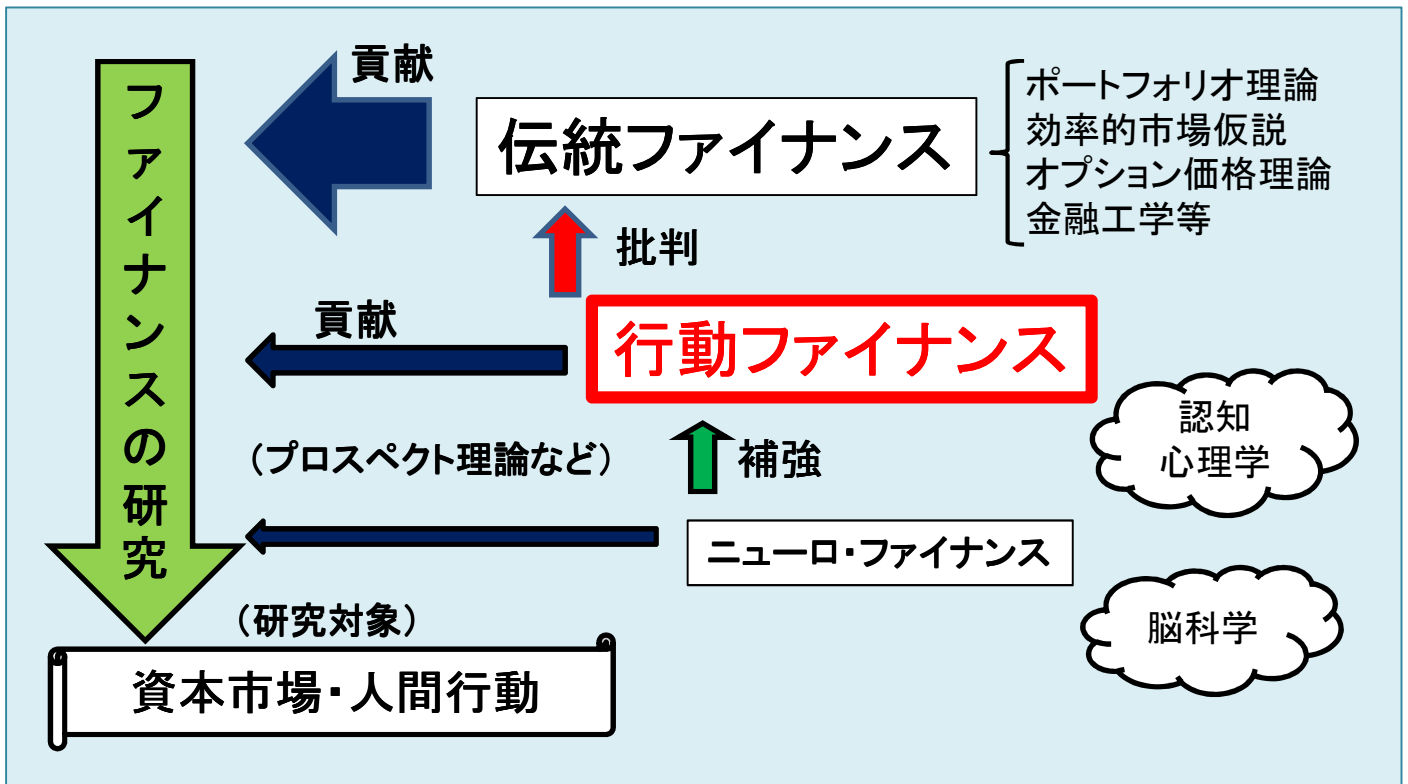


3つのファイナンス理論



- 人間は合理的に投資に関する判断を行う
- 市場では裁定が充分行われている。

この前提の上に現代ファイナンス理論は発展してきた。

現代ファイナンス理論

平均分散アプローチ(ハリー・マーコヴィッツ)
資本資産評価モデルCAPM(ウィリアム・シャープ)
裁定価格理論APT(ステファン・ロス)
二項価格評価モデル
ブラック・ショールズモデル

