



### I-OWA マンスリー・セミナー講演より ウォール街の歴史(その3)

講演： 岡本 和久  
レポーター： 赤堀 薫里

投資理論と証券市場の状況と年金の運用を比較しながら、年金を中心とした運用の形態がどう変化していったのかをお話します。投資理論という面では、証券市場では、1792年にすずかけの木協定が結ばれます。業者間で独占体制の協定を結び、組織されたニューヨークのマーケットができました。

米国の最初の年金は、1859年、ニューヨークの警察官のための年金です。1875年、アメリカンエクスプレスが初の企業年金、これは当時の高度成長企業です。19世紀後半には鉄道業に年金制度が普及していった。1884年にチャールズダウがダウ平均株価指数を作りましたが、当時は12銘柄だけでした。

20年代の非常に明るい雰囲気の中で、咆哮の20年代が起りましたが29年に暴落。暴落後、制度面では、証券法や銀行法、銀行と証券を分離させるグラス・スティーガル法、証券取引所、SEC設立、信託法の制定、投資会社法、投資顧問法と次々と成立していきました。

運用の手法を見ると1934年にベンジャミン・グレアムが証券分析という名著を書いて、バリュート分析の基礎を作ったのです。3年後にジョン・バー・ウィリアムズが投資価値の理論という本を発表。これは配当割引モデルの原型になっています。このように証券の価値を、成長する将来のバリューや今のバリューを、現在の株価や他の企業の株価と比較して投資すべきであるという考え方が広がっていった時期でした。



20世紀の初めごろから年金制度が普及し、35年に世界初の社会保障法制定、老齢年金の保障制度が制度として導入されました。さらに1942年、企業年金の税制優遇処置が歳入法で決められました。



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

日本との戦争が終わり、1949～50年にかけて、ペンションドライブと呼ばれる現象が起ります。これは、労働組合の力が非常に強くなった時期です。労働組合の圧力を受けて、企業が年金制度をどんどん導入し出した。この時代に企業年金の設立ブームが米国で起きました。

50年代から投資理論が急速に進化し始めました。大きな第一歩はマーコビッツの「ポートフォリオ選択論」。それまでは「一つのかごに全ての卵を盛ってはいけない」という分散はありました。マーコビッツの功績は、リスクを標準偏差と捉え効率的な資産分散の道筋を示したことです。ただ単に組み入れる銘柄を増やしていけばいいのではなく、相互の動き方の関連性によってリスクを削減することができるというのがマーコビッツの理論でした。

それをさらに進めて、ポートフォリオでいろいろな銘柄を組み合わせると、これ以上のリスクとリターンの限界を超えることはない組み合わせがあるはずだと考え、それを有効フロンティアと名付けました。しかし、コンピューターの能力が不十分だったため、有効フロンティアは実際に実用化されなかったのです。

1958年 J. トービンが、分離条理を発表します。トービンは、安全資産とリスク資産という二つの間だけを調整すればいいのではないかと考えました。つまり、リスクのレベルは、リスクのない短期資産（通常は短期の財務省証券）とリスク資産を代表する一つの株式ポートフォリオを組み合わせれば、そのみで調節できるのではないかと気付きました。要するに株式のポートフォリオの中身を変える必要はなく、ただ安全資産との配分だけを考えればよいというわけです。しかし、そのポートフォリオの中身が何かよくわからなかった。トービン自身その辺りの最終的結論は出ていなかったようです。

それに対して1961年にシャープがポートフォリオ分析のための簡易モデル、単一インデックスモデルを発表します。彼は上場されている全ての投資対象になる銘柄を時価総額加重で計算した指数、それこそがトービンが言っていた超効率的ポートフォリオであるということを発表します。全ての銘柄を組み入れれば、一つそこに株式市場というもののリスクとリターンの特性を持ったポートフォリオができて、安全資産である短期証券とそのリスク・ポートフォリオ、両者の組み合わせによって全てのリスクとリターンのコントロールができるはずである。現在、我々が接しているリスクやリターン、ポートフォリオといったコンセプトが出来上がっていく過程は非常に興味深いものでした。

講演は、米国の黄金時代である60年代から始まり、70年代のボックス相場、M&A マニアの時代、ブラックマンデーを経て、繰り返すバブルについて解説くださいました。後半では投資理論の進展、証券市場と年金運用の変遷や日米の年金運用の変化についての説明。最後に現在のトレンドと資産運用の未来について示唆してくださいました。