



FIWA®マンスリー・セミナー講演より 長期投資に役立つ『わかる』投資理論

講演：岡本 和久
レポーター：赤堀 薫里

投資理論は実に幅広いものがあります。オプションや先物等デリバティブが普及してきたので、一段と範囲が広がってきています。しかし普通の生活者が、退職後のために資産を形成していく上であまり難しい理論はいりません。今回は数多くある投資理論の中で、特にポートフォリオ理論についてお話したいと思います。



この分野で、初めに出てきた巨人がハリー・マーコビッツです。25歳の時に、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」が後のポートフォリオ理論を大きく変えました。14ページの非常に短い論文でしたが、運用業界に大きなインパクトを与えました。彼はもともとオペレーションズ・リサーチの勉強をしていた人です。オペレーションズ・リサーチは、あるインプットを与えたときにどのようなアウトプットが出てくるかを分析する学問です。マーコビッツは、そのインプットの要因としてリスクを考えたのです。

当時は厳密なリスクという概念はあまりなく、何かわからなさを加えるとより、わかるものがみえてくる。その関係性を調べていました。最終的にリスクを標準偏差と捉えてリターンを収益率、リスクをどれくらい入るとリターンがどうなるのかという研究を論文にまとめたのです。ポートフォリオ・セレクションに書かれていることは、リスクを一定の期待収益率が得られる確度として、そこからどれくらい外れるのかをリスクというように定義づけます。

ポートフォリオの概念を、期待収益率と分散を持って体系化しました。ポートフォリオ全体のリスクは個別証券の期待収益率の分散と各証券間の共分散になります。これを数銘柄、もしくはたくさんの銘柄を持ったときに、それぞれがお互いどういう動きをするのかが全体としてポートフォリオのリスクになるということを彼は論文の中で示したのです。しかし、そのための計算プロセスが膨大なものになったのであまり実用化はされなかったようです。





FIWA®通信「インベストラ이프」

マーコビッツの理論は、トービンとその後のシャープによって現代ポートフォリオ理論として完成され、情報化の進展、コンピュータ能力の高度化、さらにはオイルショックによる暴落、エリスの「敗者のゲーム論」などが資産運用、特に年金運用の世界を大きく変化させました。

この流れの中で 80 年代の中頃にはインデックス運用が年金運用の主役になるのです。その結果、なかなかアクティブ運用はインデックス運用に勝てていないという事実が明白になります。これにはパフォーマンス評価技術の大きな発展が寄与していました。また、ダンとシーセンはアクティブ運用のパフォーマンスの一貫性が非常に弱いことをスパゲッティ・チャートという表現で表しました。では長期的なパフォーマンスの決定的要因は何か。それがアセットアロケーションであることを示したのがブリソン、フード、ビーブワースなどの研究でした。

このようなポートフォリオの流れの中で、私は「75 文字の資産運用」にたどりついてきているわけです。ポートフォリオについては、個別銘柄でもなく産業やテーマでもなく、国でもなく地域でもない。外国でもない。全世界を持てばよい。全世界の株式インデックスファンドをできるだけ若いうちから毎月定期的に定額を積立投資する。それをリタイアするまで絶対にやめない。要するに全世界の株式インデックスファンドの積立投資をして、余裕が少しずつ出てきたら金額を増やしていったらいい。リタイアしたら退職金は債券ファンドにする。そうすると大体バランスがとれます。それがアセットアロケーションの調整になります。

毎年の引き出しをどうするのかという、これもシンプルでポートフォリオの時価資産額、それを自分の想定する余命年数で割って債券ファンドを解約していく。それによってリスクをだんだん下げていく。もちろんその中で年金が入ってくるとか、自分の葬儀費用、車の買い替え費の予定など、予測のつく部分に関しては検討すればいいと思います。ざっくりと喋ってしまえばそういうことです。

時価総額を平均余命で割って、その金額を株式ファンドから解約することを続けていけば、余命年齢に達するまで絶対に資金が枯渇することはないのです。95 歳を想定していて、「どうも私は 100 まで生きそうだ」と思えば、途中で割り算する数字を変えればいいわけです。

このようにポートフォリオ理論は、我々が今、このようにリタイア後も資産運用をしたらいいですよということと密接につながっています。私が今、到達している資産運用も投資理論に根差していて、実証的に理論的に整合性があり、かつ実証的にいい成果を生んでいるということでみなさんにお話をしています。