

パフォーマンス評価の難しさ

ファンドの成績の良し悪しは、どのパフォーマンス測定指標を用いるのかによって、変わるものである。また、現在の高いパフォーマンスが将来を保証するものではないし、運用スキルの統計的な判定には長期間のデータが必要となる。結局、ファンドマネジャーを評価するためには、定量評価に定性評価を加えた、総合的判断が現実的な方法である。

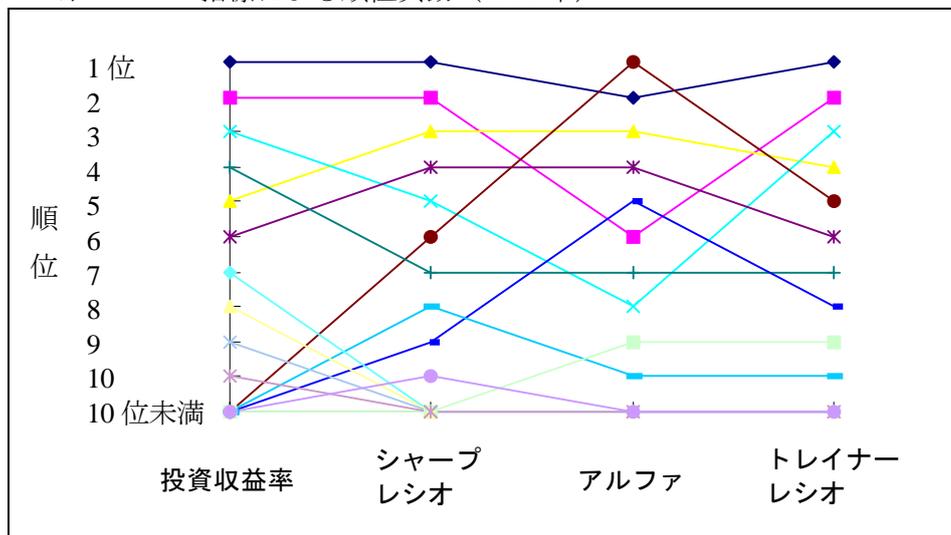
年金資産の運用成績を評価する場合、リターンが高ければそれでよいとは割り切れない。とくに、リスク回避的なスタンスに立てば、リターンが高く、リスクが低いほどよいことになる。そこで、投資パフォーマンスを測定するために、米国では、いくつかの指標が提案されている。

まず、基本的な指標として、リターン（投資収益率）そのものがある。また、リスク調整後の指標として、超過収益率をその標準偏差で除したシャープレシオや、超過収益率をベータで除したトレイナーレシオ、アクティブ運用による超過収益率に対応するアルファなどがある。

[用語解説は裏表紙参照]

米国の主要な日本株ファンド（59）を対象に、1996年の投資収益率ベスト10ファンドについて、パフォーマンス指標の順位を調べてみた。例えば、投資収益率が1位のファンドは、シャープレシオやトレイナーレシオでも1位、アルファでは2位であり、どの指標を見ても好成績を上げている。

