



行動経済学:理論から行動へ

対談: 山口 勝業氏、島田 知保氏
岡本 和久
レポーター: 佐藤 安彦

岡本|今年のノーベル経済学賞にリチャード・セイラーさんが選ばれたこともあり、行動経済学に注目が集まっています。山口さんが顧問をされている行動経済学会について教えてください。

山口|はい。2002年にダニエル・カーネマンが受賞した事もあって、行動経済学の研究をしようと、いわゆるワークショップを立ち上げたんですね。これを言い出したのが、上智大学で教授をしている川西さんと、信州大学教授の真壁さんと私の3人で始めました。2~3年やっている間に、大阪大学の筒井先生(現在は甲南大学)や大竹先生も参加してくれて、やがてこれが学会になりました。



岡本|なるほど、山口さんは発足の時のメンバーなんですね。

山口|そうです。発足の時からですからね。2000年前後だったと思いますが、あの頃の学者はトラディショナルな理論が好きだったので、行動経済学は見向きもされていませんでした。早稲田大学の竹原教授は行動経済学に対しては反対派だったり、ロジャー・イボットソンも効率的市場仮説を支持していたのですが、最近は考えが変わってきていますね。今、ロジャーがやっているヘッジファンドでは、人気のある銘柄はオーバーバリューであるという仮説のもとに、人気銘柄をショートして、人気のない銘柄をロングにして稼いでいるという事を言っていました。つまり行動経済学をベースにしているという事なんですよ。

岡本|そうですか。ところで島田さん、投資信託事情の11月号の「煩惱の経済学」を読ませてくださいましたが、とても興味深く拝見しました。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

島田|ありがとうございます。山口さんに執筆をお願いしたのです。

岡本|山口さん、インベストラ이프の読者にも行動ファイナンスの基本的な考え方というのを話していただけますか。

山口|はい。普通の人と言いますか、誰でもみんなそうなんですが、人間が最も不得意としているのは、時間の観念と確率を正しく理解することなんです。将来何が起こるか分からない。その中で、分からないけどやってみようという人と、分からないからやりたくないという人がいる。これは人によって様々なんですが、一昔前の経済学の世界では、みんなが合理的であれば、将来のことや確率のこともお見通しで、誰もがマーコビッツのように効率的フロンティアを計算して市場に臨むと考えられていたんですね。でも実際には、こんな事はあり得ないし、当のマーコビッツでさえも「将来のことは分からないから株と債券は半々にする」ということを言っていたみたいなんです。



岡本|なるほど。理論と実際は違うと昔から言われていますからね。山口さんは行動経済学を悩みの経済学だとおっしゃる。実に適切な表現ですね。

山口|理論の世界ではあり得るのかも知れませんが、人間はやはりいろいろと悩むんですよね。お金を持つと人はどうなるかという話があって、伝統的な経済学では、お金があれば人は冷静沈着になって合理的に考えるというんですが、実際には浮き足だって何をやったらいいか迷ってしまう人もいます。クレイジーになって無駄使いをするケースもあると思います。逆に使わずに貯め込んでしまう人もいますよね。やはり、悩みの世界ではいろいろな事が起こるんですよ。

岡本|結局、分かっちゃいるけど止められないという部分と、分からないからやらないという部分が違いますよね。今の日本においては、退職後のための資産運用はやらなきゃいけないのは分かっているけど、なぜやらなきゃいけないのかが分からない人も非常に多いです。また、同様にやらなきゃいけないのは分かっているけど、今の楽しみもあるし、なかなか行動できない人もいますよね。例えばこの2つは同じように見えるけど、ちょっと違うんですね。行動ファイナンスというのは、この2つともカバーしているんでしょうか。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

山口|はい。そうです。現状維持バイアスというものが働いてしまって、頭では分かっているんだけど、体がついて来ないという状態になってしまい何もしないという場合もあります。一方で、時間先行という考えが働いてしまい、将来の生活より今の生活が大事に思えてしまう状態になることもあるんだと思います。

岡本|日本のマーケットは欧米と比較して非合理的な部分が多いと思います。欧米は機関投資家の市場が、そのあたりをある程度、コントロールしているようなイメージがありますが、実際はどうなんですか。



山口|そうは言われていますけど、そこまでではないように感じています。確かに個人はいろんな参加者がいて、リスクを取り過ぎの人もいれば取らな過ぎる人もいます。一方で機関投資家はその辺は分かっているんだけど、仕事だから仕方のない部分もあるんですね。例えばバブルになってきていて、普通に考えれば売ってポジションを減らしたい場合でも、フルインベストするのが仕事だからそれができないんですよ。ましてや戦っている相手がベンチマークだとすると、乗り遅れるのが怖いからフルインベストになりますよ。あとは、ハーディングですね。同業他社もやっているから、自分もやらないと負けてしまうという心理になりますよね。

