

# 日本株式を再評価する機会



**福島 毅**  
ブラックロック・ジャパン CIO、  
マネージングディレクター  
ファンダメンタル株式運用部



**高山 博樹**  
ブラックロック・ジャパン  
ディレクター  
ファンダメンタル株式運用部  
中小型株式運用  
ポートフォリオマネージャー



**重川 利枝**  
ブラックロック・ジャパン  
ディレクター  
ファンダメンタル株式運用部  
大型株式運用  
ポートフォリオマネージャー

## 背景

日本の成熟した経済には投資機会がありますが、過小評価されていると考えています。半世紀前に日本を技術大国に変えた力は今も生きており、数十年にわたる経験と、科学や商業におけるイノベーションによって強化されています。持続的な成長の妨げになると考えられている人口の高齢化でさえも、潜在的な投資機会の糧になると考えています。私たちはアクティブ運用者として、この潜在的な可能性を引き出すきっかけに注目し、アルファの優位性を追求しています。現在、私たちは、次の3つの要因が、規模に関わらず上場企業の株式に影響を与えていると考えています。

**企業文化の再考：**日本では企業再編が急増しており、その背景には、価値創造マインドの高まりがあります（ページ右のチャートを参照）。今のところ、最も鋭敏な投資家であるプライベート・エクイティ（PE）が主導権を握っています。しかし、非公開になった企業の多くは、最終的には公開企業に戻ります。もう一つのきっかけは、東京証券取引所における直近の改革です。

**長寿化を収益機会とする：**長寿であるよりも健康であることの方が重要です。日本は平均寿命と健康寿命で世界をリードしていますが、その差は10年にも及びます\*。この差を縮める努力は、医療関連分野で日本が世界をリードする助力となります。

**サステナビリティ・プラス：**日本では環境問題が長い間重要視されてきましたが、日本企業の新たな経営陣は、ガバナンス（企業統治）や企業の社会・環境に対する責任について新しい視点をもち、投資機会を生んでいます。

こうしたきっかけがあり、またPE投資家の行動を手がかりに見ても、パンデミック後の景気刺激策が十分にあり、リスクテイクが選好される時期には、過小評価されている資産クラスが再評価される可能性があると考えています。

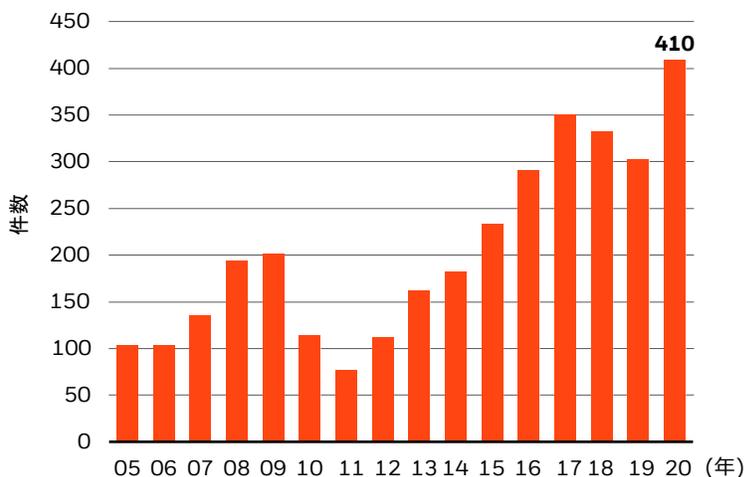
\* WHO（世界保健機関）のデータ、2020年12月時点

## Highlights

- 日本の成熟した経済は、パンデミック後の回復の鍵となるハイテクと高度な製造業において深い経験を誇っています。
- 医療機器などの長期的な成長分野における製品の差別化は、特定の日本株を際立たせ、リターンの見通しを明るくしています。
- グローバルなプライベート・エクイティ投資家による日本企業への関心の高まりは、企業活動に対する国内の政策的な考え方の根底の変化を示しています。
- 私たちは、クオリティが高く成長性があり、独自の強みを持つ企業のリターンが高くなる可能性があると考えています。

## 伝統を打ち破る

日本におけるコーポレート・アクション 2005-2020年



出所：日経バリューサーチのデータを基にGoldman Sachs Investment Researchが作成、2020年12月時点。コーポレートアクションとは、日本の上場企業が発表した組織再編（分社化、事業分割、資産売却、譲渡など）をさします。

