Vanguard®

# アクティブ運用とパッシブ運用

いろいろなファンドが、いろいろな市場やセクターに投資しています。どこへ投資するかにかかわらず、ファンドを運用しているファンド・マネージャーは、基本的な2つの運用アプローチのうちのどちらか1つを採ります——アクティブ運用、パッシブ運用のどちらかです。

あなたが株式や債券への投資を検討する際に、資金を1本または複数本の投資信託へ投資しようと考えることもあるでしょう。投資信託とは、数多くの銘柄を組み入れた合同運用商品です。少数の個別株式や個別債券の銘柄に投資することから生じるリスクを軽減できます。

ファンドや、複数ファンドの組み合わせを選択する前に、その違いを理解することが重要です。違いを理解することで、あなたの投資目的を正しく反映した投資ポートフォリオを構築することができます。

本ガイドでは、アクティブ運用とパッシブ運用という2つの運用アプローチについて、それぞれの仕組みを説明します。

## 目次

# アクティブ株式運用

アクティブ運用ファンドは、特定の市場インデックスまたはベンチマークのリターンを上回る運用成績を目指します。

アクティブ運用アプローチを採用するファンド・マネージャーは、特定の株式インデックスや債券インデックスを上回るリターンを上げるか、あるいは特定の投資目標を達成することによって、市場平均を超える運用成績を収めることを目指します。

この目的達成のため、ファンド・マネージャーは知識とスキルを駆使して市場を分析します。そして、現時点で過小評価されている（とファンド・マネージャーが判断する）銘柄のうち、今後株価の上昇あるいは増配が見込まれる（とファンド・マネージャーが判断する）銘柄に投資します。このプロセスを**銘柄選択**と言います。

ファンド・マネージャーはまた、損失の可能性を最小に食い止めるためにポートフォリオを調整することもあります。例えば、ある特定の期間に市場平均を下回るリターンが予想される個別の株式銘柄や債券銘柄、業種、さらには国などを回避することがあります。

### スタイル――バリューとグロース

アクティブ運用ファンド・マネージャーは下記の2つのスタイルを活用します。

- **バリュー・マネージャー**は、ある企業の現在の株価がその企業の純資産価値（借入金その他の債務を差し引いた後の価値合計）を下回っている、あるいは今後の潜在収益力が過小評価されていると思われる銘柄に投資します。
- **グロース・マネージャー**は、並外れた成長の可能性があり、長期的に株価の上昇が見込めると思われる銘柄に投資します。

# 銘柄選択の基本戦略

通常、銘柄選択には、トップダウンとボトムアップの2つの手法のいずれかが使われます。

**トップダウンアプローチを採用するファンド・マネージャー**は、市場全体のトレンドを分析し、どのセクター（地域や業種など）が有望かを予測します。その後、個々の企業を分析して、セクターの中で最大の価値を提供するような銘柄を選択します。

一方、**ボトムアップアプローチを採用するファンド・マネージャー**は、まず個々の企業を分析し、好調な業績や成長可能性が現在の株価にまだ織り込まれていない銘柄を探します。この手法は、「優良企業の株価は、地域や業種に関わらず、いずれ上昇して投資家に利益をもたらす」という考えに基づいています。

トップダウン、ボトムアップのどちらの手法を使うにせよ、アクティブ運用のファンド・マネージャーは、自分の調査結果に基づき、有望と見なされる株式や債券により多く投資します。単に市場インデックスをコピーする場合と比べて、このような「有望」銘柄の保有比率が多いため、アクティブ運用のファンド・マネージャーはこのような銘柄について**オーバーウエート**していると称されます。逆に言うと、それ以外のインデックス構成銘柄である株式や債券の保有比率が低いことから、それ以外の銘柄について**アンダーウエート**していることになります。

### 投資コストをお忘れなく

アクティブ運用ファンドのリターンは、ファンド・マネージャーの手腕だけでなく、ファンドにかかるコストにも影響されます。

調査や頻繁な売買などが行われると、コストは高くなり、アクティブ運用のファンド・マネージャーが達成しようとする潜在的な超過リターンに影響を与えます。あらゆる手数料を把握しておくことが大切です。

