

Vanguard®

アウトパフォームまでの 険しい道のり

バンガード®・リサーチ

2013年7月

エグゼクティブ・サマリー アクティブ運用のミューチュアルファンドは、平均するとベンチマークをアンダーパフォームすることが、これまでの数多くのリサーチで明らかになっている。しかし、投資家の間では相変わらずアクティブ運用の人気の高い。これは、たとえわずかなアウトパフォームであっても、長期的にはポートフォリオの価額に大きな影響を与える可能性があるためである。このようにアルファを追求する投資家は、ベンチマークに勝ちそうなファンドマネジャーを見つけ出すために相当の時間や労力を費やしているかもしれない。

投資家はファンドマネジャーの選択にとられるあまり、アクティブ運用の成功にとって同じくらい重要な因子——すなわち、**超過リターン**¹には一貫性のなさがつきものだと認識すること——を見過ごしかねない。これは、過去のリターンを主な基準としてファンドマネジャーの採用・非採用を決定するような投資家に、特に当てはまる問題といえる。

著者

Brian R. Wimmer, CFA®

Sandeep S. Chhabra

Daniel W. Wallick

1 バンガードでは、ファンドのリターンと、そのファンドに関連するモーニングスター・スタイルボックス・ベンチマークのリターンとの差異を、「超過リターン」と定義している。

本稿では、「ベンチマークをアウトパフォームするアクティブ運用ファンドマネジャーは少数である」とした過去のリサーチを検証する。次に、「最も成功しているファンドマネジャーの生み出した超過リターンでさえ一貫性がない」という点を検証する。1998年初の時点で存在した米国株式アクティブ運用ファンドすべての、その後15年間の記録を調べると、15年という長期の運用期間で見てもベンチマークをアウトパフォームしたファンドは18%と少数だっただけでなく、それらのファンドはたびたびアンダーパフォームを記録し、しかも多くの場合アンダーパフォームの時期は長引いたことがわかる。実際、運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォームしたファンドのほとんどすべてが、15年間のなかで単年のアンダーパフォームを少なくとも5回（計5年）記録した。さらに、同15年間のなかで、3分の2のファンドが、3年以上連続したアンダーパフォームを記録した。

この分析から導き出される結論とは、「アウトパフォームを追求する投資家はアウトパフォームするファンドマネジャーを見つけて選ばなければならないばかりか、選んだファンドマネジャーがアウトパフォームするまで辛抱強く待たなければならない」というものである。

過去20年のあいだに発表された諸研究によれば、平均的なアクティブ運用ファンドのリターンは、コストを差し引いた後ではベンチマークを下回ることが示されている。² 一方で、困難に打ち勝って長期的にアウトパフォームし、投資家に更なる利益をもたらしているアクティブ運用ファンドもある。

例えば、バンガードのリサーチによると、2012年12月までの15年間という長期の運用期間で見てもベンチマークをアウトパフォームした株式アクティブ運用ファンドの、超過リターンの中央値（メジアン）は、年率で1.1パーセンテージ・ポイント（運用報酬を差し引き後）だった。仮に、この「アウトパフォーム・メジアン・ファンド」に10,000ドル投資したとして、ファンドに対応するベンチマークと比較すると、このファンドは運用期間15年間でベンチマークを5,410ドル上回るリターンを生み出したことになる（最終的なポートフォリオの価額はファンドが24,900ドル、ベンチマークが19,490ドル）。³ 投

資家にとってこのような超過リターンはかなり重要だろうが、それを達成するのは困難かもしれない。本稿でその理由を検証する。

長期的なアウトパフォームはまれ

過去のアウトパフォームを数値化するため、バンガードは、1998年の年初時点で米国の投資家が投資可能だったアクティブ運用の米国株式ミューチュアルファンド1,540本すべてについて、ファンドのその後15年間のパフォーマンスを分析した。⁴