当資料に記載されている意見や予想は、資料作成時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の出来事を予測したり、将来の結果を保証するものではありません。当資料の情報を調査、投資助言、推奨として利用するのはお控えください。

# Q

鋭い投資家は日本の企業活動に注目しているとのことですが、詳しく教えてください。

日本株に対する世界の投資家の見通しには、明らかな隔たりがあります。海外のプライベート・エクイティは日本の資産に強い関心を持っていますが、上場株式の投資家はあまり関心がないようです。過去を振り返ることは簡単ですが、投資リターンは常に未来をどのように予測するかにかかっています。

† 日本経済新聞記事、日本企業のM&A件数が9年ぶりに減少、2020年10月。

当資料に記載されている意見や予想は、資料作成時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の出来事を予測したり、将来の結果を保証するものではありません。当資料の情報を調査、投資助言、推奨として利用するのはお控えください。当資料で言及している企業名は、投資戦略を説明することのみを目的としており、当該企業への投資助言や投資推奨ではありません。

# A

アポロ、ベイン、ブラックストーン、KKRなど大手のプライベート・エクイティは、パンデミック後の日本での非中核資産の売却や再編の急増を見越して、日本での存在感を高めています。ボリス・キャピタル、インテグラル、アドバンテッジ・パートナーズなどの国内のライバル企業も参加しています。オルタナティブ投資を調査するブレキン社によると、これらの投資家は昨年6,000億円（58億米ドル）の資金を調達し、過去最高を記録しました。それとは対照的に、外国人投資家は、10-12月期に大きく買い越したにもかかわらず、昨年一年間では日本株を広範囲に売却しました。これは、外国人投資家が、企業再編による上場株式の押し上げ効果を過小評価しているからだと考えられます。2020年のTOB額は、前年の4倍以上になると言われています（ページ下部のグラフを参照、黄色の網掛け部分はNTTドコモ）。

**非戦略事業のスピノフ**：日本企業はかつて外資系PEを「ハゲタカ」と呼んで敬遠していましたが、今では彼らの申し出を歓迎しています。東芝のフラッシュメモリーメーカーであるキオクシアのスピノフは、2020年に日本で最大のIPOとなりました。日立製作所は、半導体メーカーや電動工具メーカーなどの非中核資産をKKRに売却し、エネルギーやIoT事業など、より魅力的な投資機会に軸足を移しています。

**M&A（合併・買収）**：企業のM&A件数は、新型コロナ感染拡大の影響で2020年1～9月は12%減少しましたが、ソフトバンクグループが英アームをエヌビディアに売却するなど、いくつかの大型案件のおかげで米ドルベースで12%増加しました。国内では、敵対的なTOB取引が盛んに行われました。

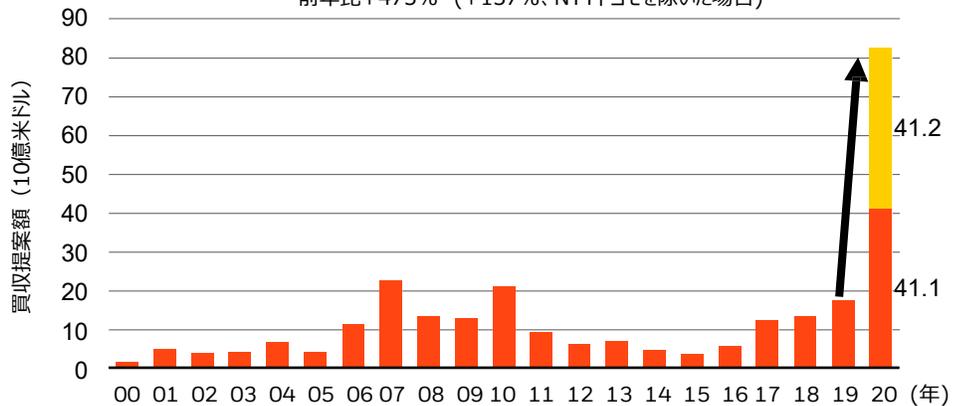
**上場子会社の統合**：昨年は、親子上場や子会社の独立性に対する投資家の視線が厳しく、通信大手のNTTが412億米ドルを投じ、子会社で携帯電話事業を行うNTTドコモの全株式を取得しました。また、ソニーが37億米ドルを投じて金融部門を買収するなど、他にも多数見られました。