- 人間の行動・判断には系統的な**バイアス(偏見・歪み)**があり、時に不合理な行動をとり、誤った判断をする

系統的なバイアスが存在することを前提としているのが行動ファイナンスである

行動ファイナンス理論 プロスペクト理論

2002年のノーベル経済学賞が心理学者ダニエル・カーネマンと経済学者バーノン・スミスに与えられたことが、行動ファイナンスの正当性を立証することとなった。

1, 心理学とファイナンス

「心理的バイアス」を知ることは、それを避けるための第一歩である

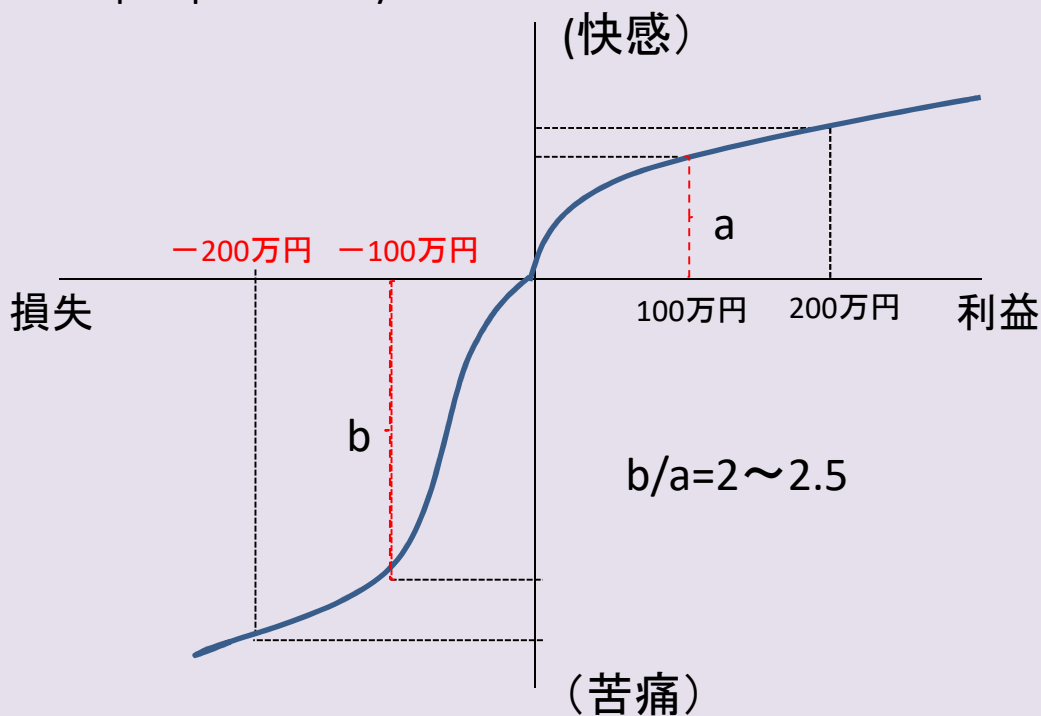
<予測>

(問) 1896年ダウ・ジョーンズ平均株価は40であった。2006年末では12,463であった。平均株価は価格の平均値であり、配当は無視している。もし、配当を再投資していたとすれば、2006年末の平均株価はいくらになっていただろう。

この例は、**アンカリング**と呼ばれる投資家の心理を表している。始めに、問題の中で12,463という数字を見たとき、この数字に暗黙のうちに引っ張られてしまう。投資家は、株式の購入価格や最近の最高値に引っ張られてしまう傾向がある。

<認知の誤り>

予測理論 (prospect theory) 効用・価値



多くの投資家の行動は、予測理論によって説明される。この理論は投資家が不確実の存在する状態でどのように意思決定するかを説明する理論である。投資家は、ある評価の基準に対して潜在的な利益と損失の観点から選択肢を考える。投資家は様々な基準を設定するよう見えるが、購入価格が重要なのである。投資家は図のようなS字型の関数にしたがって利益・損失を評価する。

この関数は損失の方が傾きが急である。すなわち、同じ金額であれば、損失の方が苦痛は大きい。こうした非対称性は、投資行動に影響を与える。

<バイアスの原因>

- ・ **自己欺瞞**: 人々は現実よりも楽観的に考える傾向があるために起こる。
この傾向は自然界で生き抜くのに必要な能力とされる。
- ・ **ヒューリスティックな単純化**: 人間の認知能力(記憶力、注意力、処理能力)には限界があるので、脳は複雑な分析を単純化しようとする。
予測理論もヒューリスティックな単純化が原因とされる。
- ・ 雰囲気: 理屈でなく。

<バイアスとコスト>

一部の情報からいかに人間がバイアスを持って意思決定するか。

「ギャンブラーの誤解」: コインの裏表を出すゲームで3回連続して表が出たとすると4回目は裏が出そうな気がする。しかし、表と裏の出る確率はいずれも50%である。

「少数の法則」: すでに出た結果に基づき将来を予想してしまう。すなわち、例外的な株価上昇であっても、それが将来継続すると感じてしまいます。株価の予測は困難なので、人々は株価上昇を追いかけてしまい、昨年上昇した株式は今年も上昇すると信じてしまうのである。

II, 投資に関する意思決定が感情によって影響される

1, 自信過剰

自己帰属バイアス : 特に、成功を収めた後に自信過剰になる傾向がある。成功は自分の能力のおかげだと考えがちである一方、失敗は不運だったと考えてしまう傾向がある。ゆえに何度か成功を繰り返すと自信過剰な行動をとってしまいます。

<自信過剰のトレーディング>

自信過剰の投資家は過度に取引し、高い回転率を示す。

ポートフォリオの回転率別の年間利益率(1991~1996, 米国78000世帯調査)

	1回転	2回転	3回転	4回転	5回転
年間収益率	18.5%	17.8%	16.7%	15.2%	11.4%

頻繁な取引においては、取引費用のみが問題ではない。

自信過剰は、パフォーマンスの良い株式を売らせ、パフォーマンスの悪い株式を
購入させることとなる。 3

<自信過剰とリスク>

自信過剰の投資家のポートフォリオは、収益率に対して必要以上のリスクを負ってしまう。

- その理由
- ・高いリスクの株式を購入する傾向がある。(小型株、新興国株)
 - ・ポートフォリオがあまり分散化されていない。

リスクを表す基準: ポートフォリオの**ボラティリティとベータ**

ボラティリティ: ポートフォリオの株価が上下する度合い。
高いボラティリティは価格の上下が激しく、ポートフォリオの分散化の度合いが低いことを示す。

ベータ(β): 株式市場の変化に対するポートフォリオの株価の変化の度合い。ベータが大きいと、リスクが高く株式市場よりもボラティリティが高いことを示す。

2,後悔への恐怖とプライド

人は後悔を恐れ、プライドを保とうと行動する。

後悔は感情的な痛みであり、以前の自己の意思決定が悪い結果となった場合に発生する。プライドは感情的な喜びであり以前の自己の意思決定が良い決定になった場合に発生する。

