

パッシブ運用に潜む落とし穴

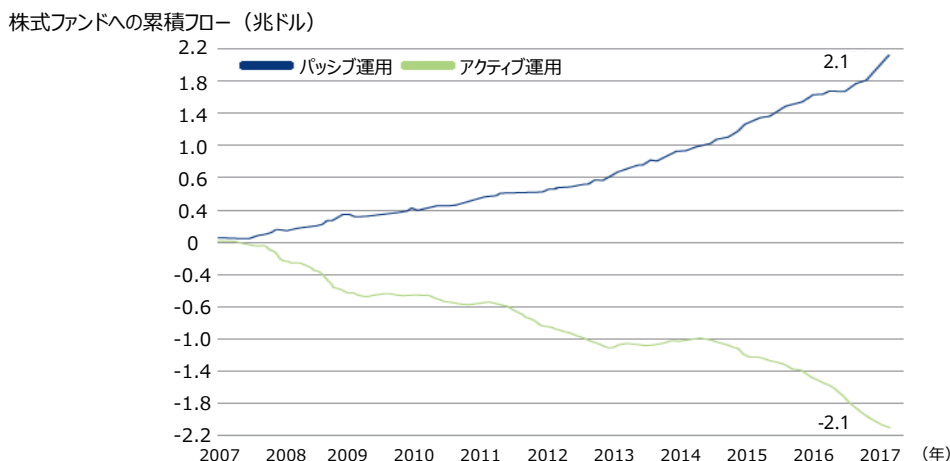


過去10年間におけるパッシブ運用の台頭は目を引くものがあり、「アクティブ運用 vs パッシブ運用」を巡る議論は収まる気配がありません。しかし、この議論は、「マーケット全体のうち、どれだけの資産がパッシブ運用されているのか」に焦点が当てられることが多く、誰が、どのような理由でその企業の株式を購入しているのか？などの「資金フロー（流れ）」について議論されることは、多くありません。企業のファンダメンタルズを深く考慮せずに、その企業の株式を購入することは、マーケットの価格形成を歪める可能性があります。

2007年以降、グローバル全体でパッシブ運用へ流入した資金は、2兆1,000億ドルに上ります。（機関投資家の個別アカウントを除く）これは、アクティブ運用から流出した2兆1,000億ドルの資金を相殺することになります。マーケット全体のうち、パッシブ運用されている資産は世界で約40%に上ると見積もられており、その割合は今後5年間で、全体の60%にまで上ると予想されています¹。パッシブ運用に類似している、非時価総額型のインデックスタイプの戦略ファンド（ファクター投資ファンドも含む）も含めると、その割合はさらに高くなると考えられます。

2017年初から7月末までの間で、パッシブ運用の株式に流入した資金は、米国だけでも3,910億ドルに上ります。

パッシブ運用 vs. アクティブ運用の株式の資金フロー



パッシブ運用（およびパッシブに準ずる運用）のコストの低さは明らかに利点ではありますが、果たしてそれだけで良いのでしょうか？

個人にとってはプラスであっても、全体への影響は必ずしもプラスであるとは限らないという「貯蓄のパラドックス」（ケインズ）と同じような効果が、パッシブ運用にも見られるのではないかと考えます。つまり、パッシブ運用は個々人の投資家にとっては、低コストという利点がありますが、全体としてのリターンは低くなる（またはハイリスク）という「パッシブ運用のパラドックス（落とし穴）」が存在するのではないのでしょうか？何をどのような理由で購入しているのかについて深く考えられることがないまま、日々パッシブ運用に資金が流入していますが、この不合理な行動が、もはや持続可能でなくなる転換点が存在すると考えます。では、どこが転換点となるのでしょうか？転換点を迎えつつある、若しくは、マーケットによっては、すでに転換点を過ぎてしまった可能性があると考えています。

パッシブ運用の主張は、コストが低いという点にあります（世界最大規模のSPDR・S&P500・ETFのコストは0.09%、バンガード・トータル・ストック・マーケット・ETFのコストは0.04%）、これらのパッシブ運用を採用する投資家は、当然ながらコストだけでなく、トータルのパフォーマンスも気にしていることでしょう。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

