

採用継続か解約か

～パフォーマンスが優れないマネジャーに対して、アセットオーナーはどれくらい我慢強くあるべきか？～

2021年9月

・アセットオーナーがパフォーマンスの優れないマネジャーを解約することは広く行われている一方で、パフォーマンスには平均回帰性があるとの実証研究結果もある。

・今回、日本株アクティブ戦略の過去のパフォーマンスデータを用いて新たな実証分析を行ったところ、平均的にはパフォーマンスは平均回帰し、アセットオーナーの忍耐が報われることが示される結果となった。

・アセットオーナーが忍耐強く行動するためには、マネジャーに何を期待するのかよく吟味することが重要だ。また、彼らのパフォーマンスだけでなく、組織・人材・投資プロセス等の定性的側面に注目し、もしこれらの安定性・健全性に影響を与えるようなイベントや変化があった場合は十分注意を払う必要がある。

※当ペーパーは、米国 Pension & Investments に投稿しました、弊社ソリューション・リサーチ・ヘッドの鹿子木 亨紀のホワイトペーパー “Fire or Hire: How patient should you be when your manager is underperforming? (原文は英語)”を翻訳したものです。

“アセットオーナーがパフォーマンスの優れないマネジャーを解約することはよくある一方で、パフォーマンスには平均回帰性があるとの実証研究結果もある。今回は新たな実証分析を通して、アセットオーナーの行動指針を提案する。”

1. はじめに

アセットオーナーが、直近のパフォーマンスが低いアクティブ・マネジャーを解約することは、広く行われている。このような判断は、人間の最も一般的な行動バイアスの1つである外挿バイアスに基づく直観的なものである。

しかし、投資パフォーマンスは平均回帰性が強く、過去の敗者を解約し、過去の勝者を採用する投資行動は、ネガティブな結果をもたらすことが多いと、いくつかの実証研究で示されている。今回、日本株アクティブ戦略の過去のパフォーマンスデータを用いて、新たな実証分析を行った。

その分析から、アセットオーナーが忍耐強く行動するためにはどうすべきか、どのような基準で採用・解約を判断するべきかを考える。また、どのような場合には本当に見直しをすべきかを議論し、アセットオーナーの行動指針を提案する。

2. 広く行われていること - アンダーパフォーマーの解約

“アセットオーナーが過去のパフォーマンスを判断基準とする傾向は、行動ファイナンスの概念で説明でき、多くの学術文献で実証されている。”

アセットオーナーは、通常、3年間のパフォーマンスがベンチマークを上回るマネジャーを選択するのが一般的である。パフォーマンスが1年など短期的に低下した場合、そのマネジャーは「ウォッチ・リスト」に登録され、厳しい監視を受けることになる。パフォーマンスの低下が3年を超えると、ほとんどの場合、そのマネジャーは見直され、解約される可能性が高い。

このようなアセットオーナーの「パフォーマンスを追う」傾向については、多くの学術文献が実証的な証拠を示している。その先駆けとなったのが Goyal and Wahal (2008)である。Goyal and Wahal (2008)は、米国の年金スポンサーの活動を調査し、明らかにプロシクリカル（順張り）な方法で意思決定が行われていることを明らかにした。また、Frazzini and Lamont (2008)は、個人投資家のミューチュアル・ファンドへのフローにも同様の傾向があることを明らかにしている。

過去のパフォーマンスを（唯一ではないにしても）マネジャー・セレクションの基準の一つとすることは直観的であり、投資家心理に沿ったものだ。表1は、アセットオーナーのマネジャー・セレクションの意思決定に影響を与える行動ファイナンスの概念をまとめたものである。プロスペクト理論は、投資家は利益よりも損失に注目することを示唆している。ナローフレーミング・バイアスにより、投資家はポートフォリオ全体ではなく、パフォーマンスの低いマネジャーばかりに注意を払う。近視眼的損失回避とは、投資家は通常3年以上の投資ホライズンを持っているにもかかわらず、必要以上に短い時間軸でマネジャーを評価してしまうことである。

表1:行動ファイナンスの概念

概念	文献	投資家行動へのインプリケーション
プロスペクト理論	Kahneman and Tversky (1979)	負けたときの痛みは、得たときの喜びの約2倍の心理的なパワーを持つ。
ナローフレーミング・バイアス	Kahneman and Tversky (1981)	ポートフォリオ全体のパフォーマンスではなく、各構成要素のパフォーマンスに過度に注目してしまう。
近視眼的損失回避	Benartzi and Thaler (1995)	長期的な視野を持つ投資家が、短期的なパフォーマンスで評価してしまい、近視眼的な損失回避に陥ってしまう。

