

研究指導 大橋 良生 講師

外国人投資家による業績への影響

十文字 未沙

1. 問題の所在

1.1 株式会社の仕組み

株式会社とは、株式とよばれる証書(株券)を発行することによって、投資家から資金を調達し、その資金で事業活動を行う会社である。会社が株式を公開していれば、市場で株式を購入することで誰でも株主になることができる。法律上、株主は会社の所有者である。株式購入の金額以上に責任を負わないとする有限責任の原則を特徴として、株主には、保有する株式数に応じて、会社の経営に参加する権利(共益権)と会社の利益を受けとる権利(自益権)が与えられている。

株式会社では、株主総会が最高意思決定機関であるため、株主は株主総会に出席して発言し、会社の経営に対し意見を述べるができる。特に、共益権に含まれる議決権は、株主総会で重要な決議に投票できる権利として重要視されている。基本的には1株につき1個の議決権が与えられているが、会社の50%を超える株式を保有すると、議決権の半分以上を保有することになり、取締役を選任したり、解任したりすることができる。つまり、持株比率に比例して、発言力は強くなるのである。

経営者の立場からみれば、株主総会が会社の基本的事項を決定するため、株主が誰であるかは企業経営における重要事項の一つである。

1.2 日本の株式分布状況

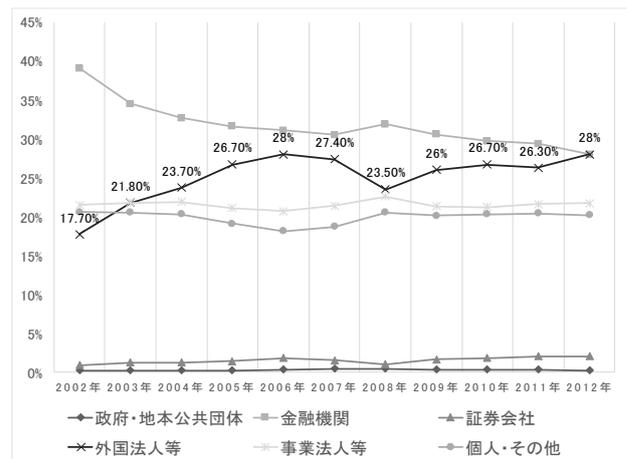
1990年代以降、日本の上場企業の株式所有構造は大きく変化している。1960年代から1970年代にかけて資本の自由化に伴い、金融機関と企業間および事業会社同士の株式の持ち合いが形成された。お互いに株主となることで、安定株主として企業経営に携わってきた。ところが、バブル経済崩壊後、株価が急落し、企業の経営を圧迫したことから、1990年代に入って株式の持ち合いを解消する動きが見られるようになった。そして、株式の持ち合いが解消されるに伴い、金融機関や事業法

人などの持株比率が徐々に低下し、それに代わって日本企業の株式保有を増やしたのが外国人投資家であった。

図表1は、投資部門別の株式保有比率の推移を表したグラフである。表から分かるとおり、外国法人等の株式保有比率は10年間で10%以上も上昇し、2012年には過去最大の28%になった。

現在では、日本の上場企業の株式につき、外国人が4分の1以上を保有する状況であり、日本企業の経営に対する外国人投資家の影響が年々強まっている。

図表1 投資部門別株式保有比率の推移



出所:東京証券取引所「株式分布状況調査」より、著者作成

1.3 外国人投資家と邦人投資家

外国人投資家とは、日本の株式市場に投資する外国籍の投資家の総称であり、具体的には、個人も含まれるが、大多数は海外の年金基金、投資信託、保険会社、ヘッジファンドなどの法人である。

邦人株主の特徴として、外国、特に欧米の株主に比べて発言しないことがあげられる。株式会社では株主総会が最高意思決定機関であるため、株主は会社の経営に対し意見を述べることができる。しかし、邦人株主の多くが、企業の業績や株価など目先の動きとは無関係に、長期

