

CFA 協会ブログ

No.539

2021 年 8 月 20 日

「循環するようになったベンチマーク」

Benchmarking has become circular

[ジョアシム・クレメント、CFA \(Joachim Klement, CFA\)](#)

私はこれまでのキャリアを通じて何度も、どのような形のものであれ、ベンチマークには意味がないと声高に主張してきました。今では私は、ビジネスや投資がその慣行をいつか過去のものにするだろうと期待することをあきらめてしまいました。ですので、この投稿をしてみたところで、私自身を満足させる以外に何かを変えるとは思っていません。

だから、しばしの間私のわがままにおつきあいいただくか、それもなんなら明日改めてお越しく下さい...

最近、私はある友達と、私たちが共に心から親しみを感じているにもかかわらず、この2年ほどの間に大いに変わってしまった企業について話をしました。私の見立てでは、その企業が犯したひとつの間違ひとは、自社を競合他社に対してベンチマーキングするために戦略コンサルティングファームを利用したということなのです。

悲しいかな、そうした取組みの結果とは、その企業が成功するために、より競合他社のようにならなければならないとする決定だったのです。その結果、「効率性」を高めるための努力として、その企業は費用削減と合理化に取り組むことになりました。

それでどうなったと思いますか？こうした施策のおかげで、その企業を特別なものとしてきた何かが失われたと、今や多くの人々が考えていて、その企業の顧客であることをもうやめようと考えはじめています。

ある企業を競合他社に対してベンチマーキングすることの問題点とは、それが凡庸に向かうための最も近道となることが多いということなのです。戦略コンサルタントは、ユニ

ークな文化とビジネスモデルを有する企業を競合他社と比較し、競合他社の過去の成功に貢献したものと同じ方法論や手続きを採用するようにと助言するのです。

世界を変えようとしている企業をベンチマーキングすることは、率直に言ってばかげています。2001 年と 2002 年に、アマゾンの株価は 80% 程度下落しました。もし、ジェフ・ベゾスがビッグ3のコンサルタントにどうすべきかを尋ねていたならば、きっと彼らはバーンズ・アンド・ノーブルのようになれとアドバイスしていたことでしょう。

戦略コンサルタントの助言に基づいて、敗者から成長性の高いスターパフォーマーへと変貌した企業、あるいは業界に変革をもたらした企業の名前をひとつでもあげてみてごらん下さい。

ハワード・マークス(CFA) がはっきりと述べたように、「他人と同じことをして、他人より高い実績を期待することはできない」のです。

これらのベンチマーキングの議論を投資につなげて考えてみます。投資の世界では年金基金コンサルタントや他の企業が、ファンドのパフォーマンス品質を評価するためのキー・メソッドとしてベンチマーキングを導入してきました。

もちろん、ファンド・マネージャーのパフォーマンスをどうにかして評価する必要があります。しかし、それが特定の市場インデックスにより設定されたベンチマークとの対比でなければならないという理由はあるのでしょうか？