(出所) ニッセイアセットが作成

これらの行動の裏には、マネジャー・セレクション担当者のキャリアリスクがあるかもしれない。彼らは、マネジャーの採用・解約を決定することで、自分たちが何らかの仕事をしていることを示しているのである。そして通常、解約されたマネジャーは解約直後に「リストから外れる」ことになり、そのリストのパフォーマンスは急激に改善する。担当者が成績の悪いマネジャーに責任転嫁するケースもあるかもしれない（「ポートフォリオのパフォーマンスは期待したほど良く

ありませんが、この悪い奴を排除するから大丈夫です」)。

3. 強い平均回帰性

しかし、マネジャー・セレクションにおいて、直近の超過収益に基づくヒューリスティクスは、その後のパフォーマンスに悪影響を及ぼす傾向がある。アセットオーナーであれば、これまで「過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示すものではありません」という小さな文字で書かれた注意書きを何度も目にしたことがあるだろう。いくつかの学術的な研究によると、アクティブ・マネジャーのパフォーマンスは、あるラインで平均回帰する傾向があると報告されている。Goyal and Wahal (2008)はその結果を次のようにまとめている。

“プラン・スポンサーは優れたパフォーマンスのマネジャーを採用するが、採用後の超過リターンは平均するとゼロであることを、我々は発見した。プラン・スポンサーが投資マネジャーを解約する理由は様々であるが、その中にはパフォーマンスの低下も含まれる。しかし、解約されたマネジャーのその後の超過収益はしばしばプラスであり、時には統計的に有意である。”

Cornell, Hsu, and Nanigan (2017) も同様の結論に達した。

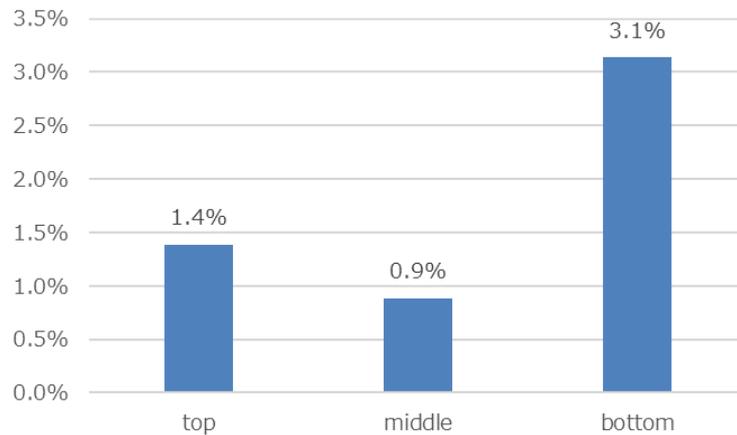
“直近のパフォーマンスが良いマネジャーを採用し、直近のパフォーマンスが悪いマネジャーを解約するという方針は、180 度間違っている。”

今回、eVestment 社の過去 20 年間のパフォーマンスデータをもとに、日本株アクティブ戦略の実証分析を行った。3 年ごとに、eVestment の All Japan Equity ユニバースに含まれる投資戦略を、直近 3 年間のパフォーマンスでソートし、三分位（上位/中間/下位）に分類する。そして、各層について、その後 3 年間の平均超過収益を集計した。

図 1 はその結果をまとめたもので、過去の文献と一致する結果となった。過去 3 年間のパフォーマンスで下位 3 分の 1 のマネジャー（敗者）は、次の 3 年間では上位と中間の 3 分の 1 のマネジャーを実際にアウトパフォーマンスした。

図 1: 過去の 3 年分の超過収益率の三分位数（1997 年～2020 年）に基づくその後の 3 年分の超過収益率（年率）の推移

“一方で、直近のパフォーマンスでマネジャーを判断すると、その後のパフォーマンスに悪影響を及ぼす傾向がある。今回行った実証研究からも、少なくとも平均的にはパフォーマンスは平均回帰し、忍耐強く行動することが報われることが示された。”



出所：eVestment, Nissay Asset Management 分析

注：eVestment の All Japan Equity ユニバースに含まれる全投資戦略のうち、日本株以外をベンチマークとする戦略を除いたものを対象に分析。3 年ごとに、TOPIX に対する 3 年超過収益率でソートし、その後の 3 年超過収益率を過去の超過収益率の上位/中位/下位で評価している。結果として、各階層の平均年間超過収益率が表示される。我々は、eVestment のパフォーマンスデータには、潜在的な報告バイアス（より良いパフォーマンスの戦略のみが eVestment に登録される）があることを認識している。

