モチベーションはパフォーマンスの『隠れ変数』を突きとめる。

ファイ(Phi)を突きとめる
18カ月にわたる調査を経て、ついに重要な発見を遂げました。
資産運用業界の未来に大きな意味をもつもののです。
パフォーマンスの中の隠れ変数を突き止め、
それを定量化し、名付けました。
ファイ（Phi） \( \Phi \)
これが、パフォーマンスの中の隠れ変数です。
量子力学における「隠れ変数」は、モデルから欠落している要素であり、それがシステムを不完全なものとさせてしまうことになり、資産運用管理においても同じ状況があることを見つけました。
短期的にしか物事を考えなくなったために、我々は顧客の長期目標達成、さらに経済成長への貢献という共通の目的から切り離されてしまいました。基本に立ち返り、目的、そして自分たちの存在理由を再発見できる企業は、いかなる収益環境でも、より良いパフォーマンスを発揮することが可能になるはずです。我々は自分たちの習慣や動機の中に、目的とのつながりを取り込む必要があります。

これを達成する第一歩は、何が我々にモチベーションを与え、そのモチベーションはどのように作用するかを理解することです。我々のモチベーションは行動へ結びつき、行動は結果を導き出します。

2015年5月から2016年10月までの18カ月間にわたり、主要なグローバル企業リーダー200人以上と行った徹底的な面談調査に基づき、ステート・ストリート応用調査研究所(State Street Center for Applied Research:以下「CAR」)およびプロジェクトパートナーであるCFA協会は、ある根本的な質問に対する答えを示すことができました。その質問とは、「より良い財務(収益)結果を得るために、どのようにモチベーションを高め、活用することが出来るのか」というものです。

これらの面談からの定性的記述と、約7,000人の回答者、すなわち20カ国にわたる3,600人の個人投資家および3,300人以上の投資専門家に対する調査からの所見をまとめました。この取り組みを経て企業の長期的パフォーマンス、顧客満足度、および従業員の貢献度に対し、これまで隠れていた統計的に有意な関係がある変数を発見しました。量子力学における「隠れ変数」は、モデルから欠落している要素であり、それがシステムを不完全なものとさせてしまうことになり、資産運用管理においても同じ状況があることを見つけました。

この変数を「ファイ」と名付けました。これは、我々の振る舞いや行動を支配する目的、習慣、および動機を引き起こす力に由来するものです。ファイのモチベーションは、資産運用業界の短期的なアウトパフォーマンスまたは資産集めの対象とは明白に異なります。我々の分析の結果は、例のないものでした。ファイが1ポイント増えると、これに関連して、企業が優れたパフォーマンスを行う確率は28%、顧客満足度が高まる確率は55%、従業員の貢献度が向上する確率は57%と、それぞれの確率が上がります。（ファイの詳細な説明は、別紙を参照してください。）
投資専門家、投資会社およびその顧客のファイが揃って同じ方向を向くと、すべてが顧客の長期目標を重視するため、市場サイクルを超えて持続可能な企業パフォーマンスに、最大の可能性を示します。さらにファイからは、個々の投資家がより高いレベルの取り組みに到達し、長期目標に向かって進んで行くために身に着けるべき行動と態度が導き出されます。

アルファやベータの長期的傾向は我々のコントロールをはるかに超えていますが、ファイでは違います。投資業界はますます、ベンチマークに関連するパフォーマンスを超えた、顧客に対する付加価値の測定方法を探し求めるようになっています。コンサルティングやファイナンシャルアドバイザリーの分野では、モーニングスター社がガンマという概念を導入し、アドバイザーがどのアセット・マネジャーが最高の業績をあげるか一貫して特定できない中、負債対応投資、大胆な撤退戦略、年金配分、総合的なウェルス・アセット・アロケーション、および撤退に向けた調達等の活動を通じ、顧客に多大な定量的価値を与えることができたという事実を強調しました。また、ファイは、運用マネジャーが目的を持つことによってパフォーマンスを上げる能力を推し量ることもできます。

ファイを最大化するためには、まずモチベーション理論の基礎と、今日の資産運用業へのその理論の応用方法を理解する必要があります。我々は、まずこの分野で働く専門家を観察し、それからその顧客に目を転じていきます。
成功のために必要な新しい業界スキル

自己決定理論に基づく研究から、最善の職場風土が、個人のパフォーマンスの可能性を十分に発揮させるために、資産運用業界で必要な更なるスキル、すなわち認識の柔軟性、創造性、オーナーシップとシチズンシップを生み出すことがわかりました。金融の環境においては、これらはやや秘儀的なものと思われますが、今日の環境における混乱を見ると、今はまさに、これらの新たなスキルが勝ち組と負け組を分けるときであるといえます。以下にこれらの定義と、それらがなぜ重要なのかを述べます。

認識の柔軟性: 業界内(および、企業内)の混乱を引き起こす力に適応する能力は、重要な強みです。

創造性: もはや美術や、ネガティブな「粉飾決算」型の分野だけではなく、創造性は、投資家がますます激化する競争環境で価値を見出すために必要です。

オーナーシップ: この文脈では、企業の成功および失敗を共有する者という意味です。企業の将来の重要な一部であるという感覚です。

シチズンシップ: コーポレート・シチズンシップ(企業責任)は、企業全体の健全性のために、従業員が職掌上の必要を超え、それ以上の仕事をすることを特徴とします。
なぜモチベーションなのか

