

ロジャー・イボットソン氏（プロフィール参照）
山口 勝業 氏（イボットソン・アソシエイツ・ジャパン社長）
岡本和久



世界の資産運用業界の知的リーダー、ロジャー・イボットソン氏が、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン社の創業10周年を記念して来日されました。今回、インベストライフのためにお時間をいただき、お話を伺うことができました。この会談の実現のためにご尽力いただいた、イボットソン・アソシエイツ・ジャパンの山口勝業社長と、『インベストライフ』でおなじみの同社の『月刊投資信託事情』編集長の島田知保氏にお礼を申し上げます。

写真は左から山口勝業氏、同行のリチャード・ヴォーン氏、ロジャー・イボットソン氏、岡本和久

イボットソン氏と金融業界の歩み

岡本 | 今日はお忙しいところ、大変ありがとうございます。まず、イボットソンさんの略歴からお話をいただけるでしょうか。

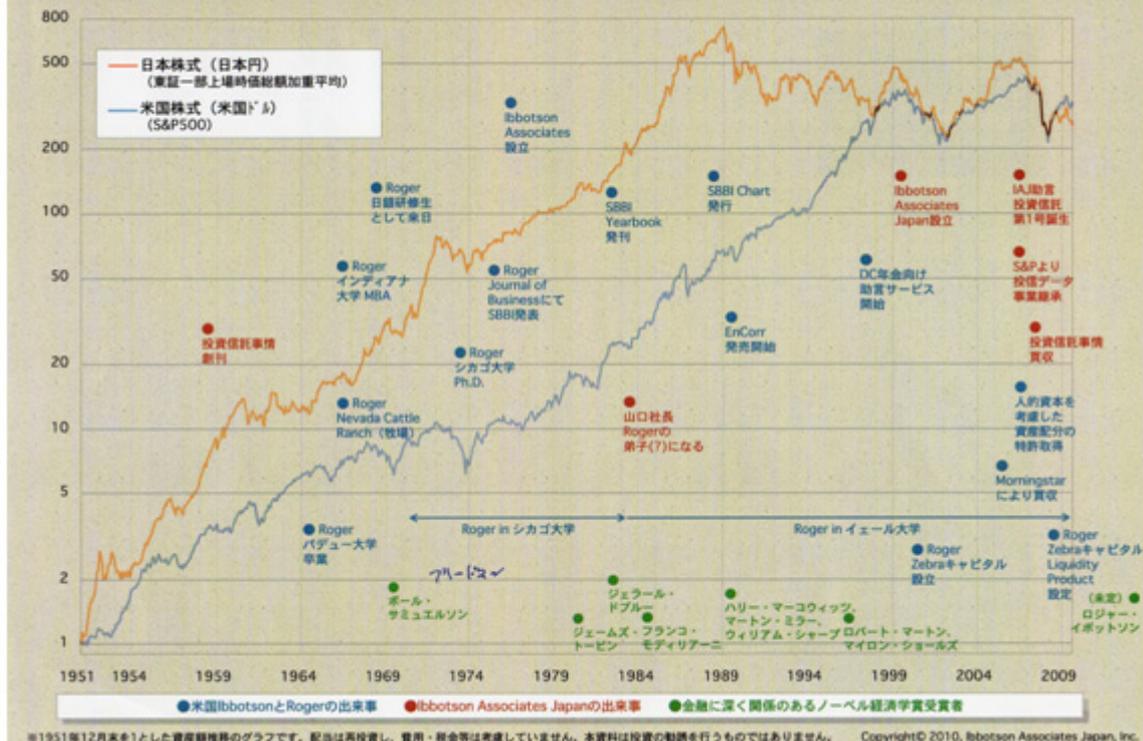
イボットソン | このスライド(次ページ参照)を見ていただきましょう。これは私のこれまでの人生と、資産運用業界で起こったことなどを日米の株価チャートに合わせて作ったものです。

