

投資に必要なのは、数字より

投資というと、経済統計や企業の財務諸表を分析するなど、難解な投資指標や複雑な投資理論を連想してしまうもの。「プロの世界では、どんなすごいことが行われているのか」と個人投資家は尻込みしてしまうかもしれない。

しかし、人間の日々の生活や思いが集まって経済が時々刻々とでき上がっていくのなら、投資アプローチもきわめて人間的なものであるはず。

実は数学よりも、国語的(文系的)なセンスが投資運用に役立つというのだ。

**武藤純一、広田真一、伊藤宏一、澤上篤人、
真壁昭夫、平山賢一、平塚基巳**

診療と投資の共通点とは？



伊藤宏一編集主幹
(ファイナンシャルプランナー)

伊藤：投資というと、株価チャートの罫線分析やいろいろな株式指標が出てきて、「難しい分析テクニックや数式がわからないと、手を出してはいけないのではないか」といった雰囲気があると思います。

ところが、今年2月に本誌のセミナーで甲府へ

行った時に、地元でお医者さんをされている武藤純一先生が「投資に必要なのは数学じゃないと思う。どちらかというと国語的なセンスが大切ではないだろうか」とおっしゃっていたのが、とても印象的でした。

これは武藤先生が医院を開業するかたわら、10年

近くご自分で株式投資中心の資産運用に取り組んで来られて得た実感だということで、一般の個人投資家にとっても、とても役立つ投資スタンスではないかと思います。

一方、投資の理論的な世界でも最近、理論や指標の中に、人間の心理的な動きを盛り込んでモデルをつくろうといった動きが盛んです。

これがいわゆる、投資理論に心理学を加えた「行動ファイナンス」で、数学的な世界と文系的な世界が接近する現象が起きています。

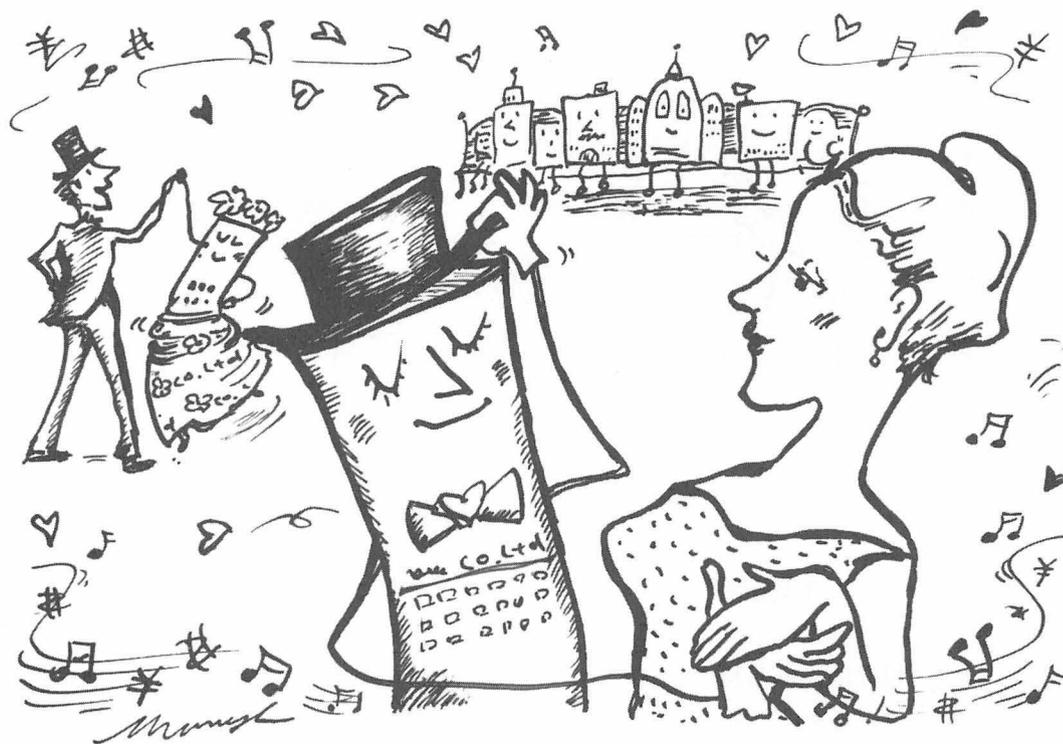
そこで今回は武藤先生と、早稲田大学で実験経済学(後述)を研究されている広田真一先生をお迎えして、あらためて「投資の心理学」について話し合ってみたいと思います。

