

# 企業に求められる“株主マネジメント”

金融調査部 太田 珠美

## 要 約

日本株式市場全体の株主構成を見ると、最も保有比率が高いのは外国人投資家で、次いで事業会社、信託銀行、個人投資家が続く（2017年度時点）。

近年は日銀のETF購入の影響で、信託銀行の保有比率が上昇しており、市場全体に占めるパッシブ運用の比率も上昇している。パッシブ投資家はアクティブ投資家に比べ、投資先企業に対して“物を言わない”と言われてきたが、日本版スチュワードシップ・コードの導入もあり、エンゲージメント等に力を入れ始めている。アクティブ投資家は投資先企業の経営に不満があれば株式を売却する選択肢を取り得るが、パッシブ投資家は不満の有無にかかわらず株主であり続けるため、企業は腰を据えて向き合う必要がある。

また、コーポレートガバナンス・コードの改訂により、今後、事業会社の政策保有株式の削減が進み、安定株主の減少が予想される。受け皿となるのは個人投資家か外国人投資家のいずれかであり、企業は自社の業務内容に応じて、受け皿となる株主を戦略的に増やしていく必要があるだろう。

企業にはこうした株主構成の変化・投資家行動の変化に対応する“株主マネジメント”が求められる。

## 目 次

- 1章 株式市場における株主構成の変化と投資家行動の変化
- 2章 株式市場の“パッシブ化”への対応
- 3章 安定株主減少の受け皿は誰になるのか
- 4章 おわりに

# 1章 株式市場における株主構成の変化と投資家行動の変化

## 1. 日本株式市場の筆頭株主は外国人投資家

東京証券取引所が公表している投資部門別株式保有比率を見ると、外国法人等（以下、外国人投資家）の保有比率は2000年度時点では18.8%だったが、上昇を続け、2017年度には30.2%に達した（図表1）。今や日本株式市場の最大の株主となっている。

一方、保有比率を低下させた主体としては、都銀・地銀等や生命保険会社・損害保険会社が挙げられる。こうした金融機関は、金融規制等の影響により、1990年代の半ばごろから株式保有を大きく減らしており、2000年代以降も保有比率は低下し続けている。これら金融機関が売却した株式の買い手となったのが、外国人投資家だったということになる。

事業法人等（以下、事業会社）や信託銀行（投資信託・年金信託を含む）、個人・その他（以下、個人投資家）に関しては2000年代・2010年代を通じて保有比率に大きな変化は見られない。ただし、足元では個人投資家に関して2013年度以

降低下が続いており、信託銀行に関しては2014年度以降上昇が続いている。

## 2. 事業会社の株式保有は縮減に進まざるを得ない

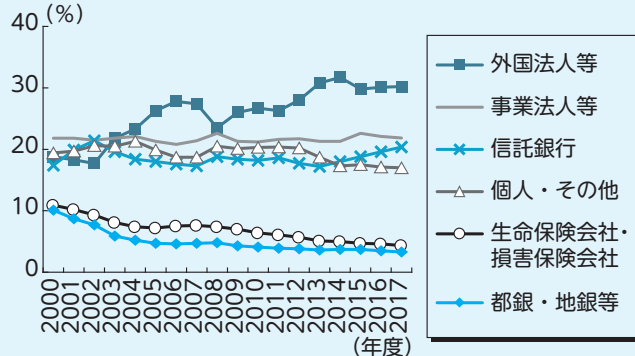
1990年代ごろまで、事業会社と金融機関は相互に株式を持ち合うことで、安定株主を確保してきた。しかし、市場環境の変化や様々な規制の導入等の影響を受け、株式持合いは減少傾向にある。これまでは金融機関を中心に株式保有の削減が進んできたが、これからは事業会社の株式保有が減少していくことが予想される。

2015年にはコーポレートガバナンス・コード（以下、CGコード）が導入され、持合いを含む政策保有株式を保有する場合は、その方針を開示すべきである、また取締役会で保有することの経済合理性や将来の見通しを検証した上で、株式を保有する狙いや合理性について具体的な説明を行うべきである、との原則が示された。事業会社の2017年度の保有比率は前年比で0.3% pt低下と微減にとどまったが、2018年にCGコードの見直しが行われ、削減圧力は一層強まっている。

2018年の見直しの内容としては、原則1-4の政策保有株式に関して「上場会社がいわゆる政策保有株式として上場株式を保有する場

合には、政策保有に関する方針を開示すべきである。」という記載から、「上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。」（下線は筆者による）との記載に変更され、「縮減」という文字が明記された。事業会社が縮減に取り組まない限り、この原則はコン

図表1 投資部門別株式保有比率の推移(金額ベース)



(出所) 東京証券取引所から大和総研作成

プライドできず、縮減しないことに対するエクスペレイン（説明責任）が求められることになる。これまで以上に、事業会社の保有株式に対する投資家の視線は厳しくなることが予想される。

### 3. 個人の資産形成が進むこと≠個人投資家の増加

個人投資家の保有比率は2013年度に20%台を下回り、その後も緩やかに低下が続いている。家計の金融資産が預貯金に偏在する現状を変えるべく、近年、個人の資産形成を促進する（リスク資産の保有を増やす）ための様々な施策が講じられているが、株式市場における個人投資家の存在感を高めるまでには至っていないようだ。また、近年の家計部門には上場株式は売り越し、投資信託は買い越し傾向がみられる（図表2）。個人の投資行動は、株式を直接保有して個別銘柄のリスクを取るのではなく、投資信託を保有してリスク

