

キャンベル・J・Y/L・M・ヴィセイラ

『戦略的アセット・アロケーション』

——長期運用におけるポートフォリオ選択——

Campbell, J. Y. and L. M. Viceira, *Strategic Asset Allocation: Portfolio Choice for Long-Term Investors*, Oxford University Press, 2002, xii+257 p.

著者の一人である Campbell はマクロ経済学と時系列分析の手法を計量ファイナンスの分野で活用し、先駆的な研究を行ってきたこの分野の第一人者である。80年代の後半から90年代は、ファイナンスという分野の非常に大きな変革期であった。コンピューターの計算能力の向上と価格低下が急速に進み、同時に証券市場のグローバル化が一気に加速しはじめたのがこの頃である。「IT革命」という言い方にはもはや古臭い響きすら感じるが、証券市場についてはたしかにIT革命があった。

ファイナンス理論のテキストとしては先駆的なものであった Duffie(2001)によれば、証券市場価格についての理論研究はこの段階ですでに“mopping-up operation”の段階に到達していた。不確実な将来キャッシュフローの市場取引を分析する概念装置の萌芽は Arrow(1953)に確認できる。コーポレート・ファイナンスにおける「価格理論」とも言える Modigliani and Miller(1958)の定理, Sharpe(1964)と Lintner(1965)による Capital Asset Pricing Model(CAPM), そして Black and Scholes(1973)によるオプション価格理論などが相次いで発表され, Harrison and Kreps(1979)の頃には価格理論の基本的な枠組みがほぼ完成したといっても良いだろう。理論モデルの先駆的な若手研究者であった Duffie は、80年以前の理論モデルの発展に敬意を示して1969-79を“a golden age of dynamic asset pricing theory”とし、彼自身が活躍しはじめた80年代を評して“mopping-up”という表現を用いた。

これに対して同世代のファイナンス研究者である Campbell(2000)は、実証研究においてはまさに80年代からが黄金期とも呼べる時期であるという。典型的な場合、学術研究における最先端の結果はまずサーベイ論文によってその論点が整理され、続いて博士課程のテキストのトピックとして登場し、さらに遅れてMBAや学部のテキストの中に採り入れ

られるようになる。ファイナンスの実証分析に関する包括的なテキストということになると、いま現在でも Campbell, Lo, and MacKinlay(1997)など博士課程の学生向けのものがいくつか見あたるに過ぎない。こうして考えるとファイナンスの実証分析という分野はまだ“mopping-up”の段階には入っていない分野と考えても良いだろう。

著者達が序文に記したところによれば、本書の目的は実際に資産市場での運用を行う投資家がさまざまな局面で意思決定する際の行動規範を提供することである。特に長期的な視野から資産の運用を行わなければならない投資家が主な読者として想定されている。証券価格の実証研究はまだ発展途上にあるとしても、おそらく実際の投資家に対しても多くの示唆を与えることができるだけの蓄積はすでに存在する。Campbellはどちらかと言えば証券市場に参加する投資家としてのミクロ的な視点よりも、マクロ経済学的な視点から証券価格を分析した研究業績が高く評価されてきた人物である。その彼が実際に証券市場での取引や意思決定に関わる投資家を念頭にこのような本を執筆したことは非常に興味深い。

共著者の Viceira は Harvard 大学において Campbell の下で研究を行っていた若手研究者であり、この本で取り上げられている内容がまさに彼自身のこれまでの学術研究における中心的な貢献である。他の本に見出せないこの本の大きな特徴はマクロとミクロの視点のバランスで、かつどちらの視点からも深い洞察が読み取れる点である。おそらくこの二人が共同作業をしてゆく段階でこういった議論が熟成されていったことは間違いなく、その意味で Viceira の貢献は高く評価するべきである。

すでに述べたように、著者達が想定している読者は実際に資産市場での運用を行う投資家である。しかし、本書の内容の多くはファイナンスの学術専門誌に最近掲載された内容に基づくものであり、おそらくは大学院レベルのファイナンスについて十分な教育を受けていないと詳細までの理解は不可能だろう。特にこの本の長所である、マクロ経済学的な視点から得られる多くの示唆は、たとえば経済学部の大学院にでも進学した経験がなければ興味すら持てないかもしれない。データ分析の結果については、数学や統計の専門用語を避けながら丁寧に解説が加えられているものの、それでもかなり良質な統計データ分析の教育、それも単に数理的な話題だけでなく実際にデータ分析を十分に行う教育を受けてなければ、

表やグラフを見ても興味は持てないだろう。また、多くの投資家にとっては「実務」的な手続き、たとえば税金や法律・制度上の問題などがまずもって直接的に重要であり、大学院の修士課程にでも在籍してないとお目にかからないような専門用語を駆使されたところで、具体的な情報としてはほとんど理解されることがない。

