



心理と株価の関係を考える ～行動心理学とはどんなものか？～

対談 大江 英樹氏、岡本 和久
レポーター 佐藤 安彦

大江 英樹氏：

CFP(日本 FP 協会認定)、1級ファイナンシャルプランニング技能士

日本証券アナリスト協会検定会員、行動経済学会会員、日本 FP 学会会員

大手証券会社で25年に亘り、個人の資産運用業務に従事した後、01年10月の制度開始以来、確定拠出年金の投資教育等の業務に関わる。12年9月にオフィス・リベルタスを設立。行動経済学、資産運用、企業年金、シニア層向けライフプラン等をテーマとし、各種マスコミや媒体への寄稿や書籍の執筆、各地でのFP向け研修や投資家向けの講演を行っている。2014年3月より始めた日経電子版のコラム「投資賢者の心理学」をはじめ、行動経済学を題材とした執筆も多く、読者も拡大している。著書に「サラリーマンなら誰でもできる資産形成」(共著・東洋経済新報社)、「自分で年金をつくる最高の方法－確定拠出年金の運用【完全マニュアル】」(日本地域社会研究所)、「生命保険の嘘」(小学館 後田亨氏との共著)、「定年楽園」(きんざい)、「その損の9割は避けられる」(三笠書房)、「老後貧乏は避けられる」(文化出版局)など。

岡本| 大江さんと行動経済学や行動ファイナンスとの出会いはどのようなものでしたか？

大江| 私が初めて行動経済学を知ったのは、2004～2005年位に、信州大学の真壁昭夫教授が書いた“行動経済学入門”を読んだのがきっかけです。

岡本| ああ、あの本はわかりやすく基礎を学べる本ですね。そういう、最初の本との出会いって大切ですね。

大江| そうです。私は、ずっと証券会社で個人の営業をやっていて、投資に関するアドバイスや株・投資信託のセールスしていました。当時は今と違って、株に投資する人はごく一部のお金持ちで、しかも道楽でやっているみたいな所があって、けっこう投機に近いような人もいました。そうした人を見ていると、同じ所で場面で間違いをするケースが多いことに気がつ



長期投資仲間通信「インベストラيف」

きました。「人間の行動は、必ずしも合理的では無い」と言われているけれど、合理的どころか、何度も間違いを繰り返す。普通は「失敗から学んで…」と言ったりするけれど、そういうこともなく間違える。相場は一定の周期があるけれど、同じ事を繰り返す。

岡本| 懲りない面々(笑)。

大江| 20 年以上そうしたものをしていると、感覚的に失敗する事が分かるようになるし、予想通り失敗する。そして本人だけでなく、営業マンでさえも間違える。どうしてそんな事になるのか、事実として分かっているけど理屈が分からない。そんな時に“行動経済学入門”を読んで、「だから同じ間違いをするんだ」と腑に落ちたんです。



岡本| 大江さんの行動経済学の定義はどのようなものですか。

大江| 私は、行動経済学を一般的に言われている定義とは少し違った解釈をしています。一般的な行動経済学は人間の非合理的な心理を究明するものだと言われているけど、実際に非合理的な事をするのは事実として分かっても、なぜそうするのかは誰にも分からないんですね。これはおそらく脳の働きによるものがあって、行動神経学やニューロ・エコノミクスといった所まで進んで行かないと究明されないと考えています。だから私は、行動経済学は経済学に心理学をプラスしたようなものとして解釈して良いのかなと考えていて、合理的とか非合理的とかでは無く、そもそも人間の自然な感情を考えるとこういう行動を取りがちになるという事を知っておく事が大事ではないかと考えています。

岡本| あらゆる学問には色々な考えがあって、前提をどこに置くかによって色々考えは変わるけれど、行動経済学というのは、一般に人間が非合理的な間違いを規則的に起こす。その規則性をいかに上手く分類していくか、それをどのように修正していくかという課題がありますね。

