

基礎研 レポート

買ってはいけない!? 外国人が大量に買った株

金融研究部 主任研究員 井出 真吾
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

1—はじめに

日本の株式市場では外国人の存在感が一層増している。そのせいもあってか、2013年3月期の決算発表が本格化した頃から「外国人が大量に株を買った企業はどこか」、「外国人はどのような企業を好むか」といった報告などを目にする機会が増えた。いずれも売買を推奨する旨は明記していないが、こうした情報の受け手側には株式投資の参考情報にしようとする向きもあろう。果たして外国人が大量に買った株はその後にも値上がりするのだろうか。

そこで本稿では、外国人持ち株比率の増減と企業の経営指標や株式収益率の関連性を調べた。その結果、外国人が大きく買い増した銘柄は必ずしもその後の経営指標が改善する訳ではないことや、これらの銘柄に安易に投資しても報われない可能性が示唆された。

2—日本株と外国人投資家の関係

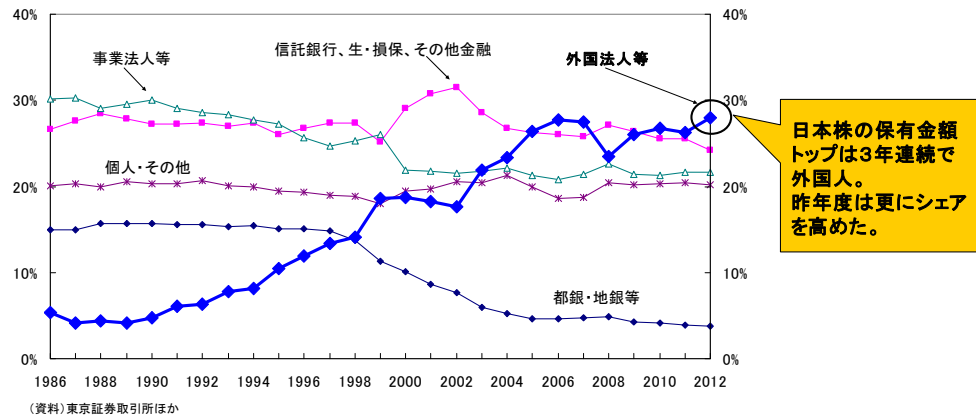
1 | 日本株市場で存在感トップの外国人

東京証券取引所などが発表した2012年度の株式分布状況によると、「外国法人等」（以下「外国人」）が日本株を保有する割合（金額ベース）は、前年度比1.7ポイント増加して過去最高の28.0%となった（図表1）。一方、銀行・保険など国内の投資家は軒並み保有比率を減らし、2010年度以降3年連続で外国人がトップとなった。

過去からの推移を見ると、1980年代は事業法人や信託銀行（実質的には年金基金や投資信託が信託銀行名義で保有している分が多い）、生・損保などが日本株の殆どを保有しており、外国人のシェアは1割に満たなかった。しかしバブル経済が崩壊すると持ち合い解消や経営スリム化に伴って事業法人や銀行（図表の「都銀・地銀等」）の保有シェアが低下した。更に2000年代に入ると景気低迷の長期化や規制強化への対応を強いられた年金基金や保険会社が日本株の保有を徐々に減らした。その一方で外国人はほぼ一貫して保有シェアを拡大し、金額ベースでは3年前から日本株の最大の株主となっ