(例) あなたは何か月の間、毎週同じ番号の宝くじを購入し続けている。
当然のことながら、いまだ当たったことはない。友人は他の番号を購入することを進めるがはたしてあなたは番号を変えるだろうか。

二つの後悔

- ・不作為の行為: あなたが従来番号に固執し続け、友人の勧める番号が当たった場合
- ・作為の行為: 反対に、番号を変更し従来番号が当たった場合

不作為の後悔<作為の後悔

<気質効果>

後悔への恐怖とプライドを保とうとする心理は、投資家がパフォーマンスの良い株式を早く売却しすぎ、パフォーマンスの悪い株式を長く持ち過ぎる傾向に表れている。これを気質効果という。

<良い株式の売り焦りと悪い株式の売り遅れ>

後悔の恐怖とプライドを保とうとする傾向は、投資家の資産に対して二つの悪影響を及ぼす。

- ・投資家は、パフォーマンスの良い株式を売却することにより、多くの税金を支払う⁴ことになる。

- ・パフォーマンスの良い株式を売り焦り、パフォーマンスの悪い株式を保有し続けるため、ポートフォリオの収益率が低下することになる。

<気質効果とニュース>

個別企業のニュースと経済全体のニュースに対する投資家の行動は異なる。個別企業のニュースに対する投資家の行動は、典型的な気質効果を示す。なぜなら、ポートフォリオにおける個別企業の選択は自分自身の判断に基づいているからである。しかし、経済全体のニュースは自分のコントロール不可能なことなので後悔の念は弱くなり、気質効果とは矛盾する結果となる。

<評価の基準>

50ドルで株式を購入→1年後100ドル→2年後75ドル(現在)

評価の基準とは、現在の株価と比較すべき基準となる株価のことである。

例えば、現在の株価は75ドルで、評価の基準は購入価格の50ドルであろうか1年後の100ドルであろうか。

評価基準は私たちが利益を得た喜びを感じるが、損失の痛みを感じるかを分ける重要なポイントである。

投資家は評価の基準により、自分のポジションが利益を出しているか、損失をだしているか判断する。しかし、評価の基準は動く。

では、どのタイミングの株価が評価の基準になるのだろうか。可能性としては、過去の平均または中央値が選ばれることがある。また、過去1年間の最高値と最低値が新聞等で報道されることが多いが、最近の調査によれば、過去1年間の最高値が評価の基準とされる。

<気質効果のマーケットへの影響>

株価が上昇している株式は、投資家がキャピタル・ゲインを得ていると考えられる。この会社が良いニュース(例えば好決算)を発表した場合、投資家が株式を売却することによって株価の上昇は本来のニュースを反映したものよりも抑えられる。その後は、本来よりも低めの株価からスタートするため、上昇率は大きなものとなる。このような株価の上昇の仕方を**過小反応**と呼ぶ。

また、キャピタル・ロスが発生している株式に悪いニュースが発表されると、株式の売却は遅れ、株価の下落が抑えられる。

こうした株価の過小反応は、気質効果による「良い株式の売り焦り、悪い株式の売り遅れ」の考え方と一貫している。

3,リスクの認識

コインを投げて表が出れば20ドルもらい、裏が出れば20ドル払う。あなたはこのようなギャンブルに参加するだろうか。

もし、昔こうしたギャンブルで100ドル買った経験があればどうだろうか。

昔20ドル損したことがあればどうだろうか。

多くの人は状況により、ギャンブルに参加したりしなかったりする。ギャンブルで20ドル出る確率は変わらないので、ギャンブルからの期待値も不変である。ギャンブルのリスクや報酬は変わらないが、人々のリスクに対する反応が状況により変化するのである。過去の経験は、現在のリスク判断に影響する。

<ハウス・マネー効果・スネーク・バイト効果>

利益を得た経験の後では、人はより多くのリスクを取ろうとする。大きく買ってもアマチュアのギャンブラーはそれを自分のお金とは信じられない。「あなたは人のお金使うのと、自分のお金を使うのと、どちらがリスクを取るだろうか。アマチュアのギャンブラーは買ったお金を自分のお金とは信じられないため、カジノのお金(ハウスマネー)でギャンブルをしているように感じるのである。通常リスクを取らない者であっても、利益を得た経験があればリスクを取るようになるのである。これが**ハウス・マネー効果**である。逆に人々は損をした経験があるとリスクを取らない。一度損をすると、損をし続けるかのように感じてしまう。これが**スネーク・バイト効果**(リスク回避効果)である。

<ブレイク・イーブン効果>

損をした経験があっても、人は損失を埋めるためにギャンブルをする場合がある。損失を埋めてゼロ(ブレイクイーブン)にしたいという欲求はスネーク・バイトよりも強い。ギャンブラーは一日の始まりにはあまりリスクを取らないが、その後大きく儲けたり(ハウス・マネー効果)、損をしたり(ブレイク・イーブン効果)するうちに、大きなリスクをとるようになる。大きく儲けた者は儲けがまだ自分の金とは自覚できないので、大きなリスクをとってしまう(ハウスマネー効果)。損をした者はリスクをとってブレイク・イーブンに持ち込もうとする。(ブレイク・イーブン効果)一方で、損も得もしていない者はリスクをとることを嫌う。

