

外国人投資家の増加と日本の経営

代田 純

今年七月下旬に、キャノンの外国人持ち株比率が五〇・九％に達し、上場企業としては最高になったことが新聞報道された。¹⁾ もちろん経営権を外国人が握っている外資系企業では、五〇％を超えることはあるが、キャノンのように、いわゆる日系企業で外国人持ち株比率が五〇％を上回ることはなかった。このキャノンの事例に代表されるように、少なくとも日本企業で外国人持ち株比率が上昇しており、こうした株式保有構造の変化は日本企業の経営にも少なからぬ影響を与えていると見られる。

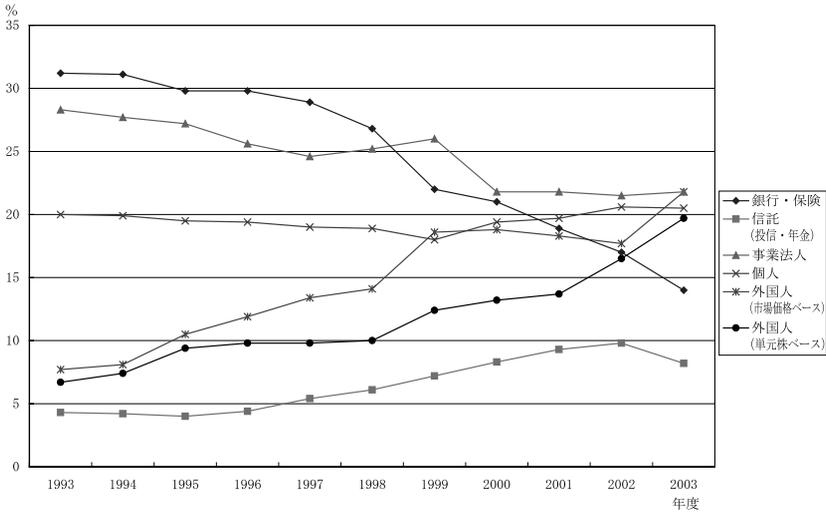
本稿ではこうした外国人持ち株比率の上昇に注目し、日本企業の経営に与える影響について考察を試みる。結論としては、日本企業は従来の経営スタイルから、漸次的に変化しつつあり、その背景には株式保有構造における外国人の比率上昇が一因として存在しているよう。従来、日本企業の経営は、年功序列、終身雇用、労使協調を特質とし、その経営は豊富な株式含み益の存在によって可能とされてきた。株式含み益が乗った保有株売却によって、経常利益の赤字や無配転落を回避でき、結果的に従業員の雇用を確保することが可能

であった。従業員側も労使協調を基本とする組合で、会社を支えた。しかし株式含み益が長期的な株価調整により減少し、かつ時価会計への移行によって消滅しつつある現在、含み益に依存する経営は難しくなった。銀行を中心とする金融機関が持ち合い株売却を進めるなか、外国人が日本株の取得を進め、外国人投資家が大株主となった。外国人投資家は株主総会で取締役の人事、報酬、退職金に異議を申し立ててきた。こうした環境変化において、日本企業は外国人投資家が重視するROE（株主資本利益率）などを経営指標として意識している。ROEの重視は、資産の有効活用（遊休不動産の売却、持ち合い株の売却等）、人件費や原材料・部品調達コストの抑制、自社株買いなどを意味している。日本企業の経営は少しずつ変化しており、その背景には外国人投資家の存在が一因として無視できないだろう。

一、株式市場における外国人投資家

まず株式市場で外国人投資家の位置を確認しておきたい。株式保有構造から見ると、外国人の保有シェアは市場価格ベースの場合、一九九三年度に七・七%であったが、一九九九年度に一八・六%に上昇し、その後やや低下し二〇〇二年度に一七・七%となったが、二〇〇三年度には再び二一・八%へと上昇した^②。九九年度のいわゆるITブーム期にかけて外国人が日本株を買い増し、その後やや「売り越し」であったが、二〇〇三年度にかけ再び日本株を買い越した（図一）。また単元株ベースで見ると、一九九三年度に六・七%であったが、一九九九年度に二一・四%に上昇し、その後もわずかながら上昇を続け、二〇〇

