

駿利亨德森投資觀點：

在評估小型股時，資金效率是關鍵

2019年10月

駿利亨德森 ETP* 量化策略主管 Scott Weiner 解釋了為什麼在評估小型類股長期成長潛力時，公司聰明運用資金的能力將是關鍵。尤其近幾年來，小型類股間的資本效率波動相當大。

關鍵要點

- 近年來，小型股間的投資資本回報率 (ROIC) 的分佈變動程度相當大，表現吊車尾(後十分之一)的股票產生前所未見的損失。
- 我們認為，資金取得容易助長了這一現象。如果經濟疲軟或融資條件變得更加嚴格，我們可能會看到這些吊車尾的股票表現更差。
- 這樣的見解也凸顯出我們應該關注那些“聰明運用資金的公司”的重要性，並且這些公司也顯現準備好持續成長。

有效率地運用資金是小型股股價表現的基石。畢竟，一家公司要具備聰明進行資本投資並將其轉化為獲利和增長的能力，才是讓小型公司能隨著時間而成長為中型/大型公司的因素。

因此，想要管理投資這些小型/成長公司所產生的風險，仔細評估公司的資本效率是非常重要的。但近幾年該領域波動性升高，也使得評估更具挑戰性。

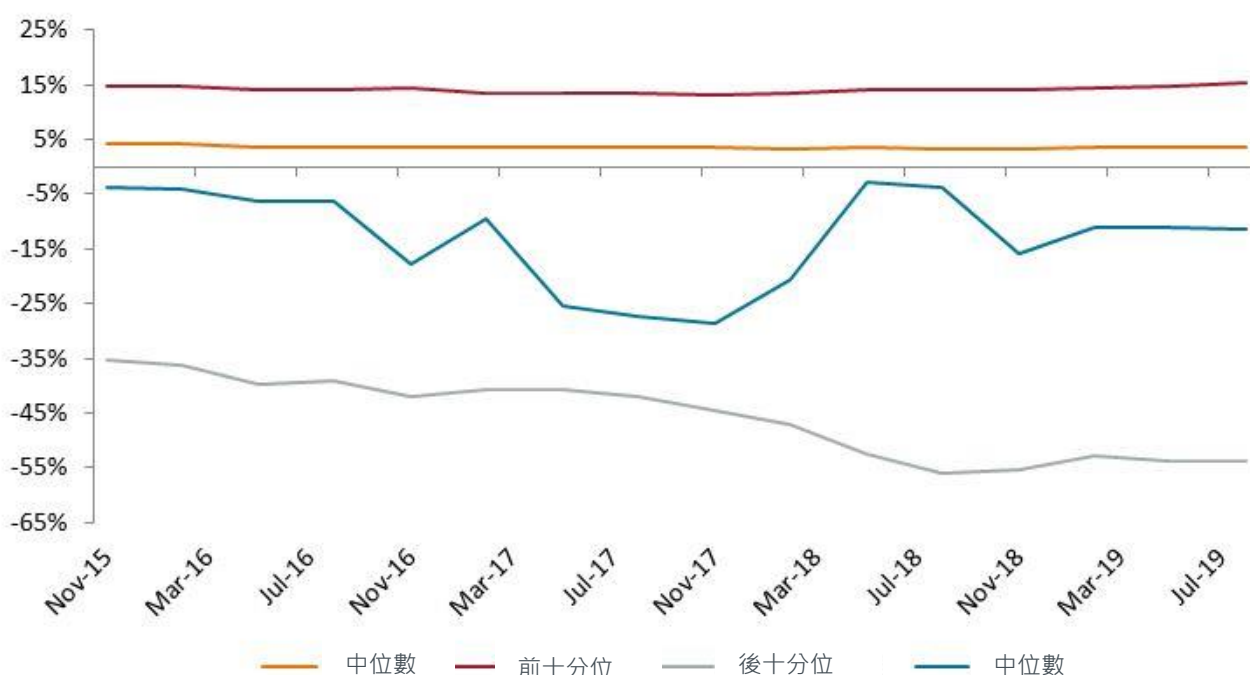
長期來說，我們預期投資資本回報率 (ROIC) 的分佈或多或少應保持穩定；也就是說，過去 ROIC 為兩位數的公司，也應該維持在雙位數。