岡本|群れる傾向ですね。少し話がそれますが、先日、セイラーが講演で言っていた話で面白い話がありました。カリブ海周辺の企業、実際にはアメリカやメキシコの企業をメインにした投資信託があって、その投資信託の日本のコード番号にあたるシンボルが CUBA だったそうなんです。当然ですが、キューバ株なんて存在しないし、仮にあったとしても持つことなんてできないですよ。ところがオバマさんがキューバと国交正常化に向けて交渉をしたというニュースが流れた途端に、その銘柄が値上がりしたんですって。単にシンボルが CUBA だけなのに多くの人が飛びつく。こうやってバブルが発生するという話をされていました。

山口|それはドットコムバブルの時に、社名にドットコムが入っていたら株価が上がったという話に似ていますね。60年代のスポーツニク計画の頃には宇宙関連の企業ならどれでも株価が上昇したというのもありましたね。

岡本|そうですね、あのころ、社名に「トロニクス」を付けると値上がりした。セイラーで他に有名な話でいうとアムステルダム空港のトイレの話もありますね。男性の小便器って周りに滴が飛



長期投資仲間通信「インベストライフ」

び散って、それを清掃するためのコストが国際空港の規模になるとバカにならないくらいになるらしいんですね。そこで、アムステルダム空港に勤めていた経済学者が小便器の排水穴の近くに黒い蠅の絵を描く事を提案したんですね。そうしたら、男の人がそれを狙って用を足すようになったもんだから、飛び散りがほとんど無くなって清掃代が90%減ったという話なんです。これは、人は目標を与えるとそれに突進していくという習性みたいなものが作用したんだと思います。行動ファイナンスや行動経済学って、人間が持っている傾向を上手く実用社会に使っていかうという面もあって、その辺りがとても面白い部分で、こういう方面に向けたポテンシャルというのがあるんじゃないかと期待をしています。つまり、今までは、人間の非合理性を特定していく部分の研究が進んでいたんだけど、これからはそれを上手く使っていかうかという方面に向かうことがテーマになる気がしています。今回のセイラーさんの受賞もそういう側面を非常に高く評価されたのでしょ。

山口|そうなんですよね。実はファイナンスの人間にとっては行動経済学って新しい学問だと思っていたけれど、マーケティングの人間は、昔からこの事を知っていたんですね。マーケティングや広告では、どうやって消費者を動かすかということをやっていますからね。

島田|毎月分配型の投資信託は、完全にマーケティング的な手法ですよ。

山口|そうですね。明らかに人間の心理を悪用しているんだと思います。

岡本|それは時間価値、つまり将来よりも今が大事という心理ですか。

山口|そうだと思います。

岡本|これからの日本の投資のことを考えると、まだまだ投資に対する抵抗感が強い部分や単に無知だという部分もあるかと思いますが、これに行動ファイナンスを活用して、上手く投資に誘導していくようなことはできないものでしょうか。

山口|セイラー達がやっていた、セイブ・モア・トゥモロウ というプロジェクトは、アメリカ人にもっと貯蓄をさせようというモチベーションでやっていたんですね。ご存じの通り、アメリカの家計は日本の家計と比べると明らかに借金が多いんですね。クレジットカードを多く使っていて貯金はあまりしない。日本は真逆で、みんな借金が嫌いだし一生懸命貯蓄するんですね。そんな中、では、どこまで投資をしたらよいかって実はよく分からない部分もあって、もっと投資しなさいと言うのが本当に正しいのかどうか、私はまさに研究中なんです。もしかしたらあまり投資しなくてもよいかもかもしれない。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

岡本|確かに投資を押しつけるのは良くないですよ。だけど、最終的にはキャッシュフローを考えた場合、現実的にいまの年金と言われているものは、どんどんと支給が遅くなって、金額も減っていきますよね。そう考えると、やはり今貰っている給料は、今の生活費と将来の生活費を合計したものなんだと思います。今全部使ったら将来、何もなくなるのは分かりきっている事ですから。ただし、日本人は痩せ細ってでも、明日のために貯めている感があって、しかも、あまり収益の上がらなさそうなものを一生懸命貯め込んでいる感じがありますからね。それは気を付けなくてはならないですね。