分散する方向にシフトしているようだ。

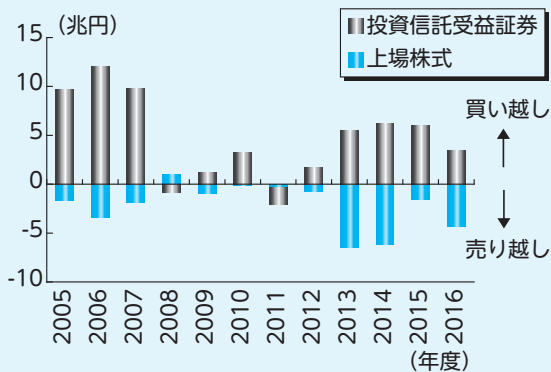
さて、個人の資産形成を促進する施策は、具体的には、2014年1月にNISA（少額投資非課税制度）、2016年1月にジュニアNISA、2018年1月につみたてNISAが導入され、2018年1月にはiDeCo（個人型確定拠出年金）の制度拡充が行われている。

一般的に、個人の資産形成の促進といったときには個人の株式投資を増やすイメージがあるが、投資信託の積み立てを前提とするつみたてNISAと、指定された運用商品の中から投資先を選択するiDeCoは、金融商品への直接の投資ではなく、間接的な投資を促す制度である<sup>1</sup>。

NISAおよびジュニアNISAは株式（個別銘柄）への投資が中心となっているが、日本証券業協会の調査<sup>2</sup>によれば、NISA口座・ジュニアNISA口座を通じて購入された上場株式の累計額合計は4.8兆円だが、そのうち2.7兆円は売却されている<sup>3</sup>。一方、投資信託はNISA口座・ジュニアNISA口座を通じて購入された累計額合計は3.0兆円と上場株式に比べれば少ないが、売却累計額合計は0.7兆円であり、売却率で見れば投資信託は上場株式に比べ、相当低い。NISA・ジュニアNISAが個人の株式投資を増やしている面は確かにあるが、投資金額の制限などから、資金流入が統計に表れるような水準には達していないようだ。残高の増加率という意味では、投資信託を通じた投資の方が増えている。

個人の資産形成促進策は、必ずしも個人株主の

図表2 家計の資産変化（フロー）



1) NISAおよびジュニアNISAも投資信託の積立投資が可能である。投資信託だけでなく、個別株式等の積立投資も含んだ数値であるが、日本証券業協会が公表している「NISA口座開設・利用状況調査結果（平成29年12月31日現在）について」および「ジュニアNISA口座開設・利用状況調査結果（平成29年12月31日現在）について」によれば、NISA口座の累計購入額のうち5.7%は積立投資によるものであり、ジュニアNISAにおいても9.0%が積立投資によるものであるという。

2) 1)に記載の資料と同じ。

3) NISA口座は2014年1月～2017年12月末まで、ジュニアNISA口座は2016年4月～2017年12月末までの累計購入（売却）額。投資信託の購入・売却についても同様。

増加にはつながらず、むしろ受託者である運用機関（機関投資家）の株主としての存在感を高めることにつながりそうだ。

#### 4. 株式市場における投資家行動の変化

こうした株主構成の変化とともに、日本の株式市場においては、特に国内機関投資家と投資先企業の関係に変化が生じつつある。従来、国内機関投資家は投資先企業に比較的理解のある投資家として位置付けられていた。例えば、株主提案を出したり、総会で企業側から提出された議案に対して反対票を投じたり、株主としての主張を投資先企業にはっきり伝えたりといったような、株主としての権利を積極的に行使する姿勢ではなかった。

しかし、2014年に日本版スチュワードシップ・コード（以下、日本版S C）が策定された。スチュワードシップとは、機関投資家が投資先企業に対する深い理解に基づく建設的な対話（エンゲージメント）などを通じて、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任とされ、日本版S Cはその責任を果たすために有用な諸原則をまとめたものである。

日本版S Cの受け入れを表明した機関投資家は227機関（2018年4月5日時点、議決権行使助言会社を含む数値）に達している<sup>4</sup>。従来、株主としての権利を主張することの多かった外国人投資家に加え、国内機関投資家も投資先企業との対話を積極的に行ったり、株主提案をしたり、他の株主が提出した株主提案に賛成票を投じたり、株主としての権利行使を積極的に行うようになりつつ

ある。

また、2017年の日本版S Cの改訂を受け、今後、集团的エンゲージメント（他の機関投資家と共同して対話を行うこと）が増えていく可能性もある。2017年10月には企業年金連合会、三井住友アセットマネジメント、三井住友信託銀行、三菱UFJ信託銀行、りそな銀行の5社が「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」を設立し、協働して企業との対話を行っていくことを打ち出した。

企業側もCGコードの導入を受け、株主との丁寧な対話が求められるようになっており、こうした投資家行動の変化に対応していく必要がある。

## 2章 株式市場の“パッシブ化”への対応

第1章で述べた株主構成の変化や、投資家行動の変化は、投資先である上場企業にどのような影響を与えるだろうか。特に、信託銀行の保有比率の増加に伴い株式市場に占めるパッシブ運用の比率が高まる“パッシブ化”や、株式を純粋な投資ではなく政策的な目的で保有している主体、いわゆる“安定株主”の減少にどう向き合うべきか、非常に重要な課題であり、能動的に対応する“株主マネジメント”が求められている。

