

発足から 40 年を迎えるインデックスファンド
—その軌跡と今後の展開—

平成 28 年 1 月 18 日
杉田浩治
(日本証券経済研究所)

発足から 40 年を迎えるインデックスファンド

—その軌跡と今後の展開—

(要約)

米国で 1976 年に初の個人向けインデックスファンドが売り出されてから今年で 40 年になる。当初は人気がなかったといわれるインデックスファンドだが、90 年代から急速に成長し、今や米国では株式投信の 2 割 (ETF を加えれば 3 割以上) をインデックスファンド (パッシブ運用ファンド) が占めるに至っている。

米国で投信のパッシブ化が進んでいる理由としては、①米国株式市況の長期上昇がつづく中で、投資家の米国株全体 (いいかえれば指数) の収益性に対する確信が深まった、②新種インデックスファンド (特に ETF) の品揃えが充実した、③投資家のコスト意識の高まり、④メディア等によるアクティブ運用への疑問の提起などが挙げられる。

一方、パッシブ運用ファンドの拡大がもたらす問題として、アクティブ運用が果している「株式市場の資本配分機能」の低下を招く恐れや、ETF について原資産価格との連動性の問題・証券市場の混乱要因になる恐れなどが指摘される。

今後も量的にはパッシブ運用の拡大がつづくという見方が有力であり、またスマートベータの活用によりパッシブファンドのアクティブ運用化 (言い換えればアクティブとパッシブの中間の「第三のカテゴリー」が形成される) 傾向も想定される。

こうした中で、アナリストによる銘柄選択やファンドマネージャーによるタイミング判断を生かす伝統的アクティブ運用については一層の奮起が求められよう。そして、世界で過去数十年間にわたって生まれていないと思われる「新たな画期的投資理論」の開発を期待したい。

発足から 40 年を迎えるインデックスファンド

—その軌跡と今後の展開—

公益財団法人 日本証券経済研究所
特別嘱託調査員 杉田浩治

はじめに

米国で 1976 年に個人向けインデックスファンドが初めて売り出されてから今年（2016 年）で 40 年になる。当初は人気がなかったといわれるインデックスファンドだが、90 年代から急速に伸長し、今や米国では株式投信の 2 割（ETF を加えれば 3 割以上）を占めるに至っている。

そこで、米国を中心にインデックスファンドの成長の軌跡を振り返り、90 年代から加わった ETF との関係进行分析するとともに、インデックスファンドの問題点、今後のパッシブ運用とアクティブ運用の展開等について考察してみた。

1. インデックスファンドの歴史と現状

(1) 歴史

インデックスファンドはどのような背景のもとで生まれ、どのような展開を経て今日に至ったのだろうか。

元 ICI（米国投信協会）理事長マシュー・フィンク氏の著書“Rise of Mutual Funds”¹、公募インデックスファンドの創始者ジョン・ボグル氏の著書“Bogle on Mutual Funds”²、米国 CFA 協会発行の“A Comprehensive Guide to Exchange-Traded Funds(ETFs)”³ および ICI 統計等からインデックスファンドの歴史を振り返ると次の通りである。

インデックスファンド誕生の基盤となったのは、61 年にウィリアム・シャープが唱えた「市場ポートフォリオこそが最も効率的である」とする CAPM（Capital Asset Pricing Model、資本資産価格モデル）であった。

この概念を最初に実用化したのは機関投資家であり、71 年にウェルズファーゴ銀行が、サムソナイト社の年金基金向けに NY 取引所上場の約 1,500 銘柄に等金額投資するポート

¹ Matthew Fink “The Rise of Mutual Funds” Oxford University Press, 2011

² John C. Bogle “Bogle on Mutual Funds *New Perspectives for the Intelligent Investor*” RICHRRD D.IRWIN,INC., 1994.

³ <https://www.cfainstitute.org/learning/products/publications/rf/Pages/rf.v2015.n3.1.aspx>

フォリオを組成した。しかし、これは維持・管理が非常に困難であることが判明し、その後、同行は複数の年金基金資金などを合同運用するコミングル・トラストの一部に、S&P500 銘柄を時価総額比で組み入れる方式のインデックス・ポートフォリオを導入した。

そして、73 年にバートン・マルキールが著書「ウォール街のランダム・ウォーカー」の中で、インデックス投資信託の創設を提唱、75 年にはチャールス・エリスがフィナンシャル・アナリスト・ジャーナル誌に掲載した有名な論文“THE LOSER’S GAME”の中で「もし運用者が市場に勝てないのであれば、市場に加わることを考えるべきで、インデックスファンドはその一つの方法だ」と主張した。

以上のような経緯を経て、ジョン・ボーグルが創設したバンガード社（現在では米国最大の投信会社に成長）が、76 年に最初のインデックス投信「ファースト・インデックス・インベストメント・トラスト」（現「バンガード 500 インデックスファンド」）を発足させた。

ボーグルは、前掲著書の中で（インデックスファンドとの関連で）CAPM を始めとする MPT (Modern Portfolio Theory、現代ポートフォリオ理論) を次のように要約している⁴。