山口|利益が上がりそうにないというのは、逆に言うとリスクが少なそうなものを選んでいう事でしょうね。これは人によって違うのかも知れないけれど、バブル崩壊の体験があるかどうかでだいぶ違うんだと思います。1929年の時のウォール街の株価大暴落のあと、アメリカでも数十年間は株に対してネガティブだったと聞いています。1976年にロジャー・イボットソンが、長期の株価を調べてその上昇率に驚いたということを行っているんだけど、60~70年代にいた多くの人達が大暴落の記憶が残っているから、株は危ないって考えていたというのはあるんだと思います。

岡本|そういう意味では、私が明治大学の三和教授に代表になっていただいて設立した株価指数研究所のデータが出てきたら、結構、社会的に大きなインパクトがあるかもしれませんね。この研究には山口さんにもアドバイザーになっていただいている。

山口|はい。明治から大正にかけての日本はエマージングマーケットだったから、リスクを取ってでも何かをやろうという人達は、渋澤栄一を始め多かったんだと思います。その人達の中には勿論失敗する人達もいるけど、成功する人達もいて、日本全体がベンチャーだった時代でしたよね。それで成功した人達の一部が、いわゆる大財閥を形成していくんですよ。トマ・ピケティのデータを見ても、戦前は所得格差がものすごく大きいですよ。それが戦後の財閥解体や農地解放で平準化した訳で、いま格差社会だと言われているけど、昔はその比ではないくらいだったんですよ。

岡本|それはもう全然違いますよ。今は20年くらい前と比較したら少しは広がっているのかもしれませんが、戦前や終戦直後と比べたら水準自体が全然違いますよ。

山口|いつの時代も格差っていうのはあるんですよ。ピケティの本にも書かれていますが、格差が一番激しいのはアメリカで、日本やヨーロッパはそれほどでもないから、取り立てて騒ぐような事ではない気が私はしています。

岡本|行動ファイナンスを使った運用手法がこれから出てきてほしいという話をしましたが、こんな体験があります。20年くらい前に私の前職であるバークレイズ・グローバル・インベスターズ



長期投資仲間通信「インベストライフ」

でセイラーさんを招聘して集中講義を受けたのです。その後、いろいろな議論があったのですが、例えば、ある銘柄をフォローしているリーダー的なアナリストが収益予想を変えると、それに追随して予想を変えるアナリスト達が沢山いて、その修正していくパターンが非常に安定的であるから、それをアルファの源泉として組み込めないかという話をしていました。こういったものやもっと新しいものを、日本の資産運用会社でも取り入れることはできないものかと思っているんですよね。

山口|そういう話は実は昔からあって、アナリストのハーディング行動というのを研究している学者は何名かいます。今おっしゃったように、著名なアナリストが何かを言うと、若手のアナリストはついて行くんですね。これは格付けでも同じようなことがあって、ある評価会社を変更すると他もそれに倣うような、いわゆる横並びシンドロームみたいなものはありますよね。本当にある企業の業績が変わりそうだと、みんながちゃんと分析したとしたら傾向を掴むのは難しいけれど、著名な人が言うから自分もそうするという手を抜くアナリストがいるんだとすると、ハーディングビヘイビアを利用したモーメンタムが発生するから、それを研究することで資産運用するのは可能かもしれませんね。ただ、日本がアメリカと大きく違うのは、会社自体は来期の業績予想を発表したり、東洋経済が発表したりしますよね。結局これがベンチマークになってしまっていて、ハーディングが起こるとすると、そこにどれくらい追随するかということになりそうですね。

岡本|そういう意味では、アナリストにももう少し頑張ってもらわないとダメでしょうね。もう少し踏み込んで、会社や四季報の予想のこの部分が違うんだと、証明したり予測したりするようなアナリストが増えてくるとよいですね。

以前、やはりアメリカで聞いた行動経済学の講演で、こんな質問がでたのです。「行動経済学が人間の非合理的な行動を指摘して、人々がそれを修正していくと人々の行動がみんな合理的になり、行動経済学の出番がなくなるのではないのでしょうか」と。それに対して、講演者の偉い先生は「それを考えると私は夜も寝られない」と笑っていました(笑)。

山口さんの話を聞いていて、日本のマーケットはまだまだ非効率的で、行動ファイナンスの話をするだけで、もっと効率的になるべきだと、そういう指摘をされているように感じたんですけど、その辺りはいかがですか。