私は1965年にパデュー大学で数学の学位をとりました。1967年にはインディアナ大学経営大学院でMBA(ファイナンス)を取得しました。ここで学んだことは「常にアントレプレナー(起業家)であれ」ということでした。

そして、最初に就職したのがネバダ州の砂漠のなかにある牧場でした。2万頭も牛がいる大きな牧場でしたが、私はナンバー・ツリーのポジションについたのです。そこで馬を乗りこなすことや、小型飛行機の運転などを覚えました。もう、できませんけどね。私の下には50名のカウボーイたちがおり、彼らの指揮もとらねばならなかったのです。



Roger Ibbotson、Ibbotson Associates、金融業界の歩み 1951年12月末～2010年8月末



Copyright ©2010 Ibbotson Associates Japan, Inc.

岡本 | それはまた、ずいぶん、珍しい職業につかれたのですね。

イボットソン | 想像される通り、カウボーイたちは全然、私の話など聞いてくれません。惨憺(さんたん)たる状態でこの仕事を辞めたのですが、要するに、私はこの仕事では見事に失敗したということなのです。その結果、私は自分のキャリアについて真剣に考えるようになりました。どうも、私はあまりカウボーイには向いていないようだ……(笑)。

その後、シティバンクでも働きましたがどうもうまくいきませんでした。結局、学校に戻ることにして、シカゴ大学で博士号をとることにしました。シカゴ大学で勉強しているある夏、非常に重要な出来事がありました。日銀の夏季インターンとして日本に来るチャンスを得たのです。日本でいろいろな人と知り合いになったり、富士山に登頂したり、たくさんの良い経験ができました。そして、日本から帰国し、シカゴ大学で博士号を取得しました。

岡本 | 当時のシカゴ大学にはノーベル経済学賞を受賞したミルトン・フリードマン博士などもおられたでしょう。

イボットソン | そうです。フリードマン博士は私の指導教授の一人でした。また、私の博士号を認定した委員会のメンバーには有名なユージン・ファーマ先生もいました。そのほかにも、フィッシャー・ブラック、マートン・ミラー、マイロン・ショールズなど最先端の学者もたくさんいたのです。ある意味、シカゴ大学は現代ポートフォリオ理論の発祥の地と言ってもよいでしょう。

もうひとつシカゴ大学で有名だったのはCRSP(クリスプ)と呼ばれていた証券価格研究センターでした。ここでは、長期にわたる株式や債券のデータを収集していました。博士号取得後、私はシカゴ大学で教授として残り、そこでSBBI(株式、債券、短期国債とインフレ)の長期リターンの研究を発表するのですが、それもシカゴ大学にいたから可能だったのです。この直前に、やはりノーベル経済学賞受賞者のウィリアム・シャープがCAPMと呼ばれる資本資産評価モデルを発表していました。シャープの研究で株式にはリスク・プレミアムが存在することはわかっていました。シカゴ大学のデータを使うことで、私は株式、長期債、短期債のリスクプレミアムやインフレとの関係などの研究を行うことができ、それがSBBIとして発表されたわけです。