### 1. 日銀のETF購入で、市場全体に占めるパッシブ運用の比率は5%超に

前述の通り、信託銀行の保有比率は2013年度を起点に4年連続で上昇している。これは日銀が金融政策の一環でETF（指数連動型上場投資信

4) 金融庁ウェブサイト「スチュワードシップ・コードの受け入れを表明した機関投資家のリストの公表について（平成30年4月5日時点）」より。

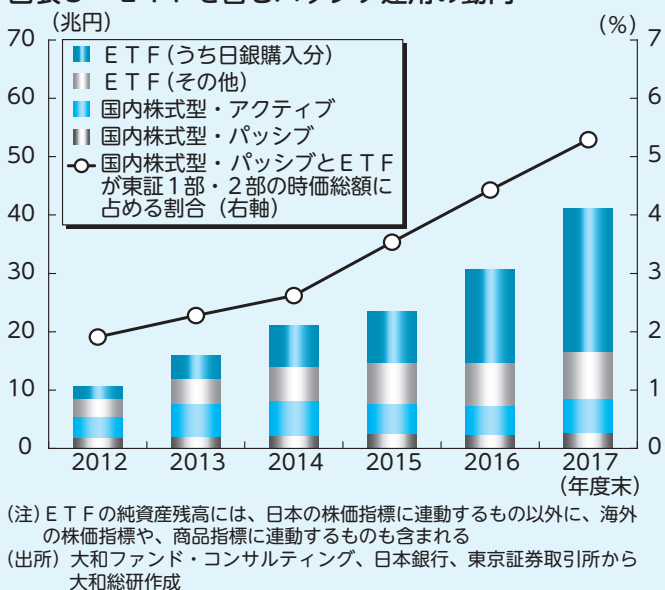
託)の購入を開始したことが影響している。

ETFの買入れは、日銀の金融政策決定会合で2010年10月に導入が決定された「包括的な金融緩和政策」の「資産買入等の基金」を通じて、同年12月から開始された。当初は4,500億円という買入限度額が設けられていたが、次第に上限が引き上げられ、2013年4月の「量的・質的金融緩和」の導入以降は、上限を設けるのではなく、保有残高の増加額の目安が示されるようになった(「量的・質的金融緩和」の導入と同時に「資産買入等の基金」は廃止されている)。

本稿執筆時点では保有残高が年間約6兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととなっており、保有残高は2018年3月時点で24.5兆円(時価ベース。約定ベースだと19.3兆円)に達している<sup>5)</sup>。GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は国内株式の保有額が大きいことから、その売買動向が注目されることが多い。そのGPIFが保有する国内株式は2017年末時点で約40兆円である。日銀があと3年ほどETFの買入れを続ければ、GPIFの株式保有残高を上回ることになる。

日銀がETF保有を増やしたことで、株式市場全体に占めるパッシブ運用の比率も上昇しつつある。図表3は、公募投資信託のうち、国内株式型のパッシブ運用とアクティブ運用の純資産残高の推移と、ETFの純資産残高<sup>6)</sup>の推移を示したも

図表3 ETFを含むパッシブ運用の動向



のである。これを見ると、日銀によるETF購入の増加とともに、市場全体に占めるパッシブ運用の比率が上昇し続けており、2017年度末時点で5%を超えた。

## 2. パッシブ化が進むことの意味

近年のパッシブ運用の増加は、投資先企業の経営にも大きな影響を与え得る。パッシブ運用を行う機関投資家(以下、パッシブ投資家)はアクティブ運用を行う機関投資家(以下、アクティブ投資家)に比べ、投資先企業に対して“物を言わない”と言われてきたが、日本版SCの導入もあり、エンゲージメント等に力を入れるようになりつつある。アクティブ投資家は、投資先企業の経営に対して不満があれば株式を売却する、という投資行動を取り得るが、パッシブ投資家は市場平均(も

5) この保有残高には日銀が2016年4月から保有する株式を売却するにあたり、市場の需給環境を考慮して買入れることを公表している「設備投資および人材投資に積極的に取り組んでいる企業を支援するためのETF」の残高も含まれる。

6) ここで使用しているETFの純資産残高には、日本の株価指標に連動するもの以外に、海外の株価指標や、商品指標に連動するものも含まれる。しかし、日本の株価指標に連動しないものは全体の5%未満であるため(本稿執筆時点)、ETFの純資産残高をそのまま用いることとする。

しくは株式指標等のベンチマーク)と同じリターンを目指すため、売却という選択肢を取りづらい。そう考えると、企業にとって、パッシブ投資家はアクティブ投資家以上に中長期的に向き合わなければならない株主であり、腰を据えて対応していく必要がある。

株主総会の議決権行使を例に挙げると、機関投資家が設ける議決権行使基準を満たさない投資先企業があった場合、その機関投資家は株主総会で対象となる議案に反対票を投じることになる。この機関投資家がアクティブ投資家であった場合、この状況が改善されなければ、その企業の株式を売却する可能性があるが、パッシブ投資家はその状況だけをもって株式を売却することはできない。翌事業年度以降も反対票が投じ続けられることになる。