投資家は、一見したところモチベーションが低いとはいえないと考えます。彼らは実に知的、勤勉であるため、これは別セクターの問題だと思われるでしょう。

しかし、よく見ると、この業界を支配しているモチベーションのタイプは、これとはまさに反対に働くものであることがわかります。

モチベーションは、これが「自発的で、目標志向行動の方向性、強度、およびこだわりを生み、決定する心理的プロセス」であるために大切です。また、モチベーションは、行動を推進するエンジンです。我々は、近年金融の世界で行動にバイアスがかかりますに順応してきましたが、時にバイアスを緩和できないという感覚に、フラストレーションを覚えています。しかし、モチベーションは、一層深いところで、何か行動に拍車を掛けているかを説明し、バイアスに対応できるほど強いものです。

異なるモチベーションをもった個人間に相互作用があるため、サービス・プロバイダーと顧客のやり取りの複雑な適応システムについて、ファイの可能性を考慮する必要があります。孤立した参加者だけを見ていては、ストーリー全体がわからないためです。
モチベーションは、エンジンです。
機関投資家の53％は、自分たちが金融市場に情熱をもっているために資産運用におけるキャリアを追求してきたと回答

投資専門家の40％は、この業界に留まることが重要と回答

回答者のうち28％が、顧客の財務目標達成を支援するために資産運用業界に留まると回答

5％は、引き続き、経済成長に貢献していくと回答
資産運用業界での言動を理解（そして最終的には向上）するために、まず、その背後にあるモチベーションのタイプを理解する必要があります。

当業界のポジティブな傾向は、調査対象の投資家（アセット・マネジャー、アセット・オーナー、およびその他仲介業者）の53%が、自分たちが金融市場に情熱をもっているために資産運用投資管理におけるキャリアを追求してきたと述べていることです。また、投資専門家の40%は、それが業界に留まる重要な理由であると述べていることです。4

悪い傾向としては、この情熱があるにも関わらず、業界がその目的から切り離されたように見えることです。顧客の財務目標達成を支援するために資産運用業界に留まるかと述べたのは、回答した投資専門家のわずか28%でした。そして、経済成長に貢献するために留まるかと示唆したのは5%に過ぎませんでした。5 某アセット・オーナー企業のCEOがこのように述べています。「この業界の人々は、より良い世界を作ることにモチベーションをもっていません。彼らは、収益と競争以外の何にも関心がないのです。」6

このすれ違いは何に由来しているのでしょうか。実に単純なことで、我々が情熱を支えるために作りあげた環境が、目的へのつながりを制限しているのです。

職場での，この環境はほとんど企業文化やリーダーシップの役割を果たしています。文化とリーダーシップの観点からモチベーションを検討するために、自己決定理論（SDT）を使用しました。7これは、適されれば、最善の機能と成長をもたらす力と知識、2自分の仕事が協業の恩恵を受けるにどうすればふさわしいかを人々が理解している、従業員の結びつきが緊密な環境、および3委任された権限（対マイクロマネジメント）です。
これをよりよく理解するために、リーダーが以下のことを行っているかどうか評価する目的で、回答者に以下の事項を調査しました。

・ 説得力のある将来ビジョンを明確に語っているか。

・ 仮定のことに挑戦するために準備をしているか、また、時間とともに彼らのビジョンを適応させているか。

・ 部下に最重要の価値と信念を話しているか。

・ 部下の教育、コーチングに時間を使っているか。

残念ながら、投資専門職の大半は、これらのカテゴリーのすべてで、自社に低い評価を付けたことがわかりました。最も評価が低かった事項は、教育とコーチングについてで、組織の長期健全性に対するコミットメントの欠如を示しています。さらに、自分の上司は説得力のあるビジョンを明確に語っていると回答したのは、投資専門職の僅か15%でした。最もうまくいくリーダーは、自らが推進するこれらの外的モチベーターと、社内で接続して利用できる社員用モチベーターの間のつながりを作る者です。

目的が欠如していることを、リーダーシップとビジョンの不足に帰することは、物事を大きく単純化したことになります。以下とおり、投資専門職は、他の広範な経済的・感情的圧力に直面して、モチベーションと言動に影響を受けています。

報酬

従来の知恵では、報酬はモチベーションのための効果的なツールだといわれています。しかし、学術研究からは、報酬は確かに不満を抑止する要素ではあるものの、必ずしも長期的にモチベーションを高めるものではないことが明らかになっています。実際、報酬が業界に留まる理由であると述べている回答者は僅か20%でした。

研究からは、金銭的なインセンティブは個人が外的圧力をより多く感じる雰囲気を作り、情報の処理や決断を困難にすることがあると示唆されています。報酬構造が公正、コントロール可能で、透明であると考えられれば、これは緩和されるでしょう。しかし、われわれの調査では、報酬構造が公正であると思っている者は回答者の僅か44%、透明であると思っている者は僅か40%、コントロール可能であると思っている者は34%でした。
恐怖、ストレス、キャリアリスク

アセット・オーナー、アセット・マネジャー、ウェルス・マネジャーはすべて、自分の決定に影響するさまざまな短期的圧力があると報告しています。

アセット・オーナーにとって、圧力のほとんどは、取締役会（37%）、経営陣（30%）、および自らが雇った投資コンサルタント（17%）からのものです。しかし、キャリアリスクも同じく重要だと考えられています。すべての業界専門職の約半数がこれを懸念しており、投資家の52%は、18カ月後には実績不足のために解雇されると思っています。

アセット・マネジャー、ウェルス・マネジャーのうち36%は、顧客の最大利益のために行動することは、実際にはキャリアリスクをとることだと答えています。これは、彼らの業績評価は、より短期的に行われる傾向があり、一方、顧客は投資をより長期的にとらえているからです。そしてそれは、たとえ長期的にはその投資からの利益があるにしても、短期の損失により投資家がマネジャーとの関係を切られることを意味しています。同様に、彼らの24%は、企業からのプレッシャーがあるので、顧客のためにとれるリスクが小さ過ぎると回答しています。また25%は、彼らのベンチマーク内でエクスポージャーを繰り返すことに、たとえそれらが投資としては次善策であると信じていても、プレッシャーを感じています。

