

川西諭・山崎福寿『金融のエッセンス』

発行所 株式会社有斐閣
2013年12月20日 初版第1刷発行

ISBN 978-4-641-15004-1

©2013, Satoshi Kawanishi, Fukuju Yamazaki, Pined in Japan

ウェブ付録 第3部の EXERCISE (練習問題) の解答例

第3部 EXERCISE（練習問題）の解答例

第11章 なぜ難しい金融取引

11-1 次の行動や現象の意味を説明し、その実例をみつけてみましょう。

コミットメント ディスポジション効果
サンクコストの呪縛 ホーム・バイアス

解答例

《コミットメント》 経済学では、時間不整合性の問題が生じうる状況に置いて、望ましくない行動をあとで取ってしまうことがないように、事前に自分の行動を制限することを意味します。

時間不整合性とは、現在は望ましくない（望ましい）行動が、時間が経過すると望ましい（望ましくない）行動になってしまうことを指します。たとえば、冷静な判断ができるときは、タバコをやめようと思うが、時間が経過するとタバコが吸いたくて仕方がなくなるような状況などです。この場合のコミットメントとしては、タバコを全て捨ててしまおうとか、タバコを吸ったら誰かに罰金を払う約束をするなどの方法であとでタバコを吸ってしまうことがないように準備することを指します。

《ディスポジション効果》 購入した資産の価格が購入価格を上回るとすぐに売りたくなるのに対して、購入価格を下回ると売りたなくなる心理的な効果をさします。

《サンクコストの呪縛》 サンクコストとは、支払い済みで返ってこない費用負担を指します。もう返ってこないのですから、これから何をするかを考えるときにはサンクコストは無視して考えるべきですが、私たちの行動はしばしばサンクコストに影響されてしまいます。この不合理な行動を指して、サンクコストの呪縛と言います。

例えば、食べ放題のお店に入ったところ、思ったより美味しくなかったが、食べないと損だと思って、食べ過ぎてしまった・・・というのがサンクコスト

の呪縛の例です。一口でも食べてしまったら負担を避けることはできないので、食べ放題の料金は sunk cost です。美味しくなければ、食べなければいいのですが、sunk cost のことが頭にあると「食べないと損だ」などと考えてしまいます。このような不合理な判断が sunk cost の呪縛です。

《ホーム・バイアス》 分散投資の利益を考えると、投資資金を国内の資産だけに投資するよりは、海外にも分散して投資をした方がいいはず。ところが、多くの投資家は外国の資産への投資には消極的で、自分の国の資産にばかり投資をしてしまいます。この偏った投資を指してホームバイアスと言います。

11-2 かつての証券マンは、難平買いを勧めることがありました。株価が低下したときに、「ここで株式を買い増して、平均取得価格を下げておきましょう」などと、やさしい言葉をかけてきます。平均取得価格が下がれば、将来の利益が大きくなるというのです。この主張は正しいでしょうか、それとも間違っているのでしょうか？ 考えてみましょう。

解答例 株式を購入すべきか、売却すべきかの判断は、将来の配当や価格に関する予想と現在の価格の比較に基づいてなされるべきです。値上がりが予想される、あるいは現在の価格に対して大きな配当が予想されるのであれば、買うべきですし、逆であれば売るべきです。

過去にあなたが株をいくらで買ったかは問題ではないのです。

難平買いの問題点は、その判断が過去に買った価格に依存してしまっていることです。これは 11-1 にある sunk cost の呪縛に他なりません。過去に買ったときの支払いはもう返ってこない sunk cost です。価格が購入価格を下回ろうが、そんなことを気にしてはいけません。

平均取得価格が下がるとしても、価値のないものならば買うべきではないのです。

11-3 失恋をしたときに、友人から「早く忘れたほうがいいよ」と言われた経験があると思います。こんなアドバイスは合理的でしょうか？ 「sunk cost」の概念を使って考えてみましょう。

それでも私たちが昔の恋人をなかなか忘れられないのは、私たちが、なかなか合理的になれない心理的原因が働いているからでしょうか？ 私たちが、過去の失敗を引きずる例を、ほかにも考えてみてください。

解説 「昔の恋人を早く忘れるべき」というアドバイスが合理的なのは、努力してもその恋人が戻ってこない場合です。努力しても無駄ならば、忘れてしまうのが最適な行動です。これに対して、これからの努力次第で恋人の気持ちが自分に戻ってくる可能性がある場合には、あきらめずに努力する価値があるかもしれません。忘れるべきか否かの判断で重要なのは「恋人の気持ちが変わる可能性」、すなわち将来のことです。過去にその恋人のためにどれだけ努力したか、お金をいくら使ったか、どんなプレゼントをしたかは関係ありません。この点がポイントです。

さて、恋人を忘れられない理由が将来の可能性ではなく、過去に相手のために使った時間やお金なのだとしたら、それは sunk cost の呪縛という心理的な原因が働いていると言えます。