まずは、15年経過後も存続していたファンドの割合を計算した。次に、存続したファンドのうち、運用期間15年として、それぞれ対応するベンチマークをアウトパフォームしたファンドの割合を計算した。結果を図1に示すが、当初のファンド1,540本のうち、15年経過後も存続していたのは55%に過ぎず、残りの約700本は合併または清算された。⁵ さらに、当初の1,540本のファンドのうち、15年間存続

リスクおよびパフォーマンスデータに関する注記：すべての投資は、投資元本の損失などのリスクを伴います。過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありません。指数に直接投資することはできないため、指数のパフォーマンスは特定の投資を正確に表すものではありません。

2 例えば、Sharpe (1991)およびPhilips他 (2013)を参照されたい。

3 この仮説例は特定の投資のリターンを表すものではない。

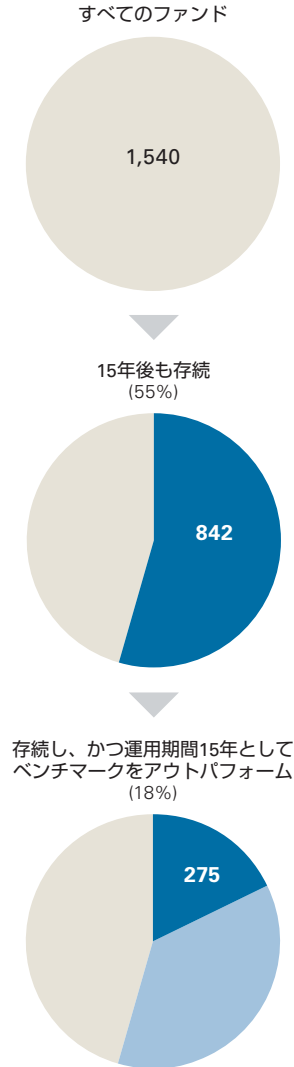
4 バンガードでは様々な長さの期間について分析を行ったが、いずれも結果は同様だった。

5 ミューチュアルファンドの存続性、および合併・清算されたファンドのパフォーマンス低迷に関する詳細分析は、Schlanger and Philips (2013)を参照されたい。

図1.

15年間存続し、かつ運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォームしたアクティブ運用ファンドは少数

アクティブ運用の米国株式ファンド1,540本を追跡
(1998年～2012年)



注記：ファンドのリターンは、このページの右に記載したベンチマークに対して評価したものである。

出所：モーニングスターのデータに基づき、バンガードが算出。

バンガードが算出に利用した指数

市場ベンチマークに対するファンドのパフォーマンスを評価するため、バンガードはそれぞれのモーニングスター・スタイルボックスに適合する指数を使用した。どの指数を使用するかは決定にあたっては、1998年1月から2012年12月の期間中に利用可能だった指数の中から、関連する市場の特性を的確に表すと思われるものを選択した。各スタイルについて使用した指数は以下の通り。

