

低迷市場における敗者のゲーム

明田雅昭

「わたしは知識不足と闘い、事実に基づく世界の見方を広げることに人生を捧げてきた。本当の世界の姿を知ることが、生きていく上で役に立つし意義のあることだ」―ハンス・ロスリング⁽¹⁾

一、はじめに

世界で資産運用におけるパッシブ化の勢いが止まらない。日本でも個人投資家向け市場では日本銀行のETF大量購入をはじめ確定拠出年金の投資対象の主流になるなどパッシブ運用商品の拡大

がつづく。アクティブ運用に希望を見いだせない年金スポンサーの間ではパッシブ運用への資金移管が相次いでいる。

最近の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）によるワーキングペーパー⁽²⁾でも「原則としてパッシブ運用とアクティブ運用を併用する。その上で、アクティブ運用に取り組むことにより超過収益の獲得を目指すものとする。ただし、アクティブ運用については、過去の運用実績も勘案し、超過収益が獲得できるとの期待を裏付け十分な根拠を得ることを前提に行う」のが基本方針

であるが、GPIFの資金規模とコストを考えるとパッシブ運用が中心になるのは合理的であるとしてゐる。つまり、現代ポートフォリオ理論により最も効率的とされる市場ポートフォリオに対して継続的に超過リターンが期待できるアクティブマネジャーが見出せないため、パッシブ運用が中心になり、そのエンゲージメント活動強化を通して運用の高度化を図りたいとしてゐる。

GPIFは昨年十二月に貸株の停止をアナウンスし、世界に波紋を広げた。⁽³⁾ GPIFは公的年金分野に止まらないリーディング・アセットオーナーとなっており、パッシブ運用の高度化と貸株の停止という二つの大きな課題を日本の資産運用業界に提示してゐる。金融庁が日本の資産運用会の運用力向上を目指して、本年七月に「資産運用高度化室」という新部署を設置するとの報道もある。⁽⁴⁾ 本稿では、主要国の中でただ一つ低迷が

づく特異な日本株式市場が「リスクに見合った値上がりを実現できる」普通の株式市場になるためには何が必要かを考えたい。⁽⁵⁾

二、株式市場「敗者のゲーム」論

パッシブ運用がかくも優勢となった背景はチャールズ・エリスによる「敗者のゲーム」論で理解できよう。以下ではその概要を紹介する。⁽⁶⁾

米国では専門運用会社が台頭した一九六〇年代はまだ個人投資家が九〇%を占める市場であった。高度な教育を受け洗練されたアクティブマネジャーが個人の成績を上回することは容易なことで、株式市場は知恵のある者が勝つ「勝者のゲーム」であった。ところが、大学やビジネススクールでトップの成績を収め、勤勉で意欲的な人材が続々と参入し、五十年後の株式市場は、こうした

ベスト・アンド・ブライテストが九〇%を占める世界に変わった。IT技術の発展もあり、投資情報が一瞬時に株価に織り込まれる効率性が極めて高い市場になった。こうなるとライバルに勝つためには、誰かが冒したミスを一瞬時に察知して自らの投資ポートフォリオに反映するしかないが、そうした機会を生かせることは滅多にない。株式市場の競争ルールは「ミスを冒さないこと」に変わり、勝敗を決めるのは敗者になった。株式市場は「敗者のゲーム」になったのである。

機関投資家が九〇%を占める高度に効率的な市場でも、コスト控除後で毎年三割から四割のアクティブマネジャーが市場を上回っている。問題は、この勝利が偶然のものであり、毎年継続的に勝利するアクティブマネジャーはいないか、いたとしても見つけることがほとんど不可能であるということにある。¹⁷⁾

ほとんどのアセットオーナーは、厳選したはずのアクティブマネジャーが期待に沿う成果をあげられず、マネジャー交代を繰り返すうちにアクティブ運用への信頼を失い、パッシブ運用依存を高めることになった。この根本原因はアクティブマネジャーの能力不足にあるのではなく、彼らが極めて優秀で、市場が最優秀な人材で埋め尽くされていることからの当然の帰結なのである。そして皮肉にもパッシブ運用の採用こそが最適なマネジャー選択になったのである。

