

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
side@nli-research.co.jp

1—はじめに

日本の株式市場で外国人の存在感が増している。そのせいもあるのか、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」といった情報を目にする機会が増えた。いずれも株の売買を推奨する旨は明記していないようだが、情報の受け手側（読者）には株式投資の参考情報にしようとする向きもあろう。果たして外国人の後追いで株を買うと儲かるのだろうか。

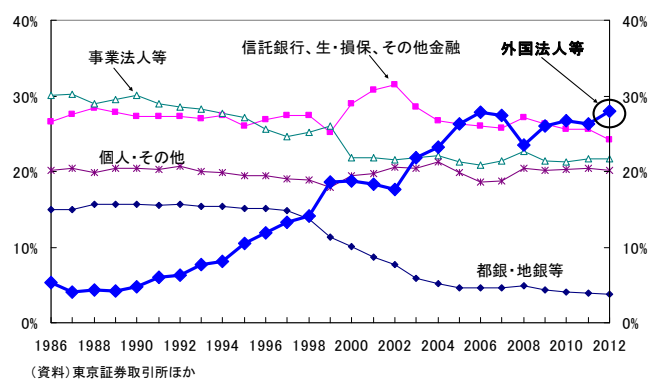
そこで本稿では、外国人持ち株比率と企業の経営指標や株式収益率の関連性を調べた。その結果、外国人が大きく買い越した企業は必ずしもその後の経営指標が他社より改善する訳ではないことや、安易にこれら企業の株を買っても儲からない傾向がみられた。

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

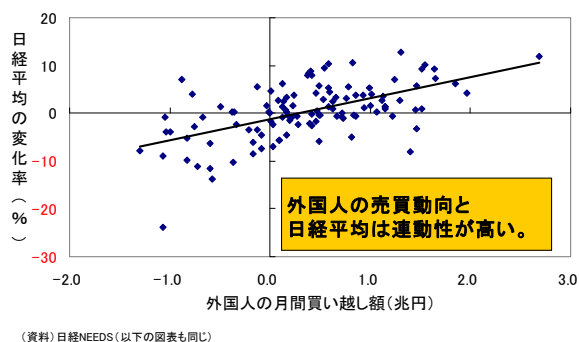
東京証券取引所などが発表した2012年度の株式分布状況によると、「外国法人等」（以下「外国人」）が日本株を保有する割合（金額ベース）は、前年度比1.7ポイント増加して過去最高の28.0%となった（図表1）。過去からの推移を見ると、1980年代は事業法人や信託銀行（年金基金や投資信託の保有分が多い）、生・損保などが日本株の殆どを保有しており、外国人のシェアは1割に満たなかった。しかし90年代以降、持ち合い解消等により国内投資家が日本株の保有を徐々に減らしたのと対照的に、外国人はほぼ一貫して保有シェアを拡大し3年前から最大の株主となっている。

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る。そのため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比べると、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0.1兆円に満たなかった2012年1月～10月からは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。

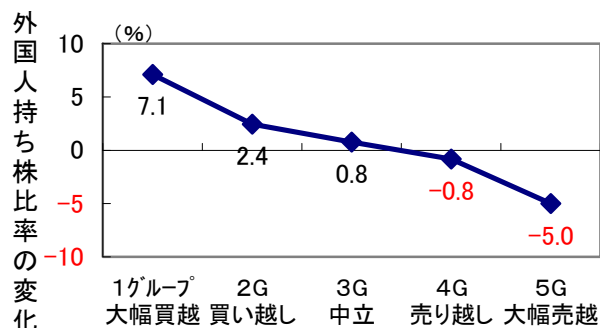
図表2: 外国人の買い越し額と日経平均の変化



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)の平均的な増減を示す。集計方法は、①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。②各グループについて外国人持ち株比率の変化の平均を計算する(各10期分)。③こうして求めた1グループあたり10期分の平均値の更に平均を求める。つまり、図表3は「過去10年において每期々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: 外国人持ち株比率の変化