大江| そうですね。行動経済学にも色々なキーワードがあるんですが、投資ということで限って言うと最も重要なのは、ダニエル・カーネマンの“プロスペクト理論”の中で言われる“損失回避”で、「損をしたくないと思う心が損を呼び込んでしまう」という、まさにそういう事であって、損失回避的であるが故により多くの損をしてしまうという例があるんですね。



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

岡本| そういう理論と出会って、大江さんの営業活動に大きな変化は出ましたか？

大江| 行動経済学を知ったところには、個人営業ではなく年金の仕事をしていましたので、変化は分からないのですが、投資教育の仕事をしていたときに役に立ったことがありました。リチャード・セイラーの「実践行動経済学」という本の中で、カフェテリアで料理を並べる順番を変えることで、健康的にすることができるという話があります。内容は、サラダを先に並べておくと、始めはみんなお腹が空いているから皿にサラダを沢山盛りつける。そうすると、後で出てくる肉を盛るスペースが無くなってしまい、結果的に野菜の多いプレートになる。だけど、最初に肉とか脂っこい食べ物を並べて置くと、こちらを多く取ってしまうというものです。これと同じように、確定拠出年金でラインナップの話をするときに、先に定期預金のことを話すとそちらに行ってしまうので、先に投資信託の説明をした。そうすると結果が変わる事があるんですね。

岡本| それは面白い変化ですね。そういえば私の好きなブラジル・レストランでも最初に山盛りのサラダバーがある。ある程度、空腹感が満たされたところでシュラスコ(焼肉)がでてくる(笑)。ところで、プロスペクト理論について、読者のみなさんにもう少し簡単に説明をしてもらえますか。

大江| プロスペクト理論は、大きく2つの話があります。1つ目は、「人間は本能的に損失回避的である」ということ。何が起こるかと言うと、利益が出ている時は確実性を好み、損が出ている時は賭けにでたがるという心理です。解説すると、本来、利益の喜びと損失の苦しみは、これが同額であれば方向は反対でも同じ大きさのはずだけど、損失の苦しみは喜びと比べると、2~2.5倍も大きく感じるというもので、金額と感情の関係をグラフにすると、利益の方は緩やかなカーブを描くが、損失の方はカーブがきつくなっている。その心理によって、利益が出ている場面では利益確定を好み、損失が出ている場面では損失確定ができない。株取引に当てはめると、利食いは早すぎ、損切りは遅れて損失が膨らむ事になってしまうんですね。

岡本| 損失回避で解り易い例えがあります。植木等のスーダラ節の2番ですが、「ねらった大穴見事にはずれ 頭かっときて最終レース 気がつきゃボーナスあ、すっからかんのカラカラ 馬で金もうけした奴あないよ」これは、まさに損失回避心理の真髄だなと思いますね。

大江| そうですね。論理的に考えると大きく負け続けた時の競馬の最終レースは、本命を買う事が正しいんだけど、ほとんどの人がそんな事はしない。大穴を狙おうとする。実は、株取引のナンピン買いも同じで、これは確たる根拠が無ければ単に投資金額を増やしているだけで、買った人は「平均取得価格を下げた」という。しかし、それは前に買った価格からは下がったけど、今の価格からは買った途端に上がっている事になっていて、全く意味がない。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

