

インデクス運用の功罪

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.fromhmc.com>

2023.10.3

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



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(TOPIX)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日本の代表的な株価指数です。1968年(昭和43年)1月4日の時価総額を100として、その後の時価総額を指数化したものです。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数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数は便利です。そして、その市場指数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ひ、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ちます。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って市場が正しく機能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のでしょうか。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

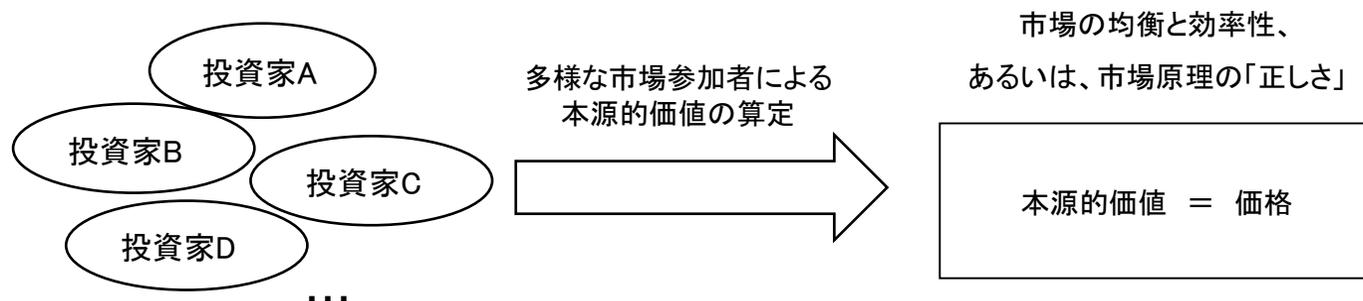
個々の企業の具体的な経済活動の結果が、個々の企業の株式価値であり、個別企業の集合が、日本株市場のインデックスである。結果としてのインデックスは抽象的統計値で実体はない。

→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ひ、端的に悪いものを売る、真の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ている前提が、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。



インデクス運用という逆説

インデクスは市場指数は平均値を目指す。平均値は、個別証券の価格変動の結果の集積に過ぎない。

→はたして、平均値という結果を事前に目標にすることは、常識的にまともなことか？

- 亀の後ろを走るアキレスは、普通に走れば、結果的に亀を抜く。その当然に抜くという結果を目的化すると、論理的には、亀を抜けなくなる。
- 的に向かって、矢を放てば、結果的に的に当たる。しかし、的に到達するという結果を目的化すると、論理的には、矢は的に到達しない。

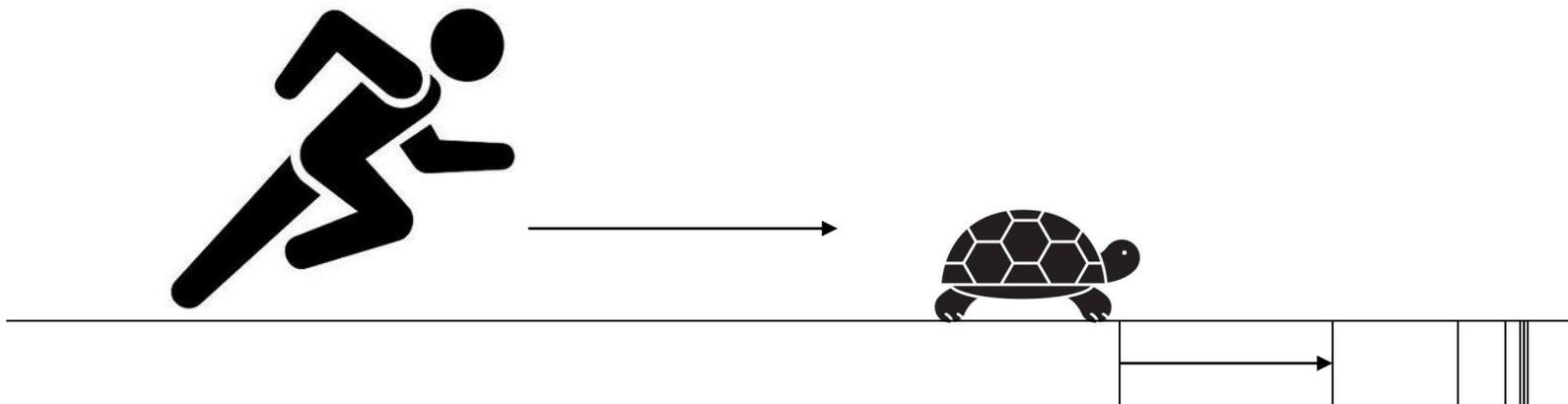
活発で自律的なアクティブ運用が行われることによって初めて、妥当な市場価格が成立する。市場が過度にインデクス運用に傾斜すれば価格調整機能が働かない危険性がある。