# アクティブ運用の債券ファンド

アクティブ運用の株式ファンド同様、アクティブ運用の債券ファンドも、最高のリターンが期待できる銘柄を特定して投資することに注力します。

企業の発行する債券（通常「社債」と呼ばれます）を分析する際に、ファンド・マネージャーは、その債券の価格、リターン、そして発行企業の信用力を考慮します。

また、個別債券の将来の価値に影響を及ぼしうる、今後の金利の変動についても予側します。債券価格は政策金利と反対方向に変動するため、金利の予側は特に重要です。

しかし、短期債の価格は通常、金利の変動には長期債ほどは影響されません。

まとめると、**金利上昇を予測**するアクティブ運用のファンド・マネージャーは、**短期債**を買って債券価格の下落リスク低減を図り、**金利低下を予測**するアクティブ運用のファンド・マネージャーは、債券価格が上昇する可能性を見越して**長期債**を買う、ということが考えられます。

### 債券とは？

債券とは、その保有者が、債券の発行体（政府や企業）に対してお金を貸している、ということを証明する借用証書です。貸したお金は満期になると返済されます。また、満期までの間、利子が一定の間隔で支払われます。

ほとんどの債券が利子を定期的に支払うため、債券投資は「フィクスト・インカム（収益が確定した）投資」とも呼ばれます。

# アクティブ運用の利点とリスク

下の表は、アクティブ運用で考えられる利点とリスクをまとめたものです。

アクティブ運用ファンド・マネージャーは、どの銘柄を買うべきか・売るべきかという観点から投資することで、市場インデックスを上回るリターンの達成の可能性を提供します。一方で、銘柄選択を誤ったり、調査コストや売買コストが嵩んだりといったリスクもあります。

| 利点 | リスク |
|---|---|
| **アウトパフォーマンスの可能性**<br>アクティブ運用ファンドは市場インデックスを上回る運用成績を目指すため、市場平均以上のリターンを実現する可能性を提供します。 | **費用**<br>専門家による市場調査にはコストがかかるため、アクティブ運用ファンドが投資家に課す運用報酬は、パッシブ運用ファンドよりも通常高くなります。また、アクティブ運用ではパッシブ運用よりも組入れ銘柄の売買を頻繁に行うため、売買手数料や税金などの運営コストも高くなります。 |
| **調査に基づく洞察**<br>アクティブ運用ファンド・マネージャーは、綿密な調査を行ったうえで、どの銘柄に投資するかを決めます。そうした質の高い調査によって、インデックスを上回るリターンを実現する可能性が生まれます。 | **スタイルの問題**<br>ファンド・マネージャーの採用するスタイルが不利となるような市場では、スタイルが運用成績の足かせとなることがあります。（割安感のある銘柄を選ぶバリュースタイルか、成長の見込める銘柄を選ぶグロースタイルが典型的なスタイルです。） |
| **ディフェンシブな措置**<br>ファンド・マネージャーは、特定の銘柄やセクター、地域への投資を避けて、損失の可能性を最小に抑えることができます。 | **「勝ち組」銘柄を選ぶ保証はない**<br>銘柄選択に成功すればベンチマークを上回るリターンが得られますが、その保証はありません。常に「勝ち組」の銘柄を選択するのは容易なことではありません。 |

# パッシブ運用

パッシブ運用は、アクティブ運用の反対概念です。

パッシブ運用ファンド・マネージャーは、市場を上回る運用成績を上げることは困難であるという考えに基づき、市場（あるいはセクター）全体のパフォーマンスに連動したリターンを目指します。

通常、パッシブ運用ファンドは市場インデックスへの連動を目指します。このため、パッシブ運用はしばしば「**インデックスファンド**」あるいは「**トラッカー（追跡者）ファンド**」と呼ばれます。パッシブ運用の目的は単純明快です。特定のインデックスを上回るのではなく、インデックスに連動したリターンの実現を目指します。

パッシブ運用ファンド・マネージャーは、インデックスを構成する全銘柄、または代表的な銘柄を買付け、保有します。

このアプローチの利点は、リスクを市場全体に広く分散することで、特定の企業やセクターのパフォーマンスが急落してもそこからの損失リスクを低減できる、ということです。ただしリスクは分散されているのであって、回避されているわけではありません。パッシブ運用は市場あるいはセクター全体に連動するため、市場（セクター）全体が下落した場合は、損失を免れることはできません。

パッシブ運用では運用コストも低く抑えられます。個別の企業や債券を調査する必要がなく、また銘柄の売買頻度もアクティブ運用に比べるとかなり少ないため、取引コストも低くなります。

