

[書評]

榊原茂樹・加藤英明・岡田克彦編著『行動ファイナンス』中央経済社 2010年

竹田 聡

Satoshi Takeda

本書は、リーマンショック後の2009年から刊行された『現代の財務経営〈全9巻〉』の最後の書として、わが国を代表するファイナンス研究者6名によって書かれた書物である。

近年、コーポレート・ファイナンス、あるいは金融市場に関する研究において、行動ファイナンスと呼ばれる革新的な研究が盛んに展開されている。その理論史を振り返ると、認知心理学者のダニエル・カーネマンとエイモス・トゥベルスキーが、今日の行動ファイナンスや行動経済学の基礎理論であるプロスペクト理論を提起したことが、この分野の研究を切り開いたといえるだろう。カーネマン＝トゥベルスキーは、米国の経済学系のトップジャーナルである『エコノメトリカ』誌の1979年5月号に、「プロスペクト理論：リスク下の意思決定の分析」と題する論文を発表した。これまでの（あるいは現在でも）リスク下の意思決定の分析において支配的であった期待効用理論を批判し、プロスペクト理論と呼ばれる代替理論を提起したのである。

カーネマンは実験経済学のバーノン・スミスとともに、2002年にノーベル経済学賞を受賞するが（この時点で、トゥベルスキーは故人となっていた）、この「受賞がきっかけで行動ファイナンスの研究領域が一気に脚光を浴びることとなった」<sup>1)</sup>。

行動ファイナンスはその斬新さゆえに「革命」と呼ばれることがある。主流派経済学が想定する合理的経済人の仮定を捨て去り、非合理的あるいは限定合理的な経済人による市場経済を描く経済学を、言い換えると、生身の人間が存在する経済学を打ちたてようとする知的試みであるからだ。

編著者によれば、「行動ファイナンス、行動経済学は比較的新しい分野にも関わらず、米国の有名ビジネススクールのカリキュラムには必ず「行動ファ

イナンス」を教える科目が存在する」<sup>2)</sup> という。

本書は一級の研究書でありながら、ビジネススクール等での議論にも活用できるよう配慮されている。本書の構成は、以下の通りである（括弧内は各章の執筆者）。

- 第1章 行動ファイナンスへの扉（加藤英明）
- 第2章 ホモ・エコノミカスとホモ・サピエンス（岡田克彦）
- 第3章 マーケット・アノマリーとアセット・プライシング・モデル（山崎尚志）
- 第4章 期待効用理論とプロスペクト理論（岡田克彦）
- 第5章 行動ファイナンスと投資決定（榊原茂樹）
- 第6章 行動ファイナンスと資本調達・ペイアウト政策（岡田克彦）
- 第7章 行動ファイナンスとM&A（井上光太郎）
- 第8章 ポートフォリオ・マネジメント（城下賢吾）
- 第9章 パーソナルファイナンス（岡田克彦）

第1・2章は、行動ファイナンスに馴染みのない読者にも配慮した読みやすい記述となっている。第1章だけで参考文献が33本（論文だけでなく著書を含む。以下同様に表記する）挙げられているが、このうち日本語文献は7本であり、英語文献26本（うち2本は編著者ら日本人による）となっている。この分野の研究がいかに米国を中心に展開されてきたかが伺える。

第3章は、証券市場におけるアノマリーを考察対象にして、主流派経済学に基礎を置くモダンファイナンスと行動ファイナンスを対比しながら、両者の

アプローチの差異を考察している。本書の核心ともいべき章である。ここでアノマリーとは、モダンファイナンスの効率的市場仮説では説明できない変動的な事象を指す。具体的には、「暦を境にして株価変動に周期性が見られる現象」<sup>3)</sup>であるカレンダー効果、投資家の過剰反応や過小反応による株価のリバーサル<sup>4)</sup>やモメンタム<sup>5)</sup>、バリューストック効果などである。

こうした現象の解明において、モダンファイナンスと行動ファイナンスは真っ向から対立している。すなわち、モダンファイナンスの研究者は、「アノマリーと理解されている現象は実はアノマリーなどではなく、未知のリスクファクターの現れ」<sup>6)</sup>であり、異常収益はリスクプレミアムにすぎないと考える。これに対して、行動ファイナンスの研究者は、アノマリーを説明する「ファクターはマーケットのミスバリュースの度合いを示して」<sup>7)</sup>おり、ミスバリュースは人間の非合理性や限定合理性に起因すると考える。

評者はこの対立はもはや実証研究によって決着のつく問題ではないと考えているが、「こうした議論は、より現実のマーケットを反映した精緻な理論が生み出される土壌となっている」<sup>8)</sup>ことは確かであろう。なお、第3章だけで73本の参考文献が挙げられているが、このうち日本語文献は7本であり、英語文献66本（うち2本は編著者ら日本人による）となっている<sup>9)</sup>。

第4章では、モダンファイナンスが依拠する期待効用理論と、行動ファイナンスが依拠するプロスペクト理論が解説されている。

第5・6・7・8章は、投資決定、資本調達・ペイアウト政策、M&A、ポートフォリオ・マネジメントといった研究テーマを、行動ファイナンスの視点から先行研究を踏まえて考察している。すなわち、「実証研究から得られた知見をベースに、経営者とマーケットの非合理性を前提としたとき、投資決定はどうなるのか、資本調達方法として何を選択するのか、ペイアウトは配当を通じて行うのか、自社株買いを通じて行うのか等について議論している。」<sup>10)</sup>

第9章は個人の資産形成や資産運用に役立つ

く、「人間の持つ心理的バイアスを認識し、そこに起因する投資行動の歪みとその結末について」<sup>11)</sup>考察している。

本書は一級の研究書でありながら、これまで行動ファイナンスに馴染みのない金融論研究者や実務家にも十分に理解でき、金融実務において活用できるよう配慮されている。研究者のみならず、実務家にも一読をお勧めしたい。

## 〈注〉

- 1) 同書VI頁。
- 2) 同書V頁。
- 3) 同書62頁。
- 4) リバーサルとは、中長期では、株式市場において逆張り戦略が有効となるような現象である。勝ち組・負け組効果とも呼ばれる。ここで勝ち組とは投資前の一定期間（一般に5年以内の幾つかの期間が設定される）に株式投資収益率が高かった銘柄群を、負け組は低かった銘柄群を指す。
- 5) モメンタムとは勢いのことであり、6カ月から12カ月という短期において、株価が上がった銘柄の株価はさらに上がり、下がった銘柄はさらに下がることをいう。つまり、個別銘柄の株価の値動きは将来の同じ方向の値動きを予測する傾向があるということである。なお、短期モメンタムは日本株市場では観測されないことが指摘されている。これは勝ち組ポートフォリオの弱い短期モメンタムが、負け組ポートフォリオの極めて強い短期リバーサルに凌駕されて、負け組・勝ち組の収益率格差においては、株価の短期モメンタムが観測されなくなるためである。
- 6) 同書VI頁。
- 7) 同書70頁。
- 8) 同書71頁。
- 9) この7本（冊）の日本語文献の中に、拙著（『証券投資の理論と実際：MPTの誕生から行動ファイナンスへの理論史』学文社、2009年）が挙げられている。この場を借りて、感謝の意を表したい。
- 10) 同書VI頁。
- 11) 同書180頁。

受稿：2012年12月11日

受理：2013年1月24日