

CFA 協会ブログ

No.546

2021 年 10 月 5 日

行動ファイナンスの 10 年：セイラー、カーネマン、スタットマンとそれ以降

10 Years of Behavioral Finance: Thaler, Kahneman, Statman, and Beyond

[ポール・マカフリー \(Paul McCaffrey\)](#)

エンタープライズ・インベスター（Enterprise Investor）の 10 周年を記念し、過去 10 年の金融と投資における最も重要なテーマを扱った記事の回顧録をまとめました。

現代ファイナンスの哲学的アーキテクチャー——現代ポートフォリオ理論（MPT）、資本資産価格モデル（CAPM）、効率的市場仮説（EMH）——の多くは、市場を動かす集団的人間は合理的であるという前提に基づいています。市場は基本的には効率的であり、伝統的な理論が通用し、投資家は全体として特定のレベルのリスクに対してリターンを最大化することを望み、それに応じて投資決定を行うということです。

しかし、ハーバート・サイモン（Herbert Simon）氏、ダニエル・カーネマン（Daniel Kahneman）氏、エイモス・トベルスキー（Amos Tversky）氏、ロバート・J・シラー（Robert J. Shiller）氏、リチャード・H・セイラー（Richard H. Thaler）氏らの研究が数十年の間に示してきたのは、その正統性への異議であり、市場と投資家の行動がそうした理論よりもはるかに曖昧であるということでした。

こうした研究者たちは、投資家がどういった行動をとるにせよ、従来のファイナンスが想定していたホモエコノミクスの「合理的モデル」には従わないことを示したのです。

もちろん、カーネマンやシラーらが説く人間の非合理性に対する人々の関心は今になって始まったわけで

はありません。ファイナンスにおいて、集団的人間がバイアスを有し非合理的であることを証明するのは難しいことではありませんでした。しかし、世界的な金融危機とその後の出来事がすべて、行動ファイナンスへの関心を一層高めたのです。

その理由を理解するのは難しくありません。世界金融危機後の深刻な景気後退の陰で、金融市場にはマイナス金利からゲームストップ（GameStop）社の大混乱に至るまで数多くのアノマリーがもたらされ、従来のファイナンスではその多くを説明出来なくなったのです。一方、アルファを探索する中で、多くの人々が MPT やそれに関連するツールと現実との間に調和を見出だせず、むしろ逆効果ですらあると考えるようになりました。

2011 年秋の開始以来、エンタープライズ・インベスターは、行動ファイナンスにおける泰斗と批評家の研究を紹介してきました。寄稿者からは、このテーマに対し新たな分析と視点が提供されました。ここに、影響力の大きかった寄稿をいくつか選んでご紹介します。こうした寄稿記事を合わせてみると、過去 10 年間のファイナンス思想の進化を垣間見ることができます。

行動ファイナンスは、現代ファイナンスでは市場の現象を説明できないことがあることを浮き彫りにしましたが、それに代わる統合的なモデルは、まだ示していません。今後、統合的なモデルを示すことができるかはわかりませんが、それは重要な問題ではなでしょう。21 世紀の市場の複雑さを考えると、1 つの理論的

枠組みで、市場の動きの全てを網羅するのは甘い考えとも言えるからです。しかしながら、少なくとも、ここに示す寄稿記事からわかるのは、行動ファイナンスの視点から従来のファイナンスを見ることで、重要な洞察を得られるということです。

[バリュエーションの改善には、5つの行動上の間違いを回避せよ \(For Better Valuations, Avoid These Five Behavioral Mistakes\)](#)

マイケル・モーブシン (Michael Mauboussin) 氏は、5つの行動上の落とし穴を回避することで、投資家はより正確なバリュエーションを行い、投資の意思決定を改善できると考えています。デビッド・ララビー (David Larrabee, CFA) 氏の解説です。

[ダニエル・カーネマン：より良い意思決定のための4つの鍵 \(Daniel Kahneman: Four Keys to Better Decision Making\)](#)

ダニエル・カーネマン氏は、第71回CFA協会年次総会で、直感、専門知識、バイアス、ノイズ、楽観主義、自信過剰が資本主義システムにどのように影響するか、意思決定をどのように改善できるかなど、自身の研究の元となった重要なアイデアについて、その一部を紹介しています。ポール・マカフリー (Paul McCaffrey) 氏が分析を加えています。

[リチャードH.セイラー：介入するかしないか \(Richard H. Thaler: To Intervene or Not to Intervene\)](#)

