



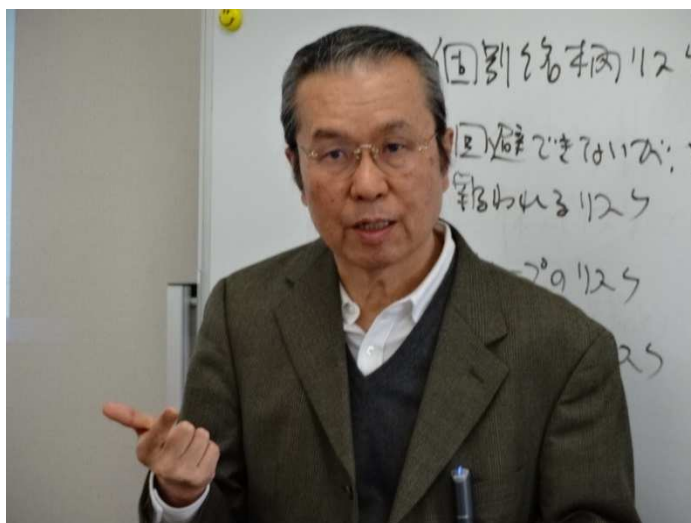
I-OWA マンスリー・セミナー講演より

『敗者のゲーム』原著第 6 版を読む

講演: 岡本 和久、レポーター: 赤堀 薫里

まずは、投資についてあまり経験のない方の為に基本的な話をします。運用に際して、市場全体に対し、勝つか負けるかというのが、非常に大きなポイントです。株式市場全体が 10% 上昇しているとします。その人のパフォーマンスが 15% 上昇ならいいけれど、5% だと満足いかない。つまり、市場全体の上がり方が一つの基準になり、それより上回ればいいけれど、下回ったら面白くない。特にプロの世界では、それが良いか悪いかは別としてこれは決定的な運用成果の判断材料です。

しかし、『マーケットに勝ちます！』と言って運用していながらも、失敗している人がすごく多いのが現状です。プロの運用者のパフォーマンス評価が浸透するほどにそれが表面化するようになり、『最初から市場と同じような運用をすればいいのではないか』、『安いコストで、マーケットと同じようなパフォーマンスになる運用をすればいいのではないか』、という考え方が 70 年代の始め位から出てきました。このような運用手法をインデックス運用(指数に連動した運用)あるいはパッシブ運用(市場リスクとリターンを受け入れる運用)と言います。それに対して市場に打ち勝とうとする運用を、アクティブ運用と呼んでいます。



今日お話しする、著者チャールズ・エリスの『敗者のゲーム』という本は、運用の世界が『敗者のゲーム』になっていると主張している本です。この本自体、最初、日本で翻訳された時は『機関投資家時代の証券運用』というタイトルでした。つまり、機関投資家向けの本だったのです。しかし『敗者のゲーム』とタイトルが変わった今は、全ページ数の約 1/4 が、個人投資家向けの話になっています。これは、市場の動向が変化し確定拠出年金のように、個人が自分の運用をする時代になっていることを反映しているからでしょう。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

基本的に過去 50 年間で、マーケットが非常に変質しました。ニューヨーク証券取引所の売買高は、50 年で 2000 倍になっています。投資家の構造は、かつて 9 割が個人投資家でしたが、今は 9 割が機関投資家です。また、デリバティブ(派生証券)が増え、グローバルなアナリスト資格である CFA も 50 年前は 0 人だったのが、今は 12 万人。このように大きく変わりました。その中で実際、6 割位のマネージャーが市場全体に勝てていない。10 年間という期間をとると、7 割位のファンドマネージャーが市場に負けている。20 年間で見ると 8 割が負けている。要するに長期投資になればなるほど負けている人が多いわけです。

理由として、例えば、ポートフォリオの回転率が一回(1 年の間に 1 回買って 1 回売る)で、取引コストを、売りと買いでそれぞれ 1%と仮定すると、合計で 2%、そこに運用報酬が 1.25%掛かり、1 年間合計 3.25%コストが発生することになります。そのようなコストが、アクティブ運用が市場に勝てない大きな要素であるとエリスは指摘しています。コストが 3.25%ならば、パフォーマンスで 3.25%を超えればいいと言われますが、しかし、エリスの視点は異なっており、比較の対照は総資産ではなく、パフォーマンスであるべきではないかと述べています。例えばコスト控除前で 10%のパフォーマンスが上がったら、その 10%のうち、何パーセントをコストとして取られているのかが重要であるとしています。

コストが 3.25%であるなら、本当は、13.25%を上げてやっと 10%のパフォーマンスがあがるのです。もし、パフォーマンスが 10%なら、実際はコストを総資産から引かれるので、6.75%利益しか出ていないということです。ということは、1/3 ぐらいパフォーマンスが下振れてしまい、負けるマネージャーが非常に多くなっている。それでは勝つためには、どうしたら良いのか。エリスは、長期投資の明確な目標設定に集中し、その目的を実現する為に、合理的かつ現実的な投資政策を選択した上で、その政策を、自己規律を持って、忍耐強く、しっかり貫いていくことだと述べています。

この後講演では、資産運用でまず押さえるべきことや、運用基本方針策定の重要性や手順等、運用を理論的に見ること、また様々な観点から個人投資家への助言をお話いただきました。