



人は時として合理的でない行動をとります。そうした生身の人間を前提とした経済学が行動経済学です。経済学者の真壁昭夫先生が皆さんを行動経済学の世界にご案内します。

# 心は揺れる

## — 私たちは常に合理的とは限らない

第1回は行動経済学が私たちの「心」に着目し、生身の人間の行動を、実態に即して考える経済学の一分野であることを説明しました。

一方、伝統的な経済学では、「私たちは合理的で市場は効率的だ」という、分析のために都合の良い仮定を置くことで研究が進められてきました。これは、一定の条件の中で、どのような国や状況においても通用する理論を構築するためには便利な手法です。ただ、バブルなど、市場が理論的に説明できないほどにまで上昇することについては、例外的な事象（アノマリー＝anomaly）として分析をあきらめてきたとも言えます。

行動経済学は、私たちの「心」に着目し、常に合理的とは限らない意思決定のプロセスを解くことを目指しています。それによって、経済全体の動きだけでなく、私たち自身の日常生活

も、より実態に即して考えることが可能になると思います。

### 1 合理的とはどういうことか

まず考えたいのは、「合理的」とはどういう状態を指すのかということですが。辞書で「合理的」の意味を調べると、「無駄がなく能率的であるさま」と記されています。よい例が映画「ターミネーター」のロボットでしょう。目的を達成するためにコンピューターで制御されたロボットは、敵を倒すためにまっしぐらの、まさに能率的な存在そのものです。

伝統的な経済学では、私たち（投資家）は合理的であると仮定しました。投資家が常に合理

### 真壁 昭夫（まかべ あきお）

経済学者。信州大学経済学部教授。1953年生まれ。76年一橋大学商学部卒と同時に第一勧業銀行に入行、83年ロンドン大学経営学部大学院（修士）卒業、85年メリル・リンチ社ニューヨーク本社出向。DKB INT'L出向・トレーディング部長。市場営業部および資金証券部の各市場営業グループ次長を経て98年第一勧銀総合研究所金融市場調査部長。その後、内閣府経済動向分析チームメンバー、第一勧銀総研やみずほ総研の主席研究員を経て2003年から信州大学大学院イノベーション・マネジメント・センター特任教授兼任、05年から同大学経済学部教授。著書は「日本がギリシヤになる日」（ビジネス社）、「行動経済学入門」（ダイヤモンド社）、「実践 行動ファイナンス入門」（アスキー新書）、「下流にならない生き方」（講談社）など多数。



的であるならば、理論的に計算される企業の価値や、不動産の価値（フェアバリュー…公正価格）以上の価格にまで上昇した資産に投資するでしょうか？ そう、わざわざ高い買い物なんてしないはずですよ。しかし皆さん、自分自身の日常をちょっと振り返ってみてください。随分と合理的ではない行動をしていることはありませんか？ 翌日、朝早く出勤することが分かっていても、友人に誘われるとついつい深夜まで

お酒に付き合ってしまうというのは、疲労回復や集中力の維持の点で、到底合理的とは言えません。また、宝くじを買い込み、「この中の一枚でも大当たりすれば…」と、数百万分の一の確率に比べて合理的とは言えない大きさの期待を抱くこともあるでしょう。

世の中を見回すと、伝統的な経済学が想定する合理性や効率性とは、とてもかけ離れた動きが散見されます。例えば、わが国や米国の株式市場の推移は、その端的な例です。

上のグラフは、常に、私たちが合理的ではなく、市場も効率的ではないことをよく示しています。1980年代後半、わが国では株式と不動産の価格が大きく上昇した。資産バブルが発生しました。1990年代後半、米国ではインターネットを介した情報革命への期待を背景に、ITバブルが発生しました。そして、2000年代に入り、ITバブルは住宅バブルへと乗り継がれたのです。

なぜ、バブルは発生するのでしょうか。この問いには多くの経済学者が取り組んできましたが、伝統的な経済学のフレームの中では、説得力のあるバブル発生のプロセス解明は見出されていないようです。伝統的な経済学の考えを突き詰めていくと、私たちが合理的であれば、誰も割高感のある資産を買い取らないうちで、取り引きが成立することすら困難（つまり、バブルは発生しない）、ということになってしまふからです。これに対して心の動きに着目すると、バブル発生の背景には、私たちの富への欲求、そして周囲の動きにつられてしまう心理が大きく影響していることが見えてきます。

## 2 心は揺れる

バブルに踊らされる投資家の心を見ると、ダメだと分かっているもやってみよう、というのが人情だと考えられます。このように私たちの心は常に揺れ動くものであると考えられます。それは常に一定の機能を発揮する機械とは対照的です。