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%の変化がどのくらい大きな意味を持つか想像できよう。

3 | 外国人はどのような株を買ったのか

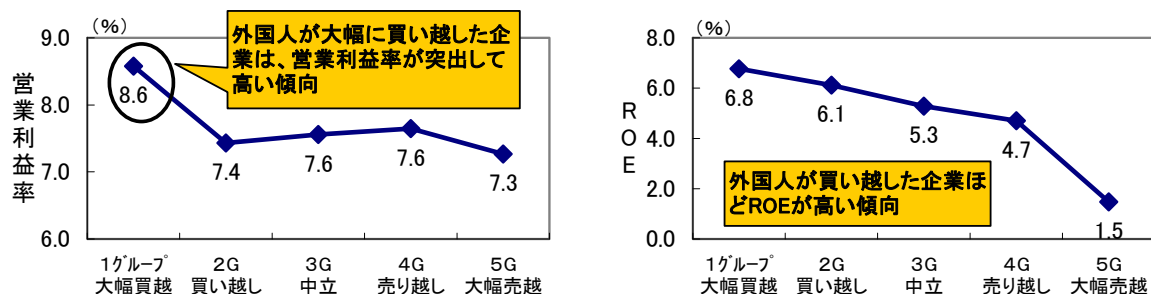
冒頭に述べたとおり外国人が好む企業の傾向についてはいくつか報告があるが、改めて外国人がど

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]¹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。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展開している“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、外国人投資家は企業の収益性や成長性を重視すると言われる。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営業利益率やROEが高い傾向が見られた。冒頭で述べたように、ここで分析を終えると投資家をミスリードする恐れがある。そこで、外国人が買う前と買っ

¹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

た後の経営指標や株式収益率を調べる。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。あくまで同業他社との相対的な関係を示している。

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ほど高くない。

これらの結果が示唆していることは、

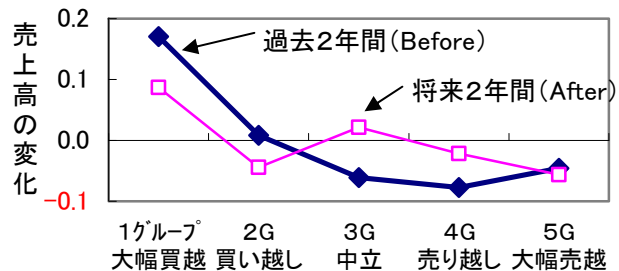
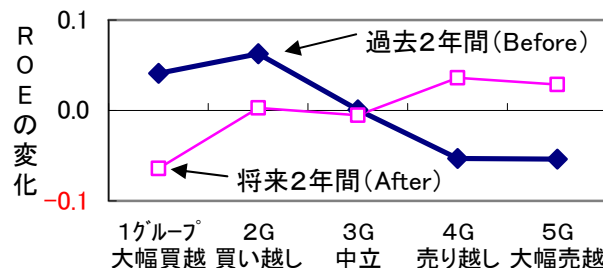
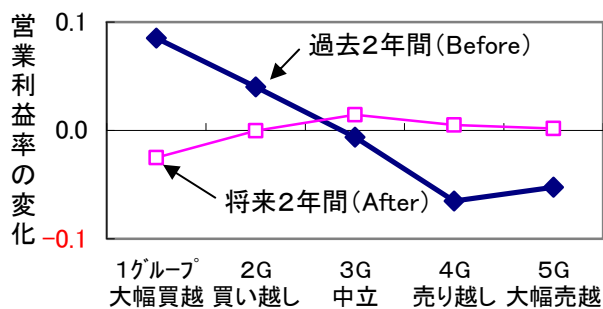
- ① 外国人は同業他社と比べて収益性や資本効率、売上規模が改善しつつある企業を好む。
- ② 外国人が買った後は、売上高成長率こそ同業他社に勝るものの、営業利益率やROEの改善度はむしろ他社に劣る。

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 で改善した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