に株式を保有する安定株主であるため、会社の経営に対し意見することがほとんどない。それに対し、外国人投資家は、経営参加への意思が強く、議決権を合理的に行使する傾向がある。これまでも外国人投資家は、「モロいう株主」として株主総会で取締役の人事、報酬などの企業側の議案に対して、異議を申し立ててきたという事例が報告されている(篠田,2010)。邦人投資家と異なり、外国人投資家は意思表示をしっかりとしてくるため、日本企業の経営陣は外国人投資家の存在を意識するようになってきている。こうした環境の変化において、日本企業の経営は少しずつ変化し、影響を及ぼしてきた。

前述のように、日本における外国人投資家の持株比率は、年々上昇傾向にある。株式会社の最高意思決定機関である株主総会では、近年の株主構成の変化の影響を受けていることは間違いないであろう。株主総会の変容は、取締役会にも影響を与え、企業活動の実務もまた影響を受けていると考えられる。

そこで、本研究では、外国人投資家の持株比率の高さ及びその変動が、企業業績にどのような影響を与えているのかを、収益性の観点から分析し、明らかにしていく。

2. 先行研究

外国人投資家による企業業績への影響に関する先行研究として、西山(2005)では、日本における外国人投資家の動向を概観し、外国人持株比率や財務数値などのデータを用い、外国人投資家の動向を検討することを目的として分析が行われている。分析の結果、外国人投資家は、企業業績が優れており、銘柄として投資収益率の高い企業の株式を購入する傾向があることを示している。

岩壺・外木(2007)では、外国人持株比率の拡大が、日本企業の企業価値にどのような影響を与えているのかを分析している。分析の対象は、東京証券取引所1部、2部に上場している製造業企業である。分析の結果、外国人投資家は企業価値が低くなると株式保有を増やし、その一方で外国人持株比率が高まると企業価値が高まることが明らかになった。

篠田(2010)では、外国人投資家の存在が、企業業

績にどのような影響を及ぼしているのかについて、分析を行っている。分析対象は、日本における製造業企業である。分析の結果、ある一定基準までは、外国人持株比率及びその増加と企業業績との間に正の関連性が認められるが、ある一定水準からは、その関連性が見られなくなることが明らかになった。

これらの先行研究では、外国人投資家の持株比率の高さは、企業価値の向上につながることで、また、外国人持株比率と企業業績、両者の変動の間には、正の関連性が認められるということが報告されている。

しかし、先行研究では、分析の対象が製造業企業に絞られていたため、製造業以外の業界に与える影響については述べられていない。そこで本研究では、金融業企業に焦点を当てて分析を行う。また、多くの先行研究では外国人投資家の持株比率の高さ自体がもたらす影響を検討の対象としているため、本研究では、外国人持株比率が変動することの影響についても検討する。そして、外国人投資家の持株比率の高さ及びその変動が、株式会社の最高意思決定機関である株主総会の構成に影響を与え、株主総会の変容をもたらす、取締役会や企業活動にも影響を与えているが、それらが企業業績にどのような影響を及ぼしているのかについて分析を行う。

3. 分析の枠組み

3.1 サンプル

分析対象企業は、2009年から2013年の5年間に上場している金融業企業である。

なお、途中で上場してきた企業、合併や倒産している企業、決算日の変更などにより欠損値が生じた企業などはサンプルから外している。結果として、本研究で分析対象となる企業は、単年で138社となった。

以下に示す分析を行うために、138社を3つのグループに分けた。年度ごとに見たときに、持株比率が高い・中間・低いグループに、企業の2期間¹の持株比率の差

¹5年分のデータによって前年度比の増減をみるため、09-10年、10-11年、11-12年、12-13年の4期間分のデータが対象となる。

を見たときに、差が大きい順に持株比率が増加・中間・減少したグループに分けた。

3.2 分析方法

本研究で用いる財務指標は、自己資本利益率(ROE)、総資産利益率(ROA)の2つである。

自己資本利益率は、株主資本に対して、どれだけ効率的に経営ができているかをみるための指標である。株主重視の経営の下では、株主利益の最大化が重要視されるため、この指標が重視されるといった傾向にある。