**インデックスとは？**

インデックスとは、市場のある特定の部分を代表するような株式や債券を集めたものです。パッシブ運用の投資家はインデックスを利用して市場全体のパフォーマンスに追随しようとします。インデックスの価額が変動すると、それとほぼ同じ価額変動がインデックス連動ファンドにも起こります。

# パッシブ運用の中の2つのアプローチ

## 完全法（レプリケーション法）──直接的な一致

株式インデックスファンドでよく採用される手法で、対象とする市場インデックスの値動きに非常に緊密に連動します。（債券インデックスファンドではあまり使われません。）この手法を採用するファンドは、インデックスの構成銘柄の全銘柄を、インデックスと同じ構成比率で保有します。例えば、ある企業株式がインデックスの時価総額の1％を構成する場合、そのインデックスに連動するファンドのマネージャーは、同企業に対してファンド資産の1％を投資します。

## サンプリング法──規模の大きい、あるいは複雑なインデックスのときに有効

この場合、ファンド・マネージャーは、インデックスのリスク要因など主要な特徴を反映する代表的な銘柄を選んで投資します。サンプリング法は複雑な数学を使用しますが、その原理は単純です。

例えば、インデックスの10％が特定のセクターで構成されるとします。株式インデックスファンドのマネージャーは、ファンド資産の10％をそのセクターに投資するかも知れませんが、そのインデックスのそのセクターの構成銘柄すべてを保有するとは限りません。

株式インデックスファンドのマネージャーは、対象とする市場インデックスの規模があまりに大きく、すべての構成銘柄を買付けるにはコストが高すぎるか非効率な場合に、サンプリング手法を採用します。債券インデックスファンドのマネージャーは、取引頻度が低く買付けが難しい債券や、効率的な価格で買付けができない債券に連動する際に、サンプリング法を使います。

**インデックスファンドにもリスクはあります**

インデックスに連動するファンドはいずれも、その連動するインデックスのリスクを負うことになります。

インデックスファンドは、特定の株式や債券、あるいはセクターの価額の下落からは保護されますが、市場全体のリスクを低減させるわけではありません。株式市場全体が上昇下落すると、それに応じてファンドの価額も変動します。

# パッシブ運用の利点とリスク

下の表は、パッシブ運用で考えられる利点とリスクをまとめたものです。

インデックスに連動することによって、ファンドは市場またはセクター全体のパフォーマンス並みのリターンをおおむね常に実現します。しかし、このアプローチにもやはりリスクはあります。

| 利点 | リスク |
|---|---|
| **分散投資**<br>よく分散されたポートフォリオの維持が、投資計画を成功させる上できわめて重要であることから、パッシブ運用は分散投資の最適な手法と言えます。インデックスファンドは、対象となるベンチマークの構成銘柄すべて、あるいは代表的なサンプルを保有することにより、リスクの幅広い分散が可能です。 | **市場全体のリスク**<br>インデックスファンドは市場全体の動きに連動するため、市場全体が下落すればインデックスファンドの価額も下落します。 |
| **低コスト**<br>インデックスファンドは、有望銘柄を選別するのではなく、対象とするインデックスまたはベンチマークに連動します。また、恒常的に銘柄を売買する必要がありません。そのため、パッシブ運用ファンドの運用報酬や経費は、アクティブ運用ファンドより通常低くなります。 | **柔軟性の欠如**<br>インデックスファンドのマネージャーは、株価の下落が予想される場合でも、その特定の株式を売却するなどのディフェンシブな措置を講じることは通常できません。 |
| **シンプル**<br>インデックスファンドは、単純にインデックスに連動するだけなので、特定の市場に投資するための簡単な方法となります。ファンド・マネージャーを個別に選択してモニターする必要も、投資テーマを選ぶ必要もありません。 | **パフォーマンスの制約**<br>インデックスファンドはベンチマークとなるインデックスを上回るのではなく、連動するリターンを目指すものです。ファンドのリターンがインデックスのリターンを上回ることはめったになく、ファンドの運用コストがかかる結果、インデックスそのものより若干低いリターンとなる可能性があります。 |