三、日本株式市場のファクトフルネス

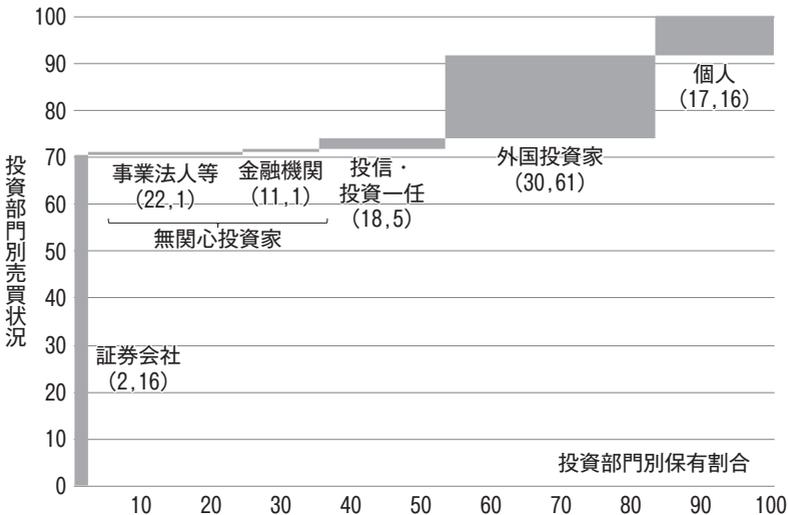
日本でもほとんどのアセットオーナーが採用したアクティブ運用の成績に失望している。個人向け投信の分析でもアクティブ運用の平均リターン

が市場インデックスを上回っているという確証は得られない。結果を見る限りエリスが描く「敗者のゲーム」と同じである。それではこのような結果になる原因も同じだろうか。

ファクトフルネスとは「思い込みを乗り越え、データを元に世界を正しく見る習慣」のことである。⁽⁸⁾日本の株式市場の現状をファクトフルネスに従い冷静に観察して見よう。図表1は投資部門別の株式保有および売買の状況を示したものである。⁽⁹⁾横軸が保有割合を、グレー部分の面積が売買金額の大きさを表している。例えば投信・投資一任は日本株式の一八％を保有するが、売買金額の割合は五％に過ぎない。

保有構造で、まず目に付くのは事業法人等と金融機関だろう。彼らはアクティブでもパッシブでもなく運用という概念がない「無関心投資家」とも呼ぶべき第三のタイプの投資家である。これが

図表1 日本株式市場のファクトフルネス



〔出所〕 東京証券取引所および日本投資顧問業協会の資料より筆者作成、2018年4月～2019年3月

日本株式の三分の一を保有している。証券会社は流動性供給の役割を担い、保有比率は二%だが売買金額は一六%もある。

投資家と言えるのは投信・投資一任、外国投資家、個人の三部門である。投信・投資一任では最近のパッシブ運用の隆盛の下で、アクティブ運用の割合は半分以下になっている。¹⁰⁰ 国内系の運用会社は金融グループの子会社がほとんどで独立系は少なく多様性に乏しい。個人は投信・投資一任と比べて保有は同程度で売買金額は三倍の規模である。¹⁰¹ 金融庁は最近、所得や金融知識の高い上場企業の役員が株取引から遠ざかっている現実に対して懸念を表明した。¹⁰² 個人部門の多様性と質的な向上の必要性を感じているのだろうか。

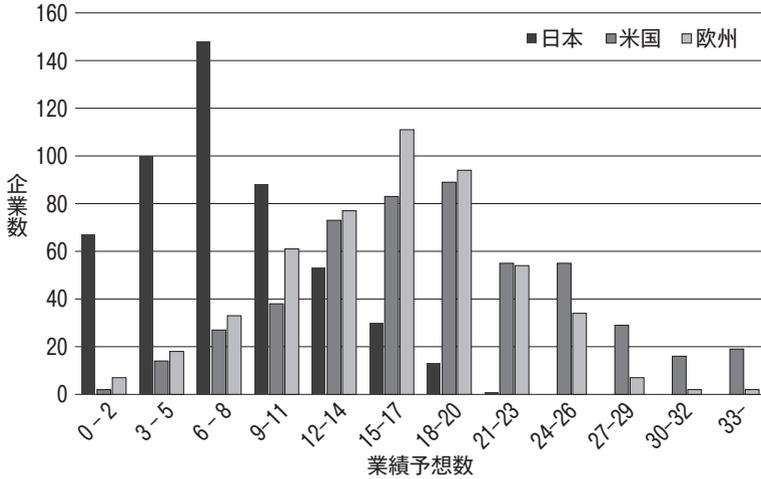
外国投資家は一部にシンガポールなど海外に拠点を置く日本人マネジャーも含むが、ヘッジファンド、グローバルインデックスファンドの日本部