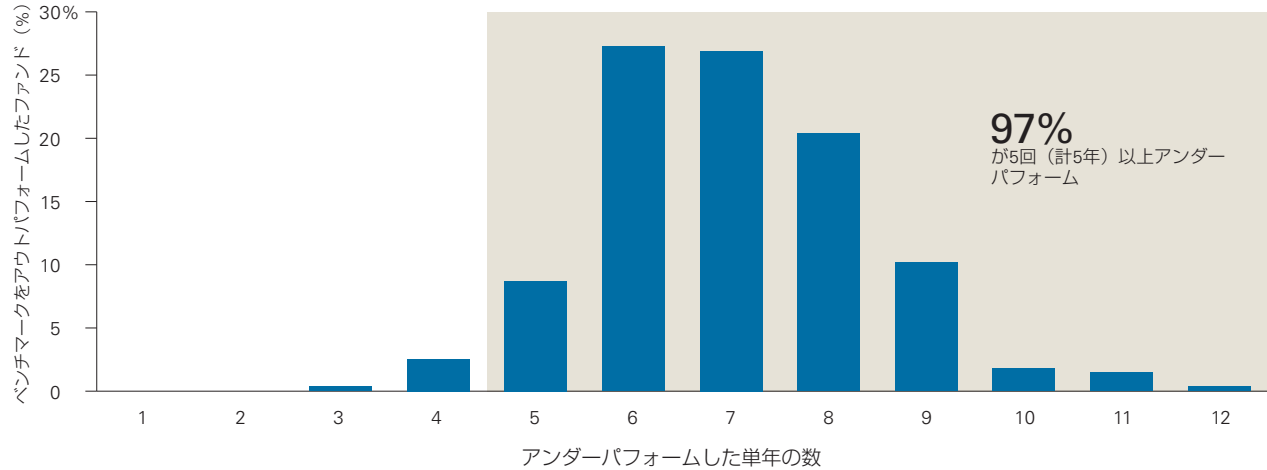
大型株ブレンド—2002年11月まではS&P 500指数、それ以降はMSCI米国プライムマーケット750指数。**大型株バリュー**—2002年11月まではS&P 500バリュー指数、それ以降はMSCI米国プライムマーケット750バリュー指数。**大型株グロース**—2002年11月まではS&P 500グロース指数、それ以降はMSCI米国プライムマーケット750グロース指数。

中型株ブレンド—2002年11月まではS&Pミッドキャップ400指数、それ以降はMSCI米国ミッドキャップ450指数。**中型株バリュー**—2002年11月まではS&Pミッドキャップ400バリュー指数、それ以降はMSCI米国ミッドキャップ450バリュー指数。**中型株グロース**—2002年11月にかけてはS&Pミッドキャップ400グロース指数、それ以降はMSCI米国ミッドキャップ450グロース指数。

小型株ブレンド—2002年11月まではS&Pスモールキャップ600指数、それ以降はMSCI米国スモールキャップ1750指数。**小型株バリュー**—2002年11月まではS&Pスモールキャップ600バリュー指数、それ以降はMSCI米国スモールキャップ1750バリュー指数。**小型株グロース**—2002年11月まではS&Pスモールキャップ600グロース指数、それ以降はMSCI米国スモールキャップ1750グロース指数。

図2. アウトパフォーマンスしたファンドであっても、アンダーパフォーマンスの時期を5回は経験

ベンチマークをアウトパフォーマンスしたアクティブ運用ファンド275本が、アンダーパフォーマンスした単年の数（1998年～2012年）



注記：ベンチマークをアウトパフォーマンスしたファンドとは、15年間継続し、かつ運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォーマンスしたアクティブ運用ファンドを指す。ファンドのリターンは3ページに記載したベンチマークに対して評価されたもの。

出所：モーニングスターのデータに基づき、バンガードが算出。

し、かつ運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォーマンスしたのは18%に過ぎなかった。これは、「アウトパフォーマンスの達成は困難である」とした過去のリサーチ結果と一致している。⁶

超過リターンには一貫性がない

このように、アウトパフォーマンスするアクティブ運用ファンドマネジャーは、その数は少ないものの、ポートフォリオのリターンを大きく改善する可能性を持つことが確かめられた。バンガードは続いて、アウトパフォーマンスした18%のファンドのパフォーマンスについて理解をより深めたいと考えた。投資家の中には、有能なファンドマネジャーを選択できれば、あとは比較的簡単に超過リターンが手に入ると思っている向きもあるようだ。

そうした思惑を検証するため、バンガードは2012年12月までの15年間継続し、かつ運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォーマンスした275本のアクティブ運用ファンドのパフォーマンスデータを調査した。以下の2点に注目し、各ファンドの年ごとのリターンを調べて集計した。