次に、肝心の株式収益率はどうだろうか。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)。そのため、

図表5: Afterでも優位なのは売上増だけ



(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。

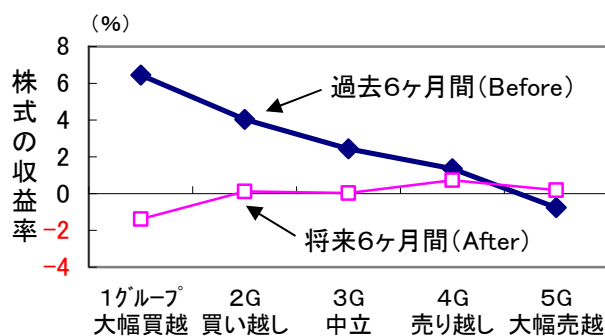
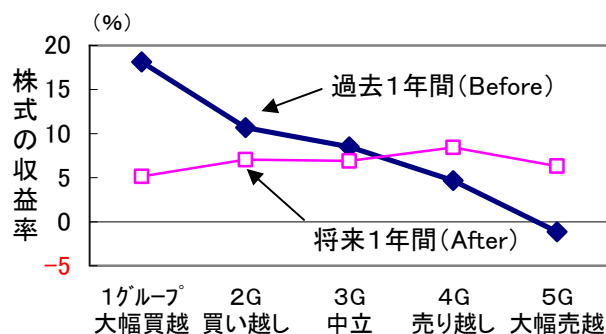
もしBeforeで利益率が上限に達してしまいAfterではその利益率を維持できたとしても、他社が利益率を改善すれば“同業他社と比べた改善度”は劣化した格好となる。しかし、利益率は（限界水準で）変わらなくても売上高が伸びれば1株あたりの利益は増える（図表6）。1株あたりの利益が増えれば株価は値上がりするのが自然だ。つまり、第1Gの利益率改善度が他のグループに劣後するからといって、必ずしもAfterの株式収益率も劣後するとは限らないという仮説も考えられる。

図表6: 1株あたり利益の算式

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

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年間（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1年間で20%近く、6ヶ月間でも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（6ヶ月間では10年のうち7年で最も高かった）。

図表7: Afterの株式収益率は高くない



問題はAfterではグループ間の収益率にほとんど差が見られず、僅かだが1Gが最低となっている点だ。この結果は、前述した「利益率の改善度が他に劣後しても、売上が伸びていけば株価はプラスかもしれない」という仮説が当てはまらないどころか、外国人持ち株比率の増減とその後の株式収益率には殆ど関連性が無く、むしろ外国人が大幅に買い越した株はその後の収益率が最も低いことを示唆している。つまり、外国人持ち株比率が大きく増えたことが判明してから株式を買っても儲かるかどうかは眉唾物で、「外国人が買った株を買えば儲かる」など単なる妄想に過ぎないようだ。実際、金山[2013]²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

²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

短いことが関連していると考えられる。図表8は宇野・神山[2009]³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高い。そう考えれば決算期末時点の外国人持ち株比率とAfterの株式収益率に何ら関連性が無くても不思議ではない。

図表8:外国人の平均保有期間は3~4ヶ月

	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

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、

- ① 営業利益率やROEが高い
- ② 同業他社と比べた営業利益率やROEの改善度は、過去は高いが将来は低い(高Before—低After)
- ③ 株式収益率は、過去は極めて高いが、将来は最も低い(超高Before—最低After)

という傾向が見られた。特に、③の理由については外国人の平均保有期間が3~4ヶ月程度と短いことを挙げ、外国人が大きく買い越したことが判明した後でその株を買っても、既に外国人は売りに回っている可能性が高い点を指摘した。

外国人が株を大きく買い越した企業は他社よりも営業利益率やROEが高く、更に売上高伸び率も高い“優良成長株”の傾向がある。しかし、外国人が大量に買ったことが判明した後でこれら企業の株を買っても儲かるとは限らない点には注意が必要だ。つまり、外国人が大きく買い越した株といえども、今から買っていい“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。

仮に外国人と同じ時期に買うことができれば儲かる可能性が高まるが、通常そうした情報を得るのは不可能に近い。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が改善しつつある企業を好む」ということだが、これも一般の投資家には容易でない。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、それともまだ値上がり余地があるか、自身での見極めが求められる。巷に流れる情報を“思い込み”で利用してはいけない。

以上

³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