<現状維持バイアス>

例えば、学生に多額の遺産を相続したと仮定させ、その遺産を低リスク企業・高リスク企業・国債・地方債に投資できるとした実験を行った場合。すでに、遺産が高リスク企業に投資されているとした場合には、学生も投資対象として高リスク企業を選択することが多かった。国債についても同じである。

ポートフォリオの多くが高リスク企業への投資であるか国債であるかは、そのポートフォリオのリスクと期待収益率に大きな差が生じる。しかし、こうしたリスク、期待収益率の差にも関わらず、学生の選択はすでに投資されている投資対象がなんであるかに影響を受けるのである。

現状維持バイアスは、投資の選択肢が増えれば増えるほど大きくなった。すなわち、意思決定が複雑になればなるほど何もしないこと(現状維持)を選択するのである。

<記憶と意思決定>

記憶は身体的・感情的な経験の認識であり、事実の正確な記録ではない。こうした認識は、ある出来事がどのように展開したかに影響される。

ある出来事が脳に記憶されるプロセスにおいては、同じ出来事でも違った認識として記憶することがある。こうした認識が、記憶を思い出すときに影響する。

記憶は適合性のある機能で、過去に経験したことを欲するべきか、避けるべきかを決定する。例えば、ある経験を実際よりも悪く記憶していたならば、必要以上にその経験を繰り返すことを避けたがるだろう。一方、ある経験を実際よりも楽しく記憶していたならば、同じ経験をしようとする普通以上の努力をするだろう。

このように不正確な過去の認識は、誤った意思決定をもたらすことがある。

<「安く買い、高く売れ」はなぜできないのか>

「安く買い、高く売れ」といった投資アドバイスを聞いたことがあるだろう。しかし、実際に行うのは困難である。なぜか、ひとつの理由は、ハウス・マネー効果のために、よりリスクの高い投資をしてしまうからである。これは例えば、すでに十分値上がりしてしまった株式に投資してしまったような行動をいう。こうした株式はリスクが高い。過大評価と期待によって株価が上がり過ぎているからである。すなわち、「高く買ってしまう」のである。一方、もし株価が下がってくれば、スネーク・バイトを感じて逃げてしまいたくなるだろう。「安く売って」しまうのである。ハウスマネー効果とスネーク・バイト効果により、「安く買い、高く売れ」とは逆のことをしてしまうのである。

多くの投資家がこうした効果の影響を受けていると、市場全体も影響を受けてしまう。ハウスマネー効果により高いリスクをとる行動は、市場全体に「バブル」をもたらす。またスネーク・バイト効果によりリスクを避ける行動は、バブル崩壊後の株価低迷をもたらす。

記憶は事実の記録ではなく、感情・間隔の記録である。ゆえに、実際の出来事を誤って記憶したり、都合の悪い情報を無視してしまうことがあるのである。

4,メンタル・アカウンティング

人はメンタル・アカウンティング(心の会計)を持っている。

<メンタル・バジェット>

人は予算を用いて、その消費をコントロールしようとする。脳はメンタル・バジェット(心の予算)により、それぞれのメンタル・アカウント(心の口座)について、消費から得る便益とコストを一致させる。財・サービスの消費に伴う苦痛(コスト)を、投資の損失と同じように考えてもらいたい。また、財・サービスの消費から得る便益を、投資から得る利益と同じように考えてみよう。メンタル・バジェットは、感情的な苦痛と喜びを結び付けるものなのである。

<コストと便益の一致・負債の回避>

(問)6カ月後に洗濯機と乾燥機を購入するとしよう。合わせて1,200ドルかかるが、次の2つの支払い方法がある。

- A, 毎月200ドル6カ月支払う。支払い終了後、洗濯機と乾燥機が配達される。
- B, まず洗濯機と乾燥機が配達され、その後毎月200ドルずつ6カ月間支払う。

結果は91人のうち84%がBを選んだ。これはメンタルバジェットのコストと便益の一致から説明できる。便益を得ている期間に支払いも行うのが良いということである。Bは伝統的な経済理論とも一致している。すなわち、Bは貨幣の時間価値を考えると割安なのである。

(問)カリブ海への1週間の旅行を6カ月後に考えているとする。旅行には1,200ドルかかるが、次の二つの支払い方法がある。

- A, 毎月200ドルずつ6カ月間支払う。支払い終了後、旅行に行く。
- B, まず、旅行に行く。その後毎月200ドルずつ6カ月間支払う。

多くの回答者がAを選んだ。なぜか、先に旅行代金を支払っておいたほうが、旅行後に支払うよりも旅行は楽しいと考えるからである。支払いが旅行後に残っていれば旅行中に「帰ってから返済していかなければならない」と考えることになり、旅行の楽しさが半減してしまうからである。

(問)これから半年間、週末に2,3時間働くとした場合、賃金は前払いか後払いかいずれを選択するだろう

人はすでに消費済みのものについてローンを組むことを好まない。旅行代金のローンは、短期間の消費に比べて長期間の支払いをするものであり、あまり利用されない。人は労働に対して賃金を前払いされることを好まない。なぜなら、長期の負債(半年間の労働)と比較して快樂(賃金の受取)は短期だからである。ゆえに、先に労働し賃金を後で受け取るほうが好まれる。