①株式市場に参加する全ての投資家の集合体が株式市場全体を保有しているのだから、投資家のうち全ての株式を長期保有するパッシブ投資家が市場リターンと一致する投資成果を得られるなら、アクティブ投資家グループも全体として市場を上回ることはできず、彼らの投資成果も市場のリターンと一致する、②経費控除前のグロスリターンが同じであるなら、投資家が負担する資産運用フィーおよび取引コストはパッシブ投資家の方がアクティブ投資家より低いので、パッシブ投資家の方が高いネットリターンを得られる。

上記の理念のもと 76 年に発足した第 1 号インデックスファンドには当初 1,104 万ドル（バンガード社の目標の 10 分の 1 以下）の資金しか集まらなかった。その後も 90 年代半ば頃までは、図表 1 に見る通り米国投信に占めるインデックスファンドの比率が大きく上昇することはなかった（ICI のインデックスファンド統計も 93 年以降しか存在してしない）。

当時、インデックスファンドが不人気であった理由について、ボーグルは前掲著書の中で、①「一切運用しない方がプロの運用より良い」と言う考え方は投資家の既成概念に合致しなかった、②運用会社の収入がアクティブ運用ファンドに比べ少ない、③投資家の「夢」あるいは「成功への願望」は永遠に存在する（少数ではあるがファンドをうまく選択できる投資家、あるいは運良く高実績を挙げるファンドに当って市場平均を上回るリターンを得る投資家が常に存在し、そうした成功者の経験だけが声高に語られる）ことの 3 点を挙げていた。

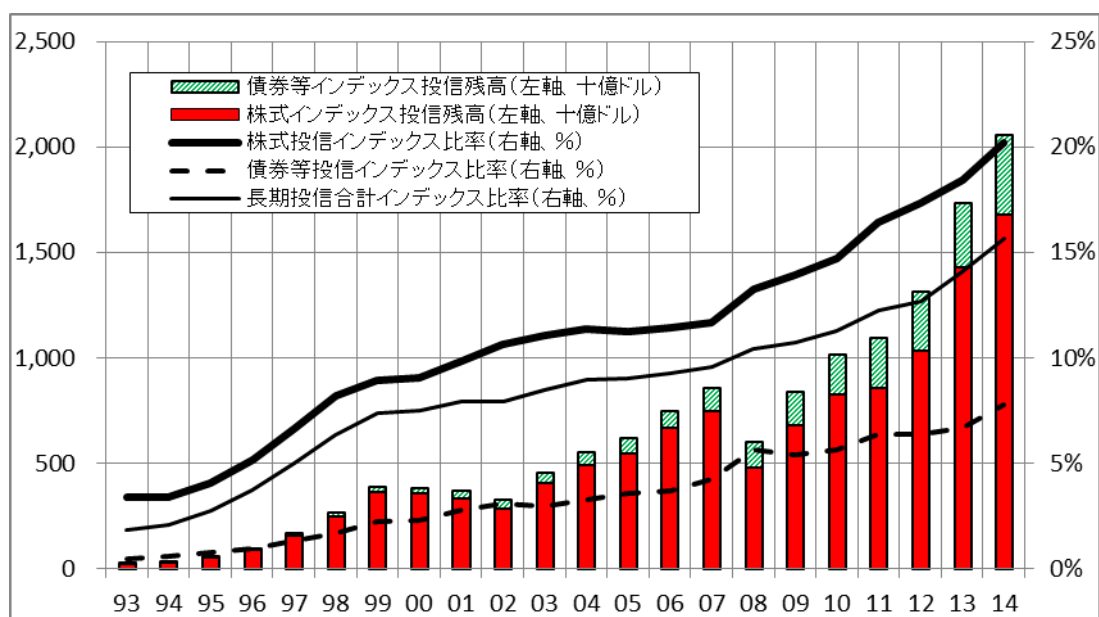
しかし、①米国株式市況が 82 年を底として長期的に上昇をつづける中で、投資家の米国株全体（いいかえれば指数）の収益性に対する確信が深まるとともに、②外国株や債券を対象とするものなどインデックスファンドの品揃えの充実、③投資家のコスト意識の高まり、④メディア等によるアクティブ運用への疑問の提起（アクティブ運用ファンドのうち

⁴ 注 2 掲載書 170 頁

インデックスを上回る実績を挙げたファンドは少ないといった指摘）といった要因が重なって、90年代後半からインデックスファンドは急速に拡大した。

そして、ゼロ年代初頭の IT バブルの崩壊による市場全体（指数）の急落によりインデックスファンドの拡大はいったんスローダウンしたが、08年のリーマンショック時にアクティブ運用ファンドが必ずしも投資家の期待に沿う運用成果を挙げなかったことなどから、インデックスファンドの成長は再び（特に12年以降）加速する動きを見せている⁵。

【図表1】 米国におけるインデックスファンドの残高と投信残高に占める比率の推移



【出所】 ICI 資料より筆者計算により作成

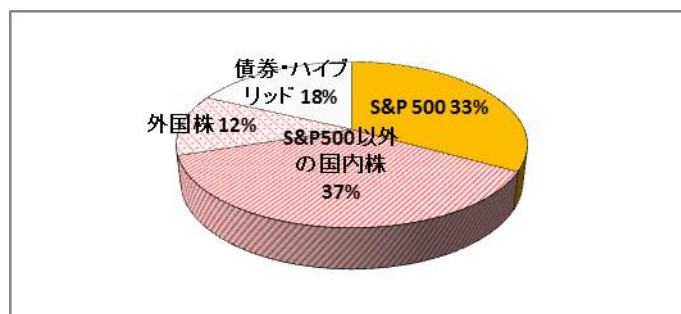
(2) 現状

14年末現在、米国株式投信のインデックス化率（株式投信全体に占めるインデックス投信の比率）は20.2%、債券投信等（バランス型をふくむ）のインデックス化率は7.7%、全部を合計した長期投信のインデックス化率は15.6%となっており、20年前（94年末）の、それぞれ3.4%、0.6%、2.1%から大きく上昇している（図表1）。

