書評

『金融市場の行動経済学　行動とマーケットに見る非合理性の世界』

池田新介・岡田克彦 著

（A5 判、616 頁、日本経済新聞出版）

[評者]山根明子

（広島大学）

少し前に、一般向け公開講座で本書の一部を利用したことがある。その時のテーマは株式リターンの予測可能性で、これまで何が分かっているのか、そして AI の普及によってどのような可能性が生まれるのかについて話をしたのだった。学術研究ではこんな手法でこんなことを明らかにしている、という例として、本書の効率的市場仮説の記述や、株価のチャート画像に対して深層学習を応用した分析の記述を参考にさせてもらった。その時の本書の印象は、「専門知を一般向けに分かりやすく解説している一般書」であった。

今回、書評の機会をいただき、600 ページ近い本文を通読し、その印象が大きく変わった。本書は、単に専門知を一般向けに解説した本ではない。研究者向けの高度な教科書としての性格を持ち、研究書としての顔も持っている。

本書は、全 9 章で構成されている。前半の第 2 章から第 5 章では行動アプローチとして、認知処理、ヒューリスティック、プロスペクト理論と金融・投資行動など、個人の行動から限定合理性を議論している。後半の第 6 章から第 9 章では、マーケットアプローチとして、効率的市場仮説、合理的アセットプライシング、群衆行動やセンチメント、ファクターモデル、機械学習など、市場参加者の行動の結果として現れる株価やリターンなどのマーケットデータから、市場参加者の集計的な行動特性や市場の効率性を議論している。

本書の特徴の一つ目は、読みやすさのために議論を簡略化していない点である。評者自身は、本書の後半で扱われるファクターモデルを用いて研究を行っている一方、行動経済学を専門としているわけではない。プロスペクト理論や損失回避、ヒューリスティックといった概念については、その意味や基本的な考え方は知っていた。しかし、本書の前半を通読すると、それまで断片的に理解していた知識が一つの体系として見えてくる。たとえば、プロスペクト理論について、その基本的な考え方を紹介するだけでなく、理論が抱えていた問題と、それを踏まえて累積プロスペクト理論へ修正される過程まで説明される。そのため、複数の原著論文に直接当たらなくても、なぜ理論がそのような形をとるようになったのかを辿ることができる。

また、本書では、理論を正確に理解するために必要な論理は省略されていない一方で、高度な数学的知識を前提とするような書き方ではなく、専門外の読者にも議論を追えるよう工夫されている。この「読みやすい」ことと「簡略化しない」ことを同時に成立させて

いる点は、本書の大きな特徴といえるだろう。対象を簡略化せず体系的に説明するという意味では研究者向けの高度な教科書であり、専門家以外にもその議論を開いているという意味では一般書でもある。

二つ目の特徴は、日本のデータを用いた分析を行っている点である。行動アプローチでは、日本の個人を対象としたオリジナルなサーベイデータを用いて、自信過剰と投資行動の関係、気質効果、過剰保険など、先行研究で知られてきた行動特性を実際に検証している。また、マーケットアプローチでは、群衆行動や機械学習、深層学習など、著者自身が取り組んできた研究を含む分析が、その方法とともに紹介されている。既存研究を紹介することが目的であれば、ここまでの分析は必ずしも必要ではないだろう。しかし本書では、先行研究で得られた知見を所与の答えとして提示するのではなく、検証すべき仮説として改めてデータを用いて分析し、その結果を読者に示している。通常、書籍で読者が目にするのは研究によって得られた成果であることが多い。本書では、その成果だけでなく、研究者がどのように問いを立て、どうやって確かめようとするのかという、仮説の設定と反証を繰り返すプロセスを隠していない。この点で、本書は既存の研究成果を伝えるのみにとどまらず、新たな検証を含む研究書としての性格を持っている。

三つ目の特徴は、行動アプローチとマーケットアプローチを一冊の書籍としている点である。評者が本書を通読した際、おや、と思ったのは実はこの点であった。前半と後半はそれぞれ別の書籍としても成立するのではないか、と。しかし、両者は異なる対象を扱っているわけではない。行動アプローチでは、個人がどのように情報を認知し、判断し、選択するのかを捉える。一方、マーケットアプローチでは、そうした市場参加者の行動の結果として現れる株価やリターンなどのデータから、その予測可能性を検証し、市場参加者の限定合理性を捉えようとする。つまり、両者は異なる方向から、人々の限定合理性を通してファイナンス現象を理解しようとするアプローチである。本書では、そのいずれかを唯一の説明として採用するのではなく、異なるデータや分析手法を用いながら、仮説の設定と反証を繰り返している。そう考えると、一般書として読める一方で、高度な教科書であり、同時に研究書でもあるという本書の性格も、一つの研究姿勢から生じたものとして理解できる。

本書から学べるのは個々の理論や分析手法だけではなく、限定合理性を一つの鍵としてファイナンス現象を捉え、複数の視点から仮説の設定と検証を重ねていく研究上の姿勢でもある。