**結論から言うと** 東京証券取引所の改革がきっかけとなり、価値創造の考え方が広まる中で、バランシートや資本の効率的な活用が今では常識となりました。PE投資会社は、現金を貯め込むことや、投資資本のリターンを低下させるような行為に反対する最前線に立っています。このような背景は、企業活動の活発化がすべての銘柄に利益をもたらすわけではないため、勝者と敗者を判別できる日本株への投資家にとって機会を示唆しています。

## 2020年は大幅に増加

日本企業による買収提案の金額：2000-2020年

前年比+475%（+137%、NTTドコモを除いた場合）



出所：日経バリューサーチのデータを基にGoldman Sachs Investment Researchが作成、2020年12月時点。

# Q

多くの人が大型株に注目している中で、投資機会を見つけられるのはなぜでしょうか？

私たちは、医療機器全般を愛好し、あまり知られていない分野にこそ投資機会の肥沃な土壌があると考えています。しかし、最も無名な銘柄が投資機会を独占しているわけではありません。

## どの企業がどの分野でリード？

売上高トップ5

半導体：2020年前半

ランク	企業名	登録国
1	インテル	米国
2	サムスン	韓国
3	TSMC	台湾
4	SK ハイニックス	韓国
5	マイクロン	米国

フォトレジスト：2019年

1	JSR	日本
2	東京応化工業	日本
3	信越化学	日本
4	住友化学	日本
5	富士フイルム	日本

出所：企業の発表、IC Insights Strategic Reviewsデータベース、富士経済、Bloomberg、Morgan Stanley Research。

\* 経済産業省のレポートWorldwide Medical Market Forecasts to 2019を基に作成。

当資料に記載されている意見や予想は、資料作成時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の出来事を予測したり、将来の結果を保証するものではありません。当資料の情報を調査、投資助言、推奨として利用するのはお控えください。当資料で言及している企業名は、投資戦略を説明することのみを目的としており、当該企業への投資助言や投資推奨ではありません。

# A

ボトムアップ型の運用者として、企業の将来の収益や株価に影響を与える可能性のあるファンダメンタルズを常にモニターしています。

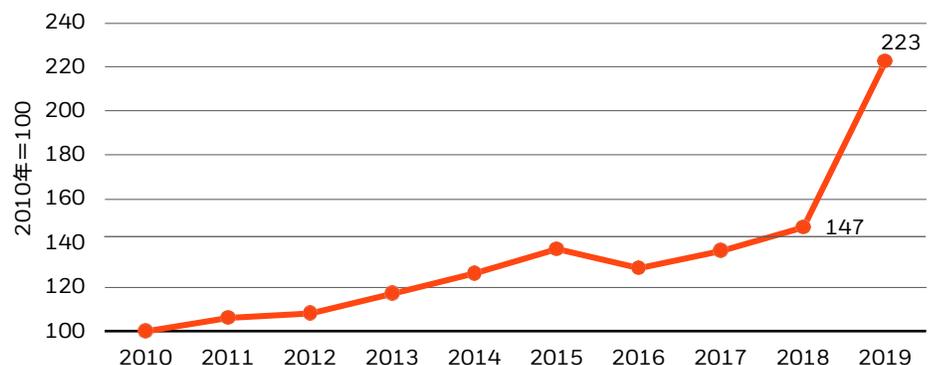
私たちの選別は個々の企業固有の材料がベースですが、一貫して高い収益見通しを持つクオリティの高い企業を安定的に投資対象候補としてポートフォリオに供給することで、ポートフォリオの健全な分散を維持しています。私たちは、強い投資機会があると考える銘柄を引き続き発掘しており、日本が明確な競争力を持つとみているニッチなハイテク関連産業を愛好しています。そのいくつかをご紹介します。

医療機器：日本の高い生活水準と健康的な生活を重視する点は、世界の大国が直面している人口の高齢化という課題を解決するのに役立ちます。日本は、コストを下げつつもヘルスケアや医療サービスを向上させるような、製品や技術の需要を満たすのに適した立場にいると考えています。