なお、同じ14年末現在で米国のインデックスファンドの数は382本、純資産総額は2兆530億ドルに上っている。その種類別内訳は、株式ファンドが1兆6,800億ドル（うち外国株は2,429億ドル）、債券およびバイブリッドファンドが3,729億ドルである（構成比率は図表2参照）。

⁵ ICI 発行の“2015 Investment Company Year Book”は、07～14年の8年間に米国株に投資するインデックスファンドとETFへ1兆ドルを超える資金が流入し、一方アクティブ運用の米国株ファンドからは6,590億ドルの資金が流出したと述べている。

【図表 2】 米国のインデックスファンド純資産の種類別構成



[出所] ICI

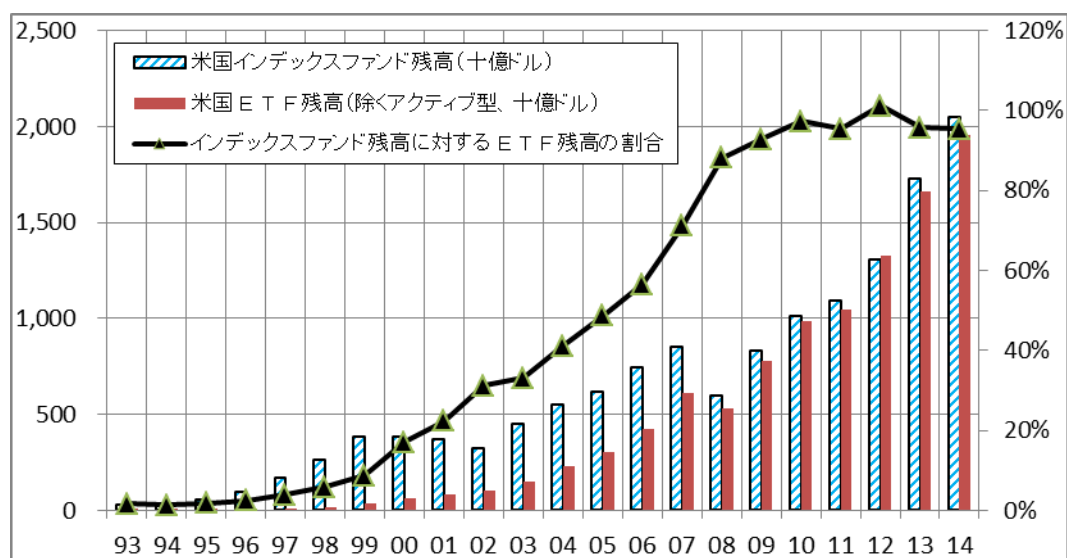
2. ETFの拡大 と従来型インデックスファンドの関係

(1) ETFは15年間に58倍に成長

米国では93年にインデックスファンドの上場版とも言うべきETFが発足し⁶、特に2000年代に入って急成長している。

ETFと従来型（非上場）インデックスファンドの残高の推移は図表3の通りである。ゼロ年代当初（99年末）に従来型の6分の1に過ぎなかったETFの規模は、14年末にはほぼ従来型と肩を並べるところまで成長した。この15年間の成長倍率を計算すると、従来型インデックスファンドが5.3倍、ETFは58.3倍であり、ETFの成長は凄まじい。

【図表 3】 米国ETFの成長（一般インデックスファンドとの比較）



[出所] ICI

⁶ 世界最初のETFは1990年にトロント証券取引所が開発した「TIPS35」であると言われる。

(2) ETF 成長の要因

ETF が急拡大した理由は、①ファンドの運営コストが安い（したがって従来型インデックスファンドより高いリターンを期待できる）こと、②この低コストに加え品揃えが急速に充実した結果、機関投資家およびフィナンシャル・アドバイザーが、ポートフォリオ構築のための部品として積極的に利用し始めたことが主因である。以下、詳述する。

