

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



日本の中小型株： 見落とされた投資機会に 注目

**Max Godwin**ポートフォリオ・マネジャー、株式運用部門
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- 日本の中小型株の企業の多くは、保有するネットキャッシュを自社株買いに充てることで、容易に自己資本利益率(ROE)を改善することができます。
- バランスシートの改善に向けた計画を開示した企業の株価が上昇すれば、同改革を採用する中小型株の企業が増えることでしょう。
- 日本の中小型株は、バリュエーション重視の長期投資家にとっては魅力的な投資機会を提供する市場となっています。

前回の記事(『[金融正常化は日本株に好材料](#)』、2024年2月)では、日本の株式市場を引き続き支える主な要因について解説しました。その要因とは、現在進行中の日本企業の構造改革、「貯蓄から投資へ」の政策、市場からの再評価にもかかわらず日本株が主要先進国と比べて割安な水準にあること、などでした。また緩和的な財政・金融政策とリフレへの期待も日本株市場を下支えています。実際、日本株は本年3月に史上最高値を更新しました(2024年4月19日時点)。

この上昇のほとんどは大型株のけん引によるものです(図表1参照)。これは、様々な投資家の指数を対象としたインデックス買いと、それまで中国に投資していた投資家が日本へとシフトした結果だと思われます。

しかし、日本の小型株はこうした動きには連動しておらず、ある意味で放置された状態にあります。世界的にみても小型株の上昇は鈍く、米国の小型株も2020年以降¹、大型株に遅れをとっています。

日本では現在、大型株に比べて小型株はバリュエーション面で大幅に割安な水準にあります。前回このような極端な格差が見られたのは2007~2008年の期間でした。その後10年間、小型株は特に良好なパフォーマンスを記録しました。一般的に、過去30年間に見られたように、バリュエーション面での格差が極端に拡大すると、元に戻る傾向があります。

日本企業の構造改革の恩恵を最も受けるのは中小型株

大型株とは異なり、日本の中小型株にはまだモメンタム(勢い)がみられません。しかし、いったんモメンタムがつけば、中小型株は大型株同様に魅力的なリターンを提供できるでしょう。私たちは東京証券取引所(東証)の市場改革の影響は、中小型株の価値を解き放つ重要なきっかけになると考えています。日本の中小型株の銘柄数は大型株に比べて絶対数が圧倒的に多い一方で、中小型株は大型株に比べ、PBR1倍割れの水準で取引されている割合が高いのが現状です(図表2参照)。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

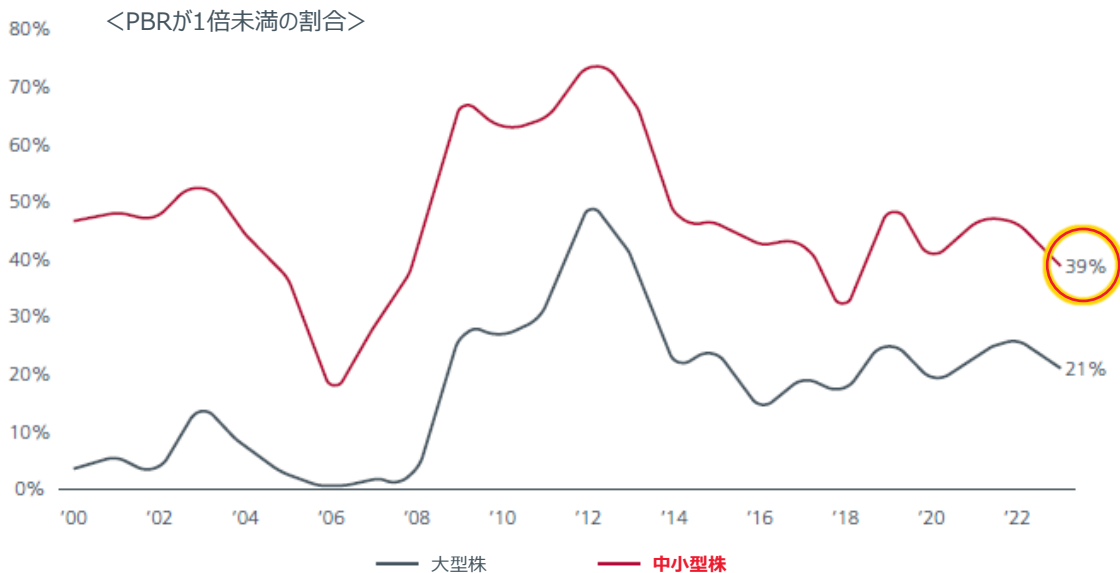
invested in insights.

