



ご参考資料



ピクテ・グローバル・マーケット・ウォッチ 2017年6月6日
グローバル

Pictet Global Market Watch

パッシブ運用で見逃されている落とし穴とは

ピクテ・パートナーのルノー・ドゥ・プランタが急拡大するパッシブ運用(市場全体の値動きを示す指数との連動を目指す手法)について考察したコラムがフィナンシャル・タイムズに掲載されました(図表1参照)。コラムの要約をもとに、パッシブ運用が急拡大した場合の問題点を解説します。

パッシブ運用の光と影

パッシブ運用による運用資産の増加が報道等で見聞されます。拡大の理由を、株価指数連動型ファンド(以後、インデックス・ファンド)を例に考えると、インデックス・ファンドがあたかも全てを治す「万能薬」と見られていることがあげられます。インデックス・ファンドが、あたかも金融市場にある有毒物質を除去し、市場を完全な健康体に回復させるものだと言われることもあります。

この説明は、一見、説得力ある議論のようにも思えます。パフォーマンスが振るわないにもかかわらず、高額な運用報酬を徴収するアクティブ・ファンドの運用会社が長いこと居座り続け、投資家にリターンを提供できないケースも、ままあったからです。

しかし、一方で、良く考えてみると、インデックス・ファンドが奇跡的な治療薬でないことも明らかでしょう。むしろ、インデックス・ファンドは、適度に使えば効果が期待できるものの、使い過ぎると副作用をもたらす抗生物質のようなものだと考えるべきではないでしょうか。

この例えを現実に置き換えてみましょう。(株式)インデックス・ファンドが足元の伸び率で増え続けると仮定します。すると、2030年には、全上場銘柄を保有する可能性があります。そうなれば、便利なインデックス・ファンドが自由市場経済にとり脅威となりかねないのです。

この点をさらに深く理解するために、次にインデックス運用の投資手法とインデックス・ファンド業界の仕組みを詳細に検討し、問題点を探って行きましょう。

インデックス運用の投資手法が引き起こす思わぬ問題点

インデックス・ファンドの運用では、主要株価指数に占める時価総額(組み入れ比率)の高い企業の株式には、企業の業績(パフォーマンス)の良し悪しにかかわらず、多額の資金が集まる仕組みとなっています。したがって、インデックス・ファンドが投資資金の流出入の大半を占める状況においては、株価が、企業の内在する価値や

図表1:フィナンシャル・タイムズ紙の掲載コメント



フィナンシャル・タイムズ紙 2017年5月30日発行

将来性を測る尺度としての機能が損なわれてしまいます。このため、資本コストと信用力の価値判断が歪められる懸念があります。

このような状況では、誤った資本配分が常態化し、結果として(資金の集中による)資産バブルの発生が懸念されます。一方、将来性のある革新的な企業が資金不足に陥るという状況が生み出される恐れがあります。

<次ページに続く>

のような環境は、生産性あるいは経済成長にとって望ましい状況とは思われません。

インデックス運用の割合がアクティブ運用に比べ小さければ、ここで指摘した問題は気にする必要はないかもしれませんが。しかし最近のインデックス・ファンドの拡大と、次のインデックス・ファンド業界の動向を考えると、問題はより深刻と思われれます。

インデックス・ファンド業界の動向がもたらす問題点

状況を更に悪化させる可能性がある要因として、インデックス・ファンド市場に見られる集中の度合いがあげられます。インデックス・ファンド市場は、実質的に、巨大な資産運用会社3社が株式インデックス・ファンドのほぼ4分の3を支配する寡占状況となっています。

3社は、無制限に経済規模の追求を重ねることで、コスト引き下げが可能となり、資産(インデックス・ファンドの残高)を積み上げてきました。また、流動性や資産規模が運用の制約となりえるアクティブ運用会社とは対照的に、資産を集めれば集めるほど手数料の引き下げが可能となるため、事業を拡大し続けられる構造とも捉えることが出来ます。