総資産利益率は、会社の総資産を使って、どれだけ効率的に利益を出せたかをみる指標であり、この値が高いほど、効率的に経営ができていくことになる。

本研究では、外国人持株比率の高さ及びその変動が企業業績に与える影響を分析するために、以下2つの方法を用いることとする。

(1) 年度ごとの外国人持株比率の高さを用いて、自己資本利益率、総資産利益率が外国人持株比率の高いグループと低いグループとで、統計的に有意な差があるのかをt検定を用いて検証する。

(2) 企業の2期間の外国人持株比率の差を用いて、自己資本利益率、総資産利益率が外国人持株比率の増加・中間グループ、中間・減少グループとで、統計的に有意な差があるのかをt検定を用いて検証する。

分析手順として、(1)では、自己資本利益率および総資産利益率を、外国人持株比率が高いグループと低いグループについて、年度ごとに平均値を算出し、両グループの平均値に統計的に有意な差が見られるかを検証する。(2)では、自己資本利益率および総資産利益率を、3つのグループについて、2期間の差の平均を算出する。そして増加と中間、減少と中間グループの平均値を比較し、統計的に有意な差が見られるかを検証する。本研究では、製造業を対象とした先行研究の知見に基づき、「外国人持株比率の高さ及びその変動は、企業業績にプラスの影響を与える」という仮説を検証する。

4. 分析結果と含意

図表2は、分析(1)の分析結果である。ROEでは、持株比率が高いグループと低いグループで、有意な差は

見られなかったが、ROAでは、プラス値で有意な差が見られた。ROEとROAで異なる結果であるが、株主重視の経営で最も重視されるROEの指標で有意な差が確認されなかったことは、業績にプラスの影響を与えているとは一概にいえなことを意味している。このことから、分析(1)では、外国人投資家の持株比率が高くても、業績にプラスの影響をもたらすとは明確に示すことができないという結果になった。

図表2 分析(1)の分析結果

		2009	2010	2011	2012	2013	AVE
ROE	①高いグループ (n=46)	-2.21%	0.55%	-0.46%	3.03%	2.36%	0.65%
	②低いグループ (n=46)	-10.91%	0.95%	0.51%	-2.40%	2.55%	-1.86%
	差(①-②)	8.70% (2.032)*	-0.40% (-0.117)	-0.97% (-0.340)	5.43% (1.242)	-0.19% (-0.056)	2.51% (1.503)
ROA	③高いグループ (n=46)	-0.60%	0.59%	0.26%	1.05%	1.29%	0.52%
	④低いグループ (n=46)	-1.92%	-0.12%	-0.63%	-3.24%	-0.14%	-1.21%
	差(③-④)	1.32% (0.713)	0.71% (0.641)	0.89% (1.075)	4.29% (1.743)	1.43% (1.178)	1.73% (2.414)*

nはサンプル数を表している。

また、()の値はt値を示している。t値に付いている*は、5%水準で有意であることを示している。

また、図表3-1と3-2は、分析(2)の分析結果である。ROE、ROAとも、持株比率が増加・減少グループと中間グループを比較したときに、有意な差は見られなかった。このことから、外国人投資家の持株比率が変動しても、業績に良い影響を与えるとはいえないとの結果になった。

図表3-1 分析(2) ROEの分析結果

	中間グループ (n=46)	増加グループ(n=46)		減少グループ(n=46)	
	ROE	ROE	中間との差	ROE	中間との差
2010	11.80%	1.88%	-9.92% (-2.197)*	6.99%	-4.81% (-1.222)
2011	-2.63%	2.72%	5.35% (1.769)	-0.53%	2.10% (0.742)
2012	-1.47%	-0.57%	0.90% (0.310)	8.87%	10.34% (1.935)
2013	2.87%	0.91%	-1.96% (-0.656)	-0.25%	-3.12% (-0.614)
AVE	2.64%	1.23%	-1.41% (-0.807)	3.77%	1.13% (0.504)