図表 1: 日本の小型株はリターンで遅れを取っている



出所：LSEG Datastream、MSCI のデータ(2024年3月26日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
 ※2019年1月末を100として指数化。

図表 2: 日本の中小型株の39%が簿価割れ(PBRが1倍未満)の水準



出所：Bloomberg L.P.、LSEG Datastream、Factset、J.P.Morganの日本の大型株、中小型株データ(2023年12月31日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

invested in insights.

また中小型株は、ネットキャッシュ/株式時価総額の割合が高く、健全なバランスシートを有しています。図表3は、Russell/Nomura日本株インデックスの構成銘柄を株式時価総額別(超大型・大型・中型・小型)にグループ分けし、それぞれネットキャッシュがプラスの銘柄数が占める割合を示したものです。小型株が58.6%なのに対して、大型株と中型株は約45%に留まっています。さらに、ネットキャッシュがプラス銘柄の保有する各ネットキャッシュをそれぞれの株式時価総額で割った割合の小型株における中央値は約18%です。この相対的に高い現金保有水準は自社株買いを容易にし、ひいては株主資本利益率(ROE)の向上につながります。

企業に資本効率の改善を促す東証のコーポレートガバナンス改革は、すでに複数の大企業にROE向上に向けた行動を促しています。その結果、開示企業(PBR向上の方針や取り組み、進捗などをコーポレートガバナンス・コード報告書などで開示する企業)の株価パフォーマンスが高いことが確認できています(図表4参照)。大型株では、開示企業(+49.5%)は非開示企業(+39.4%)に比べてアウトパフォームしていることが確認できます。中小型株では、さらにその格差が広がっています。現在、市場では開示への圧力が高まっています。中小型株の開示状況が大型株に追従するのは時間の問題です。

図表 3: ネットキャッシュが豊富な小型株の割合は高い

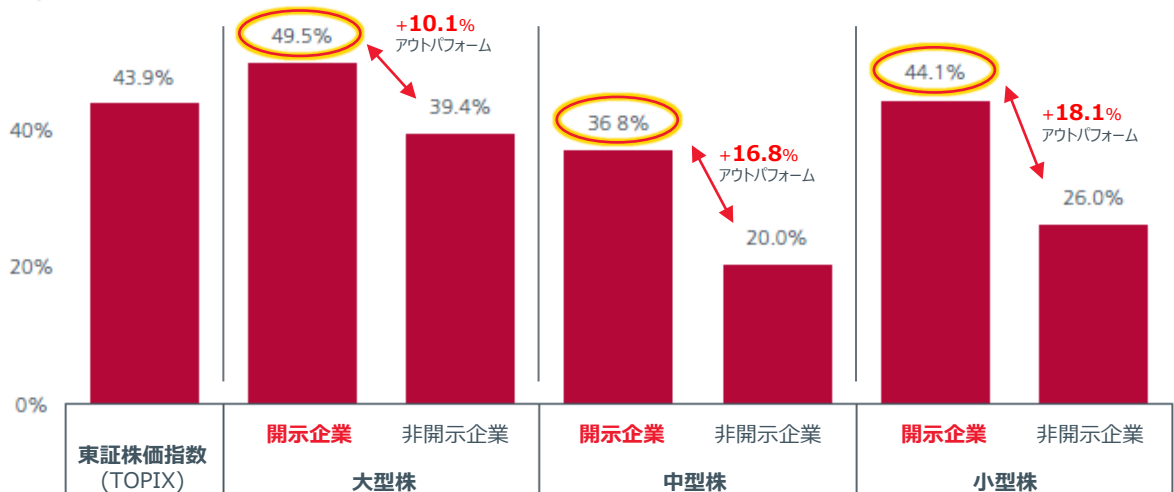
規模別 (株式時価総額ベース)	構成銘柄数	ネットキャッシュがプラス銘柄の占める割合 = $\frac{\text{ネットキャッシュがプラスの銘柄数}}{\text{構成銘柄数}}$ (%)	ネットキャッシュがプラス銘柄の 保有するネットキャッシュ = $\frac{\text{ネットキャッシュがプラスの銘柄の保有するネットキャッシュ}}{\text{株式時価総額}}$ (%、※中央値)
超大型	44	45.5	6.2
大型	273	45.4	10.1
中型	229	45.4	11.0
小型	1,010	58.6	18.3

