

## 行動ファイナンスとは

行動ファイナンスは、資本市場理論（CAPM）など標準的な現代ポートフォリオ理論（以下、標準理論<sup>1</sup>）では説明できない市場の動きに注目して、主に心理学的な視点から説明を試みる理論である。未だ課題も残るが、更なる研究により、説明力向上への貢献が期待される。

次のようなケースは、よくある話ではないだろうか。

- ① 政策アセットミックスを決定する際、同業他社のポートフォリオを気にする
- ② 手数料が安いインデックスファンドがあるのに、アクティブ運用を増やす

これらは、CAPMやマーコビッツのポートフォリオ理論など従来の標準理論の枠組みでは、通常、認識されない投資行動である。

また、「狼狽売り」や「底打ち感」といった言葉が示すように、マーケットには投資家心理が影響を与えるし、クラッシュやバブルなど、（事後的に）行き過ぎと判断される局面を形成してきた。このほかにも、「小型株効果」や「バリュー株効果」など、数多くのアノマリー<sup>2</sup>が実証されている。

実際の市場の動きには、「投資家は合理的に行動する」ということを前提にしている既存の標準理論だけでは説明できない、いくつかの非合理的な行動パターンの領域が存在する。このような行動パターンについて、主に心理学的な視点から説明を試みるのが行動ファイナンスである。本稿では、様々な枠組みの中から代表的なものを取り上げた（図表1）。

図表1 代表的な行動ファイナンスの枠組み

非合理的行動の要因	内容、事例	市場に及ぼす影響等
自信過剰	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ あなたは平均以上の能力を持ったファンドマネージャーですか？ → 50%を大きく超える人がYesと回答</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 株式相場のバブルを形成</li> <li>・ 売買量の増加</li> </ul>
横並び行動	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 同業他社の動向を気にして、追随</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ トレンドの形成</li> <li>・ バブル、クラッシュの形成</li> </ul>
損失回避、後悔	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 下落した資産への投資を後悔</li> <li>・ 長期投資を標榜する投資家なのに、毎日・毎月の価格変化を気にする（近視眼的損失回避）</li> <li>・ 後悔（損失時の責任）を軽くするための横並び行動など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 分散投資やヘッジ取引への障害</li> <li>・ 売買量の増加</li> <li>・ 損失先送り（上がった株は早く売り、損した株は持ち続ける）の投資行動</li> </ul>
低確率の過大評価	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 宝くじは賞金額が大きくなるほど、たくさん売れる</li> <li>・ 競馬の穴馬人気</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 行使価格が相当アウト・オブ・ザ・マネーのオプション価格を割高に</li> </ul>

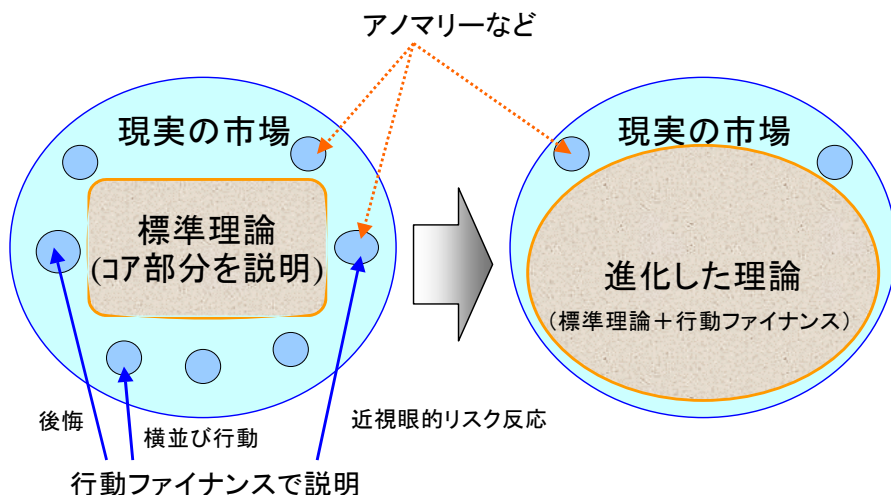
自信過剰は、予期せぬ損失につながる可能性もあるが、一方で、ファンドマネージャーの自信ある姿は顧客の資金獲得につながり、証券会社アナリストの買い推奨（株価付け）は株式売買量の増加につながる、などビジネス上のプラス効果がある。また、政策アセットミックス決定の担当者が、将来の損失（後悔）による精神的ストレスを軽減するには、ライバル会社と同様な投資方針を策定することや、コンサルタントを雇って助言を受けることが有効になる。

このように、標準理論で非合理的とみなされる行動であっても、心理的、社会的な環境の側面に注目すると、当事者には意味のあるケースがある。そこで、これらを解釈するために、行動ファイナンスは、認知心理学（個人の行動の主観的側面を研究対象）や社会心理学（社会の中の個人や集団の意識や行動を研究対象）など、これまでの標準理論とは無縁の考え方を適用しているのである。元々、心理学は、日常的に見たり感じたりするような現象の分析から生まれているため、図表1の事例は、非常に納得しやすいのではないだろうか。

現在も行動ファイナンスの研究は進められ、既存の標準理論で説明できなかった様々な事象について、解釈が加えられている。しかし、結論が多様すぎて、事後的な説明のためだけに引用される役割に終わってしまったり、投資家はその枠組みに気を取られすぎて、市場の本質的な動きを見失ってしまったりする危険性があることには注意が必要である。

ただし、行動ファイナンスは、運用執行や運用方針作成の際に、①自分が非合理的な行動をしていないかチェックする、②人間の非合理的な行動パターンを利用して超過収益の拡大を図る、③投資家をリスク許容度によりグループ分けする、など補助的に活用すれば有用であろう。また、マーケットにおける人間心理や社会性に普遍的な性格があれば、日々進歩している標準理論が、行動ファイナンスの研究成果を徐々に取り入れて、マーケットの説明力を向上させていく可能性もあるだろう。

図表2 行動ファイナンスの現状と今後（イメージ）



- 1 行動ファイナンスの分野では、投資家の合理的な行動を前提にしている既存のモデルを「標準理論」または「標準ファイナンス」と表現することが多い。
- 2 現代ポートフォリオ理論の枠組みから外れた経験的に観測できるマーケットの規則性をアノマリーという。