- イボットソン | 一番大きな理由は、80年代後半に上がり過ぎてしまったということでしょう(笑)。それから、後半の10年ぐらいを見れば世界全体の動きに影響されているということではないでしょうか。テクノロジー・バブルは日本ではそれほどひどくなかったですが、2002年、2003年に世界的な不況がありましたし、最近では世界的金融危機がありましたね。その結果、直近の10年の株式市場はそれほどよいものではなかった。日本の場合、90年代の構造不況と最近の10年間の世界的弱気相場の両方が起こり、20年の不振という結果になっているのでしょう。20年といえば人生のなかでもかなりの長期間ですから、人々のマーケットに対するあまりよくない記憶が定着しているのもムリはありません。
- 岡本 | そうですね。40歳ぐらいの人だと社会に出てから一度もよいマーケットを経験していない。ですから、株式投資などというと、「なぜ？」という答えが返ってきます(笑)。これが心理的な抵抗感を生んでいますね。
- イボットソン | だからこそ長期的なチャートを見る必要があるのです。60年という期間をとれば日本もアメリカも同じような水準から始まり、同じような水準に到達している。
- 岡本 | もちろんその間に大きな上昇や下落があったわけですが、そののぎりのギザギザのような動きをとるのではなく、何十年にもわたる大きな潮流に乗っていればいいわけですね。
- イボットソン | そうです。20年でも短かすぎます。株式のリスクプレミアムやリスクのレベルから考えれば、現状は十分に想定されうる状態でもあります。
- 岡本 | 山口さんが昨年、日経の経済教室で長期的な日本市場の分析をしていました。これは非常に素晴らしい研究だったと思うのですが、そこで、日本市場低迷の大きな原因としてあげていたのが日本企業の株主資本利益率の低迷だったと記憶します。私はこの低迷の背景にはバブル崩壊後、日本企業があまりに内向きな経営に走りすぎ、海外での需要拡大を十分に享受できなかったということがあるのではないかと思います。
- イボットソン | 日本の企業の強みは製造業にあるのだと思います。エレクトロニクスや機械などはまだまだ他国の追随を許さないものがあります。これらの産業は中国など新興国向けのビジネスなどを拡大していくものと思います。しかし、もっと広い分野を見ると「チェンジ」していない業種もたくさんあります。金融業などつい最近までほとんど変わっていませんでした。官僚的な組織など硬直的な経営も目立ちますね。それらのマーケットが足を引っばっている。
- 岡本 | ところで、アメリカの個人投資家は現在の株式市場をどのように見ているのでしょうか。
- イボットソン | やはり手控えムードです。金融危機の後遺症と言ってよいでしょう。しかし、そう遠くないうちにまた、株式市場に戻ってくるのではないかと思います。経済は雇用を中心にまだ強いとは言えません。企業が採用を控えているのが現状で、その結果として、企業収益が改善しているといえます。アメリカの大企業はほとんどグローバル企業ですから、その意味では回復も早いと考えています。まあ、雇用が海外に流出するということは続くでしょうけれどね。
- 岡本 | コカ・コーラ社のアニュアル・レポートを見ていたら1998年には中国での一人当たりコカ・コーラの消費量が年8本だったのが2008年には28本になったとありました。20本の増加です。人口が13億ですから、20本掛ける13億という大変な需要が生れたことになる(笑)。これは新興国経済の拡大でメリットを受けるのは新興国の企業だけではなく、すべてのグローバル企業に恩恵があるというよい例だと思います。
- イボットソン | 80年代、90年代に日本を訪問する度に、私は日本の投資家が日本株ばかりに投資する「ホームカントリーバイアス」には警告を発していました。今後、ますます国際分散投資が必要なのではないでしょうか。

岡本 | まさに今の資産運用に関する理論の草創期のお話ですね。感慨深い思いでお話を伺っています。

イボットソン | この研究結果に対して大変な量の問い合わせや質問がきました。そこで1977年に私はイボットソン・アソシエイツという会社を設立し、コンサルティング業務を始めたのです。1983年からはSBBIDデータの年次レポートを販売するようになりました。そうそう、シカゴ大学時代のもうひとつ重要な出来事は、当時、やはり教授だった現在の妻と出会ったということでした。1984年には妻の仕事の関係もあり、われわれはイェール大学に転職し、そこで教鞭をとることとなりました。最初に担当したクラスにいたのが山口勝業さんでした。非常に目立つ存在でした。どんなふうが目立ったかはここでは遠慮しておきますが……。

岡本 | ある程度、想像できますね(笑)。

イボットソン | スライドの日米株価の推移をみていただければわかるのですが、特に金融の知識のない人でもこれを見ているとどのように富が形成されていくかということを感じることができます。1951年に1ドルを投資し、配当をすべて再投資していたらどうなっていたかがわかります。日米でたどった道筋は違いましたが、結果としては同じような大きな富を得ることができているわけです。