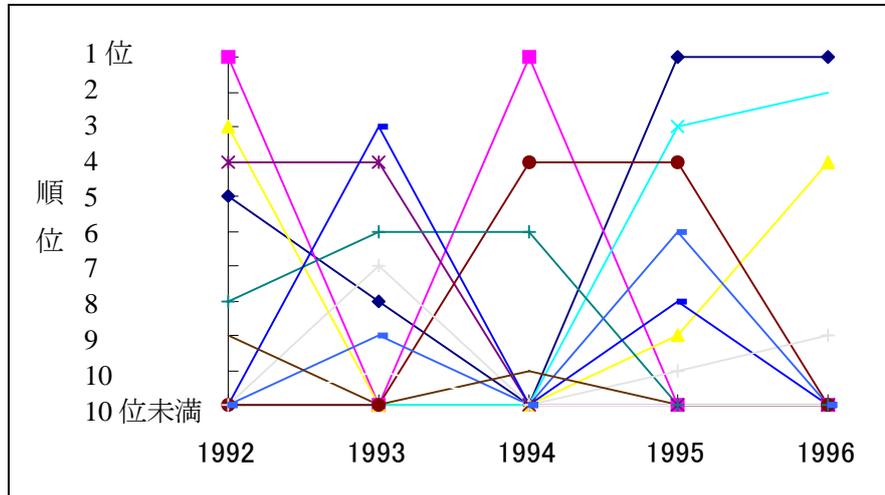
パフォーマンス指標による順位異動（1996年）



しかし、アルファが最も高かったファンドは、シャープレシオやトレイナーレシオでは五指に入るか入らないかの水準であり、投資収益率では10位未満である。このように、どの指標で評価するかによって、成績の順位が入れ替わるのである。

さらに、現在のパフォーマンスが良いからと言って、今後も優位性を確保できる保証はない。先に紹介した主要な日本株ファンドを対象に、過去5年間のうちに2回以上、ベスト10入りしたファンドの推移を見ると、ファンドの大半が、年毎に順位を変えていることが分かる。

投資収益率ベスト10ファンドの順位推移（1992年から1996年）



マネジャーの運用能力について、統計的に有意な判定を行うには、かなり長期間の投資収益率データを集める必要がある。「マネジャーが、市場を0.2%上回る能力を持つとして、それを偶然ではないと判定するには、少なくとも20年間以上の月次データが必要」との指摘もある。

このように、20年間以上のデータを集めなければ、パフォーマンスを評価して、マネージャーを選択できないとしたら、余りにも不自由である。不十分なデータでは、マネージャーの能力について、統計的に有意な判定が困難なこともあって、運用実績に関する定量評価だけでなく、投資哲学や運用体制等に関する定性評価を加えた総合判断によるのが望ましいとされている。

マネージャー評価における「4つのP」

4つのP	チェックポイント
Performance (パフォーマンス)	複数の指標で見て、良好な成績を上げているか
Philosophy (投資哲学)	長期的に一貫した投資哲学を保持しているか 基金の運用目的と矛盾しないか
Process (運用プロセス)	個別銘柄選択までのプロセスが明らかにされているか 損切りルールなど、リスク管理プロセスが決まっているか
People (運用体制)	有能な人材が確保されているか 組織的な運用体制がとられているか 平均勤続年数が短くないか

シャープレシオとは、超過リターンをリスクで割った指標で、リスク 1 単位当たりの超過収益を表している。したがって、高いリターンを得たとしても、それが高いリスクを取った結果であれば、良い評価にはならない。シャープレシオは、複数資産からなるポートフォリオの評価に適すると言われている。

$$(\text{シャープレシオ}) = \frac{(\text{ポートフォリオの平均収益率}) - (\text{無リスク資産の投資収益率})}{(\text{ポートフォリオ収益率の標準偏差})}$$

トレイナーレシオもまた、リスク 1 単位当たりの超過収益を表している。シャープレシオとの違いは、リスク指標として、標準偏差（絶対的なリスクの大きさ）の代わりに、ベータ（市場ベンチマークに対する相対的なリスク）を用いて計算している点である。トレイナーレシオは、単一資産からなるポートフォリオの評価に適すると言われている。

$$(\text{トレイナーレシオ}) = \frac{(\text{ポートフォリオの平均収益率}) - (\text{無リスク資産の投資収益率})}{(\text{ポートフォリオ収益率のベータ})}$$

アルファは、アクティブリターンとも呼ばれており、市場ベンチマークから乖離するリスクを取った（つまりアクティブ）運用の結果、得られた超過リターンを表している。

$$(\text{アルファ}) = (\text{ポートフォリオの超過収益率}) - (\text{ベータ})(\text{ベンチマークの超過収益率})$$