明らかに、当業界の環境では、競争・比較・結果に付随する報酬などを通して、成功を測っています。
「業界は、より長期的なシステムに変わりつつあると主張しています。しかし、実際のところ、まだ短期ボーナス構造に寄り掛かっているところが多分にあると思います。マネジャーは、短期で業績をあげなければ資金が流出して行くかのような、外部からの多くの短期的プレッシャーに直面しています。」

某アセット・オーナーCEO
一方で、自己利益主義が蔓延する傾向にもあります。投資専門家の約3分の2（62%）は、自分の会社が顧客利益よりも自己利益のために活動していると回答しています。某アセット・オーナーのCEOは、次のように述べています。「十人に七人もあれば、間違いがあってもまずは許容される業界です。」

同じ質問を個人投資家にも問うと、回答者の半数以上（54%）が、金融機関は、「顧客の」ではなく「会社の」最大利益になる商品やサービスを販売する傾向があると同意しています。結果として、調査対象とした個人投資家のうち、自分の長期財務計画の成功を、アドバイザーやその他の投資提供者のおかげだとしている者は、3分の1未満（32%）でした。彼らは、自分の功績（55%）、または友人や家族の功績（36%）だと思う傾向がありました。

これが、業界のモチベーションとパフォーマンスの現状です。現在の環境下では、パフォーマンスを妨害し、業界の合法性と信頼性の足元を危うくする行動に向けて、マーケットの先を読もうとする情熱を「誤った方向に導いて」います。

さらに、ウェブサイトと企業メッセージで伝えている目的（顧客の目標達成を支援する）と、実際の行動（自分のための競争とアウトパフォーマンス）の間には、開きがあります。

特定のビジョンや価値観に賛同するよう強制することは決してできませんし、そうする必要もありません。企業文化とリーダーシップの力を通じて業務環境に変化を起こすことにより、多くの投資専門家を駆り立てている「マーケットの先を読もう」という情熱は、より持続的で価値のあるモチベーションに向けていくことができます。
合理的な懷疑論者は、こう尋ねるかもしれません。「あなたがやるべきことを成し遂げていれば、あなたを動機付けているものなど、誰が気にするでしょうか」。おそらく他大学より収益で勝りたい大学基金が望むことは、短期的にスタッフを動機付けることです。それが今後20年にわたり良い決断を導くのでしょうか。

ある研究では、オルタナティブ資産への大学寄付金の配分が、最も近い1つの競合校の資産配分方針に関連づけられていることがわかりました。個人投資家も、特に投資収益や金銭的な豊かさのことになると、しばしば損を出しでも、自分の友人、隣人を「打ち負かしたい」という欲望を抱きます。比較、競争、付随する報酬を超えた目的のみが、長期にわたり強く持続可能なパフォーマンスをもたらします。
企業文化とリーダーシップの力を通じて
業務環境に変化を起こすことにより、
多くの投資専門家を駆り立てている「マーケットの先を読もう」という情熱は、より持続的で価値のあるモチベーションに向かっていくことができます。
モチベーションの将来

パフォーマンスの隠れ変数

持続可能なモチベーションが、ファイ(Phi)です。これは、目的により突き動かされ、習慣とインセンティブにより埋め込まれたパフォーマンスを生み出すマインドセットです。

ファイが高い個人は、何か自分より大きなものに奉仕しているという信念に動かされています。彼らの個人的な目標および価値観は、その企業と顧客のものに沿っています。彼らは自分の仕事を単なる職務ではなく、天職としてとらえる傾向があります。

リーダー職にある者は常に、投資マネジャーに、職務が信頼に基づいたものであることを気づかせなければなりません。これには、受託責任の認識と、投資収益を超えた顧客の目標（退職後の収入確保、高等教育、住宅購入など）を、真に理解することが必要です。

しかし、高いファイをもつ投資専門家はわずか17%に過ぎず、53%はファイが低いか、ないかのどちらかです。

我々は、学術的理論に基づく3つの主な質問を用い、調査回答者のファイを計算しました。

目的：あなたが功績をあげるよう動機付けているものは何か？

習慣：なぜ、資産運用業界で働き続けるのか？

インセンティブ：あなたの仕事は、職務か、キャリアか、天職のうちどれなのか？
投資家のフィ（Phi）値の分布

N=1,486

1. 低フィ（1）：40.31%
2. 中フィ（2）：29.88%
3. 高フィ（3）：16.62%
4. フィなし（0）：13.19%
どの回答群にも、報酬、地位、職務、楽しみ、および目的に関係する選択肢があり、取得可能な最高点は3でした。計算されたファイ点の内訳は以下のとおりで、さらなる詳細は別紙を参照してください。

資産運用業界のファイは、他業界と比較してどうでしょうか。当研究では、他業界のファイを測定していませんが、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（SSGA）による以前の調査では、自分の仕事が人生における価値観およびミッションをどの程度まで反映しているかを質問しています。金融サービス業は、13業界中12位で、さらに改善の余地が大きいことを示しました。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズによる以前の調査では、自分の仕事が人生における価値観およびミッションをどの程度まで反映しているか尋ねました。
ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ（SSGA）による隔年確定拠出年金投資調査（2016年1月）。データは、22〜50歳、パートタイムとそれ以上の勤務形態で、雇用主から確定拠出年金プランを提供されている1,500名の米国労働者を回答者とし、2015年10月に収集されたものです。

1. 工業生産サービス
2. インフラ/テクノロジー（IT）
3. 電気通信
4. ヘルスケア
5. 製造
6. 運輸
7. エネルギー
8. 資材
9. 建設
10. 政府/NPO
11. 公益事業
12. 金融サービス
13. 消費財
14. 小売
顧客のモチベーションを理解する

