

誰も名前を聞いたこともないベストの投資家

グリノルド氏が語るアクティブ運用

——岡本和久



リチャード・グリノルド氏

“アクティブ運用のグル”というと、皆さんはどんな人たちを思い浮かべるだろうか。おそらく、ウォーレン・バフェットとか、ピーター・リンチなどの名前が出てくるに違いない。あるいは、澤上篤人さんという人もいるかもしれない。しかし、ここに「誰も名前を聞いたこともないベストの投資家」（フォーチュン誌、2003年6月16日号）と呼ばれる男がいる。リチャード・グリノルドこそその人だ。

彼は、筆者が2005年まで勤めたパークレイズ・グローバル・インベスターズ（BGI）でアクティブ運用を総括するマネジング・ディレクターである。彼の指揮のもと、かつてはインデックス運用会社として有名であった同社を、この十数年間でアクティブ運用の一大勢力としたのである。グリノルド氏に忙しい時間を割いてもらい、クラブ・インベストライフ会員に投資に対する考えを語ってもらった。

リチャード・グリノルド氏に聞く アクティブ運用とは

岡本 リチャード、久しぶりです。私はBGIを退職してから、個人投資家向けのセミナーなどを行う会社をやっています。

日本全国に長期投資と本格的資産運用への芽生えが始まっており、とても忙しくも楽しい毎日をご過ごしています。

グリノルド はい。聞いていますよ。非常にうまくいっているそうじゃないですか。

岡本 いや、それほどではないです。ただ、本当に真面目に投資を考える方が増えている。それがとてもうれしいですね。まず、リ

チャード、少し自己紹介をしてもられますか？ 海軍の駆逐艦で操縦者をしていたという話は聞いていますが……。

グリノルド は、は、は。そういうこともありました。私はもともとタフツ大学で物理学の学位をとりました。それからカリフォルニア大学バークレー校で、オペレーションズ・リサーチの修士と博士号をとりました。その後、同校で20年、教職についていました。

岡本 ファイナンスを教えていたのですか？ でも、物理学やオペレーションズ・リサーチが専門だったのでしょうか？

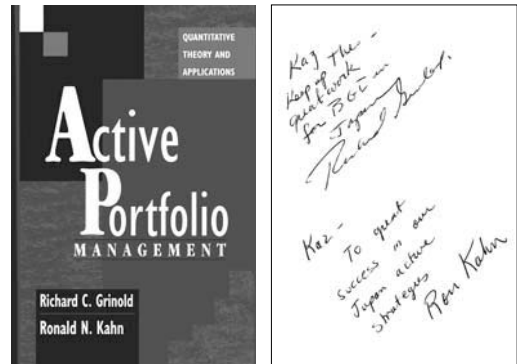
グリノルド そうですね。同僚が勧めてくれたのです。バークレー

校ではやはりファイナンスが一番の花形分野ですからね。それで教科書を生徒たちより少し先に読み、その内容を教えていました。そのうち、内容をすっかり理解してしまいました（笑）。

そのときの仲間が独立して資産運用のモデルを開発する会社を始めました。そして、私はそのコンサルタントとなり教職を去ったのです。

岡本 それが世に名高いバーラ社ですね。

グリノルド そうです。そこでモデルの開発をしていましたが、徐々に顧客向けの教育が仕事の中心になったのです。そのうち、自分のモデルやアイデアを実際の



グリノルド氏の初版本と筆者へのメッセージ

運用で使ってみたいという気持ちが高まり、バーラ社を退職しました。そして、BGIに1994年1月1日に入社しました。

岡本 そのとき、私はBGIに入って4年目でした。でも、当時は、BGIというのはインデックス運用で有名な会社でしたよね。そこでアクティブ運用を立ち上げるのには、いろいろ苦労もあったのでは？

グリノルド 当時からBGIには「投資は科学である」という考え方が強くありました。インデックス運用はその一つの解決策ですが、科学的手法でアクティブ運用をするという考えはスムーズに受け入れられたと思います。

