

インデックス運用の功罪

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2021.09.28



概要

インデックス

インデックスはある特定のマーケットの動向を表す指標のことです。例えば、東京証券取引所株価指数は、日本の株式市場の価格変動の平均的動向を表現していると考えられています。その中で、第一部上場銘柄全部を対象として算出された株価指数はTOPIXと呼ばれ、日本の代表的な株価指数です。同様に、世界中の様々な投資対象ごとに、平均的な変動を表す市場指標が整備されています。運用成果を市場の動向によって説明するとき、また運用会社の評価をするとき、市場の平均的動きを客観的に表現する市場指標は、非常に便利です。

そして、その市場指標に追随することを目指す運用手法をインデックス運用といいます。

効率的なインデックス運用

インデックスは取引結果の集積で、株式の価値判断に基づいて良いものを買い、悪いものを売る、という投資家の積極的な関与があることが前提で意味をもたらします。平均(=インデックス)は割安でも割高でもありません。理想は割安を買うことですが、一方で割安でも割高でもない適正値を買うことは理想でないまでも、常に、妥当な行為として、インデックス運用を正当化する理論的背景があります。

責任を果たさない株主

しかし、インデックス運用に投資が集中する事態が起こっています。例えばアクティブ運用では成果が出ないため機関投資家がインデックス運用で投資をするようなことです。これでは、個人の価値判断に基づいた投資が行われなくなつて市場が正しく機能しなくなってしまいます。

まともなインデックス運用

自分以外の残りの市場参加者が責任を果たした結果を、その結果だけをとろうとする、その「無責任」さが、社会的責任を背負うはずの大株主に欠けているのではないでしょうか。基本的には、個々の市場参加者の思惑で、自己の責任で、真剣に市場に立ち向かうことこそが資本主義を支えているのです。そのような常識の働かない市場、誰も責任を取らない市場は、いつか、正しい社会的機能を停止します。

インデックス投資の理論

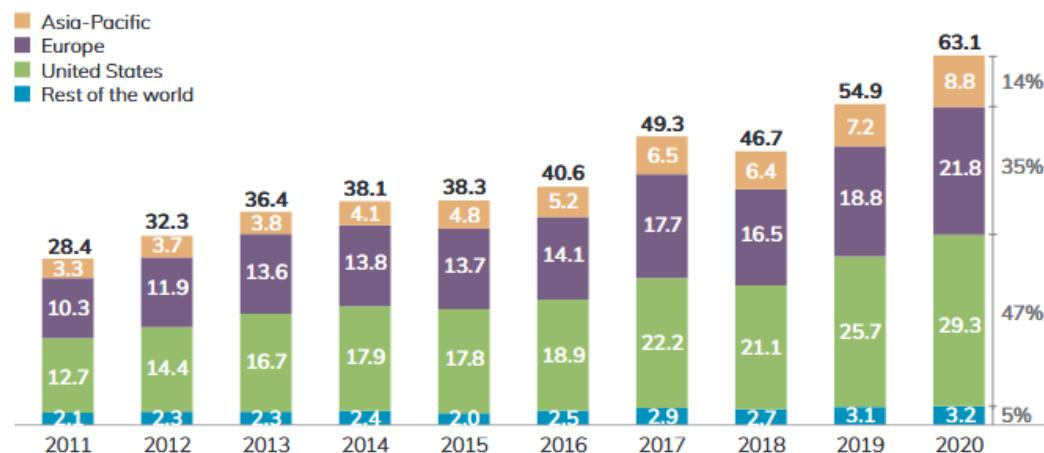
● インデックス運用の根拠

- 個々に異なる意見を持った多数の投資家が多数の売買を行っているため、市場価格は効率的である。市場全体に分散投資を行うインデックス運用は理想的ではないにしろ平均点は確実にとることができるとため、妥当な行為として正当化される。