いま、多くの人が株式投資に悲観的になっています。日本ではここ20年、弱気市場が続いているし、アメリカでもこの10年はあまりパツとしない状態です。株式投資への不安感が高まっているのです。しかし、60年という期間を見ると、実に両方とも約300倍にもなっているわけです。日本でもこの60年間に非常に大きな社会・経済・生活の変化があったと思いますが、その現れのひとつがこの株価の上昇だということができます。ですから、環境が厳しい現在こそ、株式投資をするベストタイムだと考えています。株式のリスクプレミアムはプラスなので、究極的にはリスクは報われるということです。

岡本 | それは本当にそうですね。日本という国を見ても、私が子どもだった50年前と現在は比較になりませんし、おそらくバブルのピークだった80年代の終わりと比べてもわれわれの生活環境はずっとよくなっています。いま、東京都心など高層ビルがどんどんできていますが、バブルのころの丸の内など8階建てぐらいのビルがほとんどでした。価値の増加は必ずいつか株価に反映されるということですね。心強く感じます。



投資家が望む“高リターン、低リスク、高流動性”は投資にどう影響するのか

イボットソン | 投資家は常に三つのものを望んでいます。最初が、高いリターン、次が低いリスク、そして最後が高い流動性です。でも、この三つが同時に成立することはありえないのです。それは、みなさん、ご存知だと思います。高いリターンを望むなら、リスクを取らねばなりません。そして、このチャートでもわかるように、長期にわたって投資を続ければ大きな富を得ることができます。また、高いリターンを得ようとするなら流動性をギブアップしなければならないこともあります。

岡本 | 日本のマーケットはこの20年間にわたって基本的に弱気局面にあります。その理由をどのように考えていますか？

岡本

日本の個人投資家はリスクを嫌う傾向が強いのですが、「なぜある程度のリスクをとるべきか」という非常に説得力のある議論が、人的資産は年齢とともに減価するということだと思えます。ですから、若いうちから自分の人的資産を活用して稼いだお金を金融資産に変換し、増殖し、退職後の経済基盤を作っておかなければならない。イボットソンでは何かそのようなお客に対するサービスをしているのですか？



イボットソン

人的資産というのは、ある程度、安定的な収入を得ることができるという意味で債券的な要素が強いのです。若いうちは債券的な人的資産が大きいのですから、投資をする際には株式のようにリスクの高い金融商品を持つべきなのです。しかし、年齢とともに、残り働く期間が短くなるので人的資産の価値は下がってきます。ですから、徐々に株式比率を下げ、債券にシフトしていくことが必要です。なかなか個人投資家はそのあたりのことを理解するのが難しいので、当社ではそのプロセスをオートメ化した商品を出しています。

岡本

ライフサイクル・ファンドのようなものですか？

イボットソン

そうです。背後にある難しい理論は十分に理解できなくても、非常に多くの人々がこのファンドに投資を行ない、人生を通じてのアセット・アロケーションを行っています。大手の流通業などで採用され何十万人もの人が投資をしています。

岡本

401kプランなどのような確定拠出型年金で使うのですか？

イボットソン

そうです。いつでも乗り換えできるのですが、よい仕組みのファンドであればほとんどの人が乗り換えることはありません。日本ではどんな状況なんでしょうか？

山口

やはり大部分の人は安全資産に投資をすることが多いようです。

イボットソン

ということは、かなりこれからポテンシャルがあるということですね。もし、企業が適切なアセット・アロケーションを自動的に行えるようなファンドを提供すれば相当、将来性は大きいのではないのでしょうか？