- 負債(ローン)の活用 ○ 支払い期間(中長期) ≒ 消費期間(中長期)
 × 支払い期間(中長期) > 消費期間(短期)

<サunk・コスト効果>

伝統的な経済学では、人は意思決定に際して、過去と未来のコストと便益を考慮するものとされる。しかし実際には、人は過去の回復不能なコストを考慮して将来の意思決定を行う。これをサunk・コスト効果と呼ぶ。サunk・コスト効果は過度にコミットメントすることをいい、「一度投資した資金や時間について、努力を続けること」と定義される。。

サunk・コストには2つの要素がある。規模とタイミングである。次の2つのシナリオを考えてもらいたい。

ある家族はバスケットボールの試合のチケットを持っており、楽しみにしている。チケットは40ドルである。試合の当日は雪嵐であった。試合を見に行くことは不可能ではなかったが、それでは楽しみが半減してしまう。もしチケットを40ドルで買っていたとすれば、この家族は試合を見に行くだろうか。チケットをタダでもらったとすればどうか

チケットを購入した家族は、メンタル・アカウント(心の会計)を開いたのである。もしチケットを購入していながら何らの便益を得ずにアカウントを閉じると、損失のみが残ってしまうことになる。これは苦痛である。この家族は、こうした苦痛を避けるために試合に行こうとするだろう。逆にチケットをタダでもらったならば、メンタル・アカウントは、便益もコストも計上されずに閉じられることになるだろう。この例は、サunk・コストの規模が意思決定に重要な影響を及ぼすことを示す。チケットのコストが40ドルか0ドルかが問題なのである。

ある家族は、長い間バスケットボールの試合を楽しみにしていた。試合は来週である。試合当日は雪嵐であった。もしチケットを40ドルで1年前に買っていたとすれば、この家族は試合を見に行くだろうか。チケットを40ドルで昨日買っていたとすればどうか。

いずれの場合でもチケットを40ドルで買ったのはサunk・コストである。しかし、そのタイミングが異なる。結果は昨日買った方が1年まえに買った場合に比べて、試合に行く可能性が高いだろう。メンタル・アカウント(心の会計)を便益を得ずに閉じる苦痛は、時間とともに減少するのである。すなわち、サunk・コストの負の影響は時間とともに減少するのである。

<メンタル・アカウンティングと投資>

税スワップによる資産最大化戦略を考えてみよう。税スワップは損の出た株式を売却し、類似する株式を購入する戦略である。例えば、あなたがノースウエスト航空の株式を持っているとしよう。その株式は他の航空会社同様、株価が下がっている。あなたはノースウエスト航空の株式を売却し、ユナイテッド航空の株式を購入することが出来る。この税スワップにより、損の出た株式売却で税金の支払いを抑える一方、航空会社株を持ち続け、航空業界が回復するのを待つことが出来るのである。

税スワップはなぜ一般的でないのだろうか。投資家は損の出た株式を売却するとメンタル・アカウントが閉じ、別のアカウントを開いたと感ずるのである。

この結果、投資家は2つのメンタル・アカウントの相互作用を利用すれば資産が増加するにも関わらず、単に損の出たメンタル・アカウントを閉じることによる後悔を避けようとする。ゆえに、投資家は後悔は避けるが、資産を最大化しようとはしないことになる。

メンタル・バジェットにより、より一層、損の出た株式の売却を避けようとする。時間が経つにつれて、株式の購入はサunk・コストとなる。損の出た株式を売却するという、感情的な苦痛は時間が経つにつれて減少する。損が出た場合、その株式を早く売却するよりも、しばらく経ってから売却する方が心理的な苦痛は小さい。

メンタル・アカウンティングは、なぜ人々があまり株式投資をしないかも説明してくれる。株式の平均リターンが高くてものである。株式のリスクは、生活に関する重要なファクター、例えば給料が増減するリスクや、不動産価格のリスクとは無相関である。ゆえに、株式投資を行うことにより生活に関するリスクを分散化することが出来る。しかし投資家にとっては株式のリスクの方が給料が増減するリスクや、不動産価格のリスクよりも高く思われるのである。

