

## 忍耐は美德

ダニエル・ニコラス

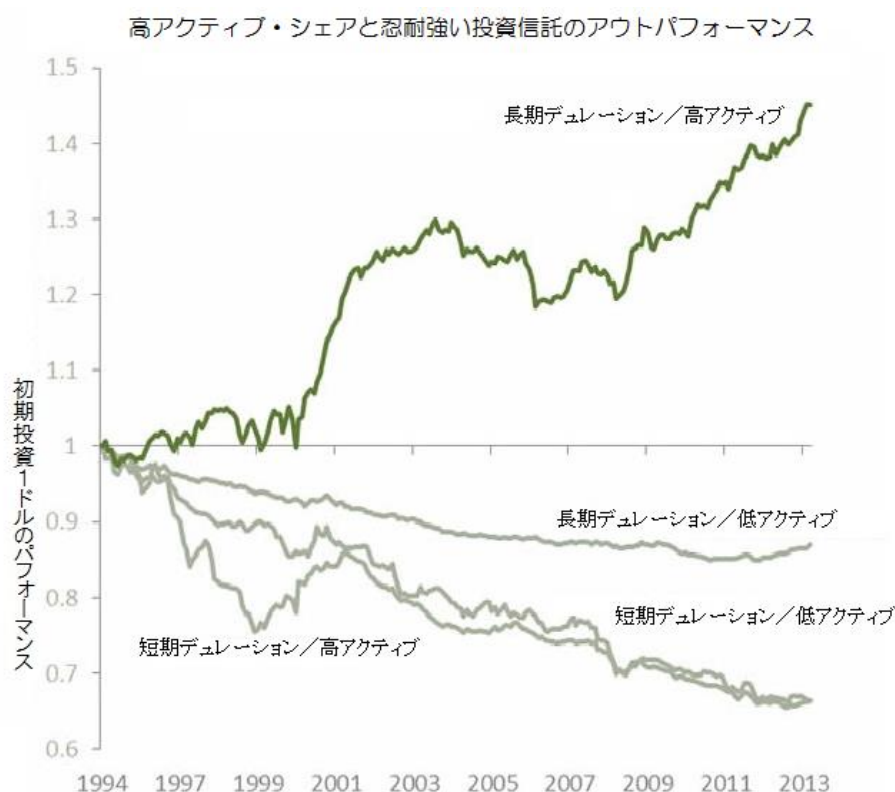


ダニエル・ニコラスは、ハリス・アソシエイツ社(以下、ハリス社といいます。)のクライアント・ポートフォリオ・マネジャーで、当社の全ての投資戦略を網羅しています。現役職の就任前は、当社の機関投資家向けセールスのディレクターを務めました。2012年にハリス社に入社する前には、モルガン・スタンレーのエグゼクティブ・ディレクター、UBSのエグゼクティブ・ディレクターを務めました。ウイスコンシン大学マディソン校から2001年にMS in Finance(ファイナンス理学修士)を、1999年にBBA(経営学士号)を取得しています。

アクティブ運用対パッシブ運用の議論は、きちんと構成されていないと言えます。平均的なアクティブ・マネジャーの費用控除後のリターンがアンダーパフォームしていることを示唆する証拠はたくさんありますが、アンダーパフォーマンスの責めを受けるべきは、「隠れインデックス運用者(クローゼット・インデクサー)」だと思えます。アクティブ運用の価値について生産的な議論をするのなら、真の「アクティブ・マネジャー」と「隠れインデックス運用者」を比較分析するべきでしょう。両者を区別する方法が見つかれば、その恩恵は有意義なものとなるはずです。

マーティン・クレマーズ博士は、共著『Patient Capital Outperformance』(\*1)のなかで、費用控除後で超過リターンを提供できているアクティブ・マネジャー群があることを示唆しています。博士が推奨するのは、2つの不可欠な特徴、すなわち、(1) アクティブ・シェアが高く、(2) 長期のファンド・デュレーションを備えたマネジャーを選択することです(\*2)。要するに、2年以上株を保有し、ベンチマークのウェイトよりも信念に基づいてポートフォリオを構築するアクティブ・マネジャーを選ぶべきだということです。こうしたアプローチは、トラッキングエラーや、インデックスから乖離したパフォーマンスにつながりますが、その結果、平均的なパフォーマンスを上回る実績の見返りがあります。

たとえば、クレマーズ博士は、およそ1,200の米国株投資信託を4つの異なるポートフォリオに分類し、1994年から2015年までの費用控除後の累積超過リターンについて調べました。高アクティブ・シェア/長期ファンド・デュレーションの投資信託に1ドルの投資を行うと、各ベンチマークのポートフォリオへの投資を40%以上上回ります。ほかの3つのポートフォリオはベンチマークに対しアンダーパフォームです(\*3)。



