

企業統治改革促すパッシブ偏重修正

企業と投資家の協創・対話促進、努力企業が報われる

2017/9/4

日本株市場ではゆうちょ銀行が株式のアクティブ運用を検討するなど、インデックス重視のパッシブ運用偏重からの修正機運が見られ始めた。これまでのパッシブ偏重は日銀によるETF（上場投信）買い増しとあいまって、投資家と企業との直接対話や緊張感の欠如が問題視されてきた。しかし、漸進的ながらもアクティブが広がると、企業と投資家の協創・対話促進を通じたコーポレート・ガバナンス（企業統治）改革が後押しされる。投資先の選別が企業に緊張感を促すほか、努力企業が株価評価で報われる好循環を生む。

パッシブ偏重と日銀株主化、企業との対話阻害

「日本株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だ」――。

日本でROE（自己資本利益率）革命に先鞭をつけた経済産業省の伊藤レポート（「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」、2014年8月）では、このような提言がなされた。金融庁が今年5月に取りまとめた「責任ある機関投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」改訂版でも、改めてパッシブ運用に際しての注意点が強化されている。

現在は米国など世界的にも、インデックス重視のパッシブ運用の過剰偏重が問題になってきた。今年7月24日にはヘッジファンド運営会社エリオット・マネジメントの創業者で資産家のポール・シンガー氏が、投資家向けレターで「パッシブ運用投資の脅威が拡大しつつある」と警告を発したばかりだ。同氏は「パッシブ投資には資本主義を破滅させる危険がある」、「自由市場資本主義の成長創出とコンセンサス形成の見通しを破壊する要因に成り下がっている」、「パッシブ戦略を採用するファンド運営会社には、経営の好転と株主価値の創造を企業に迫るインセンティブが欠けている」などと痛烈な批判を行った（ブルームバーグ）。

その中で8月31日に、日本のゆうちょ銀行は、市場環境が整い次第、株式のアクティブ運用を開始する方針が明らかになった。当面は1000億円を目指し、5-10年で数千億円規模に増額する意向とされる。ゆうちょ銀行のアクティブ開始については、「資産運用規模の大きさに比して、対応が遅すぎる」、「ゆう

ちょ銀行が動く前に候補株は先回りを買われてしまい、高値掴みとなる」、「ゆうちょ銀行が売り買いするだけで、自らが個別株の変動幅を大きくしてしまう」といった懸念も指摘されている。

それでもゆうちょ銀行のような有力投資家がパッシブ偏重を見直すことは、日本株市場の厚み拡大と企業統治改革の深化でプラスとなるものだ。伊藤レポートではパッシブ偏重の問題点として、1) 資産運用者による個別企業の深い分析に対する需要を減退させ、アナリストの個別企業に対する深い分析に対するインセンティブを減退させた、2) 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」促進につながらない、3) 変革しようとする努力企業が、その他の企業に埋もれてしまう、4) 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――といった弊害を指摘している。

指数内での個別格差拡大、インデックス伸び悩み

しかも現在の日本では日銀がETF（上場投信）の買い増しと個別企業の大株主になる現象が続いており、これまでのパッシブ偏重に拍車を掛ける形で「株主投資家と個別企業の直接対話の不足」や「企業サイドの株式価値向上努力への緊張感欠如」などが問題になってきた。加えて日銀ETF買いのあおりを受けて、時価総額の大きい個別銘柄は収益見通しを無視する形で底上げされ、割高感が強まるといった弊害も生んでいる。

さらに現在の日経平均やTOPIXといったインデックスでは、勝ち組と負け組の格差が拡大してきた。東芝のような個別企業の経営問題のほか、世界的なITハイテク関連ブームといった新たな時代潮流、これまで日本株のインデックスを牽引してきた自動車や銀行などの構造的な成長の壁――といった問題などもあり、「買われる銘柄は過剰に買われ、取り残された銘柄は割安なまま放置される」という二極化、三極化も見られている。世界的な低成長と低金利の時代を迎えるなか、これまでのようにマクロ景気便乗、金利動向連動の形で、簡単には収益が上乗せできない厳しい時代環境に直面している。