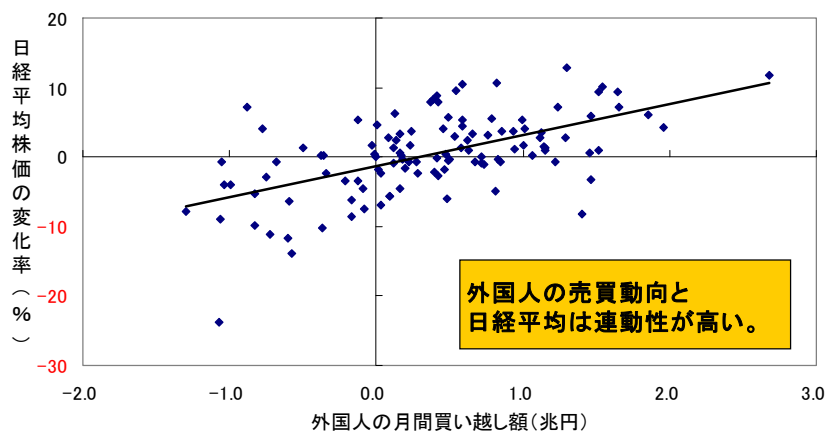
ている。

図表1：主要投資部門別の株式保有比率（金額ベース）



外国人は保有金額だけでなく売買金額でも5割～6割と最大のシェアを占めており、外国人の売買動向は株価に大きく影響すると言われる。外国人の保有シェアが20%を超えた2004年以降について外国人の買い越し額と日経平均の変化率を並べてみると、買い越し額が大きいときは株価が上昇、大きく売り越したときは下落する傾向が強い。昨年11月から今年5月にかけてのアベノミクス第一段で、銀行・保険など国内の機関投資家が売り越す中でも日本株が大幅に上昇したのも外国人が牽引したとされる。調べてみるとこの間に外国人が買い越した額は1ヶ月あたり約1.4兆円であった。月平均0.1兆円に満たない2012年1月～10月から桁違いに増えており、外国人が日本の株価を押し上げたと言われるのもうなづける。

図表2：外国人の買い越し額と日経平均の変化率



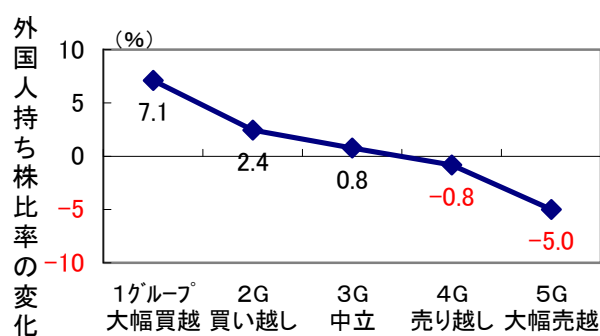
2 | 外国人持ち株比率の変化

図表3に外国人持ち株比率（株数ベース）の増減の集計結果を示す。これは、毎年3月末時点のTOPIX500構成銘柄のうち3月決算企業（金融を除く）を対象に、3月末時点における外国人持ち株比率の変化（1年前と比べた変化幅）が大きい順に銘柄を並べ、銘柄数の等しい5つのグループに分ける。即ち、第1グループ（G）は外国人が大幅に買い越した銘柄群、第5Gは大幅に売り越した銘柄群となる。その上で各グループに属する銘柄の外国人持ち株比率の変化の平均値を計算する。こうして求めた1グループあたり10個（10年分）の平均をプロットしたものである。つまり、図表3は「過去10年において毎期々の外国人持ち株比率の増減を5つのグループ別に見ると平均的に何%くらいであったか」を示している。なお、分析対象は2012年3月時点で372銘柄、1グループあたり約75銘柄である。

図表3を見ると、外国人持ち株比率が最も増加した第1Gの銘柄群では平均7.1%の買い越し、反対に最も減少した第5Gでは5.0%の売り越しであった。ここで、金融商品取引法には大量保有開示制度というものが規定されている。これは上場企業の発行済み株式の5%を超えて保有した者は、5営業日以内に内閣総理大臣に対してその旨を記載した大量保有報告書を提出することが義務付けられている。言うまでもなく第1Gの7.1%や第5Gの-5.0%の変化が単一の外国人投資家によるものではないが、±5%の変化が重要な意味を持つことは想像できよう。

また、図表3では中位に位置する第3Gでも平均0.8%のプラスとなっている。図表1のとおり、この期間に日本株全体の外国人持ち株比率は18%から26%に増加した。また、後述のように外国人投資家は時価総額が大きい銘柄を好むとされる。このため日本株全体の中でも時価総額が相対的に大きなTOPIX500銘柄においては、中位の銘柄群でも平均的には外国人持ち株比率が増加したと考えられる。