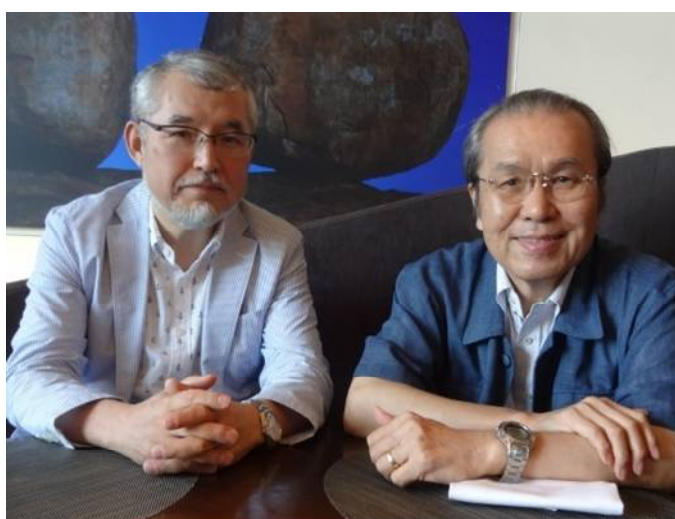
でも、損を確定したくないからそういう行動を取りたがる。

岡本| よくあるパターンですね。

大江| もっと厄介な考え方は、アメリカの心理学者、レオン・フェスティンガーが提唱した「認知的不協和の解消」という心理で、いわゆる「キツネとぶどう」と言われている話です。これは、キツネがたわわに実ったブドウを取ろうと必死にジャンプするが届かない。そのキツネが諦める時に「まあ、どうせあんなブドウは、すっぱいに違いない」と、捨て台詞を吐くというイソップ童話です。起こった事実が変わらないから、考え方や解釈を変えろといった心理で、買った株の価格が下がったという事は、本当は見通しを誤ったんだけど、それは認めたくない。だから、平均取得価格を下げた後で株価が元に戻ればプラスになると考える。これは明らかに変ですよ。

岡本| 本来であれば、良い会社を見つけた。だけど、一時的に何らかの要因で株価が下がったから更に買うという理論立てがあるとか、積立投資をしているという行動は良いけれど、価格だけを見て下がったから買うのはおかしいですね。「買った銘柄が大幅値下がりをした、どうしましょう」という質問がよくありますよね。「では、もし、その銘柄を現在、持っていなかったとしたら今、買いますか？」と聞くと「とんでもない、あの銘柄はもうこりごりだ」という(笑)。「では、どうして売らないんですか？」と聞くと「売ったら損が確定してしまう」という。本人は値上がりはしないと思っているのにそのまま保有を続ける。これもよくあることですね。そこが企業をよくわかった投資をしているのか、あるいは単に株価だけを見ているのかという大きな分かれ目です。いわゆる「値惚れ」は怖いんです。

大江| そうですね。例えば、買った会社の業績や財務内容が下がった時は、間違えたんだから早く売るべきですね。逆に何も変わっていないのに、東日本大震災やリーマンショックみたいな事で、市場全体が下がった時は売らない方が良く、むしろ買い増ししても良い。だけど、多くの人は逆をやる。業績が悪くてズルズル下がる時は売れなくて、外的な要因のいわゆるショック安の時には、慌てて売ってしまう。これは典型的な損失回避心理ですね。



岡本| 値動きに惑わされてしまう事はよくあって、例えば 1,500 円の価値があると考えている株の



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

株価が 1,000 円なので「安い」と思って買う。だけど買った直後に 800 円に下がった。そうしたら上値予想も 1,500 円から 1,300 円に下げるなんて事があるけど、これは変な話で、当初の上値の 1,500 円は本来変わらないはずですよ。でもやっぱり今の価格に引っ張られて上値が下がってしまう。

大江| それに関連するのがプロスペクト理論の 2 つ目ですが、これは「参照値」というものです。絶対値で考えるのではなく、周りの変化に影響を受けてしまうというもので、これを株取引に当てはめると、買値を覚えてしまっていて、その価格によって行動してしまう。これが間違える原因の 1 つになりますね。私がこの話でよく例に出すのが、年末調整金の話で、本来であれば喜ぶべきは、年末に追加で払う方ですが、どうしても戻ってくると喜んでしまう。これは、明らかに、その時に負担が減るか増えるかという「参照値」に惑わされていることになりますね。