武藤：投資の心理学とい



武藤純一さん
(長期投資仲間、医師)

もバランス感のある感性だ



うことですが、実は私はこれについては必要に迫られて始めたというところがあります。

澤上さんにお会いするとよく「投資には哲学や歴史観が必要だ」といったお話を聞くんですが、率直に言って自分自身、どうもそういった哲学や歴史のお話にはついていけないところがあるんです。生まれつき苦手なんですね。

苦手な分野から株式投資にアプローチしてみても、やはり結果は目に見えているわけですから、何とか自分が他人よりも得意な方向から入らなければと考えた時に、「では、心理学的な方向から取り組んでみてはどうだろうか」と思い至ったわけです。

というのもある意味、臨床医としての診察は、患者さんとの心理的な駆け引きの面が強いからです。

伊藤：それは、具体的にはどういったことなのでしょうか？

武藤：たとえば、「お腹が痛い」といって来院する患者さんがいるとします。もちろん血液検査や内視鏡

検査といった検査も行いますが、検査結果に現れたデータだけを信じて診療すると、とんだ誤診をしてしまう例が多いんです。

数値的なデータというのは、あくまで現象のひとつの断面であり、医療というのは最終的には人間が人間を観るという行為に帰結してくると思います。

というのは、「^{なか}お腹が痛い」といっても、その根本的な原因は身体とは別のところ、いわば心理的な部分にあることも少なくないからです。たとえば腹痛の本当の原因が、実は奥さんの浮気にあった、なんていうことも実際にあるわけです。

患者さんには嘘をつく人、本当のことを言う人、ありとあらゆるタイプの人があります。自分が嘘を言っていることに、本人すら気づいていないことだってあります。ですから心理的な駆け引きを通じて、それを引き出すわけですね。

たとえば問診の際に、いろいろな質問をぶつけてみます。それに対する答え方や声色で、症状の度合いを



はかたりします。「なんで来たんですか？」と聞いた時に、「自転車で来ました」なんていう答えが返ってくることもあります（笑）。

病気が深刻な人は、やはり一見して生气がありませんし、声に一種の悲壮感があります。臨床医は、患者さんの顔色や声色、目つきで、瞬間的にある程度、病状を把握できるようでないといけないものです。

検査の数値だけで診察をするのだったら、駆け出しの医者も経験を積んだ医者も同じになってしまいます。そうではなく、医療というものは数値のデータに、経験が加味されなければ正解に近づけないというふうな性格があるんです。

そこで常々、「こうして見ると医者は理系というより文系の仕事だ。国語や心理学のセンスが必要だ」と感じていたのですが、どうも株式市場も同様に、人間が人間を見るという切り口で入っていくと、しっくりするように思えたんです。

リサーチは恋愛、株式取得は結婚!?

澤上：いつも申し上げているように、僕自身も経済というのは、人間の思いや生き様が集まってできたものだと思っています。人間の日々の食べたり飲んだりといった営みで経済はできあがっているし、「もっと豊かになりたい」という欲望が経済を拡大させていくわけです。

ですから投資というのは、最初から最後までありとあらゆる人間の思いの渦巻きの中に何もかもがある、極めて人間的な行為です。ですから武藤先生のお考えに、とても同感ですね。

ところで武藤先生は、「株式取得は結婚である」という説を唱えていらっしゃる（笑）。こちらについても少しお話して頂けないでしょうか。

武藤：ある時、銘柄の選定をしていて、「これは恋愛に似ているな」と感じたことがあるんです。何かその銘柄に惹かれるものがあるので、「もっと知りたい」と思い、会社案内を取り寄せたり、四季報を見たりしていろいろと調べるわけですね。これは何か、相手のことをもっと知りたいということで、恋愛に似ているわけです。

そしてそうやって自分なりに調べて納得ができれば、実際に株式を取得するわけですが、大切なお金を投じてその銘柄をポートフォリオに迎えるわけですから、これは人間関係でいえば「結婚」にあたると思うわけです。

その際、結婚と同様に、銘柄のあまり本質的でない部分に惹かれて取得をすると、失敗する可能性が高いと思うんです。



澤上篤人編集委員
(ファンドマネジャー)