分のパッシブ運用や高頻度取引が主流であると考えられる。グローバルに規格化された財務データベースの分析を拠り所にしたクオンツマネジャーもいるだろう。エジンバラなどで日本企業を地道かつ丹念に分析してきた熟練の日本株マネジャーもいたが、後継者がいないまま引退しているとも聞く。東京証券取引所によれば日本企業のうち英文の有価証券報告書を発行しているのはわずか三社で、英文のコーポレートガバナンス報告書を発行しているのは二五〇社に過ぎない。¹⁰³ 外国投資家の多くが精緻な分析に必要な企業の開示情報を部分的にしか得られていない。

日本では投資対象となる企業に関するファンダメンタル分析などの諸活動はどのような状況にあるのだろうか。

まずアナリストの活動量を確認したのが図表2である。日米欧の各主要五〇〇の企業について、

図表2 アナリスト活動量の日米欧比較



(注) 日本は TOPIX500企業、米国は S&P500企業、欧州は STOXX Europe600のうち時価総額が上位の500社

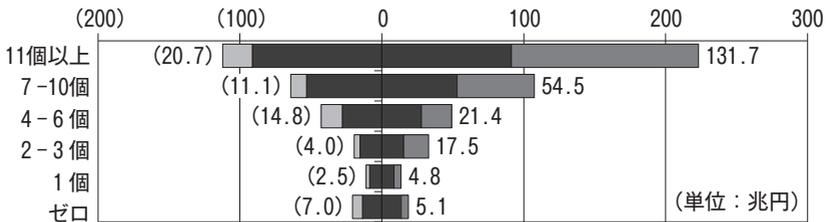
【出所】 FactSet データベースより筆者作成、2019年12月末時点

業績予想がどのくらいあるかを数えて分布図を作成してみた。日本の主要企業では業績予想数は六個から八個が最も多く、一五個以上ある企業は少ない。一方、米国および欧州の主要企業では一五個から二〇個の企業が最も多く二四個以上の企業も少なくない。業績予想一つにつきアナリストが一人いるはずだから、この分布図はアナリストの活動量において、日本が欧米と比べて全く不十分であることを示唆している。

次にアナリストの活動が企業の価値創造に関して有効に働いているかを確認した⁽⁴⁾。図表3では、PBRが一以上の企業を価値創造企業として時価総額と純資産額の差額を価値創造額とし、PBRが一未満の企業は価値毀損企業として純資産額と時価総額の差額を価値毀損額とした。東証一部上場企業を業績予想数でクラス分けして価値創造状況調べた。業績予想が十一個以上ある企業は一

図表3 アナリスト活動と企業付加価値

業績予想数 (アナリスト数)	社数	純資産額	価値毀損企業		価値創造企業		付加 価値額	PBR (倍率)
			社数	金額	社数	金額		
11個以上	117	182,734	15	(20,722)	102	131,726	111,004	1.61
7-10個	168	106,162	53	(11,083)	115	54,471	43,388	1.41
4-6個	210	55,658	66	(14,849)	144	21,360	6,511	1.12
2-3個	331	30,869	84	(4,009)	247	17,461	13,452	1.44
1個	364	17,196	142	(2,503)	222	4,800	2,297	1.13
ゼロ	822	27,326	466	(6,992)	356	5,081	(1,911)	0.93
合計	2,012	419,945	826	(60,158)	1,186	234,898	174,740	1.42