III ポートフォリオ構築への影響

<現代ポートフォリオ理論>

ポートフォリオ理論を実行するために必要な要素

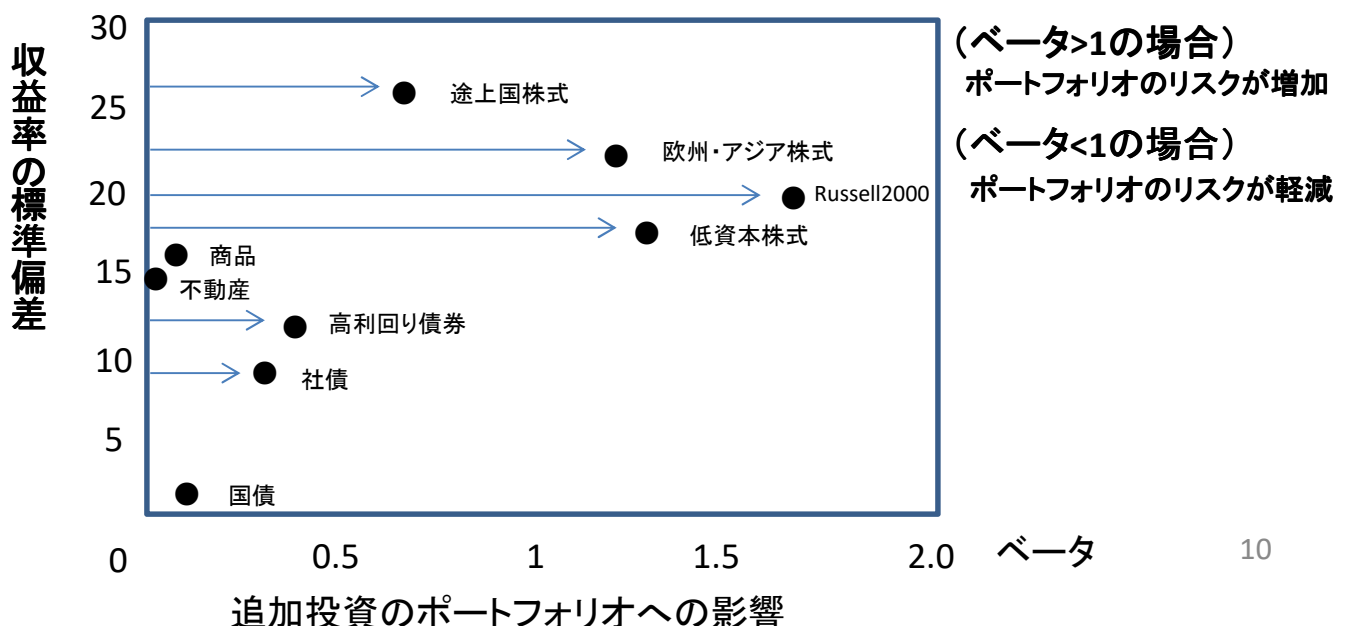
- ・期待収益率
- ・リスク(期待収益率の標準偏差で示される)
- ・相関(個々の投資がどのような相互作用を持つか)

<メンタル・アカウンティングとポートフォリオ>

メンタル・アカウンティング : 個々の投資ごとに別々にメンタル・アカウンティングを設定するので、相互作用は無視される。
 新たな証券の購入とそれに伴うメンタル・アカウントが開くがすでにした投資との相関は考慮されない。

現代ポートフォリオ理論 : 株式の価格は頻繁に上下を繰り返している。このボラティリティを軽減するために、異なる株式への投資を組み合わせれば良いとされる。株価がどのように変化したかを比較検討すれば、リスクの低いポートフォリオを構築することが出来る。

<リスクの認識>

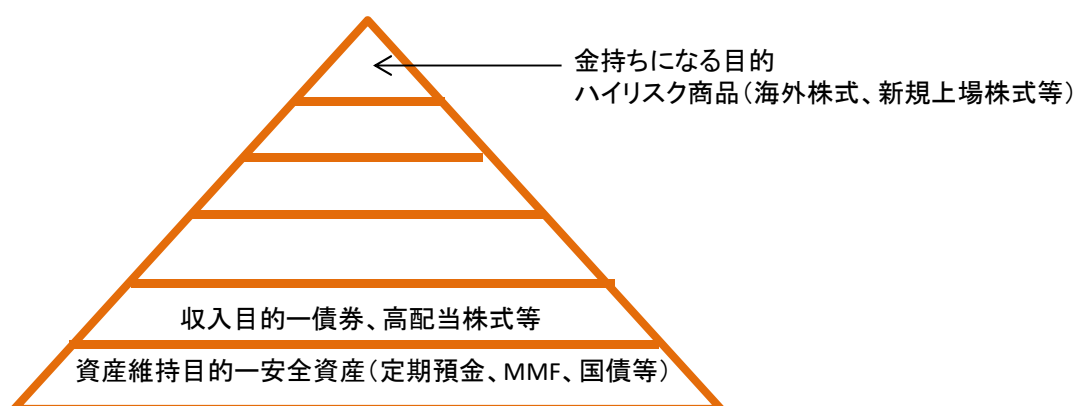


標準偏差は個々の投資のリスクの基準ではあるが、ポートフォリオにある投資の追加した場合のリスクの変化を示すわけではない。

重要なのは個々のリスクの高さではなく、それぞれの投資が既存のポートフォリオにどのように相互作用を及ぼすかである。

メンタル・アカウンティングにより、投資家はポートフォリオにある投資を追加した場合のリスクの変化ではなく、個々の投資のリスク(標準偏差・縦軸)事態に着目してしまう。しかし、ポートフォリオにある投資を追加した場合のリスクの変化は、横軸に示されている。単独で見れば途上国株式は最もリスクの高い投資対象ですが、既存ポートフォリオとの相互作用で見れば、むしろポートフォリオを軽減してくれることがわかる。

<行動ポートフォリオの構築>



人は投資目的に合わせて別々のメンタル・アカウントを持っている。そして、それぞれの投資目的に合わせて異なるリスクをとる。投資にあたっては、それぞれのメンタル・アカウントに合うリスクとリターンの資産を見つけることになる。

- ①安全目的
- ②収入目的
- ③インフレ対応目的
- ④資産の増加目的

ポートフォリオは投資目的とメンタル・アカウンティングにより決定され、組成され、変更される。

投資家はメンタル・アカウント間、投資間の相互作用を無視する傾向がある。ゆえに投資家の分散投資は投資目的とメンタル・アカウントによる分散投資であり、**マーコヴィッツのポートフォリオ理論による分散投資ではない。**