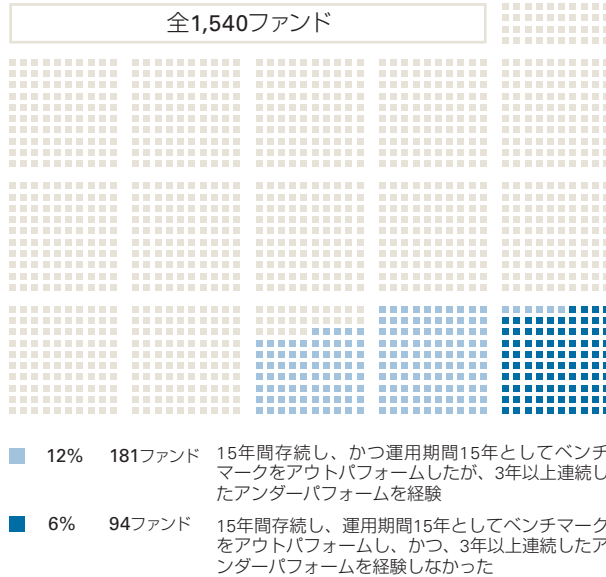
1. 単年でアンダーパフォーマンスした年の数
2. 3年連続したアンダーパフォーマンスを免れたファンドの割合

運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォーマンスしたアクティブ運用ファンドのほぼすべて、すなわち97%に相当する267ファンドで、ベンチマークをアンダーパフォーマンスした単年が少なくとも5回（計5年）あった。実際、6割を超えるファンドで、アンダーパフォーマンスした単年が7回（計7年）かそれ以上あった。図2に、アンダーパフォーマンスした単年の数によるファンドの分布を示す。

6 Philips他(2013)を参照されたい。

図3. 3年連続のアンダーパフォームを免れたファンドは少数

アウトパフォームしたアクティブ運用ファンドでさえ、3分の2が3年以上連続したアンダーパフォームを経験



注記：ファンドのリターンは3ページに記載したベンチマークに対して評価されたもの。リターンは1998年～2012年までのもの。

出所：モーニングスターのデータに基づき、バンガードが算出。

次にバンガードは、アンダーパフォームの連続した年数に注目した。多くの投資家にとって、3年連続のアンダーパフォームというのは、そのファンドの売却を決断する転換点となる。これは、明確な規定（例えば、あらかじめ投資方針に定められた条件である場合）によることもあれば、あるいは心理的な理由（例えば、3年連続のアンダーパフォームはファンドマネジャーの能力不足を表すと思っている場合）によることもある。図3は、当初（1998年）の1,540ファンドのうち、15年間存続し、運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォームし、かつ3年以上連続したアンダーパフォームを免れたアクティブ運用ファンドの割合を示している。結果は明白で、これらの基準を満たしたのは当初の1,540ファンドのうち、わずか6%、94ファンドである。言い換えれば、ベンチマークをアウトパフォームしたアクティブ運用ファンドの3分の2が、3年あるいはそれ以上連続したアンダーパフォームを経験したということである。

バンガード・リサーチを踏まえたポートフォリオの構築

ポートフォリオを構築する際は、投資家が超過リターンの一貫性のなさをどれだけ許容できるか、また、アウトパフォームの可能性をどれだけ要求するかが、重要な検討材料となる。それらを考慮した適切なポートフォリオ戦略には、100%パッシブ運用から100%アクティブ運用まで幅があるだろうが、多くの投資家にとってはパッシブとアクティブの組み合わせが妥当なソリューションと言える。

