

## リスク調整後 SPIVA スコアカード（2020 年末）：アクティブ・マネージャーのリスク管理スキルが優れていることを裏付ける証拠はない



Berlinda Liu

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス  
ディレクター、グローバル・リサーチおよびデザイン

この資料は、2021 年 3 月 25 日に弊社ブログ Indexology®に掲載された文書の翻訳版です。英語版と日本語版の間に内容の相違がある場合は英語をご参照下さい。

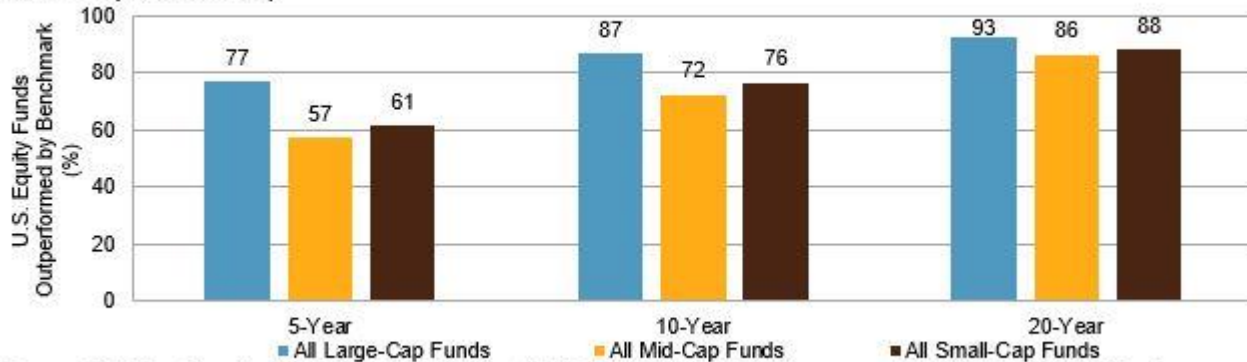
英語版：<https://www.indexologyblog.com/2021/03/25/risk-adjusted-spiva-year-end-2020-scorecard-no-evidence-to-support-superior-risk-management-skills-of-active-managers/>

現代ポートフォリオ理論は、高いリターンには高いリスクを伴う傾向があると説いています。アクティブ・マネージャーは、リスク管理スキルの高さを誇示し、リスク調整後ベースでパッシブ・ファンドよりも高いリターンを生み出すことができると主張する傾向にあります。リスク調整後 SPIVA®スコアカードは、報酬控除前と報酬控除後の両方で、ベンチマークに対するアクティブ運用ファンドのリスク調整後リターンを評価します。ボラティリティ（月次リターンの標準偏差として計算される）をリスクの尺度として使用し、ボラティリティに対するリターンの割合を比較することによってパフォーマンスを評価します。

リスク調整後 SPIVA スコアカード（2020 年末）によると、2020 年における米国株式市場全体の高水準のボラティリティとプラスのリターンは、アクティブ・マネージャーのパフォーマンスに対してほとんど支援材料とはなりません。リスク調整後ベースにおいて、米国内のアクティブ運用ファンドの多くは、時価総額セグメントにかかわらず、中期及び長期の投資期間において報酬控除後ベースでベンチマークをアンダーパフォームしました。報酬控除前でも、各時価総額セグメントにおいてアウトパフォームしたファンドの数は、投資期間が長くなるにつれて減少し、20 年間でベンチマークをアウトパフォームしたのは小型バリューストックと不動産ファンドの 2 カテゴリーだけでした。

図表 1a：ベンチマークをアンダーパフォームした米国株式ファンドの割合ーリスク調整後（報酬控除後）

**Exhibit 1a: Percentage of U.S. Equity Funds Outperformed by Benchmarks – Risk-Adjusted Returns (Net-of-Fees)**

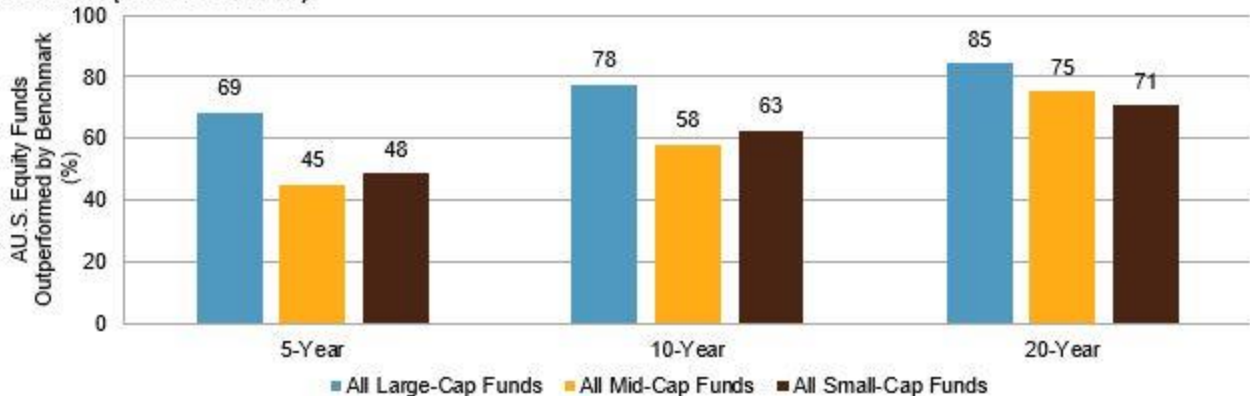


Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 31, 2020. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2020 年 12 月 31 日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表 1b：ベンチマークをアンダーパフォームした米国株式ファンドの割合ーリスク調整後（報酬控除前）

