

2018年8月



金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第301号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

ワールドカップと投資

ウイン・マレー



ウイン・マレー

ウイン・マレーは2013年からオークマーク・セレクト・ファンドの共同ファンド・マネジャーを務める。米国株リサーチ・ディレクターでもある。コロニアル・マネジメン・アソシエイツ、フェデレイテド・インベスターズ、ABSキャピタル・マネジメンなどを経て、2003年に株式アナリストとしてハリス社に入社。ジョージア州立大学のMBA(経営学修士)(1996年)を保有、ノースカロライナ大学のロシア・東欧研究の学士(1992年)を取得。

サッカーのワールドカップ熱が世間を賑わしています。多くの試合が接戦で、ひと握りの試合はPK戦にもつれ込んでいます。5人の選手がゴール前11メートルの距離から交互にシュートし、通常ゴールキーパーは至近距離からのシュートを防ぐことが出来ません。

ボールはペナルティ・スポットからシュートされると0.3秒後にはゴールラインを越えます。ゴールキーパーはボールの行方を追っているのは、いかにシュートを防ぐかを判断するだけの時間的余裕はありません。ボールの行方を追う代わりに、ゴールキーパーは通常ボールが蹴られた瞬間に、自分の推測が当たりセーブできることを期待して右か左に飛びます。

「経済心理学誌」の研究は以下の事を示しています。

- ・PKで右に飛ぶゴールキーパーがボールを止める確率は12.6%。
- ・左に飛ぶゴールキーパーがボールを止める確率は14.2%。
- ・右にも左にも動かないゴールキーパーがボールを止める確率は33%。

そのような研究データがあるにもかかわらず、ゴールキーパーが動かないケースはわずか6.3%しかなく、93.7%のケースでゴールキーパーはどちらかに飛んでいます。この研究データは、私がワールドカップを見ていると当たっているように見えます。キッカーが(ゴールの枠から外れるという許しがたいリスクを最小限にするために)ゴールの真ん中めがけて真っ直ぐにシュートし、ゴールキーパーが左右どちらかに飛ぶ間にボールはがら空きとなったゴールの真ん中に入る事が多くありました。

どうしてゴールキーパーは、動かないことが正しい決断である時に、右か左に飛ぶという最適ではない行動を決断するのでしょうか？先ほどの研究によれば、ゴールキーパーは、どちらかに飛んでボールを阻止できなかった方が(行動)、静止してゴールを許す(行動しない)よりも、気分的に楽だからだそうです。

スポーツの統計と行動バイアス(意思決定におけるバイアス偏見や先入観)を語るときによくあるように、このことは投資の世界でも同様にあてはまります。動かないこと(バイ・アンド・ホールド戦略)が効果的な投資戦略であることは十分確立されたものです。IT バブル、9/11 の米国同時多発テロ、グローバル金融危機など、ひどい投資環境もありましたが、S&P500 指数は、オークマーク・ファンドがスタートした 1991 年以降、12 倍に上昇しています。

バイ・アンド・ホールド戦略よりも優れているのは、バイ・アンド・ホールドよりもキャッチーさに少し欠けますが、「株主重視の経営陣が率いる成長するビジネスを、本質的価値よりも安い株価水準で買い、ホールドする」というもので、オークマーク・ファンドが実践している投資戦略です。27 年前オークマーク・ファンドを設定時に買った投資家は今日初期投資額の 25 倍以上を手にしており、S&P 指数への投資成果の 2 倍以上に達しているのです。

残念ながら、投資家が最も安全な行動(動かないこと)を採ることは極めて困難であることは明らかです。ネッド・デービス・リサーチ社の研究によれば、投資家の株式保有期間は次第に短期化しています。1970 年代は 5 年間、1980 年代は 2 年間、それに対して 2016 年は 8 カ月です。(注 1)。ダルバー社の調査では、個人投資家は自発的な売買(パニック売り、過剰に熱狂した買い、マーケットタイミングを計る売買)などで、年間のパフォーマンスの約 1.5%を無駄にしています(注 2)。

実証的に、私たちはこのような投資行動をオークマーク・ファンドへの資金フローに見ることができます。投資家はパフォーマンスが悪い時期の後に解約し、素晴らしいパフォーマンスの期間の後に追加投資をします。ハリス社のファンドを長期保有している投資家の方々はご存じのとおり、ハリス社のファンドのパフォーマンスは特有の動きをします。オークマーク・ファンドを再び例に挙げてみましょう。2018 年 6 月 30 日までの過去 264 カ月において、5 年ローリングリターンを計測すると、オークマーク・ファンドは S&P 500 指数を 80 回アンダーパフォームしています。私たちの投資家の多くは、5 年間あれば投資戦略が機能しているかどうかを充分判断できると考えていると思いますが、それでも 30%以上の期間において投資家はオークマーク・ファンドについて間違った結論を出しています。過去 27 年間において、オークマーク・ファンドのリターンは S&P 500 指数のリターンの 2 倍以上なのです。

頻繁な売買はリターンを損ねるといふ多くの証拠があるのに、なぜ投資家はそのような行動を採るのでしょうか？ 実のところ、投資家には、短期的なニュースに敏感になり、株式市場の変動に応じて売買しようとする、外からの圧力が多いのです。

25 年前には、投資家は証券会社から郵送される四半期報告を見るまで、保有銘柄のパフォーマンスがわからないということがよくありました。もし、投資家が日々の株価の動きをチェックしたければ、翌日の新聞の株式欄を見る必要がありました。今日、株価は取引の前後どちらでも瞬時にオンラインで確認できます。24 時間の金融ニュース放送局は、一日中推奨する投資行動を論じ、様々な決算やニュースに基づいて株を買うべきか売るべきか、と論じています。しかし、私たちの見方からすれば、これらは通常、企業の本質的価値には何の影響も及ぼさないニュースなのです。

もちろん、もし、経済専門放送局の CNBC がバイ・アンド・ホールド戦略の投資家向けのみ放映されているのなら、その番組はおそらく週に数時間だけで、企業の長期に亘る本質的価値に関する議論と、現在のマクロ経済ニュースは長期的には重要なものでないことを延々と再確認するような内容でしょうから、広告に基づくそのビジネスモデルは酷い収入しか得ることができないでしょう。そうしないで、投資家に熱心に株式売買を勧めることは、PK 戦においてゴールキーパーはどちらかに飛んでゴールを阻止すべきと唱えることと同じようなものです。

動かないことは、観客を呼べるスポーツではありませんが、私たちは最適な戦略でありつづけると確信しています。

(注1) 2016年12月31日 ネット・デービス・リサーチ社：投資家のニューヨーク証券取引所での株式保有期間は短縮化している（今日 8.3 カ月に対し、1970年代は5年、1980年代は2年）

(注2) ダルバー社の第22回年間投資行動の計量分析 2015: 2015年12月31日

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、同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おり、当該ファンドシリーズの勧誘、推奨を目的としたものではありません。

■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。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当銘柄についての投資の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。

1808167