

CFA 協会ブログ

No.532

2021 年 7 月 1 日

現代金融の柱 50 年

A Pillar of Modern Finance Turns 50

[ブランデン・オコネル、CFA](#)

さて、2021 年 7 月 1 日に 50 周年を迎えるのは、次のどれでしょう？

1. バークシャー・ハサウェイ (Berkshire Hathaway) 設立
2. 初のインデックスファンド
3. ダウの終値が初の 1,000 ドル超え*
4. 米国証券取引委員会 (SEC) 設立

バークシャー・ハサウェイと答えた方、[会社の設立日にもよります](#)が、130 年ほどの違いがあります。

[ダウは 1972 年に 1,000 ドルを超えて取引を終了し、SEC は 1934 年に設立されました。](#)

インデックスファンドと思った方、正解です。[初のインデックスファンドは 1971 年 7 月 1 日に開始されました。](#)

しかし、[バンガード \(Vanguard\) のジョン・ボーグル \(John Bogle\) が 1976 年に最初のインデックスファンドを立ち上げたのでは？](#)正確には、ボーグル（彼については後に詳しく説明します）がその年に立ち上げたのは、最初のインデックス・ミューチュアル・ファンドです。

ちょっとした歴史

当時コンピューターに夢中になっていたノースウェスタン大学機械工学科卒で、ハーバード大学 MBA のジョン“マック”マックオーン (John McQuown) が、[一般にはこの話の主人公とされています](#)が、実際には、

他にも多くの人物が、最初のインデックスファンドの開発に主導的な役割を果たしています。

ジェームズ・ローリー (James Lorie) とローレンス・フィッシャー (Lawrence Fisher) は、1964 年に画期的な研究、『[普通株の投資収益率 \(Rates of Return on Investments in Common Stocks\)](#)』を発表し、大きな影響を及ぼしました。マックオーンはローリーと出会い、ローリーはマックオーンにシカゴ大学ブース・ビジネススクールのユージン・ファーマ (Eugene Fama) を紹介しました。1964 年にマックオーンは、サンフランシスコにあるウェルズ・ファーゴ (Wells Fargo) 銀行の経営科学部門に入社しました。ウェルズ・ファーゴ銀行は、いわゆる「シカゴギャング」といわれる著名な学者たち——ファーマ、マイケル・C・ジェンセン (Michael C. Jensen)、フィッシャー・ブラック (Fisher Black)、マートン・ミラー (Merton Miller)、マイロン・ショールズ (Myron Scholes) ——とビジネスを始めました。

この頃、ウィリアム・F・シャープ (William F. Sharpe) は、[資本資産価格モデル \(CAPM\)](#) に取り組んでいました。[ポール・サミュエルソン \(Paul Samuelson\) は、株価がランダムウォークに従うことを示し、1970 年、ファーマは効率的な資本市場について執筆していました。](#)

こうした理論に対し、『[ミューチュアル・ファンド運用事例 \(The Case for Mutual Fund Management\)](#)』が、1960 年に CFA 協会ファイナンシャル・アナリス

ト・ジャーナルに掲載されました。著者はジョン・B・アームストロング (John B. Armstrong)、ジョン・ボーグルのペンネームです。その後、ウェリントン・マネジメント・カンパニーの従業員としてボーグル/アームストロングは、市場平均を購入するファンドには「数多くの弱点」があり、そこで示されている「運用しないファンド」は失敗する運命にあるという考えを示しました。後に、ボーグルがパッシブ投資とインデックスファンドの代名詞となったのは皮肉なことです。

1970 年頃、サムソナイト社 (Samsonite Corporation) はウェルズ・ファーゴ銀行にアプローチしました。サムソナイト社は、年金プログラムから 600 万ドルを市場連動型のファンドに投資したいと考えていたからです。このファンドは、ニューヨーク証券取引所上場の全銘柄に連動するよう設計されていました。時価総額加重平均ではなく単純加重平均であったため、常にリバランスの必要に迫られ、大変厄介なものでした。ましてや、データ収集は手作業、デスクトップ型加算機で計算し、ティッカーテープに紙ベースで印字していた時代です。