リチャードH.セイラー氏は、リターンを生み出す手段として、市場参加者すべての嗜好とバイアスを研究するよう、投資の意思決定者に向けてアドバイスをしています。シュリニバス・カント (Shreenivas Kunte, CPA, CIPM) 氏がセイラー氏の視点について考えを述べています。

[ロバートJ.シラーのバブル、再帰性、ナラティブ経済学 \(Robert J. Shiller on Bubbles, Reflexivity, and Narrative Economics\)](#)

ポール・コバースキー (Paul Kovarsky, CFA) 氏と様々な話題について会談した際にロバートJ.シラー氏は、「経済学者は経済イベントの捉え方を標準化したいと考えている」と述べています。「経済学者はシンプルなモデルを望んでいるが、問題は、考えが変わり、人々の思考も時間とともに変化するため、これを標準化するのが難しいことである。」

[メア・スタットマンのコロナウイルス、行動ファイナンス：第2世代とその後 \(Meir Statman on Coronavirus, Behavioral Finance: The Second Generation, and More\)](#)

メア・スタットマン氏が、第2世代の行動ファイナンスについて論じ、それが人工知能 (AI) と環境、社会、ガバナンス (ESG) 投資の理解にどのように役立つのか、また、直近のコロナウイルスへの対応などについて、ポール・マキャフリー氏とのインタビューに答えています。

[アクティブ・エクイティ・ルネッサンス \(Active Equity Renaissance\)](#)

このシリーズでは、C・トーマス・ハワード (C. Thomas Howard) 氏とジェイソン・ボス (Jason Voss, CFA) 氏が MPT を批判、アクティブ運用に対する MPT の悪影響を論じ、行動ファイナンスからの洞察がファイナンスという学問そのものを復活させる可能性があるかと述べています。

[発見市場仮説 \(The Discovering Markets Hypothesis \(DMH\)\)](#)

トーマス・メイヤー (Thomas Mayer, PhD, CFA) 氏は、マリウス・クラインヘヤー (Marius Kleinheyer) 氏とともに考案した発見市場仮説を用いて、従来型ファイナンスと行動ファイナンスのギャップを埋める試みを示しています。

[損失回避は投資家にとって何を意味するか？あまり意味がない \(What Does Loss Aversion Mean for](#)

Investors? Not Much)

デビッド・ギャル (David Gal) 氏によれば、行動ファイナンスの従来知見とは対照的に、損失回避の優位性は実際には誇張されている可能性があります。

行動主義者の主張は行き過ぎか？ (Have the Behaviorists Gone Too Far?)

「金槌しか持っていなければ、すべての問題は釘に見える」とは、アブラハム・マズロー (Abraham Maslow) の言葉です。ロン・リムカス (Ron Rimkus, CFA) 氏は、マズローの金槌と行動ファイナンスの適用の仕方は類似しているとし、行動ファイナンスによってすべてを説明するのは行き過ぎではないかと述べています。

金融ニュースの読み方：ホームカントリーバイアス、確認バイアス、人種的バイアス (How to Read Financial News: Home Country, Confirmation, and Racial Bias)

ホームカントリーバイアスとそれに関連するバイアスの蔓延に疑問を挟む余地はほとんどありません。ほとんどの方が、そうしたバイアスの存在を認め、自分もそれに陥りやすいことを認識していることでしょう。しかしながら、同様に顕著な現象として、人種的偏見にも私たちの行動は影響を受ける可能性があります。私たちの多くがそれを認めたがりません。ロバート・J・マートラナ (Robert J. Martorana, CFA) 氏は、そうした偏見を認めて正すべきであると主張しています。

人種と包摂の今：投資運用のためのアクションポイント (Race and Inclusion Now: Action Points for Investment Management)

投資運用業界が上手く多様性を受け入れるには、どうすればよいのでしょうか？ マチョル・アレン (Machel Allen, CFA) 氏、ステファニー・クレリー (Stephanie Creary) 氏、ジョン・W・ロジャーズ・ジュニア (John

W. Rogers, Jr) 氏が、CFA 協会のウェビナーで意見を述べました。ローレン・フォスター (Lauren Foster) 氏とサラ・メイナード (Sarah Maynard) 氏が、覚えておくべき重要なポイントをまとめています。

この投稿が気に入られたら [Enterprising Investor](#) のご購入をお願い致します。

執筆者

Paul McCaffrey

(翻訳者: 瀧澤 創, CFA)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/10/05/10-years-of-behavioral-finance-thaler-kahneman-statman-and-beyond/>

注) 当記事は CFA 協会 (CFA Institute) のブログ記事を日本 CFA 協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしも CFA 協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。