



● 特別インタビュー

米国資産運用の革命の旗手 フレデリック・グラウアー氏投資を語る

# 自らが資産全体のあり方を コントロールする



インタビュアー／岡本 和久【編集委員】

世の中にすばらしいパフォーマンスを残し、名をなしたポートフォリオ・マネジャーは多い。ウォレン・バフェット然り、ピーター・リンチ然りである。

しかし、ここに平均より少し上のパフォーマンスを追求し、その結果、投資家の払っていた膨大な運用コストを削減した男がいる。

それがフレッド・グラウアーである。

「コストを削減する」ということは投資家の資産の流出を防ぐということであり、実は投資で良いパフォーマンスを挙げるのと同じ効果がある。彼の提唱する資産運用の手法は世界の年金運用のデファクト・スタンダードとなり、現在および将来の、何億人もの年金受給者が経済的自由を獲得するのに貢献した。その意味で、彼こそ、米国に端を發した「運用合理化革命」の旗手といえよう。そして彼の与えた経済的恩恵は著名なポートフォリオ・マネジャーをはるかに凌ぐものだった。

フレッド・グラウアーは、バリバリの理論派である。シカゴ大学経済学修士号、スタンフォード大学ファイナンス専攻博士号を取得後、マサチューセッツ工科大学経営大学院およびコロンビア大学経営大学院にて教鞭をとる。1983年に、すでにインデックス運用を開始していたウェルス・ファーゴ・インベストメント・アドバイザーズの社長に就任。その後、資本再編によりパークレイズ・グローバ

ル・インベスターズになった後も同社を率いて世界最大の年金運用会社を作り上げた。

フレッド・グラウアーはしばしば「インデックス運用の王様」と呼ばれる。しかし、彼はその呼び名はあまり好きではないらしい。彼が目指したものは合理的な運用であり、単なるインデックス運用ではないのだ。その意味で「合理的運用革命の旗手」という呼び名こそ、ふさわしいであろう。

私がフレッド・グラウアー氏と会ったのは、私がバブル崩壊後のマーケットについて悩んでいた1990年。今でもその時のことは鮮明に覚えている。

彼の話は明快だった。情報化、グローバル化、規制緩和、年金の巨大化などのメガトレンドが証券市場を変質しているなかで、どのような運用をするべきかを彼は明確に示してくれた。私は彼の会社の日本法人を設立することとなり、その後、15年にわたってその仕事をした。日本の資産運用に革命を起こしたいという夢を抱いて……。

2006年4月。久しぶりの来日である。

旧交を温めつつ、彼から日本の個人投資家へのメッセージをもらった。ひと言ずつ、注意深く、思慮に溢れた語り口は、昔とちっとも変わっていなかった。

**Q.80年代から90年代にかけて米国で起こった運用革命というのはどのようなものだったのでしょうか？**

50年代から60年代にかけて証券市場に関する研究が学会で進んだことが非常に大きな影響を持ったと思います。特に「証券価格がどのように決まるのか?」、「リターンとリスクの関係」、「投資にかかわるコストがどのようなインパクトを持つのか?」といった研究が大きな影響を持ちました。

その結果、投資は、「**「儲けること」から「コントロールされた投資成果を得ること」へ**」と変化していきました。それを実用化するためには、分散投資をいかに安いコストで実現できるかが大きな課題となりました。

ある銘柄のリターンを、市場リターンである「ベータ」と、市場リターンを上回るリターン「アルファ」とに分解してみます（このようにリターンを分解することによって、その銘柄が値上がりした理由を、マーケットの要因なのか、個別銘柄としての要因なのか判断することができ、精緻に分析することができます）。この「ベータ」の部分、つまり市場リターンの部分をいかにコストをかけずに安く獲得するかが、「コントロールされた投資成果を得ること」の大きな鍵となりました。そして、それを可能にしたのが、効率的な分散投資であるインデックス運用だったのです。

インデックス運用の普及で、市場リターンである「ベータ」は非常に安く入手できるようになりました。一方で投資に対する洞察力を必要とする「アルファ」を得るには、高いコストを払わねばならないことがわかってきました。長期的な資産配分を達成する手段としてコスト効率の良いインデックス運用が幅広く活用されるようになったのはそのためです。そして、プロの間でも、アルファを得るには、自分が自信を持って発見できると思う分野に限って、その源泉を探すようになっていったのです。

