

合成の誤謬

ファンドのパフォーマンスを評価する際、しばしば、投資国別、業種別などの要因分解が行われる。ファンドの運用において、個別要因ごとに分けて分析することの重要性が広く認識されている一方で、要因ごとにみた「部分」から得られる結論と、問題「全体」を見通して得られる結論とが正反対になる場合があり、どちらの結論を採用すべきなのか、判断に迷うことがある。

この一例として、株式マネージャー、債券マネージャーそれぞれに対して、「本誌の購読がパフォーマンスの向上に寄与したかどうか」を調査するという例を考える。今、ファンドマネージャーを、本誌の読者層と未読者層に分けて考え、当期のリターンが目標水準を上回ったかどうかの度数が、図表1のようになったと仮定する（度数は全て仮の値である）。この結果を分かりやすくするために、図表2では、(1)株式ファンドマネージャーのみに注目した場合、(2)債券ファンドマネージャーのみに注目した場合、(3)ファンドマネージャー全体としてみた場合、という3つの場合に分けて、当期リターンが目標水準に達したファンドの割合をそれぞれ表している。

図表2から、株式、債券いずれの場合でも、「本誌を読むことによって、パフォーマンスが改善される」傾向がみられるものの、ファンドマネージャー全体でみると、「本誌を読むことによって、パフォーマンスが悪化する」という正反対の傾向が導かれる結果となる（ユール・シンプソンの逆説）。

筆者の心理からすれば、本誌を購読することで、運用パフォーマンスが向上するのだと言い切りたいところではある。しかし、アセットクラス別にみた「部分」的な傾向と、ファンドマネージャー「全体」としてみた場合の傾向との、どちらを採用すべきかは、本誌を読むこと、資産配分効果、ファンドのトータルリターンという3要因間の「因果関係」の強さによって決められるべきであり、下図の結果だけでは結論しにくいであろう。

統計学は伝統的に、要因間に潜む「因果関係」を調べるには不向きであったが、近年、グラフィカルモデルに代表されるように、因果関係を定量評価するための枠組みが整備されつつある。資産運用ビジネスにおいて、統計学に期待されるべき役割は、今後徐々に変化していくのかもしれない。

（瀧川孝幸）

図表1 『金融ITフォーカス』購読状況とファンドのリターン水準

	主要投資対象が株式		主要投資対象が債券		ファンド全体	
	当期のリターンが当初の目標水準に達したファンド数	ファンド総数	当期のリターンが当初の目標水準に達したファンド数	ファンド総数	当期のリターンが当初の目標水準に達したファンド数	ファンド総数
ファンドマネージャーが本誌未読	70	150	8	40	78	190
ファンドマネージャーが本誌既読	50	90	50	210	100	300

図表2 当期リターンが目標水準を上回った割合

	主要投資対象が株式	主要投資対象が債券	ファンド全体
ファンドマネージャーが本誌未読	47%	20%	41%
大小比較			
ファンドマネージャーが本誌既読	56%	24%	33%