**Exhibit 1b: Percentage of U.S. Equity Funds Outperformed by Benchmarks – Risk-Adjusted Returns (Gross-of-Fees)**



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 31, 2020. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2020 年 12 月 31 日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

比較のため、図表 2 では絶対リターン・ベース（SPIVA 米国スコアカード（2020 年末））で示された通り）とリスク調整後ベースの両方で、ベンチマークに対するアクティブ株式ファンドのパフォーマンス統計値を提示しまし

た。リターンがリスク調整後であるかどうかにかかわらず、**20**年の期間でアウトパフォームできたアクティブ運用ファンドは、**3**つのカテゴリーすべてにおいて**15%**未満でした。

図表 2：20年の期間におけるアクティブ米国株式ファンドと指数の比較（報酬控除後）

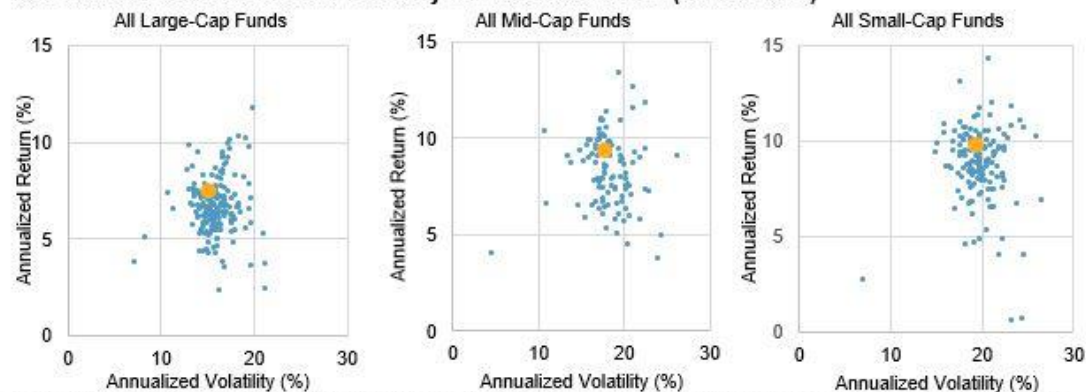
項目	全国内ファンド	全大型株	全中型株	全小型株
<b>絶対リターン (%)</b>				
ベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合	86.0	94.0	88.0	88.1
ベンチマーク・リターン	7.7	7.5	9.3	9.8
均等加重平均ファンド・リターン	6.5	5.9	7.2	8.1
資産加重平均ファンド・リターン	6.9	6.5	7.7	8.4
<b>リスク調整後リターン</b>				
ベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合	90.5	92.6	86.3	87.8
ボラティリティに対するベンチマーク・リターンの割合	0.5	0.5	0.5	0.5
ボラティリティに対する均等加重平均ファンド・リターンの割合	0.4	0.4	0.4	0.4
ボラティリティに対する資産加重平均ファンド・リターンの割合	0.4	0.4	0.5	0.5

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2020年12月31日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

図表 3 では、時価総額の各セグメント内でも、高いリターンは高いリスクを伴うといった理論を裏付ける証拠はほとんど見出せないことがさらに確認されました。個別ファンドの年率リターンと年率ボラティリティを散布図上にプロットすると、これら2つの変数間の相関は低く、特定の傾向がないことが判明しました。このことはアクティブ・マネージャーのリスク管理スキルを全体として一般化することは難しいことを示唆しています。図表 3 の黄色い点は、3つのベンチマークの年率リターンとボラティリティを示しています。ベンチマークは、ボラティリティの水準が同じほとんどのアクティブ・ファンドより、明らかに高いリターンを生み出していました。

図表 3：個別ファンドの20年間のリターンとボラティリティ（報酬控除後）

### Exhibit 3: 20-Year Return and Volatility of Individual Funds (Net-of-Fees)



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 31, 2020. Past performance is no guarantee of future results. Charts are provided for illustrative purposes.

Note: Yellow dots show the benchmark annualized return and volatility.