ファンド・マネージャーが特定のインデックスに対してベンチマーキングされている場合、彼らは独立して考えるこ

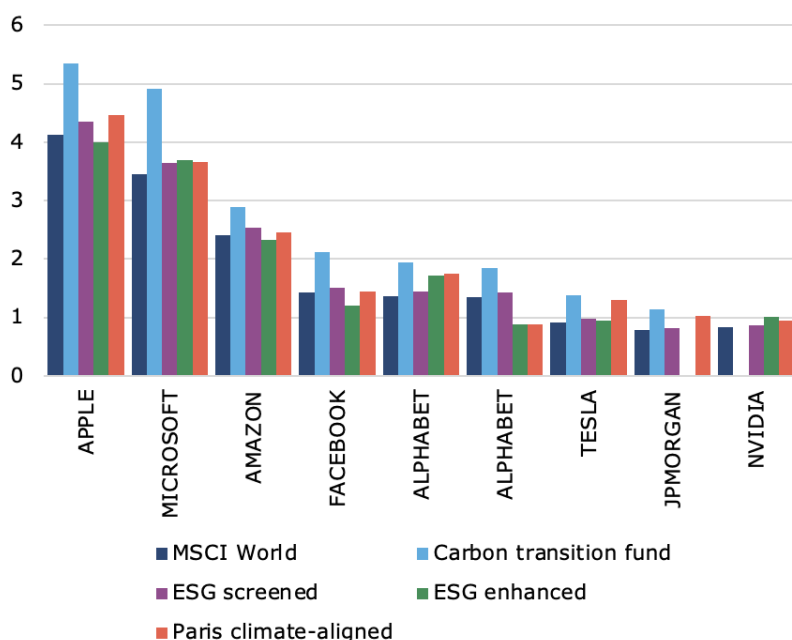
とをやめてしまいます。参照ベンチマークの構成銘柄から遠く離れた動きをするポートフォリオは、ファンド・マネージャーのキャリアにリスクを生じさせます。もし、そのポートフォリオがあまりに大きく、あるいはあまりに長い間アンダーパフォームしているのであれば、そのマネージャーは仕事を失います。そのため、時がたつにつれて、ファンド・マネージャーは同じ株式にどんどん投資を行い、アクティブではなくなっていくのです。そうしたことが、インデックスの構成銘柄の中でもとりわけ大型株に対する群集行動を生じさせるのです。なぜかって？それは、もはやファンド・マネージャーがそれらの株式に投資しないわけにはいかなくなるからです。

皮肉なことに、全体的なベンチマーキングのトレンドは循環するようになりました。今やベンチマークは、他のベンチマークに可能な限り近づけて設計されます。言い換えるならば、今やベンチマークは他のベンチマークによってベンチマーキングされているのです。

ESG 投資の世界に例をとみましょう。理論的には、ESG 投資家は単に財務的なゴールによってだけではなく、ESG 特有のターゲットによってもその行動を変えるべきなのです。したがって、彼らのポートフォリオは MSCI ワールドのような従来のインデックスとは大きく異なって見えて然るべきなのです。実際、理想の世界においては、ESG 投資家は従来の投資家とは異なるように資本をアロケートするでしょうし、そうであるからこそ資本をよりサステナブルな利用に向けさせることになるのです。

そこで、私は主だった ETF プロバイダーのウェブサイトを開覧し、MSCI ワールド ETF を構成する企業のポートフォリオ上のウェイトを、いくつかの異なる ESG ETF におけるウェイトと比較してみました。下図は、これらの ETF の間では、サステナブルであってもなくても、実質的に何の違いもないことを示しています。

大企業のポートフォリオ・ウェイト(%)：サステナブル vs 従来型 ETFs



(出典) ブルームバーグ

これには良い面もあり、投資家はパフォーマンスの劣化

をあまり怖れることなく、従来型のベンチマークから ESG ベンチマークに容易に切り替えることができるということになります。機関投資家を説得して動かすことの助けにはなるでしょう。

しかし、従来型の投資とサステナブル投資の間にほとんど違いが存在しないということは、そのマイナス面でもあります。すべての企業が ESG ベンチマークの構成銘柄として適格であり、また、従来型としてのベンチマークにおいても概ね同じウエイトを有しているとしたら、そもそも ESG ベンチマークに何か意味があるでしょうか？投資家にとってどこにメリットがあるでしょうか？企業が大した努力を払うこともなく ESG ベンチマークに含められ、投資家を失うリスクもないとしたら、企業はどうしてそのビジネス慣行を変えようと思うのでしょうか？

ESG ベンチマークを従来型のベンチマークに対してベンチマーキングするということは、アマゾンを他の小売企業にベンチマーキングするようなものです。それはアマゾンの成長を阻害し、もうひとつのバーンズ・アンド・ノーブルにしてしまうということなのです。

ジョアシム・クレメント、CFA の話をもっと読みたい方は、*["7 Mistakes Every Investor Makes \(And How to Avoid Them\)"](#)* および *["Risk Profiling and Tolerance"](#)* をお読みください。*["Klement on Investing"](#)* にサインアップしてコメントをお読みいただくこともお勧めします。

この投稿を気に入っていただけたなら、*[Enterprising Investor](#)* の購読もお忘れなく。

執筆者

Joachim Klement, CFA

(翻訳者: 荒木 謙一, CFA)

英文オリジナル記事はこちらに

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/08/18/benchmarking-has-become-circular/>

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。