たとえばよく「PER（※注1）やROE（※注1）の高い企業は株価が上がるから買いた」なんて言われます。でもこれは結婚の際に、相手の家柄だとか、財産ばかりを重要視することに似ていると思うんです。

家柄だとか財産は不変ではないように、PERやROEだって、ちょっとした経済環境の変化で、アツという間に上がりも下がりもします。ですからそうした前提を基準に結婚したり、株式を取得すると、不幸な結婚、不幸な売買に終わりやすいのではありませんかということです。

ですからそうではなく、相手の性格だとか、自分と価値観が未来に向けて共有できるかとか、もっと変わらない本質的な部分に着目するべきではないかと思うわけです。

企業だったら、その企業が未来に向けてどんなビジョンを描いているかとか、自分もそれに株主として参加したいかどうかといったことですね。

ひとつの例ですが、世間的には「三流」と思われているある電機メーカーがあります。自分も初めはそれほど惹かれなかったんですが、会社案内をよく読んでいくと、実は表には出ないけれど、デバイス（電子部品）に関しては超一流のメーカーであることがわかってきたんです。今をときめくコンピュータやオーディオ、家電、工作機械などのスマートなメーカーの製品を、実はその地味な会社の部品が支えているんですね。

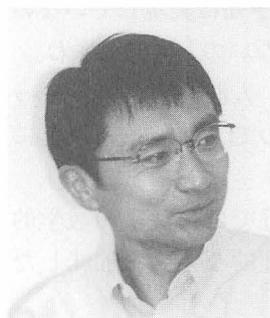
そういった会社を見つけると、一見目立たないけれど、内面にすごく魅力^なを湛えた人に会えたような気がするわけです。その株を買うことに、ロマンを感じるんですね。それで、株が安くなるほどうれしくなってナンピン買い（下がったところで再び買うこと）をしてしまうわけです。



傍目には「ボロ株を抱え込んで物好きな人だ」くらいにしか思われられないかもしれないけれど、結構、投資の収益も上がってくれています。

「数理」以上に「心理」に焦点を当てる時代に

伊藤：ここで広田先生からも、実験経済学で研究されている、投資の心理学についてお話を頂けたならと思います。



広田真一さん
(早稲田大学商学部助教授)

広田：現在私が取り組んでいる実験経済学は、名前のとおり、経済学の理論を実験によって検証しようという研究分野なんです。

物理学にも理論物理と実験物理がありますが、ちょうどこの関係に似ていると思います。従来の

(※注1) PERとROE：PERは"Price Earnings Ratio (株価収益率)"の略。株価を1株当たりの純利益で割った値。企業の収益状況を見る指標。

ROEは"Return on Equity (株主資本収益率)"の略。企業が株主から集めた資本を使って、どれだけ効率的に利益を生み出しているかを見る指標。

こうした指標は銘柄を分析する際にある程度の目安にはなるが、基本となる数字が会計上の操作などで歪められやすいという短所もある点に注意が必要。

経済学は過去のいろいろな経済現象を理論化するというので、物理学における理論物理に似ているところがあります。ただし、現実の経済には、既存の経済理論ではうまく説明できないことも少なくないんですね。

同様に、近代経済学に数学が持ちこまれて以来、「数学的なモデルで経済事象のすべてが説明できる」といった風潮もあったのですが、やはり実際の市場では人間心理が働くので、数学的なモデルでは説明できないことも多いということがあります。

そこで、実験室で市場と同じような環境をつくり、経済学の理論を検証しつつ、新しい経済理論を構築しようといったことを試んでいます。



真壁昭夫編集委員
(エコノミスト)

真壁：僕も割と数学が好きで、金融工学的なモデルを使った運用というのは、大分色々試してみたものです。

ところが最初は「このモデルでいけば絶対に価値が上がる」と思うんですが、時間が経つうちに、変数がどんどん増えてきて、結局、訳がわからなくなってくるんです。

これは、スーパーコンピュータや膨大な数の研究者を動員しても、依然として地震予知は実現していないし、天気予報もなかなか当たらないのと同じですね。

さらに経済は生き物であり、人間心理というやっかいなものが大きく関係するので、地震予知以上に予測するのが難しいわけです。

そこでおっしゃるように最近では、従来の数学的な経済学の理論に、人間の心理的な要素を加味した研究が進められていますね。

たとえば1997年のノーベル経済学賞は、金融工学で利用されるブラック＝ショールズモデルを開発したマイロン・ショールズとロバート・マートンの両氏が受賞しました。これで経済を数理的にあつかう金融工学万能の時代が到来するかに見えたのですが、2002年には一転して、行動ファイナンス、あるいは実験経済学の研究で、ダニエル・カーネマンとバーノン・スミスの両氏がノーベル経済学賞を受賞しています。