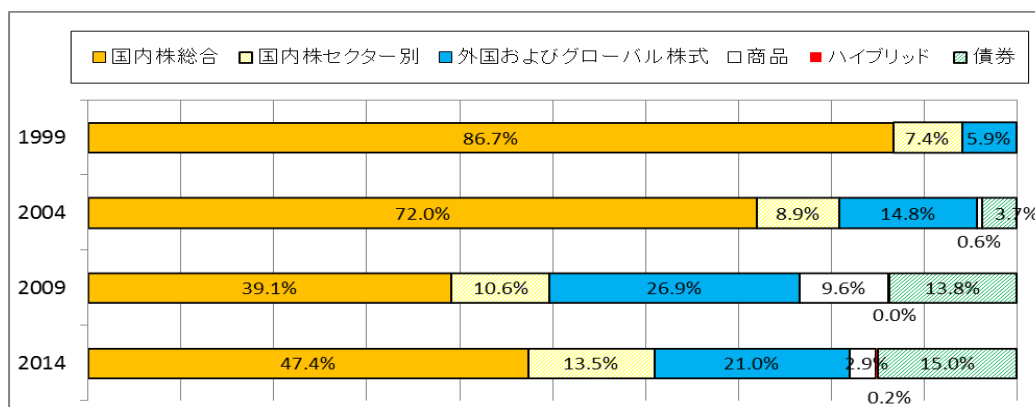
①低コスト

ETF が低コストである理由は二つある。第一にファンドの経費率（日本でいえば信託報酬率）が従来型インデックスファンドにくらべ低いことである。その理由は、(イ)従来型のような販売会社受取報酬がない（証券会社は株式と同様に顧客から売買委託手数料を収受するだけである）こと、(ロ)設定・解約が現物の拋出・引出しにより行われる現物拋出型 ETF については、従来型のような証券売買の発注・執行の手間が不要であるため、投信会社・信託銀行の報酬率も低いことにある。第二に現物拋出型 ETF についてはポートフォリオの組成・取り崩しコストも低い。これは、設定・解約にともなう組み入れ証券売買の必要がない（したがって売買委託手数料が不要で、売買にともなう市場インパクト一買いに行けば市場価格が上がり、売りに行けば市場価格が下がってしまうことによる影響一も発生しない）ことによる。

②品揃えの充実

品揃えについて、米国 ETF の種類別残高構成を見ると図表 4 のように変化してきた。99 年当時は、国内株総合指数（S&P500 など）に連動するファンドが 9 割近くを占めていて、他の商品の品揃えは少なかった。しかし、その後、国内株セクター別指数、外国およびグローバル株式指数、債券指数、そして金・原油など商品指数、さらに為替に連動するタイプなど次々と新種ファンドが開発されてきた。14 年末現在では国内株総合指数（S&P500 など）連動型は残高全体の 47%を占めるに過ぎず、外国株およびグローバル株指数連動型が 21%、債券指数連動型が 15%、そして国内株セクター指数連動型が 14%を占めるに至っている。

[図表 4] 米国 ETF の種類別残高の変化



[出所] ICI 資料より筆者計算により作成

そして連動対象とする指数についても、近年、取引所や情報ベンダーが公表している既成指数だけでなく、運用会社が独自に開発した合成指数を用いるファンドが数多く設定されている。たとえば、S&P500 採用銘柄を対象としつつも、S&P の時価総額加重方式ではなく企業利益で加重した指数、有配当銘柄を投資対象として配当利回りで加重した高配当株指数、あるいは低ボラティリティといった投資ファクターにより加重する指数など、いわゆる「スマートベータ」を活用した新指数が増えている。また、「ソーシャルメディア関連」「フィンテック関連」「サイバーセキュリティ関連」といった新しい投資テーマに適合する銘柄群で構成する ETF も次々と開発されている。

③ETF のその他のメリット

以上の①低コスト②豊富な品揃えに加え、ETF は取引所取引であるため、(イ)市場で刻々変化する価格を確認しながらリアルタイムで発注でき指値注文も可能である（従来型ファンドは、1日に1回だけ算出される基準価額による売買であるうえ、発注時点では約定価格が決まらない）、(ロ)信用取引（証拠金取引、空売り）も可能であるといったメリットがある。また、(ハ)従来型ファンドのように解約にともなう証券売却がなく（現物がそのまま引出される）、通常、ファンド内で売買益が発生しないためキャピタルゲイン分配も発生しない（したがって投資家は自己保有分を売却するまでキャピタルゲイン課税を繰り延べできる）という税のメリットも強調されている。

④ETF のデメリット

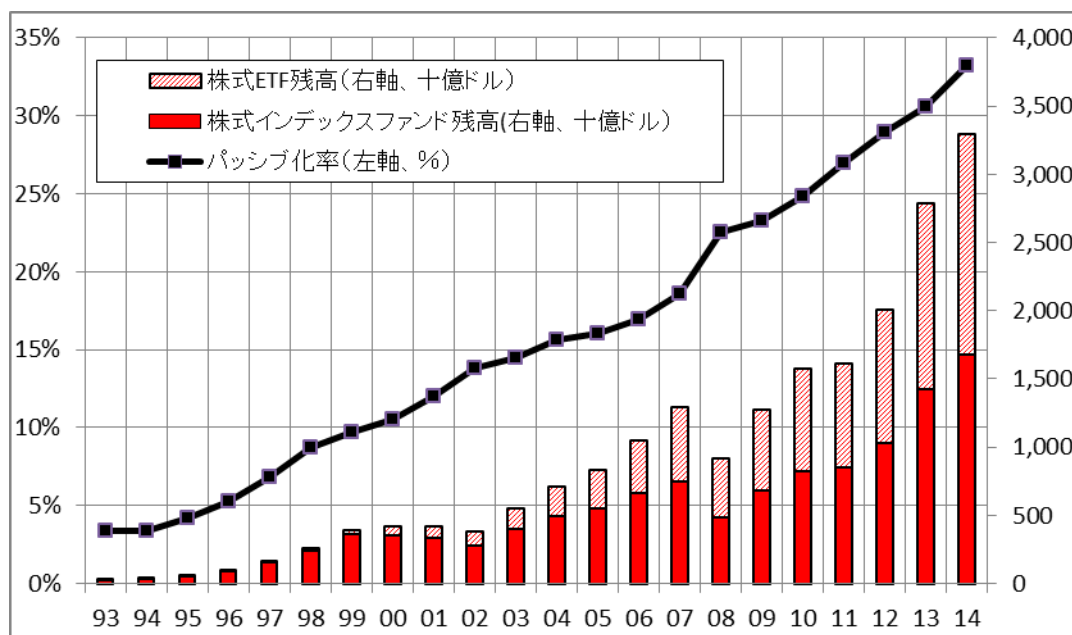
一方、従来型ファンドに比べての ETF のデメリットとしては、取引所取引であるため、①取引価格がファンドの純資産価格と乖離する恐れがある（流動性の低い資産で構成しているファンドの場合には取引が成立しない恐れもある）、②分配金の自動再投資ができない、③少額取引では売買委託手数料が割高になるため積立投資はコスト高となるといった点が挙げられる。しかし、これらは機関投資家にとっては大きな投資阻害要因ではないと考えられている。

