

株式投資は「じゃんけん」に近いのか、「将棋」に近いのか

第12回「あと知恵は千里眼」

蟹分解

2021/04/22 07:00



じゃんけんで勝ち続けることと株式投資で負けないことの間には共通点は存在するのか 写真 ありがとう！(PIXTA)

広大な会場に100万人が集まったありさまを想像しよう。その大勢の人が、2人ずつ1対1で、一斉にじゃんけんの勝ち残り戦をする。トーナメント方式で、1回戦から20回戦までを行えば、100万人の中からたった1人の優勝者が決まる。

さて、その勝者を『100万人に1人のじゃんけんの達人』とあがめる意味があるだろうか。

トーナメント戦を最後まで行えば、とにかく誰かが優勝する。だがその人が、何か特別な能力を持つと証明されたわけではない。同じ人がじゃんけん大会にもう一度出れば、優勝する確率はほかの人と同じ100万分の1である。

ここでもし、ゲームがじゃんけんではなく、碁か将棋であったなら、話はまったく違う。100万人のトーナメントを勝ち抜いた人は、間違いなく棋力の高い実力者である。この違いを考察しよう。

それは「実力」か、「偶然」か

今、左端に「偶然」、右端に「実力」と書いた線分を考えよう。この「実力対偶然」の線上では、じゃんけんは偶然の側、それもほぼ左端に、逆に将棋は実力側、右端近くに位置するだろう。もちろん、人の心理を読み、じゃんけんを有利に戦ったり、トップ棋士にも「脂運」はあるなどの例外要素はあろうが、大勢には影響ない。

もし将棋で、藤井聡太二冠と素人初段が平手（ハンディキャップなし）で対戦すれば、100回やれば100回、1000回やれば1000回、間違いなく藤井二冠が勝つ。この再現性の高さが、偶然性を排した実力の世界の証である。

一方、じゃんけんで100戦100勝などということはいえない。江口寿史氏の漫画に、うまれてから一度も負けたことがなかったという「じゃんけんの達人」が出てくるが、もちろんジョークである）。

トランプゲームや麻雀であれば実力と偶然の両方とも影響するので、これらは「実力対偶然」線上のじゃんけんと将棋の中間に位置することになる。

では、資産投資はこの「実力対偶然」線のどこに位置するであろうか。投資の対象によって、さまざまであると考えられる。これを投資利益の性質から考えよう。

投資の利益（リターン）は、有価証券における利子・配当収入や、不動産投資における家賃のように、その資産が生むキャッシュフローによる収入（インカムゲイン）と、価格変動による価値増加（キャピタルゲイン）に分解して考えることができる。

前者は最悪でもゼロであるが、後者はマイナス（キャピタルロス）になりうる。このことにはさまざまな意味があるが、両者にはそれ以外にも本質的な違いがある。

投資利益のうち、インカムゲインの見極めは評価者の実力次第のところが多い。例えば、投資対象会社の配当期待値を見極めるには、その会社の利益構造や競争力、事業環境、さらに経営体制などの評価が必要になる。不動産であれば、立地や交通の便、建築の品質、さらにデザインなど、家賃に影響するさまざまな要素の評価に専門性が必要である。これを正確に認識するには、不動産鑑定の実力が問われる。

これらは実力の勝負であり、素人が専門家を上回る確率は低い。

一方の、価格増減によるキャピタルゲインはどうか。理想的な市場では、将来のインカム期待現価を織り込んだ価格設定がなされるはずであるが、実証的にはこれは成り立っていない。本稿ではシンプルに、キャピタルゲインの中にはインカム評価と無縁の、単なる投機目的要素があると考え、この「純粋投機的キャピタルゲイン」に着目しよう。

無インカム投資は何を生み出すのか

この働きを理解するには、古典的なチューリップ投機（1636年にオランダで起きた投機熱）や、現代であれば暗号資産の価格を例にとるとわかりやすい。株や不動産と違って、配当や賃料の収入を生まないチューリップは、単に誰かがそれ以上の高値で買うだろうという期待だけに牽引されて値

を上げた。この資産価値の高騰は経済的実態を伴わないため、いずれは消滅する。

ジョン・ガルブレイスが初めてこの原理を説いたのは1955年であり、その時点ですでにチューリップのほか、ジョン・ローのロワイヤル銀行、南海バブルや1929年の世界恐慌など、過去の教材には事欠かなかった。爾来バブルの生成と崩壊は何度も再現し、人々は繰り返し投機熱に踊り、ガルブレイスは繰り返しその愚を説く著作を売った。