図1 株式保有比率



(出所) 東証ホームページから作成。

二年度には一六・五％、二〇〇三年度にはさらに一九・七％へ上昇した。単元株ベースでは一九九年度以降も外国人の保有シェアは減少してないので、市場価格ベースでの一九九九年以降の外国人シェア一低下も、「売り越し」というよりも、外国人が保有する日本株の株価調整が平均以上に大きかったためであろう。これは一般に外国人はIT関連の値がさ株で保有株が多く、IT関連銘柄は九九年度以降株価調整が著しかったこととも対応する。いずれにせよ外国人投資家は、株式保有主体として銀行・保険(二〇〇三年度で一四％)をはるかに凌駕し、市場価格ベースでは個人(同二〇・五％)をも超える投資家となった。

次に投資部門別売買動向で外国人の位置を見ておくと、株数(単元株)ベースでは一九九九年に七二億株の買い越しとなって以降、二〇〇〇～二

〇〇二年には売り越しであった。しかし二〇〇三年には七三億株の買い越しに転じた。他方、売買代金ベースでは二〇〇〇年こそ二・三兆円の売り越しであったが、二〇〇一年が二・三兆円、二〇〇二年が七六〇〇億円、二〇〇三年は実に八・二兆円の買い越しであった。³⁾ 外国人の場合、いわゆる「一〇〇円割れ」銘柄などの低位株の売買は少なく、値がさ銘柄の売買が多いと見られ、そのところが株数ベースと売買代金ベースの差異の一因である。値がさ銘柄の買いが多いため、低位株の売りがあつて株数ベースでは売り越したが、売買代金ベースでは買い越しになると見られる。いずれにせよ、二〇〇三年における外国人の買い越しは、法人（金融を含む）の売り越しをほぼ吸収する規模であり、結果的には持ち合い株売却が外国人に吸収される形となった。

株式売買代金における外国人のシェアは近年

極めて上昇している。一九九一年には三市場の委託売買における外国人のシェアは二〇%前後であったが、二〇〇一年には五一・八%に上昇した。その後、やや低下したとはいえ、四五〜五〇%といった高い水準が続いている。他方、個人投資家によるネット取引も注目されているが、二〇〇四年に入り売買代金において個人のシェアは三〇%前後で推移している。やはり売買代金では、外国人投資家は国際機関投資家であり、「ロット」が大きいために、そのシェアは極めて高いものになっている。

東証が発表している、地域別外国人売買状況（表一）を見ると、かつて八〇年代後半には欧州系のシェアが高く、また九〇年代初頭には「その他」のシェアも高まったことがわかる。「その他」の外国人投資家とは、オイル・ダラー系を指すとされており、九〇年代初頭に原油価格が上

表1 地域別外国人売買状況 (単位：％，億円)

	米 国		欧 州		東南アジア		その他		総 計
	売買シェア	純取得額	売買シェア	純取得額	売買シェア	純取得額	売買シェア	純取得額	純取得額
1987	15.5	▲ 11,999	50.8	▲ 43,085	24.4	▲ 11,859	9.3	▲ 2,294	▲ 69,238
88	14.4	460	49.2	▲ 4,110	24.8	▲ 156	11.6	4,927	1,121
89	17.2	4,182	47.5	▲ 16,727	22.4	▲ 4,871	12.9	▲ 375	17,773
90	19.2	323	45.6	▲ 19,859	20.4	▲ 4,379	14.8	▲ 232	▲ 24,147
91	20.5	17,418	45.5	22,279	24.3	11,970	9.7	5,241	56,907
92	22.3	6,961	43.0	1,861	25.9	1,378	8.8	▲ 1,045	9,156
93	29.0	8,504	39.2	1,746	24.1	2,748	7.7	1,428	14,425
94	33.0	17,140	43.5	16,896	17.0	5,855	6.5	1,904	41,796
95	37.6	23,993	40.9	14,925	16.5	2,548	4.9	227	41,692
96	34.2	9,049	42.2	20,545	19.6	4,150	4.0	66	33,811
97	38.3	11,071	40.1	10,959	17.3	▲ 5,080	4.3	▲ 2,198	14,751
98	43.5	9,140	37.4	▲ 9,754	16.3	▲ 1,730	2.8	▲ 559	▲ 2,902
99	43.7	60,701	36.4	15,596	17.9	1,491	2.0	103	91,306
2000	38.7	▲ 28,449	37.9	2,189	18.7	4,113	4.6	▲ 1,451	▲ 23,598
2001	38.4	40,183	36.8	▲ 11,097	19.5	▲ 498	5.2	▲ 4,540	24,039
2002	33.1	12,720	40.5	▲ 1,842	20.2	▲ 590	6.2	▲ 1,390	8,860
2003	29.5	44,151	47.3	29,635	20.1	7,682	3.1	81,734	82,285