この実証分析では、少なくとも平均的には、忍耐強く行動することが報われることが示された。

4. 気をつけるべきこと - 超過収益の永久喪失

マネジャーの解約を決定する際には、そのマネジャーのアルファ創出能力が恒久的に失われたか、あるいは弱体化したかを評価する必要がある。一時的なパフォーマンスの低下は、そのような能力の喪失の判断指標となりえるが、それだけで判断することはできない（すべきではない）。マネジャーの組織、人材、投資プロセスなどの定性的側面は、しばしば定量的な結果よりも重要である。

まず監視すべきことは、人材の入れ替わりだ。例えば、ある運用戦略のアルファ創出能力が、あるポートフォリオ・マネジャー個人のスキルと経験に主に依存していると考えていたとする。そして、そのポートフォリオ・マネジャーが退職する、あるいは別の会社に移るというニュースを聞いたとしよう。このような場合、直近のパフォーマンスに関わらず、その投資を維持する理由がなくなったとして、その戦略を直ちに解約するべきだ。

もうひとつ注意しなければならないのは、企業の M&A である。このような出来事は、役割や責任の変更、商品の優先順位の変更、文化的な対立などを引き起こし、人事異動の原因となる可能性がある。

“マネジャーを評価するにあたっては、組織、人材、投資プロセス等の定性的側面をモニタリングすることが重要だ。パフォーマンスが優れなくても定性的側面に解約する理由がなければ忍耐強くいるべき時かもしれない。”

これらのイベント以外にも注意しなければならないのは、マネジャーの微妙な変化だ。シニア・ポートフォリオ・マネジャーの退職が近づき、投資プロセスへのコミットメントを減らし始めるかもしれない。また、会社が新しい運用戦略を開始し、ポートフォリオ・マネジャーが新しい戦略の運用やマーケティングに時間を割かなければならなくなるかもしれない。パフォーマンスレビューミーティングでは、投資結果のみに焦点を当てるのではなく、このような会社の最新情報に時間を割くべきである。

また、成功の罨であるプロダクト・キャパシティにも注意する必要がある。成功した投資商品は、一般的に多くの資金が流入する。キャパシティをコントロールするためのルールや方針がなければ、アルファポテンシャルの悪化につながる可能性がある。日本小型株の場合、戦略の AUM が 5 億ドルを超えると、キャパシティを意識する必要があるだろう。キャパシティの制約による投資妙味の低下は、ポートフォリオのエクスポージャーの変化、投資銘柄数の増加、ビジネスドリブンの企業文化などから見出すことができる。

重要なのは、このような出来事や変化は、パフォーマンスの良いマネジャーにも起こる可能性があるということだ。そのマネジャーがアウトパフォームしているからといって、このような出来事に寛容になるべきではない。

マネジャーの投資エッジが枯渇したと考えるべき可能性ももちろん存在する。「イノベーションがなく投資プロセスが陳腐化した」、「キャパシティの小さい戦略で同様の運用をするライバルが増えた」、「アルファ獲得機会が裁量的だ」。このような議論は、業績不振のマネジャーにとってはもっともらしく思えるかもしれないが、これらは検証が非常に困難な仮説に過ぎないことが多い。

以上のように、パフォーマンスが優れないマネジャーに対して、前述の定性的側面から徹底的に評価した上で解約する合理的な理由が見つからない場合は、忍耐強くいるべき時かもしれない。どんなに優れた投資戦略にも厳しい時期がある。そのときこそ、そのマネジャーに対する最初の確信を思い出すべきである。

5. アセットオーナーが忍耐強く行動するためにできること

とはいえ、3 年以上あるいは 5 年以上にわたって、アンダーパフォームしているマネジャーを持ち続けることは容易でない。このセクションでは、アセットオーナーが更に忍耐強く行動するためのいくつかの戦略について説明する。

■ マネジャーの採用時

投資戦略やマネジャーを採用する際には、過去の実績だけを見て判断してはいけない。なぜなら、後になってパフォーマンスの悪さだけを理由に解約することになって

“アセットオーナーが忍耐強く行動するためには、マネジャーに何を期待しているのかよく吟味し、パフォーマンスではなく、彼らの組織の安定性や投資プロセスの健全性に注目するべきだ。”

しまうからである。

アセットオーナーは、マネジャーを選定する際に、直近のパフォーマンス以外の側面、例えば投資チームの安定性、投資家との利害の一致、投資哲学とプロセスの健全性などに注目すべきである。また、その戦略がどのような市場環境下で好成績あるいは不調を示すと予想されるかを、担当者がきちんと理解し、また、投資委員会にもそれを理解させることが重要だ。そうすることで、戦略が厳しい時期を迎えたときに、アセットオーナーが忍耐強く対応することができる。

