



日本の中小型株、ミspraisの投資機会に注目

Max Godwin

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

日本の中小型株は、これまで市場で過小評価されているアセットクラスです。投資家は人気のある大型株に注目しがちで、中小型株の投資機会は注目されないか無視される傾向にあります。

私たちは、投資家の行動バイアスを理解し、規律ある投資プロセスを用いることで、中小型株における市場の非効率性を活用し、超過収益を引き出すことができると考えています。

前回（2021年6月）のレポート「[日本株を無視してはいけない理由](#)」では、日本企業は2019年の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）の影響を受けたにも関わらず、驚くべき回復力を見せている点を指摘しました。過去10年間に行われてきた日本企業の漸進的かつ着実なリストラは、業務効率の向上と収益性の改善をもたらし、その結果、日本企業は大きな外生的ショックを乗り越えるための強固な基盤を築いてきました。

確かにパンデミックは企業収益に打撃を与えましたが、日本企業の構造改革などの動きはそのまま継続されたため、この打撃は一時的なものに留まりました。

これは、一貫して継続してきた日本の企業改革の成果を示すものと言えます。さらに、コーポレート・ガバナンスの改善も勢いを増しており、日本株の魅力を左右する重要な要因となっています。

世界のメディアの注目は大型株の企業に傾きがちですが、最近では中小型株にも注目が集まっています。日本政府の取り組み（Japan Stewardship CodeやJapan Corporate Governance Codeなど）に加え、企業文化の変革やアクティビスト投資家（物言う投資家）の出現などが、大型株だけでなく中小型株の企業にも変化をもたらしています。

日本企業におけるバランスシートのデレバレッジ（過剰債務の圧縮）、配当金の増加、自社株買い、買収競争の激化など、日本経済全体に見られるポジティブな構造変化の動きは、大型株だけでなく中小型株の企業にも同様に見られています。また、多くの中小型株の企業は、高水準のネット・キャッシュ（正味の手元資金）を誇り、非常に健全なバランスシートを有しています。中小型株の企業の61%が、バランスシート上において負債よりも現金の方が多い状態にあり（2021年7月時点）、これは1997年以降の過去平均値の49%と比較しても改善しています¹。

これは、先進国市場の中小型株の企業の多くが、負債/EBITDA倍率（純負債をEBITDAで割った値）がほぼ過去最高水準にあるのとは対照的な動きと言えます。

中小型株は重要な投資ユニバース

日本の中小型株の投資ユニバースは、上場銘柄数の多さでは圧倒的です。（図表1参照）例えば、小型株は日本株の投資ユニバース全体の約67%を占めています²。しかし、日本の小型株は投資先としてのリサーチ対象から外れ、正しく評価されていない場合が多いのが現状です。証券会社などのセルサイドのアナリストによるカバレッジ状況は、市場の注目度を表す良い指標です。アナリストのカバー率は、市場で好まれている銘柄ほど高くなる傾向にあります。しかし東証株価指数（TOPIX）の構成銘柄における小型株のアンダーカバー率*は全体の約55%を占めており（図表2参照）投資先としての十分なりサーチが行われていない可能性があります。

* 1銘柄に対する担当アナリストの人数が0～1名の銘柄の割合

当社では、アナリストのカバー率の低さや株価バリュエーションの低さなどの要因によって“小型株ユニバース内における投資家の行動バイアスが、市場全体と比較して、（全体的に見ても、バリュエーションの分散の両極端においても）より誇張されたものとなっている”と考えています。

