

2019年10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

知 性 の 罠

トニー・コニアリス



トニー・コニアリス氏は、ハリス・アソシエイツ社の共同会長であり、ポートフォリオ・マネジャー、米国株式アナリストです。同氏は 1999 年ウィートン大学を卒業後、ハリス社に入社。1999～2003 年にリサーチ・アソシエイト、2003～2005 年にアソシエイト・アナリストを務め、2005 年にノースウェスタン大学で MBA(経営学修士)を取得しています。

“投資とは、IQ160 の人間が IQ130 の人間を打ち負かすゲームではない。
合理性が必須である”

——ウォーレン・バフェット (*1)

ハリス社のような資産運用会社の本質的なビジネスは、人に関わるビジネスであり、知的資本が何より重要です。我々も競合企業もできるだけ聡明な人材を求めているため、この業界は平均をかなり上回る知的水準の人間であふれています。しかし、知的処理能力があれば投資で成功するというわけではありません。どんなに賢明な人間もミスは犯しますし、失敗をくり返すこともしばしばです。サイエンスライターのデイビッド・ロブソンは、最近の著書『The Intelligence Trap: Why Smart People Make Dumb Mistakes(知性の罠:なぜ賢い人間がつまらないミスをするのか)』(*2)のなかで、IQ(知能指数)が成功の指標にならない理由や、個人・集団のバイアスを排除する方法について、最新の研究を検証しています。最も重要なのは、合理性、反省的思考、知的謙遜、好奇心といった特性であり、それらを支援する組織の存在も必須です。我々ハリス社の人間も完璧とはほど遠いですが、こうした特性はハリス社の人材やプロセスに見いだせますし、それが数十年にわたって顧客の財産を巧みに増やすことにも大きく貢献してきたのだと考えています。

●知性的であることと合理的であることの相違

ロブソンの著書における驚くべき有意義な発見のひとつは、IQ と合理性のあいだの相関が非常に低いということです——臨床医学では理性障害と呼ばれる IQ と理性の不一致(IQ が高いのに理性的に行動・思考できない)です。メンサ(IQ が高い人だけが入会できる国際組織)のメンバーの 44%が星占いを信じているというのは、最も顕著な事例のひとつではないでしょうか。高い数量的能力を持つ人間ほどバイアスがあり、自分が望む、あるいは信じる結果に合わせてデータ解釈をコントロールしがちという研究結果も出ています。ウォーレン・バフェットはそこをよくわきまえており、IQ150 の投資家に「あなたの IQ の 30 ぐらひは必要ないから誰かに売ってしまえばいい」とアドバイスしたという有名な逸話もあります。合理的になるということとは、感情や直感ではなくデータに基づいた考えや判断を基準にすることであり、さもなければよくあ

る認知バイアス(アンカリング・バイアス[最初の判断に固執する]、アベイラビリティ・バイアス[手に入りやすい情報をもとに判断する]、サンクコスト・バイアス[すでに費やした金銭や時間を惜しんで損な取引を継続する]など)に陥ってしまいます。ハリス社ではつねにリサーチに基づいた判断をおこないます。我々のポートフォリオは、投資における誰かの“直感”や“相場観”に基づいたりせず、明確に定義され、長年かけて有効性が実証されたプロセスを、チームで実施することによって構成されます。企業の本質的価値を見積もり、株価が本質的価値より最低でも30%は割安で、経営陣と事業が我々の基準に見合った企業にのみ投資します。長期的な企業の本質的価値というフィルターを通してふるい分けたデータは、売買の判断に対する注意力を散漫にする短期的な投資家心理のノイズを減らし、理性障害を避ける助けとなります。

●反省的思考と知的謙遜

賢い人間は“自分が正しい”ということに慣れていて、そこに危険がひそんでいます。たとえば、オール A の学生なら、学業においては95%以上正しく判断してきたと言えます。このことがさらに一般的なことにも適用できる、つまり、もう少し不確定な事柄についても95%の確率で正しい判断が下せると信じたくなるのも無理はありませんが、それはまちがいです。たとえば株式に投資することは、より不確定で、しばしば自らの判断に対する過信によって悲惨な結果をもたらしがちな行為です。こうした過信を退けるために役立つツールとなるのは、反省的思考や謙虚さです。ハリス社では、最低でも年に1回、承認リストの全企業をさかのぼって検証するようにしています。企業の本質的価値や当初のテーマが我々の当初の期待と比べてどうなったかを、過去にさかのぼって検証するのです。得られた教訓や、過去の投資との類似点を探し、先々の進歩に役立っています。過去を振り返ると、驚くほど謙虚になれるものです。とはいえ、ハリス社において何よりもアナリストを謙虚にさせるのは、わざと別のアナリストが反対意見を述べる悪魔の代弁者と呼ばれる検証プロセスです。ほかのアナリストがある銘柄の投資アイデアに反対意見を言い、究極的にはその銘柄を売却した方が良いと指摘します。その後正式な投票をおこない、その銘柄をポートフォリオや承認リストからはずすかどうかを決めます。あえて反対意見を交えて議論し、反省してリスクをより強く意識することで、我々は謙虚になり、一流の企業調査を実行できるようになるのです。

●真理の探求の大きな動機となる好奇心

『The Intelligence Trap』には、粘り強い好奇心によって見いだされた数々の科学的成果が示されています。ロブソンが指摘するように、「好奇心は不確実性を受け入れ」、解決策や真理を探求するための動機になります。もし株式リサーチのゴールが、当初立てた前提と比べて「正しい」ことにあるとすれば、そこに真の好奇心は存在しません。運が良くても半分は「間違える」ということが分かってくるにつれ、その投資家の興味は薄らいでいくことでしょう。人の好奇心の計測は、不可能ではないにしても簡単ではないため、そこを考慮した人材雇用をしなければなりません。私がハリス社で見ようとしているのが、ランチタイムのグーグル指数(“GQ”)です。アナリストチームはよく一緒にランチを食べ、さまざまなことを話題にし、投資以外の話もたくさんします。ランチタイムでの質問ややりとりの中で生じた疑問点をグーグルで検索する件数は、1日当たり6件前後と見積もっています。広範囲の関心を持ち、議論や事実かどうかの検証を楽しみながら真実を見つけだせる人材を雇っていかなければ、ハリス社全体の好奇心は失われてしまうでしょう。最低でも6件のGQがハリス社には必要だと思っています。

結論として、投資家として成功をおさめるには、単なる知能だけでは不十分です。合理性、反省的思考、謙虚さ、そして何より好奇心が必要なのです。ありがたいことに、ハリス社には優れたチームと投資プロセス

が存在していますし、私には同僚たちのように誰かに売れるほどの余分の知能指数もありませんので、同僚と一緒にこうした目標に向かっていこうと思います。

*1 (Sunder, 2017) <https://www.financialexpress.com/market/warren-buffett-says-sell-your-1q-points-they-are-of-no-use-in-stock-market/947022/>

*2 Robson, David. "The Intelligence Trap: Why Smart People Make Dumb Mistakes." March 7, 2019

以 上

■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 5.5% (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 2.035% (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.harrisassoc.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。

1909307