行動経済学の主要な理論に「プロスペクト理論」(Prospect Theory)があります。これは、私たちの「揺れる心」を解説する理論です。私たちの、できるだけ早く利益を確定させたい一方で、損失が発生することは先送りしたいという心理がプロスペクト理論のエッセンスです。

100万円をある株式に投資したとしましょう。通常、投資家は今後の経済環境はどうなるのか、そして企業の利益が増えるのかといった点を調べ、銘柄を吟味するはずですよ。調査に要する時間やお金、労力が増えるほど私たちは対象の銘柄に対して強い思い入れを抱くようになります。これを行動経済学では「コミットメント」と呼びます。

実際に投資を行うと、日々刻々、株価は変動し、それに呼応して利益への期待や喜び、損失への恐怖や悲しみを感じながら過ごすことになりました。コミットメントが強いほど、心の反応も大きくなる可能性があります。ここでは、実際の投資の結果を評価する際に、揺れ動く心がどのように影響するかを考えるためのキーワードを3つ紹介します。

### ① リファレンスポイント

これは私たちが物事を評価する際の基準のことです。この投資の場合、購入価格がリファレンスポイント (reference point) 基準点) です。つまり、購入価格の100万円より株価が上か下かで投資の成果が評価されるのです。

### ② 感応度の通減

私たちが感じる価値 (満足度) は、利益や損失の大きさと比例しないと考えられます。つまり、利益や損失の変動に対する心の感応度は、リファレンスポイントから離れるほど鈍くなる (通減する) ということです。例えば、100万円で投資した株が110万円になり、その後、120万円になったとき、同じ10万円の値上がりでも、最初の値上がりの方が喜びは大きいと考えられます。

### ③ 損失認識の回避

損失と利益への評価は同等ではなく、損失への悲しみは同じ額の利益への喜びのインパクトを上回ると考えられます。損失の発生は自らの意思決定が失敗であったことを意味するため、投資家の反応は大きくなるのです。投資には多くの思い入れ (コミットメント) が伴います。損失の発生は、「あれだけ調べた自分が間違はずがない」というストレスを発生させます。このストレスは時として「株価の下落は一時的だ」といった損失から目を背ける認識や行動を誘発します。

心に着目することで、価値の変動への感応度が通減したり、損失の認識を回避し、結果とし

てリスクに鈍感になるなどといった、バブルの発生やバブルの影響拡大の一因となる人々の行動が説明できるようになったことは、行動経済学の成果の一つだといえるでしょう。

## 3 決定に関する心の働き

行動経済学では、私たちは客観的に導き出された確率を、主観的に評価し直す傾向があると考えます。これを「決定の重みづけ」と呼び、揺れる心を読み解くプロスペクト理論の重要な部分です。

例えば、自動車で移動する場合と飛行機を使う場合、私たちは「飛行機は墜落する可能性があるから怖い」と、飛行機で移動するリスクを過度に評価しがちだと言われています。一方、選挙で当選が確実となった候補者が祝福する支援者に対して「まだ開票が終わっていないから、何とも言えません」と冷静に感じることも、主観的に確率を読み直している例だと言えるでしょう。私たちは日常的に、過去の統計データに照らした場合、必ずしも整合的とは言えない判断を下している可能性があるのです。

私たちが主観的にどう確率に重みを付けるのかは、①確率が低い場合、②確率が高い場合の2つのパターンに分けてみるとその傾向がよく分ります。先の、飛行機を使うことへの不安にみられるように、確率が低いことに対して過大評価する傾向がある一方、当選確実となった候補者の心理のように、確率が高いことに対して過小評価する傾向があるのです。

このようにプロスペクト理論を用いると、主観によって確率が評価されることで、過度な期待や悲観を抱いてしまう心の動きを読み取ることができます。

## 4 心の動きとともに経済を考える

私たちの心は損失や利益に対して常に同じ反応を示すわけではありません。投資する金額の大きさ、自分以外の投資家の行動等から影響を受け、心の状況は刻々変わります。金融市場とは、買おうとする人が売ろうとする人よりも多ければ相場が上昇する、純粋な民主主義によって成り立つ社会システムです。この時、売り買いをする人の心理の背景には、ロボットのような冷静な論理性以上に、「富を増やしたい」、「損はしたくない」という主観的な思いが働いているはずで

現在わが国では、異次元の金融緩和などアベノミクスの推進を受け、前向きな経済の動きが広がってきました。重要な点は、経済政策は、私たちの心に働きかけることで将来への期待、成長への意欲を高めるということです。企業経営者も、家計も、将来の経済が明るく思えるのであれば、お金を使うことに大きな不安を感じなくなるでしょう。その点で、景気は気からという表現は、私たちの心の動きが経済にとって非常に重要なファクターであることを示唆しています。投資家の心理が反映された株価の動きを金融・経済関係者の発言などと照らしながら見てみることは、まさに、心の動きを元にして経済を考えることにつながると思います。