金融の世界でも数学から心理学に潮流が変化して

いるということで、「20世紀は自然科学の世紀だったが、21世紀は心理学の世紀である」と評する人もいるほどです。

運用の環境次第で 市場参加者の投資行動も変化する

広田：たしかに経済というものは、人間の心理によって動く部分が大いんですね。

私は金融論が専門なんですが、学生を被験者にして、証券取引についていろいろな状況を設定して売買をさせたりします。

すると、たとえば経済環境が安定している時期の債券運用など、将来の見通しがつきやすい場合は、やはり人は数学的な計算によって利益を得ようとする傾向が強いことがわかっています。

しかし、将来について不確定な事の多い株式運用などでは、心理的な要因によって売買を決定する傾向が強くなっていくことが分かります。

また、時間軸の取り方によっても、投資家の行動は変わってきます。

たとえば、「3カ月間でこれだけの利益を上げなければならぬ」という状況を設定すると、企業のファンダメンタルズ（本来的な価値）を無視した売買が多くなります。「とにかく上がっているから買う」という行動が顕著になるので、価格の変動も荒々しくなります。

逆に、長期の時間軸を設定して、「最終的に配当がもらえます」ということにすると、銘柄の価格変動も大分落ち着いてくるといった現象が見られます。



平山賢一編集委員
(アセットアロケーター)

平山：現在のように情報ツールが発達していることも、逆にファンダメンタルズ（本来的な価値）からかけ離れた、心理的な要因による経済や株価の動きを加速する面があるのではないかと思います。

たとえば、40人のクラスに男の子が39人で、女の子が1人しかいなかったとします。するとその1人の女の子は、客観的に見える以上に魅力的に見えてしまうんじゃないでしょう

か。39人の男の子が1人の女の子を追い求めるという状況では、その女の子はオーバーバリュー（過剰価値）になってしまうということです（笑）。

これと似ていて、金融市場では、特に機関投資家は専門の金融情報端末だとか、インターネットの画面がうずたかく積み重なっているところで、電話やメールでものすごいスピードで情報交換を行っています。

すると「あの子（銘柄）は魅力的だ」といった情報がものすごい速度で伝播していくので、流行の銘柄というのは常にオーバーバリューになる傾向をはらんでいるのではないかと思います。

実験室でも、被験者をひとりにしておくより、お互いに緊密に連絡を取れるようにしておく、より心理的要素によって価格が変動する傾向が高まるのではないのでしょうか。

武藤：実際、そういった市場の心理は往々にして起こりやすいわけですが、巻き込まれないようにするために、私は『『あばた』と『えくぼ』論』というのを、自分自身の戒めにしています。

恋愛で惚れている間は、「あばたもえくぼ」に見えるというわけですが、熱狂相場でも同じ事がいえて、ある銘柄がもてはやされている間は、欠点が魅力に見えたりするわけです。逆に、悲観相場では「あばた」として見捨てられているものが、実は「えくぼ」であることも少なくないんですね。

たとえば、ITバブルの時もそうでしたが、ある銘柄のPERが100倍とかになっているとします。株価が1株当たりの収益の100年分なのですから、これは明らかに割高である可能性が強いわけです。

ところが相場が過熱している局面では、PERが高いことがそのまま、企業の成長性を約束するかのように見えました。

案の定、そういったIT銘柄の多くは市場から消えてしまったわけですが、これはあばたがえくぼに見えた典型的なパターンだったと思います。

逆に、産業を根底で支えているような重厚長大型の産業は当時、地味で時代遅れに見えたものですが、実はこれがえくぼで、その後株価が急速に回復したりしていますね。



余裕がなくなると 「あばた」も「えくぼ」に見えてくる

真壁：そうした視点で見ると、投資における心理戦で一番不利な状況に置かれているのは、やはり機関投資家ということになりますね。

まず、4半期とか1年ごとの運用成績が問われる切羽つまった状況の中で、『『えくぼ』に見えるけど、ひょっとして『あばた』かもしれない』なんて、冷静でいるのは本当に難しいものです。

