

2017年3月

“保有と投資の心理学”

ハリス・アソシエイツ L.P.
プロダクト・スペシャリスト
ローレン・ハーヴェイ、CFA

19世紀のスイスの著名な心理学者ジャン・ピアジェ（Jean Piaget）は、子供についての先駆的な研究を通して、人間の本質に関する深遠な真実を明らかにしました。我々が、モノを「所有」する感覚というのは、人間の成長段階のかなり早い時期から生じることが明らかになりました。しかし、なぜ私たちは、それほど、「モノ」に対して、愛着を持ったり固執したりするのでしょうか？所有についての心理学を少し覗いてみると、この疑問に対する回答を得ることができます。同時に、我々ハリス・アソシエイツが採っている投資アプローチの正しさに、あらためて確信が持てるのです。

エンダウメント効果

エンダウメント効果と呼ばれる、心理学の分野においてはよく知られている認知バイアスの現象があります。これは、人は、何か「モノ」を所有すると、その「モノ」に、より高い価値を見出してしまふ、即ち、その「モノ」に愛着、執着を覚えて、それに固執し、手放すことを嫌うようになる心的傾向のことを言います。古典的な実験で次のようなものがあります。まず、何名かの被験者が選ばれ、彼らはコーヒーマグか、チョコレートバーか、いずれかを選び、それを貰えることとします。被験者の多くは、特に両者のどちらが好きということもなく、絶対、こっちがいい、といったこだわりはありませんでしたが、大体、被験者の半数がコーヒーマグ、残りの半数がチョコレートバーを選択しました。次に、被験者は、プレゼントをもう一つのものに変更する機会が与えられました。すると、被験者は、チョコレートバー（或いはコーヒーマグ）が特に大好きだったわけでもないのに、自分が選んだ最初のプレゼントを手放すことに、驚くほどの抵抗を示しました。このような固執、こだわりについて、神経学者の言うところでは、“自分の所用物”と思っているモノや事象について考えているときの私たちの脳の反応は、“自分自身”について好ましく考えているときの脳の反応と、基本的に同じであるとのことで、ある意味、非常に根が深い、と言えます。

これを投資の現場に置き換えてみると、エンダウメント効果は、ポートフォリオで保有している株式と恋に落ちてしまい、なかなか売却できなくなってしまうことと似ていま

す。即ち、エンダウメント効果により、認識される株式の価値が歪められ、客観性が妨げられてしまう可能性があるのです。自分の判断、分析が間違っているのではないか、という恐怖や、投資の価値を十分に把握できていないのではないか、という焦りは、最も熟練したアナリストをしてさえ、保有株にしがみつくと、バリュートラップの罠にかけられてしまうことがあるのです。この罠にかかると、アナリストは、本来、他の新たな株式のリサーチにかけられるべき彼らの能力と時間とを、いたずらに既保有株の理由づけに費やしてしまう可能性があるのです。アナリストだけでなく、ポートフォリオ・マネージャーも同じ罠にかかってしまうリスクがあります。ある調査によれば、このエンダウメント効果が、機関投資家のポートフォリオ構築において与えるマイナスの影響は、平均して、年約 100 ベーシスポイントにもものぼる、とのことでした。

ハリスのアプローチ

「所有」の感情は、人間の成長の早い段階で生まれて、我々の心の奥深くに刻み込まれています。我々をとりまく文化もまた、重要な役割を担っています。心理学者は、アフリカのある種族においては、エンダウメント効果が殆ど見られないことを発見しました。その理由については、この種族は平等主義の社会を営んでいて、殆どのものが共有されているから、だそうです。シカゴのダウタウンにあるハリスのオフィスは、アフリカはタンザニア北部奥地のブッシュランドとは、大分、様子が違っているでしょうが、グループ・アプローチと全員の集会的説明責任を取り入れることによって、エンダウメント効果の影響を緩和している、という点では共通項を有しています。