ここに重要な意味合いが含まれます。インデックス商品に対する需要が増すにつれ、世界の上場銘柄のうち、上記3社グループの支配下に置かれる銘柄の割合が増え続けることとなるからです。実のところ、3社は、既に、米国の大型株式の20%近くを保有しています。

資産運用業界が(商品や品質で他社と区別がつかない)コモディティ化した場合、論理的な結論として、全ての業界が3社に飲み込まれてしまうことさえ懸念されます。

では、実質的に議決権を行使しない投資家とみなされる少数のインデックス・ファンドのグループがある特定の業界に属する大半、あるいは、全ての企業を支配(議決権を占める)した場合、何が起こるのでしょうか？以下の2つの展開が考えられます。

1つ目は、企業のガバナンス基準が形骸化する恐れです。2つ目は、企業の競争力が失われる懸念です。少数のインデックス・ファンドが独占的に企業を占有すれば、重複保有という状況が発生し、寡占企業が結託する馴れ合いの慣行が競争力を低下させる可能性があります。最近発表された複数の学術論文を見ると、企業の株式がインデックス・ファンドを中心とする少数のグループに集中的に保有されていると、その業界の競争力が失われ、その過程で消費者に悪影響が及ぶことが示されています。

例えば、米国の航空業界では、パッシブ運用に特化する同一の巨大なインデックス・ファンドの運用会社が、業界の最大手企業を保有していますが、その結果企業間の競争力が失われ、航空運賃が急騰した例が見られます。

米国の銀行業界でも同様の状況が認められます。インデックス・ファンド運用会社という小さなグループが買い集めた銀行株と、預金口座のサービス手数料の引上げの間には強い関連性が認められるとの調査結果も複数、報告されています。

この他にも幾つかの業界で、インデックス・ファンドの大量保有による影響が見られます。影響が最も明らかなのは、公益、エネルギー、電気通信など、資本集約的なセクターであるか、もしくは既に集中化が進んでいるセクターに見られます。

もちろん、インデックス・ファンドによる支配は一晩のうちに起きるわけではありませんが、インデックス・ファンドの規模増大に対し注意を怠っていると、市場経済の機能が徐々に歪められる危険性を潜在的に持ち合わせていることを指摘しているのです。

地政学的リスクからの側面も見逃せません。資本市場の大部分を保有することとなれば、最大手のパッシブ・ファンドの運用会社は株価指数や債券指数の構成についての発言権を強めることとなります。その結果、ベンチマーク指数にどの国または銘柄を採用、または除外するかについての実質的な決定権を握ることとなり、グローバルな資本の流れに強い影響を与えることが懸念されます。このことは、最近、ブラックロック社が、MSCIグローバル株価指数の中国A株採用に賛成の意向を示したことから確認されます。

このことは、権力の過度の集中の例と見る事が出来るかもしれません。

結びにかえて

もつとも、上述のどれも、優れたパフォーマンスの獲得と顧客へのリターンを提供を期待されるアクティブ・ファンド運用会社の使命に影響を与えるものではありません。また、パッシブ運用の有効性を否定するものでもありません。インデックス商品は確かに投資家に利便性を提供します。ただ、問題としているのは、投資家の大半がインデックス商品を利用する状況では、インデックス・ファンドの運用会社が経済システム全体に損害を与える恐れがあるということです。パッシブ運用は、抗生物質と同じで、使い過ぎると問題を解決する以上に新たな問題を引き起こす可能性があるということです。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

ピクテのウェブサイト 最新情報にキャッチアップ！

ピクテ

検索

<http://www.pictet.co.jp>

Market Flash マーケット関連ニュース

ヨーロッパから見た世界のマーケット関連情報
ピクテならではの分析はこちら

MF

<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/markets>

Today's Headline 今日のヘッドライン

今、マーケットで注目の話題をプロの視点でレポート
平日夕方 毎日配信中！

TH

<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/headline>

Fund Watch ファンド関連ニュース

ファンドの現状と日々変動するマーケットの関係を
詳しく、解りやすく解説します

FW

<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/fundinfo>

※MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。