すぐにでも市場とはまったく異なるポートフォリオを構築し、長期で保有する魅力に駆られるかもしれませんが、マネジャーを選ぶときには他にも考慮すべき要因があります。クレマーズ博士によれば、「成功するマネジャーに必要な条件は、(i) 投資家に適した良質の投資機会を見極めるスキル、(ii) 見極めた投資機会のなかから賢明な選択ができる判断力と意志、(iii) それを粘り強く実行するための十分な機会、もしくは実質的な障害のなさ」です(\*4)。

## ◇スキル

一貫した高い水準の能力と努力があっても、短期的に良好な投資実績が着実に生まれるとは限りません。マイケル・J・モーブッサン氏は、「アクティブ運用に幸運が含まれているとすれば、短期間で良好な実績を出してもスキルの証明にはならない。良質なプロセスが長期的な成功への確実な道筋である」(\*5)と書いています。ハリス社の競争力の強みは、株主に利益をもたらすように経営されている、成長するビジネスを見出すことです。ハリス社の運用チームは、未公開株のマネジャーと同様、厳格な適正評価プロセスに取り組み、このようなビジネスを探しだします。そして、その企業の5~7年後のイメージを得るために、経営陣、競合相手、サプライヤーと会います。ハリス社のアナリストは、これらの観測結果を活用して将来のフリー・キャッシュフローを予測し、最終的にビジネスの価値を決定します。株価が下落したからといって、長期的なファンダメンタルズも悪化するわけではありません。フォーカスを維持すべきは株価ではなくビジネス価値です。こうしたプロセスが、株価とビジネス価値の違いを測る尺度と行動する力を与えてくれます。長期的な成功には、投資プロセスに忠実であるための規律が必要であり、その途上で短期的な損失が生じることもあります。最終的には下落株よりも上昇株が多く選ばれ、勝ちの規模が負けを上回るとわれわれは信じています。

## ◇判断

ハリス社では、ほぼすべてのどんな試みにおいても、成功に必要なのは他者と異なることを考える自由を持つことだと考えています——そして、当社の運用プロフェッショナルがこうしたプロセスを信頼できるよう、環境の維持に努めています。私たちの決定は事実に基づいておこなわれ、チームでオープンに議論します。日常的に、あえて異を唱えて分析をおこない、重要なリスクを認識しているかを確認します。私たちのプロセスは、たとえ大衆が別の方向へ向かっているときでも、私たちの判断は理にかなったものであることを確認するものであり、私たちの投資行動の助けになるものです。

こうしたことから私たちは、銘柄選択スキルを最大限に発揮できるよう、株式数を絞って保有し、確信度に基づいて個々の銘柄のウェイト付けを行います。私たちのポートフォリオは 20 から 60 の銘柄で構成され、最も分散化されたポートフォリオでも、平均的な競合相手の半分のポジションです。隠れインデックス運用者のやりかたは逆です。大量の銘柄を保有し、アンダーパフォームする株を制限するためにベンチマークのウェイトを真似ています。しかし、この陰には不都合な真実があります——隠れインデックス運用者は、勝者の影響もあまり大きくならないようにしてしまっているのです。ベンチマーク・ポートフォリオにアクティブ運用の手数料がかかれば、隠れインデックス運用者がなぜアンダーパフォームするのかは自明の理です。トラッキングエラーは避けるべきリスクと見なされていますが、最終的にはアウトパフォームすることが諦められてしまうのです。

