



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 投資耐久力をつける知識（中） いま、求められるファイナンシャル・ヒーラー®の役割

講演： 岡本 和久
レポーター： 赤堀 薫里

第二回目の今回は「投資理論」と「株式会社の仕組みと株式の本質」というお話しをします。

投資理論はいくつもの変遷を経て今日に至っています。今日はその中で最も重要なポートフォリオ理論についてお話します。

ポートフォリオ理論の進化を語るとき、一番重要なのが、ハリー・マーコヴィッツです。彼の貢献は大きく3つあります。①リスクとリターンの概念を明確にしたこと、②彼が博士論文で書いた論文「ポートフォリオセクション」、③効率的フロンティアの話です。



彼はリスクを、一定の期待収益率からどれくらい離れるのかという分散や標準偏差で把握しようとした。これにより漠然としてリスクとい

うものが計量化されるようになりました。また、ポートフォリオの概念を期待収益率と分散をもって体系化していきました。

彼は、単にたくさんの銘柄に分散すればよいのではなく、異なった動きをする銘柄を持つことが大事だということに気づきます。いろいろな銘柄を組み合わせると、同じリスク水準で一番リターンの大きいポートフォリオ、もしくは同じリターン水準で一番リスクの小さいポートフォリオが存在します。そのような点が集合してカーブを描きます。これが効率的フロンティアです。

資産運用を個別銘柄選択から切り離し、銘柄の組み合わせるポートフォリオとして考える。効率的フロンティア上のポートフォリオを選ぶことがポートフォリオセクションの結論です。マーコヴィッツ



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

はリスクとリターンの観点から見て一番効率のいいポートフォリオは、この効率的フロンティアの線上にあるということを示したのです。ただこの計算をするには、すべての銘柄の相互の相関係数を求めなくてはならないため、当時のコンピューターの性能を考えると現実的には実用性があまりありませんでした。

次に出てきたのが分離定理・資本市場線を唱えたジェームズ・トービンです。彼はマーコヴィッツの考えにリスクのない短期金融資産を持ち込みました。無リスクレートと効率的フロンティア(リスク資産のみで構成される)が接する点を結んだ線を資本市場線といいます。

それまでの常識では、高齢の方や収入の無い方に、ハイリスクの高度成長株を勧めるのはよろしくない。安定的な株を勧めるべきだということが言われていました。反対に、若い起業家には多少リスクの高い銘柄を入れてもいいのではないかという考えが一般的でした。トービンは、リスクを調整するには無リスクレートと資本市場線が接するある一点のポートフォリオの配分比率を考えたらいいのではと気がつきます。つまり、リスクは無リスク資産と株式の配分比率で調整すればいい。その株式ポートフォリオは資本市場線と効率的フロンティアが接する点にあり、トービンはそれを超効率的ポートフォリオと名付けましたが、それがどんなものかまだ明確にはわかりませんでした。

そこで出てきたのが、単一インデックス・モデル、CAPM(資本資産評価モデル)、ベータ革命で名を挙げたウィリアム・シャープです。個別銘柄のリターンは、マーケット全体の影響を全ての銘柄が共有して持っている。それに加えて個別の銘柄の要因がある。上場されている全部の銘柄を合体した時に、銘柄固有の要因はなくなり、市場全体の要素だけになります。つまり、市場ポートフォリオこそトービンが指摘した超効率的ポートフォリオに違いないと考えたわけです。

どの銘柄にも共通して支配的影響力を持つ市場全体のリスクをシステムティック・リスクと呼び、市場全体の動きに対する感応度を「 β (ベータ)」で表します。市場全体の動きと関係の無い資産価格変動は「アンシステムティック・リスク」と呼ばれます。こちらは「 α (アルファ)」です。アルファは分散で消し去ることができるので、ゼロサムゲームであり、リターンのプレミアムを生むことはない。消し去ることのできるリスクをとってもリターンで報われることはないというわけです。

アンシステムティック・リスクは、とつても必ず報われるものではない。しかし、市場に入っている以上どうしてもシステムティック・リスクはとらなくてはならないものです。市場ポートフォリオだけを持って、それと無リスク資産との相互の配分比率だけを考えれば、どのお客さんにも合ったポートフォリオを作ることができます。こうして市場ポートフォリオというものがポートフォリオを考える上で注目されるようになり、これが後にインデックス運用につながったのです。シャープはこの議論をさらに進め、CAPM 資本資産評価モデルを展開します。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

この後、講演では、CAPM(資本資産評価モデル)の解説、また、パフォーマンスの評価方法やその浸透に併せてインデックス運用の有用性、アセットアロケーションの重要性についての説明。また、投資理論とは別に重要なポイントである株式会社の仕組みと株式、債券の本質について、投資理論と株式会社の仕組みでわかることを解説くださいました。

最後に、「長期的に株価は価値の周辺で大きく変動する。大事なことは、分散をして長期で保有するその一番大きな理由は価値が増えていくということだ」と結ばれました。