

株高は大衆の「知恵」か「狂気」か

伊藤元重 学習院大学国際社会科学部教授



ファイナンス理論では投資家の合理性を強調する「効率市場仮説」が支配的だ。しかし投資家は精緻な機械ではなく動物であり、行動には癖やゆがみを伴う。我々は合理的に説明できない動きがあると、すべてバブルと呼んでしまいがち。バブルは大衆の狂気という特異な現象だが、果たして今の株高はどうだろうか。

株式市場の動きは合理的な投資家の判断を反映したものでしょうか。研究者の間で大きな論争になる論点である。たとえば、異様に高いように見える今の株価は、投資家の合理的な判断の結果なのだろうか。

ファイナンス理論で支配的なのは効率市場仮説である。効率市場仮説の考え方は、投資家の合理性を強調する。市場には多くの合理的な投資家に参加しているので、「市場を出し抜くことは不可能である」と考える。多くのビジネススクールで効率市場仮説に基づくファイナンス理論が教えられ、実務の世界でもこのファイナンス理論に基づいた投資のアドバイスが行われている。

ただ、効率市場仮説が常に正しければ、バブルは起こらないはずだ。残念ながらバブルは過去に何度も起きている。そしてここでは、市場が合理的な投資家の判断を反映しているとはとても思えない。

例えば、リーマン・ショックを例にとってみよう。2007年の10月から09年の2月までの期間、全ての資産をS&P 500種株価指数に投資していたとすれば、資産価値の半分近くを失ったことになる。S&P 500は米国の主要500社という非常に分散したポートフォリオであるにもかかわらずだ。

バブルの生成とその崩壊を見る限り、効率市場仮説のよりどころとなっている「大衆の知恵」が働いているようには見えない。むしろ、「群衆の狂気」によって市場が踊らされているように見える。

こうした市場の非合理性を説明するため、行動経済学を組み込んだファイナンス分析が多く出てきた。ファイナンス学者である米マサチューセッツ工科大学(MIT)教授のアンドリュー・ローは、こうした動きを進化論的な市場仮説として議論を提起している。資産市場は効率的な市場仮説が想定するような数学と物理学の世界である以上に、生物学が想定する進化論の世界であるという。

生物学の世界では個々の投資家は高度な

洗練された超合理的な投資判断を行っているわけではない。ただ、市場の間で競争と協調が繰り返られるので、進化論的な意味で環境に適応した投資家が高いリターンをあげることになる。

人々が経済行動を行うとき、常に緻密な利潤計算をしながら行動しているわけではないことは、行動経済学によって明らかにされてきた。人々の行動は合理性を徹底的に追求したものではないだけでなく、ある種の癖を伴った非合理性なのである。「予想できる非合理性」と呼ばれるものである。

要するに人間も人工知能(AI)のような数学のマシンではなく、動物なのである。投資家であっても、常に合理的に行動するわけではないという意味では例外ではない。行動経済学的な視点から資産市場での人々の行動の癖、あるいはゆがみを分析することは有益であるはずだ。

さて、そうした行動経済学的な視点から、現在の株価の状況について思いついたことを述べてみたい。行動経済学が経済学で大きな影響力を持つようになってきた理由の一つは、多くの実験の成果が出されているからだ。色々な国で行われた実験が人々のバイアスを同じように発見したとしたら、それは人間に共通する非合理的な行動パターンとなる。

そのような実験の例を一つ紹介しよう。この実験では、集めた学生たちに自分の社会保障番号の下二桁を書いてもらう。00から99までの数字だ。その後、ワインを提示してそれにいくら払うか聞いた。実験の結果、下二桁の数字が大きい学生は、下二桁の数字が小さい学生に比べて顕著に高い入札額を出したという。社会保障番号というワインの評価と全く関係ない数字が影響を与えたというのは驚きだ。

行動経済学者のダン・アリエーはこの現象を恣意の一貫性と呼んだ。たとえ最初の「価格」が恣意的でも、それがいったん我々の意識に定着すると、現在の価格だけ

でなく未来の価格まで決定づけられるというのだ。この話を今の株価に当てはめるとどうなるだろうか。現状の株価が高すぎると当初は感じていたとしても、そのような価格にしばらく慣れ親しんでいるうちに、だんだんそれが自然に見えてくるのだ。行動経済学でアンカリング(いかり)効果と呼ぶものだ。

新聞やテレビで拝見する株式市場のアナリストの方々の話も、株価が急速に上昇している時には警戒するようなコメントが多かったが、株価の高位安定の状況が続くと、この状況を合理的に説明しようとする発言が増えている。株式市場でも行動経済学のアンカリング効果が観察できるようなら、それはある種の株価安定化効果を発揮することになる。

これは株価だけでなく、為替レートでも見られるように思える。10年ほど前に1ドル＝80円前後の時には110円という為替レートはとても円安に思えたのに110円が何年も続いているとそれが当たり前のように見えてくるのだ。我々は、合理的に説明できないような資産市場の動きがあると、それをすべてバブルと呼ぶくせがある。

しかし、バブルは大衆の狂気という特異な現象である。それ以外にも合理性で説明できない株価の事例は多くあるはずだ。現在の株価がそうなら、どこかでそれが大きく修正される局面はあるだろうか。

いとう・もとしげ 1974年(昭和49年)東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から学習院大国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務めた。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身。