結局、市場というのは完全に効率的でもなければ、非常に非効率的でもない。それはみんなわかっていた。そこで、人間の勘に頼る「芸術的」な運用ではなく、きちんとコントロールできることをコントロールしたアクティブ運用を考えたわけです。

それは、ベンジャミン・グレアム的アプローチでもありますが、

彼らのように数少ない銘柄を徹底的に分析するのではない。私たちは1000以上の銘柄をフォローしています。と、いってロング・ターム・キャピタルのようにコンピュータのブラックボックスに依存したものでもない。一発のホームランを狙うよりたくさんの安打を打ちたいというやり方です。証券市場に散在する多数の銘柄の収益チャンスを幅広く取っていくという手法なのです。

岡本 あなたとロン・カーンが書いた『アクティブ・ポートフォリオ・マネジメント』（上の写真は初版本）という著書はアクティブ運用の本質を鋭く突いたものでしたね。これでアクティブ運用のパフォーマンスがどこから発生しているかわかるようになった。

グリノルド 私はアクティブ運用がどのぐらいうまくいっているのかいつも興味を持っていました。

物理学では、「ある一つの可能性はどこから生まれるのか」ということにいつも注目しています。アクティブ運用も同じことでした。この投資戦略はどのぐらいの

アルファをもたらすポテンシャルがあるか、インプット（リスク）1単位に対していくらのアウトプット（リターン）があるか、二つのアウトプットの違いはどこから生まれるのか、そういうことに興味を持っていました。

岡本 その指標が「情報レシオ」ですね。

グリノルド そうです。市場のリスクと比べてどれぐらい超過リスクを取って、どれぐらい市場を上回るリターンを上げているかを見るのです。そして、この情報レシオはマネジャーのスキル（技量）と独立したベット（賭け）数のルーレットを掛けたものなのです。

岡本 ちょっと難しいですが、要するに打率の高い打者が何度も打席に立てば良い成績になるということでしょうか？

グリノルド まあ、そういうことです。大切なことはベットが独立したものでなければならないということです。

岡本 つまり、PBR（株価・株主資本レシオ）が1以下の銘柄をすべて買うとすれば、銘柄数は大き



グリノルド氏の書籍最新版と日本語版

いですが、ベットとしては一つとしてしか数えられないということですね。

このようにアクティブ運用の市場を上回るリターン^{リターン}の源泉が市場リスクを上回るアクティブ・リスクにあるとして、それらと比較することで運用の巧拙^{こうせつ}を見ようとしたのは、大きな発見でした。アクティブ運用の競争のルールをあなたが決めたようなものだ。

グリノルド これでアクティブ運用の競争が情報レシオの向上になったのは大きな出来事でした。

岡本 この方程式は、今では「アクティブ運用のファンダメンタル法則」として有名になっていますね。

ところで、ちょっと話は変わりますが、リチャード、あなたの個人財産はどのようなポートフォリオになっているのですか？

グリノルド 自社株を別にすれば、不動産が15%、株式が60%、債券が25%といったところでしょうか。正直言ってあんまり真剣に考えたことはないですね（笑）。

債券のうち10%は節税効果があ

る地方債、株式の配分はアメリカとアメリカ以外が30%ずつ、アメリカ以外では18%が先進諸国、12%が新興国といった感じです。

岡本 個人投資家がアセット・アロケーションを考える際に、参考にできることはありませんか？

グリノルド ライフステージファンドを各社が出していると思いますので、それらの配分比率を参考にするのも手軽でいいかもしれませんね。

岡本 退職したら、かなりポートフォリオを変更しますか？

グリノルド う〜ん。まあ、もう少し考える時間ができるでしょうね。若干の修正はあるかもしれませんがね。

投資は割り切れるものではなく「物理学的」なもの

岡本 リチャードはクオンツ・アクティブ運用を育ててきた一人者ですが、投資というのは、そのように計量的に割り切れるものなのでしょうか？

グリノルド 投資は「数学的」で

はなくずっと「物理学的」ですよ。

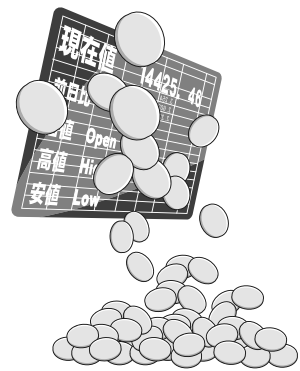
岡本 「物理学的」？

グリノルド そうです。数学では、すべての要素が均等に重要であると考えます。物理学では、100の要素があっても97は切り捨てて、最も重要な三つに集中するというような考え方をします。