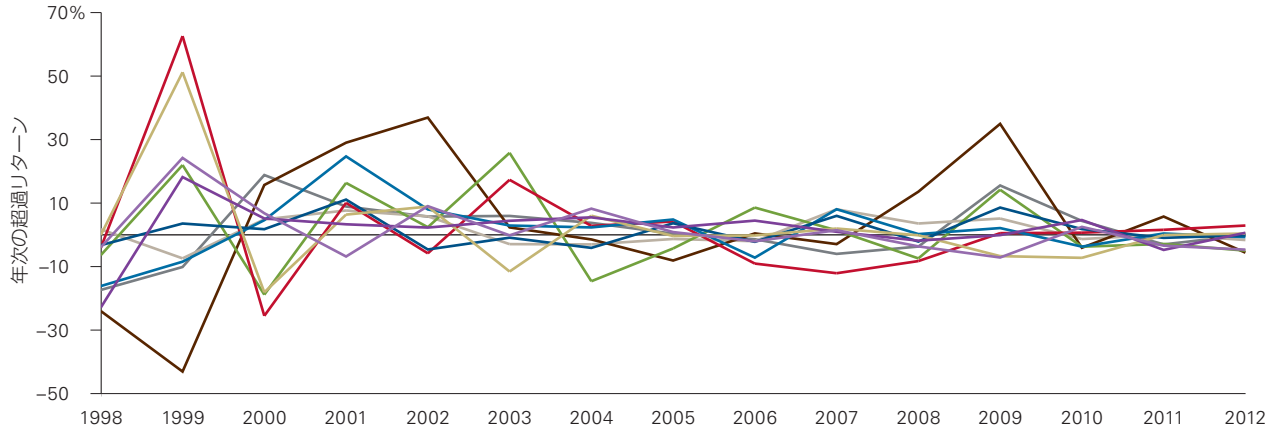
市場ベンチマークを上回るリターンの可能性を望む投資家の場合、市場総合指数に連動するファンドをポートフォリオの「コア」とし、またアクティブ運用ファンドを選別して「サテライト」とする、そういったポートフォリオを構築することにより、アウトパフォームの可能性を維持しつつ、相対リターンの変動へのエクスポージャーを緩和することができる。アクティブ戦略とパッシブ戦略を組み合わせたポートフォリオに関する詳細な分析と解説は、Philips他(2012年)およびWallick他(2010年)を参照されたい。

標準的な運用実績報告では、複数年の運用期間について単一の年率リターンを表示するため、こうしたアンダーパフォームの存在は見えにくくなってしまいがちである。投資家が単純に10年あるいは15年といった運用期間の平均年率リターンを見る場合、その平均に至るまでのアウトパフォーム・アンダーパフォームの実績を十分に認識しない可能性がある。

6ページの図4は、年率換算した超過リターンが、「運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォームしたアクティブ運用ファンド275本の超過リターンの中央値（年率1.1パーセンテージ・ポイント）」に近い、そういうアクティブ運用ファンド10本のパフォーマンス推移を示している。このグラフは、そのようなファンド10本の各ベンチマークに対する年次の超過リターンの推移を示したものだが、これら10本のファンドの投資家にとって最終的な超過リターン達成までの道のりが平坦でなかったことは明らか

図4. 超過リターン中央値に近いアクティブ運用ファンド10本の、年次の超過リターンの推移 (1998年～2012年)

「超過」リターンは多くの場合マイナス——投資家にとって険しい道のり



注記：ここで使用したアクティブ運用ファンド10本は、年率換算した超過リターンが、運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォームしたアクティブ運用ファンド275本の年率超過リターンの中央値（ベンチマークに対し1.11パーセンテージ・ポイント）に近いものである。ファンドのリターンは、3ページに記載したベンチマークに対して評価されたもの。

出所：モーニングスターのデータに基づき、バンガードが算出。

である。また、ファンド10本の超過リターンのパターンがランダムであることは、パフォーマンス向上のために投資家が時期を見計らってファンドマネジャーを乗り換える「タイミング戦略」の困難さを浮き彫りにしている。短期のパフォーマンスを重視する投資家にとってタイミング戦略は非常に魅力的に映るかもしれないが、これまでのリサーチでは、そのような戦略は概して不成功に終わっていることが示されている。⁷

結論

本稿では、1998年初時点で投資家が投資可能であったアクティブ運用の米国国内株式ファンドすべてのパフォーマンスを検証した。2012年12月までの15年間にこれらのファンドが辿った軌跡をみても、運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォームしたアクティブ運用ファンドの総数が少ないだけでなく、15年のあいだに短期的なアンダーパフォームの時期を免れることができたファンドはそれ以上に少ないことがわかった。実際、調査対象となった1998年当初の1,540ファンドのうち、15年間存続し、運

