

拡大する株式投資機会への対応

昨年後半から、中小型株式市場が、高いパフォーマンスを実現しており、仮に、国内株式というアセットクラスを、東証1部上場銘柄（TOPIX）のみに限定する場合には、近年の着実な投資機会の拡大から取り残される可能性があるだろう。

『米国 NASDAQ 日本に上陸』。記憶に新しいこのニュースは、NASDAQ（米国の代表的な店頭株式市場）を運営する全米証券業協会が、ソフトバンクと共同で新しい株式市場「ナスダック・ジャパン」を日本に創設するというものである。

NASDAQ 公開銘柄（円建て）と日本の新興企業の取引が可能になる新市場の創設は、「競争を通じた効率的な市場形成」及び「流動性を備えた投資対象の増加」が期待できる点で、資産運用関係者には吉報であるが、対応を一步誤ると、非効率な運用に陥るリスクもある。

年金信託の株式保有は増加傾向にあるが、店頭株式への投資額は依然、小規模に止まっていることがわかる（表 1）。この理由としては、投資情報の不足に加えて、①市場規模が小さい、②流動性の不足、③ベンチマークに対する意識などを指摘できるだろう。

表 1 年金信託における店頭株式組み入れ状況

	年金信託の占有率		店頭株式の占める割合	
	全国上場	店頭市場	全株式市場	年金信託
95.3	1.64%	0.07%	3.36%	0.15%
96.3	1.82%	0.10%	3.84%	0.23%
97.3	2.41%	0.26%	3.68%	0.41%
98.3	3.84%	0.46%	2.99%	0.36%

（出所）「市場価格でみた株式保有状況調査」から作成

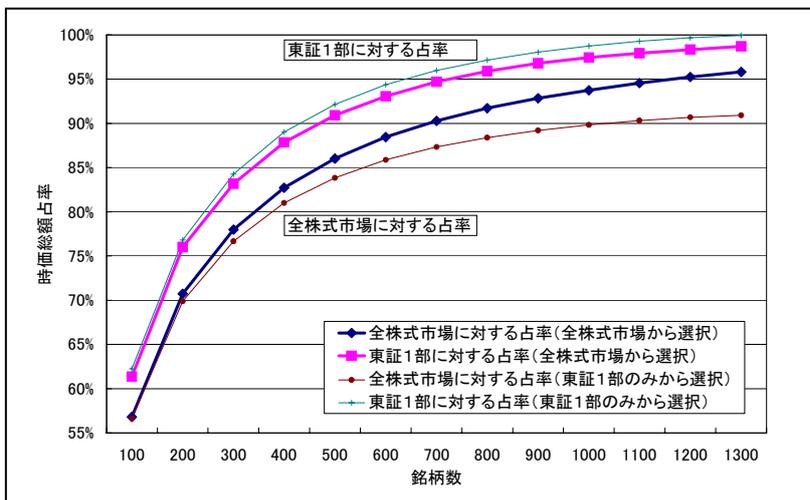
（注）

左 2 列は、年金信託の時価総額保有ウェイトを「全国上場株式」と「店頭株式」に分けて比較したもの。

右 2 列は、店頭株式時価総額の割合を「全株式市場」と「年金信託が投資する株式」で比較したもの。

まず、規模の面では、東証1部上場銘柄の規模が大きいわけではない。株式市場全体をカバーするためには、東証1部に限定せずに銘柄選択を行った方が効率的である（図 1）。

図 1 対象銘柄数と時価総額占率の関係



（注）

時価総額の大きい順に一定銘柄数を選択した場合の時価総額占率を、「全株式市場を対象（太線）」と「東証1部のみを対象（細線）」とで比較した。

例えば、上位 700 銘柄を東証1部のみから選択した場合には市場全体の 87.3%だが、全株式市場から選択した場合には 90.3%になる。

特に、店頭株式は 35 銘柄（店頭市場時価総額の 48%）含まれている。

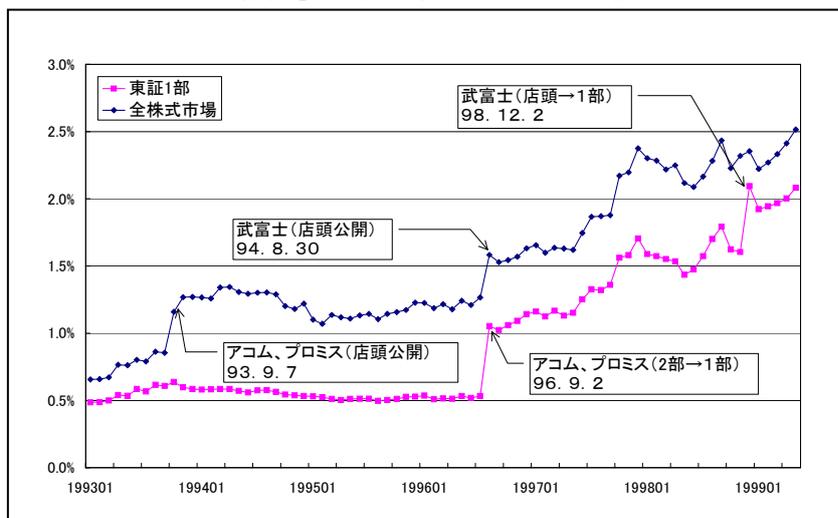
次に、流動性の面では、「マーケットメイカーの導入」などにより、次第に改善しつつあるが、大半の店頭株式の取引量は低水準に止まっており、現実には投資が困難と思われる。しかし、一握りではあるが、流動性が高い銘柄もある。例えば、時価総額 500 億円以上、前月売買代金 50 億円以上の条件では、13 の店頭銘柄がある。東証 1 部上場でも、この条件を満たすのは、300 銘柄以下である（99 年 5 月末時点）。

ところで、ベンチマークの設定は、政策アセットミックスの策定と並んで、運用資産の特性を決める重要な項目である。一般に、国内株式のベンチマークは TOPIX で、東証 1 部以外の銘柄組み入れは、運用機関が負担するリスクとみなされることが多いのが現状である。

投資対象市場を限定する最大のデメリットは、他の市場から得られるかもしれない貴重な投資機会を見逃してしまうリスクにある。この点、米国で株式運用のベンチマークとされることが多い S&P500 には、39 の NASDAQ 公開銘柄が含まれている。

例えば、成長著しい「消費者金融（その他金融業）」は、店頭や 2 部市場において主要セクターであった（図 2）。株式市場全体では投資機会が十分あったのに、投資対象市場の制約や、ベンチマークを意識し過ぎて、チャンスを逃した投資家も多いと思われる。

図 2 「その他金融業」時価総額ウェイトの比較



現在の国内店頭市場の時価総額上位は、日本オラクル、ヤフー、トレンドマイクロなど、ソフト関連銘柄である。投資対象を東証 1 部銘柄に制約した場合に、こうした新興・成長セクターへの投資機会が、ほとんどないのが現実である。

運用機関の責任が、可能な投資機会を最大限に活用し、運用目標の達成に努力すべき点はあるまでもない。投資対象の拡大は、「銘柄調査に人的資源を要する」ため、費用対効果を十分に吟味する必要がある。ただ、株式の投資機会が拡大しつつある昨今、投資対象を公開市場（上場、店頭）という切り口で制約することには、ほとんど意味がないだろう。