我々はまた、個人投資家が、どうすればより良い投資家になるかに関心をもっています。これはすなわち、彼らの長期目標を支援する行動を重視することです。システム上、個人顧客は異なる役割を担っているため、彼らには異なる方法論が適切ですが、ファイ（Phi）は、決して投資専門家に限ったものではありません。そのため我々は、個人レベルでの生物心理学理論を用いて、個人投資家分析を設計しました。この理論では、個人の感受性を周囲の環境に表す、2つのモチベーション・システムを説明しています。

1つ目は行動抑止システムで、恐怖やネガティブな結果からくるモチベーションを示します。これより高まる感度が1ポイント上昇すると、次のような結果を導きます。投資家が「業界は顧客の最善利益のために活動している」と信じる確率が22%上昇、自分が手数料として何に対価を支払っているかを理解している確率が42%上昇、保険アドバイザーの利用を拒否しない確率が37%上昇、そして、ESG（環境、社会、ガバナンス）要因を考慮する確率が38%上昇します。また、過剰頻度になる恐怖がある取引（すなわち、四半期毎を超える）を避ける確率が79%上昇します。

これらの投資習慣が、損失への恐怖ではなく、目的と目標に大きく動かされているのは明白です。これはコミットメントに対する認識、そして最終的には目的に対する認識を促します。したがって、行動活性化システム感度を個人投資家にとってのファイと同一視しました。

金融システムと、顧客・投資専門家間のやりとりの重要性を考えると、業界におけるモチベーション低下のレベルと、トップが目的について明確に話すことの欠如、個人投資家に影響します。

最も極端なケースでは、投資において目的が欠如していると、個人によるリスクとリターンの回避が表れます。世代Xと世代Yの回答者の両方で、キャッシュへの平均的なアセット・アロケーションは、非常に高く36%でした。これは、より若い投資家も適切なレベルのリスクをとっていないことを意味します。行動抑止システム感度が高い回答者は、目標設定より、ネガティブな結果への恐れの方に、より強く動機付けられています。回帰分析によると、彼らは過剰貯蓄といえるものを購入しやすく、かなり価値の上がった後売却する傾向があります。

研究によれば、同僚や自分の目標よりも大きく遅れているという認識により心配が生まれ、敗北感が募り、最後に「タオルを投げ入れる（試合放棄）」という対応に至ります。この環境は、投資家の行動抑止システム感度の引き金となり、恐れ、不安、フラストレーションを与え、最終的には、最適とはいえない結果に至ります。

当業界で成功している組織は、従業員と顧客のファイの平均レベルを高めることができ、その結果、より持続可能な成果を出せるはずです。
行動活性化システム感度の影響

行動活性化システム感度が1ポイント上がると、次のような結果を導きます。

- 過剰になる恐れのある取引（すなわち、四半期毎を超える）を避ける確率：79%
- 自分が手数料として何に対価を支払っているか理解している確率：42%
- ESG（環境、社会、ガバナンス）要因を考慮する確率：38%
- 財務アドバイザーの利用を拒否しない確率：37%
- 「業界は顧客の最善利益のために活動している」と信じる確率：22%
我々が直近の四半期に実施してきた動機付けのツールは、将来のためのツール（自律性、柔軟性、権限譲渡）です。競争に取り巻かれ、我々は皆、現在の競争と低金利が、業界の一層の集約化に至ることを知っています。今日重要なことは、吸収されることではなく、吸収することに備えることです。柔軟にならなければなりません。規模は、将来の持続可能性への鍵となります。しかし、大企業で働くことは、それほど動機付けになるものではないため、これらの組織にとっての鍵は、組織を専門機関として働かせることです。」

某アセット・マネジメント会社CEO
提言

金融に『ファイ(PHI)』を持ち込む

自己決定理論と行動抑制システム／行動活性化システムのどちらも、我々のモチベーションにおいて、環境が重要な要因であることを断言しています。幸い、これは、我々が最もコントロールできているものでもあります。

自律性と責任感を支援する環境を創造することにより、ファイを作り出します。あるべき環境には、ビジョン、目標、価値観および信念、指導とコーチング、重要な想定条件の再検討、さらに、恐れやコントロール可能で透明性のある報酬が含まれています。

我々は、投資リーダーの皆様に、ファイを最大化するための環境づくりに向けた3つのシンプルな提言を行います。

リーダーが育てるべきもの

目的(P)

習慣(H)

インセンティブ(I)
資産運用業界は、価値観に裏付けされた2つの目的を発展させてきました。1つは我々が既にもっているといえるもの、もう1つは実際に我々を突き動かしているものです。この認知的（そして道徳的）な不一致をなくし、我々の目的と価値観を顧客のそれらに沿ったものにする環境を作るには、どうすれば良いでしょうか？
あるアセット・マネジャーは、次のように語りました。「社会的善を身に着けるのは困難です。なぜならば、消費者レベルでは、成果からあまりにも多くのものが取り去られているからです」。ヘルスケアや建設などの他業界では、専門職は、自分の仕事について有形の結果を見ることができます。20

目的は、目に見えるときに最も効果的に作用します。顧客が単なる口座番号でなく人間として見えるとき、態度は変わり始めます。組織は投資専門家に、自分の行動が顧客の人生にどう影響するかを理解する機会を作るように提案します。