ましてや、個人投資家にとって、アルファの源泉を探すというのは容易なことではありません。した

がって、今後、自分の人生設計にもとづいた長期的なアセット・アロケーションは、ベータを安く獲得する方法であるインデックス・ファンドで実行されることになっていくと思っています。

**Q.その意味では上場インデックス投信（ETF）の普及は大きな意味を持っているといえますね？**

そうです。個人投資家が分散投資を実現しようとする際の、強い味方になっています。米国市場では、さらに大きい市場のなかを細かいグループに分類して、それを指数にしたETFが多数導入されており、これらをアクティブ運用のツールとして使うことも可能となってきています。

昔を振り返ると、年金運用においても、外部マネジャーとしてバランス型運用者を採用していました。つまり、年金基金は一定の金額を「よろしく頼むよ」と外部運用者に委託し、運用者は「任せてください」と胸をたたき、彼の相場観で“バランスよく”銘柄を選び、売ったり買ったりをしていたのです。

現在でも、個人投資家のポートフォリオは、販売サイドが勧める銘柄を保有している形が非常に多いのが現状です。その点で、昔の年金の運用と類似しています。

年金が徐々にバランス型運用から離脱して、自分で資産配分を決め、それに基づいてそれぞれの分野に特化した運用者を選ぶようになったのと同じように、個人の運用も同じような大きな変化が起こるのではないかと私は考えています。

ですから、年金運用の形態の変化は個人投資家にとって非常に参考になる部分があると思います。つまり機関投資家も個人投資家も、自らが資産全体のあり方をコントロールすることが重要だということです。「投資方針の目的を明確にする」、「それに基づいたアセット・アロケーションを自分で決める」。その上で、「それぞれの役割を実行するツールとして投信やETFを活用していく」わけです。

機関投資家が学んだことは「セントラル・コントロール」ということです。つまり、人任せではなく機関投資家が自ら責任を持って「全体の構成を管理する」ということです。過去40年間の運用合理化の歴史はそれを学ぶ過程だったといってもいいでしょう。

パフォーマンス測定の精緻化もまた、大きな役割を果たしました。50、60年代はアクティブ運用こそ投資のすべてでした。しかし、パフォーマンス測定が普及することで実は多くのアクティブ運用者は市場に勝てていないことが明確になったのです。

インデックス運用が主役に躍り出て、投資目的に合ったアセット・アロケーションに焦点が移ったのもそのような理由からです。

**Q.年金などの機関投資家と個人投資家の異なる点は何なことでしょう？**

大きな違いは、個人投資家はあくまで自分のための運用ですが、機関投資家はたくさんの方が受益者として存在している、ということです。

機関投資家は、受益者の一部が高齢化したとしても若い受益者が加入するので、ライフステージ（年齢など）は比較的安定しており、そのことを意識したポートフォリオの入れ替えは必要ありません。

しかし、個人投資家はライフステージの変化によって、そのニーズが変わってきます。ですから、ライフステージの変化に合わせて、ポートフォリオの構成も変える必要が出てくるのです。

**Q.では、ライフステージに応じたアセット・アロケーションはどのように考えればよいのですか？**

働き始めたばかりの若いうちには資産はあまりありません。しかし、彼らは、持っている時間とエネルギーを金融資産に変換する「機会」には恵まれています。自分の時間とエネルギーを使うことで収入を得、その一部を投資に回し、それを金

融資産として積み上げていくことができるのです。

ライフサイクルというのは人的資産を金融資産に変換していく長い旅のようなものです。そして、ある時点で、現在価値で見た将来の貯蓄額が現在の貯蓄額を下回る時点がきます。これは言い換えれば将来の収入が金融資産からの収益を下回る時点であるということもできます。このポイントが分水嶺となります。

完全にリタイアすれば将来の労働からの収入はゼロとなり、将来の収入のすべてが金融資産からの収益となります。働かないのであれば生活水準はすべて金融資産のパフォーマンスに依存することになります。

ところで、この20年間で表面化してきた大きな問題が長寿化、つまり「長生きリスク」です。長生きがリスクになるというのも変ですが、投資期間と余命年数のミスマッチが大きな問題になるのです。

100年前にはリタイアメントという概念はあまりありませんでした。働いているうちに命を終るのが普通だったからです。現在は、働くのを止めてからかなりの期間生きることになります。