出所：Russell/Nomura日本株インデックスのデータ(2024年3月時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
※金融は除く。

図表 4: 開示企業と非開示企業のパフォーマンス比較(株価騰落率)

規模別にみた時価総額加重リターン
の比較
60%

開示企業：PBR向上の方針や取り組み、進捗などをコーポレートガバナンス・コード報告書などで開示する企業



出所：Refinitiv、UBS のデータ(2024年3月18日時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
※騰落率の計測期間は2022年末から2024年3月18日。

invested in insights.

小型株の魅力的なバリュエーション水準、高水準のネットキャッシュ保有、大型株に対する株価パフォーマンスの相対格差は、中小型株のグループが東証のインシアチブの最大の受益者になる可能性を有する主な理由となります。同市場では連日、バランスシートの改革などに関する新たな好材料が発表されています。

リフレの「好循環」を背景に中小型株に投資機会

ここ数カ月のある意味で“望ましい健全なインフレの兆し”を受けて、投資家も日本経済に対して楽観的になっています。日本銀行は8年間続いたマイナス金利政策に終止符を打ち、最近の年次賃金交渉(春季賃金交渉)の結果、過去33年間で最大の賃上げが実現したことを受けて、それまでマイナス0.1%としてきた短期の政策金利を、0~0.1%程度へ変更し、利上げに踏み切りました。インフレ環境は、消費者や民間企業が巨額の現金貯蓄を消費と投資に振り向けることに動くことを意味します。実際、日本の中小型株は国内経済との結びつきが強いため、インフレ環境は大型株よりも小型株によりポジティブに反応します。

とはいえ、中小型株には幅広く多様な銘柄があり、内需関連企業や輸出関連企業は、様々な業種に幅広く分布しています(図表5参照)。そのため、投資家は中小型株に投資することで、分散投資のメリットを享受することが期待できます。最終的には、企業が製造拠点をリショアリング(国内回帰)するための施策が日本経済を活性化させ、賃金上昇を促し、国内消費を再燃させることでしょう。