注：黄色い点はベンチマークの年率リターンとボラティリティを示しています。

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2020年12月31日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

### 結論

アクティブ・マネージャーは、パッシブ投資戦略よりもリスク管理スキルが優れていると主張していますが、過去の統計値を見る限り、彼らの主張を正当化する証拠は見当たりません。リスク調整後 SPIVA スコアカード（2020年末）によると、SPIVA スコアカードの結果はリスク調整後ベースでも同様であることを示しています。長期的には、ほとんどのアクティブ・ファンドがベンチマークをアンダーパフォームしており、リスクを高めることにより、高いリターンが得られるという仮定を裏付ける証拠もほとんど見つかりませんでした。

このブログの記事は意見であり、助言ではありません。免責条項をお読み下さい。

## S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス免責事項

©S&Pグローバルの一部門である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC 2021 年。不許複製。Standard & Poor's, S&P、は、S&Pグローバルの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズ LLC (以下「S&P」)の登録商標です。「ダウ・ジョーンズ」は、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC (以下「ダウ・ジョーンズ」)の登録商標です。商標は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC にライセンス供与されています。本資料の全体または一部の再配布、複製、そして(または)複写を画面による承諾なしに行うことを禁じます。本資料は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ、S&P 或いはそれぞれの関連会社(これらを合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス」という)が必要なライセンスを持たない地域におけるサービスの提供を行うものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC が提供する全ての情報は、個人とは無関係であり、いかなる個人、事業体または集団のニーズに合わせて調整したものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、その指数を第三者にライセンス供与することに関連した報酬を受けています。指数の過去のパフォーマンスは将来の結果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ません。指数が表すアセット・クラスへのエクスポージャーは、指数に基づく投資可能商品を通して得られます。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、第三者が提供し、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの指数のリターンに基づく投資リターンを提供することを目指す投資ファンド、或いはその他のビークルを提供、推奨、販売、宣伝、或いは運用することはありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、指数に基づく投資商品が指数のパフォーマンスに正確に連動し、プラスの投資リターンを上げることに保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC は投資顧問会社ではなく、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルに投資する適否に関して表明することはありません。そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルへの投資決定は、本資料で言及されたいかなる部分も信頼して実行されるべきではありません。そうしたファンド或いはその他のビークルに投資しようとする投資家に対して、投資ファンド或いはその他のビークルの発行体またはその代理人が作成する目論見書または類似文書に記載されているように、そうしたファンドへの投資に伴うリスクを注意深く検討した上で投資することを助言します。指数への証券の組入は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによるその証券の買い、売り、または保有の推奨ではなく、また投資助言でもありません。S&P の米国のベンチマーク指数及びダウ・ジョーンズの米国のベンチマーク指数の終値は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスが、指数構成銘柄の各主要取引所が設定する終値に基づいて計算します。終値は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスがサードパーティ・ベンダーの 1 社から受け取り、別のベンダーから届く価格と比較することにより検証されます。各ベンダーは終値を主要取引所から受け取ります。日中の実時間価格は、2 次検証を経ずに同様に計算されます。

これらの資料は、信頼できると考えられる情報源から一般に公衆が入手できる情報に基づき、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されるいかなる内容(指数データ、格付、クレジット関連の分析とデータ、モデル、ソフトウェア、或いはその他のアプリケーションまたはそれからの出力)も他のいかなる部分(以下「内容」という)も、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによる事前の書面による承認なくして、いかなる形式といかなる手段によっても、改変、リパースエンジニアリング、再製または配布、或いはデータベースまたは検索システムへの保存を行うことはできません。内容を、不法な或いは未認可の目的に使用してはいけません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス及びいかなるサードパーティ・データ・プロバイダー及びライセンサー(合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者」という)も、内容の正確性、完全性、適時性或いは利用可能性を保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる過誤、遺漏についても、原因の如何を問わず、内容を用いて得られた結果について責任を負いません。内容は、「現状」ベースで提供されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、特定の目的または利用に対する販売可能性または適合性についてのいかなる保証も、バグやソフトウェアのエラーまたは欠陥がないこと、内容の機能が中断されないこと、或いは内容が何らかのソフトウェアまたはハードウェア構成により動作することの保証も、以上を含みそれに限定されない、あらゆる明示的または暗示的保証も拒否します。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる場合も、いかなる当事者に対しても、内容の使用に関連して発生する、いかなる直接的、間接的、偶発的、典型的、補償的、懲罰的、特殊な或いは結果的な損害、費用、経費、法的費用、或いは損失に対しても(逸失収入または逸失利益、及び機会費用を含みそれに限定されず)、たとえ損害の可能性について事前に通告を受けていようと、責任を負いません。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各事業部の活動の独立性と客観性を維持するために、それぞれの活動を他から隔離しています。その結果、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの一部の事業部は、他の事業部では入手できない情報を保有する可能性があります。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各分析プロセスの中で受け取った非公開情報の機密を守る方針及び手順を確立しています。

さらに、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、広範なサービスを、証券の発行体、投資顧問会社、証券会社、投資銀行、その他の金融機関及び金融仲介業者など多くの組織に提供しています。したがって、これらの組織から報酬その他の経済的便益を受ける可能性があります。これらの組織には、証券やサービスを推奨し、格付け評価し、モデルポートフォリオに組入れ、評価するか別の対応を行う組織が含まれます。

最新のブログ「[Indexology](https://www.indexologyblog.com)」(英語)をご覧になりたい方は、こちらのサイト

[www.indexologyblog.com](https://www.indexologyblog.com) よりご登録いただけますと、更新の都度メッセージが届きます。