リタイア期に入って投資で想定外の大きな損失を蒙ると、それをリカバーする機会は非常に限定されてしまいます。それゆえに高齢になるほどリスクを抑えていかねばならないのです。

結局、「リタイアメント」をどのようにとらえるかということです。アメリカでもリタイアメント以降、完全に仕事をするのをやめるのが一番いい戦略かどうかというのは大いに議論のあるところで、パートタイムの仕事やセカンド・キャリアなどで仕事を続けることが、金融資産が不足した場合の備えとして魅力ある戦略であると考えられる人が増えています。

また、働くことは社会とのつながりを保ち、自分を役立てていることを実感するという意味でも

有益なことです。

**Q.退職後、デイトレードをする人が日本でも増えていますがどう思われますか？**

確かに刺激にはなるでしょう（笑）。あまり生産的な活動とは思えませんけれどね。

繰り返しになりますが、肉体的にも精神的にも、これ以上働けなくなるまでの過ごし方というのがこれからの人々にとって非常に大きな意味を持っていることは確かです。仕事に限らず、社会に対する貢献という意味でも、自分自身の満足感という意味でも、リタイアメント後のあり方が重要なのです。

**Q.若い人が投資をするとき、金融資産に投資をするか、自分自身に投資をするかという選択肢があると思います。その配分はどのように考えればいいのでしょうか？**

自己投資はアクティブ投資のようなものですね。自分自身に果たしてどのような「アルファ」があるのか？ 投資をする価値があるのか？ それは他人には計り知れません。自分自身ほどインサイダー情報を持っている人はいないはずなのです（笑）。

仮に、金銭面に限って考えるとすれば、金融資産からのリターンをベータとして、自己投資したことによるリターンでどれくらいアルファを取れるのかどうかという判断ですね。自己投資をしたからといってすぐに収益が得られるわけではないので、自己投資の成果としての“将来増加する収入”の現在価値をどう評価するかが大切になります。

もちろん、自己投資は金銭面のリターンだけで測りきれものではありませんので、判断材料の一つとを考えてください。

**Q.日本の投資家へのアドバイスはありますか？**

第一に、できるだけ長く働き続けること。人的

資産がもっとも管理可能な資産だからです。また、働き続けることは、リスクをとる際のヘッジになります。

第二には、長期的な消費ニーズに合わせて、「投資をする」ということ。「長生きリスク」を考えれば「リスクをとらないリスク」を考えるべきでしょう。

第三に、歴史的にも現在、我々は非常にユニークな時代に生きているということです。それゆえ「学び続けること」、「社会に貢献すること」そして「ハッピーであること」が大切だと思います。

**岡本：今日はどうもありがとうございました。**

1996年、私が社長をしていた投資顧問会社が、ある顧客から巨額の資産の運用を受託した。当時はまだ、固定手数料の時代であった。つまり、証券会社は株式の売買に際して固定手数料を徴収していた。

手数料が自由化されている海外の証券会社に、この売買を直接発注したら、顧客は大きな資金を節約することができる。これをぜひ実行したい。調査の結果、法律的にも問題ないことが分かった。

しかし、いざ、実行しようとする、証券・信託業界から猛烈な抵抗がきた。第一に、これがきっかけで固定手数料制度が崩れては大変だということ、第二に、固定手数料の一部をキックバックとして証券会社から受け取っていた信託銀行には収益が減ってしまうこと、この二つが理由のようだった。

我々は「顧客にとってこれは良いことなのだから……」ということで実現を目指した。しかし、業界の首脳は「若造が変なことをしようとしている。とにかく止める」というのが本音だったと思う。

あまりの抵抗の強さに深夜2時、上司であるグラウアー氏に電話を入れ事情を話した。声は眠そうだったが彼の答えは明快だった。

「法律的には問題ないのだな？」「問題ありません」

「O.K. 顧客のためになることをするのが我々の義務だ。何があっても実行してくれ。非難されても、すべて自分のせいにして構わない」

かくて我々は予定通り発注をし、お客は多額の資金を節約できた。1999年の証券ビッグバンに先立つこと3年、大きな壁に小さな穴があいた瞬間だった。顧客のために良いことをするというグラウアー氏の強烈な信念が壁に穴を開けたのだ。革命はかっこよいパフォーマンスだけから生まれるものではないことを実感した経験だった。