(注) 全国証券取引所ベース。売買シェアは売買代金全体に占める割合。

(出所) 東証 東証統計月報および東証 H.P. から筆者作成。

昇し、産油国に余剰資金が形成されたことに対応していると思われる。しかし、今日では米国系の資金が増加し、年によって変動するものの、米国系は売買シェアの三〇～四四％を占めるに至った。米国での401(K)やミニチュアル・ファンドの普及が米国系資金増加の背景にあるのだろう。一方、欧州系も依然として三六～四七％といった高いシェアを占めている。

他方、売買状況(純取得額)を見ると、米国系と欧州系の間にも差異があることが読み取れる。米国系はITブーム後の二〇〇〇年に売り越した以外はほぼ買越しを続けているが、欧州系は一九九八年、二〇〇一年、二〇〇二年と売り越している。特に二〇〇一年から二〇〇二年にかけては、株価が軟調であったから、欧州系と米国系での売買動向の差異は、両者のパフォーマンスの差異につながっている可能性が高いと推定される。しか

し、二〇〇三年には地域別に見ても、全ての地域の外国人投資家が買い越し、総計の純取得額は八兆二二八五億円となった。これは九九年における九兆円に準ずる規模の買越しであった。

二、外国人投資家とROE

以上のように、外国人投資家は株式市場においてプレゼンスを高めてきたが、外国人投資家が重視する経営指標のひとつが、ROE（株主資本利益率）であると言われる。これはアメリカやイギリス、特にアメリカの場合、企業の資金調達において株式の比重が高く、投資家である株主の立場からすると、株式として出資した資金の運用利回りが重視されてきたからであろう。投資家からすれば、長期国債利回りよりROEが低ければ、リスクをとって株式投資している意味が弱いことに

なる。後述するように、ROE重視の企業経営は、企業規模をスリム化し、経営効率を高めることを意味する。

他方、日本企業の場合には、利益の絶対額や市場シェアが指向されてきた。業界内の利益の順位や市場シェアが目標とされ、企業規模の拡大がもたらされてきた。もちろんオイルショック以降の低成長への移行により減量経営への転換も見られたが、根本的な転換とは言い難い。またすでに指摘したが、長年含み経営に依存してきたため、資産拡大を指向し、キャッシュ・フローや効率性（ROE）などへの意識は少なかった。

しかし株式市場で外国人投資家のシェアが高まり、外国人投資家がROEを重視することも一因となって、日本企業も経営指標としてROEを重視するようになってきた。外国人がROEを重視する以上、株価面でもROEを考慮しないと、

表2 外国人持株比率とROEが相関して上昇した企業

		1999	2000	2001	2002	2003
1	キャノン	40.6	39.5	45.8	46.1	49.8
	7751	6	10.3	11.5	12	14.8
2	山之内製薬	37.1	38.7	44.7	38.4	40.6
	4503	5.6	9.2	6	8.3	8.8
3	ドン・キホーテ	14.8	18.6	21.6	33.3	41
	7532	10.7	15.2	15.2	15.2	17.5
4	花王	30.2	27.4	33.5	35.3	36.3
	4452	6.6	11	12.8	13.1	15
5	武田薬品	26.1	28.7	29.6	30	34.6
	4502	10.2	11.9	12.1	16.6	17.3
6	本田技研	19.4	20.5	23.6	27	32.2
	7267	12.8	13.6	10.4	14.1	16.2
7	エーザイ	25	28.3	24.9	23.7	31.3
	4523	5.6	3.4	6.7	10.1	10.6
8	ユー・エス・エス	1.1	3.5	9.9	8.8	24.2
	4732	22.6	12.8	13.9	16	17.4
9	アコム	8.5	9.5	17.1	21.2	20.2
	8572	16.5	17.3	16.2	16.4	11.7
10	トヨタ自動車	9.6	11.4	14	15.2	18.2
	7203	5.4	6	6.6	8.4	12.7

(注) 上段が外人持ち株比率、下段がROE。

(出所) 『株式保有分布調査』をもとに、代田が作成。データは各年春版の『会社四季報』を使用。

ファイナンス（＝増資等）に影響する可能性もある。また九〇年代以降、長期化した不況のなかで、経営のスリム化が求められたこともある。

表2は外国人持ち株比率とROEが相関して上昇している企業である。最も典型的な企業は、本稿の冒頭でも触れたキャノンである。キャノンの外国人持ち株比率は九九年には四〇・六%であったが、二〇〇三年には四九・八%に上昇し、そして二〇〇四年六月には五〇%を超えるに至った。