1:ドイツ銀行、2017年5月25日

パッシブ運用に潜む落とし穴

考慮されないバリュエーションや株価

パッシブ運用（およびパッシブに準ずる運用）は、バリュエーション、株価、（そしてガバナンスや資本管理など）を考慮しません。パッシブ運用者は、時価総額などに基づくインデックスの構成を再現するという、特定の基準に従って投資を行っています。これは、企業が大きくなるほど、より多額の資金が流入するという、やや不条理な結果を生み出します。このため、パッシブ運用が行われているインデックスは、マーケットの歪みを創出する傾向があります。

“パッシブ運用は歪みを創出する運用方法である”、または“パッシブ運用自体が歪んでいる”と主張しているものではありません。もし、インデックスが資産配分においてマーケットの効率性を正確に反映しているならば、パッシブ運用への資金流入・流出はマーケットの歪みには繋がりません。しかし、もしもインデックスに歪みがすでに存在していたり、インデックスを構成するサブセクターへ多額の資金流入が起こると、パッシブ運用への資金フローは、歪みを強める可能性があります。

この歪みの修正は、パッシブでない（アクティブ）投資家によって行われ、アクティブ投資家が株価に影響を与えることができる範囲内で修正されます。ただ、アクティブ投資家が大口の売り手となり、パッシブ投資家が大口の買い手となっている現在は、このメカニズムは働きません。さらにこの歪みは、特定の株式にバイアスをかける非時価総額型インデックスの投資家の登場により複雑化しています。

現在、一般消費財・サービスセクターの主役、S&P500で1.82%を占め（2017年8月21日時点）、時価総額第4位であるアマゾン為例に挙げます。今年のS&P500の上昇率が8.4%であるのに対し、アマゾンの株価は27%上昇しました（2017年8月21日時点）。2012年末時点で1,140億ドルであったアマゾンの時価総額は、現在4,570億ドルにまで成長しています²。

アマゾンの株価収益率（PER）は200倍以上、配当金はかつて支払われたことはありません。そして約1,350億ドルの売上高から24億ドルの純利益を創出しており、営業利益率は、3.1%です（過去10年間で5%を上回ったことはありません。）³。

それでも、アマゾンは179本のETFの構成銘柄であり、そのうちの105本のETFで上位15位の構成銘柄となっています。例えば、下記のETFなどが挙げられます⁴。

（2017年8月21日時点）

ETF	アマゾンが占める割合 (%)
小売 ETF、一般消費財・サービスセクターETF	12-18%
i シェアーズ・北米・テクノロジーETF	6.8%
i シェアーズ・モーニングスター・大型成長株 ETF	6%
SPDR S&P・1500・モメンタム・ティルト ETF	2.4%
ダイヤモンド・ヒル・バリュエーション・加重・500・インデックス ETF	2.2%
グローバル・カトリック・バリュエETF	1.9%

このように、多くのETFの上位構成銘柄として組み込まれた結果、アマゾンはS&P500の時価総額の1.8%を占める一方、アマゾンが構成銘柄として組み入れられているETFに占める割合は2.5%となっています。つまり、これらのETFに1ドル資金が流入するごとに、アマゾンに時価総額ウェイトの139%に相当する資金が配分されることとなります。さらに注目すべき事実は、アマゾンの大株主による資金フローです。米国における報告書によると、2017年初から6月30日時点で下記の事項が記載されています。

- ・アマゾンの創設者であるジェフ・ベゾスは約17億ドル分の株式を売却
- ・上位5社のアクティブ・マネジャーは102億ドル分の株式を売却
- ・上位3社のパッシブ・マネジャーは58億ドル分の株式を購入

ここでリスクとなり得るのは、仮にパッシブ運用への資金流入が現在のペースで続いた場合、アマゾンの株価はさらに上昇することで割高となり、アクティブ・マネジャーはアンダーパフォーム、そしてパッシブ運用の資金流入はさらに加速するという循環が出来上がることです。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

2: トムソン・ロイター・データストリーム、2017年8月21日時点 3: トムソン・ロイター・データストリーム、2016年第4四半期時点 4: ETFデータベース、2017年8月21日時点