長期投資仲間通信「インベストライフ」

山口|セイラー達が研究していた、ニュースに対してのオーバーリアクションやアンダーリアクションというのはやはり存在していて、大抵のグッドニュースはオーバーリアクションになりがちなんです。そう考えると、株式全体としては全ての銘柄が均衡価格よりも少しズレていて、それぞれ上だったり下だったりするんですけど、それを見つければ、アクティブファンドは上手くできるはずなんですけどね。

岡本|そうやってアクティブが頑張ってくると市場が効率的になってきて、インデックスが有利になってくる。それでインデックスが増えすぎると、またアクティブが儲かるチャンスが増えるという、振り子のような関係なのでしょう。

山口|今度の投資信託事情の記事にもなっているんですけど、日本株のアクティブファンドは、ちょっとずつインデックスに負けているんですよ。それで、その原因はフィーが高いから負けているのか、ファンドマネージャーが悪いから負けているのか、どちらなんだというのを調べた結果、アクティブとパッシブのフィーの部分調整して計算してみたらアクティブが勝っているんですよ。つまり、勝っている部分を、フィーが全て食い潰しているという事なんです。だから、もっと運用コストが安いアクティブファンド、それこそロボットにやらせてもっとコストが安くなるのであれば、パッシブファンドを互角以上に戦えるのかも知れないなと思いました。生の成績の部分だけみると、日本のファンドマネージャーは結構頑張っているなという印象を持ちました。

島田|今、ロボットの話が出ましたけど、ビッグデータを使ってデータマイニングをさせている運用をさせようとしているのがありますが、世の中全体の動きを見ているという意味においては、行動ファイナンスのひとつの形なのかなと感じています。今まで、日本の投信協会は、行動ファイナンスをマーケティングに悪用していると言われていましたけど、それって何となく深夜のテレビショッピングの「今ならもう一本プレゼントします」みたいなものと似ているような部分もあったと思います。例えば「今のうちですよ」とか「まだ間に合います」みたいなことなんですけど。それと、資産運用業界のハーディングでいうと、投資家のハーディングというよりは、商品組成のハーディング現象が多かったように感じます。

山口|そうですね。「野村アセットが作ったら、ウチも同じものを出さなきゃ」みたいな感じはありますね。

岡本|なるほど。そう言った意味では、個人投資家の行動は、業界によって作られたハーディングかも知れませんね。



長期投資仲間通信「インベストライフ」

山口|はい。結局、自分からアクションするというよりは、勧められて買うという状態だとそうなるでしょうね。投資信託は昔から、買ってもらう商品ではなく、売る商品だと言われていましたからね。

島田|社会に出て働き始めたら保険に入るのが当たり前というのがありましたけど、投信もそういう風になると良いなどは思っています。ハーディングとかある意味常識みたいなものになればと感じています。

山口|制度的には確定拠出年金とか出来てきて、どうぞやっつけてくださいとなっていますが、どうぞと言われても投資には向いていかないかも知れませんね。

岡本|そうですね。やはり、投資をしなくてはいけないという必要性を感じていないのが大きいと思います。この前も金融庁の方と話をしましたが、投資の必要性を感じていないところに対して投資をしましょうと言っても、騙されるように感じる部分もあるでしょう。制度の背後を見れば業界の意向がちらちら見えるし、ますます怪しいと感じる人もいる中で、投資をしましょうと勧めるのは逆効果になっているところもあるんだと思います。だから、やっぱりどうしてやる必要があるのか、という事を理解してもらう必要がある。そのためには首相が「自分の将来のことは自分でやってほしい。年金だけを頼りにしないでほしい」とハッキリいうのが一番なんだと思います。別に首相が悪くてこうなった訳ではないですからね。

島田|そうですね。イギリスみたいにすればよいと思います。

岡本|はい。時代として国が成熟してきて、結果として起こっている事なんだと、それをハッキリと言ったあとで、ではどうするとなったときに投資を有利にする税制面の話に進めば良いんですけど。

島田|加入者だけでなく企業、特に中小企業の経営者にも考えて貰わないといけない部分もありますね。今までの会社が最後まで面倒をみるという社会ではなくなってきていますからね。金融庁が職場積立 NISA についていろいろとやっていますが、これも DC が無い会社に推奨すると言っても、その経営者自身がその必要について理解していないと難しいかもしれませんね。

岡本|業界的には毎月分配型投信が大成功したのと同じように、個人のためになる老後のための資産運用に、なにか行動ファイナンス的なアプローチが使われるようになると良いと思います。非合理的な「行動」を研究する行動経済学から、人々に合理的な行動を促す「行動」経済学になってほしいものです。今日はどうもありがとうございました。