岡本| プロスペクト理論と同じく重要である、メンタルアカウンティングについて少しお話をください。

大江| そうですね。もっと言えば「メンタルアカウンティングを含んだ認知バイアスと言われるもので、メンタルアカウンティングは、認知バイアスの中の重要な 1 つです。メンタルアカウンティングで典型的な例は、毎月分配金が出る投資信託を選んでしまう心理です。多くの人は、銀行預金の利息と投信の分配金は、同じ物だと思っているんですね。でも実際には、この 2 つは全くの別物で、銀行預金は銀行にお金を貸している事なので、銀行のバランスシートの負債に入って、銀行がそのお金を活用してその結果として、銀行のバランスシートから出てくる物です。多ければ多いほど良いことですね。多ければ銀行が損をして、預金者は得をしている事になります。一方、分配金は運用会社のバランスシートには、何も関係なくて損得の関係はないですね。だけど、メンタルアカウンティングの影響で、これを勘違いしてします。

岡本| 自分自身のポートフォリオで、本来は全体的に上手くいっていれば本当はそれで良いのですが、1 つ大きく下がったのがあると、そればかり気になって、それを売ってしまうか、買い増すか悩んでいる。そんな状況ってありますよね。

大江| それは、“代表性ヒューリスティック”というもので、何か一つ良いものがあると全体がよく見える。逆に何か一つ悪いと全部が悪く見える。そういう心理ですね。

岡本| こういう投資家が陥りやすいバイアスがあって、それを気を付けましようと言っている。これはある意味、市場を合理的にしていこうとするプロセスの一つであるとは考えられませんか。

大江| 考えられますね。効率的市場仮説で、市場は「効率化だ」、「いや、非効率だ」と、よく議論さ



長期投資仲間通信「インベストラ이프」

れています。確かに、ある部分においては、効率化市場仮説に基づいて投資理論が組み立てられていますが、全てがそうではないし、人間の心理が入り込む事によって、必ずしも効率的ではないと私は思います。

岡本| 現実には、市場が完全に効率的だと思っている人はいないだろうし、また、逆に全くのランダムだと考えている人もいないでしょう。その中間でダイヤルを右に回すか左に回すか、そんな状態ですよね。行動ファイナンスが本当に大多数の投資家に理解され非合理的な投資判断が少なくなるほど市場は合理的、効率的になってくるでしょう。そうすると行動ファイナンスが拠って立つところの「人間は非合理的な投資判断を行う」という前提が弱くなってしまう。海外で参加したセミナーで著名な行動ファイナンス学者にその点を質問した人がいました。その先生は笑いながら「それを考えると私は夜も眠れなくなる」と答えていました(笑)。しかし、いずれにしてもマーケットは人の心を映す鏡のような面があるのは事実です。

大江| 行動経済学は最近の学問だと言われていますが、相場のことわざといわれるものの中には、かなり核心を突いたものがありますね。「まだはもうなり、もうはまだなり」とか。

岡本| あります、沢山ありますね。色々な格言を見ていると、それぞれ投資家として参考になる部分は多いですね。

大江| 昔の人は、行動経済学なんてない時代から、人間は心理的に間違いをおかしがちだと、知恵として解っていたんですね。

岡本| 私が行動経済学と出会ったのは、90年代中頃、前の会社にいた時に、今ほど注目されていなかった行動経済学についてもっと学ぼうという事で、サンフランシスコの本社にリチャード・セイラーを招いて集中講義を受けた事があります。それ以降、学んできたことと、日本で普通いわれる行動経済学には大きな違いがあるように思います。アメリカは行動経済学を投資戦略として使って収益チャンスと捉えようとしている傾向がすごく強い。行動経済学の学者が自分で資産運用会社を作ってビジネスをしている。ある意味、非合理的な行動をとる投資家をカモにして利益をあげようという発想がある。だけど、日本にはそういう考えはあまり無いですね。どちらかというと非合理的な行動を説明しているのにとどまっている。「こんな間違いを犯すやすいのでみんな気を付けましょうね」という使われ方が多い。更にアメリカの場合、個人の行動に加えて、ファンドマネージャーや市場全体の非合理性について研究して、それを収益チャンスにしようとしていましたね。