パッシブ運用に潜む落とし穴

重要なのはストック（保有額）ではなくフロー

パッシブ運用されている資産は、いまだマーケット全体の50%に満たず、これらは株価を（まだ）歪めるには至っていないという主張が見受けられます。ドイツ銀行の試算（株主名簿の分析に基づく）によると、米国のパッシブ運用による株式保有は、22%程度であり、他のどの国よりも低いという結果が出ています（この結果はおそらく、ファンドやETFを通さずに購入するパッシブの機関投資家による所有は含まないとみられます）。これは、興味深い試算ではありますが、マーケットの歪みを探るための手掛かりになるとは言い難いでしょう。パッシブ投資家による大規模な株式保有（インデックスファンド、基金、チャリティー等）は、売買しない限り、株価に影響を与えることはありません。「ストック」ではなく「フロー」が株価を動かすのです。従って、パッシブ投資家による株式所有が、いまだに少数であったとしても、その事実はあまり重要であるとは言えず、資金フローこそが重要になります。

上記のアマゾンの分析をさらに広げて、米国内の時価総額上位15社の株式の株主名簿に目を向けてみましょう。下記は上位10株主の2017年初から7月30日までのこれらの株式の売買状況を示しています。

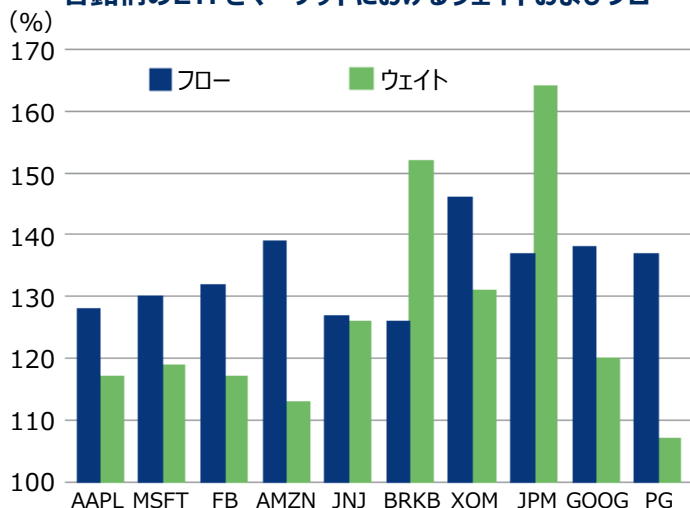
・企業のオーナーは40億ドルを売却（主にアマゾンとマイクロソフト）

・アクティブ・マネジャーは64億ドルを売却（大部分はアマゾン）。ちなみにアップルを除くと148億ドルに上る売却となる

・パッシブ・マネジャーは544億ドルを購入

パッシブ運用などによる歪みを分析するための一つの方法として、これらのETFを構成する株式のウェイトと時価総額ウェイトとの比較があります。ここでは、ETFに含まれる各構成銘柄の金額加重ウェイトをS&P500におけるウェイトと比較します。金額加重ウェイトは、ETFの各構成銘柄を金額ベースで測り、それらすべてを加算することにより算出しています。もし、ETFにおける金額加重ウェイトが、マーケットにおける時価総額ウェイトよりも大きい場合は、パッシブ運用がこれらの株式をオーバーウェイトすることに寄与していることとなります。下図を参照してください。フロー（青）は、各銘柄がETFに占める金額加重ウェイトの、S&P500に占める各銘柄のウェイトに対する割合を示しています。また、ウェイト（緑）は、直近12ヵ月間のETFにおける各銘柄の資金フローの、S&P500における各銘柄の資金フローに対する割合を示しています。

各銘柄のETFとマーケットにおけるウェイトおよびフロー



※フローは、2017年8月21日までの12ヵ月間のフローを示しています

出所：ブルームバーグ、ETF データベースよりシュロダー作成

AAPL=アップル、MSFT=マイクロソフト、FB=フェイスブック、AMZN=アマゾン、JNJ=ジョンソン & ジョンソン、BRKB=パークシャー・ハサウェイ、XOM:エクソン・モービル、JPM=JPモルガン・チェース、GOOG=アルファベット、PG=プロクター & ギャンブル