「文化が鍵です。一連の共通価値が必要とされているのです。」
某財団 CEO
1980年代、企業「マシン」は人間的になるよう熱望され、ミッション・ステートメントは、どの業界でも企業にとって必須のものになりました。しかし、カナダ・オンタリオ州マックマスター大学のビジネス政策学教授クリストファー・バート氏は、「セックス、嘘、ミッション・ステートメント」という論文で、ミッション・ステートメントは「行動にいかなる影響も及ぼさない」と明らかにしました。たとえば、調査したマネジャーのうち、ミッション・ステートメントが従業員の日々の生活に、大きくポジティブな影響を及ぼすと信じている者はわずか5%に過ぎなかったとしています。リーダーが自分の最も重視する価値観と信念を語り、現在の実践における想定に疑問を投げかけることにより多くの時間をかけなければ、ミッション・ステートメントは空疎なものまです。これには、新しく、生産性の高い行動を為すために、価値観をどのように用いるかを理解する必要があります。それは、困難ですが、報われるプロセスです。
目的を改善するのに役立つ
5つの行動

ビジョン
目的改善に向けて、継続的な歩みをもたらす長期リーダーシップのビジョンを作ります。これで会社のシチズンシップと、当事者意識も作ることができます。

価値観と信念
価値観と信念はビジョンに関係するため、リーダーはこれらを共有すべきです。そこで、ビジョンはいっそう具体的かつ個人的なものとなり、討論の時間をもてるようになります。組織が価値観を変えようと希望するなら、それらを反映した行動を変えなければなりません。時間とともに、これらの価値観は、企業文化に受け入れられていきます。

目標
目的に結び付く明確な目標をはっきり語ります。そして個人が行っている仕事を、顧客と組織の両方の利益になる、より大きな目標に結び付けます。

研修とコーチング
組織が従業員に研修とコーチングに取り組むことのできる時間を設けます。これは、我々の調査において、今日の組織に最も不足していると認めた領域の1つであり、また組織の将来について、短期的な考えを補強します。

重要な想定条件の再検討
日頃から重要な想定条件を必要に応じて再検討する文化を作り、順応性が伝統より重要であることを伝えます。変化の速い専門職においては、これは重要な素質です。

1

2

3

4

5
習慣（Habits）

目的を育て、内在化させ、モチベーション作り出すには、古い習慣を打破し、新しい習慣を学ぶ必要があります。習慣の形成に関する学際的研究から、このプロセスには、周囲の環境の働きで、効果的な決定とコミュニケーションが必要であることが明らかになりました。
認知的、感情的行動のバイアスを常にチェックしつつ、ファイによりその決定が導かれるような、新しい決定の習慣を形成する必要があります。過去の習慣を打破し、新しい習慣を形成することは、悪い習慣を打破しようと努めてきた人々にとっては極めて困難なものかもしれません。なぜならば、定義されている習慣とは、主に我々の無意識の中にあらかじめ定めてあるからです。習慣のプロセスは、きっかけとともに始まり、その後、ルーティンができ、最終的にはこの習慣に基づく報酬が得られます。当業界では、恐れを引き金とする行動の習慣を破る必要があります。米ケロッグ経営大学院のカーリー・クーネン氏は、我々は損得という点では、不均衡な学習をしていることにつき、経験的な証拠を発見しました。

損失やネガティブな結果を出したことのある投資家は、特に悲観的な見方が大きくなり、投資に関する信頼を失っています。損失ではなく、ファイを推進力として用いながら、この習慣のサイクルを変えて行く必要があります。そこから、ルーティンは、成功や失敗から客観的に学ぶプロセスになります。また、その報酬とは、有効な情報に基づいた投資判断です。

これはまた、商品開発機会も提示します。良い習慣は、受け入れやすい場合に限って有益です。目標日を定めたファンドは、自分では選択できない、またはそうしたがらない顧客のために、商品自体がアセット・アロケーションの選択を行うことができる、という考えのもとに設計されました。
すなわち、習慣はまったく必要でないのです。行動や事象に基づいたデータを利用し、個別のアドバイスを提供する新商品は、目標を設定しその達成を実現した投資家が、さらに彼らの行動活性化システム感度を刺激するのに役立つでしょう。

投資提供者と顧客のコミュニケーションは、方向の揺れ不定インセンティブや関係の乏しさを表す合図になることがあり、業界は、ここですべき仕事があります。コミュニケーションには２つの部分、すなわち内容に関する部分と関係構築に関する部分があることを覚えておくべきです。関係そのものがうまく定義づけられていなければ、その部分がコミュニケーションの最も重要な要素になります。コミュニケーションをとっている当事者間の価値観の違いについて理解が不足している場合、内容に関する部分は必ず誤解されることになるでしょう。健全な関係とは、顧客ニーズにより良好な関係を築くために、目標と誠実な価値観について、オープンにコミュニケーションをとることを意味しています。

組織という枠組みにおける効果的なコミュニケーションには、効果的なフィードバックのやり取りが含まれます。習慣の形成は、自身の傾向の理解なくしてはありえません。したがって、我々は関係構築の初めに、行動抑止／行動活性化システムタイプの質問票を用いて、顧客のモチベーションに関する傾向の評価を導入するよう提案します。これらの評価は、顧客の財務上の決定を動かす心理的な力をより明らかに描写し、それにより顧客に自身の感受性と、行動のバイアスを理解するように設計されています。両者とも、この情報を使用して目標設定習慣とコミュニケーションを身に着けたり、向上するための枠組みを作ることができます。