図表3:外国人持ち株比率の変化



3 | 外国人はどのような株を買ったのか

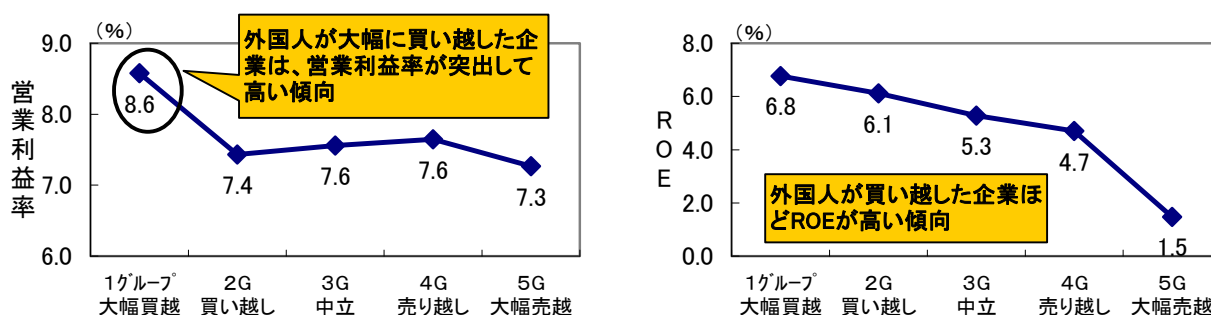
冒頭に述べたとおり外国人が好む企業の特性については様々な報告があるが、改めて外国人がどのような銘柄を好むのか確認しておこう。はじめに宮島・保田[2012]は2003年～2008年の東証1部上場銘柄を対象とした分析で、企業規模（時価総額）が大きくて流動性（売買回転率）が高い、そして海外売上高比率が高い銘柄が外国人投資家に選好されたことを示している。更に、機関投資家へのヒアリング結果も踏まえて、「海外投資家による（株価変動や議決権行使などの）圧力は基本的に時価総額が一定額以上の企業に限定されるという認識が重要である」としている。日本に住んでいない外国人にとっては、規模が大きくて海外に積極的に進出している“海外で有名な企業”が投資対象になり

やすいと解釈でき、直感にもマッチする。逆の立場で考えると、例えば日本人が米国企業に投資する場合、ゼネラルモーターズ（GM）やウォルマート、マイクロソフトなど日本でもよく名の通った企業が最初に頭に浮かぶのではないだろうか（もっとも、知らない企業は頭に浮かびようがないのだが）。

一方、時価総額や流動性のほかにも、外国人投資家は収益性や成長性を重視する傾向があるとも言われる。この観点から分析してみよう。図表3と同様の方法で外国人持ち株比率の変化と同じ期の営業利益率およびROEの関係を集計した（図表4）。これを見ると、外国人が最も買い越した第1Gの銘柄群は営業利益率が平均8.6%となっており、7.5%程度の2G～5Gと比べて突出して高い点が目立つ。また、持ち株比率が増えた銘柄群ほどROEも高い単調増加の傾向があり、最高の第1G（平均6.8%）と最低の第5G（1.5%）では5.3%の差がある。欧米企業と比べて日本企業はROEが低いと言われるが、その中でも相対的にROEが高い銘柄を外国人が好む傾向にあったということだろう。また、第5GのROEが際立って低い点も特徴的だ。

ここで、図表3と図表4の各グループに属する銘柄は全く同じである。したがって外国人持ち株比率が平均7.1%増加した第1Gに属する銘柄の平均的な姿としては、営業利益率が他に突出して高くROEも最も高かったと言える。同時に、平均5.0%売り越した第5Gは営業利益率、ROEともに最低水準であった。やはり外国人は本業の収益性や資本効率が高い銘柄を好み、逆にこれらの経営指標が他社に劣後する銘柄は容赦なく売却するようだ。

図表4:外国人持ち株比率の変化と経営指標



3—外国人が買った株のビフォー・アフター (Before & After)