つまり、抽象化する能力が重要だということです。何が一番大事で、何が二番目に大事かを判断し、複雑な問題をシンプルにしていく。これは投資でも大切なことです。

岡本 なるほど。それはとてもよくわかりますね。しよせん、マーケットは不確実性がいつも付きまわっているものです。ですからそれを厳密に分析しようとしてもあまり意味はない。

グリノルド 複雑な事象をできるだけ少ない要素で説明しようとする。投資も同じです。これにより市場の理解がはるかに深くできます。数学的にすべての細かいことをマスターしようとしてはいけません。それをするともますますわか



らなくなる。だということですね。今日はお忙しいところ、どうもありがとうございました。

岡本 ビッグ・ピクチャーが重要

解説

アクティブ運用の巧拙の判断

アクティブ運用のパフォーマンスを比較するときに、まず考えられるのは同じ期間のリターンを比較することであろう。昨年、Aマネジャーのリターンは5%だったが、Bマネジャーは10%のリターンが出た。だからBマネジャーの方が優れている……。これは一番単純だが、また、極めて誤解を招きやすい比較でもある。なぜなら、Aは債券ポートフォリオのマネジャーで、Bは株式マネジャーであったとすれば、Aは債券としてはよくやったが、Bは株式としては少し不満足な結果ということもある。また、Aが先進国株式のマネジャーで、Bが新興国マネジャーでも同じことがいえる。

つまり、債券と株式、先進国株式と新興国株式ではリスクが違う。あくまでリスクを調整したうえでパフォーマンスを比較しなければならない。そこで、AマネジャーとBマネジャーの過去の平均リターンとリスクを算出して、平均リターンをリスクで割り、1リスク当たりのリターンを比較することがしばしば行われる。これが「シャープ・レシオ」と呼ばれる指数で、モーニングスターのファンド検索のデータなどでも見ることができるので、ご存じの方も多いことだろう。

しかし、アクティブ運用が本当に戦っているのはほかのマネジャーではなく、市場平均だという考え方もできる。なぜなら、市場平均並みのリスクを取って市

場平均並みのリターンを獲得することは、インデックス・ファンドを使えば簡単にできるからだ。しかも、そのコストはアクティブ運用のファンドと比べればはるかに安い。顧客が、高いフィーを払ってアクティブ運用に求めるものは何かといえば、市場平均以上のリスクを取って市場平均以上のリターンを上げるということである。

市場平均以上のリスクをアクティブ・リスク、市場平均以上のリターンをアクティブ・リターンと呼ぶ。そして、アクティブ・リターンをアクティブ・リスクで割り、アクティブ・リスク1単位当たりのアクティブ・リターンを求めたものが情報レシオ(インフォメーション・レシオ、IR)と呼ばれる指標なのだ。

対談に出てくるグリノルドとカーンの著書『アクティブ運用のファンダメンタル法則』は、この情報レシオが以下の方程式で表されることを明らかにした。

$$\text{情報レシオ} = \text{マネジャーの技量} \times \sqrt{\text{独立した賭けの回数}}$$

「マネジャーの技量」は「情報係数(インフォメーション・コエフィシエント、IC)」と呼ばれ、予測と実績の相関係数である。また、「独立した賭けの回数」とは「1年間に可能な、独立した、例外的なリターンの予測回数」と定義されている。この点が明らかになって以降、アクティブ運用の評価はこれらの基準に基づいて行われることが増えていった。(岡本)