

市場のパッシブ化は アクティブ運用の追い風か

諏訪部 貴嗣 CMA

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

パッシブ運用全盛である。日本国内においても、S&P500や全世界株式（オール・カントリー）型インデックスファンドへの資金流入は顕著であり、個人投資家の投資行動に構造的な変化をもたらしている。この傾向は日本国内に限ったものではなく、世界的に上場株式投資におけるパッシブ運用の比率は急速に高まる傾向がみられている。このままパッシブ運用が拡大を続け、アクティブ運用は縮小の一途をたどるのだろうか。それともパッシブ化が過度に進んだ株式市場は非効率になり、アクティブ運用に活躍の余地が増えるのだろうか。

本稿では、パッシブ化の進展が市場効率性に及ぼす影響に関する議論を整理した上で、パッシブ化を含む近年の市場構造の変化が生み出した市場の歪みについての最近の研究を概観する。そして、それらがアクティブ運用の将来に与える影響を考察する。

2. パッシブ化の進展と市場効率性への影響

Sharpe [1991] は、すべてのパッシブ運用とアクティブ運用の合計が市場だとすると、コスト

控除前のパッシブ運用のパフォーマンスとアクティブ運用のパフォーマンスの平均は一致しなければならない、アクティブ運用にはコストがかかることを考慮すると、コスト考慮後のアクティブ運用は平均的にはパッシブ運用を下回らざるを得ないと主張した。現実には、すべてのパッシブ投資家が同じ“市場”インデックスに投資をするわけではないこと、上記の“アクティブ運用”は機関投資家に限らずあらゆるアクティブな運用を含むこと、新規上場、株式の発行・自社株買いなど市場ポートフォリオが変化することの影響があることなど一定の反論の余地はあるが、強い説得力がある。実際、アクティブファンドの運用フィー控除後のパフォーマンスが、パッシブファンドを平均的に下回るという報告は多い。例えば、SPIVA（注1）による最近の調査では、米国大型株のカテゴリーにおいて、2025年末時点で過去15年間のデータをみると、89.9%のアクティブファンドがS&P500をアンダーパフォーム、日本株においては76.0%がS&P Japan500をアンダーパフォームしていた。

では、パッシブ運用の拡大はどこまでも続き、市場は完全にパッシブ化するのであろうか。有名

(注1) <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/>