1 | 経営指標のビフォー・アフター

前章では外国人が大幅に買い越した銘柄は同じ期の営業利益率やROEが高い傾向が見られた。では、外国人が買う前と買った後で経営指標はどのように変化したのだろうか。一般に外国人は成長企業を好むと言われる。また、議決権を行使するなど経営者に対して積極的に注文をつける印象もある。そうだとすれば、買う前 (Before) よりも買った後 (After) で経営指標が改善すると予想される。この点を確認するため、前章と同様の方法で外国人持ち株比率の変化と、その前後2年ずつにおける経営

指標の変化の関係を調べた（図表5）。なお、ここでは業種によって経営環境が異なる点を考慮するため各経営指標とも業種内のメディアン（中央値）との差分を基準化している。従って図表5の値はマイナスだからといって必ずしも利益率などが悪化したとは限らない。

はじめに営業利益率の変化を見ると、過去2年間（Before）では外国人が買い越した銘柄群ほど利益率の変化が優位である。ところが将来2年（After）では、Before と比べてグループ間の差こそ小さいものの、第1Gが最も劣位となった。ROEの変化も似たような状況で、Before は第1G・第2Gが高いが、After では第1Gが最低となっている。一方、売上高の変化については Before・Afterとも第1Gが最も優位ではあるものの、After はBefore よりも低い様子が見られる。

これらの結果が示唆していることは、

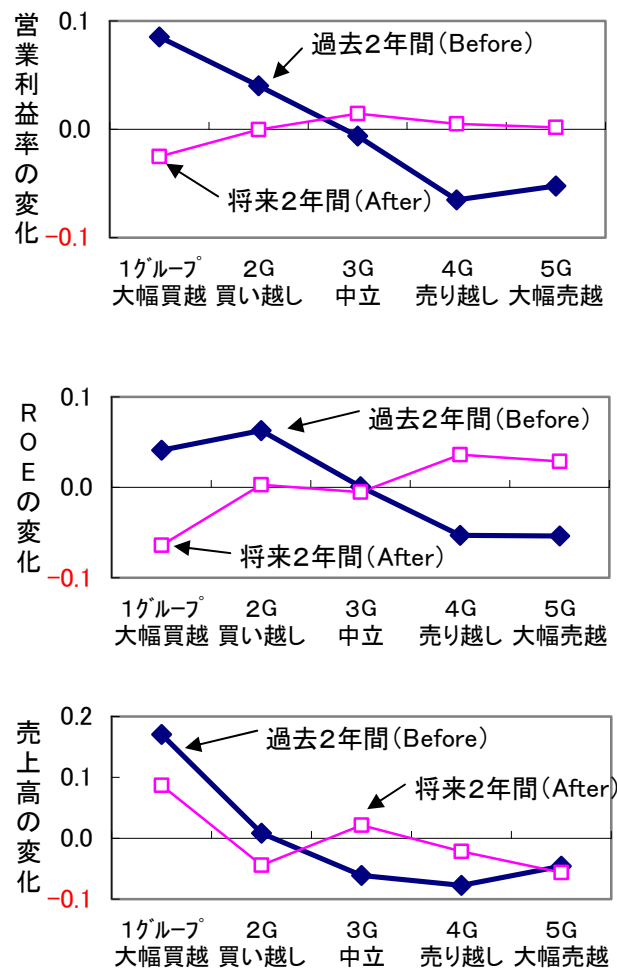
- ① 外国人は収益性や資本効率、売上規模が同業他社よりも改善過程にある銘柄を好む。
- ② 外国人が買った後は、売上高成長率こそ同業他社に勝るものの、営業利益率やROEの改善度はむしろ他社に劣る。

ということである。なぜ、このような事象が起きるのか必ずしも明らかではないが、少なくとも事前に予想した「外国人が買う前（Before）よりも買った後（After）で経営指標が改善する」という仮説は成り立たないようだ（無論、個別企業レベルでは仮説どおり After で改善するケースもあるだろう）。