(注) 対象は金融4業種を除く東証一部上場企業で2019年末時点で計測、表の金額は10億円
[出所] 明田 [2020] より引用

一七社であるが、価値創造企業は一〇二社で価値創造額は一三一・七兆円、価値毀損企業は一五社で価値毀損額は二〇・七兆円であった。ネットの付加価値額は一一兆円で、これは投下されたりスクマナー（純資産額）の一・六一倍であった。業績予想数がゼロの企業、つまりアナリストの分析対象から外れている企業では価値毀損企業の方が多く、PBRも一倍を割っている。アナリストの分析量が減るほど、企業の価値創造力が低下する傾向がある。

図表3はアナリストの分析活動と企業価値創造の間には相関関係があることを示唆している。アナリストの分析活動が増えて、企業との間で実効性のある建設的な対話が行われれば、日本企業には価値創造の余地が大きそうである。

本節では日本株式市場の現状をみてきた。この現状はエリスが描く膨大な数のベスト・アンド・

ブライテストがひしめき合う効率的市場とはほど遠く、むしろ、五〇年前の米国の「勝者のゲーム」時代に近いのではないだろうか。

それでは、なぜ日本のプロの運用者である投信・投資一任部門のアクティブマネジャーが市場に勝てないのか。

四、なぜプロの運用者が勝てないのか

勝者のゲームなのになぜプロの運用者が勝てないのか。この問いに対する答えは持ち合わせていないが、解明を試みることで日本株式が低迷から脱出するための手掛かりが見えてくるかもしれない。本節では答えの候補をいくつか挙げる。

アクティブ運用でもベンチマーク対比が厳しくアクティブ・リスクの量が制限的すぎるのかも

しれない。このため市場インバクトを含む広義のコストを上回ることを難しくしている可能性がある。日本の総合的な運用会社は合議制で投資対象を絞るため「尖がった銘柄選択」が発揮されにくいのかもしれない。また、空売り戦略が取れないことがヘッジファンドなどと比べてハンデになっているかもしれない。四半期毎に成績評価を受けるため運用が過度に短期志向になっているのだろうか。長期的で深い分析力とは無縁な日々勝負の傾向があるとしたら個人や情報不足の外国投資家に勝てなくても不思議ではない。

市場がアクティブ運用とパッシブ運用だけで構成されているならコスト控除前ではアクティブ運用の平均リターンは市場と一致する。しかし、コスト控除後ではアクティブ運用の平均はパッシブ運用に負ける。これはシャープレの指摘¹⁵⁾を待つまでもなく単純な算数に基づく真理である。しかし、

日本市場には無関心投資家がいる。彼らを除いた流通株式の総体はTOPIXと相似形になっているのだろうか。もし相似形になっていないとしたらアクティブ運用の平均をTOPIXと比較すること自体が不毛な議論になりかねない。¹⁰⁶

悲しいことだが、集合知、つまり個人投資家など「集団のメンバーの大半があまり知識がなくても合理的でなくても、集団として賢い判断を下すことができ、個々の専門家の判断を上回る」ということかもしれない。ただし、このためには多様性、独立性、分散性、集約性の四条件が必要であり、現在の日本株式市場がこの条件を十分に満たしているかは疑わしい。¹⁰⁷

五、空売りは悪か

昨年一二月にGPIFから貸株停止のアナウンス

があった。このアナウンスに至るまで四回の経営委員会で執行側と一部の経営委員の間で激論が交わされ、最終的に執行側の強い意志により発出されたものである。¹⁰⁸両者とも市場全体の健全性と持続可能性を意識して行動すべきという点では一致している。執行側は貸株の用途は主として空売りであり、空売りは市場の短期志向を助長しボラティリティを高め企業の長期的成長を阻害する懸念があること、貸株は借り主の開示が行われず透明性がないこと、貸株では議決権が移転されるため議決権行使と建設的な対話が求められるスケジュールワードシップ責任と矛盾するとしていた。一部の経営委員は、空売りは短期志向を助長するのではなく流動性と市場効率性を高める効果があるなど理論的な主張と共に、貸株料収入を失うことの受託者責任的な是非も問うていた。

