

セイラー教授の長期投資-株式 100%運用の 勧め-

ノーベル経済学賞を受賞したセイラー教授は、長期投資なら株式の割合を 100%にすべきと論じています。

政策調査部 主任研究員
鈴木 裕

2017 年のノーベル経済学賞は、行動経済学の理論化と実践の功績によってシカゴ大学のリチャード・セイラー教授に授与されました。セイラー教授は、長期投資を行える資金であれば、株式 100%で運用することが、最も優れた成果をもたらすと論じています。あわせて、いきなり 100%株式の運用に移行するのが困難であるなら、リバランスの方針を見直すことを勧めています。

「なぜ 100%株式戦略をとらないのか？」

2017 年のノーベル経済学賞を受賞したシカゴ大学大学院のリチャード・セイラー教授（当時コーネル大学大学院）は、1994 年に “College and University Endowment Funds: Why Not 100% Equities?”（大学寄附基金：なぜ 100%株式ではないのか？）と題する論文をピーター・ウィリアムソン名誉教授（ダートマス大学大学院）との共著で “The Journal of Portfolio Management” の 1994 年秋号に掲載しています¹。この論文は、運用期間が極めて長い大学寄附基金の運用を改善するアイデアを提示するものです。

大学寄附基金では、平均的には株式 60%：債券 40%で資産を運用することが一般的ですが、セイラー教授らは株式 100%にした方が、長期的には優れた運用成果を手にできると主張しました。過去の米国株式の株価指数や債券価格指数を用いたり、実際に長期間運用されている株式ファンドや債券ファンドの実績を利用したりして推計してみると、長期的には株式 100%の運用の方が収益率が高くなるということです。

こうした過去のデータを見る限り、長期的には株式運用が有利であるのに、それをしない理由は何かをセイラー教授らは、行動経済学者らしく考察しています。株式 60%：債券 40%戦略

¹ <http://www.ijournals.com/doi/pdfplus/10.3905/jpm.1994.409492>

が好まれるのは不合理な選択だというのですが、それにはいくつかの理由があるとのこと。一つは、大学寄附基金では、教育目的で基金から支出を行うことが当然想定されるのですが、支出の原資を利子や配当などのインカムゲインに限定する場合があります。そのうえ、名目元本の維持も求められることもあるでしょう。このような制約下では、安定的な支出原資を確保するため固定利付の資産をある程度保有することになります。セイラー教授らは、この資金支出制約を様々な条件で考慮したとしても、株式 100%運用の方が優れていると論じています。

株式 100%運用が採用されないもう一つの理由は、大学寄附基金は長期投資であるにもかかわらず、年次の決算報告が求められるため、保守的な運用になると指摘し、これを“myopic loss aversion”（近視眼的損失回避）と呼んでいます。決算の頻度が原因となって近視眼的損失回避を生んでいるとの考え方については、本連載の次号で取り上げますが、おおよそのところは、既に[連載の第 12 回](#)²で触れておりますのでそちらをご覧ください。

非対称的リバランス

株式 100%運用に即座に移行するには、従来の投資戦略を完全に捨て去らなければならないので、現実的ではありません。そこで、セイラー教授らが推奨しているのは、リバランスを行わない、ということです。株式 60%：債券 40%で資産運用を開始したのち、株価が上がり、例えば株式 70%：債券 30%の構成に変化すると、当初の資産比率を維持するために株式を売却して、債券を購入する調整を行うこととなりますが、これをリバランスといいます。リバランスを行わなければ、長期的には株式の投資収益率の方が高いと想定する以上、株式の比率が上がってくるはずで、株式 100%運用に近づけられるでしょう。

この効果をより早く得るための方法として、セイラー教授らは、非対称的リバランスを勧めています。これは、株価が下がって債券の比率が上がった場合には、債券売却、株式購入によってリバランスを行い、株式 60%：債券 40%に回復させるが、株式の比率が上がっているときには、上がるに任せるということです。

資産比率を激変させるには心理的な不安感が大きくても、なすがままに株式比率を引き上げていくことができるのであれば、不安感を小さくできるかもしれません。

あり得る反論と更なる拡張の可能性

株式 100%運用の勧めには、様々な疑問を呈することもできます。セイラー教授らは、過去の株価指数やファンド運用実績の平均的な収益が、将来も続くとして試算を行っているのですが、経済環境が激変している中で、数十年前のデータをそのまま延長できるか、疑わしくもあります。また、収益の変動性であるリスクについては、あまり考察を加えていません。株式運用が

² http://www.dir.co.jp/research/report/finance/investment/20150826_010066.html

債券運用に劣後する可能性は、運用期間が長期化するにしたがって、小さくなっていくことには言及していますが、それに関してはこの[連載の第 2 回](#)³で指摘した通り、様々な議論が続けられています。

このセイラー教授らの主張に賛同できない人は、日本国内にはかなり多いのではないのでしょうか。1989 年末の日経平均最高値は、30 年近く経過した今でも、更新までの道のりは険しそうです。そうした株式市場を身近に見ている人には、長期投資だから株式 100%運用すべきというのは、相当疑わしく感じられるでしょう。

これとは逆に世界中に投資機会を求めるのであれば、セイラー教授らの主張は、より強固になるかもしれません。セイラー教授らは、米国市場のデータだけで推計を行っていますが、これを世界中の市場のデータに拡張すれば、分散投資によるリスク低減がより強くなるので、株式投資の有利性が強調できる可能性があります。

また、株式 100%運用が、長期的資金にとって適切なリスク水準であるかにも疑問はあります。セイラー教授らが言うように、相当高い確率で株式の方が優れた運用対象であるとしたら、株式比率を 100%よりも高めていいのではないのでしょうか。借入をして株式を購入すれば、本来の資産額を超えて株式保有量を増やせます。借入金の金利負担はありますが、株式投資による収益を得る機会を広げるのはさほど難しいことではありません。もっともその際には、大学寄附基金が借入を行ってまで、株式に投資をするべきかどうかは問題になるかもしれません。

以上のように株式 100%運用の是非に関しては、反論や一層の推進論を考えることができますが、ノーベル賞学者が長期投資であれば株式比率を高めた運用に取り組むべきと説いていることは覚えておいてもいいでしょう。

以上

³ http://www.dir.co.jp/research/report/finance/investment/20141117_009129.html