## ◇投資機会

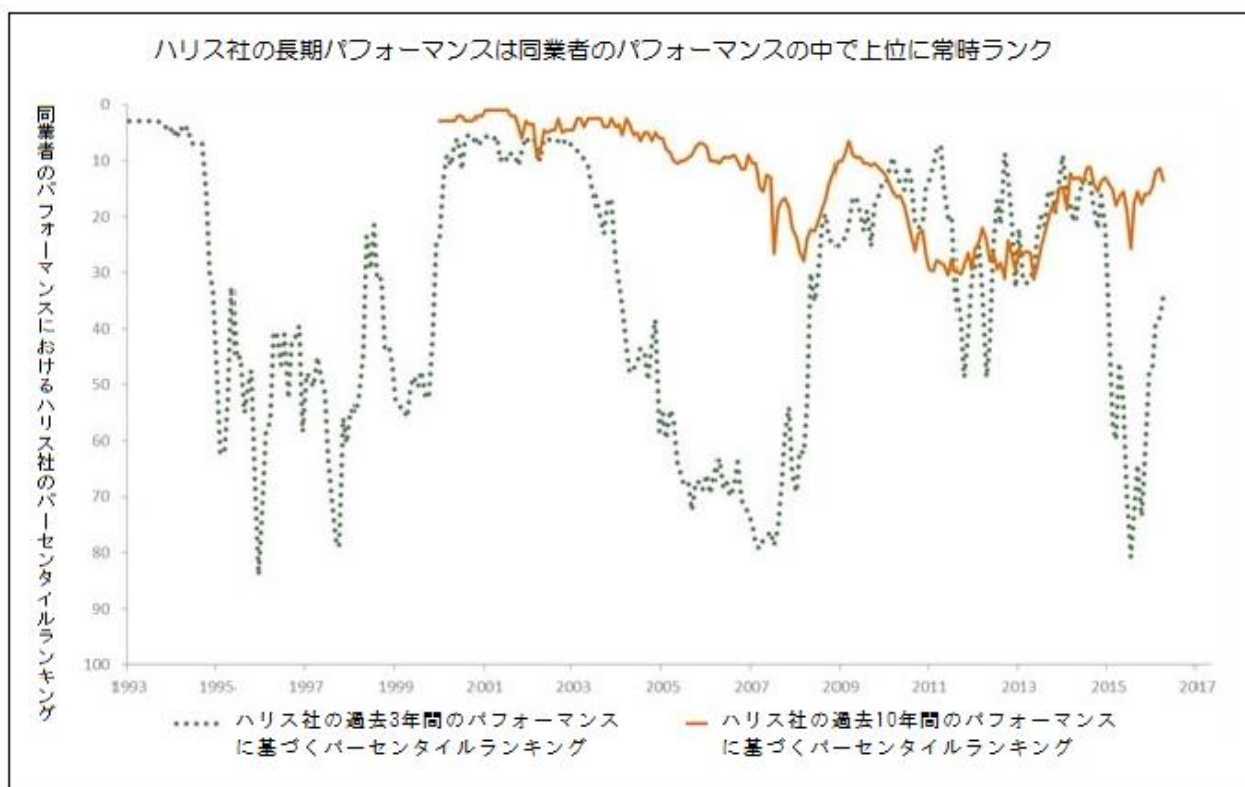
アクティブ・マネジャーはベンチマークから乖離した投資機会を見つけなければなりません。クレマーズ博士は、ポートフォリオのウェイトがベンチマークのウェイトと異なるほどアウトパフォームするように働き、運用手数料を正当化することができると結論づけています。ハリス社では、ベンチマークのウェイトよりも、確信度に基づいてポートフォリオを構築しているため、好まれていない、正当な評価を受けていない、あるいは誤解されている特定の企業や業種の銘柄を買うことができます。株価と本質的な価値の差が近づいていく過程においてはアンダー・パフォームする局面もあるかもしれません。しかし、しばしば、それは長期の成功につながるものであることから、必要とあれば、私たちは短期の運用実績を犠牲にすることを受け入れます。

昨年の英国の EU 離脱国民投票では、こうした投資ホライゾンのトレードオフが際立ちました。投票直後の 2 日間で欧州の株価指数はおよそ 15% 下落し、一部の欧州金融株はそれ以上に下落しました。しかし、良くあることですが、私たちは、ビジネスの根本にある本質的な価値には株価のような大幅な変化は起きていない、と判断しました。ハリス社の運用チームは、私たちが保有するビジネスの本質的な価値に対する実際の影響を計測しようとしていました。また、この期間を利用し、ロイズ・バンキング・グループなど、短期的な懸念から最も大きく打撃を受けた企業へのエクスポージャーを増やしました。この株価の変動は、根本的

なビジネス価値の変動を反映したものではないと判断したからです。私たちの哲学やプロセスに具現化されているこうした規律により、私たちのお客様は 前年比プラスのリターンという恩恵を受けました。ブレグジットのような出来事はしばしば大きなショックを伴うものではありませんが、忍耐強い人々には投資機会を提供してくれることもあるのです。

私たちの戦略に投資する場合も、投資家が規律を保つことは同じように大事です。過去 1 年間のパフォーマンスや過去 3 年間の同業者ランキングなど、典型的な業界バロメーターに基づいたマネジャーの選択は、劣った実績につながってしまいます。クレマーズ博士は、「忍耐強い戦略は、マネジャーが追求するうえでリスクが大きくなるため、より強い信念が求められる。短期的なアンダーパフォーマンスは、マネジャーが資産を維持し、長期的な投資戦略を継続する能力を阻害することもある」と述べています(\*3)。米国株投資信託資産のうち、アクティブ・シェアが高く、忍耐を要する戦略に投資しているものは、わずか 1.6%しかないということも驚きではないかもしれません (\*1)。私たちハリス社は、このわずかな比率に含まれていることを誇りに思います。