大江| 日本の場合は、投資や資産運用よりも販売やマーケティングの分野に使われていますね。バーゲンセールで値札を付け替える。これは“フレーミング効果”だし、車のテレビCMは“確証バイアス”といわれる心理を利用して買った人の満足度を高めて口コミ効果を狙って



長期投資仲間通信「インベストラيف」

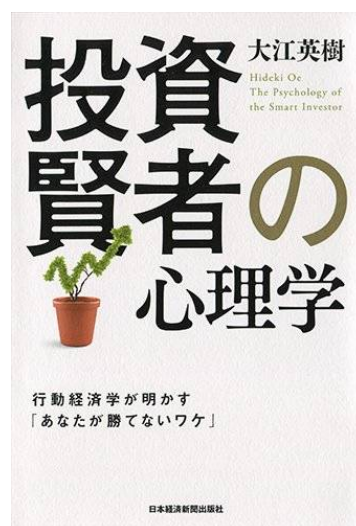
いるとか、“保有効果”と言われている「人間は一度手にしたものを手放したくない」という心理を利用したものでは、「2 週間以内は返品自由」なんていう言葉で、買う時の心のハードルを下げ、20～30%くらい販売数を伸ばす。でも返品率は 2～3%くらいと言われていて、ここに儲けがうまれる。このように様々な形で行動経済学を利用して商売していますね。

岡本| アメリカでは、合理的ではない判断で生まれた歪みをポートフォリオ上のアルファの源泉に取り入れるという考えがとても強い。これも 90 年代はじめのアメリカのアクティブ運用のファンドマネージャーの話ですが、アナリスト達が業績予想をどういうパターンで修正するか、それを調べていた。例えば、代表的なアナリスト A さんがある企業を訪ね業績予想を変更した。そうすると、そのアナリスト A さんフォロワー B さんと C さんもその企業を調べる。さらに、B さん、C さんを注目している D さん、E さん、F さんも…と、その動きが広がっていく。いわゆるハーディング現象ですが、この広がり方のパターンには規則性がある安定している。これをなんとかアルファの源泉にしたいと盛んに研究していました。

大江| 人間の心理の歪みが市場の歪みになって、それがアルファにつながるというのは、納得できる話ですね。

岡本| アメリカのように、行動経済学の考えを投資に取り込んでいくのが、今後の日本の課題だと思っています。

大江| そうですね。アメリカの場合、年金運用の世界でも行動経済学が活かされていますからね。日本の場合、行動経済学は経済学部の先生がやっているのが多いですが、実は、行動経済学学会には、医学部や工学部の先生達も来ています。工学部の先生は品質管理の分野に行動経済学を活かせないか、医学部の先生は、患者や患者の家族との対話に活用しようと考えている様で、例えばある手術の成功率について伝えるときに、「成功率は 95%です。」と言うのと、「20 名に 1 人がなくなっています。」と言うのでは、「手術をやめます」という患者の数が違うという話をしていました。私の友人でもある医師は、「巷にはこれを悪用する悪徳医師が蔓延している」と言っていました。



岡本| そう、そう。ある意味、投資の世界でも行動を説明するだけでなく、それを修正することが必要なんですよ。ナッジングがもっと積極的に活用されるべきです。

大江| 相場のアノマリーと言われている事の根底には、人間の行動上のバイアスと似たものだと



長期投資仲間通信「インベストラيف」

考えられますね。

岡本| そうですね。“月曜日効果”と言われているものは、月曜日は休み明けでみんな何となくやる気に欠けていて、いつもと違う動きをすると言われている。

大江| “小型株効果”というの也有りますね。これは行動経済学でいう“認知バイアス”で、自分の経験から小型株の方が、値動きが大きくて儲かったという思いがあって、それが関係している。

岡本| しかし全体でみると小型株はハイリスクで、その分のプレミアムが乗っているだけという説明ができますね。ところで、先ほどニューロ経済学という言葉が出てきましたが、行動経済学からそこに行くまでの間に、もう一段階くらいあっても良いのではないのでしょうか。人類という動物に共通のニューロの前に、DNA レベルで、日本人に合った投資やアメリカ人に合った投資とか、農耕民族か、狩猟民族かといった、色々なカテゴリーで投資に対する感じ方の違いみたいな研究があっても良いと思いますね。