3. アクティブ運用ファンドとの関係

以上述べてきたインデックスファンドと ETF はいずれもいわゆるパッシブ運用ファンドである⁷。米国では図表 5 に見る通り、株式投信については既にパッシブ化率（ETF を加えた株式投信全体の残高に占める株式インデックスファンドと ETF の合計残高の割合）が 14 年末には 3 割を超えるに至っている。

⁷ ETF について米国では 08 年から指数連動型だけでなく、運用者の判断により銘柄入れ替え等を行って指数を上回るパフォーマンスをめざす「アクティブ運用型」の ETF も出現している。しかし、債券に投資するタイプが中心であるうえ、14 年末現在の残高は 165 億ドル（米国の全 ETF 残高の 0.8%）に過ぎない。

【図表 5】 米国株式投信のパッシブ化率



【出所】 ICI 資料より筆者計算により作成

このため、米国投信業界における個別会社ベースで見ても、インデックス運用ファンドの比重が高いバンガード社の一人勝ちの様相を濃くしている。5年前の09年末においては米国最大の投信会社はアクティブ運用で有名なフィデリティ社であり、その投信運用資産額は1兆2,877億ドル、バンガード社は第2位で運用資産額は1兆2,872億ドルであった。しかし14年末にはフィデリティ社の投信運用資産額は1兆6,750億ドル（09年末比30%増）、一方、バンガード社の運用資産額は2兆4,421億ドル（09年末比90%増）となり、バンガード社が第1位に躍進した⁸。

★パッシブ運用ファンド増加の理由

以上のように、米国投信においてパッシブ化が進んでいる理由については、（1.（1）の歴史における記述と重複する部分があるが、）①米国株式市況の長期上昇がつづく中で、投資家の米国株全体（いいかえれば指数）の収益性に対する確信が深まると同時に、②外国株・債券などに連動する新種インデックスファンド、特にETFの品揃えが充実したこと、③投資家のコスト意識の高まり、④メディア等によるアクティブ運用への疑問の提起（インデックスを上回る実績を挙げたファンドは少ないといった指摘）、⑤アクティブ運用ファンドのような頻繁なポートフォリオ入替えにともなう売買益がファンドで発生しないため、投資家はキャピタルゲイン分配の受取り（それにともなう納税義務）を少なくできる（前

⁸ バンガード社の運用資産額は15年第4四半期には3兆ドルを超えたと報道されている。
 ”How Vanguard Pulls Billions From Wall Street Every Year”
<http://www.investmentnews.com/article/20151201/FREE/151209995?template=printart>

述の通り ETF においてはキャピタルゲイン分配は通常発生しない) といった点が挙げられる。

この中で③のコストに関しては、パッシブ運用が (イ) 銘柄選択を行わないため運用会社フィーが低率であることに加え、(ロ) アクティブ運用に比べ銘柄入替えが少ない (指数の対象銘柄変更時に限られる) ことによる売買コスト (市場インパクト、売買委託手数料) の削減効果を強調する向きが多い。

たとえばボーグルは、従来型インデックスファンドとアクティブ運用ファンドを比較して、(イ) の運用会社フィーの差が 1.06%、(ロ) の売買コストの差が 0.5%あると指摘し、さらにその他の要因として (ハ) アクティブ運用がキャッシュポジションを持つことによる収益低減効果が 0.15%、(ニ) アクティブ運用ファンドとインデックスファンドでは販売手数料の差が 0.5%あるとして、(イ) から (ニ) の合計でインデックスファンドのコストはアクティブ運用ファンドに比べ年間 2.21%少ないと主張している⁹。

★アクティブ運用の強み

一方、アクティブ運用については、①小型株・新興国株といった、情報量が少なく市場が必ずしも効率的でない分野においてプロの力量を生かせる可能性¹⁰、②高利回り債など流動性の小さい分野で低流動性プレミアムを獲得できる可能性、③下げ相場の時に資産配分変更により値下がりを防げる可能性、そして一般論として④インデックスファンドでは得られない高リターンを得られる「夢」がある (たとえば 1999 年の IT バブル時には 100 本以上のファンドが 3 桁のリターンを記録したと言われる¹¹ほか、逆に「市場リターンが低い環境下ではアクティブ運用の魅力がある」と見る向きや、「仮に 8 割のファンドが指数に勝てなくても 2 割は勝てるのだから、勝てるファンドを見つければよい」といった主張もある) ことが挙げられる。