従来、パッシブ投資家は企業経営に影響を与えない投資家と見なされていたが、これからはむしろ経営に大きな影響を与え得る投資家として認識していくべきだろう。

## 3章 安定株主減少の受け皿は誰になるのか

### 1. 個人投資家か外国人投資家か

第1章で述べた通り、従来企業の安定株主であった金融機関は株式保有を減らしている。CGコードの影響で、今後は事業会社における政策保有株式が減っていくことが予想され、企業にとっての安定株主はさらに減少していくことになる。

その受け皿となり得るのは主に個人投資家と外国人投資家だろう。信託銀行は日銀のETF購入等で保有比率は上昇しており、個人投資家が投資信託の購入を増やしたり、確定拠出年金の運用を

増やすことでさらに存在感を高めていく可能性はあるが、能動的に売買する投資家ではない(最終的な資金の出し手の意向に影響される)。企業が自社の株主になってほしいとアプローチすることで株式の購入につながる主体は、やはり個人投資家と外国人投資家ということになる。

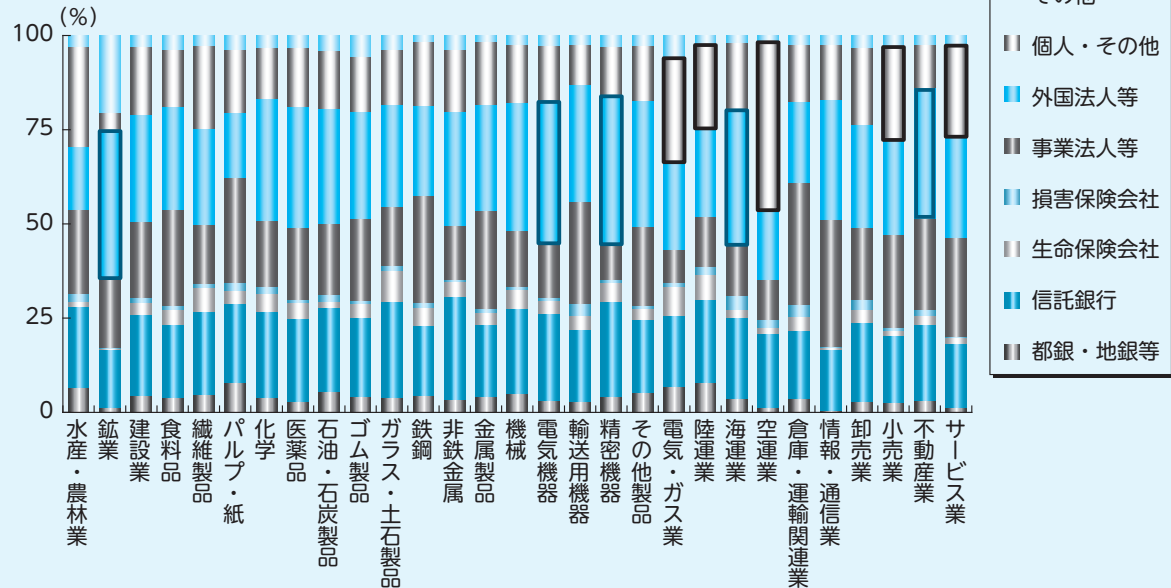
## 2. 業種別株主構成

まず現状の株主構成についてあらためて見ていきたい。全体像としては第1章の通りだが、業種別に見てみると、かなりばらつきがあることが確認できる(図表4)。

個人投資家比率が高い業種を順番に見ていくと、空運業や電気・ガス業、サービス業、小売業、陸運業となっている。これらは、個人の生活に密着した業種であったり、いわゆるディフェンシブ銘柄(景気動向に業績が左右されにくい銘柄)に区分される業種である。やはり個人投資家にとって、一般消費者としてなじみがある企業の方が、心理的に投資がしやすい面があるのだろう。また、こうした企業は株主に対して株主優待を実施することも多く、株主優待を目標に株式を持つ個人投資家もいる。個人投資家の中には、頻りに売買を行う(いわゆるデイトレーダー)投資家もいれば、株式を資産の一部として保有し、配当や株主優待をもらうことを期待する投資家もいる。生活に密着した業種やディフェンシブ銘柄に区分される業種と親和性が高いのは、後者の投資スタイルであり、こうした投資家の株式保有が、業種別の個人投資家比率の差につながっているものとみられる。

一方、外国人投資家比率が高い業種から見ると、精密機器、鉱業、電気機器、海運業、不動産業で、これらはいわゆる景気敏感銘柄(景気動

図表4 業種別の投資主体別株式保有比率（金額ベース、2016年度）



（出所）東京証券取引所「株主分布状況調査」から大和総研作成

向に業績が左右されやすい銘柄)である。ディフェンシブ銘柄に比べ、景気敏感銘柄の方が一般的には値動きが大きく、キャピタルゲインを狙う投資家から好まれやすいことから、相対的に売買頻度が高い外国人投資家の保有比率が高くなりやすいものとみられる。

