

流動性リスクは報われるか？

換金時に希望した値段で売れるかどうか分からない不確実性が伴う、流動性の低い資産には、何らかの見返り（低流動性に対するプレミアム）が期待されて然るべきである。そこで、国内株式市場を観察したところ、流動性の低い銘柄は、相対的に割安であるが、取引コストが嵩むため、単純に買って、報われるかどうか分からない。

長期的な運用を行う年金資金においては、キャッシュフローの流出入、資産配分の変更、銘柄入替などに伴い、売買の発生する機会が多い。取引コストが嵩むと、パフォーマンスに悪影響を与えるため、運用対象資産の流動性には十分留意する必要があるだろう。

流動性の違いをリスクとして捉えた場合に、リスク回避型の投資家であれば、「リターンによって報われないリスクは、負担しない」はずである。この点、債券市場で、しばしば国債指標銘柄が割高に買われるのも、株式市場で値高株の取引単位の引き下げが、株価上昇をもたらすケースが多いのも、流動性の増加によるプレミアム（割引率）の低下と解釈できるだろう。

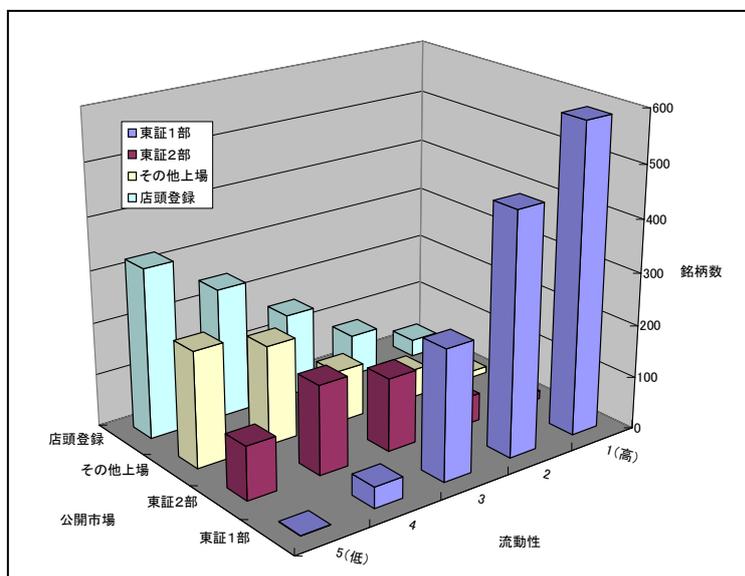
ところで、流動性の違いは「取引成立に要する時間と価格変化」に反映される。しかし、株式の個別銘柄ごとにこれらを測定しにくいいため、取引量と価格インパクトを勘案し、流動性指標（僅かな取引量で大きな価格変化を伴う場合、流動性が低いと判断）を作成した。

$$\text{流動性指標} = \text{月中平均値} \left[\frac{\text{日次売買代金}}{\text{日次株価変化率}} \right] \div \text{時価総額}$$

（注）日次株価変化率は絶対値のべき乗、時価総額は平方根を用いた

まず、98年9月の取引データを用い、公開（店頭管理、整理・監理ポストを除く 3245）銘柄の流動性指標を計算した。

図1 流動性指標グループごとの公開市場内訳

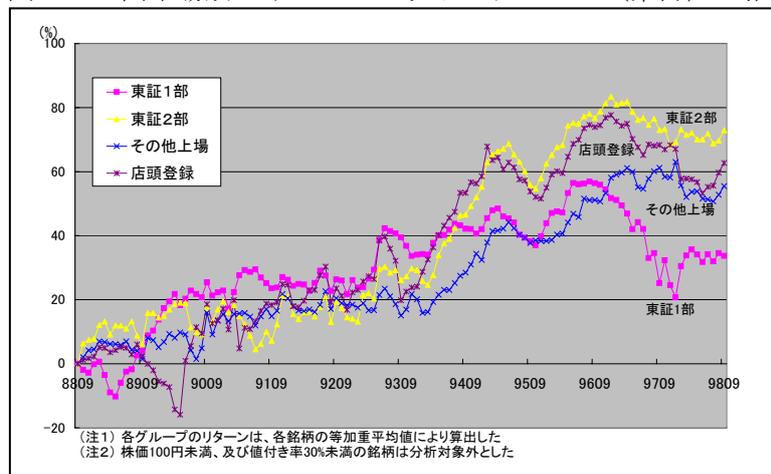


流動性指標の大きさによって、全公開銘柄を銘柄数均等に5つのグループに分類し、各グループごとに構成銘柄の公開市場内訳を観察した（図1）。

流動性の高いグループでは、大半が東証1部銘柄である。一方、他の市場の流動性は総じて低いですが、東証1部銘柄に匹敵する流動性を備えた銘柄も多い。

次に、流動性指標に基づき、公開市場ごとに銘柄数均等の3グループに分類し(毎月初見直し)、公開市場別にスプレッド・リターン(低流動性グループのリターンから、高流動性グループのリターンを引いた数値)の累計値の推移をみた(図2)。

図2 公開市場別にみたスプレッド・リターン(累計)の推移



96年後半まで、どの公開市場でも、低流動性に対するプレミアムが、比較的安定して与えられてきたようである。

(もともと、近年、特に東証1部で、高流動性グループの高いリターンが続いているようである。)

このようにプレミアムが観察されるため、「低流動性銘柄の組み入れによって、高いリターンを享受できる可能性」がある。しかし、取引執行時に、以下のようなコスト負担が必要なため、実際のメリットは、取引規模や売買回転率に大きく依存することになる。

- ① マーケットインパクト：自らの取引による需給変化がもたらす価格の変化
- ② 機会コスト：意思決定から取引成立までに要する時間価値の喪失

さらに、近年のような「市場人気の二極化」や「信用不安の高まり」を背景に、流動性リスクを反映した価格水準訂正の動きが起こらないとも限らない。

したがって、流動性を考慮するといっても、実際には難しい問題である。また、表1のように、相対的に割安な銘柄群には流動性の低いものが多く、投資戦略次第では、意図せずに流動性が偏ってしまう場合があるため、ポートフォリオ全体の流動性管理も重要であろう。

表1 分類グループ別の低流動性(流動性指標下位50%)銘柄占率(98年9月末)

	1(割安)	2	3	4	5(割高)
株価純資産倍率による分類	68%	68%	54%	42%	19%
予想経常益利回りによる分類	67%	53%	41%	36%	52%
予想配当利回りによる分類	67%	58%	44%	30%	51%

例えば、「1銘柄あたりの保有上限」を設定して銘柄分散すると、流動性問題を軽減する効果がある。もちろん、ファンドマネージャーがファンドの性格(運用期間、売買回転率、資金規模、他の流動性資産の保有割合など)を十分に把握した上で、流動性を管理する必要があるのは、いうまでもない。