

February 3, 2017

## 外国人投資家はどんな会社を好むのか？

### サマリー

ティトリスは TOPIX100 及び JPX400 構成会社を中心とする 494 社の外国人持株について 15 のファクターで分析した。重回帰分析の結果、外国人持株比率において報酬委員会と ROA (予想値) のファクターが統計上有意性があることがわかった。概念上からは ROE の方が ROA よりもふさわしいように思われるが、実際には外国人投資家は ROA がより高い会社に投資している。また、彼らは委員会を設置した会社をよりポジティブに捉える一方で、TOPX100 及び JPX400 企業において親会社やそれに準じる大株主がある会社の投資を避ける傾向にあることも確認された。

### コーポレートガバナンス評価の発展的分析

ティトリスはこれまでのコーポレートガバナンス評価のデータベースを利用することにより、発展的なりサーチを探究している。今回は外国人投資家の持株比率に着目した。その持株比率に関して全 15 ファクターを分析することにより、外国人投資家がどんな会社を好むのかというヒントが得られると考えられる。外国人投資家の持株比率とファクターなどは直近のデータを用いて分析した。

### 重回帰分析

ファクターのデータは 2017 年 1 月時点で得られた直近のデータを利用した。全 15 ファクターのうち 5 ファクターは指名委員会、報酬委員会、取締役のダイバーシティ、独立取締役比率及びインセンティブ・プランといった取締役会の実行に関わるもので、10 ファクターは実際のアクションに関わる株式保有、配当政策、株式発行、株式消却、買収防衛策、成長戦略、親会社・大株主、株主総会・IR、当期予想 ROE 及び ROA からなる。ファクターの詳細は下記に示す。

ファクター	データタイプ	説明	データ値が高くなる場合
指名委員会	Score	委員会(あり/なし), 委員会の50%以上が独立取締役	委員会がある、>50%の独立取締役で構成されている
報酬委員会	Score	委員会(あり/なし), 委員会の50%以上が独立取締役	委員会がある、>50%の独立取締役で構成されている
取締役のダイバーシティ	%	取締役に占める女性取締役比率	比率が高いほどポジティブ
独立取締役比率	%	取締役に占める独立取締役比率	比率が高いほどポジティブ
インセンティブ・プラン	Score	業績連動報酬、ストックオプション導入、開示、方針がある	インセンティブ・プラン、開示、方針がある
株式保有	Score	売上高/株式保有額	比率が高いほどポジティブ
配当政策	Score	配当性向もしくは配当性向目標のどちらか低い方	配当性向50%まではポジティブ
株式発行	Score	普通株、優先株、CBなどの発行	株式等の発行が少ないほどポジティブ
株式消却	Score	株式消却	消却はポジティブ、買い戻しだけではスコアなし
買収防衛策	Score	買収防衛策	買収防衛策条項がなければポジティブ
成長戦略	Score	中期経営計画、数値目標、KPI及びROE	明示的・明確な目標、合理的な計画・参照指標、ROE (E)
親会社・大株主	Score	親会社、>20%の大株主	親会社・大株主がない方がポジティブ
株主総会・IR	Score	AGM/IR	集中回避、電子投票、英語による翻訳などポジティブ
ROE (E)	Number	当期予想ROE	東洋経済データ
ROA (E)	Number	当期予想ROA	当期予想

(Source) titlis

### 分析結果

分析結果が示す通り、t-値及び P-値において報酬委員会及び 当期予想 ROA に統計上有意性があることが確認された。投資家の観点に立てば、ROE の方が ROA よりもふさわしいようにも思われるが、興味深いことに実際には外国人投資家は ROA がより高い会社に投資する傾向にある。しかし、

ROE を株式買い戻しのような企業行動の結果として捉えるならば、ROA がより高い会社に注目することは正しい投資と言えるのではないか。そのような会社は資産から生み出される高い収益とキャッシュフローが余剰資金を押し上げることになるので、いずれは株主還元に向かうなど適切なアクションに繋がる可能性が高い。報酬委員会については、同委員会を設置する会社はコーポレートガバナンスの取り組みが進んでいる会社と評価されているようである。指名委員会を設置する会社はまだ少なくないが、今では報酬委員会設置会社の 77%が指名委員会を設置している。このような会社はコーポレートガバナンスに前向きと評価する向きが少なくない。しかしながら、指名委員会ファクターの係数はわずかに負の値であった。外国人投資家は指名委員会を好まないのか？そうではなく、おそらく同委員会はわが国に導入されて日が浅く、この 1 年間で設置されたケースが多い。外国人投資家にとって、それがいかに効果的に機能しているか判断することが難しいことにあるのではないか。ちなみに、取締役のダイバーシティのファクターも相対的に有意性が高かった。ダイバーシティが高い会社を彼らが好むとすれば、委員会設置会社も‘進歩的’な会社と見なされ、今後評価が固まってくることが期待される。さらに、親会社・大株主ファクターに関しては、分析結果からすると外国人投資家は親会社や大株主に支配されていない会社に投資する傾向がある。このことは理にかなっていて、少数株主が親会社・大株主あるいは株主持ち合いのある会社に株主利益を反映させることは極めて難しいからである。もちろん、数多くの創業者経営企業が秀でたパフォーマンスを実現している。しかし、TOPIX100 及び JPX400 といった中型-大型の会社が対象の場合、親会社・大株主ファクターでは大企業の子会社または関連会社であるケースが多い。