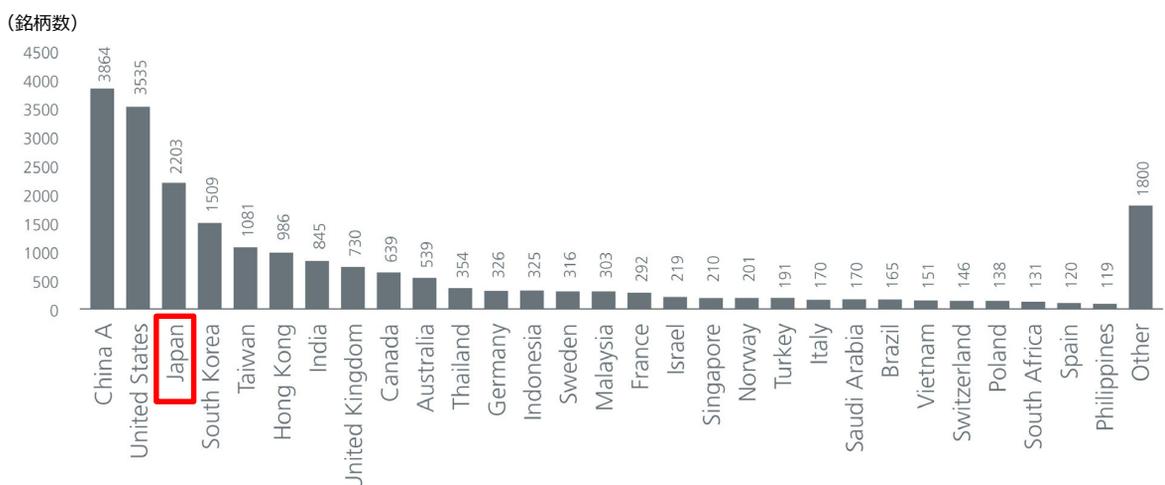
私たちは、中小型株が、多くの場合、短期的な投資テーマ上の理由で人気を失うだけでなく、アナリストのカバレッジから完全に除外されるケースを繰り返し見てきました。こうした動きは、中小型株の優良企業や業績改善中の企業が見過ごされてしまい、株価の極端な「ミスプライス（適正価格との差）」の発生につながります。

しかし、これは私たちの投資プロセスが投資家の行動バイアスを活用することにあることを考慮すると、非常に大きな機会であると言えます。

中小型株はセクター構成において多様性を有する

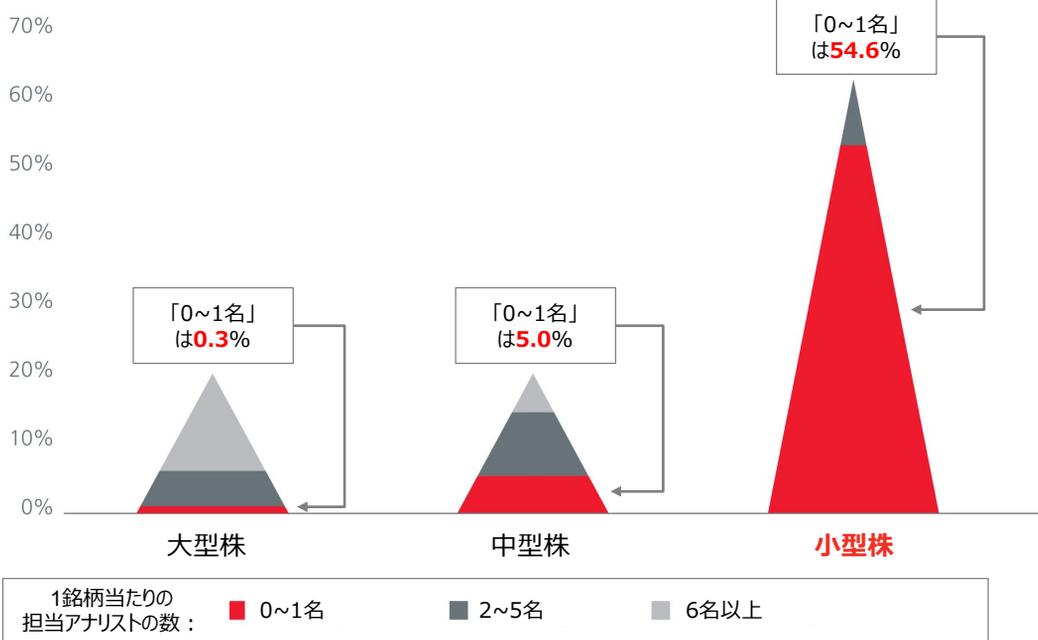
日本の中小型株に対するバイアスや過度な単純化のもう一つの原因は、“日本の中小型株の企業は内需中心型の企業である”と考えられていることにあるようです。そのため投資家はこれらの企業は、日本の国内市場のテーマに大きく左右されてしまう、と考えている模様です。しかし、こうした一般的な認識とは異なり、日本の中小型株には海外で収益を上げている企業が多く含まれています。日本の中小型株の企業のセグメント構成は国内消費型の企業だけでなく、輸出関連企業など、多様性を有し、さまざまなセグメントに幅広く分散しています。（図表3参照）