アセット・アロケーションの変化

岡本

アセット・アロケーションはどのように変わっていくのですか？「100－年齢＝株式比率」とか……（笑）。

イボットソン

もう少し科学的です（笑）。人的資産と金融資産の配分をそれぞれの年齢層に応じて算出し、最適配分を決める手法を構築しました。

岡本

アセット・アロケーションには相場環境によって変更する戦術的要素と、年齢などにより自然に変わっていく戦略的要素があると思いますが、いまのお話では、戦略的要素によって決めるということですか？ 戦術的要素は加味しないのですか？

イボットソン

プロダクトにより戦術的要素を加えることもあります。本来、イボットソンのもとと得意な分野でもありますからね。ただ、ライフサイクルが主であり、ライフサイクルに基づいたアセット・アロケーションを戦術的アロケーションが崩してはいけないと思います。日本でもライフサイクル・ファンドは出ているのですか？

岡本

ターゲットイヤー・ファンドなど少しはあるようですが、まだ、大きく普及しているということはありません。

- イボットソン | 重要なのは「販売する」のではなく、投資家が「買う」ことです。本当に投資家が必要なものを自分で考えて買うということが大切です。
- 岡本 | アメリカの場合、401kプランなど確定拠出年金の歴史が長いですからね。それで投資家の習熟度も高いのかもしれないですね。
- イボットソン | アメリカでも多くの人が最初に方針を決めるとずっとそのままに続けるという傾向があります。ですから、最初に正しいことをするのがとても大切です。
- 岡本 | 日本では人口の高齢化が進んでいます。また、年金だけで生活をしていくのが困難になっています。そこで、投信などの分配金を頼りにしている人が多いのです。国内の金利が低いので高金利の外貨建商品を狙うのですが、それも大きな為替リスクを抱えることになります。これは日本の退職者にとって悩ましい問題です。今後、この傾向がますます強まりますが、それにつれて、投資家のインカム指向も一層、強まりそうです。その点については何かご意見はありませんか？
- イボットソン | 投資収益がインカムゲインから発生しても、キャピタルゲインから生じても同じことです。私は退職したばかりであれば40%ぐらい株式でもいいと思っています。必要に応じて売却して資金を出せばいいわけですから。
- 岡本 | 毎月分配金につられて、似たようなファンドをたくさん買いこんでしまっている人も多いのです。その結果、資産全体の7割ぐらいが外貨建投信になっているというケースも聞いたことがあります。
- イボットソン | 外貨建投資が悪いわけではないが、それは一定の枠内でなければ危険ですね。
- 岡本 | 米国の金利もかなり低下しています。ある程度、金利の高かったときはおカネが貯まったら終身の個人年金を買い、それとソーシャル・セキュリティで何とか生活する人が多かったのだと思いますが、最近ではそれも難しくなっていると思います。その点、アメリカの個人はどのような対処をしているのでしょうか？
- イボットソン | 個人投資家は貯蓄を増やさねばならないということに気づき始めています。これまで米国の貯蓄率は低いことで有名でしたが、最近は変わってきています。どのように運用したらいいかという点は知らない人も多いですが、ソーシャル・セキュリティだけでは足りないので自分の資金を準備しなければならないということは多くの人が認識しています。
- 岡本 | 投資戦略として面白いものは何かありますか？
- イボットソン | 多くの投資家がみんな知っている有名な銘柄を買いたがります。出来高も大きく知名度の高い企業の株式ですね。そういう銘柄はそんなに魅力はありません。われわれはむしろ、あまり知られていない流動性の低い銘柄に妙味があると考えています。日本の市場では大型株も小型株もリターンにはそれほど大きな違いがありません。また、他国ではうまく機能するモメンタムもあまり効果をもたらしません。日本で非常に有効なのは、バリュー株と流動性の低い株式のパフォーマンスがよいということです。バリュー株と低流動株に魅力が高いというのは日本だけではなく世界的な現象ですね。逆に出来高の大きい小型株とグロース株はどこの市場でもあまりよくないですね。
- 岡本 | なるほど。サイズとか、バリューかグロースかというよりも流動性によって魅力度が変わるということですね。日本では長い間、株式市場の低迷が続いているので多くの人が非常に悲観的な見方をしています。日本は経済が成熟しているし、人口も減る。だから日本株はだめだろうなどという人もたくさんいます。しかも、日本の投資家は株式というと多くが日本株のことを指すんですね。先ほども話題が出ましたが、ホームカントリーバイアスが強いのです。なぜ、株式などに投資をしなければいけないんだ、と。