用期間15年でベンチマークをアウトパフォームし、かつ3年以上連続したアンダーパフォームを免れたファンドは、わずか6%に過ぎなかった。

さらに、バンガードの分析では、運用期間15年としてベンチマークをアウトパフォームしたほぼすべてのアクティブ運用ファンドが、少なくとも単年で5回（計5年）はアンダーパフォームを経験したことがわかった。バンガードの分析結果は、投資家が短期間のパフォーマンスを第一の基準として、アクティブ運用のミューチュアルファンドを解約するべきではない、または投資するべきではないことをはっきりと示している。

長期的なアウトパフォームを達成するようなアクティブ運用ファンドであっても、短期的にはアンダーパフォームする可能性が高い。したがって、アクティブ運用を追求する投資家が成功の確率を高めるためには、「ファンドが幾度もベンチマークをアンダーパフォームし、またアンダーパフォームの期間も長引く可能性がある」ということを投資家が理解して、それに耐えられる意志を持つことが重要となる。

7 詳細な分析および解説についてはGoyal and Wahal (2008)を参照されたい。

参考文献

Goyal, Amit, and Sunil Wahal, 2008. The Selection and Termination of Investment Management Firms by Plan Sponsors. *Journal of Finance* 63(4): 1805–48.

Philips, Christopher B., Francis M. Kinniry Jr., and Todd Schlanger, 2013. *The Case for Index-Fund Investing*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Philips, Christopher B., Francis M. Kinniry Jr., and Todd Schlanger, 2012. *Enhanced Practice Management: The Case for Combining Active and Passive Strategies*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Sharpe, William F., 1991. The Arithmetic of Active Management. *Financial Analysts Journal* 47(1): 7–9.

Schlanger, Todd, and Christopher B. Philips, 2013. *The Mutual Fund Graveyard: An Analysis of Dead Funds*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Wallick, Daniel W., Neeraj Bhatia, and C. William Cole, 2010. *Building a Global Core-Satellite Portfolio*. Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

Wallick, Daniel W., Brian R. Wimmer, and James D. Martielli, 2013. *The Case for Vanguard Active Management: Solving the Low-Cost/Top-Talent Paradox?* Valley Forge, Pa.: The Vanguard Group.

リスクに関する情報

- ・ここで紹介されるバンガードファンド（以下、当ファンド）およびバンガードETF™シリーズ（以下、当ETF）は、株式や公社債を実質的な主要投資対象としており、株式や公社債の投資に係る価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動し、また、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、当ファンドおよびETFはその影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。当ファンドおよびETFの基準価額の変動要因としては、主に「価格変動リスク」や「為替変動リスク」、「カントリーリスク」、「信用リスク」、「流動性リスク」などがあります。
- ・当ファンドおよびETFは外貨建資産に投資し、原則として為替ヘッジを行いませんので、為替変動の影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。したがって、ご投資家の皆様の投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元金が割り込むことがあります。当ファンドについて詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。
- ・当ETFはそれ自身が証券取引市場で売買されるため、その投資対象先の有価証券の価格変動リスクに加えて、ETFそのものの市場取引に伴う流動性リスクが生じます。ETFの市場での取引量が少ない中で大量の売買を執行すると理論価格から乖離した価格での執行となる恐れがあります。

手数料に関する情報

- ・ファンドの売買等取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。
- ・ETFの売買の際には取次ぎ販売会社に対しての手数料をご負担いただくこととなります。購入の際には購入代金と手数料をお支払いいただき、売却の際には売却代金から手数料を引いた金額を受取ることとなります。手数料及び取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。
- ・ファンドおよびETFへの投資家は間接的にその投資期間分のエクスペンスレシオを負担します。エクスペンスレシオとは、ファンドの内部で徴収される運用管理費及びその他費用です。エクスペンスレシオは毎年決算時に見直され、変動します。当ファンドについて詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

