



行動ファイナンスと意思決定

石野雄一

ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン株式会社

「あなたは、合理的な人間か？」

このようにたずねられて、自分のことを合理的だと胸をはって言える人はそんなに多くはないだろう。ご承知の通り、従来のファイナンス理論(以下、伝統的ファイナンス理論)は、人間が合理的に行動するという前提で構築されたものだ。しかしながら、ファイナンス理論の主体となる人間は、経済活動において常に合理的に判断して行動しているわけではない。むしろ、その心理状態が判断能力に大きく影響を及ぼす。

たとえば、汗水たらして自分が稼いだ一〇〇万円とギャンブルで当たった一〇〇万円は同じ一〇〇万円でも意味合いが違うのではないだろうか? 合理的に考えれば、どのような手段で獲得したものであるかが、一〇〇万円は一〇〇万円だ。ところが、わたしたちは一〇〇万円を使うという経済活動において、一〇〇万円の獲得手段に少なからず影響を受けるわけだ。しかし、このような場合でさえ、伝統的ファイナンス理論は、一〇〇万円は一〇〇万円としかとらえることはできない。こうした背景もあって、ファイナンス理論に認知心理学や社会心理

学のアプローチを活用した研究が注目されてきた。それが二〇〇二年にノーベル経済学賞を受賞した「行動ファイナンス理論」である。伝統的ファイナンス理論が合理的な投資家と効率的な市場を想定しているのに対して、「行動ファイナンス理論」は投資家は必ずしも合理的ではなく、心理的な要因に影響を受けてしまうという前提のもとで構築されたものである。

わたしたちが、いかなるときでも、できるだけ合理的な判断を行うためには、どのような場面で人間が合理的ではない意思決定を行う傾向があるかを知っておく必要があるだろう。そこで、本稿では、わかりやすい例を使って、私たちがどのような場合に合理的でなくなる傾向があるかをみていきたいと思う。まずは、あまりにも有名なこの問題に答えていただきたい。これは実際に行われた実験である。

「リンダは三二歳、非常に知的ではっきりものを言う女性である。彼女は学生時代には哲学を専攻し、差別や社会正義の問題に深く関心をもち、核兵器反対のデモにも参加していた。彼女について最もありそうな選択肢を選んでいただきたい」。

A 彼女は銀行員である。
B 彼女は銀行員で、かつ女性運動で活動している。

実は、この質問に対して多くの人が(約九〇%)はBの文章のほうがありそうだと判断するという。おそらく、Bを選んだあなたは、「哲学を学んで、差別問題と社会正義に関心がある女性なら、おそらく女性運動にも参加しているんじゃないか」と思ったのではないだろうか。

このように、人間は、物事を判断するとき、すでに持っている知識や経験から生じるある種の期待(スキーマという)に頼る傾向がある。Bを選んだ人は、「連言の誤り」に陥っているといえる。連言の誤りとは、二つのイベントが同時に発生する確率は、一つのイベントの発生する確率より低いにもかかわらず、複数イベントの同時発生が個々のイベントよりも高いスキーマを持つとき、私たちは、むしろ確率の低いほうを選んでしまう傾向にあるということだ。

具体的に説明しよう。確率論によれば、二つのイベントが同時に発生する確率は、各イベントが発生する確率よりも小さくなる。たとえば、リンダが銀行員である確率が三

〇%、リンダが女性運動で活動している確率が二〇%ならば、リンダが「銀行員かつ女性運動家」である確率が二〇%を超えることはないわけだ(実際は二つの確率を掛け合わせた六%≒三〇%×二〇%)。

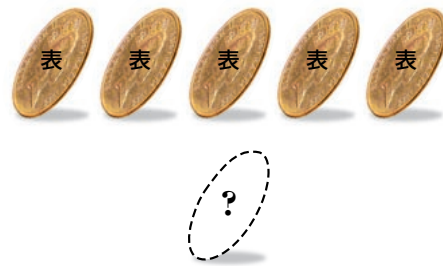
実は、金融の専門家でさえ確率の推計で、こうした過ちを犯しやすいという実験結果がある。括弧内の数字は、専門家に次の各イベントが起こるであろう確率を推定してもらったものだ。

- 一 米国経済が過熱しているという最初の兆候が現れる(四一%)
- 二 米国経済のインフレ率が上昇する(四四%)
- 三 連銀が金利を抑えこむのに努力する(二七%)
- 四 米国経済が過熱しているという最初の兆候が現れ、その後インフレ率が上昇し、そして連銀が金利を抑えこむのに努力する(三五%)

四番目のケースの確率が三五%もあることに注意していただきたい。この実験結果が合理的でないことはお分かりになるはずだ。ケース一〜三の要素が全て入っているケース四が起きる確率は、当然一番低くなっていなければならないから

だ。

最後に、次のようなゲームにお付き合いたい。コイントスのギャンブルを五回したところ、何と五回つづけて「表」が出た。次はどちらに賭けるか?



と呼ぶ。もちろん、十分な回数を繰り返し返せば、裏、表が出る確率は、それぞれ五〇%に限りなく近づくであろう。しかし、サンプル数が少なければ、裏と表のどちらかに偏ってしまうということは統計学の考え方からいえるのである。

「下落している株価は、上昇に転ずる」などの投資に関する格言、野球解説者の「そろそろ一本でる頃です」などの発言も、「ギャンブラーの過ち」に陥っているといえる。余談ながら、子供の性別で、「三人も男の子が生まれたんだから、四人目は女の子でしょ」という発言を聞くところの「ギャンブラーの過ち」を思い出す。しかし、出産が統計的に独立している事象かどうかは、議論の余地はあるかもしれない。このように人間は、自分の経験や知識に関係のある事象の確率を過大に推計したり、あるいは、多くの人が可能が全くない場合ですら、経験的に観察される関係や因果関係を過大に評価する傾向がある。このことは、多くの人が、将来の状況を予測する場合、過去の実績に基づいて行いがちであるということの意味する。「今まで、こうなのだから、将来もこうなるだろう」

と考えるわけだ。

もちろん、行動ファイナンスを学んだとしても、合理的な判断を妨げるバイアスを完全に払拭することはできないであろう。しかし、心理学の研究では、人間が陥りやすい傾向と対策を事前に学習しておくことで、バイアスの程度が軽減されることがわかっている。少なくとも、人間はスキーマに基づく経験的なものを因果関係とみなす傾向にあることや、統計学の基本的な考え方は身につけておきたい。

参考文献：角田康夫「人生と投資のパズル」(文春新書)二〇〇四年

ブーズ・アレン・アンド・ハミルトンは、「トップマネジメントのための企業価値向上への経営・財務課題」をCFOアジェンダの名の下に体系化、数々の有効な経営支援を成し遂げています。

●ブーズ・アレン・アンド・ハミルトン
<http://www.boozallen.jp/>