● インデックスの理論と疑問

- 個々の企業の具体的な経済活動の結果が、個々の企業の株式価値であり、個別企業の集合が、日本株市場のインデックスである。結果としてのインデックスは抽象的統計値で実体はない。
 - インデックスにおいては個別企業のリスクは分散され消滅している。リスクなしではリターンは生まれないはずであり、インデックスのリターン源泉となっているリスクは何なのか。
- 企業の株式価値の絶対評価に基づいた多数の投資家の多数の売買が活発に行われていることが前提。投資家が、端的に良いものを買い、端的に悪いものを売る、真的アクティブ運用の活発な働きが市場の効率性を支えている。市場全体の効率性が保たれることが、インデックス運用の理論的支柱である。
 - インデックス運用が拡大し続ける中、市場の効率性は守られているのか。盲目的にインデックス運用を行うことによる市場の歪みは発生しないか。

(参考)世界の届出ファンド地域別時価残高推移(\$ trillion、12月31日基準)



Note: Regulated open-end funds include mutual funds, ETFs, and institutional funds.

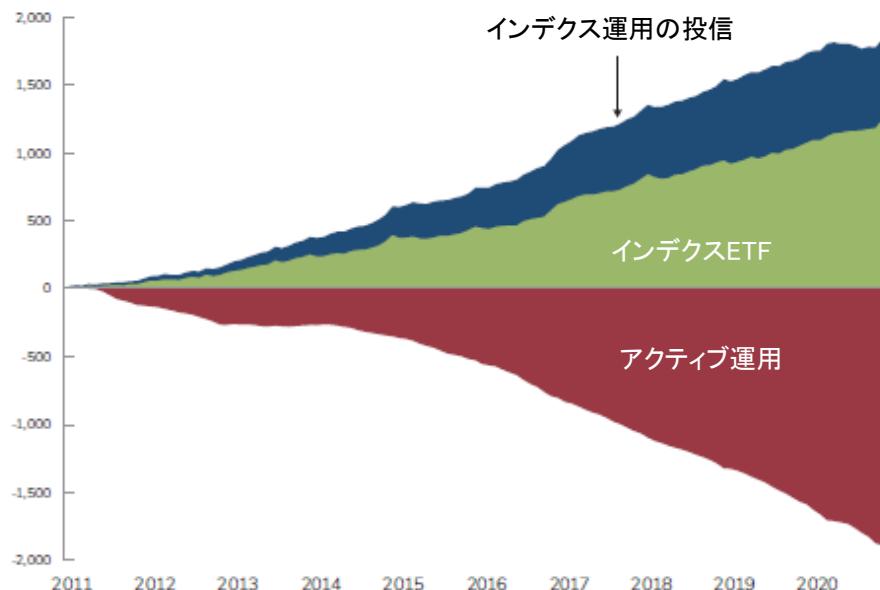
Source: International Investment Funds Association

インデックス運用の拡大

出典:Investment Company Institute

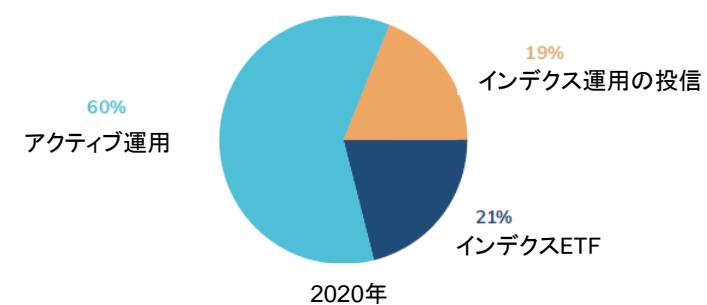
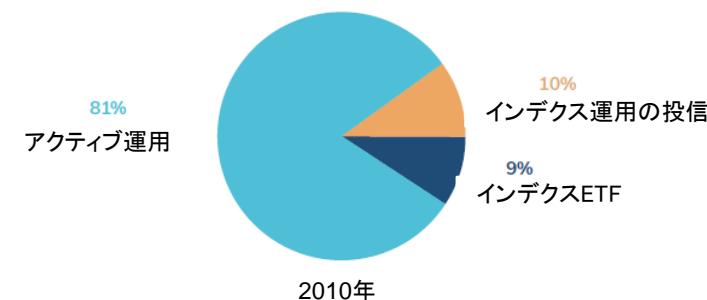
・米国市場での資金流入出