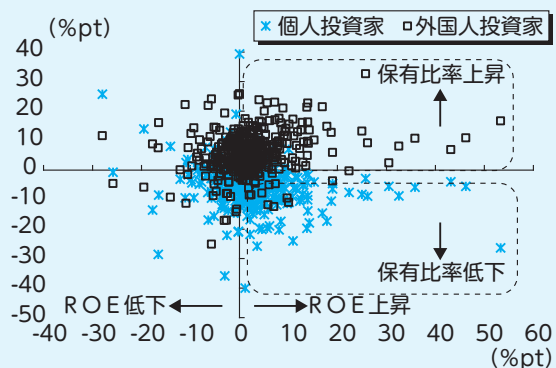
### 3. ROEが改善している企業は外国人投資家の保有比率が上昇

こうした業種別の傾向に加え、個別企業ごとに見ていくと、外国人投資家の保有比率はROE (Return on Equity: 自己資本利益率) が改善している企業において上昇しているようだ。TOPIX500 採用銘柄 (金融を除き、データが継続的に取得可能な427社。以下同様。) の2012年度と2017年度のROEと外国人投資家比率の変化を見てみると、ROEが改善している企業は外国人投資家比率も上昇する傾向が確認された (図表5)。なお、その売り手は個人投資家となっ

ているものとみられ、ROEが改善している企業の多くは、個人投資家比率が低下している。

一般的に外国人投資家は順張り (株価が上昇傾向にある時に買い、下落傾向にある時には売るとい投資スタイル)、個人投資家は逆張り (株価が下落傾向にある時に買い、株価が上昇傾向にある時には売るとい投資スタイル) の傾向がある

図表5 ROEの変化と投資主体別保有比率の変化 (2012年度→2017年度)



（注）集計対象はTOPIX500（金融等を除く427銘柄）。ROEは過去3期平均を使用。個人投資家は「個人・その他」、外国人投資家は「外国法人等」の数値を使用

（出所）Bloomberg、東洋経済新報社から大和総研作成

と言われている。外国人投資家がROEの上昇した企業に投資を始めることで株価が上昇し、個人投資家は株価が上昇したタイミングで売却している可能性もありそうだ。

外国人投資家は、自ら投じた資本を用いて企業がいかに利益を上げたかを示す指標として、ROEを重視する傾向がある。以前から、日本企業のROEは海外企業に比べて数値が低いことが指摘されてきた。これに対し、日本企業の経営者は売上高や利益そのものの数値を伸ばすことを重視する傾向があったが、近年日本企業においてもROEに対する意識を高めざるを得なくなっている。

例えば2014年には日本取引所グループが日本経済新聞社と共同で構成銘柄の選定基準の1つに3年平均ROEを採用する「JPX日経インデックス400」の算出を開始した。また、同年には経済産業省の「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの「最終報告書（伊藤レポート）」が公表され、グローバルな投資家から認められるには、最低8%を上回るROEを達成することにコミットすべきという指摘がなされた。2015年2月には議決権行使会社のISS（Institutional Shareholder Services）が議決権行使助言方針

にROE基準を導入し、過去5期の平均のROEが5%を下回る企業の経営トップ（ISSは経営トップを「通常、会長と社長を指す」としている）である取締役の選任議案に反対を推奨することを打ち出した。

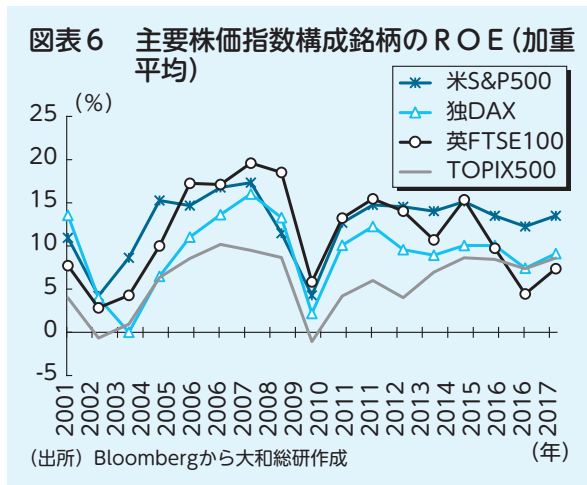
こうしたこともあり、中期経営計画等において目標とするROEの数値を公表する企業も増えつつある。日本企業のROEは上昇傾向にあり、2017年末時点のTOPIX500構成銘柄のROE（平均）は英FTSE100を上回り、独DAXとも近い水準になってきている（図表6）。

#### 4. 外国人投資家比率によって企業の資源配分に差は生じるのか

##### 1) 外国人投資家比率が高い企業は自社株買いも含めた総株主還元伸び率が高い

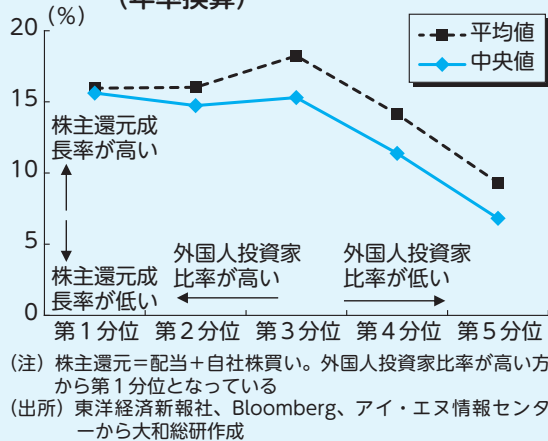
外国人投資家は資本効率に対する関心が高い傾向があり、投資先企業に対して保有する現預金の用途を問うことも多い。例えば、企業価値を向上させる可能性が高い投資案件がないのであれば、現預金を株主還元に戻すことを要求することも一般的である。