イボットソン | 問題は、市場がいつ反転するかわからないということです。先ほどの長期チャートで見てもわかるようにバブルや暴落を繰り返しながらも日本もアメリカも長期的に見れば同じように上昇しているということです。私は、株式市場は、いま魅力があると考えています。

女性を活用することで日本は変わる？

岡本 | インフレについてはどう思いますか？

イボットソン | 日本ではインフレはそれほど大きくならないでしょう。円高トレンドが海外での物価上昇を相殺してくれるのではないかと思います。まあ、もしインフレになれば日本にとってはよいことかもしれませんね。

岡本 | まあ、起こって欲しいときに起こらず、起こって欲しくないときに起こるのがインフレかもしれませんけれどね(笑)。

イボットソン | 日本がやらなければならないのは人口減少という問題にどう対処するかということです。移民を受け入れるというのは文化的に難しいということをよく聞きます。私はやはり女性労働力の活用をもっと進めるべきだと思いますね。米国でも70年代から80年代にかけて女性の職場への進出が起こりました。そして、この時期、経済も成長しているのです。日本でも同じことが言えるのではないかと思います。

岡本 | 最近、若年層では女性の可処分所得が男性を上回ったという記事が新聞に出ていました。

イボットソン | そうですか。アメリカでも大卒の半分以上が女性です。日本でも女性の進出はかなりなものと聞いています。

山口 | そうです。私も母校で毎年講義をしていますが、30年前には私の学部には女性の学生が5名ぐらいしかいなかった。いまは3分の1ぐらいが女性で、しかも、男子学生よりもずっと真剣に勉強をしている(笑)。成績がトップの学生も、一般的に女子学生が多いようです。



岡本 | 日本にとって女性は隠れた兵器(シークレット・ウェポン)ですね(笑)。税制なども女性がもっと仕事ができるように配慮すべきですね。

イボットソン | 日本の場合、人口が減少し、高齢化し、しかも、移民を増やすのも国民感情から難しいとなれば、解決策は女性の活用ということに限られていますね。女性はチャレンジ精神が旺盛ですからね。

岡本 | 日本青少年研究所の「高校生の意欲に関する調査報告書」におもしろいデータがあります。「あなたは偉くなりたいですか」という質問に対し、韓国は22.9%、米国は22.3%、中国は34.4%の高校生が「強くそう思う」と答えています。日本は8%だけなのです。そして、その理由として、「偉くなると責任が重くなる」という理由が日本では圧倒的なんですね。

イボットソン | あんまり働きたくないということなんでしょうか？

岡本 | 要するに、まあ、そこそこで暮らせればいいや・・・という高校生が多いということでしょう。また、産業能率大学の調査では、新入社員の二人に一人は「海外で働きたくない」と答えています。私などは海外で働けると聞いたときはうれしかったんですけどね。