図表 3-2 分析(2) ROA の分析結果

	中間グループ (n=46)	増加グループ(n=46)		減少グループ(n=46)	
	ROA	ROA	中間との差	ROA	中間との差
2010	2.62%	-0.19%	-2.81% (-1.662)	2.34%	-0.28% (-0.160)
2011	-0.81%	0.15%	0.96% (0.935)	-0.19%	0.62% (0.643)
2012	-1.57%	0.08%	1.65% (0.873)	0.85%	2.42% (1.641)
2013	2.29%	0.39%	-1.90% (-0.953)	0.77%	-1.52% (-0.520)
AVE	0.64%	0.11%	-0.53% (-0.622)	0.94%	0.30% (0.318)

nはサンプル数を表している。

また、()の値はt値を示している。t値に付いている*は、5%水準で有意であることを示している。

結果として、外国人投資家の持株比率の高さ及びその変動が、業績に良い影響を与えることを明確にすることはできなかった。そのため、「外国人持株比率の高さ及びその変動は、企業業績にプラスの影響を与える」との仮説は支持されるとはいえないことが明らかになった。

5. まとめと今後の課題

本研究では、金融業に焦点を当て、外国人持株比率の高さ及びその変動が、企業業績にプラスの影響を与えるのかについて明らかにすることを目的に、収益性の観点から2つの経営指標を用いて検証を行った。

その結果、分析(1)で、総資産利益率の指標でのみプラス値で有意な差が確認されたが、それ以外では有意な差は見られなかった。このことから、本研究の分析では、金融業においては、外国人投資家の持株比率が、企業業績にプラスの影響を及ぼすとはいえないことが示された。単年のサンプルを用いて分析を行ったため、頑健的な結果を得るためには、追加的分析が必要である。

また、金融業で外国人投資家の影響が確認できなかった理由として、製造業では、研究開発活動や投資活動に株主の要求を反映させやすいのに対して、金融業では、融資業務が主な企業活動であるため、株主の要求を反映させづらいことが考えられる。今後、外国人投資家が増加するなど、株主構成の変化が予想されるた

め、株主価値重視の経営が求められる中、企業は株主の要求にこたえられる企業組織を構築し、企業活動を行っていく必要がある。

最後に本研究における課題を提示する。

第一に、同じ金融業でも業種別の効果を測定していない点である。業種別によっては効果が変わる可能性もあるため、業種別の効果も測定する必要があると考える。

第二に、景気変動を考慮する点である。分析期間である2011年は、東日本大震災が起きた時期と重なっているため、本来の営業活動が出なかった可能性が考えられる。そのため、景気の影響を考慮した分析を行う必要がある。

第三に、因果関係を考慮しなければならない点である。本研究では、外国人投資家の持株比率に着目し、業績が良くなったかどうかを分析したが、場合によっては、業績が良いから持株比率が高くなるということが考えられる。そのため、他の要因がないか十分に検討をし、分析を行う必要がある。

以上の3点が、本研究における研究課題として示されており、今後も継続的な研究が必要である。

参考文献・URL

[1]岩井克人(2003)『会社はこれからどうなるのか』平凡社
 [2]岩壺健太郎、外木好美(2007)「外国人投資家の株式所有と企業価値の因果関係—分散不均一性による同時方程式の識別—」『経済研究』第58巻第1号,pp.47-60
 [3]篠田朝也(2010)「わが国企業における株主による経営の規律付けに関する検討—外国人投資家を中心にした分析—」『立命館経営学』第48巻第5号,pp.79-97
 [4]代田純(2004)「外国人投資家の増加と日本的経営」『日本証券経済研究所』第44巻第10号,pp.34-48
 [5]西山俊一(2005)「日本における外国人投資家の動向と外国人持ち株比率に関する実証分析」『立命館経営学』第44巻第4号,pp.97-124
 [6]東京証券取引所 <http://www.tse.or.jp/>