

第4章

投資哲学

成功を収めた投資家は、例外なく一貫した投資哲学を持ち、それをポートフォリオ管理におけるすべてのプロセスに適用している。投資哲学とは、投資経験を通して培われた深い見識に裏付けられた原則であり、いかなる逆境においても決して放棄しない、プロフェッショナルの信念と呼べるレベルにまで昇華したものだ。これは投資家がいかに投資を行うべきかを決定する際に、何よりも中心に据えるべき信条であり、寄贈基金の目標を果たすために必要な投資リターンを達成する最も効果的な方法に関する基本的な信念である。

投資のリターンは、ポートフォリオ管理における3つの手法——資産配分、マーケットタイミング、銘柄選択——に関する意思決定を通じて生み出される。投資家は、この3つのポートフォリオ管理手法に対して、それぞれ異なる重みづけを行っているが、慎重な投資家は、それぞれの手法から得られると期待される効果を十分に考慮したうえでポートフォリオを構築する。

資産配分はポートフォリオ構築の出発点だ。まずポートフォリオを構成する資産クラスを定義し、各資産クラスに対する資産の配分割合を決定する。典型的な機関投資家の資産クラスとしては、国内株式、外国株式、債券、絶対リターン、実物資産、プライベートエクイティなどが挙げられる。政策ポートフォリオは、投資家が採用するそれぞれの資産クラスごとのターゲット・アロケーションを表している。

マーケットタイミングは、長期の政策目標に対し、短期的な乖離を取る

ことである。たとえばファンドの長期目標配分が株式50%、債券50%と決められていて、ファンドマネジャーが、株式は一時的に割安で、債券は一時的に割高だと判断し、戦術的に株式を60%、債券を40%のウエートに変更するという投資行動を取ったとしよう。この、株式のオーバーウエート(+10%)と債券のアンダーウエート(-10%)からもたらされるリターンが、マーケットタイミングの寄与である。

銘柄選択は、個々の資産クラスにおけるアクティブ運用を通じて行われる。ファンドマネジャーが市場全体を忠実に複製するようなポートフォリオ(パッシブ・ポートフォリオ)を構築した場合、その運用はアクティブなポジションを一切取っていないことになる。ポートフォリオが市場全体の構成と異なるほど、投資リターンのアクティブ運用によって説明できる部分が大きくなる。米国株式を例に挙げると、資産クラスの銘柄選択効果は、ウィルシャー5000等のベンチマーク・インデックスによって定義される米国株式市場全体のリターンと、当該アクティブ米国株式ファンドのリターンの違いということになる。

資産配分の役割

ファイナンスの世界における法則のひとつとして広く信じられているものに、ポートフォリオのリターンに決定的な影響を及ぼすのは資産配分であり、マーケットタイミングや銘柄選択は副次的な要素にすぎない、というものがある。ロジャー・イボットソンとポール・カプランは、2000年に発表した論文で、投資リターンにおける資産配分の寄与度を上げた学術論文についてサーベイ研究を行った。彼らは「平均を見るならば、政策資産配分は投資家のトータルリターンの水準を少し上回っている」ことを確認した。これをもって銘柄選択と市場タイミングは、リターンにほとんど寄与しないと主張する理論家は多い¹。また、資産配分決定の重要性は、ファンドの時系列リターンを見ても明らかである。イボットソンとカプランは「……時系列リターンの変動性(短期的リターンの高さや低さ)のおよそ90%は政策リターンの変動によって説明できる」ことを確認した²。

ポートフォリオのリターンに関して、資産配分が決定的に重要であるこ

とは、投資家にとって当然で分かりきったことだともうかもしれないが、それは正しくない。イボットソンとカプランの研究は、実は投資家が取った行動を事後的に記述しているにすぎず、ファイナンス理論を記述しているわけではない。ひとつの銘柄——特に特異性の高い銘柄——のみから成るバイ・アンド・ホールド戦略のポートフォリオを想定してみよう。このようなポートフォリオのリターンの大部分が、銘柄選択から生じることは明らかである。あるいは債券先物でアグレッシブなデイトレーディングを行う場合はどうか? この場合は、マーケットタイミングがリターンを決定づけるだろう。