図表 1: 中小型株の投資ユニバース（銘柄数）の国別比較



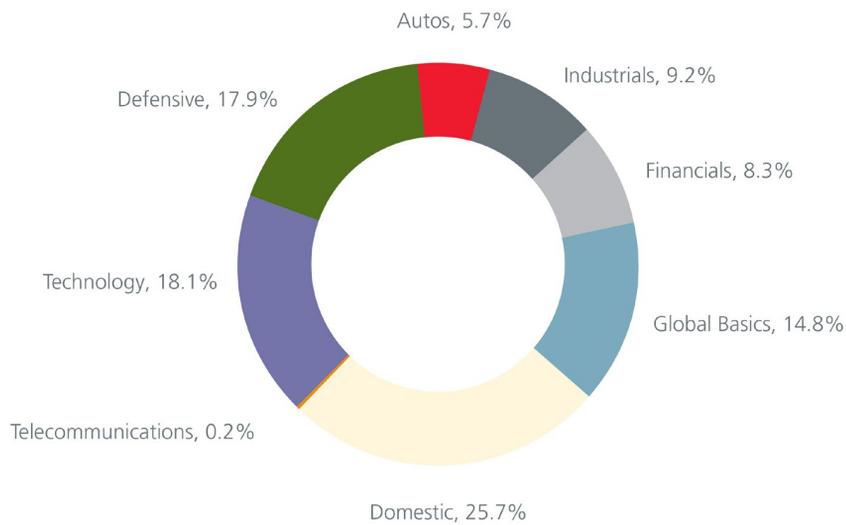
出所：Bloomberg Finance L.P.、Datastream、Factset、J.P. Morgan のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。

図表 2: 日本株の銘柄をカバーする担当アナリストの人数分布の比較



出所: イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 作成、2021年8月31日時点。

図表 3: 日本の中小型株の投資ユニバースのセクター種別は多様性に富んでいる



出所: イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) 作成、2021年6月30日時点。Russell Nomura Mid-Small Capのセクターウェイトを使用。
 ※上記のセクター分類はイーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) の社内分類を使用。

現状、日本国内ではワクチン接種が順調に進んでいることや、東京オリンピック・パラリンピック後の各種規制緩和などにより、日本の経済成長は回復に向かうことが予想され、景気回復に伴う内需拡大が期待されます。そのため、パンデミックの打撃を受けていた国内消費やサービス業を中心とした企業の業績の反転余地は大きく、これらの分野の小型株が恩恵を受けることが予想されます。

バリュエーション面で割安な水準にある小型バリュエーション株

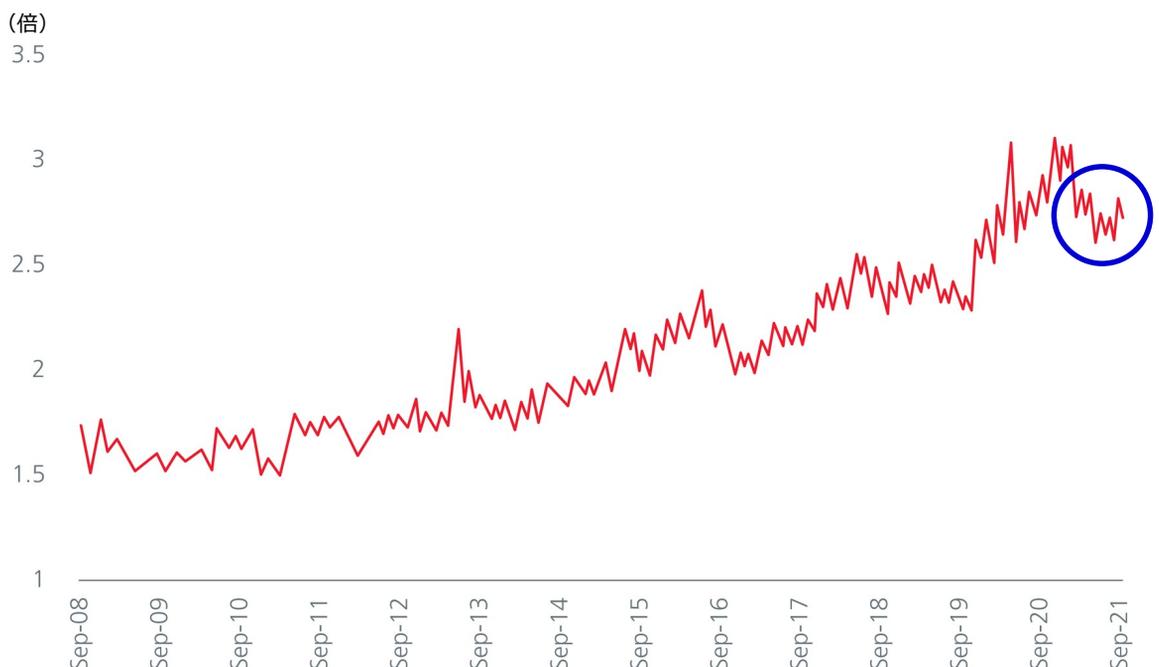
日本市場全体でも見られるように、小型株における割高な水準にあるグロース株の銘柄群と割安な水準にあるバリュエーション株の銘柄群における相対的なバリュエーション（投資尺度）の差異は、依然として過去最高水準付近にあります。（図表4参照）ここ数年、市場のリスク選好の流れは、高い収益成長率と目先の堅調な収益モメンタム（収益面での勢い）を持つ企業に引き寄せられています。その結果、投資家が、内需型企业、テクノロジー関連企業、ディフェンシブ企業などの限定的な企業セグメント内で高バリュエーション銘柄に集中するという傾向が見られました。