→もしも、市場参加者が全員インデクス運用を目指したならば、証券価格は変動しなくなる。

- 例えば、徒競走で全員が最初から平均を目指したら横一線に並んでしまう。皆が競争して全力で走ってこそ、平均値は機能する。徒競走の参加者全員が平均タイムを目指すならば、そもそも走る必要はなくなる。

例：亀を抜けないアキレス

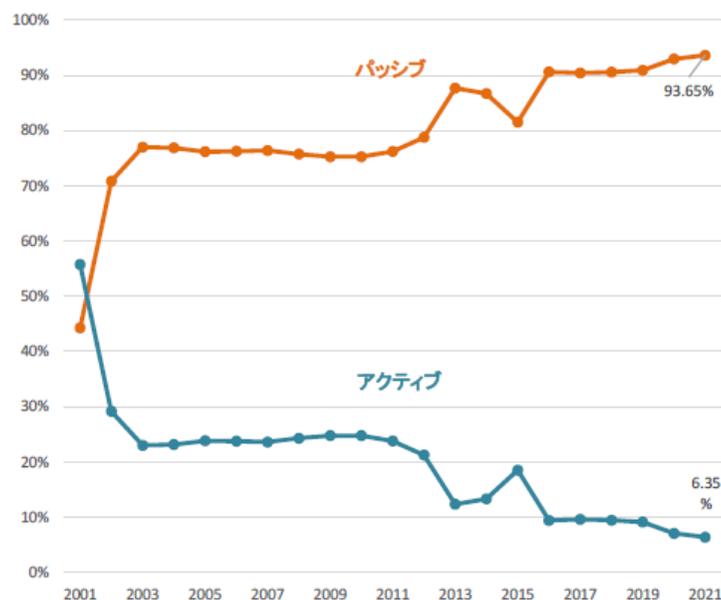
アキレスが亀を抜いた瞬間、無限の果てにまで到達できてしまう、、、



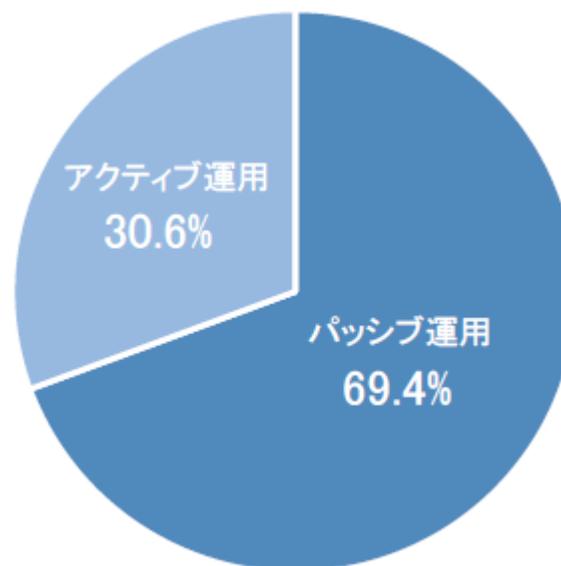
国内資本市場では、機関投資家の投資に占めるパッシブ（インデクス）運用の比重が高く、中長期的な視点を持って企業を選別する投資家層が薄いことが指摘され、背景として以下要因が挙げられる。

- 機関投資家は、運用で成果を上げてても正当な評価を受けることが少なく、逆に損失を出した際には報道等で厳しく批判されることが多いため、アクティブ運用を積極的に採用するインセンティブに乏しい。
- 小規模で専門人材に乏しいアセットオーナーが多く、運用については、コストが安ければ安いほうが良いとの認識が広がりパッシブ運用を選好するようになっている。
- GPIFの国内株式運用においては、運用規模が巨額であることから、パッシブの比率が高い状況にある。基金の性格や運用目的等は異なるものの、他の公的なアセットオーナーもこれに追随している可能性がある。

GPIFの日本株アクティブ・パッシブ比率



投資一任業者等の日本株アクティブ、パッシブ比率



講演後アンケート

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/qaCGbyWAcznSudkr7>

- 本セミナーは、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。