あらかじめ決められた運用成績や、周囲のファンドマネジャーとの競争があるので、どうしても「株価が上がるから買う」といった行動をしてしまいます。

平山：投資の成否は後からしかわからないのですから、周囲の運用者の「あの銘柄が魅力的だ」といった声は、まず雑音といっていいでしょう。ところがサラリーマンの運用者の場合、この雑音がなかなか無視できないんですね。

自分自身は雑音をカットできたとしても、上司や顧客から、「今、まわりはこんな銘柄を買っているのに、どうして君だけ違う運用をしているんだ」と叱られたりします。

平塚：機関投資家は銘柄の売買の際、理由を詳細に報告しなければならな



平塚基巳さん
(本誌編集仲間、外資系金融機関勤務)

いわけですが、うまく説明できる事ほど、市場価格には織り込まれ済みで投資の旨味は薄いんですね。5割わかったところで動かないと、投資収益は得られないわけです。

ところが5割の理由で上司を説得するのは、とても難しいです。

平山：だから機関投資家がパフォーマンスを上げるには、「上司説得の心理学」という、もうひとつの心理学もマスターする必要があったりします（笑）。

自分なりの「買い時」の設定

澤上：この点、自分の判断だけで動ける個人投資家は断然楽なんですね。

期間収益とかはまったく関係なく、相場の暴落時などを待って、日頃から欲しかった銘柄をさっさと買いに行くことができますでしょう。

「あのあこがれのブランドのバックが、ようやく安く買える！」みたいな感覚で株が買えるんですね。

武藤：先日も、長い間「買いたい、買いたい」と思っていた銘柄が、たった2000株くらいですがようやく安く買って、本当にうれしかったです。やっと労が報われたという感じがしました。

真壁：下がった時に買えば儲かるのはわかるんですが、待っている時に株価はなかなか下がってくれない。それで待ちきれずに買ったら、その直後に下がり始めたり（笑）。

武藤先生なりの「待つ極意」といったものがあるようになるようでしたら、ここで紹介していただけないでしょうか。

武藤：やっぱりあこがれの異性でも、自分に振り向いてくれなかったら悪女、あるいは悪い男でしょう。それと同じで、株も高ければ悪女で、安ければ良女だと割り切っちゃうわけです（笑）。

それで、どこまで下がれば良女で、どのくらいまで上がれば悪女か、その価格帯を自己流で設定しているだけです。

そしてもしその価格帯まで下がってくれなかったら、「休むも相場なり」と、株のことはいったん忘れて自分の本業に専念します。

澤上：自分のペースを全然崩さずに運用されているところ、ここがすごいですね。

とかく投資というと自分を捨ててしまって、市場の群衆心理に巻き込まれたり、「収益率」といった数字の世界に引きずり込まれたりして失敗してしまうでしょう。

先ほども出たPERですが、この指標が出たばかりの1970年代の初期は、3倍までは許容できるけれど、4倍となるともう耐えられなかったものです。だって、PER3倍が妥当かどうかということは、向こう3年間ぐらいの業績予想なら何とか推測し、かつ判断できるとしても、4年後の業績予想なんて、もう分からないですから。

それがなぜかいつの間にか、「PER10倍でも普通」「20倍でも当たり前」となっていったら、ITバブルの頃には70倍とか100倍といった世界に突入してしまいました。もうこういう数字の渦中に入ってしまうと、情報に振り回されてしまって、自分の運用がガタガタになるものです。

そこを武藤先生は自分流の良い意味での「わがまま」を買っているから、市場の中に^{おぼ}溺れずにいられるんですね。

身の丈に応じた運用が 結果として投資の行動力を高める

伊藤：「買い」については、「良女」と「悪女」、あるいは女性なら「良い男」と「悪い男」を分ける価格帯を決めておくとして、武藤先生は、売りのタイミングについてはどう決めていらっしゃいますか？