投資家自身のための同様の、行動抑止／行動活性化システム評価は、従業員が何を動機としているかを明白に理解し、同僚間でより効果的なフィードバックを奨励することにより、コミュニケーションを改善するために役立つことがあります。さらに、このような評価を行うと投資家が、投資決定を支える行動バイアスについて、自分の傾向を認識するために役立ちます。これらの学習とコミュニケーションの要素を使用して、個人投資家と同様に、投資専門家の目標設定習慣を形成し、向上することができます。個人投資家については、我々の調査からは、確定拠出年金プランその他の退職後のツールにアクセスするだけでも、目標に向かう感受性を高めるきっかけになることがわかっています。
「我々はフィードバックをやり取りする必要があります。ポジティブな行動は報われ、奨励されるべきで、成功は祝福されるべきです。我々は、学習し進化しなければなりません。物事を短期的に判断し、短期的な測定戦略の結果として、行動が発展するのをつぶさに見なければなりません。こうした行動をできるよう、勇敢であるべきです。」

某アセット・マネジメント会社COO
データから、業界関係者が自分たちの報酬に公正さ、透明性、コントロールのしやすさが欠けていると考えていることがわかります。絶え間ないコスト圧力と、他業界から流入する才能ある人材との競争があるため、高パフォーマンスの才能ある人材を惹きつけ、発展させ続けるために、金銭的インセンティブを再考することが必要です。等しく重要なのは、我々がこの環境で必要としているタイプの認知的、感情的機能を作り出すために必要な金銭的インセンティブを再考することです。
ファイを奨励するインセンティブ構造の開発に向けた第一歩は、既存システムの公正さ、コントロールのしやすさ、および透明性を評価することです。次に、可能な限り、(特に最も不公平、または最も透明性がないと思われている)短期的な臨時報酬をなくすことです。こうしたインセンティブは、個人・組織・顧客の目標および価値観の方向を揺えることから、最も外れてきがちです。

我々は、企業に、より長期的な思考を促進する、新しいインセンティブ構造の試みを推奨します。この研究で、投資家の39%は一般的な年間賞与ではなく、2〜5年のサイクルで業績に対する賞与を受け取れる方がよいと思っていることがわかりました。一部のうまく機能しているチームは、これを今採用したいと思い、また他のチームは、その結果を基に追随していくことができます。

「報酬は重要です。しかし、もはや最重要な要素ではなくなってしまいました。以前、報酬ははるかに重要なものでしたが、今は自律性と、自身より大きな何かの一部であることが、より重要になってきています。」

某アセット・マネジメント会社の財務責任者
業界は、期待された成果を出せていません。我々は、自分たちの手数料・給与・賞与を正当化できなければなりません。現在、賞与と金銭的報酬に多くの注目が集まっています。補償は失敗しました。基本手数料を引き下げ、利息をより整ったものにすることが必要です。」

某アセット・マネジメント会社の財務責任者
結論
定量不能なもののが定量化

我々は投資コミュニティにおけるファイ（Phi）に、大きな可能性を見ています。なぜなら、これまでモチベーションや目的などの概念が重要ではなかったからです。当業界では、数字を好み、信頼をもって測定できない要素にはほとんど関心がありません。しかし、われわれは、一目置かれる会社とそうでない会社との間に文化的な差異があることを本能的に知っています。

したがって、市場サイクルにおける困難な時期にも企業を支ええた「秘密の要因」、すなわち隠れた変数を探してきた。ファイの発見に伴い、われわれはこの差異を測定、説明する方法を見出しました。そして、時を越え、それが業界をより敬意を払われるものに変化させ、顧客により良い成果を保証し、社会により大きな価値を生み出す力をもつことにさえ気づくことになるかもしれません。
CAR

CAR, the Center for Applied Research, is an independent think tank based at State Street and has a global team of researchers looking at various topics in EMPEA (Europe, Middle East, Africa) and the Asia-Pacific region, as well as in Latin America.

Based on the established vision of the State Street's Succession Leadership Program, CAR brings together resources from the industry and State Street to conduct timely research on the most important topics worldwide. CAR presents papers at various conferences and provides valuable executive briefings to clients and their boards.

For further information about CAR's research, please contact:
CenterforAppliedResearch@statestreet.com

CFA Institute

CFA Institute is the global association of investment professionals. This organization promotes and sets standards for ethical behavior in the investment profession and is recognized as the knowledge source of the global financial community. The ultimate goal is to make investors' interests the priority, making markets function better and economies develop.

CFA Institute has 158,000 members and candidates in 148 countries and regions, of which 133,000 have earned the CFA designation. There are 147 member organizations. The Institute's 'Financial Future' initiative works to create a better-informed, trusted, and proactive investment community. For more information, please visit www.cfainstitute.org.

Suzanne Duncan
Mirta Castellari
Minmi Hida-Jenhby
Fil Paranza

Rebecca Fender (CFA)
Paul Smith (CFA)
Roger Arwin (FSIP)

44
別表／脚注
文献レビュー

モチベーションは、さまざまな学術分野で従来から広く研究されてきたトピックです。新しい洞察と全体像を得るためにこうした豊富な知識を資産運用業界に応用することは、これまでになかっただけに、注目を浴びています。

モチベーション理論は、行動の「なぜ」を理解しようと努めるもので、これまでもモチベーションについて多くの見方が展開されてきました。機械論的な理論は、心理的動因と環境的刺激の相互作用の結果として、人間が受動的に行動させられていると見ています。他方、有機説的な理論は、人間を自分の自らの意思で行動を開始する能動的なものと見ています。モチベーションの行動理論は、機械論的なものと見られており、刺激に対する反応としての行動に注目し、選択と意思には、行動の決定要素として、副次的な役割を与えられてきました（例：フロイト26）。しかし、時とともにモチベーション理論は発展し、行動理論の説明では不十分であることが明らかにされてきました。こうした理論は、自己主導性と選択の概念を含むようになりました（例：ブルーム31、およびバンデューラ32）。36