こうしたことから、多くの投資家は効率的ポートフォリオを保有していないことになる。ゆえに、投資家は期待収益率の割には高いリスクを負担していることになる。あるいは、そのリスク負担であれば、本来はもっと高いリターンを得ることが出来るはずである。

IV 代表性と慣れ

心理学的研究によれば人間の脳は、複雑な情報を処理する際に近道をすることがある。この近道により脳はおおよそその答えを出し、すべての情報を分析する前に答えを出すことができる。

代表性:ステレオタイプ(固定観念)に基づく判断である

慣れ:慣れ親しんだほうを選択する

<代表性と投資>

投資家は代表性により、金融市場においても誤りを犯す。例えば、投資家は良い企業と良い投資を混同する。良い企業とは収益率が高く、マネジメントの良い企業をいう。良い投資とは他よりも価格が上がる株式のことである。

投資家は過去の株式のパフォーマンスを分析する際に誤りを犯す。例えば、過去3年から5年間のパフォーマンスが悪かった株式は敗者だと考える。投資家は、過去のパフォーマンスを将来のパフォーマンスの代表だと考えるのである。投資家は勝者に投資することを好む。

投資信託への投資家も同じような誤りを犯す。雑誌のランキングで上位となったファンドには多数の投資家が殺到する。彼らは勝者を追いかけけているのである。

実際、こうした投資の仕方は非常にポピュラーであり、モメンタム投資と呼ばれる。モメンタム投資家は株式でも投資信託でも、過去1週間、1ヵ月、1四半期にパフォーマンスの良かったものを追いかけている。モメンタム投資家は過去1時間、1分間ですらパフォーマンスの良かったものを追いかける。メディアは、このバイアスを代表性バイアスへと悪化させる。毎日メディアは前日の上昇株を報道し、一日中専門テレビはどの株式が最も上昇しているかを報道している。

<慣れと投資>

投資家は、伝統的な分散投資の考え方に反して、外国に比べ自分の住む国に対して多くの金を投資する。投資家はホーム・バイアスがある。外国に比べて、慣れ親しんだ自分の国に多く投資するのである。

	米	日	英	仏	独	加
世界株式市場におけるシェア	46.9	11.3	8.1	4.3	4.0	2.4
自国の投資家のシェア	85.7	71.8	43.1	55.3	33.5	27.0

(全世界に占める各国の株式市場シェアと自国株式に投資する割合)

脳は慣れているものについて、近道をして投資を評価することが多い。ゆえに、投資家は良く知っている企業の株式に多くの資金を投資してしまう。従業員が自分の企業の株式に投資するのも同じである。結果的に十分な分散化は達成できないことになる。投資家は、自分の働く企業や地元の企業、国内株式に多くの資金を割り当てすぎるのである。

V 社会交流と投資

<メディアの影響>

私たちはメディアにより大きな影響を受ける。メディアは私たちの注目を得ようと様々な工夫を凝らしている。そして、私たちは面白くない話題を提供するメディアよりも面白い話題を提供するメディアの方を好む。よって、メディアは常に面白い話を提供しようとする。大事なことは深い分析を提供するというよりも話の面白さを提供しようとする傾向があることである。

コラムの影響についての調査

非常に悲観的なまたは楽観的な意見がコラムに掲載されると、その日の取引高も高くなる。楽観的な意見が出た日のダウ平均株価指数は悲観的な意見が出た日に比べ0.25%高く上昇することが分かった。

投資家は、コラムの意見の影響を受けて投資している。メディアはニュースを一番に報道しようと競争している。投資家も新たなニュースに基づいて投資しようとする。こうしてマーケット全体で心理的バイアスは増幅されるのである。

<群集心理>

他の投資家が株式についてどう考えているかを聞くと、まわりのコンセンサスが形成される。投資家はこのコンセンサスに基づき投資を行う。いわゆる群衆化である。

群衆化は、動物が敵に対して群れをなしてかたまっているのと同じである。この群衆はある時は止まっているが、突然飛び上がる。群れの動物は群れの他の動物に取り残されないよう、目を開き、耳を澄ませている。

群集とともに動くのは問題がある。心理的バイアスが増幅されるからである。意思決定がしっかりとした分析に基づくのではなく、群集の感覚に基づいてなされるからである。また、低パフォーマンス株を保有し続けることによる後悔の気持ちは、群集の中にあると緩和される。他人も同じく保有し続けているからである。苦痛は群集を好むものである。

VI セルフコントロールと意思決定

ウォール街の格言：市場を動かすものは恐怖と貪欲

セルフコントロールの問題として2つの自己(プランナーと実行者)の存在

実行者: 将来よりもいま消費することを好み、嫌いなことを先延ばしする。

プランナー: 後で消費することを好み、嫌いなことをいまやっけます。

こうした欲求と意思の葛藤があるのは、人は合理的な長期的視点と、感情的な短期的視点の双方に影響されているからである。

<短期的視点VS長期的視点>

例えば、多く人は2年後に100ドル受け取るよりも、今すぐ50ドル受け取るほうを好む。年間収益率で41%の損をすることになってもである。しかし、4年後に50ドル受け取るのと、6年後に100ドル受け取るのでは、前者を選択することはない。はじめの場合と4年間時期がずれているだけなのである。

