

## 外国人持株比率と投資収益率に関する実証的研究

西山 俊一（立命館大学大学院経営学研究科）

特に 90 年代後半以降、金融の世界や株式市場に関連する分野で、外国人投資家とよばれる存在が無視できない状況となっている。さらに、外国人投資家に関連する研究も、特に 98 年以降増加しており、現在まで様々なアプローチにより研究の蓄積がなされている。

先行研究の中には、企業所有者（外国人投資家や金融機関など）の変化と、企業自体の効率性やパフォーマンス（株価、ROA、EBIT、トービンの  $q$  など）の変化を分析した結果、両者の間に正の相関関係が見られる、つまり、例えば「所有者に占める外国人投資家の比率が高い企業はパフォーマンスが高い」といった可能性を指摘している文献がある。

その際、しばしば用いられる分析手法は、説明変数と被説明変数を用い、一方向の因果関係を前提にした重回帰分析であるが、すると、一部先行研究でも指摘されている通り、例えば、以下のような疑問が生じる。つまり「分析対象や期間などによるサンプル・バイアスの影響はでないのだろうか」さらに「外国人が株を買った結果、企業パフォーマンスが上がるのか、企業パフォーマンスが上がったので、外国人が株を買ったのか」・・・

本稿の推論の論理形式としては演繹法ではなく、帰納法によるファクト・ファインディングを目指しており、具体的な変数としては、外国人投資家の動向を見るための代理変数として外国人持株比率、財団法人日本証券経済研究所による株式投資収益率、そして、各種の財務データ等を用い、主に相関係数の有意性検定を利用し分析を行なっている。

さらに、詳細な分析は今後の検討課題となるが、本稿のサンプルセットを用い分析を進めていく過程で、分析期間の相違や前後 1 期のラグを考慮する事により「にわとりと卵」的な因果関係、例えば「外国人が株価を買ったと、企業パフォーマンスが上がる」とは必ずしも言い切れない可能性を示唆する結果が得られている。

なお、本稿での対象は、前後 1 期のラグも考慮するため、83 年から 04 年のデータを用いるが、タイムシリーズ的には 20 年間、また、複数のフィルタリング条件により、クロスセクショナルには 480 社となっている。よって、パネル・データとしては計 9,600（前後のラグを含めるとその 3 倍）のサンプルが分析対象となるが、このサンプルセットは、比較的長期かつタイムシリーズ的・クロスセクショナルに比較可能性の高いデータだと考える。さらに、ラグが存在しないサンプルセットと前後のラグも考慮したサンプルセットからの分析結果比較により、因果関係を把握するための手がかりが得られるものとする。

最後に、外国人と比較する必要性も考慮し、金融機関、証券会社、事業法人、個人、上位十大株主による持株比率のデータセットも比較可能な状態で準備済みである。それらのデータを用いた今後の分析により新しい知見が得られたら、同時に発表したいと考える。