2019年の世界の医療機器売上高は4,680億米ドルに達していた可能性があり、米国が38%、欧州が27%、日本が8%の割合を占めています\*。日本は医療機器の純輸入国ですが、内視鏡、MRI装置、ガイドワイヤー、患者モニター、血液・血液検査装置などでは世界的に大きなシェアを持っています。オリンパス、シスメックス、朝日インテックなどの国内大手企業は、機器の信頼性や機能性、医師やエンドユーザーが必要ときに利用できるサービスネットワークを重視することで、世界的な存在感を高めています。下のチャートが示すように、日本からの医療用機器の輸出額は順調に伸びておりますが、株価の推移には、差が出ています。例えば、朝日インテックの株価は、10年間（2010年12月まで）で4,024%上昇したのに対し、TOPIXの上昇率は98%にとどまっています。ファンダメンタルズは長期的には重要であり、このセクターの一握りの「良い」企業は、同期間に全く異なるリターンを生み出しています。

## 顕著な増加

日本からの医療機器の総輸出：2010-2019年



出所：厚生労働省、2020年12月。このグラフは、金額ベースの輸出額（年間）ではなく、相対的な伸び率（2010年を100とした場合）を示しています。

フォトレジスト：フォトレジストという言葉を知っている人はほとんどいないでしょう。しかし、この重要な部品がなければ、パソコンもスマートフォンもノートパソコンも黒い画面になってしまいます。

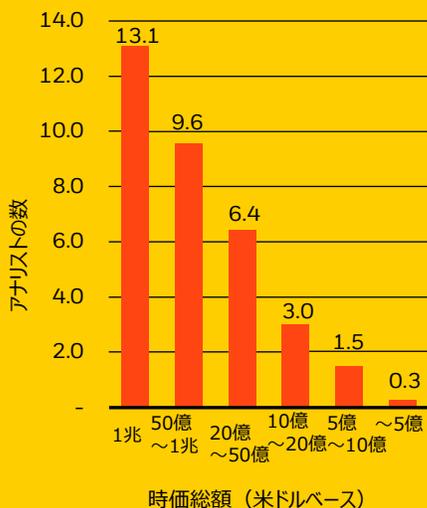
半導体メーカーのトップ5社に日本企業はありませんが、こうした企業はフォトレジスト分野における同業のことを知っています（左の表の通り、すべて日本企業です）。この重要な技術市場において、日本企業は90%以上の世界シェアを持っています。しかし、ある業界で優位に立っていても、それが自動的に良い投資機会になるとは限りません。とはいえ、トップ5の中にも、その条件に当てはまる企業がいくつかあると考えています。

# Q

## 相対的に規模が小さい上場企業についても時間をかけて分析していますか？

ユニバースすべてをカバーすることで、より多くの潜在的な機会を発見することができます。中小規模の企業が多い日本では簡単なことではありませんが、私たちはこの分野で検討に値するかなりの投資機会を見出しています。

### 中小型になるほど少ない 時価総額別アナリストのカバレッジ



出所：Bloomberg、日本の全上場企業を対象、2020年12月時点。

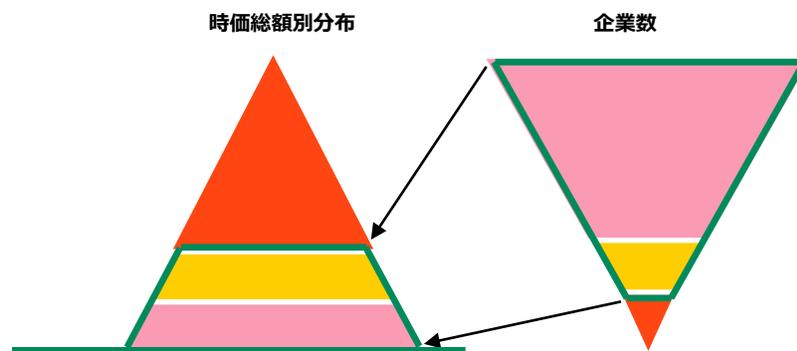
# A

多くの投資家が気づいていない、もしくは時間をかけて分析するにはニッチすぎる、複雑すぎるとみなしているため注目していないところに投資機会があると考えています。日本の株式市場は、ハーバード大学が発表している「経済複雑指数」で過去30年間トップの座を維持していることからわかるように、こうしたハードルが高いといえます。また、日本は産業は多岐にわたり、サプライチェーンが充実していることに加え、小資本・零細企業の数が多いため、多くのアナリストは調査に取り組むことができていません。また、左下のチャートを見ると、アナリストの注目から企業がすぐに外れるため、投資先として時価総額の大きな銘柄に偏ってしまうのです。これがなぜ問題なのか？