当然ながら、機関投資家のポートフォリオ運用において、一銘柄しか持たないことは、通常、あり得ないし、アグレッシブなデイトレーディングだけで運用することも滅多にない。投資家は、実際にはこれとは逆に幅広く分散されたポートフォリオを保有し、マーケットタイミングを回避する。その結果として、政策資産配分が投資成果を左右するのだ。マーケットタイミングや銘柄選択は非常に困難なので、一貫した配分や銘柄分散といった行動は、合理的な資産運用の基本原則に従っていると言える。投資家は、極端な配分変化を回避し、分散されたポートフォリオによる運用を行う。その結果、資産配分がポートフォリオ収益の最大の要素となる。

投資家は、資産配分、マーケットタイミング、銘柄選択のそれぞれに、どの程度重きを置くか自ら決めることができる。こう考えることが、投資政策を立案する際の重要な出発点となる。資産配分の圧倒的な重要性を鵜呑みにしてはいけない。豊富な知識がある投資家ならば、それぞれのリターンの源泉を重要かつ独立した要素として見るだろう。資産配分、マーケットタイミング、銘柄選択のそれぞれに、どのような役割を期待するのか、深い考察を通して投資方針が形成される。投資管理プロセスの基本的な特性を決定するのだ。

投資家は、資産配分を投資プロセスの中心に据える。そうすることで長期的政策という揺るぎなき基盤の上に、意思決定の枠組みを構築するのである。資産配分にフォーカスすれば、マーケットタイミングや銘柄選択を背後に追いやることができる。こうすれば、気まぐれで信頼できない要素が投資実績を左右することは少なくなる。

資産クラスとして何を選択するかということは、きわめて重要な意思決定の要素であり、ポートフォリオ全体の成否を大きく左右する。適切な資産クラスを選択するためには、各資産クラスが持つ機能上の特性をよく考慮しなければならない。機能上の特性とは、期待されるリターンや分散によるリスク緩和効果のことである。株式に重点的な配分を行えばリターン向上が期待できるし、分散を図ればリスクを軽減できる。深い思慮と明確な意思をもって資産配分にフォーカスすることが、長期投資家にとって何よりも重要なテーマだと言える。

株式の保有と分散投資の原則は、本格的な長期投資家にとって、資産配分を真剣に議論するうえでの基本中の基本である。過去の実績、およびファイナンス理論のいずれを見ても、株式を保有するほうが債券を保有するよりもリターンが高いという結論が導かれる。高い投資リターンを狙うならば、株式資産に対してかなりの配分を行うことになる。しかし他方、単一の資産クラスに集中するとリスクが増加するので、自然とブレーキがかかる。思慮深い市場参加者は、ポートフォリオのリスク分散を実践するのである。株式へ重点配分しながら、適切な分散を維持することは、強固な投資ポートフォリオを構築する際の基礎である。

マーケットタイミングの役割

チャールズ・エリスによると、マーケットタイミングは敗者の戦略である。

「市場が割安なときに買い、割高なときに売るという能力の有無に関しては、大手機関投資家にそれを継続的に達成する能力があるという証拠はまったく見当たらない。市場動向の予測に従って、株式と債券、あるいは株式とキャッシュの間で資産を動かす行動は、成功よりも失敗に終わった例のほうがはるかに多い」³

マーケットタイミングは、実際のポートフォリオを政策ポートフォリオから乖離させることであり、必然的にリスク・リターン特性を変えてしまう。仮に、マーケットタイマーが株式市場が下落すると賭けに出て、株式保有を減らしてキャッシュを増やした場合、リスク水準の低下に伴い、ポ

ートフォリオの長期の期待リターンも下がる。このような行動は長期の期待リターンを引き下げてしまうため、マーケットタイマーが勝利するためには、50%を大きく超える確率で、正解を出さなければならない。投機的行動を取る者は、確率的に不利な戦いを強いられるのだ。それに加えて、取引コストやマーケットインパクトもあるので、異常に高いキャッシュポジションを取ることで市場に勝とうとする者は、非常に高いハードルを越えなくてはならないのである。

反対に、マーケットタイマーが、低リスク資産のウエートを削って、リスク資産をオーバーウエートすることで、ポートフォリオのリスクを増加させるとしたら、寄贈基金の管理責任者は、政策ポートフォリオよりも高いリスクを取るべきかどうか、慎重に検討する必要がある。仮に、よりリスクの高いポートフォリオが制度の目的に合致するのであれば、運用管理者は、よりリスクの高い政策資産配分を採用することを検討すべきだ。寄贈基金を預かる者として、マーケットタイミングによってリスクが増えたことに対して不安を感じるならば、たとえ一時的な動きであっても拒否するのが賢明である。合理的な投資家は、マーケットタイミングの誘惑に負けてはならない。