もちろん著者達もこうした点については十分に認識しているようだ。理工系の高等教育を修了した者もウォール街ではめずらしくないが、やはり全体としては「学問」や「数学」に対するアレルギーは強いし、この本の内容が多くの人にとってすぐに役にたつものとして受け入れられるとは考えられない。しかし著者達は、多くの実務家やファイナンシャル・アドバイザーが実務上の手続きには非常に洗練されたサービスを提供しているにも関わらず、「リスク」と「リターン」のトレード・オフについては経験則的なルールを提示するにとどまっているとし、実務で多用される多くの経験則を正確に理解し、科学的に積み上げた議論に耐えうるのかを確認することが重要だと主張している。「リスクを避けたい投資家は株式よりも債券への投資を行うべきである」、「若い世代の投資家は年老いた世代の投資家よりも株式に対する投資を増やすべきである」といった類のルールはそのまま受け入れるべきものではなく、正確なモデル化と実証分析に基づいた議論を積み重ねてゆくことが重要だというのがこの本を通じての大きなメッセージだろう。実際に本書を読み進めてゆくと、盲目的にルールに従うと決めた場合には見落とししてしまうような論点にいくつも気が付くに違いない。

残念ながら本書のようなレベルで議論を正確に積み上げてゆくためには、広い意味で高度な「数学」的素養がどうしても必要になる。筆者達は本質的な結果を伝えるために、数学的な結果やデータ分析の結果を言葉で丁寧に説明している。私自身も一橋大学大学院国際企業戦略研究科の金融戦略コースにおいて、金融機関等に勤務しながら通学してきているが、その経験から言えば、こういった専門的な内容を「実務家」にも伝わるように、かつ数学をできるだけ避けながら解説をしてゆくのは非常識なまでに手間と労力がかかる。本書の記述の端々にはそういった努力や工夫の後が感じられ、その意味でたいへんな力作であることは間違いない。それでも多くの実務

家にとって、この本の内容を理解するのは困難であるに違いない。また、もちろん日本だけの傾向ではないが、実務家を対象にした書物という「作品」は内容の完成度よりも、むしろどれだけ売れたかという視点から評価される。はなはだ残念ではあるが、本書はその点では失敗作だろう。本書がいかに丁寧に翻訳されたところで、ビジネス書として丸の内の書店で売上ランキングに入ることはないだろう。この本を読めば儲かるというたぐいのことが書いてあるわけではない。仕事帰りの混雑した電車の中で斜め読みできるような生易しい書物でもない。

本書のレベルの数学・統計の知識を持ち、分析結果の意味を興味深く思う実務家がいたとしても、実務上の運用にある程度耐えられるような数字を出してくるシステムに調整して仕上げるのは不可能だろう。実務的な要請から発生するさまざまな制約に対応するには、本書で提示されているモデルとその解法に根本的な変更や拡張を加える必要がでてくる。また、基本的にはダイナミック・プログラミングの手法を適用するべき多期間の最適化問題を扱っているが、その解法として提示されている手法は数理解画法の視点からは厳密さにかける。

こうした問題点はあるのだが、私自身は担当する「ポートフォリオ投資論」という授業の中で本書の内容についての説明に多くの時間を割いている。多くの学生はこの本の内容には興味がもてないかもしれない。本に書いてある通りにポートフォリオを組めば大儲け、もしくは大儲けとはいかなくてもそれなりの利得が得られるようなものを探するのが実務家として健全な興味である。しかし、当然のことながらそのような錬金術があるはずもない。そうだとすれば次に何を考えるべきだろうか。これは社会人向けの授業ではどういった問題を扱えばよいかという問いかけにもつながる。私自身は、この本に書いてある内容は直接的にキャッシュに結び付けられないにしても、では次に何をすべきかということについて多くの示唆が見出せる、そういった本であると考えている。ビジネススクールの授業では何をすべきなのか、ファイナンスの研究者が実務家に何を語るべきなのかについて、悩みながら日々の授業をこなしている。そんな私にとっては、CampbellとViceilaという二人の注目すべき研究者が、実務家向けということでこういった書物を提示してくれたことに強く勇気づけられた。

参 考 文 献

- Arrow, K. (1951) "Le Rôle des Valeurs Boursières Pour la Repartition la Meillure des Risques," *Econometrie*, Colloq. Internat. Centre National de la Recherche Scientifique 40 (Paris 1952), pp. 41-47.
- Black, F. and M. Scholes (1973) "The Pricing of Options and Corporate Liabilities," *Journal of Political Economy*, Vol. 81, pp. 637-654.
- Campbell, John Y. (2000) "Asset Pricing at the Millennium," *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1517-67.
- Campbell, L., A. W. Lo, and C. MacKinlay (1997) *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, New Jersey.
- Duffie, D. (2001) *Dynamic Asset Pricing Theory*, Princeton University Press, New Jersey, 3rd Edition.
- Harrison, M. and D. Kreps (1979) "Martingales and Arbitrage in Multiperiod Securities Markets," *Journal of Economic Theory*, Vol. 20, pp. 381-408.
- Lintner, J. (1965) "The Valuation of Risky Assets and the Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 47, pp. 13-37.
- Modigliani, F. and M. Miller (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economic Review*, Vol. 48, pp. 261-297.
- Sharpe, W. (1964) "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk," *Journal of Finance*, Vol. 19, pp. 425-442.

[本多俊毅]