# Titlis Group

corporate governance, investment research & solutions

重回帰分析: (y) 外国人投資家持株比率

回帰統計	
重相関 R	0.242410043
重決定 R2	0.058762629
補正 R2	0.029225891
標準誤差	0.130934584
観測数	494

分散分析表

	自由度	変動	分散	観測された分散比	有意 F
回帰	15	0.511609609	0.034107307	1.989475938	0.014545064
残差	478	8.194767563	0.017143865		
合計	493	8.706377172			

	係数	標準誤差	t	P-値	下限 95%	上限 95%
切片	0.200800977	0.047705836	4.209149064	3.06293E-05	0.107061905	0.294540048
指名委員会	-0.029917988	0.016191907	-1.847712417	0.06526158	-0.061734103	0.001898126
報酬委員会	0.068367282	0.019061185	3.586727762	0.00036933	0.030913211	0.105821353
取締役のダイバーシティ	0.133667012	0.104343546	1.281028072	0.200804958	-0.07136172	0.338695744
独立取締役比率	0.008754102	0.050332237	0.173926349	0.861996978	-0.090145687	0.107653891
インセンティブ・プラン	0.000348232	0.004333322	0.080361485	0.935983393	-0.008166483	0.008862947
株式保有	0.0002403	0.001997661	0.120290938	0.904303226	-0.003684982	0.004165583
配当政策	0.006174256	0.005592328	1.104058304	0.270123317	-0.004814329	0.017162841
株式発行	-0.048803388	0.542383254	-0.089979525	0.928341175	-1.114553543	1.016946768
株式消却	0.056996708	0.51229614	0.111257344	0.911458981	-0.949634096	1.063627511
買収防衛策	-0.001461243	0.001604702	-0.910600838	0.362964684	-0.004614384	0.001691899
成長戦略	-0.000611097	0.002104142	-0.290425644	0.771616583	-0.004745607	0.003523414
親会社・大株主	0.003330618	0.002050696	1.624140405	0.105005047	-0.000698875	0.00736011
株主総会・IR	-0.000915001	0.005563488	-0.164465412	0.869434296	-0.011846917	0.010016914
ROE (E)	0.014542142	0.088580632	0.164168417	0.869667958	-0.15951342	0.188597705
ROA (E)	0.245743761	0.101622271	2.418207717	0.015969971	0.046062169	0.445425352

(Source) titlis

## 結論

主要 494 社の重回帰分析において、報酬委員会及び当期予想 ROA のファクターが外国人投資家の持株と統計上有意性があることが確認された。続いて、ダイバーシティ及び親会社・大株主ファクターにも相対的に有意性があることがわかった。これらのことから、外国人投資家は株式買い戻しなどによる単に ROE が高い会社というよりも、しっかりした事業基盤からキャッシュフローが生み出されるより高い ROA の会社に投資する傾向があると解釈することができる。また、彼らは明確な報酬方針や女性取締役の登用といったコーポレートガバナンスやダイバーシティを推進する会社に投資する傾向もあるということが出来る。逆に、親会社あるいは大株主の影響力の強い会社の投資を控える傾向にあることが確認された。

This report is for information purpose only and is based on current public information that we consider reliable, but we do not represent it is accurate or complete, and it should not be relied on as such. Although we seek to update our research as appropriate, the contents may be different from the most recent fact as the report is published at irregular intervals as appropriate. This research is not an offer to sell or the solicitation of an offer to buy any security in any jurisdiction where such an offer or solicitation would be illegal. It does not constitute a personal recommendation or take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The price and value of investments referred to in this research and the income from them may fluctuate. Past performance is not a guide to future performance, future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. The author of this report is not in relation of serious conflict of interest with the reported company.