最近では9月1日までの直近5日間に、日経平均は急落と反発という振幅が観測された。全体株の急落は割安株の下値拾いの好機となるが、同期間中における個別リターンでは、年初から+107%もの上昇となっている東海カーボンが一段高となっている。同じく年初来のリターン成績で大幅プラスの上位銘柄のうち、安川電機、昭和電工、資生堂、東ソー、東京エレクトロン、デンカ、大成建設、三菱ケミカ

ル、スズキ、ソニー——などがプラス成績となり、下押しの浅いま再上昇となってきた。

反対に年初からのマイナス幅が大きいワースト銘柄では、直近5日間の押し目買い好機でも、ファースト・リテイリング、コニカミノルタ、ユニー・ファミリーマート、SUBARU、電通——などはマイナス成績で一段安となっている。日本や海外とも緩やかながら景気は回復を維持している中でも、個別構成銘柄の格差、しかも従来の優良銘柄の中でも格差が拡大している。

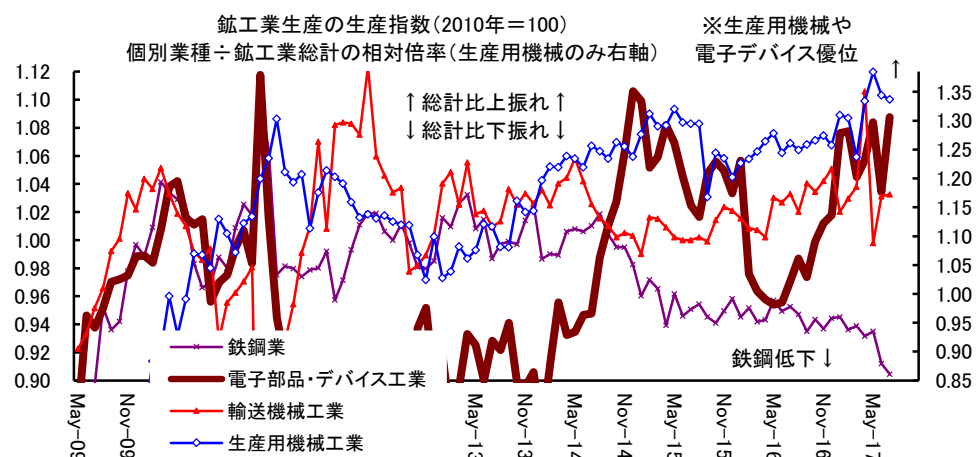
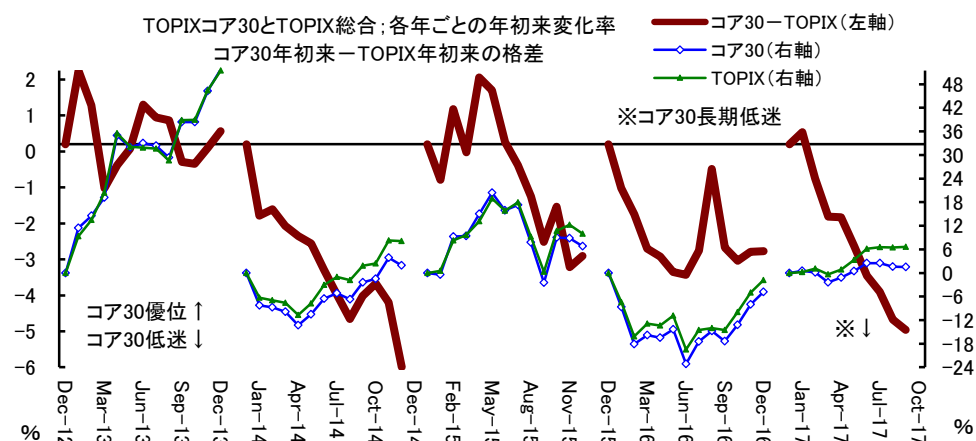
産業構造の主役変化という点では、最新7月の鉱工業生産でも優勝劣敗の格差拡大が再確認された。生産指数(2010年=100)のうち、個別業種の指数が鉱工業総計を大きく上回ったセクターとして、生産用機械、電子部品・デバイス工業、はん用機械などがあつた。それに対して電気機械や輸送機械などは過去の生産回復局面に比べて、総計に対する上振れ度合いが限定的となっている。鉄鋼や金属製品、繊維などは過去比で下振れるなど、業種間での回復度合いに格差が広がってきた。