→2011年以降アクティブ運用から資金流出し、インデックス運用へ資金流入が続く。



・米国市場での運用手法別の割合の推移

→2010年に全体の19%だったインデックス運用は、2020年には40%にまで拡大。



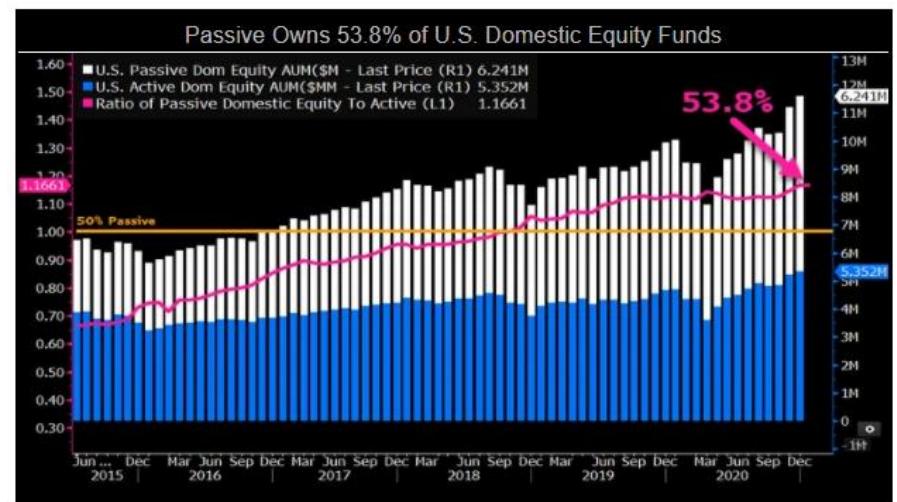
● インデックス運用はなぜここまで拡大したのか

- 安いコスト: アクティブ運用に比べ圧倒的に安いコストで平均的な成果上げることができる。費用対効果の観点からはインデックス運用を採用するインセンティブが大きい。
- 均一的リスク管理: 上場株など比較インデックスの存在する戦略では、インデックス対比で評価を行うことが通常であり、少なくとも市場に負けることはないインデックス運用を採用することは無難な選択肢として拡大。

インデックス運用の構造問題

- インデックス運用の功罪
 - ・ インデックス運用は他人の真剣な投資行動の結果をただで手に入れる行為。
 - ・ インデックスの効率性が保証されている限りでのみ、普通のアクティブ運用も有効。そもそもインデックスが正常に機能しない限り、アクティブ運用の評価を正しく計測することは不可能。歪んだ指標では正しく価値を測定することはできない。
 - ・ 機関投資家や大株主でさえ、アクティブ運用は付加価値を生まないからインデックス運用を選択しようという風潮。
 - ・ 日本の今の株価水準は、25年以上も前と同様で、歩みの遅い亀のような、歪んだインデックスなのである。
- 市場参加者の等質化
 - ・ インデックス運用に投資家が集中する原因は、資本市場と金融規制が世界的に一体化したことの帰結。
 - ・ 世界中の金融機関が、構造的に同質なリスク管理方針の中で、同一方向への投資行動を行いがちになっている。
 - ・ 金融機関以外の年金基金などの機関投資家についても、運用管理手法が世界的に同質化の傾向があり、問題をより深刻化させている。
- 「アクティブ運用が付加価値を生まないのは、アクティブ運用ではないからだ」
 - ・ インデックスと対比させるような考え方自体が、アクティブ運用をだめにしている。

(参考)米国で株式市場のパッシブ比率は53.8%に達する



Source: Bloomberg Intelligence

注意事項

- 本ウェビナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。