



I-OWA マンスリー・セミナー講演より 長期投資に役立つ投資理論

講演： 岡本 和久
レポーター： 赤堀 薫里

長期投資に役立つ投資理論についてお話します。20 世紀の初めくらいまでは、投資といってもほとんど投機です。噂や嘘のネタ、フェイクニュース、あるいは需給関係などで株価が動いていた。しかし、1929 年の大暴落で徐々に運用手法が見直された。さらに 60 年代から 70 年代にかけては年金が非常に大きな力を持ち、より長期的な視点にたち、ポートフォリオ全体をいかに安定的に増やしていくのかというところに焦点が移っていった。

市場が機関投資家に大きく影響されるようになった。これからこの数十年、生活者が自分の退職後のために、資産を形成していくことが必要になってくる。金持ちから機関投資家へ、そして一般の生活者へとマーケットの中心がだんだん変わってきています。それに従って投資理論も、より現実的なものとして、使いやすいものが注目されるようになってきました。

個人投資家は、自分の退職後のための資産形成をするのであれば、そんなに難しい投資知識はいりません。投資理論といっても、とても直感的に分かるものです。少しだけ統計の知識は必要です。平均と分散と相関がどんなものか、この 3 つのことを知っておけば十分です。

このような前段に基づいてポートフォリオ理論に入ります。戦後 1950 年代にハリー・マーコビッツが登場します。25 歳の時、シカゴ大学で書いた博士論文、「ポートフォリオセレクション」が資産運用を変革しました。そもそも彼が勉強をしていたオペレーションズリサーチとは、最小のインプットで最大のアウトプットが得られる組み合わせは何か、いろいろな要素を組み合わせると、最も高いアウトプットが出るような組み合わせは何か、そのようなことを研究する学問です。それが株式市場のポートフォリオに結びついていきました。

投資においてリスクがまさに中心的な問題です。リスクをインプットすることによってリターンが得られる。最大のリターンが得られるためのリスクの組み合わせは何か。いろいろな株式の銘柄がある中、どのように組み合わせた時、リスクに見合った一番高いリターンが得ることができるのかというところに発想がいきます。分散投資の分散効果は、何を保有するかではない。昔から、一つのカゴに卵を盛ってはいけなと言われてきました。しかし、それだけではない。それぞれの銘柄間





長期投資仲間通信「インベストライフ」

の相関係数を考慮して保有銘柄を組み合わせることで最適な分散効果ができるはずです。つまり、「個別の株式や債券をどう選択するかではなくて、資産の集合体であるポートフォリオを如何に選択するのか、これが一番重要なことだ」ということを論文で述べています。

リスクは期待収益率が得られない確率、つまり不確実性であると定義して、それを標準偏差によって測定したのです。それによって、ポートフォリオ概念が期待収益率とそのポートフォリオを構成している銘柄全体の標準偏差で把握できるようになった。

ポートフォリオのリスクは、個別証券の期待収益率の分散と各証券の間の共分散、相関係数から成り立っている。期待収益率とその期待収益率の山の広がり、つまり、分散、標準偏差、そこに組み入れている銘柄の相互間の相関係数から成り立っている。この3つをコントロールすることで最適なポートフォリオができるようになるはずである。このように統計学の視点からポートフォリオに光を当てることで全体を管理する手法が始まったのです。

講演の前半では、二つの平均である算術平均と幾何平均、そして分散と標準偏差、共分散と相関係数を分かりやすく解説してくださいました。また、ポートフォリオ理論の初期の研究であるバシャリエの「投機の理論」や、今日一般的に使われているダウが作ったダウ・ジョーンズの平均株価、コールズ三世が開発したS&P指数である時価総額加重の指数についての解説がありました。戦後、花開いたマーコウィッツの効率的フロンティア、ジェームズトービンの分離定理、超効率的フロンティアについて、ウィリアム・シャープの単一インデックスモデル、資本資産価格評価モデル(CAPM)の解説、ベータ革命、効率的市場仮説、チャールズエリスの「敗者のゲーム論」、アクティブ投資の算術論、スパゲッティ・チャート、アセットアロケーションの重要性や効果に関する研究の説明などが簡潔にありました。長期投資家が知っておくべきポートフォリオ理論の推移と重要なポイントについてお話いただきました。