さて、このインカムの経済的裏付けを伴わない「純粋投機的キャピタルゲイン」というものは、実力次第で、素人を超える予測が可能なものなのであろうか。

ガルブレイスの論じた投機熱（ユーフォリア）については、これを否定する簡単な原理がある。もし、投機の合理的予測が可能であれば、そもそも投機は起きない。また、人々の予測自体が、市場の行動に大きな影響を与える、循環式のような構造がある。論理が循環するものについて、合理的な予測は不可能である。賢い投資家になる方法の1つは、熱狂を避けることである。

それではつまらない、投機熱に乗って儲けたいと思う人も、もちろんいる。暗号資産のように、インカムを生まないものを対象にした純粋な投機を楽しむ方もあろう。何を選ぶかは個人の趣味である。

しかし、インカムのない資産への投資のような純粋な投機は、予測が結果に影響を与えてしまう現象の見本である。構造的に予測不能であるから、成果は偶然性への賭けになる。ゲームとしては、碁や将棋ではなく、じゃんけんやサイコロ賭博に近い。

このような無インカム投資は、偶然への依存のほかに、ゼロサムゲームゆえの問題を内包するが、これを論じるのは別の機会に譲ろう。

バフェット語録が「金言」である所以

なおウォーレン・バフェットは、たとえ投機性のない安全なものでも、投資リターンを生まない資産の保有を批判する。現金同等物（財務省短期証券など）を保有し、それでよしとする者がいるが、そんなことではいけない（today people who hold cash equivalents feel comfortable. They shouldn't.）」と言っている。

株式投資のインカム・ゲインと、その要素を除いた純粋な投機的キャピタルゲインを、それぞれ冒頭の「実力対偶然」の評価線に載せて考えるなら、インカム・ゲインは能力により評価可能な、右側（実力の世界）の住人であり、投機的キャピタル・ゲインは左側（偶然の世界）の住人である。

さて、こう考えると、投資について、インカムについての評価、例えば対象企業の業績評価についての意見を、成功者に聞くことは有益である。バフェット語録が「金言」とされる所以（ゆえん）である。

では、後者の投機的キャピタル・ゲインはどうであろうか。

ごく普通の主婦やサラリーマンが投機の流れを読む方法で、100万人に1人しか得られないような

大きな利益を上げたとして。それはすごい、そういう人に学ぶべきだと考えたくなるが、その方法が優れたものなのか、同等に優れたほかの方法をとるものが100万人いる中で、たまたまその人が幸運に恵まれたのか、冷静に考えたほうがよい。幸運に当たった人のまねをしても、自分に幸運が訪れる可能性は低い。

結果を見て方法のよし悪しを評価するのは、統計的な仕事であって、多数の繰り返しデータが必要である。一度の結果からは統計的評価はできない。「あと知恵は千里眼」Hindsight is 20/20（あとから指摘するのは簡単）」という教訓が得られるだけだ。回り遠くとも、バフェット流の王道をお勧めする所以である。

今日の金言 「あと知恵は千里眼」。

蟹分解 (かにわけ さとる) / 本名は星野明雄。伝統的経済学が実体経済を説明できないことに失望し、早稲田大学政治経済学部を中退。行動経済学や認知心理学などを学んだ後、動物行動学に基づき経済学を再構築する独自研究に到達。東京大学理学部数学科卒、米ペンシルベニア大学修士。在学中 $n \times n \times n$ ルービックキューブの一般解を発表。金融業界大手に勤め、新商品開発や海外進出などを担当した後、中堅企業役員などを経て、現在、恐竜研究の有段者を僭称（自称アマ二段）。早稲田大学非常勤講師。

[サイトポリシー](#) | [プライバシーポリシー](#) | [著作権・免責事項](#) | [金融商品取引法に基づく表示](#) | [規約](#) | [利用条件細則](#) | [契約締結前の書面](#) | [広告掲載](#) | [法人向けデータベースサービス](#) | [お問い合わせ](#) |

Copyright© Toyo Keizai, Inc. all rights reserved.

東洋経済新報社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第896号 加入協会 : 一般社団法人日本投資顧