日本の中小型株は、投資可能なユニバースの約半分を占めています（下図を参照）。しかし、このような機会を最大限に活用するためには、言語の壁を取り除き、物理的に近くで人と接し、絡み合ったサプライチェーンの変化を追跡・対応することが重要です。例えば、現在、伝統的な「系列」構造の見直しが進められていますが、これは密接に関連する企業のビジネスネットワークです。ロンドンやサンパウロ、メキシコシティにいても、このような変化をとらえることは不可能ではありませんが、はるかに困難であり、投資機会を逃す可能性があります。これはいつの時代にも当てはまることですが、業界や政策のダイナミクスを考えると、今の時代にこそ必要なことだと思います。

中小企業の慢性的な投資不足が生産性を阻害し、株主からのプレッシャーも長期にわたって蓄積されてきました。現在、政策当局は生産性の向上に注力しており、その結果、日本のM&A環境はかつてないほど良好になっています。私たちは、この2つの原動力が新たな投資機会を生み出していると考えていますが、課題は、他の投資家が探し始める前に、最も重要なタイミングで真に価値あるものを見極めることです。

### 小型企業に大きな投資機会？ 日本の株式市場（時価総額別）：2020年



	大型	中型	小型
規模 (円ベース)	2.2兆以上	2,140億~2.2兆	2,140億未満
企業数	69	386	3,362
市場シェア	50%	35%	15%

出所：東京証券取引所、2020年12月

当資料に記載されている意見や予想は、資料作成時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の出来事を予測したり、将来の結果を保証するものではありません。当資料の情報を調査、投資助言、推奨として利用するのはお控えください。

## Q

**投資家の間では、サステナブルな投資が注目されています。サステナビリティについて日本との関連では、何を知っておくべきでしょうか？**

日本が貧しい国から技術大国へと変貌を遂げたことは、多くの人が知っています。

しかし、天然資源の不足とイノベーションへの渴望から、環境保護と社会的な優先事項を支えるための強力な取り組みが進められていることはあまり知られていません。

**何年も日本株を検討していなかった投資家に伝えたいことは？**

資産を購入する最良のタイミングは、価格が低く、悲観論が強く、そして多くの投資家が潜在的な再評価の貴重なシグナルを見逃しているときです。

\* ブラックロック「サステナビリティ：投資を変える構造的シフト」、2020年2月

当資料に記載されている意見や予想は、資料作成時点における市場環境の評価を示すものであり、将来の出来事を予測したり、将来の結果を保証するものではありません。当資料の情報を調査、投資助言、推奨として利用するのはお控えください。

## A

日本のDNAにはサステナビリティがあります。社会的価値や天然資源の乏しさから、今日のようにこの言葉が一般的になるずっと前から、サステナビリティは必須の課題でした。1980年代、日本の大企業は革新的で効率的な生産方法により世界的に賞賛されましたが、一方でコーポレートガバナンスに対する批判もありました（この点は徐々に改善をみせています）。また、日本人は地震と津波の歴史に耐えてきたため、環境を保護し保全する義務を深く感じています。

日本語で「もったいない」とは、3つのR、リデュース、リユース、リサイクルを意味します。これは一種の道徳的規範であり、日本のエンジニアリングとイノベーションへの情熱と相まって、多くのエネルギー効率の高い事例を生み出しました。例えば、1997年にトヨタが発売した初代プリウスは、ハイブリッド電気自動車（HEV）の先駆けとなりました。また、サプライチェーンに目を向けると、米国や欧州ではリチウムイオン電池などの部品を中国や韓国に依存しているのに対し、トヨタでは国内で調達できるため、貿易摩擦や技術競争の影響を受けにくくなっています。

日本の製品開発には保全の精神が貫かれており、世界的にサステナビリティを追求する潮流の中で良いモデルとなっています。PETボトルリサイクル協議会によると、ペットボトルのリサイクル率は10年以上前から80%を超えており、欧州では約40%、米国では約20%となっています。リンナイ（給湯器）やダイキン（空調機器）のような業界のリーダー企業は、グローバルなサステナビリティを目的としながら、その時価総額は小型から大型の企業へと成長しました。

ブラックロックは、サステナブル投資は従来の投資に比べてリターンを犠牲にしなければならないという考え方に異議を唱え、過去のデータがすべてを語っているわけではないと主張しています。サステナビリティに対する社会の関心は高まっており、今後、投資資金の流れや資産のリターンを左右する重要な要因になると考えられます\*。日本はその変化から恩恵を受けるよい立ち位置にいると考えています。