一方、同社のROEは九九年には六%であったが、二〇〇三年には一四・八%へ上昇した。同社の経営は従来の日本の経営を踏襲している、といった評価がある。確かにキャノンは雇用調整を実施しておらず、終身雇用を維持しているといった意味で日本的と言えるかもしれない。しかし他方において、効率的かつ合理的な経営が追求されている。例えば、部品や資材調達において、連結

五一社ベースで集約して調達されている。調達先は三〇〇〇社（従来に比し半減）に絞られ、調達コストは一割削減と言われる。⁽⁴⁾ こうしたコスト削減はROE上昇に寄与する重要な要因であるし、従来の日本的な系列（下請）取引とは異質なものである。この他、表²を見る限り、花王や武田、ホンダ、トヨタのようにグローバル・ベースで効率経営を指向する企業や、ドン・キホーテやユー・エス・エスのように、国内のニッチ（隙間）企業が目立つ。ただし、いずれも投資効率を重視し、不採算部門（または不採算店舗）からは撤退する決断が早い企業としては共通している。

三、ROEの意味

ROEはすでに説明したように、株主が出資した資金を企業が効率的に運用しているか、を

チェックする意味があり、長期金利より低くしては、リスク・キャピタルとしての企業に出資する意味がない。またROEの本来の観点からすれば、最終利益が配当に回されなくとも、内部留保されて株主資本が増加し、それが株価に反映されれば、株主はキャピタル・ゲインとして恩恵を受けるので、問題はあくまでROEにある。ROEの議論に関わって、DOE（株主資本配当率）の引き上げが指摘されるが、これは別問題である。ROEの観点からすれば、内部留保を高めて、株価上昇につながれば、株主のリターンは高いからである。

さてROEは三要因から成る恒等式に分解できる。これは、

$$\text{ROE} = \text{総資本回転率} (\text{売上高} / \text{総資本}) \times \text{売上高利益率} (\text{中期利益} / \text{売上高}) \times \text{ファンダメンタル・レバレッジ} (\text{総})$$

齋々／兼井齋々)

という式である。この恒等式が意味しているところは、ROE上昇のためには、総資本回転率を上げる(小さな総資本でいかに売上高を伸ばすか)、売上高利益率を上げる(売上高の絶対額よりも、いかにコストを抑制し、利益を極大化するか)、フィナンシャル・レバレッジを上げる(株主資本の過大を避け、株主資本の適正化をはかる)が必要ということである。したがって、ROEを重視することは、資産の有効活用をはかる、コストの削減、株主資本の縮小(オーバー・エクイティの見直し)を意味することとなる。

四、含み経営からROE経営へ

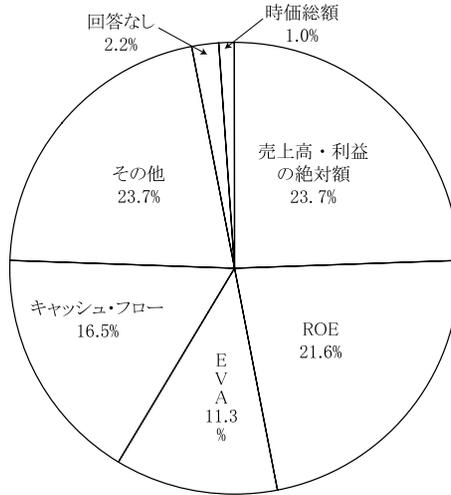
現在、日本企業が財務面できていることは、少なからずROEの上昇に結びつくことが多い。

近年、日本企業の経営者に経営指標として、ROEは極めて重視される指標となっている(図2参照)。もっとも以下に挙げる財務行動のすべてがROEの上昇を意識したものではないが、結果的にはROE上昇につながっている、と言えよう。

まず資産の有効活用は、総資産回転率の上昇をもたらすが、近年多くの上場企業によって遊休不動産や工場跡地の売却がはかられている。みずほ信託銀行系の都市未来総合研究所によると、一九九六年には上場企業等の不動産売却額は一一〇〇億円程度であったが、二〇〇二年には二兆一〇〇〇億円(六四九件)、二〇〇三年には二兆四〇〇〇億円(八四七件)に増加している。⁵⁾こうした動向は減損会計の影響もあるが、事業再編も大きな背景で、資産の有効活用につながっていく。工場跡地の売却としては、日産がドラステックに工場跡地を売却したことが記憶に残るところである。