ハリスでは、たとえば、新しい株式への投資アイデアが投資委員会に持ち込まれた場合、そのアイデアは、同僚の投資プロフェッショナルたちによる厳密な検討、検証の対象となります。このプロセスの開始にあたっては、まず、提案するアナリストは、新しいアイデアについての詳細な説明を書面でリサーチ・チーム全員に配布します。一方、提案するアナリストとは別に、複数のアナリストが、その株式、投資アイデアに反対の論陣を張るよう、指示されます。その後、ハリスの銘柄選定会議において、正式なプレゼンテーションが行われ、当該株式、投資アイデアを提案したアナリストはハリスの投資プロフェッショナル全員の前で、投資根拠を説明するとともに、疑問、反論を呈してくる同僚たちを論破し、説得を行わなければなりません。この形式をとることで、その株式の組入れに反対の者、疑問のある者、また、賛成の者、いずれもが発言の機会を得ることが出来、健全な議論の発展が促されます。また、このプロセスは、アナリストの株式や投資アイデア、企業の見方に固執することを防ぐとともに、新しいアイデアを受け入れるにせよ、否決するにせよ、投資プロフェッショナル全員が、その決定について共同の責任を担う、との意識の醸成にも貢献します。

ハリスでは、アンダーパフォームしている既保有銘柄についても、新しい銘柄の組入れの検討と同様のプロセスによって再評価を行います。我々の予想に達していない株式は

銘柄選定委員会であらためて検討され、当初のアナリストの前提、評価と、実際の結果とが比較されます。その銘柄への投資根拠についてのリスクに焦点を当てることで、バリュートラップを回避し、アナリストのその銘柄に固執する思い入れを根っこから見直します。場合によっては、あらためて別のアナリストを指名してその銘柄のデューデリジェンスを行わせる、即ち、新しい投資アイデアの如く、一から検討させ、見直させることもあります。

我々は運用のプロであります。同時に、生身の人間であり、当然、人間としての普通の心理的傾向を持っています。史上最も成功した伝説的ファンドマネージャーの一人であるマイケル・スタインハート(Michael Steinhardt)氏も、さまざまな投資環境のなかで、自分自身が判断した銘柄や投資アイデアに対する愛着、固執と戦ってきた、と言います。やや極端ではありますが、スタインハート氏が編み出した対応策は、保有している銘柄を全て売却して文字通りキャッシュ化し、白紙の状態から、自分が信じる銘柄で新たにポートフォリオを再構築する、というものでした。我々ハリス・アソシエイツは、実際に同じことをするわけにはいきませんが、人間としての自然に持っているエンダウメント効果の傾向、所有物に対する愛着、執着の傾向を正しく認識し、それに対抗するための社内文化や投資プロセスを創ることによって、実質的には、白紙の状態からポートフォリオを再構築するのと、同じことをやっているのです。そしてこの営みを重ねることで、お客様によりよい運用成績をお届けできる、と考えているのです。

【英語原文リンク】

<http://www.harrisassoc.com/Commentaries--News/Manager-Insights/The-Psychology-of-Ownership-and-Investing.htm>

当資料は、Harris Associates のローレン・ハーヴェイが 2017 年 3 月に発表した” The Psychology of Ownership Investing” の大意をナティクス・アセット・マネジメント株式会社（以下、「当社」といいます。）が翻訳・作成した資料であり、内容については、原文が優先します。当資料は投資環境等に係る一般的な情報提供を目的に作成されたものですが、それらの将来の状況に関する断定的判断等を提供するものではありません。当資料は当社が信用できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性及び完全性を保証するものではありません。また、当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

ご留意いただきたい事項

商号等： ナティクス・アセット・マネジメント株式会社（金融商品取引業者）

登録番号： 関東財務局長(金商)第 425 号

加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

運用報酬等：

当社の投資一任サービス（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合を含みます。以下同じ。）をご利用になる場合の当社の報酬については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

ご負担頂く費用等：

当社の投資一任サービスをご利用になる場合、上記の運用報酬の他、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。ファンド形態の有価証券（投資信託の受益証券等）を組み入れる場合には、当該ファンドにおける運用報酬や有価証券保管費用・売

買委託手数料等もお客様のご負担となります（複数階層のファンド組入れとなる場合も同様。）。これらの費用については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

なお、お客様にご負担いただく運用報酬・費用等に消費税が課税される場合、当該課税額もお客様のご負担となります。

リスク情報：

投資一任契約に基づく運用は、主に国内外の株式や債券などの値動きがある有価証券を投資対象（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合において、当該私募投資信託による投資の対象となるものを含みます。以下同じ。）としており、投資元本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や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。投資一任契約の投資対象は、個別の投資一任契約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。

株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、発行者の信用状況・市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資一任契約及び投資助言契約に

係るリスクや費用は、個別の投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。