こういった投資家には、これまでもたくさんの仲間がいましたが、私たちは彼らに先を見据えてほしいと考えます。資産を購入するのに最適な時期は、価格が低く、コンセンサスが悲観的で、多くの投資家が重要なシグナルを無視しているタイミングです。伝説的な投資家であるウォーレン・バフェット氏はこのような人々とは無縁です。彼は長い間日本株を避けていましたが、ここ1年間で60億米ドル投資しました。すべての日本株が再評価に値するわけではありませんが、我々の分析によれば、日本以外の投資家にとっても、過去10年間で最大のアンダーウェイトのポジションから戦略的にシフトすることを検討する十分な機会があると考えられます。具体的に考慮すべきは次の点です。

**回復力のある経済** - 日本は、新型コロナウイルス感染症の死者数や感染者数が少なく、広範囲にわたる長期のロックダウンや高い失業率もなく、他の主要経済国と同等の財政支援を受けています。しかし、従来の成長への回帰は非コンセンサスである。

**パンデミック後のリスクテイクが選好される世界** - 世界的な財政出動が資産価格を強力に下支えしており、ブラックロックでは、新しい株式投資のアイデアに対する投資家の関心が高まっているとみています。

**価値創造に対する新しいマインドセット** - 日本の歴史上、企業再編はかつてないほど進み好ましい状況にあります。2020年には記録的な数の取引が行われたことにも表れています。

**関連業界におけるリーダー** - 技術の進展と人口の高齢化は世界の主要なトレンドであり、日本はその両方の分野において強い競争力を持っています。

**サステナブル投資の代理人** - 環境リスクは投資リスクであると確信しており、多くの日本企業はその耐性を兼ね備えています。

今後の課題は、バリュートラップを回避しつつ、リスクを抑えて市場以上のリターンを得るための積極的な運用を行うことです。

## 重要事項

本資料は、ブラックロック・グループ（以下、「ブラックロック」という。）が作成した英語版のレポートをブラックロック・ジャパン株式会社（以降「弊社」）が参考情報として提供するものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。また、ブラックロック全体、ないし弊社が設定・運用するファンドにおける投資判断と本レポートの見解とは必ずしも一致するものではありません。

記載内容はご参考情報としてご紹介することを目的とするものであり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではなく、また本邦投資家の皆様の知識、経験、リスク許容度、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的等を勘案したものではありません。

記載内容はブラックロック及び弊社が信頼できると判断した資料・データ等により作成しましたが、その正確性および完全性について保証するものではありません。各種情報は過去のもの又は見通しであり、今後の運用成果を保証するものではなく、本情報を利用したことによって生じた損失等についてブラックロック及び弊社はその責任を負うものではありません。記載内容の市況や見通しは作成日現在のブラックロックの見解であり、今後の経済動向や市場環境の変化、あるいは金融取引手法の多様化に伴う変化に対応し予告なく変更される可能性があります。また、ブラックロックの見解、あるいはブラックロックが設定・運用するファンドにおける投資判断と必ずしも一致するものではありません。

## 投資リスク・手数料について

### ・投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、組入れられている有価証券の値動きの他、為替変動による影響を受けます。これらの信託財産の運用により生じた損益はすべて投資者の皆様に帰属します。したがって、投資信託は元金および元金からの収益の確保が保証されているものではなく、基準価額の下落により投資者は損失を被り、元金を割り込むことがあります。また、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

### ・手数料について

弊社が運用する公募投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

#### ■ 直接ご負担いただく費用

お申込み手数料： 上限4.40%（税抜 4.0%）

解約手数料： ありません。

信託財産留保額： ファンドによっては、信託財産留保額がかかる場合もあります。

投資信託説明書（交付目論見書）および目論見書補完書面の内容をご確認ください。

#### ■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

信託報酬： 上限2.6158%（税抜 2.378%）程度

#### ■ その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。（その他の費用については、運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。）

※リスク及び手数料の詳細につきましては、投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。

## お問い合わせ先

ブラックロック・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第375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、日本証券業協会、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

ホームページ <http://www.blackrock.com/jp/>

〒100-8217 東京都千代田区丸の内一丁目8番3号 丸の内トラストタワー本館