外国人投資家の増加と日本的経営

図2 経営で最重視する指標は何か



(出所) 日経産業新聞、2002年6月24日付

また、不動産の売却と並び、資産の有効活用の大きな動向は持ち合い株の売却であろう。配当が低く、株価が上昇しないなか、持ち合い株の保有コストは大きい。他方、興味深い傾向として、優良銘柄について金融機関からの売却が多いことである。⁽⁶⁾最近の一年間で金融機関が売却した株式の売却金額が多い企業には、ホンダ、トヨタ、武田などが上位を占めている。これは金融機関にとって持ち合い解消が「益だし」の側面を持ち、利益が乗っている銘柄ほど売却されやすい一面を意味している。

ついで売上高利益率を上げるためのコスト抑制としては、すでに説明した部品や原材料調達コストのほか、やはり人件費抑制が大きい。新聞アンケートで、「成果主義賃金の要素を取り入れているか」という質問に対し、回答六九六社のうち、五八・三%が「部分的に取り入れ」とし、二

三・三%が「全面的に取り入れ」と回答し、「取り入れていない」は一八・四%であった。⁷⁾ 成果主義導入の評価については、多様な議論があるが、議論があること自体が、従来から変化していると言えよう。同じ新聞アンケートでは、同期入社で基準内賃金の最大格差は、「一割未満」が二七・八%、「一〜三割」が四六・二%、「三〜五割」が一六%とされており、格差は拡大している。また別の新聞アンケートで、「終身雇用が維持できるか?」という質問に対し、「現実には難しい」が二七・七%、「積極的に見直す」が二六・二%、「流動化する」が一八%に達し、現状維持派である「将来も維持」の一九・五%を大幅に上回った。⁸⁾

人件費抑制という大枠のなかで、年金・退職金改革も大きな流れになっている。企業にとっては、賃金以外の人件費のほうがむしろ大きな負担

と言われる。従来の日本の年金や退職金は終身雇用・長期勤続を前提に設計されてきた。これは年金の支給条件が勤続年数によって変わること、退職金も勤続年数により掛け率が変わること、明らかである。しかし長期的に勤続してコストが高くなった人材が、コストに見合うパフォーマンスを上げるわけではないこと、また近年の年金運用難により、年金・退職金改革は待たなしいなっている。

フィナンシャル・レバレッジを上げる財務行動としては、自社株償却が大きい。データの制約性もあるが、自社株償却（減資と自己株式償却の合計）を見ると、一九九七年には四億株程度であったが、二〇〇二年には三〇億株を超えるに至った。二〇〇三年にも二九億株を超えている。二〇〇一年に商法改正があり、金庫株解禁が認められるに至った。金庫株等は発行済み株式数から控除

・減少ができ、株主資本から除外できる。このためROEの分母である株主資本が小さくなり、結果としてROEが上昇する。こうした背景から自社株買いや償却が近年かなり増加した。

以上のように、近年日本企業の財務行動は意識的にせよ、結果的にせよ、ROEの上昇に結びつくものが多い。ROEの上昇は、日本企業が効率経営を指向した結果、意識されるようになった側面もある。しかし外国人投資家が株式市場でプレzensを高め、株主として大きな影響力を有するに至ったこと、その外国人投資家がROEを重視することも一因と見られる。⁹⁾

五、株主総会と外国人投資家

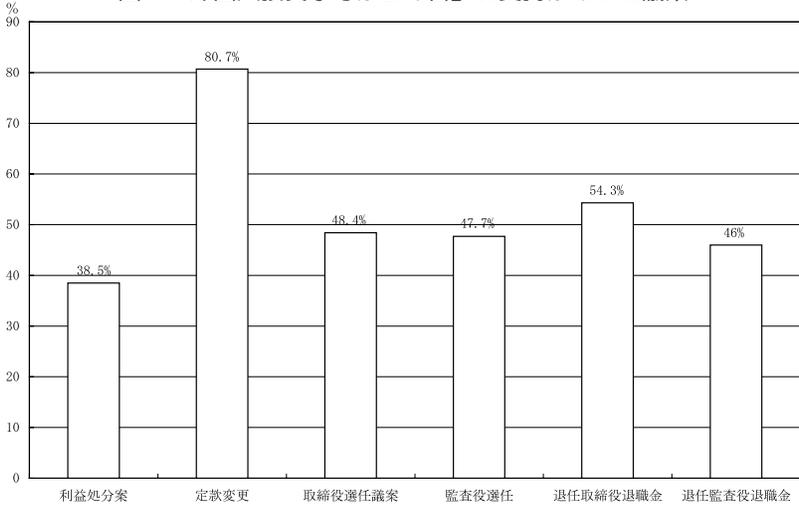
近年、日本企業の株主総会において、外国人投資家による「反対」票の投票は極めて増加してい