的範圍內。依照同樣的邏輯，投資資本回報率中等的公司，可能就停留在低個位數(low-single-digit)的範圍，而表現最差的公司，投資資本回報率可能就維持在負值。

但是，數據卻顯示市場上存在明顯的分歧：在過去幾年中，雖然表現最好的公司投資回報率保持相當穩定（維持在雙位數的範圍），但在同期間，表現最差公司的資本回報率卻明顯變差。

下圖 1 顯示了過去三年半中 Solactive 美國小型股指數 2,000 檔小型成分股的投資資本回報率，每季統計表現最好的前十分位、最差的後十分位、中位數與平均值。而根據一年期數據顯示，在此時間範圍內，前十分位與中位數保持穩定；平均值變化很大，而後十分位則呈穩定下降的趨勢。

圖 1：Solactive 美國小型股指數中的小型股資本回報率(ROIC)



資料來源：FactSet，截至 2019 年 8 月 31 日

中位數和前十分位表現能夠維持一致性是相當不簡單的，但其他數據表現卻不是這樣。投資資本報酬率表現不佳的企業在配置資金方面表現越來越糟：僅數年前，表現最差的後十分位企業虧損約為 35%，但現在該數據已經超過了 50%。

虧損達 50%代表公司在運用投資資金的能力相當的差；而平均值也隨著時間發生了相當大的變化，範圍從接近零至約-29%的低水準。

聚焦於可持續成長性

我們相信上述現象是受到資金取得容易、以及經濟條件相對良好環境的影響所造成，因為不賺錢的公司能夠以相對優惠條件募集資金。如果經濟惡化或融資環境變得更加嚴格，那麼許多這些獲利未達其資本成本、或是依賴融資市場的企業終將可能面臨清算的一天，使得這些公司股價進一步明顯下跌，甚至低於近年來低點。

這樣的想法讓市場對一致性投資方式的需求有了支撐：一致性的投資方式主要依賴投資資本報酬率表現前十分位的公司來做為基本面分析。例如，駿利亨德森開發了一項專有指數 -

“小型股成長 Alpha 指數”，該指數就是使用基本面資訊來對公司進行評分，並期望表現優於廣泛的小型成長股。

我們認為長期下來，關注具有韌性的公司 (就是那些“聰明運用資金的公司”，並且已經準備好在各種市場環境下能持續成長的公司)才能夠穩定地表現相對優於大盤指數。

* Exchange-Traded Product，交易所交易商品。

Janus Henderson Indices LLC 是特定商標、服務記號和交易名稱的許可人，並且也是由 Janus Henderson Indices 決議、組成與計算的部份指數的提供者，無需考慮任何與這些指數相關的證券的發行人。駿利亨德森或其任何相關公司均不保證指數或其中包含的任何數據的準確性和/或完整性。駿利亨德森對有關指數或其中包含的任何特定目的的適銷性或適用性不作任何保證。

重要資訊

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容，或以參閱任何其他刊物方式為之。任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。本基金經金管會核准或申報生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本公司及銷售機構均備有公開說明書(或其中譯本)或投資人須知，歡迎索取，或經由下列網站查詢 <https://zh-tw.janushenderson.com/> 及境外基金資訊觀測站網址 <http://www.fundclear.com.tw/>。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金公開說明書及投資人須知中，投資人可至前述網站查詢。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。駿利亨德森為 Janus Henderson Group plc 或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110 台北市信義路五段 7 號台北 101 大樓 45 樓 A-1 室。電話：(02) 8101-1001。107 金管投顧新字第 023 號。

投資基金一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。JJHITL1219(15)1020.TW.retail