モチベーション理論を細分化するもう一つの方法は、なぜ個人が動機づけられるかに重点を置く、内容に関係したモチベーション理論（レイス31、ハーツバーク32、およびハックマンとオールダム23）と、モチベーションがどのようにして目的指向行動に変わるかを説明しようと試みる、プロセスに関係したモチベーション理論（ブルーム34、およびロックとレイサム35）を見ることです。43

自己決定理論は、機械論的理論と有機説的理論の両方に影響を受け、一部の意図的行動のみが本当に選択されたものだと述べています。37

この理論は、3つのタイプのモチベーションを示しています。自律的モチベーション、コントロール可能なモチベーション、そして無動機です。無動機は、対照的に、自律的モチベーションとコントロール可能なモチベーションは、どちらも意図的ですが、本質的には非常に異なっています。自律的モチベーションのみが、自己意思の感覚をもって行動しており、自由選択を経験していると人に思わせます。さらに、自己決定理論は、行動の「なぜ」と方向性の両方に言及しています。そのため、この理論は、上記の問題文への回答時に使用するのに、適していると言えます。

モチベーションは、社会環境と個人差の両方により、影響されます。自己決定理論の枠組みでは、これらの個人差は、個人の因果関係の指向を測定することにより捉えられます。これにより、個人が社会的な文脈をコントロールしている、またはコントロール可能であるものとして経験する程度です。過去の研究において、ステート・ストリート応用調査研究所（CAR）は、恐れと目標が、個人投資家レベルの人間行動における2つの非常に強い推進力であることがわかりました。その結果、パーソナリティの生物心理学的理論が、この論文の文脈で使用し個人差を測定するためにふさわしい理論であるとされたのです。パーソナリティの生物学的理論はGary42が発展させたもので、2つのモチベーション・システム、すなわち行動抑止システムと、行動活性化システムが、行動の推進要因であろうと述べています。この行動抑止システムは、処罰の信号に感性が高く、ネガティブな結果に至りそうな行動を抑止します。そのため、行動抑止システムは、人を目標達成から遠ざけます。一方、行動活性化システムは、報酬と非処罰の信号に感性が高く、目標指向的な行動を促進します。そのために、行動抑止システムは、人を目標達成から遠ざけます。一方、行動活性化システムは、報酬と非処罰の信号に感性が高く、目標指向的な行動を促進します。これらの2つのモチベーション・システムは、CARの以前の研究成果で特定された行動推進要因とも合致しています。
調査方法

当研究の一次調査では、20カ国にわたる6,938名の投資家、投資提供者、および政府官僚、規制当局者を対象に調査を行いました。実施諸国は、オーストラリア、ブラジル、カナダ、チリ、中国、フランス、ドイツ、香港、インド、イタリア、日本、メキシコ、オランダ、シンガポール、南アフリカ、スウェーデン、スイス、英国、アラブ首長国連邦、そして米国です。これらすべての国で、個人投資家を含んでおり、また、機関投資家および規制当局者は、金融市場の相対的規模を反映した人数を含んでいます。

調査データは、2回にわたり収集されました。2016年5月、初回はCARがコアデータによるオンライン調査にて個人投資家3,600名と投資専門家985名の情報を収集しました。2016年6月、第2回には、CFA協会が、上記諸国の協会会員を対象に調査を実施し、2,353人の投資専門家から回答を得ました。ステート・ストリート・データ・エクセレンス・センターとコアデータの協働により、定量分析を実施しました。すべてのパーセンテージを四捨五入しています。200名を超える企業幹部や官僚にインタビューを行い、データを補足しました。

投資専門家に対して、ファイ(Phi)値を測定するため用いた質問は、以下のとおりです。より高いファイを示す選択肢は太字で表し、それぞれ同じファイ・スコアとして評価しています。

1. (目的について) 一般的に、また、現在の役割で、あなたに業績を上げるように動機づけているものは何ですか？
   a) 多額の賞与／昇給を得られる希望
   b) 誰もが自分の業績を見ており、自分がうまくやっていないと見られたくない
   c) 最終顧客の目標を達成することが重要だという理解
   d) 自分自身より大きなもののために奉仕することで何かをしている感覚（例えば、最終顧客のためによりよい生活状況を作ること、所属企業の長期的な組織発展を達成するという価値観の支持）
   e) 自分のしていることが好きで、たとえ報酬がなくても続けたい

機関投資家: 政府年金基金、企業年金基金、個人年金プラン、ソプリ・ウェルス・ファンド、中央銀行、保険会社、ヘルスケア機関、信託および財団
個人投資家: マスマーケット、マス富裕層、および富裕層
2. (習慣について)今も資産運用業で働いている理由は何ですか？(2つまで選択可)

a) 自分の仕事に満足している
b) お金がある場所、すなわち、最も稼げる場所だから
c) この業界での職がもたらしてくれるステータスが気に入っている
d) マーケットに情熱をもっている
e) 家族／業界の人物に影響を受けた
f) 個人や企業の財務目標の達成に貢献することができる
g) 頭の良い人たちと一緒に働くのが好きだから
h) 経済成長と発展の促進に役立っている
i) 転職して他の業界で新たなキャリアを追求するのは、とても困難
j) 離職を考えている

3. (インセンティブについて)あなたの仕事に対する考え方に関連したか、最も近いのはどれですか？

a) 単なる職務。（お金のためにだけ働いている。週末になると幸せを感じ、仕事ではなく趣味を通して、知的好奇心と趣味を満足させていている）
b) キャリア。（仕事にエネルギーをくれる。目標は、前進し昇進すること。優れた成果を挙げるため、時折、自宅に仕事を持ち帰る。しかし、時に自分のしていることの意味や重要性について迷う）
c) 天職。（仕事に全力を注いでいる。仕事をしているとき、自分を超えた何かより大きなもののが一部であると感じる。努力がもたらす価値は明らかで、していることの意味を疑問に思ったことはまったくない。裕福になっても、働き続けたい）
調査回答者には、自分の所属企業について、その10年間の業績、顧客満足度、および従業員の貢献度について1から5で評価してもらいました。幅広い企業タイプと投資戦略から結果を調べるため、回答者には、所属企業の業績を、過去10年間の顧客目標と投資目標の達成について、5ポイントのリッカート尺度で採点するよう求めました。