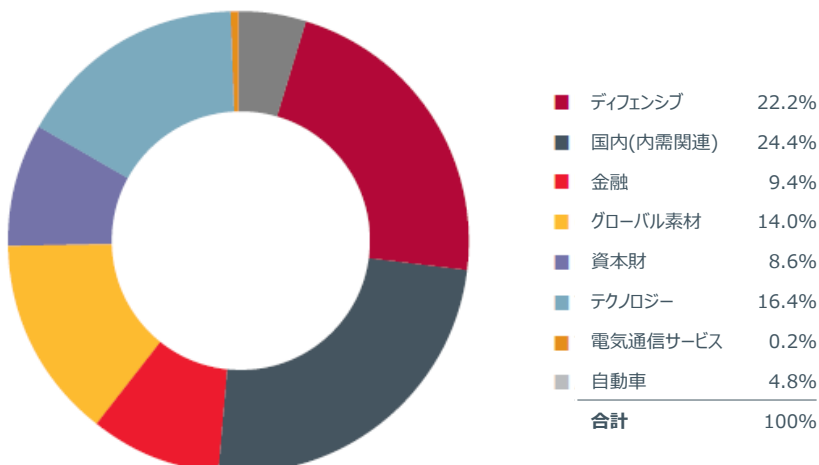
アクティブ投資による投資機会

日本の中小型株が上昇するきっかけは整っています。その恩恵を最大限に享受するには、アクティブ投資によるアプローチが最も効果的と私たちは考えています。中小型株は、バリュエーション重視の長期投資家にとって格好の市場です。特に小型株は日本株の投資ユニバース²⁾において銘柄数の約65%を占めていますが、往々にしてアナリストの調査対象から外れています。セルサイド・アナリストのカバレッジの広さは、市場の注目度を図る上で良い指標となりますが、東証株価指数(TOPIX)で見た場合、調査対象から外れてしまっている小型株の割合は約6割に達します。

私たちは小型株が、短期的なテーマ性から投資家からの人気を安易に失うだけでなく、アナリストのカバレッジから完全に外れてしまうケースを何度も見てきました。こうした状況は、小型株においても優良企業や改善しつつある企業があるにもかかわらず見過ごされてしまい、その株価に過度なミスプライシングを引き起こします。私たちイーストスプリングの投資プロセスでは人間の感情や行動バイアスが投資の意思決定を歪めているという点を活用していることを考慮すると、これは私たちにとって魅力的な機会とも言えます。

私たちは日本の中小型株においては、割安な地方銀行と小売業に魅力的な投資機会があると考えています。特に一部の地方銀行は国内融資残高が大きく、金利が上昇するにつれて、その恩恵を受けることでしょう。小売業は、賃上げで懐具合がより温まってきた消費者にコスト増を転嫁することで恩恵を受けることでしょう。さらに、半導体や携帯電話など、投資家心理の悪化により、ある意味で無差別に売られている銘柄にも投資機会があると考えています。

図表 5: 中小型株は幅広く多様な投資ユニバースを提供



出所：各種データ(2023年12月31日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
※: Russell/Nomura中小型インデックスを対象にした業種別(イーストスプリングの社内分類に基づく)の構成割合。

invested in insights.

一方で、中国市場へのエクスポージャーが高い一部の銘柄(例: コモディティ関連企業や自動車関連企業など)への投資は回避しています。

私たちの投資プロセスは、市場の短期的な嗜好と外挿バイアス*によって、企業の“価格”と“相対的な企業価値”に大きな乖離が生じているところに、最大の投資機会が見出される可能性が高いという理解に基づいています。この投資アプローチにより、私たちはアナリストの推奨に先行して投資を行い恩恵を得る可能性の高い企業に投資することが可能となるのです。

*予測の際に“過度に”これまでのトレンドに依存すること。

※ MSCI 指数はMSCI Inc が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc に帰属します。またMSCI Inc は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

※ 東証株価指数(TOPIX)の指数値及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社(以下「J P X」という。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数(TOPIX)に関するすべての権利・ノウハウ及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、東証株価指数(TOPIX)の指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。

※ Russell/Nomura 日本株インデックスは野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社およびFrank Russell Companyが作成している株式の指数で、当該指数に関する一切の知的財産権その他一切の権利は野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社およびFrank Russell Companyに帰属します。

(データ出所)

1. MSCI US Large Caps Indexと MSCI US Small Caps Index(2024年3月26日)。
2. Russell/Nomura 日本株インデックスの構成銘柄のうち、株式時価総額が1,000億円未満の銘柄(2024年3月時点)。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。