

## ビル・ナイグレンのコメント (2018年1-3月期)



ビル・ナイグレン氏は、1996年からオークマーク・セレクト・ファンド、2000年からオークマーク・ファンド、2006年からオークマーク・グローバル・セレクト・ファンドのファンドマネジャーです。同氏は、1983年にハリス社に入社し、1990年～1998年にかけて調査部長を務めました。ウインズコンシン大学の応用証券分析プログラムで1981年にファイナンスの修士号を取得しています。1980年にミネソタ大学で会計の学士号を取得しています。

「素晴らしい成果をあげたから素晴らしい判断だということではない。素晴らしい判断とは、良好なプロセスの結果であり、良好なプロセスには我々の現状の知識を正確に表そうとする試みが必要だ。そして現状の知識とは、『確信が持てない』状態のバリエーションである」

——アニー・デューク『Thinking in Bets』

接戦の試合の終盤、たくさんの不確定要素のもとで行なわれる判断というものを見ることがあります。大学バスケットボールの試合はおよそ140回のボールポゼッションから成り立っていますが、試合終盤の大半は、ラスト2、3秒のポゼッションの分析です。先月のNCAAトーナメントの2回戦、テネシー大学対ロヨラ大学シカゴ校の対戦では、残り28秒の時点で59対61と負けていたテネシーがボールを持ちました。時計が動き出す前にアナウンサーが、「テネシーはぎりぎりまで時間を使い、延長を狙って最後のシュートを打つはずだ」と言っていました。しかしテネシーには、早めに打てるシュートを打ったほうがいい、というデータの裏付けがあったようで、残り21秒を残してシュートを決め、62対61と逆転をしたのです。アナウンサーは「ディフェンスを信頼したリスクな判断」に律儀に疑念を呈しました。実際、その後残り5秒でロヨラが打てたのはオフバランスのジャンプシュートで、これがゴールのリングに当たったときは、テネシーのコーチの判断の正当性が証明されたかに見えました。しかしここでありえないことが起きます。弾んだボールはまっすぐに空中に上がり、そしてリングの中へ落ち、ロヨラの決勝点となったのです。

この場合、テネシーのコーチは悪い判断をしたと言えるでしょうか？

最後のシュートを決めたロヨラの選手でさえ、自分が幸運だったことを認めているのです。打ったシュートが短かったのはわかったが、それでも「バスケットボールの神さまが助けてくれた」のだと。感謝します、シスター・ジーン(\*)！

(\*)ロヨラ大学礼拝堂付きの98歳の女性牧師。同大学バスケットチーム躍進の象徴的存在として全米で有名になった。

プロのポーカープレイヤーだったアニー・デューク氏の著作『Thinking in Bets』にも、同様の状況がたくさん書かれています。デューク氏はこの著作全体を通じ、自分がポーカーのチャンピオンプレイヤーになるために習得し、日常の判断にも適用している確率論的な思考を活用しています。デューク氏はこう書いています。「確率論で考えるようにすれば、悪い結果になったからといって、それが自分の判断がまちがっていた証明だと思えることも少なくなる。判断は良かったものの、運や不完全な情報(情報のサンプルの大きさ)が影響したかもしれない、という可能性を認識できるからだ」。つまり、ブラックジャックでディーラーがまさかの21を引いたとしても、相手の6に対して11でダブルダウンすることは間違いではないですし、バスケの試合で考えられないバウンドが起きたとしても、ディフェンスに試合を託すことは誤りではないのです。

「確信が持てない」と口にするのを学ぶのは簡単ではありませんが、判断、特に投資における判断を成功させるためには必要不可欠なことです。デューク氏もこう言っています。「『確信が持てない』ことを受け入れるのは難しい。『わからない』と言うことは悪いことだと、みんな学校で訓練されている」こうしたことが、自分の自信を上げさに述べ、確信に満ちた物言いをする傾向を生み出すのです。6に対し11にダブルダウンすれば2/3の確率で勝てるというかわりに、これが“正しい”やりかただという言い方をした場合、それが悪いアドバイスになる確率は1/3あります。この試合でどちらが勝つかについてスポーツ解説者が確信に満ちた物言いをするときも、気象学者が明日は雨になると言うときも、そして、そう、ポートフォリオマネージャーが株式市場の行方を予想するときも、同じことが言えるのです。

しかし、「9×8は？」に対する答えとして「確信が持てない」と言うのと、「シティグループの株価が上昇するかどうかわかりません」と言うのには大きな違いがあります。最初の答えは事実です。「72」以外のすべての答えは間違いです。株価が上昇するかどうかの供述は企業価値の推計と過去に上昇した株式との類似性に基づいた見込みです。ベストの専門家でも40%は間違いを犯すという業界の一端を担う投資プロフェッショナルたちは彼らの意見を誇張し過ぎたという最も罪深い人たちである、というのは皮肉なことです。