実際、外国人投資家比率の差によって、株主還元伸び率にも差が生じているようだ。TOPIX500採用銘柄を対象に2012年度時点において外国人投資家比率が高い順に並べ、高い方から5つのグループに分け、2012年度から17年度までの総株主還元（配当+自社株買い）の成長率（年率換算）を確認した。外国人投資家比率が低い2グループは、総株主還元伸び率も低いことが確認された（図表7）。外国人投資家比率が高い3グループは相対的に総株主還元成長率が高かった。ただし、3グループの中で総株主還元成長率に大きな差は確認できず、外国人投資家が多けれ





図表7 外国人投資家比率と株主還元成長率 (年率換算)



ば多いほど、総株主還元成長率が高くなるというわけではないようだ。

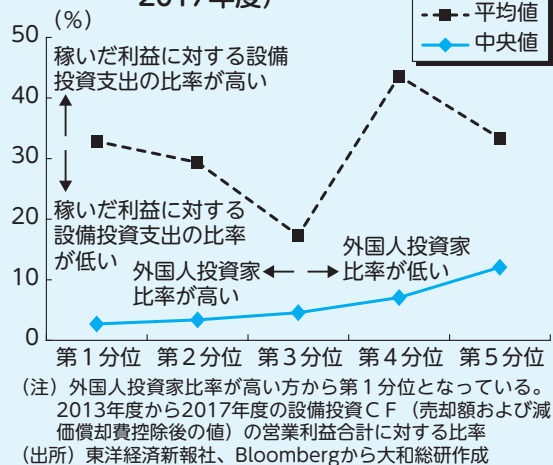
## 2) 設備投資は外国人投資家の保有比率が低い方が積極的?

外国人投資家は過剰な現預金保有に対して批判的であることが一般的であり、外国人投資家比率が高い企業ほど、前述の株主還元の外、設備投資やM&A等に積極的に資金を使うよう株主に求められている可能性が高い。

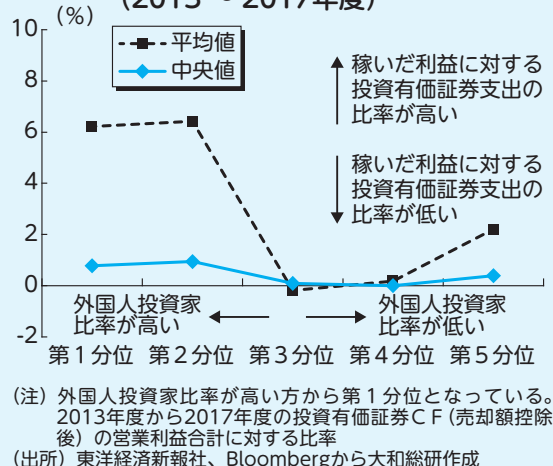
そこで、先ほどと同様に TOPIX500 採用企業を、2012 年度時点において外国人投資家比率の高い方から 5 グループに分け、2013 年度から 17 年度において稼いだ利益（ここでは営業利益を使用）に対する設備投資キャッシュフロー（CF）の比率、および投資有価証券キャッシュフロー（CF）の比率を確認した。すると、設備投資に関しては外国人投資家比率の低い企業の方が、稼いだ利益に対して支出が多い傾向があり、一方でM&Aを含む投資有価証券に関しては、外国人投資家比率の高い企業の方が、稼いだ利益に対して支出が多い傾向が確認された（図表8、図表9）。

外国人投資家比率の高い企業は、売上高全体に

図表8 外国人投資家比率と設備投資CF (ネット・営業利益に対する比率) (2013～2017年度)

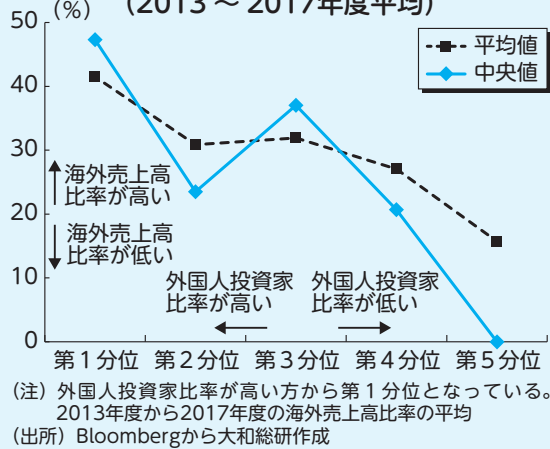


図表9 外国人投資家比率と投資有価証券CF (ネット・営業利益に対する比率) (2013～2017年度)



占める海外の売上高の比率が高い傾向にある（図表10）。グローバル企業ほど海外における資金調達機会が多かったり、外国人投資家に接する機会も増える。そういったことから、外国人投資家の比率もおのずと増えるものと考えられる。また、世界各国に投資を行っている外国人投資家からみれば、相対的に経済成長率の高い国の企業に投資をしたいと考えるはずである。現状、世界的に見て日本の経済成長率が相対的に高いとは言えない

