

(証券分析)：投資の判断と錯覚 (3)

日常生活の中で見られる人々のクセが、証券投資にも決して無視できない影響を及ぼすことがあります。この3回シリーズの最後は、認知バイアス（非合理的な投資判断）による投機の心理についてお話ししたいと思います。

今回もまずは、以下の日常の会話を読んでみてください。どこにでもありそうな会話です。

【ケース1】ニュースを見ている一家の会話

テレビ特派員：「こちらピリピリ国です。ただいま、ご覧のとおり、スズメウィルスが大流行しています。

大変な状況です。今後、日本のスズメが気がかりです…」

アキコ母さん：「あら、今度はスズメ？ やーね。」

娘のワカコ：「そういえば、隣のユウコおばさん、またピリピリ国に行ってるらしいよ。」

アキコ母さん：「あら、また？ あの人、いつも変わったところに行くのよ。ワカコ、あのおばさんにはしばらく近づいちゃだめよ！」

ヒロシ父さん：「でもおまえ、スズメウィルスって、人に感染するわけじゃないし、もしうつったとしても、死にしまうのは100万人に1人ぐらいなもんらしいよ。だから心配いらないよ。」

アキコ母さん：「でも、もしてこと、あるでしょ。あんた、絶対あの人に近づいたらだめよ！」

さて、この会話の中には2つの心理的要素が含まれています。“効果の過大評価”（ニュースに対する過剰反応）と“起こる確率の過大評価”（めったに起こらないような出来事が起こる可能性を、現実よりも高く感じてしまう）です。

アキコ母さんは、スズメウィルスに過剰反応（起こる確率の過大評価）してしまったようです。しかし、こういった身近で起こる可能性をより大きく感じてしまう習性は、アキコ母さんに限らず、人々一般に見られる現象なのです。たとえば、各死因について、年間どのくらいの死者が出ると思うか、人々がイメージする死亡者数をアンケートで答えてもらい、それを実際の数字と対比させた心理学の研究（Lichtenstein et. al, 1978 ※）があります。心臓疾患や脳溢血といった年間死亡者数が1万人を超える高い確率の死因に関しては、実際の数値を下回る予想値が回答されたのに対し、年間死亡者数が10人以下の確率の非常に小さい落雷やボツリヌス菌中毒といった死因については、実際より5倍～50倍の人数が予想されているのです。

※ Lichtenstein, S, Slovic, P., Fishhoff, B., Layman, M., & Combs, B., 1978, “Judged frequency of lethal events,” *Journal of Experimental Psychology: Human Learning and Memory*, 4, 551-578.

こういった小さい確率を大きく見る人々の認知バイアスは、以下の日常会話にも見られます。

【ケース2】宝くじ売り場の前を通りかかった二人の会話

Dr. ムロマツ：「しかし、宝くじって、皆さんよく買いますよね。期待リターンでみたらマイナス50%じゃないですか。僕はとてもそんなものにお金を出す気にはなりませんね。」

独身のオヤマ：「先生、だめですよ。もし当たったら3億円ですよ！それだけあれば、こんな僕でも結婚できるかもしれないんですよ！それが一銭も賭けなけりゃ、まったく可能性

ゼロじゃありませんか。」

Dr. ムロマツ:「まあ、そうかも知れませんが、そもそも宝くじって巧妙だと思いませんか。たとえば100万分の1の確率で3億円がもらえるはずでも、実際には200万分の1の確率でしか賞金を出さないという代物なんですから。」

独身のオヤマ:「100万分の1も200万分の1も変わりませんよ。というか、これは夢の問題です。期待リターンとか確率とか言われるけど、それとは次元がまったく違います。先生のように研究室と日常の世界をごっちゃにしてちゃ、人生楽しくないと思いますよ。」

一般に1万分の1より小さな確率となると、感覚が麻痺して、100万分の1とか200万分の1となると、もはや違いがイメージできなくなります。しかも、独身のオヤマさんのように、宝くじを買う人は（たとえ頭の中で分かっていたとしても）心の中では、もっと当たりそうな気になっている（ここが重要!）ので、宝くじ業者にとって非常に都合が良いこととなります。

多少、業者が“もうけ”が多くなるように当選本数を調整しても、ほとんど気にせず、喜んで買ってくれ、業者にとっては大切なお客様なのです。そして、昔も今もこういう人が実に多いのが、ギャンブル業界が廃れない大きな理由ではないでしょうか。

さて、こういった人間特有の認知バイアスは証券投資の世界にも影響を及ぼしています。たとえば、“価格が低くなればなるほど、投機性が高まる（特殊な）商品”であるオプションとかワラントといった派生証券にそれを見ることができます。価格が低い（投機性が高い）ほど割高になる（理論値通りには価格が下がらない）これらの商品については、これまで、いろいろな金融工学のテクニックを駆使して説明が試みられてきました。

しかし、今回のお話のように、人々の小さな確率に対する認知バイアスから考えると、それは直感的にもあり得ることになるでしょう。価格が下がるにつれて投機性が増すために、独身のオヤマさんのような投資家（投機家）なら、多少割高でも、買おうとするわけです。そして、このような投資家が多ければ多いほど、割高な価格のまま取引されることになるのです。

このような認知バイアスをほとんどの投資家が持っている場合には、もはや、市場の価格形成自体が歪められてしまうこととなります。ですから、こういった商品を対象とする場合、教科書的な理論（合理的な投資家を前提）をもとに投資戦略を立てても、思った成果を得られず、むしろ思わぬ損失を被ることにもなりかねないのです。

.....

このシリーズでは、人々の投資行動の非合理性と、それが投資判断に与える影響についてお話をしてきました。まとめて言えることは、自分の感覚（主観）のみに頼った投資では、思わぬ落とし穴にはまりかねない一方、客観的で合理的な投資判断でも、他の投資家の心理的な行動特性を無視しては、うまくいかない点に、投資の難しさ、面白さがあるのではないのでしょうか。

(石井 吉文)