成功報酬(ない場合もあります)、受託銀行に対する報酬等の費用が徴収されます。また、当資料において記載される戦略は、投資家の利益に資すると当社が判断した場合には、同様の戦略を有するファンドを組み入れることを通じて提供場合があります。その場合、組入れを行うファンドにおいて以下のような報酬等が別途徴収されます。運用報酬料率: 運用報酬料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な運用報酬料率の上限は、運用資産の時価評価額に対して 2.0%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件や投資金額毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

成功報酬料率: 成功報酬の徴収の有無及びその料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な成功報酬料率の上限は運用資産の超過収益に対して 20%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

その他費用等: 商品の種類、スキーム等により各種費用(経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等)が発生しますが、これら諸費用は運用状況及び資産規模等により異なりますので、詳細を表示することはできません。

上記の投資一任契約及び組入れファンドに関して徴収される報酬及び諸費用の合計は、戦略、運用状況及び資産規模等により異なりますので、その総額や上限等について、あらかじめ表示することはできません。

投資リスクについて

投資一任契約に基づき投資を行う投資運用商品には、投資信託、株式、債券、為替、先物、デリバティブ等、各種金融資産が含まれますので、各市場等における相場その他の指標に係る変動等の影響により投資価値が下落し、損失を被ることがあります。外貨建資産への投資は、為替変動により損失を被るリスクを伴います。投資運用商品は、投資元本が保証されているものではなく、投資元本を割り込むことがあります。投資信託、外国籍リテッド・パートナーシップ等のファンドに投資する場合、投資するファンドの種類により投資リスクは異なりますが、主なリスクとして、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク、金利リスク、デリバティブ・リスクなどがあります。また、受託資産の運用に関してデリバティブ取引等を利用する場合は、受託資産から委託証拠金その他の保証金(以下総称して「証拠金」と言います)を預託する場合がありますが、当該取引等にかかる想定元本の額が証拠金の額を上回る可能性があるとともに、当該取引の対象となる有価証券の価格、利率又は参照する指標等の変動による損失の額が証拠金の額を上回ることにより、証拠金を上回る損失が生じ結果として元本を上回る損失を蒙る可能性があります。なお、デリバティブ取引等の証拠金に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。

債券、バンクローン、モーゲージ証券、メザニン債等への投資について：これらの商品の価値は金利、市場環境、信用状況その他の要因により変動します。償還前に債券を売却した場合、売却による利益又は損失が発生する場合があります。また利子についても何らかの課税の対象となる場合があります。ハイ・イールド債券(「ジャンク債」)、バンクローン(優先担保及び劣後担保のものを含む)、非政府系モーゲージ証券、メザニン債等に対する投資は一般的に投機的な投資であり、投資適格債に対する投資と比較してより大きなデフォルトリスクを伴います。こうした商品の市場価格は、金利、市場環境、信用状況、政治、通貨の切り下げその他の要因により変動する場合があります。投資適格債と比較してよりその変動幅が大きくなります。従って、これらの商品に対する投資はすべての投資家に適合するものではなく、投資に当たっては潜在的なリスク及びリターンの特性を十分ご理解のうえご検討ください。

株式への投資について：大型株への投資の場合であっても、株式投資に関するあらゆるリスクを伴います。かかるリスクには、一般的な市場或いは経済状況により株式価値が毀損されるリスクを含みます。中・小型株式への投資の場合は、財務及びその他のリスクに関し、大型株と比較してより影響を受けやすい傾向にあり、また、取引量が大型株と比較して限定的であることから、市場価格の変動はより大きくなる傾向があります。

外国有価証券及び外貨建て有価証券への投資について：これらの商品に対する投資については、為替の変動や政治経済の情勢といったリスクを伴い、投資資産の価値及び配当が影響を受けることがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。また、新興国への投資については、先進国への投資に比べて市場規模や流動性等の観点から価格変動が大きくなる傾向があるなど、より大きな損失を被る場合があります。加えて、新興国における経済は一般的に規制が十分でなく、貿易障壁、為替管理、保護主義的政策及び政治的・社会的な不安定性により悪影響を受ける可能性があります。流動性が低い場合や信頼できる情報が利用できない場合には変動性が高くなるリスクがあります。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資について：ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資は投機的な投資であり、高いリスクを伴います。ファンドは、レバレッジの高いキャピタル・ストラクチャー商品への投資を通じて、レバレッジをかけることがあります(レバレッジは高い金利リスクを伴い、金利上昇や景気後退、原資産の減少といった要因に対し、投資資産のエクスポージャーが増加することがあります)。これらのリスク要因の影響を受けて、ファンドの運用実績は大きく変動することがあり、結果的に投資元本の全部又は大部分を失うことがあります。

プライベート・エクイティ・ファンドの組入れを行う場合について：プライベート・エクイティ・ファンドの場合、一旦ファンドへの出資を行うと中途解約は原則として認められず、またファンドの持分には通常譲渡制限が付されているため流通市場はなく、今後も整備される見込みはありません。従って、中途換金は非常に困難であり、流動性は殆ど存在しません。また、ファンドで徴収される報酬及び費用の発生により、費用控除後の実現利回りが大きく低下することがあります。更に、これらの報酬及び費用の発生によって、投資家に返還される金額が拠出総額を下回る可能性があります。なお、当資料に記載する戦略をファンドの組入れを通じて提供する場合、当該ファンドに係る条件等の詳細については今後関係者の承認を経て正式決定される場合があります。その場合当資料中に記載された内容が予告なく変更され、またかかる状況において新たなリスクが発生することもあります。

適合性原則について

当資料でご紹介する戦略がすべての投資家に適合することを保証するものではありません。当社は、金融商品取引法等の法令・諸規則等に従い、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を踏まえたうえで、個別戦略の正式なご提案をさせていただくこととしております。なお、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を確認した結果、当社の判断により一定の戦略のご提案を行わない場合や、投資家からの戦略提案のご要望に応じることができない場合があることをご承知ください。また、かかる場合に代替的な戦略のご提案をさせていただく場合もございますが、常にそのようなご提案を行うことを保証するものではありません。

また、正式な戦略のご提案以降であっても、投資家の財産の状況や規制環境の変化、その他個別の事情等に照らして当社が必要と判断する場合には、当初の提案を随時見直す可能性があります。厚生年金基金である投資家に対するご提案に当たっては、運用指針(及び、場合によっては運用の基本方針)等を確認させていただき、必要に応じて情報を提供させていただくこともあわせてご承知ください。

ニューバーガー・バーマン株式会社

Neuberger Berman East Asia Limited

〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2094号

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