4. インデックスファンド・ETF の問題点

さて、拡大を続けるインデックスファンド・ETF (パッシブ運用ファンド) に関わる問題は何か。

⁹ John C. Bogle "The Arithmetic of "All-in" Investment Expenses" Financial Analysts Journal 70・Number 1 (January/February 2014)

¹⁰ 米国モーニングスター社の「アクティブ/パッシブ・バロメーター」(アクティブ運用ファンドの実績を市場指数と比べるのではなくパッシブ運用ファンドと比べた指標)によれば、05~14年の10年間の平均リターン実績で、アクティブ運用ファンドは、米国株ファンド部門(大型・中型・小型の各々をグロース・バリュー・ブレンドの投資スタイル別に9つのカテゴリーに分類)では、中型バリューを除いてパッシブ運用ファンドに劣後していたが、外国・大型ブレンド型、新興市場分散型ではパッシブ運用ファンドを上回っていた。

(出所) <http://news.morningstar.com/articlenet/article.aspx?id=701736>

¹¹ Lee Gremillion(2001) "A Purely American Invention The U.S. Open-end Mutual Industry" (稲野和利監訳『投資信託ビジネスのすべて』東洋経済新報社、2002年) pp511

(1) 対象インデックスとの連動性

従来型インデックスファンドについては、投資家はファンドの純資産価格（基準価額）で売買できるので、ファンド基準価額自体のインデックスへの連動性だけが問題となる。これについては、米国のインデックスファンドの対象指数への連動率は概して良く、問題視されていない。たとえばバンガード 500 インデックスファンドの連動実績を見ると、ファンド規模が大きい（15年10月末の純資産総額は2,197億ドル—約26兆4千億円に達している）こともあって、15年9月末に至る5年間の年率リターンはベンチマーク（S&P500）の13.34%に対しファンドが13.17%、10年間で同じく6.80%対6.68%となっており、ベンチマークへの連動率は98%を超えている。

一方、ETFについては、ファンド自体のインデックスへの連動性に加え、投資家にとっては市場での取引価額がファンド純資産価格から乖離する（上に乖離していればプレミアム、下に乖離していればディスカウントと呼ばれる）問題がある。そして15年8月24日（ダウ平均が寄り付きで1,100ポイント下げ、その後600ポイント反発した日）に、NY取引所においてETFが純資産価格より大幅なディスカウント価格で取引されたことを受け、同取引所はETFについて「異常な取引」の定義を厳しくすることを認めるよう15年11月12日にSECに提案した¹²。日本においてもレバレッジ型ETFについて、15年秋に市場価格が純資産価額から大きく乖離する場面があったことなどから新規設定を一時停止したファンドがあることは周知の通りである。そして、このようなETFの取引価格の純資産価値からの乖離は結果的にETFの取引価格が原資産価格より大きく振れると言う問題も生じさせている。

また、日本で売買量が多く話題になっている「市場指数の2倍・3倍に動くレバレッジ型（ブル型とも呼ばれる）」、あるいは「指数と逆方向に2倍・3倍に動く逆レバレッジ型（インバース型あるいはベア型とも呼ばれる）」のETFについては別の問題がある。すなわち、米国SECが指摘するように「これらのファンドが追求するパフォーマンスはあくまで“前日比”であって、中長期には狙い通りには動かないこと」であり、SECはこの点についての投資家の理解が徹底していないことを懸念し、業界に改善を働きかけたことがあった。

それを受けて自主規制機関のFINRA(金融取引業規制機構)は、09年6月に業者向けに発出したRegulatory Noticeの中で、この種のファンドのパフォーマンスが長期的には狙いと大きく乖離する例（いずれも08年12月1日から09年4月30日の5ヶ月間の実績）を二つ挙げていた。一つは、ダウ・ジョーンズ石油・ガス指数の2倍の値動きを追求するブル型ファンドであり、対象指数が2%上昇した中でファンドは6%下落し、また同指数の反対に2倍動くよう設計されたベア型ファンドは26%下落したと述べている。もう一つは、ラッセル1000金融株指数の3倍動くことを目指すブル型であり、対象指数が8%上昇した中でファンドは53%下落、指数の反対に3倍以上動くことを目指すベア型ファンドは90%下

¹² <http://www.wsj.com/articles/nyse-aims-to-flag-aberrant-etf-prices-1447390028>

落したと指摘している。

(2) パッシブ運用の拡大が株式市場の資本配分機能の低下を招く恐れ

次に、インデックスファンド・ETF というパッシブ運用ファンドの拡大がもたらす問題として、株式市場全体の質的向上との関連が挙げられる。すなわち、単純に市場時価総額に応じて投資していくインデックス運用では、「高収益会社の資本調達を助け、低収益会社に市場からの脱退を迫る」と言う市場に期待される資本配分機能が十分に発揮されず、株式市場全体（言い換えれば指数）の収益性向上に貢献しない—すなわち「インデックス運用は市場指数の収益性向上に関しアクティブ運用に“タダ乗り”している」と言われる問題である。