■ マネジャーのモニタリング時

直近のパフォーマンスで機械的に判断すべきではない。リターンは数字だけに注目するのではなく、組織や投資プロセスの変化など、定性的な面にも注目すべきである。

投資委員会は、広い視野でポートフォリオ全体を眺め、マネジャー構成全体の中での各マネジャーの役割を意識すべきだ。

四半期の超過収益率が〇〇%を下回ったから、といった定量的な基準に基づいてマネジャーへ問い合わせしたりすることはあまり意味がない。ポートフォリオ・マネジャーの仕事は、パフォーマンスを追求することである。月次や四半期など、パフォーマンスが低下するたびに顧客に呼び出されては、言い訳に時間を費やすことになってしまう。

レビューミーティングで、パフォーマンスが優れないマネジャーを“質問攻め”にするのはよくない。さらに悪いのは、“パフォーマンスを回復させるための改善策”を求めることだ。パフォーマンス不振を受けて、例えば、リスクレベルを下げたり、報われなかったファクターエクスポージャーを変更したりして軌道修正すると、かえって逆効果となる可能性が高い。

マネジャーを“質問攻め”にすべきなのは、アンダーパフォームしたときではなく、予想外の投資行動をとったときである。そのためには、数字だけでなく、そのマネジャーに何を期待しているのかをよく吟味する必要がある。

6. 最後に

最も強い行動バイアスの1つである「外挿バイアス」があるため、パフォーマンス不振のマネジャーに対する確信を持ち続けることは困難だ。しかし、少なくとも平均的には、忍耐は最終的に報われる。以下に、アセットオーナーがマネジャーの採用・解約を決定する際に、忍耐強く行動するための経験則をまとめた。

【アセットオーナーの経験則】

■ やってはいけないこと

- ・過去のパフォーマンスのみでマネジャーを採用する。
- ・直近のパフォーマンスを機械的な判断基準とする。（例えば、採用から3年たってもパフォーマンス不振が続く場合は、マネジャーを質問攻めにし、パフォーマンス向上のためのアクションを求めるなど）

■ やるべきこと

- ・投資委員会に、ポートフォリオ全体の中での各戦略の役割を理解させる。
- ・たとえアウトパフォームしていても、会社、チーム、プロセスに変化がある場合は注意する。
- ・パフォーマンスが厳しい状況であっても、マネジャーが投資プロセスを守れるよう、支援する。

(参考文献)

Benartzi, S., & Thaler, R. H. (1995). Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle. In *The Quarterly Journal of Economics* (Vol. 110, Issue 1).

Cornell, B., Hsu, J., & Nanigian, D. (2017). Does Past Performance Matter. *Journal of Portfolio Management*, 43(4), 33–43.

Frazzini, A., & Lamont, O. (2008). Dumb Money: Mutual Fund Flows and the Cross-Section of Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, Vol. 88(No. 2), 299–322.

Goyal, A., & Wahal, S. (2008). The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors. *The Journal of Finance*, Vol. 63(No. 4).

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1981). The Framing of Decisions and the Psychology of Choice The Framing of Decisions and the Psychology of Choice. *Science*, 211(4481), 453–458.

以上

当レポートに対するコンタクト先は、以下になります。

ニッセイアセットマネジメント株式会社
ソリューション部
担当 松浦・野村
matsuura_h354@nam.co.jp
nomura_k397@nam.co.jp

- ◆ 当資料は制度あるいは仕組みのご説明と弊社がご提供できるサービスをご紹介するために作成したものです。予め特定の方向や対応を推奨する目的のものではありません。
- ◆ 当資料の内容は具体的な商品を勧誘するものではないので、手数料や報酬等の種類ごとの金額及びその合計額については表示することができません。
- ◆ 市場見通し等は、お客様の運用方針や投資判断等の参考となる情報の提供を目的としたものです。実際の投資等に係る最終的な決定は、お客様ご自身のご判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- ◆ 投資する有価証券の価格の変動等により損失を生じるおそれがあります。
- ◆ 当資料に記載された運用商品、手法等は、リスクを含みます。運用実績は市場環境等により変動し、運用成果（損益）は全て投資家の皆様のもとなります。元本が保証された商品、手法ではありません。
- ◆ 当資料は、現時点で信頼できると考えられる情報を基に作成しておりますが、情報の正確性や完全性を保証するものではありません。
- ◆ シミュレーションやバックテスト等は、参考データをご提供する目的で作成したものであり、将来の利回りを保証するものではありません。
- ◆ 当資料は、2021年8月現在で作成しております。
- ◆ 当資料に関わる一切の権利は、引用部分を除き弊社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断り致します。
- ◆ 当資料に掲載したインデックスに関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、当該インデックスの公表元またはその許諾者に帰属します。
- ◆ 当資料の内容に関しご不明な点等がございましたら、弊社担当者宛てご照会頂きますようお願い申し上げます。

ニッセイアセットマネジメント株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第369号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

審査確認番号：2021-法企 239