人は現在を将来とは異なり特別視する。これが強い欲求と弱い意志の原因となる。

<セルフコントロール>

多く人はセルフコントロールを保ち、長期的な利益をもたらす意思決定をしたいと望む。しかし、人は意思よりも欲求の方が強いことを思い知らされる。ゆえに、人は様々なテクニックを用いて意思を強くしようとする。これらのテクニックは2つのグループに分けられる。経験則と環境のコントロールである。これらは欲求を抑え、意思を強くするのに助けてくれる。

●経験則により、行動をコントロールする方法

経験則は感情ではなく意思の力が強いときに形成される。

感情や欲求が強い時には、経験則により意思の力を強く出せるようにするのである。

- ・消費を抑えるには一散在しようとする意志と戦え
- ・アルコール依存症――一滴も飲むな
- ・退職者の消費は一元本に手を触れるな
- ・401Kに加入している従業員は一たくさん貯めて、手を付けるな
- ・投資家は一安く買い、高く売れ
- ・弱気の市場で投資家が長期的な視点を保つには一現状を保て

●環境のコントロールにより意思を強くする方法

- ・ダイエット中はクッキーを家におかない
- ・ギャンブル狂はラスベガスに行かない
- ・いつも遅刻する人は腕時計を数分進めておく
- 朝起きられない人は目覚まし時計を部屋の反対側に離して置く

<401KとIRA>

IRA(個人退職金積立勘定)や401K(確定拠出年金)は、多くの人々が将来のために貯蓄するのを容易にするものである。これらは単純であり、容易に節税をすることができる。また、早期に払い出せば手数料を取られるため、退職後まで貯蓄を続けるインセンティブとなる。多くの人々は毎年IRAや401Kに貯蓄をし、それが習慣となる。この習慣により強い意志を保つことができるのである。

しかし、401Kが開始されて以来、最も難しい部分は従業員に401Kを始めさせることである。なぜなら、従業員は401Kの開始をできるだけ遅らせようとする傾向があるからである。意思決定があればあるほど、人は決断を遅らせるものである。もう少し時間をかけて検討すれば正しい意思決定ができると考えるからである。こうした意思決定の遅れは、時間と資本のという退職後の資産形成に重要な2つのファクターを無駄にしてしまう。

<バイアスに打ち勝つ戦略>

戦略1, バイアスを理解せよ

自分自身や他人のバイアスを理解することは、それを克服するための第一歩である。

戦略2, なぜ投資しているかを理解せよ

多くの投資家は、この基本ステップを見落とす。多くの人々は投資の目的について曖昧な考えしかもっていない。

もう少し具体的な目的を考えてみよう。例えば次のようなものである。

退職後に最低75,000ドルの収入があれば、年2回の海外旅行が可能である。公的年金で年20,000ドルを得ることが出来るので、55,000ドルを投資収入により得られればよい。投資資産800,000ドルあれば、これを得ることが出来る。10年後には退職したい。

このように具体的な目標があれば有利に投資を進めることが出来る。例えば、投資する理由をつねに意識することによって長期的で明確な全体像を持つことが出来るため、自分の行動が目標に対して正しいかどうか判断できる。

戦略3, 数量的な投資基準を持つ

数量的な投資基準を持てば、感情や噂や作り話などの心理的バイアスに基づいて投資することを避けることができる。

投資家は広告のような情報に魅了されがちだが、広告の多い投資信託を選ぶことは費用の高い投資信託を選ぶことになり、それがパフォーマンスの悪化につながるのである。商品を買う前に、その企業が投資基準に合っているか検討すべきである。

戦略4, 分散化せよ

- ・異なるタイプの株式を保有することにより分散化せよ
異なる業種・規模から成る15の株式を保有するだけで分散化は達成可能である。ひとつの分散投資された投資信託に投資するだけでもよい。
- ・自分の働く会社にはほとんど投資するな
あなたはすでに人的資本を自分の働く会社に投資している。すなわち、収入をその会社に依存しているのである。ゆえに、分散化のためには、自分の金融資産は他の会社に投資すべきである。
- ・債権にも投資せよ
分散化されたポートフォリオにするためには、債券そのものや債券に投資する投資信託にも投資すべきである。

こうした方法により、人生を悲劇的にするような損失を避けることができるだろう。また、分散投資により、愛着や慣れといった心理的バイアスを避けることができるのである。

戦略5, 自己の投資戦略をコントロールせよ

- ・株価をチェックするのは月1回で十分
株価をチェックするのを月1回にすることにより、スネーク・バイトやプライドを保つ行動、ハウス・マネー効果を避けることができる。
- ・取引をするのは月に1回、毎月同じ日とせよ
月に1回だけ投資することにより、自信過剰を避けることができる。
- ・ポートフォリオを年1回だけ確認し、自分の目的とせよ
ポートフォリオを確認するとき、現状維持バイアスや代表性、慣れといった心理的バイアスに注意すべきである。ポートフォリオの各証券が自分の具体的な投資目的に合致しているか確認しよう。また、認知的不協和といった記憶上のバイアスを避けるために、記録をつけるべきである。

投資を成功するには、株式のことを知っているだけでは足りない。実際、自分自身を理解することは、株式を理解することと同じくらい重要なことである。知識のある投資家が失敗するのは、心理的バイアスのもとで投資の意思決定を行うからである。心理的バイアスを利用して、正しい意思決定に導き、人々を幸福に出来るような多くのプログラムを開発することが、今後の行動ファイナンスに期待されている。