一部経営委員側の主張の背景を推し量り筆者の

考えも加えて整理したい。理論的には空売りはリスク資産による有効フロンティアのリスク・リターン・トレードオフを改善する。透明性を理由としてヘッジファンドを除外するなら資産運用の選択肢を狭めリターン改善機会を逸する可能性がある。何よりも空売りにより、取引の対称性が高められて（売り不足を緩和）価格形成の適正化に寄与する。株式の異常な割高状態を是正し、均衡価格へ収斂させるために空売りは不可欠な手法である。均衡価格状態が維持されるのが効率的市場であり、CAPMやAPTによる資本コスト推計の前提となる。適切な資本コストの推計があつてこそ、株式市場の資金配分機能が効果的に働き、企業の長期的かつ健全な成長が促進される。

空売りによる株価下落圧力は、アクティブマネジャーによる保有株式の売却と同じで、経営状態が思わしくない経営者に対する改善要請メッセー

ジになる。これはスチュワードシップ責任の効果的な発揮ともみなせよう。

執行側の懸念には相場操縦への危惧もあるようだが、そのような危惧は当局の規制およびインベストメントチェーン全体の協力により解消されなければならぬ。筆者は空売りが適時適切に実施されることはエリス流の効率的市場が機能するための必須条件であると考ええる。

六、パッシブ運用のジレンマ

GPIFはパッシブ運用のエンゲージメントに積極的であるが、他のアセットオーナーに同調する動きが見られない。パッシブ運用は差別化のない規格化商品だから、損得を計算するとエンゲージメントをしない方が合理的だからだろう。

この状況はゲーム理論における典型的な「囚人

図表4 パッシブ運用でのエンゲージメント活動の利得
(パネルA)利得表の定義

エンゲージメント費用 アセットオーナー利得	c.市場への影響	
	a.自社	b.他社
	自社(c+a)	他社(c+b)

(パネルB)ケース毎の利得計算

両社がする		自社だけする		他社だけする		両社ともしない	
+4	+4	+2	+2	+2	+2	0	0
-3	-3	-3	0	0	-3	0	0
+1	+1	-1	+2	+2	-1	0	0

(パネルC)利得の集約

		他社			
		する		しない	
自 社	Engmt	自社の利得	他社の利得	自社の利得	他社の利得
	する	+1	+1	-1	+2
	しない	+2	-1	0	0

(出所) 筆者作成

のジレンマ」である。図表4の例で説明する。アセットオーナーが費用負担してパッシブマネジャーにエンゲージメントを求め、その結果、市場に「全体価値向上というよい影響」を与えるとする。エンゲージメント実施を求めるアセットオーナーとして自社と他社の二社を想定し、費用を三かければ、市場に二のかさ上げ効果を生むとする。この効果は他社も享受できる。パネルAで、a欄とb欄は各々エンゲージメントした場合、マイナス三に、しない場合は〇になる。市場への影響はc欄で二〇が加わる。このとき自社の利得はc+aで、他社の利得はc+bである。ここで、エンゲージメントを両社がする場合、自社だけする場合、他社だけする場合、両社ともしない場合について利得表を作ってみるとパネルBのようになる。例えば、「自社だけする」場合、自社による市場への影響は二(この影響は自社だけ

でなく他社も享受できる)で、他社による市場への影響は○である。自社の利得は二から費用の三を引いてマイナスイになる。他社の利得は費用負担がないので、二から○を引き二である。他社にとってはフリーランチとなる。市場のかさ上げは「両社がする」戦略の場合に四(二十二)となつて最大になる。

四ケースの利得部分を抜き出してまとめたのがパネルCである。ここで、他社が「する」戦略の場合、自社の利得は自社が「する」なら一で「しない」なら二だから、「しない」戦略の方がよい。他社が「しない」戦略の場合、自社の利得は自社が「する」ならマイナスイで「しない」なら○だから、「しない」戦略の方がよい。従つて、自社にとって合理的な戦略は「しない」になる。他社にとつても全く同じで合理的な戦略は「しない」である。「する」戦略を強制しない限り、個

