

（証券分析）：投資の判断と錯覚（2）

株価が上昇し続けると、投資家はだんだん下落リスクを心配して「利食い」するようになりませんが、それは認知バイアス（非合理的投資判断）による場合が多いのです。今回は、そのような投資家心理の背景についてお話ししたいと思います。

まずは、以下の2つの日常の会話を読んでみてください。よくありそうな会話で、特に違和感を感じられないのではと思います。

【ケース1】スポーツニュースを見ている2人の会話

アナウンサー：「ヤンキースの松井が昨日まで20試合連続でヒットを打っています…」

野球好きのヨシ：「おーっ、20試合連続だってよ。今日もやってくれそうだな。

マツイ、がんばれ！」

友達のシンゴ：「おっ、じゃ、賭けるか？ 俺は打てないほうに1万円だ！」

野球好きのヨシ：「うっ、賭けとなると話しは別だ。なんたって21試合連続となると、打つほうに賭けるのはさすがに不利ってもんじゃねーか。」

【ケース2】ラスベガスでルーレットをやっている2人の会話

遊び好きのヨシ：「偶数がこれで20回連続だ。次はさすがに奇数だろ。」

友達のシュウイチ：「そうだな。これはいいチャンスだ。ぜったい奇数に決まってる！
こんなチャンスはめったにねーぞ！」

遊び好きのヨシ：「そうだろ、そうだろ！俺たちって運がいいよな。」

しかし、実はどちらもおかしいのです。理論的にも、実際のデータからも、将来の結果は、過去の成績（結果）と何の関係もありません。[ケース1]の場合、1試合で4回打席が回ってくるとして、3割打者が、1試合で1本以上ヒットを打つ確率は76%、2割5分の打者でも68%の確率です。3割を打つ実力があるマツイであれば（前日、前々日の成績とは関係なく）、その日、ヒットの出る確率はやはり76%なのです。——もっとも人間がやることなので、その時の体調とか、メンタルな要素を無視できないというようなことはあるでしょうが——。

しかし、[ケース2]の場合は、そのようなことを考える必要はありません。なぜって、ルーレットには意思がないのですから。つまり、前回に何が出ていようと、それまで20回連続で偶数が出ていようと、ルーレットが記憶しているわけではありませんから、次回、偶数、奇数の出る確率は50%です。ですから、ヨシさんが言う“運”など、この2人のギャンブラーに何ももたらさないのです。ヨシさんたちは、勝手な幻想を抱き、喜んでいるだけなのです。

つまり、人々には連続して起こることに対し、ある錯覚を持つ癖があるのです。そのことについては、昔、ある心理学者が、以下のような質問に答えさせる実験で確かめました。

問：「○と×をランダムに20個並べてみてください。」

それに対する答は、たとえば、「〇×〇×〇〇〇×〇××〇×〇×××〇〇×」
 といったようなもので、この心理学者は、〇と×の連続回数とその頻度を測定・分析しました。

ランダムの場合、〇あるいは×が何回連続して出るか、確率は、簡単に計算できます。たとえば〇が出る確率は $1/2$ ですから、それが2回連続する確率は $1/2 \times 1/2 = 1/4$ で、3回連続する確率は、 $1/2 \times 1/2 \times 1/2 = 1/8$ です。ですから、20回のうち〇あるいは×が2回以上連続する確率、3回以上連続する確率を計算できます。

一方、この実験（筆者が周囲の50名に同じアンケートを実施）から、人々のランダム現象に対する認識がわかります。書かれた20個のうち、〇あるいは×を最高2回以上連続して書いた人の割合、最高3回以上連続して書いた人の割合…、から読み取ることができます。

図表1：ランダムにと言った場合、どの程度の連続を妥当とイメージするのか

	理論確率	アンケート結果
〇か×を2回以上続けた人の割合	100%	100%
〇か×を3回以上続けた人の割合	97%	91%
〇か×を4回以上続けた人の割合	76%	40%
〇か×を5回以上続けた人の割合	45%	17%
〇か×を6回以上続けた人の割合	23%	4%

図表1から、何がわかるのでしょうか。結論を先に言うと、「人々は、連続するケースの確率を小さく見る傾向がある」ということです。たとえば〇あるいは×が4回連続する確率は、理論的には76%もあるのに、人々はアンケートで40%程度にしか認識していない。その傾向は、連続する回数が増えるほど、顕著になることが確認できます。そして、この人々の連続に対する認知バイアス（非合理的な投資判断）は、投資行動に大きな影響をもたらしているのです。

【ケース3】ある日、ニュースを見たら、アナウンサーが叫んでいた…

「A社の株価が8日連続して上昇しています。連騰している理由はよくわかりませんが、とにかく上がっています！」

さて、その株券を持っているあなたは、どう考え、どう行動するでしょう。このように連騰している場合、そこから買い増すより、売却（利食い）するのが一般的でしょう。連続して上昇する日数が多ければ多いほど、翌日は下落する確率の方を大きく感じてしまう人が多いのです。それは、あたりまえのように思われます。

さて、現実はどうなのでしょう。実際にデータ検証を行ってみるとよくわかります。たとえば4日連続して上昇した翌日の価格変動を分析してみると、下落する確率が特に大きいということはありません。2日連続の翌日も、3日連続の翌日も、5日連続の翌日も、株価が下落する確率はほぼ等しいのです（裏表紙に続く）。

こういったことはコンピュータの発達した現代では、すぐに分かることです。しかし、それでも、プロを含めて投資家は、こういった誤解から逃れられません。ということは、人々の心の中にかなり根深く、ある偏りのあるバイアスが存在するということになります。そして、こういった誤ったバイアスが、投資成果に大きな悪影響を及ぼしかねないことになります。

一般的に、人々の相場観をもとにしたアクティブ運用より、インデックス運用の方がいいのではないかという議論が行われるのは、人間の持つ、こういった心理的な背景（認知バイアス）がかかわっていることを知っておくと面白いでしょう。

次回（最終回）は、投機の心理についてお話ししたいと思います。

（石井 吉文）

【訂正とおわび】

前月号の裏表紙のリンカーンとケネディーに関する記述のうち、

「リンカーン1839年生まれに対し、ケネディーはその100年後の1939年生まれ。」
に誤りがありました。正しくは、

「リンカーンの暗殺者が1839年生まれに対し、ケネディーの暗殺者はその100年後の1939年生まれ。」

です。以上、訂正とおわびいたします。

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082 E-mail：pension-query@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス http://www.nli-research.co.jp/stra/stra_all.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。