お取引に関する情報

- ・バンガードETFシリーズのETFを米国バンガードから直接購入する事は出来ません。バンガード・インベストメンツ・ジャパンはバンガードETFシリーズのETFの売買に係る勧誘もしくは推奨を行なうものではありません。購入を検討される場合は、海外の上場有価証券を取り次ぐことのできる証券会社にお問い合わせ下さい。
- ・バンガードETFはクリエーション単位での買い戻しのみ可能です。バンガードETFは証券会社の取り次ぎにより流通市場で売買することができます。
- ・バンガード・インベストメンツ・ジャパンは、金融商品取引業1種の登録を受けておりますが、お客様に金融商品取引の執行に関わるサービスを提供しておりません。個別の金融商品取引に係る説明、告知、もしくは報告等、および同取引に係る売買代金の受け渡しも行っておりません。金融商品の売買を行う場合は、当社以外の金融商品取引業者からあらためて必要な情報を入手し、法令上の手続きをお済ませのうえお取引下さい。

その他

- ・バンガードファンドは、目論見書等による開示を受ける事を条件に申込が可能です。
- ・すべてのETF商品は株式市場のリスクにさらされており、元金を失うおそれもあります。中型株および小型株のETF商品は、大型株ETF商品よりも通常大きく変動します。世界各国への投資を行うETF商品には、通貨の変動あるいは特定の国々や地域における混乱などのリスクが加わります。新興国市場投資のETF商品のリスクは一般的に、先進諸国向け投資のETF商品よりも高くなります。セクターETF商品はセクターのリスクおよび分散リスクにさらされているため、市場全体よりも大きく変動します。さらにサンプリング法を採用しているセクターETF商品は、他のETFよりも大きなトラッキング・エラーを示すことがあります。債券ETF商品への投資は金利、信用、およびインフレリスクを伴います。
- ・「Vanguard」（日本語での「バンガード」を含む、「Vanguard ETF」、「Vanguard ETFs」及び帆船を模したロゴは、「The Vanguard Group, Inc.」の商標です。
- ・CFA®はCFA Instituteが保有する商標です。
- ・Morningstar data © 2013 Morningstar, Inc. All rights reserved. ここに含まれる情報の著作権はMorningstarおよびそのコンテンツ・プロバイダーに帰属します。ここに含まれる情報の無断転載を禁じます。Morningstarおよびそのコンテンツ・プロバイダーは、ここに含まれる情報の正確性・完全性・適時性を保証しません。Morningstarもそのコンテンツ・プロバイダーも、ここに含まれる情報を使用したことで発生した損害または損失に対して一切の責任を負いません。
- ・本資料に含まれる情報は金融商品の募集や取得の勧誘を意味するものではありません。そのような募集や勧誘が違法である管轄区において、または、ある人に対しそのような募集や勧誘を行うことが不法である場合、または、募集や勧誘を行う人にその資格がない場合、本資料に含まれる情報は金融商品の募集または取得の勧誘とみなすべきではありません。
- ・本資料は金融商品取引法に定義される開示資料ではありません。
- ・本資料の内容に関しては公正を期しておりますが、内容の正確性を保証するものではありません。本資料の内容は作成時の状況及び見解であり、今後、予告なしに変更することがあります。
- ・本資料に掲載のコンテンツ（イラスト・写真・文章・表・グラフ等）の無断転載を禁じます。これらのコンテンツの著作権はThe Vanguard Group, Inc.あるいは引用の注記が付されているものについてはその引用先に帰属します。
- ・弊社の事前許可なく本資料を第三者へ交付することはご遠慮下さい。
- ・投資にはリスクが伴います。
- ・特定の有価証券その他の商品への投資に係る最終的な判断は、目論見書その他関係資料等を参考の上、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。