日本においても、年金基金を含めてパッシブ運用が一段と拡大する（アクティブ運用が衰退する）ことに対する懸念は、日本企業のガバナンス改革との関連で、伊藤レポート¹³においても取り上げられた。すなわち、同レポートは「要旨」の「Ⅱ. インベストメント・チェーンの全体最適に向けて 3. 提言・推奨 2) パッシブ運用から深い分析に基づく銘柄選択を」の中で、次のように指摘している。

「日本市場では機関投資家がパッシブ運用に偏っており、中長期的な投資家層が薄いことが指摘されている。市場全体のインデックス等の運用手法では、投資先企業の選別が行われず、企業と投資家の「協創」や「対話」促進にはつながらない。中長期的な視点から主体的判断と分析に基づいて株式銘柄を選択する投資家層を厚くする機運を醸成すべきである。・・・また、パッシブ運用に偏った状況では企業分析のプロとしてのセルサイド・アナリストの機能が十分に使いきれないことにも注意すべきである。・・・単純なパッシブ運用偏重ではなく、企業に対する中長期的な投資を促進するためにも、アナリストによるベーシックレポート作成が推奨され、目標株価とその根拠も含むファンダメンタルズ分析が促されることが求められる。」

また、同レポート本文の「5 中長期投資の促進」【議論と現状・エビデンス】においても「・・・インデックス運用への偏重により、変革しようとする企業がその他企業に埋もれてしまい、投資比率が市場平均に近いリスクを避けた機関投資家が多数を占めることになる。」と指摘している。

(3) ETF 取引の市場への影響

また、ETF について売買高が大きくなることにもない「証券市場の混乱要因になる恐れ」が指摘されている。米国では、10 年 5 月の「フラッシュ・クラッシュ」と呼ばれた市場乱高下時、11 年 8 月の市場乱高下時において ETF の影響が指摘され SEC が精査して

¹³ 14 年 8 月に経済産業省が公表した「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（座長：伊藤邦雄 一橋大学大学院商学研究科教授）の最終報告書。

いた。そして SEC は 15 年 12 月 11 日に米国投信 (ETF を含む) によるデリバティブの利用を制限する新規規則の提案を行った。これについて業界関係者の中には「レバレッジおよび逆レバレッジ型 ETF の存続・商品組成に影響をおよぼす」という見方がある¹⁴。

また 15 年 8 月 24 日の市場乱高下における事態を受け、NY 取引所が ETF について「異常な取引」の定義を厳しくすることを認めるよう 11 月 12 日に SEC に提案したこと、日本においてもレバレッジ型 ETF について、売買代金が大きくなり過ぎ先物市場への影響が懸念されたことや市場価格が純資産価格から大きく乖離する場面があったことなどから新規設定を一時停止したファンドがあることは「(1) 対象インデックスとの連動性」において述べた通りである。

5. パッシブ運用ファンドとアクティブ運用ファンドの将来

以上、パッシブ運用ファンドとアクティブ運用ファンドの関係について述べてきた。今後、両者は量的・質的にどう変化していくだろうか。

(1) ますます拡大が見込まれるパッシブ運用ファンド

先ず量的変化については、アクティブ運用よりパッシブ運用の拡大がつづくという見方が有力である。

プライスウオーターハウス・クーパーズ(PwC)が 14 年に発表した“Asset Management 2020 A Brave New World”においては、世界の投資信託残高のアクティブ運用対パッシブ運用の比率は、12 年の 87 対 13 から 20 年に 75 対 25 に変わると予測している。

また、ボストンコンサルティング・グループ (BCG) は“Global Asset Management 2015 Sparking Growth with Go-to-Market Excellence”の中で、保険・年金等を含めたグローバル運用資産のうち、パッシブおよび ETF の 14 年の残高シェアは 10%だが、15 年～18 年の純資金フローについて 35%のシェアを取るだろうと予測している。

そしてパッシブ運用が拡大すると予測される理由として、PwC は投資家の低運用フィー志向、幅広い市場ベータへの志向のほか、欧州における RDR や MiFID II 施行の影響 (筆者注: アドバイザーが投資家に対し低コスト商品を推奨する傾向を強めること)、規制にもとづく制約、コストの透明性に対する要請などを挙げている。また、ETF 商品の洗練が進み、個人・機関投資家両方の ETF 利用機会が拡大するだろうとも予測している。さらに「ファクター投資」(筆者注: 前述の「スマートベータ」と同義語と考えられる)といったイノベーションによってもパッシブ運用の成長が促進されるとも見ている。

PwC が指摘する上記の要素以外にもパッシブ運用が増加すると見込まれる理由として、①ファンドマネージャーの裁量が入るアクティブ運用ファンドよりパッシブ運用ファンド

¹⁴ <http://www.reuters.com/article/usa-funds-regulations-idUSL1N1401IW20151211>

の方がリスク・リターンの予測（測定）が容易であるため、機関投資家や投資アドバイザーがポートフォリオの構成部品として使いやすいこと、②最近話題のロボアドバイザーの対象商品としても低コストのパッシブ運用ファンドの増大が見込まれることなどがある。

以上のようにパッシブ運用の増加が見込まれるものの、前述の PwC 予測では、2020 年においても世界の投信残高の 75%はアクティブ運用ファンドが占めると見ている。また、米国の業界関係者の多くは、投資家のポートフォリオ構築にあたって、「パッシブ or アクティブ」ではなく、「パッシブ and アクティブ」で考えるべきだと主張しており、両者は共存をつづけていくことになろう。