社の合理的行動はパネルBの「両社ともしない」状況になり、全体利得最大化に反する結果を生むことになる。

このように現下の状況ではパッシブ運用が費用をかけてエンゲージメントを行うことは合理的ではない。スチュワードシップ・コードではパッシブ運用にもエンゲージメントを求めているが、このようなジレンマ構造には目を閉ざしたまま、ただ求めるだけになっている。¹⁹⁾ 一部のアセットオーナーの求めに応じて運用会社は自己負担でパッシブ・エンゲージメントを進めているが、汎用的なテーマを多数の企業に同時に投じることが多く本格的な活動にはなっていない。

七、真の「敗者のゲーム市場」に向けて

前節までの状況は何を意味しているのか。

日本の株式市場は効率性が高いエリス流の敗者のゲーム市場になっていないということである。それにも関わらず、アクティブ運用は超過リターンを獲得できず、投資家に失望が広がってパッシブ運用化が進展している。

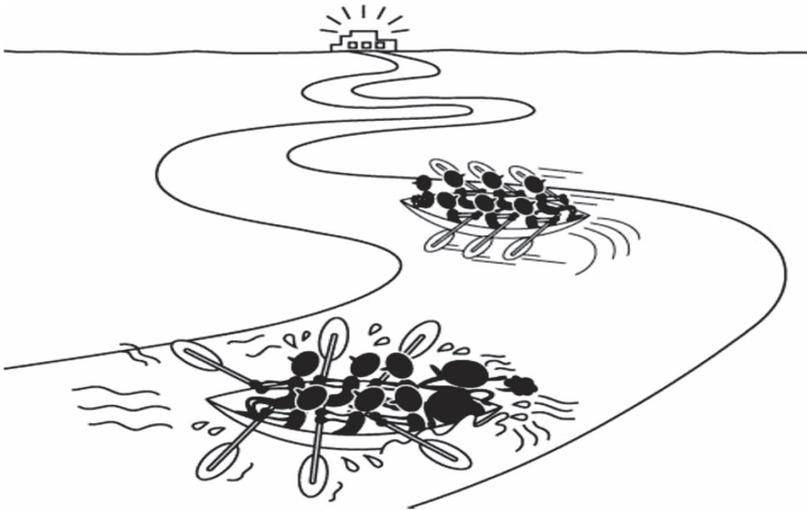
エリス流の「敗者のゲーム市場」では効率的市场が高い経済成長をもたらしているから、アクティブ運用が勝てなくても問題はない。しかし、日本の市場は高い経済成長をもたらしていないのだから市場の効率性には大きな課題があるはずだ。今のままでは敗者主導で勝敗が決まるのではなく、全員が敗者になる「敗者のゲーム」になっ

ているのではないだろうか。投信・投資一任で既にパッシブ比率が六割に達しており、非効率的市场でこのままパッシブ化が進むのは好ましくない。

当面はアクティブ運用が勝てない理由を究明して対策を講じ、勝てる環境を整えることが必要ではないか。例えば、運用会社の数を増やすこと、運用会社の専門性を高めると共に独立性と多様性も高めること、アナリストのリサーチの質を高めて量も増やすこと、貸株について受託者責任や制度的な課題を克服してパッシブ運用者が気兼ねなく供給できる環境にすること、開示資料の英文化を進めて外国投資家への情報提供を充実させること等が考えられよう。

アセットオーナーはアクティブマネジャーへの制約のあり方を再検討し、運用評価をより長期志向に変えるべきではないだろうか。パッシブ運用

図表5 黄金郷への競争



〔出所〕 明田 [2004] より引用

についてはジレンマから脱し全体利得最大化のために費用を負担して運用会社を支援してほしい。筆者はかつてパッシブ運用エンゲージメントのジレンマを克服するエンゲージメントファンドのスキームを提案したことがある²⁰⁾。この突拍子もない提案は顧みられることはなかったが、「全員が敗者のゲーム」から脱するためにインベストメントチェーンの関係者総出で様々な解決策を練っていただきたい。

図表5でボートは株式市場を、船頭はパッシブ運用を、漕ぎ手はアクティブ運用をなぞらえたものである²¹⁾。スイスイ進むのが効率的市場で、迷走しているのが非効率的市場である。どちらも船頭の方が漕ぎ手より前にいる。船頭をスリム化し漕ぎ手を増やしてその体制を整え、ボートの迷走を終わらせよう。前のボートと後ろのボートで表面的には漕ぎ手は船頭に劣後するという点で同じで