次の図に示す緑の点線を見ると、ハリス社のコンポジットには同業者と比べて 3 度のアンダーパフォーマンス期間があることがわかります。1990 年代のインターネット・バブル、2000 年代の世界金融危機と 2010 年代半ばです。しかし、長期的な観点に切り替えると(オレンジの実線)、ハリス社の投資プロセスは長期的にはアウトパフォーマンスを生んでいます。



出所:eVestment のパーセンタイルランキング(\*6)。

2017年3月31日現在。

ハリス社の戦略は、10年の実績があり、かつ加重平均時価総額50億ドル以上の戦略(米国コンセントレーテッド株式、米国株式、外国株式およびグローバル・オール・キャップを含む)による均等平均バスケット。過去の業績は将来の業績を保証するものではありません。当パフォーマンス・データは、過去のパフォーマンスを表します。現在のパフォーマンスは変動している場合があります。

一部の金融専門家は、スキルの存在を証明するためには 25 年分のデータが必要だといいます。米国コンセントレーテッド株式は 25 年間の間に 3 度後れを取った期間はあったものの、1994 年以来、S&P500 の倍の収益をあげています。しかし、当社の過去 3 年のパフォーマンス数値が停滞すると、パッシブに移った投資家もいました。過去 22 年間に亘り市場の動きを追いかけてきた投資家は、累積で 300%ものリターンを逃したのです。

(試算)

1994/1/1～2017/4/30	米国コンセントレーテッド株式	S&P 500 Index	「市場追っかけ」戦略
年間リターン (年平均成長率)	12.0%	9.4%	11.0%
累積リターン (初期投資との比較)	<b>13倍</b>	7倍	<b>10倍</b>

「市場追っかけ」戦略は 3 つのステップからなります。1) 投資家は、過去 3 年間リターンが S&P500 指数を下回ったときに当戦略を売却します。2) 投資家は、その売却代金で S&P500 指数を買います。3) 過去 3 年間リターンが S&P500 指数を上回ったときに、当戦略に再び投資します。

上記数値は過去の実績及び一定の条件下での資産の結果であり、将来の実績を保証するものではありません。

アクティブ度が高く、規律のある投資家が、努力を惜みず、厳しい時期にもパニックにならずにいれば、いくらでもアウトパフォームするチャンスがあります。隠れインデックス運用者を取り除いて、スキル、判断力、長期的な投資機会を持ったマネジャーを見つけることで、ファンド選定者は大きな価値を見いだすことができると考えています。

\*1 Cremers, Dr. Martijn & Pareek, Ankur. (2014). "Patient Capital Outperformance: The Investment Skill of High Active Share Managers Who Trade Infrequently."

\*2 アクティブ・シェアとは、ポートフォリオで保有する株式の比率がベンチマーク・インデックスからどれだけ離れているかを計算したもの。ファンド・デュレーションとは、過去 5 年でファンドがポートフォリオに株を 1 ドル保有する期間の長さの加重平均。クレマーズ氏は、株を 2 年以上保有する、強い信念のマネジャーを推奨している。

\*3 4 つの投資信託ポートフォリオを規定するのは、ファンド・デュレーションとアクティブ株の五分位数における 5x5 の極限值。(1) 長期ファンド・デュレーション／高アクティブ・シェア、(2) 短期ファンド・デュレーション／低アクティブ・シェア、(3) 長期ファンド・デュレーション／低アクティブ・シェア、(4) 短期ファンド・デュレーション／高アクティブ・シェア。

\*4 Cremers, Dr. Martijn. (2016). "Active Share and the Three Pillars of Active Management: Skill, Conviction and Opportunity."

\*5 Mauboussin, Michael J. (2012) The Success Equation: Untangling Skill and Luck in Business, Sports, and Investing. Boston, MA: Harvard Business Review Press.

\*6 同業者のパフォーマンスにおけるパーセンタイルランキングは、「eVestment EAFE Large Cap Value Equity」におけるハリス社の International Strategy、「eVestment Global All Cap Value Equity」における同社の Global All Cap Strategy、「eVestment US Large Cap Value Equity」における同社の US Equity and Concentrated Strategy の 3 つの戦略の各パーセンタイルランキングの均等平均。

以上

### ■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書)をよくご覧ください。

### ■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.4% (税抜 5.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

………… 信託報酬 上限 1.998% (税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託しているハリス・アソシエイツ エル・ピー社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当該銘柄についての投資の助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本語の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては <http://www.harrisassoc.com> をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

1711001