図表10 外国人投資家比率と海外売上高比率 (2013～2017年度平均)



状況であり、国内を中心に事業を行っている企業より、日本以外の、経済成長率の高い国でも事業展開をしている企業の方が、投資対象になりやすいものとみられる。

近年では企業が海外に進出する際、グリーンフィールド投資（一から自前で立ち上げる）よりM&A（既にある企業等を買収すること）を選択することが増えている。結果的に、外国人投資家が株式を相対的に多く保有する傾向のある、グローバル展開をしている企業は、設備等への投資より、M&A等への支出を増やす傾向にあるのかもしれない。

## 5. 個人投資家を増やすメリット

受け皿になり得るもう1つの主体として、個人投資家が挙げられる。機関投資家と異なり、個人投資家は一株主としてエンゲージメントや議決権行使などを行うことは困難であり、企業に対して何か働きかけるといった行動を取ることはあまりない。株主総会や個人向けの投資家説明会で経営陣に質問をしたり、意見を述べるくらいであろう。

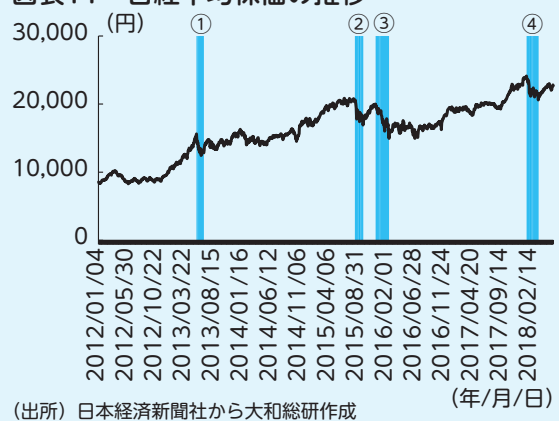
一方で、個人向けのサービス提供、商品販売を

行っている企業（B to C企業）にとって、個人投資家は消費者（顧客）でもある。つまり個人投資家の意見は消費者の意見でもあることから、個人投資家を増やし、また個人投資家と接する場を多く持つことで、消費者の要望を直接知ることができる。そうした要望は経営にも活かせるだろう。

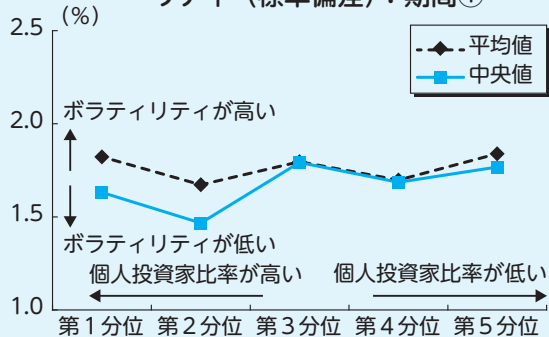
B to C企業以外にとって、個人株主を増やすメリットは見えにくい部分もあるが、例えば、個人投資家比率が高い企業は、株式相場の急落時に、相対的に株価の変動が小さくなる可能性が考えられる。先ほど述べた通り、外国人投資家は順張り、個人投資家は逆張りの傾向があると言われており、単純に考えれば、外国人投資家が多い企業の株価は株式相場全体の変動に合わせて動きやすく、個人投資家の多い企業の株価は株式相場全体の変動に左右されにくいことになる。

そこで、TOPIX500採用銘柄の2013年度から17年度の間、株価急落時（具体的には①2013年5月22日～同年6月26日、②2015年8月17日～同年9月29日、③2015年12月3日～2016年2月12日、④2018年1月24日～同年3月26日）において、企業の株価変動（日次リターンの標準偏差）を確認したところ、①を

図表11 日経平均株価の推移

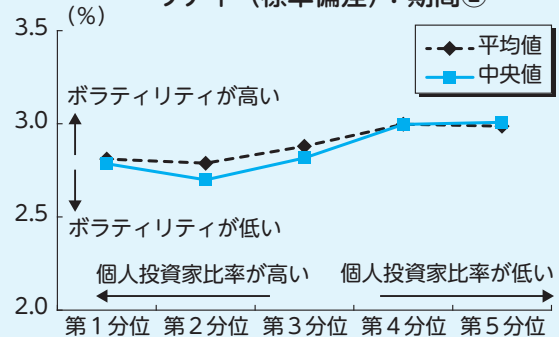


図表12-1 個人投資家比率と株価のボラティリティ（標準偏差）：期間①



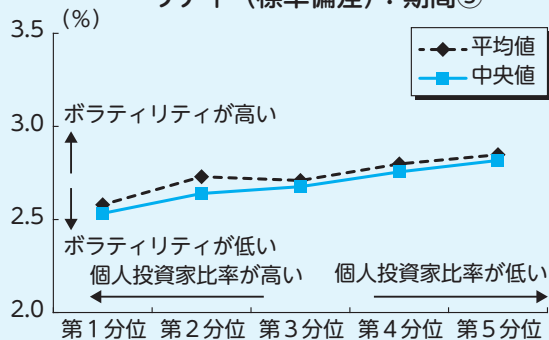
(注) 個人投資家比率が高い方から第1分位となっている  
(出所) Bloombergから大和総研作成