も、経済成長および国富の増大という点でボートの位置は大きく異なるのだから。

(注)

- (1) ハンス・ロスリング、「FACTFULNESS (ファクトフルネス)」(日経B P社、二〇一九年一月)より引用した。
- (2) 塩村賢史、「パッシブ運用の機能分化と付加価値向上策」指数会社・運用会社とのアライアンス強化策を中心に「GPIFワークングペーパー、二〇二〇年二月四日
- (3) GPIF、「株式レンディングの停止について」、二〇一九年二月三日。貸株を行っていた外国株式について停止したが、国内株式については従来から貸株は行っていなかった。債券レンディングの停止は検討していない旨を明言している。
- (4) 日本経済新聞記事、「資産運用力向上へ新組織、金融庁業務内容を分析、指導も 外資も呼び込み」、二〇二〇年二月三日
- (5) 本稿中の事実認識・意見・提言はすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したのではない。
- (6) チャールズ・エリスによる「敗者のゲーム 原著第六版」(日本経済新聞出版社、二〇一五年一月)および
- (7) 「チャールズ・エリスのインデックス投資入門」(日本経済新聞出版社、二〇一七年二月)に詳しい。
- (8) 筆者が聞き及ぶ範囲でも、常勝のヘッジファンドマネジャーが存在しているが、キャパシティを厳格に守るため既存顧客ですら新規資金の運用委託はほとんど不可能だそう。つまり新規の運用委託先探しという視点からは存在していないのと同じである。
- (9) 前掲のハンス・ロスリングの著書による。
- (10) 東京証券取引所の統計資料を使い、投資部門別株式保有割合は二〇一八年三月と二〇一九年三月の時価総額の平均に基づき計算し、投資部門別売買割合は二〇一八年度の売付け金額と買付け金額の合計額から売買割合を計算した。投資一任分は、保有は日本投資顧問業協会の統計に基づき、売買金額は売買金額・保有金額比率が投資信託と同じと仮定して、金融機関の売買金額から移した。
- (11) 日本投資顧問業協会のスチュワードシップ・アンケートの統計から投資一任運用の五七%が、東京証券取引所の投資部門別保有状況と投資信託協会の株式投信商品分類別内訳のデータを合わせると国内株式運用のうち六七%以上がインデックス運用である。
- (12) 個人の中には創業者などの固定株主もある比率で存在する。株式運用者とは言えないという意味で彼らも「無関心

「投資家」に分類されよう。

- (12) 日本経済新聞記事、「株取引過度な自粛待った 金融庁、異例の呼びかけ 経営者は法令違反警戒」、二〇二〇年二月一九日

- (13) 英文の統合報告書やアニュアルレポートの発行企業数も気になるが、そのような統計があるのか不明である。

- (14) 明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造(二〇一八年二〇一九)」、日本証券経済研究所、トピックス、二〇二〇年二月

- (15) William F. Sharpe, "The Arithmetic of Active Management", *Financial Analysts Journal*, January/February, 1991, pp.7-9

- (16) TOPIXも流通株式ベースの時価総額指数なので、この視点は杞憂かもしれない。なお、大和日本株インデックスのデータを使って簡易計算すると、最近一〇年では、流通株式部分は非流通株式部分に対して年率で一・二％、一・五％程度負けている。

- (17) ジェームス・スロウィッキー、「みんなの意見」は案外正し(原典は『The Wisdom of Crowds』、角川文庫、平成二十一年一月)

- (18) GPIF、第二八回、第三二回、第三三回、第三四回の経営委員会議事概要での「株式の証券貸付運用の取り扱い

について」

- (19) 日本版スチュワードシップ・コード改訂版の指針四の二
(20) 明田雅昭、「パッシブ運用のエンゲージメント」論点整理と提案」、CGSAフォーラム、二〇一八年

- (21) 明田雅昭、「原点に戻って考えるアクティブ運用の価値」、FUND MANAGEMENT、二〇〇四年新春号

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)