銘柄選択の役割

効率的な市場でアクティブ運用を行うことは、マーケットタイミングと同様に、投資パフォーマンス全体の足を引っ張る結果になる場合が多い。相対的なパフォーマンスという観点から見ると、銘柄選択はゼロサムゲームである。IBMの株式（およびその他すべての上場株式）は、米国株式市場で有限かつ計測可能なウエートを持っている。したがって、IBMをオーバーウエートできるのは、ほかの誰かがそれに対応する分IBMをアンダーウエートしているときのみである。IBMをオーバーウエートにするアクティブ運用者は、ポジションを構築する際に、マーケットインパクトや取引コストを発生させる。一方、取引の反対側には、IBMをアンダーウエートにする他のアクティブ運用機関が存在しており、同様にマーケットインパクトと取引コストを発生させる。その後のIBMの株価のパフォーマンスによ

って、どちらのポジションが正しかったのかが分かる。IBM株価と市場の相対的な変化によって勝ち負けを判定するため、勝者の勝ち幅は、敗者の負け幅と等しくなる。アクティブ運用のゲームに参加するコストは非常に高いので、アクティブ運用全体としては、ゲームのコスト分だけ——運用手数料、取引コスト、マーケットインパクトなど——負けることになる。

一方、非効率的な市場では、アクティブ運用がきわめて大きなメリットをもたらす可能性がある。現にプライベート市場では、ベンチマークリターンを複製するパッシブ運用を行うのは不可能だ。プライベート市場とは、ベンチャーキャピタル、レバレッジドバイアウト、不動産、森林資源や石油・ガス等の投資である。これらの市場では、たとえ市場インデックスに投資が可能であったとしても、投資家はほぼ確実に投資案件を厳選するタイプの運用を好むだろう。十分に長い期間のデータを見れば、非流動性資産クラス全体としては、よりリスクの低い上場証券と比較して、平凡なりターンしか得られていないからである。

証券価格の効率性とアクティブ運用の最適な比率は反比例する。米国債に代表される、きわめて効率的な市場では、パッシブ運用が適切な手法である。米国債市場では、市場リターンの動向が結果を左右するので、アクティブ運用の付加価値はほとんどないに等しい。一方、プライベートエクイティに代表される非効率な市場では、アクティブ運用が適している。こちらでは市場リターンの動向が運用の最終結果に与える影響はごくわずかであり、個別の投資機会の選択がリターンの源泉になっている。

流動性の低さを進んで受け入れる投資家は、リスク調整後の高いリターンを追求するうえで圧倒的に優位な立場にある。市場参加者のほとんどは、流動性の高い証券になら割高であっても投資する。これは習慣と言っていいくらい根強いので、思慮深い投資家は、流動性の高い割高な証券を避け、流動性の低い選択肢を積極的に受け入れることで利益を上げる。

バリュウ重視の戦略は銘柄選択で成功するための王道である。バリュウ投資で価値を実現するためには、適正価値を下回って取引されている資産を発掘するか、もしくは非常に優れたスキルを用いて企業経営を改善するかという2つの方法がある。どちらの方法にせよ、バリュウ投資家は実際の投資活動において、非常に大きな安全マージンを確保する。これはここ

まで保守的でない投資家には望むべくもないクッションとなる。

それぞれの資産クラスにおいて、アクティブ運用の機会が豊富かどうか見極めることは、ポートフォリオ運用管理のプロセスにおける重要なステップのひとつである。非効率な、すなわち興味深いアクティブ運用の機会に満ちた資産クラスに重点を置けば、高い確率で投資を成功に導くことができる。思慮深く検討したうえで流動性の低さを受け入れること、およびバリュウ重視の姿勢を取ることは、長期運用のポートフォリオにとって、分別ある保守的なアプローチなのである。

