

## 「家計の資産運用と行動ファイナンス」

商学部教授 阿萬 弘行

このレビュー記事では、家計の資産運用と行動経済学・行動ファイナンスに関する『投資信託事情』（投資信託事情調査会）の論文をいくつか紹介する。行動経済学は、伝統的な経済学における、意思決定主体の合理性の仮定に対して、さまざまな心理的バイアス傾向を新たな要素として加味することで、豊富な現実的なインプリケーションを導き出している。いくつか代表的なものとして、代表性・損失回避・注意力の制約などがある。近年は、一般読者向けにも多数の解説書が出版されており、その注目度は世間でも高まっている。行動ファイナンス分野では、資金運用主体の行動バイアスをモデルに組み込むことで、効率的市場仮説では説明できない金融現象を解明することに貢献している。とくに、家計は、金融機関や機関投資家といった組織体としてのプロフェッショナルな資金運用主体とは異なり、人間が不可避的にもつ心理的バイアスに影響されやすいと考えられる。

サラ・ニューカム『「現在バイアス」の落とし穴にハマらないために』、山口勝業『現在バイアスをもたらす双曲割引』（第 63 巻第 1 号, 2020 年 1 月）では、行動経済学の中でもよく知られた「現在バイアス」について取り上げている。一般的に、現在バイアスとは、現在に近い時点の価値を、遠い時点の価値よりも過剰に評価する傾向を指す。もともと金利のある世界では、同じ金額のお金という条件で、将来貰うよりも今貰ったほうが得であることは、ごく当たり前の合理的判断であるので、価値評価のギャップが「過剰」であることがバイアスたる所以である。これらの論文では、「心理的距離」という幅広く応用可能な概念を用いて、このバイアスを説明している点分かりやすい。内容を要約すると、人間が、対象を重要と感じるのは、それがどれくらい自分に近いかという「心理的距離」が近い場合である。具体的には、「今すぐ」「自分の周りで」「自分あるいは自分に近い人」に起こることは、「10 年後」「地球の裏側で」「全くの他人」に起こることよりも、心理的距離が近く、重要視する。他方で、心理的距離が遠くても、自分に対して価値の高いものを軽視する失敗を犯しがちである。このことはまさに、ファイナンス分野では、家計の資産運用において、人々が遠い将来の老後の資金計画に無関心となり、資産運用を怠る事態を招く。興味深いのは、その解決の手掛かりとして、心理的距離を能動的に縮める方法が紹介されている点である。UCLA のハル・ハーシュフェルドらによる実験研究では、被験者を二つに分けて、一方では、彼ら自身の姿のアバターを、他方では、自分が老人になった姿のアバターを見せた。そして、後者の場合のほうが、長期的に望ましい貯蓄をする意向を示していた。これが示唆に富むのは、老後の自分の姿はあくまでも仮想の自分であるが、それが自分の中での心理的距離を短くして、現実の資産運用行動に影響を与えうる点である。若い時に、ファイナンシャルプランニングの簡単な計算やシミュレーションをやってみるこ

とは、たとえそれが正確性の乏しいものであっても、老後の自分との心理的距離を縮めるかもしれない。また、山口論文では、より手軽に距離を縮める方法として、「昨年の抱負を思い出して、実行できたかどうか振り返ってみよう」と提案している。筆者は、タイムマシンを反対に過去に遡る方法と表現しているが、たしかに、既に結果の出ている現状と過去の目標を比較することは、もっと心理的インパクトが大きく、実際に資産運用に影響を与える効果は大きいかもしれない。

山口勝業『確定拠出年金は TDF を指定運用方法に』(第 63 巻第 2 号, 2020 年 2 月号)では、現在バイアスを背景とした安全資産への偏りに対する解決策として、TDF(ターゲット・デート・ファンド)の日本での可能性を論じている。日本においても、個人向け確定拠出年金制度が整備・拡充され、老後資金準備に向けた長期資産運用が政策的に後押しされている。加入者の増加を見ると、この制度の直接的な税制優遇メリットの理解は進んでいると思われる。しかしながら、著者が指摘するように、加入者の資金配分が預貯金に偏っており、リスク資産への長期分散投資のメリットが活かされていないことは一つの問題点である。具体的には、本文の解説によると、企業型と個人型の双方で、運用商品の半分以上が元本確保型(預貯金・生保・損保など)となっている。TDF とは文字通り、将来の目標時点での資産運用成果を達成するために、運用期間中に自動的に資金運用配分を変更するファンドである。若い年代ではリスク資産割合が大きいのが、年を取っていくごとに、その割合が減少する仕組みである。論文の興味深い指摘は、この仕組みが、二つの行動バイアスによる弊害を軽減する長所を持つ点である。一つ目には、先に紹介した「心理的距離」バイアスとも関連して、目先に起こる株価の上昇・下落に惑わされず、年代によるリスク許容度に応じて長期的な資産運用が自動的にできることである。二つ目には、TDF のデフォルトファンド設定によるアウト方式により、「現状維持バイアス」の弊害を抑制できる点である。日本では、デフォルトファンド設定は可能であるが、実際に指定しているのは 3 割の企業、さらに、そのうちの 7 割は元本確保型を指定しているとのことである。制度としては可能であるが、実際には、資産運用リスクの理解や捉え方から、ある意味無難な、安全路線が選択されている。これもまた、行動バイアスの相互作用の一種かもしれない。行動経済学・行動ファイナンス研究による経済現象のメカニズム解明は大きな進歩であると同時に、非合理性に由来する経済問題を解決することの重層的な困難さも示す事例であらう。