武藤：その辺もあまり考えないです。「もう十分に儲かったな」と思ったら売ります。これは、他人に論理的に説明しようとしても難しいです。

たとえば、「もうお腹一杯」と思えば食事をやめるのと同じ感覚だと思います。「どうしてお前は食べるのをやめたんだ？」と聞かれても、説明するのは難しいですね。

この辺が、「投資は数学ではなくて、国語的ではないか」と思う^{ゆえん}所以です。

澤上：そういった余裕を持てることも、気持ちの上でとても大事ですね。

武藤：私は身の丈に応じた投資姿勢、それ以上は望みません。

たとえば「今、このくらい儲かった。次にこういう方法をやればもっと儲かる」ということがあっても、

「じゃあ、変えようか」というと変えません。もしかして変えると、けがをする確率の方が高いですから。

澤上：自分の納得できないものはやらない、あるいは自分の美学、常識に合わないものはやらないというバランス感覚が大切なんですね。

自分と関係のないもの、肌の合わないものをムリをして取り込まないことによって、自分の投資リズムを崩すことなく、メリハリの効いた投資行動ができるようになってきます。

一見、勝手気ままな運用でも、その分野に関して

はもの凄い集中力がありますから、素早い行動につながります。ほかの市場参加者よりもどんどん先へ進んで行くことができ、結果として収益につながるということですね。



【おことわりとお詫び】6月号で今月号に掲載を予告しておりました「資産運用の合理的アプローチと、新たな投資手法の試み」の続編は、8月号の掲載とさせていただきます。

また6月号の同記事(8ページ右段、6行目)の「現在の運用資産の総額は約7億円」という記述は「現在の運用資産の総額は約7兆円」の誤りです。お詫びして訂正いたします。

Investor's View

ヨットの話

もうすぐ梅雨が明ければ、いよいよ夏本番ですね。時節柄ちょっと趣向を変えて、たまには趣味のマリンスポーツの話などしてみたいと思います。マリンスポーツといっても色々ありますが、その中でも、今回はヨットを取りあげます。

一口にヨットといっても、動力は風からモーターまで、フネの大きさも大小さまざま。楽しみ方も、海に出られればいいブルーウォーター派からオリンピックなどを目指すレース派までとりどりなのですが、私は『モーターのついていない小ブネ系のブルーウォーター派、レースも少々』といったところです。

さて、基本的には風だけで動くヨットなのですが、どういうわけか(?)風向きに対して45度ぐらいまでなら風上に上っていくことができます。ですから、ジグザグにコースを取ることで、風上方向の目的地へ進んでいくことも可能になります。

そこでヨットレースの話をしてみると、陸上での自動車などのレースと違い、決められたコースをみんなで競争する、そんなイメージとは、だいぶ違う形で行われます。スタートとゴールだけ(場合によっては途中で回るべきいくつかのポイントも)が決められていて、その間は広い海面のどこをどう走っても良いというスタイルです。

この、どこをどう走ってもいい、というところがヨットレースのミソです。波も風も、その向きや強さだけを考えても『全ての条件が同じ』という状況は海の上のどこにもないからです。

今、100メートル先の海域がベストコンディションにあるとしても、自分がそこを目指して、そこに到達したとき

にはそのコンディションは既に消失している、そういう刻々と変化する自然を相手にする面白さ。

自分の知識、経験、勘などを総動員して先の展開を読む。ひたすら読んで、その読みに基づいた行動を取る。そして、時の経過と共に読みと現実とをすり合わせて、さらにまた先を読み、行動する。ひたすらこれを積み上げていきます。

ついつい自然を擬人的に捉えて、その裏をかこうとしたり、打ち負かそうとしたりすると、とたんに大いなる自然はこちらのちっぽけな思惑をあざ笑うかのごとく、淡々とこちらの読みや行動を超越していくのです。

レースは、本来は他艇との競争であり、もちろんそれを意識した行動も必要に応じて取るのですが、それにもまして自然との、そして自分との対話であり闘いでもある、この醍醐味は格別です。

さらに言えば、ヨットの良さは、この面白さをレース中だけでなく味わえるところにあります。海にフネを出した瞬間から、好むと好まざるとに関わらず、誰もが自然とのやり取りをせざるを得ないのであります。

急に『ヨット』などと聞くと、「私には無理!」と反射的にお思いかも知れませんが、小さなフネを操って、おおよそ思った方向へ進めるようになるというだけなら、きちんと教われれば半日もあれば十分。ちっとも難しくはありません。

今年の夏は、ヨットにチャレンジして自然との対話を楽しみながら、日常とかけはなれたところでふと投資に思いを馳せてみる、そんなプランを立ててみるのも面白いのではないのでしょうか?

(岡 大 ファンドマネジャー)