その後重視されたのは S&P 500 への連動で、そのため、作業はより平易になりました。しかしながら、こうしたことを行っていたのはウェルズ・ファーゴ銀行だけではありませんでした。[バッテリーマーチ・フィナンシャル・マネジメント社 \(Batterymarch Financial Management\)](#) と [アメリカン・ナショナル銀行 \(American National Bank\) の 2 社](#) も、この時点で、完全なレプリケーションではなく、サンプリングを用いたインデックスファンドを開発していたのです。

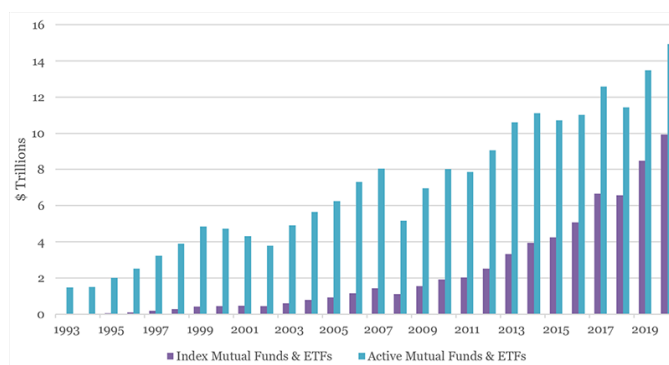
まるで魔法が解き放たれたかのように、引き返せないほどの大変な勢いでインデックスファンドがなだれこみ、この後市場を席巻していきました。第一弾の重要株式銘柄の中から採用された AT&T、イリノイベル、フォード、エクソンで構成されたインデックスファンドが始まりました。

そして、バンガードが 1976 年に最初のインデックス・ミューチュアル・ファンドを開始したことで、ジョン・ボーグルのひらめきの素晴らしさが証明され、そのひらめきは、ジョン・B・アームストロングには関係のないこととなりました。

アクティブマネージャーは、「リターンが市場平均を上回る」ことによって、自分の価値を絶えず証明する必要があります。平均リターンを上回るのは大変難しく、ましてや長期間これを実現するのは困難です。他方、インデックスファンドのマネージャーの仕事は、大半が市場リターンを投資家に提供するという、はるかに容易なものです。これは、低コストで確実に実現できます。

[2021 年インストメント・カンパニー・ファクトブック](#)によると、2020 年末時点で投資信託に 23.9 兆ドル、上場投資信託 (ETF) に 5.4 兆ドルが投資されました。その大部分は依然アクティブに運用されていますが、私が計算したところ、投資信託と ETF を合わせたシェアは、2000 年の 8% から 2010 年に 19%、2020 年末に 40% に増加しています。

アクティブ資産とインデックス資産、1993 年から 2020 年



出典：2021 Investment Company Fact Book；著者による計算

インデックス資産の増加は重要なことですが、それだけではありません。ファンドからの資金流出額とファンドへの資金流入額を見ると、アクティブファンドよりもインデックスファンドへの投資家の選好が高ま

っていることがわかります。2014 年以降、アクティブファンドは、毎年資金の流出が見られますが、インデックスファンドでは、ある 1 年を除いた全ての期間で毎年資金の流入があります。その傾向は 1993 年までに遡ります。

マクォーンとその同時代の先駆者たちは、自分たちの業績と、そこから生じた革命に自負の念を抱いていることでしょう。

今から 10 年後、初のインデックスファンド 60 周年には、インデックス・ミューチュアル・ファンドと ETF のシェアはどうなると思いますか？2031 年にまたお話ししましょう。

*この記事の前の版では、ダウは 1965 年に最初に 8,000 ドルに達したと述べましたが、これは、[インフレ調整後の数字](#)でした。この点を明確にするため、本稿を更新しました。「文中敬称略」

この投稿が気に入られたら [Enterprising Investor](#) のご購入をお願い致します。

執筆者

Brendan O'Connell, CFA

(翻訳者:瀧澤 創、CFA)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/07/01/a-pillar-of-modern-finance-turns-50/>

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。