2 | 株式収益率(リターン)のビフォー・アフター

では、株式の収益率はどうか。前節でみたように After では営業利益率やROEの改善度が他社に劣るからといって株式投資先として魅力が無いと断定するのは早計だ。なぜなら After も売上高伸び率は他社を凌駕しているからである。理屈から言えば売上高には天井がないが、利益率にはおのずと上限がある（極端な話コストはゼロにできないので、利益率100%はあり得ない）。従って、もし Before で利益率が上限近くに達してしまい After ではその利益率を維持できたとしても、他社が利益率を改善すれば

図表5: 前後2年間の経営指標の変化



(注)業種別にメディアン(中央値)との差を基準化(中央値=0)、したがって縦軸の単位は「標準偏差」を表す。

図表6: 1株あたり利益の算式

$$1株あたり利益 = \frac{\text{売上高} \times \text{利益率}}{\text{発行済み株式数}}$$

“改善度”は劣化した格好となる。この場合、利益率は（限界水準で）変わらなくても売上高が伸びれば1株あたりの利益は増える（図表6）。そして1株あたりの利益が増えれば株価は値上がりするのが自然だ。こう考えれば、第1Gに属する銘柄群の利益率が他のグループに劣後するからといって、必ずしもAfterの株式収益率も劣後するとは限らないという仮説も考えられる。

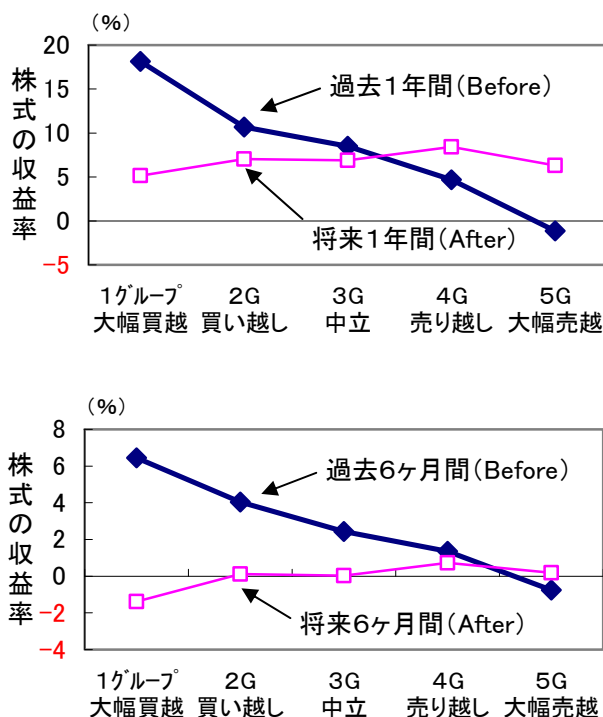
では実際にBeforeとAfterの株式収益率（配当込みリターン）を見てみよう。図表7は外国人持ち株比率の変化と過去1年（Before）および将来1年間（After）、同じく前後各6ヶ月間の株式収益率の関係を示したものである。外国人持ち株比率が増えた銘柄ほどBeforeの株式収益率も高く、第1Gと第5Gの格差は2年間（前後1年ずつ）で20%近く、1年間（同6ヶ月ずつ）でも7%程度に及ぶ。しかも分析対象の10年のうち8年で第1Gの収益率が最も高かった（前後6ヶ月では10年のうち7年で最も高かった）。

問題はAfterではグループ間の収益率にあまり差が見られないことだ。これは外国人持ち株比率の増減とその後1年間および6ヶ月間の株式収益率には関連性が無いことを示唆している。

つまり、外国人持ち株比率が増加したことが判明してからその企業の株式を買っても、儲かるかどうかは眉唾物という訳だ¹。少なくともこの分析からは、前述した「利益率の改善度が他に劣後しても、売上高が伸びていれば株価はプラスかもしれない」という仮説は当てはまらないようだ。金山[2013]は外国人が大幅に買い増した企業の株価レーティング（アナリストが個別企業の今後の株価見通しを「強気」「弱気」などで表す）を調査し、中には強気が少なくマーケットの評価が高くないものもある点を指摘している。

では、第2章でみたように外国人が大きく買い越した銘柄は利益率やROEが高い傾向にあったにもかかわらず、Afterの株式収益率が低いのは何故だろうか。これには外国人の平均保有期間が極端に短いことが関連していると