図表12-2 個人投資家比率と株価のボラティリティ（標準偏差）：期間②



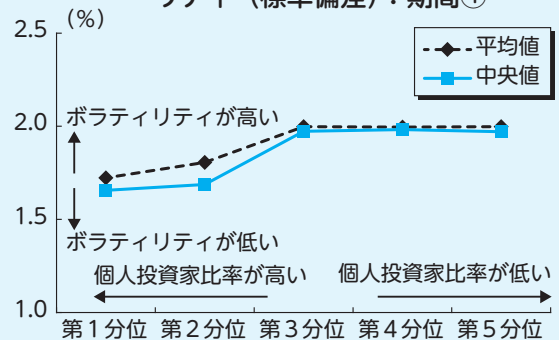
(注) 個人投資家比率が高い方から第1分位となっている  
(出所) Bloombergから大和総研作成

図表12-3 個人投資家比率と株価のボラティリティ（標準偏差）：期間③



(注) 個人投資家比率が高い方から第1分位となっている  
(出所) Bloombergから大和総研作成

図表12-4 個人投資家比率と株価のボラティリティ（標準偏差）：期間④



(注) 個人投資家比率が高い方から第1分位となっている  
(出所) Bloombergから大和総研作成

除き、個人投資家比率の高い企業は、株価変動が相対的に小さいことが確認された（図表 11、図表 12-1～図表 12-4）。

また、外国人投資家に比べ、個人投資家は海外市場の影響を受けにくいという点も株価に影響し得る。外国人投資家は自らのアセットアロケーションの一部として日本株式を購入している。海外で株価の急落などがあると、利益が出ている日本株式を売却する、相対的に日本株式が割安であ

れば株式を購入する、といったように、海外情勢に鑑みて日本株式の保有方針を決める。例えば、現在、東京証券取引所の時価総額は世界各国の取引所の中で第3位であるが、国別で見ると日本は中国（上海証券取引所・深圳証券取引所）に次ぐ第4位となる。現状、中国本土の株式市場は各種規制の存在等を背景に、外国人投資家の保有比率はさほど高くない。しかし、MSCIが2018年6月に、新興国株指数に中国A株の組み入れを開

7) 例えば、2015年にトヨタ自動車が発行したAA型種類株式は、譲渡制限の期間を設けることで、実質的に個人投資家に向けて発行されたものである。

8) ただし、対話の場における情報伝達について、インサイダー取引規制等の制度上の問題には留意しておく必要がある。詳細は横山淳「改訂日本版スチュワードシップ・コード 集团的エンゲージメントを巡る論点」大和総研レポート（2017年8月9日）を参照（[https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170809\\_012204.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/law-research/securities/20170809_012204.pdf)）。

始しており、今後、海外投資家の保有も増えていくものとみられる。その過程で、外国人投資家がアセットアロケーションを再考し、アジアの中で日本株式を売って中国株式を買うという動きが出てきても何ら不思議ではない。

法人向けビジネスが中心で、一般消費者との接点が少ない企業においては、個人投資家へのアプローチが難しい面もあるが、IR活動、一般的な広報活動を通じて認知度を高めたり、株主優待制度を導入したり、個人投資家から資金調達を行う手段を講じる<sup>7</sup>などして個人投資家を増やすことも考えられる。

## 4章 おわりに

本稿では、日本株式市場における株主構成の変化・投資家行動の変化を整理した上で、株式市場のパッシブ化が進んでいること、また将来的に安定株主が減少していくことを述べた。

日本版SCにより“物言わぬ機関投資家”が減る中、中長期的に株主であり続けるパッシブ投資家の増加は企業経営に少なからず影響を与えそうだ。パッシブ投資家がエンゲージメントや議決権行使などを通じて、自社に批判的な立場を示したときに、対話などを通じて相互理解を深めることが重要だ。本来、中長期的な視野を持つ株主が増えることは企業にとっても望ましいことであり、丁寧に対応していく必要がある。ごく一部ではあるが、集团的エンゲージメントの動きも出てきており、企業側にも柔軟な対応が求められる<sup>8</sup>。

安定株主減少に対する受け皿に関しては、個人投資家や外国人投資家のどちらが良い・悪いという問題ではなく、企業の事業内容に応じて、より望ましい株主にアプローチしていくことが重要で

ある。海外展開を進めている企業においては、外国人投資家に対してアプローチをした方が海外の状況を知ることができるかもしれない。国内の個人顧客向け事業が中心の企業であれば、個人投資家に対するアプローチを通じて、消費者としての個人投資家の意見を吸収することができるだろう。

いずれにしても、投資家の意見を経営にうまく取り入れることは、企業価値の向上にプラスの効果をもたらす得る。株式市場において、投資家は自らの判断に沿って売買しており、企業側でコントロールできるものではないため、株主構成が受動的に決まってしまうことは否めない。しかし、安定株主が減る可能性が高い、という現状に鑑みれば、やはり自社にとってどういった株主構成が望ましいのかを整理した上で、その株主構成に近づけるために必要なIR活動等を行っていくということが重要だろう。

このように、企業には株主構成の変化や投資家行動の変化に受動的に対応するのではなく、能動的に行動する“株主マネジメント”が求められる。

[著者]

太田 珠美 (おおた たまみ)



金融調査部  
主任研究員  
担当は、金融・資本市場、  
コーポレートファイナンス