# 代表的なベンチマーク・インデックス

多くのパッシブ運用ファンドが連動するインデックスには次のようなものがあります。

## FTSE

FTSE（Financial Times Stock Exchange）グループは、フィナンシャルタイムズとロンドン証券取引所が共同出資する独立企業です。FTSEは計12万本以上の株式・債券・オルタナティブ資産クラスのインデックスを作成・管理する、世界有数のインデックス会社です。有名なFTSE 100インデックスは英国企業の上位100銘柄の株式で構成されます。

www.ftse.com

## ダウ・ジョーンズ工業株30種平均

ダウ・ジョーンズ工業株30種平均（ダウ平均）には110年以上の歴史があります。ダウ平均は米国の様々な業種の大手企業の株式で構成されます。

www.djaverages.com

## スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）

スタンダード・アンド・プアーズはインデックス提供会社としては世界最大級です。S&P 500インデックスは世界的に有名なインデックスです。米国の主要企業500銘柄で構成され、米国株式市場を測る尺度として広く認識されています。

www.standardandpoors.com

## MSCI

MSCI Barraは計12万本以上の株式インデックスおよびREITインデックスを毎日算出しています。MSCIインデックスは、世界の10大資産運用会社をはじめ、2,300社以上の顧客に採用されています。（出所：Nelson MarketPlaceが2008年4月に発表した、運用資産残高に基づく10大資産運用会社を、MSCI Barraの顧客リストと比較）

www.mscibarra.com

# アクティブ運用とパッシブ運用：主要ポイント一覧

| | アクティブ運用 | パッシブ運用 |
|---|---|---|
| 基本 | **市場を上回る成績を目指します**<br>アクティブ運用ファンド・マネージャーが、特定の株式または債券銘柄を選別します。 | **特定のインデックスに連動します**<br>パッシブ運用ファンドは市場またはセクター全体に連動するため、ファンド・マネージャーの判断は関係ありません。 |
| 手法 | **銘柄選択**<br>アクティブ運用ファンド・マネージャーは、過小評価されていると見なされる銘柄を選び出して買付ける（過大評価されている銘柄を売却する）ために、市場を分析します。 | **完全法（レプリケーション法）**<br>インデックスに連動するための直接的な方法です。ファンド・マネージャーはインデックスの構成銘柄の全銘柄を、インデックスと同じ構成比率で保有します。<br><br>**サンプリング法**<br>規模が大きい、あるいは複雑なインデックスの場合に有効です。ファンド・マネージャーは数学的モデルを使って、インデックスの主なリスク要因などを反映する一連の銘柄を保有します。 |
| 主な利点 | **綿密な調査と、市場を上回るリターンの可能性**<br>スキルを駆使して、割安銘柄や成長銘柄を見出します。 | **分散投資**<br>インデックス全体に広く分散して投資します。<br><br>**低コスト**<br>調査費用や取引コストが低くなります。 |
| 主なリスク | **コストが割高な場合があります**<br>アクティブ運用は調査費用や取引コストがかかるため、コストが嵩みます。<br><br>**パッシブ運用より大きく変動します**<br>長期的に常に「勝ち組」銘柄を選別することは容易ではありません。 | **市場全体のリスク**<br>ファンドがインデックスに連動するため、市場全体が下落すると損失をこうむるリスクがあります。<br><br>**パフォーマンスの制約**<br>インデックスファンドは、ベンチマークとなるインデックスを上回るのではなく、連動するリターンを目指すものです。 |

本資料に含まれる情報は金融商品の募集や取得の勧誘を意味するものではありません。そのような募集や勧誘が違法である管轄区において、または、ある人に対しそのような募集や勧誘を行うことが不法である場合、または、募集や勧誘を行う人にその資格がない場合、本資料に含まれる情報は金融商品の募集または取得の勧誘とみなすべきではありません。本資料の情報は、法規制上、税務上あるいは投資上の助言ではありません。本資料の内容に依拠して投資決定を行うべきではありません。

**<リスクに関する情報>**
一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動し、また、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、株・債券の価格が下落し、損失を被ることがあります。株・債券の価額の変動要因としては、主に「価格変動リスク」や「為替変動リスク」、「カントリーリスク」、「信用リスク」、「流動性リスク」などがあります。

**<手数料に関する情報>**
売買等取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。

**<お取引に関する情報>**
バンガード・インベストメンツ・ジャパンは、金融商品取引業1種の登録を受けておりますが、お客様に金融商品取引の執行に関わるサービスを提供しておりません。個別の金融商品取引に係わる説明、告知、もしくは報告等、および同取引に係わる売買代金の受け渡しも行っておりません。金融商品の売買を行う場合は、当社以外の金融商品取引業者からあらためて必要な情報の入手し、法令上の手続きをお済ませのうえお取引下さい。

**バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社**
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第146号
加入協会：日本証券業協会



APIBGJ 092012