デューク氏は彼女の仲間たちが自分たちの確信の度合いについて過大表現することをやり過ぎずユニークな方法を持っていると述べています。「ポーカープレイヤーによくあることですが、仮定についての会話が賭けに繋がるのが良くあります。多くの幸運は誰かの「賭けたい？」という言葉から始まります。この観点からポーカープレイヤーはオークマーク・ファンドの投資プロフェッショナルと変わらないのです。

オークマーク・ファンドのアナリストたちは、不確かな将来に向かって絶えず最善の予測を行っています。しかし、彼らはしばしば実際よりもより確実であるかのような予測について話します。もし、アナリストの一人が調査対象会社の一株当たり利益が来年\$5だろうと述べたとすると、他のアナリストから「私の予測では\$4.50以下になるだろう」といった発言が聞かれるでしょう。こういう賭けは一般的で詳細に説明する必要はありません。すべてのアナリストは賭けに負ければ翌日ランチを奢ることになります。彼らが述べたあらゆることが、結果的には賭けを伴う発言によって裏付けられなければならないかもしれないと認識することが、より良い意志決定に繋がる確率的思考の環境を促進することとなります。新たなアナリストにとって「確信が持てない」との発言になじむことに時間はかからないでしょう。

ポーカーと投資の類似点のもう一つは、両者が絶えず新たな情報の流入にさらされ彼らの信じることをより洗練することができる点です。最も成功する専門職は新たな情報を吸収した者です。テキサスホールデム（ポーカーの一種）ではいかなる最初の手札よりエースのペアが上回ります。カードが配られるにつれエースのペアは勝ち札ではなくなります。カードが配られるにつれ、熟練のプレイヤーは常に勝利の確率を調整しており、一方アマチュアは最初の手札の強さに固執しがちです。デューク氏は「我々が信じる場所に矛盾があるという証拠を発見してもそれは罪ではない。ただ罪なのは、信念により磨きをかけるため、その証拠を出来るだけ客観的に使おうとしないことだ」と書き残しています。彼女はまた研究の中で、人の新たな情報への適用力は知性と相関がないと引用しています。その代り明らかになったのは、「数字に強い人ほど、その数字をいじくり回して、自身の信念に適合させ、信念をサポートするのです」。

投資家にとって、数字のスキルが平均以上であることが問題となることがあります。収益の落ち込みは一時的であろう、競合者の新製品はいずれしぼむであろうと、自分自身を納得させるのは容易です。その投資家が賢ければ賢いほど、そのストーリーはより説得力があるでしょう。当初の主張に留まることはすべての者にとって共通のバイアスであり、投資家にとっては高くつくものです。我々オークマーク・ファンドが注意しているプロセスがこれなのです。我々は当初の信念にとらわれやすいバイアスを持っていることを自覚しています。それゆえ、アナリストが自分の信念と矛盾するニュースに直面した際、我々はそのアナリストが最初の信念を維持するのが難しくなるよう、あえてハードルを設定します。それによってバイアスが全て消去されるわけではありませんが、良くない結果の可能性を減少させるのです。

デューク氏は「真理の追及、その真理が我々が信じる場所と共にあるかどうかにかかわらず、真理を知りたいという欲求は、我々が情報を処理する方法では当然成り立ちません。我々は新たな情報に適合するよう信念を変えるのではなく、反対のことをするのです。つまり、我々の信念に適合するようその情報の解釈を変えるのです」と述べています。このコメントは彼女がポーカーから学んだもので、投資を含めて色々なシチュエーションに応用できるでしょう。信念に固執することは通常資産と考えられますが、新たな情報によりその信念が間違っているとわかったとき、それは負債となるのです。

オークマーク・ファンドでは情報の処理や確率的思考において完全には程遠いものでしょう。しかしながら、我々は確実性を渴望することや同意できない情報を無視する傾向について自覚しています。それゆえ、我々は、意思決定におけるそのようなバイアスを削減することを、企業のカルチャーの目標としています。投資における成功は多くの規律を使う - 偉大な投資家から学ぶのと同様に、我々は偉大なポーカープレイヤーからも学ぶことができる、と実感するのも楽しいものです。

以上

■当社がハリス・アソシエイツ社に運用を委託している各ファンドと、当社が米国で運用するオークマーク・ファンド・シリーズの投資哲学や基本的な運用方針等は共通のものです。当社では、当社が提供する各ファンドの運用内容をお客様がご理解頂くうえで有益と思われる情報を提供して参ります。

## ■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。本文中に特定のファンド、銘柄についてのコメントがある場合、当ファンド、銘柄についての投資の勧誘、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.oakmark.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。

1804252