- 山口 | 確かに最近の学生は現状に満足している傾向が強いように思いますね。それで、あまりリスクを取りたがらない。もしかすると、一生懸命働いてきた父親が、それほど成功しなかったというようなことを見ているのかもしれないですね。せつかく、終身雇用と思って献身的に働いてきたのに、その会社が潰れてしまったとかね。
- 岡本 | 中学校や高校でもおカネは汚いもの、お金持ちが悪い人と思っている生徒が大部分です。でも、みんな、おカネは儲けたいと思っている(笑)。日本ではおカネの話を人前でするのはよくないと思われています。それも、成功したいとはっきり言えない背景にあるのかもしれないですね。
- イボットソン | アメリカでも昔はあまりおカネの話をすると「あいつは欲張りだ」だなどと思われる傾向はありました。でも、だんだんそれは変わってきた。いまは、失敗してもそれが政府や企業のせいだと思う人はいなくなりました。みんな、自分の行動の結果だと思っています。
- 山口 | やはり、「お上だより」という江戸時代からの日本の精神の影響もあるのでしょうか。
- イボットソン | アメリカでは移民が流入しているというのも大きいと思いますね。移民でアメリカに来た人は、みんな成功して一旗挙げたいと思っていますから。
- 岡本 | 日本の場合、個人が国に依存している傾向が強いです。世界主要国価値観ハンドブック(2008年度版)に出ているデータですが、「国民の暮らしに対して国と個人のどちらが責任を持つべきか」という質問に、日本は71.4%の人が国と答え、個人と答えた人は25.6%のみです。アメリカやイギリスなどでは国と答えた人は40%台の下の方です。
- 山口 | これも江戸時代、民の生活は藩主が守るべきものという思想があったからでしょう。
- 岡本 | 日本の気質は素晴らしい面もたくさんありますが、グローバル化という点では乗り越えるべき課題も多いですね。それでは、日本がこの閉塞感を打ち破るために何が必要でしょうか？
- イボットソン | 先ほど話に出ましたが、女性の活用でしょう。女性は、日本でもアメリカでも学校での成績がいいし、また、残念ながらまだ十分に仕事社会に進出していないので、その分だけモチベーションが高いのです。何とかして上昇したいというドライブが強いのです。
- 岡本 | 女性という人的資産の活用ですね。それでは、日本の個人投資家へのメッセージは？
- 山口 | 営業マンに勧められたものは買うな！(笑)
- イボットソン | できるだけ株式を持つということですね。株式の保有があまりに少なすぎます。ただ、株式投資をしるだけでもなかなかそうしないのが普通です。やはり、制度的な支援が必要でしょうね。商品提供も含めてですね。そして、自分に対してもっと責任を持つということです。
- 岡本 | 大変、参考になりました。今日はお忙しいなかお時間を割いていただき本当にありがとうございました。

ロジャー・G・イボットソン (Roger G. Ibbotson) 氏略歴

1965年 パデュー大学卒業(数学専攻)後、
1967年 インディアナ大学経営大学院MBA(ファイナンス)
1974年 シカゴ大学経営大学院Ph. D. (ファイナンス、経済)

【職歴(学術機関)】

1971年～1975年 シカゴ大学経営大学院専任講師
1975年～1979年 シカゴ大学経営大学院助教授
1979年～1984年 シカゴ大学経営大学院上級講師、シカゴ大学証券価格研究センター(CRSP)エグゼクティブ・ディレクター
1984年～現在 イエール大学経営大学院教授



【職歴(民間企業等)】

1977年～2006年 イボットソン・アソシエイツ社、社長および会長を歴任
2001年～現在 ゼブラ・キャピタル・マネジメント社、会長兼CIO

【現在の主な活動】

DFAインベストメントディメンジョンズ・グループ監査委員会ディレクター(1981年～)
フィナンシャル・アナリストジャーナル諮問会議委員(2007年～)
ほか多数

【主な著作】

Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: The Past (1926-1976) and the Future (1977-2000), with Rex A. Sinquefeld (Foreword by Jack L. Treynor), Financial Analysts Research Foundation, Charlottesville, VA, 1977.
Global Investing: A Professional's Guide to the World's Capital Markets, with Gary P. Brinson, McGraw-Hill Book Company, New York, 1993. (邦訳版『グローバルインベストイング』宮川貴央訳、東洋経済新報社、1998年)
Investments: A Global Perspective, with Jack Clark Francis, Prentice-Hall, 2002.
ほか多数

詳細につきましては、以下のウェブページをご覧ください。

http://mba.yale.edu/faculty/pdf/ibbotsonr_cv.pdf