結果にファイを関連付けるために、以下の確率をモデル化しました。

\[ \theta_1 = \frac{\text{prob}(\text{score} = 1)}{\text{prob}(\text{score} > 1)} \]
\[ \theta_2 = \frac{\text{prob}(\text{score} = 1, 2)}{\text{prob}(\text{score} > 2)} \]
\[ \theta_3 = \frac{\text{prob}(\text{score} = 1, 2, 3)}{\text{prob}(\text{score} > 3)} \]
\[ \theta_4 = \frac{\text{prob}(\text{score} = 1, 2, 3, 4)}{\text{prob}(\text{score} > 4)} \]

すべての確率は、次のフォームによります。

\[ \theta_y = \frac{\text{prob}(\text{score} \leq y)}{\text{prob}(\text{score} > y)} \]

ファイを独立変数として使用した各結果のモデルの機能フォームは、

\[ \ln(\theta_y) = \alpha_y - \beta \Phi \]

ヒューバー・ホワイト標準誤差を使用しています。「優れている」という結果の確率における増分割合改善は、確率解釈を用いて演繹しました。
ファイはギリシャ文字の21番目で、多くの分野で変数として使用されてきました。最も一般的な用法の一つは、黄金比であり、そこでもたらされるバランスの概念は、投資における本人と代理人の間に必要なバランスを思い起こさせるものとして有用です。


CFA協会2016年資格者に関する調査。調査数=2417、誤差率=3.6%、回答者はあてはまる答えを2つまで選択

CFA協会2016年資格者に関する調査。調査数=2417、誤差率=3.6%、回答者はあてはまる答えを2つまで選択。

CFA会員は、他の投資専門家と比べ、これらの質問に対し、優位に高い回答を寄せたことは注目に値します。CFA会員の43%が自分は市場に情熱をもっていると述べたのに対し、他は33%でした。また、CFA会員の30%が彼らのモチベーションは顧客の目標達成を支援することであると述べたのに対し、他の投資専門家は24%でした。


他の20%はこの質問に「どちらでもない」と回答。これはとても不安を抱くべきことです。

回答者は、2つ以上の選択肢を選ぶことができたため、32%という数字も判断に迷うものになっています。

この質問の全文は、別紙をご覧ください。


20 ステート・ストリート応用調査研究所（CAR）2016年調査インタビュー。R.ラジャンはこれを「アームズレングス金融システム」と呼んでいます。ラジャンは、このシステムは2つの理由から特別問題だと述べています。第1は、その多くの結果について、投資専門家にとってほとんど意味がないこと。「巨大なマシンの中の単なる歯車の一部だ」。第2は、社会貢献の最も直接的な施策は、金銭「利益とリターン」で計測されること。彼は、「アームズレングス取引は共感や長期にわたる集中をもたらさない」と付け加えています。これらは、持続可能なパフォーマンスを達成するために必要なものです。


38 Autonomy orientation can be measured by using The General Causality Orientation Scale (GCOS) developed by Deci and Ryan. Deci E. L., Ryan R. M. (1985)


44 個人投資家調査はコアデータがステート・ストリート応用調査研究所(CAR)の依頼を受け実施しました。この調査のサンプル数は、3,600名(招請された総数82,597名に対する回答率4.4%)で、誤差率1.6%、信頼区間95%でした。第1回投資専門家調査は、CARの依頼を受けコアデータが実施しました。サンプル数は985名(招請された総数27,391名に対する回答率3.6%)で、誤差率3.07%、信頼区間95%でした。第2回投資専門家調査は、CFA協会によりその会員を対象に実施、サンプル数は2,353名(招請された総数66,159名に対する回答率3.6%)で、誤差率1.98%でした。
インタビューにお答えいただいた200名以上の方、調査回答者各位に対し、当研究にご参加いただいたことに深く感謝を申し上げます。

また、ジョン・ボルトン、アン・カボット・アレツハウザー、コア・データ、マイケル・ファルク、ショーン・フラートン、サミュエル・グラフ、クナル・グプタ、サム・ハンバート、メレディット・カプラン、マイケル・モーレイ、モティブインデックス、ティム・ポラード、ステート・ストリート・センター・オブ・データ・エクセレンス、ジム・ウェア、およびタムゼン・ウェブスターにも感謝を申し上げます。
免責事項

投資には元本を失うリスクを含め、リスクが伴います。本資料で表明した見解は、2016年10月までの期間を通じたステートストリート応用調査研究所の見解であり、市場その他の状況で変化することがあります。本文書には、将来を予見した記述とみなされる記述を一部含んでおります。こうした記述は、将来のパフォーマンスや実際の成果を何ら保証するものではなく、これらの予想と大きく異なる進展がありうることにご留意ください。

すべての情報は、信頼できるソースから取得しましたが、その正確性を保証するものではありません。これらの情報に基づく決定の現在の正確性、信頼性、または完全性についてはいかなる表明、保証も行いませんし、それに責任を負いません。依拠する際には、そのようなものとしてお含み置きください。

ステートストリートの書面による明白な同意がない限り、この文書の全部または一部を複製・複写・転送すること、および内容の一部でも第三者に開示することはできません。

本書は、“Discovering Phi: Motivation as the Hidden Variable of Performance”の参考和訳版です。本書はあくまで便宜的なものとして利用し、適宜、英文の原文をご参照ください。