大江| 確かに個人差はあるでしょうが、民族特有の性質みたいなものはあって、ハーディング現象のような「右にならえ」的なものでいうと、世界的に見られる傾向ではありますが、日本人はより強いでしょうね。そういった事を考えると、日本人に適した投資方法はあるかもしれませんね。

岡本| そうですよ。昔から体に染み付いた、農耕民族性でみんなで寄り集まって生きてきた、そういった特性はありますよね。地震・雷・火事・親父というのは、日本人の性質をよく表していて、地震はランダムに起こる自然災害で、雷はある程度の季節性がある災害、火事はコミュニティに対して迷惑をかけること、そして、親父は権力者やコミュニティの長老で、これらに逆らうと大変なことになると思っている。これをそれぞれ違った怖さだと感じている日本人の感性は繊細だなと思います。

大江| 少し前に読んだ「国土が日本人の謎を解く」という本に書かれていたことで、欧米人と日本人の考え方の違いは、彼らは紛争死観の中で生きていて、日本人は災害死観で生きているというのがありました。紛争はある意味、対応可能なもので、城壁や軍隊で事前にできる事は沢山あるし予想もできる。ところが災害は、いつやってくるか解らない。しかもそれで死んでしまった場合、だれも恨む事ができない。こういう感覚の違いは確かにあって、それを上手く活かした投資という考え方はありますね。

岡本| 農耕民族は1年単位で考えることが多いですね。1年の中で二毛作・三毛作と増えていくとすごく得した気がしてうれしい。これが十二毛作になったのが毎月分配型投信になる(笑)。



長期投資仲間通信「インベストラيف」

一年経って、収穫の一部を神社に奉る。これは利稲と呼ばれていて、利息のもとになったと言われています。そんな風に、1年単位で育てていく、逆に言えば1年単位で結論を出して、けじめをつけていく。これが長期投資に向くか、向かないか、面白いところではありますね。

大江| 災難を克服できると考える欧米人と、自然の力には逆らえないと考える日本人とでは違いがあって、日本人には、人為的に相場を動かしてやろうとかを考えるよりも、人知の及ばない相場に対しての対処の仕方を、自分の投資行動の原理原則として持っておくというのが、大事なことです。行動経済学では、「これが起こるとこうなるから気をつけよう」とか言っていますが、実際には、気をつけてもダメなものはダメなんですね。この根本は人間の心理状態なので、それこそニューロの世界の話です。だから大切なのが行動をルール化するという事で、心の命ずるままにならないような仕組みにしておくのが大切だと思います。

岡本| 大きな間違いを回避する方法として、ひとつの基本になる規律を作っておく事は重要ですね。人によっては、6時のニュースで株式市場の話題が出たら、上でも下でもピークだと思った方が良くなんていう話もありました。7時ではなく「6時のニュース」というのがミソなんですけどね。とにかく、各自でルールを作ってそれを守っていく事は大切ですね。

大江| ドルコスト平均法についても、私は必ずしも一番良い方法かは解らないと思いますが、山崎元さんが「ドルコスト平均法は単なる気休めだ」と言っています。しかし、私はドルコスト平均法の考え方は正しいと思っています。これは、単なる“気休め”ではなく、“気が休まる”という意味で使われていて、不合理な相場の動きに惑わされなくなるという事で“気休め”になるという事で、一定の効果のある方法だと思っています。

岡本| ドルコスト平均法には限界があることも事実です。でも、就業者の方がコツコツ資産形成をしていくのであれば、理論的には最適ではなくとも、現実的には良い手法だと思います。重要なことは自分の資産形成の「芯」がぶれないこと。そのためにも自分で自分を律することができるよう「投資方針書」をきちんと書いておくことが重要だろうと思っています。話題は尽きませんが、今日はこの辺で。どうもありがとうございました。