ポートフォリオを構築する際に、投資家は意識的・無意識的を問わず、資産配分、マーケットタイミング、銘柄選択のそれぞれの役割についての選択を行う。強固なポートフォリオ運用管理の枠組みは、資産配分の決定を核とし、適切な分散を図りながらも株式資産に重きを置く。マーケットタイミング行動は一般的には報われないし、かつ常にその時どきのポートフォリオを、基本ポートフォリオから乖離させてしまう。真摯な投資家は、マーケットタイミングを避けるのだ。銘柄選択で継続的に結果を出し続けるのは非常に困難だが、ポートフォリオの収益に付加価値をもたらすポテンシャルが高い。投資家は、最も機会が豊富だと判断する分野で超過収益を狙い、適度な非流動性を許容し、バリュウ重視の戦略を維持することで、市場に勝つ確率を高めるのである。

資産配分

株式バイアス

賢明な投資家は、株式へのバイアス（重点配分）をもって運用に取り組む。株式を保有するリスクを許容すれば、長期投資家は高いリターンを手にすることができるからだ。高いリターンを獲得すれば、購買力の維持および事業予算への持続可能な支援という、2つの目標に大きく貢献することができる。実際、資産を保全しつつ事業へ支出するという、相対立する目標間の緊張を緩和するためには、投資リターンを高めること以外に方法

表4.1 長期で優れたリターンを生み出す株式

米国資産クラスとインフレーションの投資倍率
1925年12月-2005年12月

資産クラス	倍率
インフレーション	11倍
財務省短期証券	18倍
長期国債	71倍
社債	100倍
大型株	2,658倍
小型株	13,706倍

出所 = Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book

はない。

ファイナンス理論は、より大きなリスクを許容すれば、より高いリターンによって報われると結論づけている。理論がいつも正しいとは限らないが、ロジャー・イボットソンとレックス・シンクフィールドによって集積された過去の資本市場データは、ファイナンス理論の結論を支持しており、これは投資家にとって朗報である。表4.1を用いて、米国のさまざまな資産クラスへの投資とインフレーションが富を何倍に増やしたか見てみよう。

❖歴史的根拠

データは、1925年末に米国財務省短期証券に1ドルを投資し、すべての元利収入を再投資した場合、2005年12月31日時点で18倍になったことを示している。一見すると、最初の投資から18倍になったという結果は満足できるように感じる。しかし、その60%以上がインフレによって目減りしていることを考えると、少し輝きを失ってしまう。財務省短期証券のリターンの低さは特に驚くべきことではない。なぜなら、少なくとも2つの点において、財務省短期証券は、無リスクと言ってもよかったからだ。米国政府は、おそらく世界で最も信用力がある発行体なので、投資家は事実上、クレジットリスクをまったく取っていない。加えて、財務省短期証券は物価

上昇率に追随するリターンを上げることで、インフレヘッジ機能も提供してきた。こうした魅力的な特性の代償が、非常に低い実質リターンだったのだ。したがって、少なくとも過去実績を見るかぎりでは、インフレ調整後で高いリターンを目指す機関投資家にとって、財務省短期証券は適切な投資対象でなかったと言える。

リスクのダイヤルを高い方向に動かして、1925年に同じく1ドルを米国長期国債に投資した場合、2005年末時点での投資倍率は71倍になっている。長期国債は、高い信用力という点では財務省短期証券と同じだが、実質リターンという点では短期資産と違って不確実性が高い。イボットソンとシンクフィールドの分析で用いられた20年債投資では、購入後20年間のインフレ率というリスクを避けられない。長期インフレ率は未知の情報であり、確実に予測することもできない。実質リターンが、非常に大きく変動するだけでなく、満期前に売却した場合、名目リターンもまた変動する。長期国債にはこのようなリスクがあり、それを埋め合わせるだけのリターンは達成しているが、インフレ率を超えるリターンを確保しなくてはならない投資家にとっては、意味のある効果を発揮しているとは言えない。

社債投資は、長期国債投資の代替となりうる。社債の過去80年間の資産倍率は100倍であり、倒産リスクのない長期国債の71倍を上回っている。リターンの増加分は、クレジットリスクと期限前償還リスク*に対する見返りである。すなわち、信用力の高い社債はハイブリッド商品であり、債券類似の特性に一定の株式リスクとオプション性が組み込まれているのである。

財務省短期証券の18倍、長期国債の71倍、社債の100倍という数字は、資金の貸し出しに対する長期的な収益を示している。資金の貸し出しは、相対的にリスクの低い資産クラスに分類される。国債の場合は、期日通りの元本と利息の支払いに対して、政府の「十分な信頼と信用」が付与されている。社債の場合には、会社の資産に対する優先請求権が付与されている。つまり、社債に対する弁済は、会社のオーナー、すなわち株主への支払いより優先するのである。