図表7: Before/Afterの株式収益率



図表8: 平均保有期間

| | 外国人 | 個人 | 事業法人 | 信託銀行 | 生・損保 | 都銀・地銀 |
|--------|------|------|-------|------|-------|-------|
| 2008年度 | 0.15 | 0.34 | 6.24 | 1.00 | 7.77 | 11.75 |
| 2009年度 | 0.32 | 0.45 | 9.00 | 1.68 | 10.07 | 13.67 |
| 2010年度 | 0.23 | 0.50 | 9.99 | 1.59 | 7.49 | 12.63 |
| 2011年度 | 0.24 | 0.57 | 11.02 | 1.91 | 8.12 | 15.89 |
| 2012年度 | 0.28 | 0.50 | 11.17 | 2.21 | 8.93 | 13.91 |

(注)平均保有期間=保有主体別年度末時価総額÷主体別売買代金総額
(資料)東京証券取引所ほか

¹ 統計的には検定していないが、むしろ第1Gの収益率が最も低くなっている。

考えられる。図表8は宇野・神山[2009]に倣い投資主体別の平均保有期間を求めたものだが、外国人の平均保有期間は概ね0.3年未満となっている。つまり平均的には買ってから3~4ヶ月で売却する訳だ。となると、たとえ3月末時点では大きく買い越していたとしても、5月~6月、場合によっては4月早々に売り払うこともある。一方、「外国人が大きく買い越した銘柄はどれか」という情報が伝わるのは3月期決算が発表される5月~6月が中心なので、こうした情報が流れたときには既に外国人は売りに回っている可能性がある。そう考えれば外国人持ち株比率の増減とAfterの株式収益率に何ら関連性が無くても全く不思議ではない。

4—まとめ

本稿では、日本株市場ではフロー（売買金額）、ストック（保有金額）ともに外国人のシェアがトップであることを紹介したうえで、外国人持ち株比率の増減と経営指標や株式収益率の関係を調べた。その結果、1年前と比べて外国人が大きく買い越した銘柄は他の銘柄と比べて、

- ① 営業利益率やROEが高い
- ② 過去2年間の営業利益率やROEの改善度は高いが、将来2年間は低い（高Before—低After）
- ③ 過去1年間の株式収益率は極めて高いが、将来1年間は違いがない（高Before—無After）

という傾向が見られた。特に、③については外国人の平均保有期間が3~4ヶ月程度であることを挙げ、企業の決算発表によって外国人が大きく買い越したことが判明した後でその企業の株式に投資しても、既に外国人は売りに回っている可能性を述べた。

上記①のとおり外国人が大きく買い越した銘柄は他の企業に比べて営業利益率やROEが高く、更に売上高伸び率も高い“優良成長株”の可能性はある。しかし投資収益の観点からは、単純にこれらの銘柄を買えば報われるとは限らない点には注意が必要だろう。仮に外国人が買い越すのと同じ時期に買うことができれば収益を得る可能性が高まるが、通常そうした情報を得るのは難しい。手掛かりとなるのは、第3章で示した「外国人は利益率やROEが改善過程にある銘柄を好む」ということだろう。

外国人が大きく買い越した株といえども、今から買ってもいい“有望銘柄”と、もう買ってはいけない“手遅れ銘柄”が混在することをよく認識すべきだ。結局のところ、当該企業の収益性や成長性、及びこれら経営内容の改善期待といったファンダメンタルズ（基礎的条件）が、既に株価に織り込まれ済みか、まだ株価には上昇余地があるかの見極めが重要だ。

以上

[参考文献]

宇野淳・神山直樹[2009]、「株式保有構造と流動性コスト：投資ホライズンの影響」『早稲田大学ファイナンス研究所 ワーキングペーパー・シリーズ』2009年4月

金山敏之[2013]、「外国人が大幅に買い増した企業でマーケットが強気の銘柄は」『投資のヒント』2013年7月11日

宮島英昭・保田隆明[2012]、「変貌する日本企業の所有構造をいかに理解するか」『金融庁金融研究センター ディスカッション・ペーパー・シリーズ』2012年3月