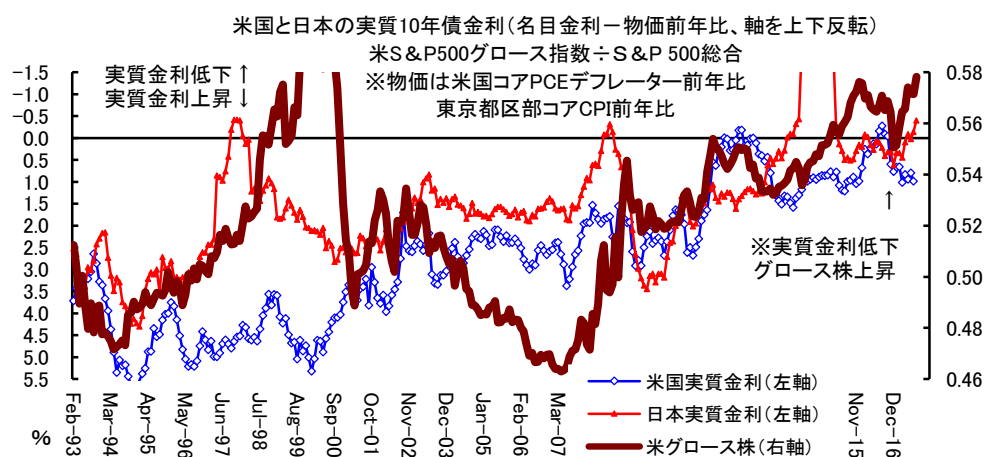
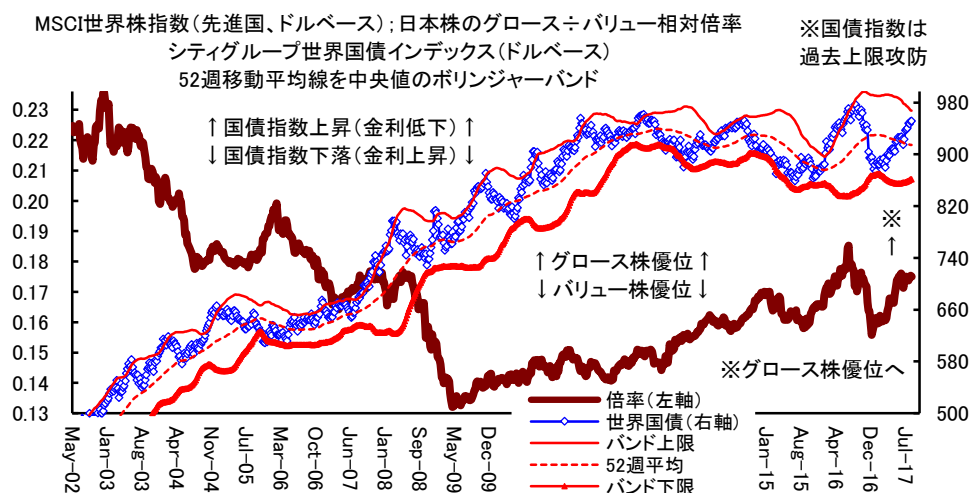
結果、インデックス型の運用では平均ベースでのリターンが、相対的に伸び悩んでいる。さらに米国株市場におけるFANG4銘柄のように、過剰に買われ

過ぎた株価の変動でインデックスが大きな影響を受けたり、負け組株の底なし下落がインデックス成績の足を引っ張ったり、といった不安定さもリスク要因となっている。

すでに米国では過度なパッシブ偏重のリスク増大もあり、修正の動きが見られて始めた。ブルームバーグと米投資信託協会(ICI)の集計データによると、今年1-7月に資金をアクティブ運用ファンドからパッシブ型のETF(上場投信)に移した投資家の割合が、過去2年に比べて半減してきた。しかも、アクティブ型の成績自体、が約10年ぶりの好調となっている。

世界的なITハイテク・ブームや第4次産業革命などの新産業創出、世界的な需給ギャップ改善と低インフレ、低金利の持続、新興国経済の復調などもあり、パッシブやバリュー投資よりも、アクティブやグロース投資のほうがリターンの得られる環境となってきた。もちろん、いずれも先行き逆流反転の危うさをはらんでいる。それでも世界的な低成長と低インフレ、低金利の長期化見通しは根強く、運用資産のリスク分散や運用難の中での収益確保という点で、日本株市場でも中長期投資でのアクティブ運用の重要性は高まっている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。