る。しかも大企業ほど「反対」される比率が高くなる傾向にある。

商事法務調べによると、二〇〇三年六月の株主総会において、資本金五億円未満の企業二七社では外国人等による反対は一社で三・七％に過ぎなかったが、一〇〇〇億円超の企業七六社では六三社で八三％に達した。¹⁰⁾ ほぼ企業規模に比例して、「反対」投票の比率が上昇している。

二〇〇三年の株主総会で、反対投票となった議案は、定款変更が最も多い（八五三社のうち、六八八社で反対があった）が、これは特殊な事情である。第一に、M & A（合併・買収）に際して、合併案を決める株主総会での特別決議の定数緩和（定款変更）に反対した機関投資家が多かった。第二に、自社株買いについて、株主総会決定事項から取締役会決定事項への変更（定款変更）に反対した機関投資家が多かった。こうした背景

図3 外国人投資家等から「否」の支持があった議案



(注) 回答853社による複数回答。

(出所) 『商事法務』、1681号、2003年11月30日。

から、二〇〇三年の株主総会で定款変更に反対した機関投資家が多かったためである。それ以外では、図3も示すように、退任取締役への退職金支給に反対（八五三社のうち四六三社で反対があり、五四・三％）、取締役選任議案に反対（八五三社のうち四一三社で反対があり、四八・四％）で反対が多くなっている。これに監査役への退職金や選任人事が準じている。また同様の資料であるが、カルパス（カリフォルニア公務員退職年金）などの個別年金基金でも、退職金支給（社外取締役・社外監査役への支給が反対理由）、監査役選任（社内出身者が社外監査役とされることが反対理由）で反対が多くなっている。¹¹⁾ 日本企業ではいわば内輪の論理で監査役などを選任してきたわけだが、外国人投資家などの台頭で従来の慣行が通らなくなっている。

六、まとめに代えて

外国人投資家が株式市場でプレゼンスを高めたことは、単に株式市場にとどまらず、日本企業の企業統治構造にも、大きな変革を促す要因と見るべきである。従来の日本の株式保有では株式相互持合いが主流であり、いわば株主は企業経営にとり「インナー」であった。しかし外国人投資家という「アウトサイダー」が増加し、株主の利害を主張し始めた。その場合、ROEといった株主の観点からする経営指標が注目され、企業経営者も配慮せざるをえなくなっている。それは株主の利害が強まる半面、大企業におけるメインバンクの弱体化と同時に従業員（ならびに従業員出身の経営者）の利害が抑制されることを意味している。終身雇用の変化や成果主義の導入などの動きは、

その表れである。こうした意味で日本の企業経営は大きな曲がり角にさしかかっていると思われる。

（付記）本稿は日本財務管理学会、第一八回全国大会（明治大学、二〇〇四年六月）統一論題「株主・投資家VS経営者―統治、役員報酬、会計監査―」における報告を基礎としている。

（注）

- (1) 日本経済新聞、二〇〇四年七月二日付
- (2) 全国証券取引所、平成一五年度株式分布状況調査の調査結果について（東証ホームページ参照）。
- (3) 東証ホームページ、三市場ベースによる。
- (4) 日本経済新聞、二〇〇四年五月二六日付
- (5) みずほ信託銀行 不動産トピックス、「二〇〇三年度不動産売買実態の概要」、二〇〇四年六月（<http://www.tnri.co.jp>）。
- (6) 『週刊 東洋経済』、二〇〇四年八月七一―四日号、一五八ページ。
- (7) 日経産業新聞、二〇〇四年五月二八日付
- (8) 日本経済新聞、二〇〇二年二月二六日付

(9) もっとも外国人投資家の約五〇%がいわゆるヘッジ・ファンドであり、為替絡みで短期売買に徹し、ROEを重視して長期投資するというスタンスではない。したがって全ての外国人投資家がこの方向性で日本企業のガバナンスに寄与するわけではない。この点、今後研究を深めたい課題である。

(10) 『商事法務』、一六八一号、二〇〇三年一月三〇日付
(11) 『ジュリスト』、第二二七号、二〇〇四年七月一日号、
二七ページ

(しるた じゅん・駒澤大学教授
当研究所客員研究員)