S&P500の上位10銘柄のすべてにおいて、過去12ヵ月間でS&P500の時価総額ウェイトから想定される資金フローを大幅に上回る、パッシブ運用からの資金フローが見られます。そして、ETFにおける各銘柄の金額加重ウェイトが、広範なマーケットインデックスの中の各銘柄の時価総額ウェイトを大幅に上回っています。例えば、全てのETFに含まれるアマゾンの金額加重ウェイトは、時価総額ウェイトの139%にもなります。同様に、過去12ヵ月間でアマゾンに流入した資金フローの総金額価値は、S&P500が示唆するよりも13%上回っていると言えます。

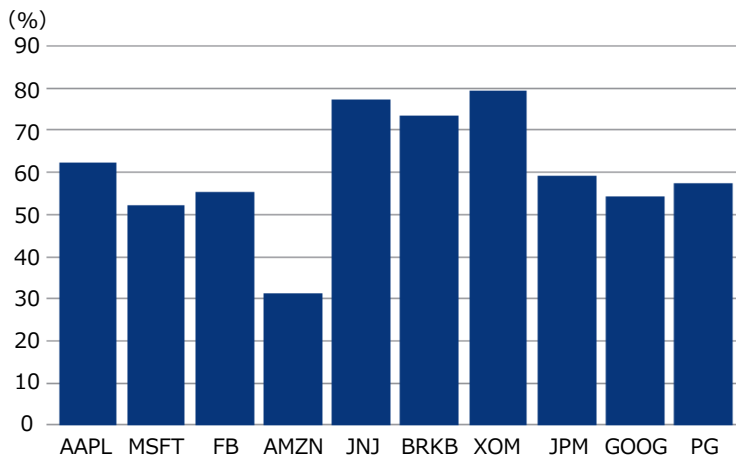
パッシブ運用に潜む落とし穴

全体として完全にパッシブ運用と言えるポートフォリオは存在しない？

実際のところ、全体として完全にパッシブ運用と言えるポートフォリオは存在しないでしょう。資金流入・流出のキャッシュフローが存在するということは、ほとんどの投資家が全体の投資戦略としてアクティブなアプローチを採用していることを意味します。可能な限り低コストな戦略の構成銘柄を獲得することは、道理にかなっているとも言えますが、投資家は、それぞれの銘柄が全体としてどのように作用しているかについて考慮するべきでしょう。これには、各銘柄についての知識とマネジメントが必要となります。最低価格の部品のみを用いて製造された車は、おそらく安価ではありますが、良好に走行はできません。

また、投資家はパッシブ運用の比率が高くなるほど、企業のカバレッジ面での厳しさが増すことを念頭に置いておく必要があります。どの程度パッシブ運用が、企業のカバレッジに関与すると言えるでしょう？これは、パッシブ投資家がこれらの企業の大株主である今、考えるべき課題であります。

上位10株主のうちパッシブ・マネジャーが占める保有割合



出所：ブルームバーグよりシュローダー作成、2017年6月30日時点

AAPL=アップル、MSFT=マイクロソフト、FB=フェイスブック、AMZN=アマゾン、JNJ=ジョンソン & ジョンソン、BRKB=パークシャー・ハサウェイ、XOM=エクソン・モービル、JPM=JPモルガン・チェース、GOOG=アルファベット、PG=プロクター & ギャンブル

結論

ポートフォリオ運営を低コストで行いたいという投資家の願望は理解できますが、投資家は、常に何を購入しているのかについて熟知しておくべきです。パッシブ運用（およびパッシブに準ずる運用）は、現在マーケットを歪める要因となっていますが、いつ状況が反転するかわかりません。多くの投資家は低コストに惹かれてパッシブ運用という流行に便乗してきましたが、いずれこれが高価な過ちであることが判明し、パッシブ運用に潜む落とし穴にはまったことに気付く日が来るかもしれません。

本資料に関するご留意事項

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において作成者が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。