* 期限前償還リスクとは、債券の発行体が、満期前に一定の価格で債券を強制的に買い取り償還する可能性があるリスクのことである。一般的に債券保有者は、発行体が期限前償還を行った場合に損失を被る。なぜなら、ほとんどの場合、期限前償還は金利低下局面で行われるからだ。

当然のことではあるが、残余財産請求権者である株式所有者は、社債保有者よりも高いリスクを負担している。極端な場合、すなわち会社が債務不履行に陥った場合、株式オーナーの持ち分は消滅してしまう。こうしたリスクがあっても（あるいはこれらのリスクがあるからこそ）米国では長期間で見た場合、株式投資のリターンは債券投資を大幅に上回ってきたのである。

1925年末に普通株に投資された1ドルは、80年後には実に2658倍にまで増大している。保守的な財務省短期証券への投資（18倍）や長期国債への投資（71倍）のリターンと、株式投資というより高いリスクを取ることで期待できるリターン（2658倍）との間には、非常に大きな格差が存在する。

株式保有の長期的なメリットは、リスクのダイヤルをさらに上げることで増えていく。小型株に投資するリスクを負担した場合、1ドルは80年間で1万3706倍にまで増大したが、これは他の資産クラスのリターンと比較して、信じられないくらいの倍率である。イボットソンとシンクフィールドの小型株リターン計測方法をめぐっては、論争はあるものの、彼らの仕事のおかげで、より高い株式リスクを許容した場合の長期的なリターンを大まかに把握する。

イボットソン＝シンクフィールドの80年間にわたるデータでも十分に説得力があるが、より長い期間のデータを使用すると、さらに劇的な結論が得られる。ペンシルベニア大学ウォートン校の教授ジェレミー・シーゲルは、著書『株式投資——長期投資で成功するための完全ガイド』（日経BP）のなかで、1802年から2001年までの投資リターンの検証を行っている。最近のイボットソンのデータをシーゲルの一連のリターンとつなげた場合、米国株式への1ドルの投資は1802年から2005年の約2世紀の間に1030万ドルにまで増えたのである。同期間のキャッシュへの投資は、わずか4800ドルにしかならなかった。表4.2が示すとおり、長期間の株式投資がもたらすリターンの大きさは、財務省短期証券や長期国債のそれを凌駕している。

余談であるが、^{ゴールド}金の“信者”をがっかりさせるデータもある。彼らが信奉する希少金属は、27倍のリターンしか生み出せず、低リスクの財務省短期証券に対しても大幅に劣後し、かろうじて16倍のインフレ率を上回っ

表4.2 超長期で驚愕のリターンを生み出す株式

米国資産クラスとインフレーションの資産倍率
1802年12月～2005年12月

資産クラス	倍率
インフレーション	16倍
財務省短期証券	4,800倍
長期国債	19,500倍
大型株	10,300,000倍

出所 = Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills and Inflation, 2006 Year Book, 『株式投資——長期投資で成功するための完全ガイド』 ジェレミー・シーゲル著

た程度であった。

こうした事実を踏まえると、長期投資家が資産を最大化するためには、政府や企業の負債に投資するよりも、高リスク高リターンの株式に投資したほうが良いように思える。ただし、過去の歴史を一般化することには慎重であるべきなので、この明らかと思える結論についても、さらなる検証を行う必要がある。

米国における証券投資のリターンだけに分析を限定すると、重要な情報を見逃してしまう。米国以外における歴史的な投資リターンに関して、最近発表されたウィル・ゲッツマンとフィリップ・ジョリオンの学術的な研究を見れば、株式投資の長期的な優位性に対する信頼が少し揺らぐかもしれない。⁴20世紀初頭、ロシア、フランス、ドイツ、日本、アルゼンチンにも活発な株式市場が存在したが、「……これらの市場はすべて政治的混乱、戦争、ハイパーインフレーションといったさまざまな理由により中断されてしまった。これらの市場のデータは、長期的な資本市場の研究に適していないことは明らかである。米国や英国といった、最も連続性が高い市場でも、第一次世界大戦の間の数カ月間、閉鎖されたことがある⁵」。米国における長期リターンの研究では、他の市場ではあまり好ましいとは言えない結果が（時として非常に悪い結果が）存在したという事実を見落としている。