（2）アクティブ運用化するパッシブ運用

スマートベータの活用によりパッシブファンドがアクティブ運用化する傾向がみられることは、2.（2）②で述べた通りである。こうした「市場の時価総額比と異なる投資配分を行うファンド」は、少なくとも 1.（1）に記述したボーグルが意図したインデックスファンドではなく、パッシブとアクティブの中間の「第三のカテゴリー」とも言えるだろう。

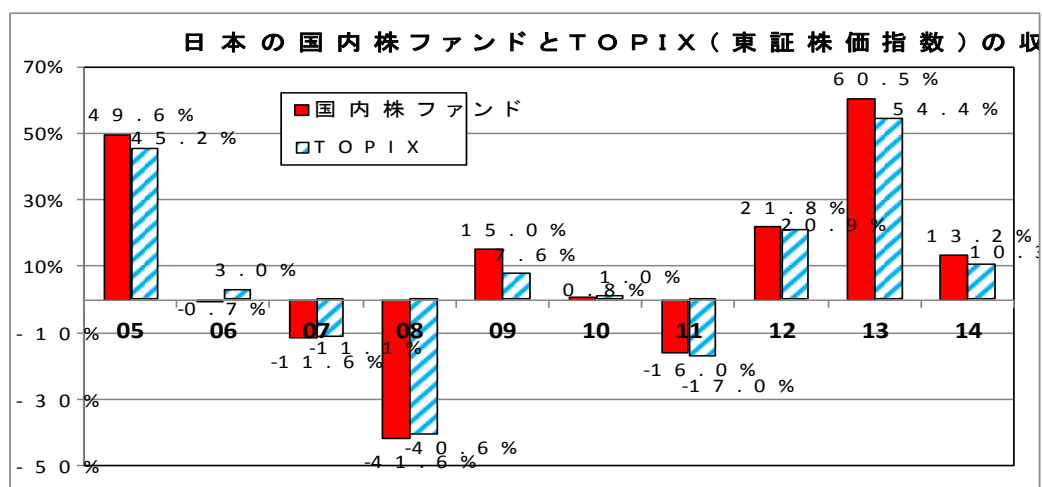
そして、市場の時価総額比と異なる投資配分を行う（アクティブ運用的プロセスを踏む）ファンドであれば、4.（2）で指摘した「パッシブ運用は市場の収益向上に貢献しない」という問題は改善されることが期待される。

（3）待たれる「新たな資産運用理論」の誕生

以上の状況下、アナリストによる銘柄選択やファンドマネージャーによるタイミング判断を生かす伝統的アクティブ運用については一層の奮起が求められよう。

米国投信についてのパフォーマンス・データを入手していないため、日本の国内株ファンドの過去 10 年間の実績を見ると図表 6 の通り（10 年間の単純年平均リターンは TOPIX が 7.4%、国内株ファンドが 9.1%）であり、このデータから見る限りアクティブ運用の実績は決して悪くない（図表 6 の国内株ファンドにはパッシブ運用ファンドも含まれるが、TOPIX との相違を生む主因はアクティブ運用ファンドであると考えられる）。しかし、パフォーマンスの向上は資産運用会社の永遠の課題であり、一層の努力が求められることは言うまでもない。

[図表 6] 日本籍国内株ファンドのパフォーマンス



(出所) 国内株ファンドはモーニングスターインデックス(分配金再投資、加重)
TOPIXは東京証券取引所(配当込みTOPIXの投資収益率)

そして、市場指数との相対比較で勝負するアクティブ（銘柄選択）運用ファンドとは別に、投資家の中には根強い絶対収益（市況に関係なく数%のリターンを得ること）へのニーズ、あるいは「どの証券、どの国に投資するかなど方法は任せるから、とにかくうまく運用して欲しい」といった素朴なニーズがあると思われる。こうした要求に対応するには、銘柄選択だけでは不十分であり、資産配分を変更する運用が必要となる。日本で最近増えているラップアカウント型ファンドはその例と言えるだろう。数年後に結果が問われるであろう同ファンドの成功を切に祈りたい。

そして筆者は、世界で過去数十年間にわたって生まれていない「新たな画期的投資理論」が開発されることを期待したい。現代投資理論は1950年代のマルコウィッツの分散投資理論の発表から数えると60年、1.（1）で触れたウィリアム・シャープのCAPMの誕生から起算しても50年以上にわたって資産運用の基本的枠組みとなってきた。しかし、この間にデリバティブをはじめとする新たな投資手段の利用が進み、一方、国際分散投資の有効性が薄れるなど投資環境は大きく変化している。

モノやサービスの世界でビッグデータ・人工知能の活用を含め技術革新が次々と進む中で、資産運用の世界でもイノベーションが起こってもよいのではないか。たとえば、「市場は合理的である」とする現代投資理論に「人間は合理的に行動するとは限らない」とする行動ファイナンスを結合させた理論、あるいは株式・債券という伝統的資産に不動産・インフラ・商品・デリバティブなどオルタナティブ資産を組み込んだ「新時代の総合的資産運用理論」などが開発されてもよいのではなかろうか。