最終的には、このような企業の極端な水準の高バリュエーションは、その企業の潜在的かつ本源的な収益力を表すものではないため、持続可能ではないと私たちは考えています。

現在、市場が極端に二分化されていることの裏返しとして、割高に評価されているグロース株に市場の人氣が集中している一方で、その他は、長期的な評価ベースでは不当に低く評価されている銘柄が数多くあります。私たちは、バリュエーションに基づく著しいミスプライス銘柄（株価が割安で適正価格から乖離した状態にある銘柄）に焦点を当て、中小型株市場の幅広い過小評価されているセクターの中に投資機会を見出しています。

中小企業は、平均してコーポレート・ガバナンスの実践が遅れています。このことは、ある意味で“より大きな改善にむけた低い出発点”を提供することになります。また、投資家にとっては、自社株買いや増配など、資本構成について建設的に取り組むことができる環境が整っています。最終的には、長期的なバリュエーションに注目した投資家たちが、“市場で好まれていないが、コーポレート・ガバナンスが改善され始めた兆候のあるミスプライス銘柄（株価が割安で適正価格から乖離した状態にある銘柄）”を見つけ出し、それを投資機会として活用できる大きな可能性がこの投資ユニバースにはあります。

図表 4: 日本株の小型グロース株 (PBR) ÷ 小型バリュエーション株 (PBR) の推移
(月次、2008年9月~2021年9月)



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド、Bloomberg L.P.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。
*MSCIジャパン小型グロース指数のPBR÷MSCIジャパン小型バリュエーション指数のPBRで算出。（2021年9月30日時点）

超過収益の獲得に向けて

現在の日本の中小型株市場は、総じて株価のバリュエーションが低い水準にあり、一方で投資可能なユニバースの銘柄数が約2,000と多いため、長期的なバリュエーションに着目した銘柄選択を行うには最適な市場環境にあります。このような市場環境では、私たちのバリュー投資戦略のプロセスが奏功すると考えています。当社の投資プロセスでは、市場の短期的な選好姿勢と予想により、株価と相対的な企業の適正価値の間に大きな乖離が生じている場合に、最大の投資機会が生み出される可能性が高い、と考えています。私たちがファンダメンタル分析の対象としている企業は、このような意味で“外れ値の状態にある企業グループ”です。

私たちの運用の差別化ポイントは、企業の将来のキャッシュフローの現在価値と、それを現在の市場がどのような評価をしているか（株価水準）、を深く理解することにあります。私たちの運用コンセプトは、上述のキャッシュフローを正確に予測することに依存するのではなく、事業の将来の収益要因、周期的または構造的な変化、企業がどのように適応していくかについて厳格なデューデリジェンスを行うことで、企業の将来のキャッシュフローの趨勢を理解することにあります。

市場が企業業績を大きく見誤ると、そこにはリスクと同時にチャンスが発生します。私たちの運用プロセスはこのチャンスを見出すことに長けており、実際にこれまで長期的なリターン獲得が実現できています。

データ出所

1. Bloomberg Finance L.P., DataStream, FactSet, J.P. Morgan calculations.のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ作成。（2021年7月16日）※1997年以降の過去平均値を使用。ただし、テックバブル期（'00-'01）は除外。
2. 時価総額が1,000億円未満の銘柄。

※ 東証株価指数（TOPIX）は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など同指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数（TOPIX）の商標又は標章に関するすべての権利は株式会社東京証券取引所が有しています。

※ 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。

<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、当該企業の株主や業種・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。