相手に食事やプレゼントなどに多額のお金を払った人ほど、その恋人のために様々な努力をした人ほど、そのお金や努力を無駄にしたくないと思う傾向があります。しかし、そのような動機で自分のことを好きでもない人と一緒になっても、きっと幸せにはなれないでしょう。そういうケースが多いので「早く忘れた方がいいよ」というようなアドバイスがされるのです。

sunk cost の呪縛の類似例として、次のようなものがあります。

- 司法試験や公認会計士試験などのような合格者数の少ない難関資格試験では、受験のために犠牲にした時間や労力が多い人ほど（つまり何度も失敗している人ほど）、あきらめるのが難しくなる。
- ギャンブルでは負けがこんでくると、一発逆転を狙った選択をしてしまう傾向がある。

第 12 章 なぜバブルは起こるのか？

12-1 次の言葉の意味を説明しましょう。

資産効果	株価収益率 (PER : price earnings ratio)
値幅制限	ドルコスト平均法

解答例

《資産効果》： 資産の価格が上昇（下落）すると、人々の消費が増加（減少）するということのように、資産価格変動が消費変化を通じて経済に与える影響を指します。

《株価収益率 (PER : price earnings ratio)》 価格と収益の比率という意味ですが、個別株式の場合は株価をその企業の一株当たり当期純利益で割って求めます。

$$\text{PER} = \text{株価} / \text{一株当たり当期純利益}$$

市場全体の PER を出す場合は、市場全体の株価指数を一株当たり当期純利益の加重平均で割って求めます。

理論株価の計算がとても難しいため、株価の割安、割高を調べるための目安の一つとして頻繁に用いられます。

類似の指標に、株価簿価比率 (PBR : price book-value ratio) や配当利回りなどがあり、これらの比率を総称してマルチプルと呼びます。

《値幅制限》 資産の市場価格の変動が一定の幅を超えるとその資産の取引ができなくなる市場の仕組みです。人々が熱狂やパソコンの入力ミスなどのために、異常な取引が行われる結果、資産価格が大きく変動してしまう状況を想定して作られた仕組みで、取引が停止されている間に、人々が冷静さを取り戻したり、入力ミスの事後処理をして事態を鎮静化することが期待されています。

《ドルコスト平均法》 「毎年、年末に 10 万円ずつ株式投資する」というように、一定の間隔で決まった金額を投資し続ける投資法です。株価の割安と割高がわかるのであれば、割安のときには多く買い、割高のときは買わないという判断の方がよいのですが、一般の人にはその判断はとても難しく、ディスポ

ジション効果のような心理に惑わされて不合理な取引をしてしまう危険もあります。ドルコスト平均法は、そうした失敗をしないためのコミットメントと考えることができます。

12-2 プロのスポーツ選手は「グラウンドに入るときに、必ず右足から入る」など、変わったゲン担ぎをする人が少なくありません。プロスポーツ選手が、そのようなゲン担ぎをするようになった理由を考えてみましょう。

[ヒント] どのようなときに、規則性が見いだされてしまうでしょうか。

解説 勝敗や成績が人生を左右するプロスポーツ選手たち。当然、どうすれば勝てるのか、どうすればいい成績を残せるのかを真剣に考えています。しかし、多くのスポーツに共通しているのは、勝敗や成績が多様な要因の影響を受けていること。体調はもちろん心理面も影響しますし、相手との相性や、天候なども結果を大きく左右します。だから、なぜ負けたのか、なぜうまくいかないかの原因を特定するのはとても難しい。だからこそ、スポーツは面白いのかもしれませんが、アスリートたちはその原因を知りたくて色々なことを必死に考えます。

勝ったときの状況を思いだすと、右足からグラウンドに入ったことが鮮明に思い出された。試しに、次の日の試合でも右足からグラウンドに入ったら、また勝った。そういう偶然が重なることで、右足からグラウンドに入ると勝てるというような（恐らくは存在しない）規則性を見出してしまおうと考えられます。

12-3 「楽観的な期待をすると成功し、悲観的な期待をすると失敗をする」。そのような自己実現的な期待の実例を考えてみましょう。

解説 一定の努力をしないと上手くいかないようなことには概ね当てはまりません。上手くいかないと思っていれば、努力をしないのでやはり上手くいかない。上手くいくと思っていれば、努力すれば、上手くいく。学業やスポーツなどは良い例ですね。もちろん、努力してもうまくいかないことはありますが。

メンタル面がアスリートのパフォーマンスに大きく影響することは良く知られていますが、これは悲観的な期待をすると知らず知らずのうちに脳が身体の動きにブレーキをかけてしまうからだそうです。意識的な努力だけでなく、無意識的な生理現象も期待を自己実現させる働きがあるようです。

こうした期待の効果は集団行動にも見られます。楽観的な人が多いグループ

は積極的かつ協力的に活動をするのに対して、悲観的な期待をしている人が多いグループでは互いが互いの行動にブレーキをかけてしまう結果、活動が低迷してしまいます。

12-4 信号待ちをしているときに、青信号になるのを確認せずに、前の歩行者が動き出すのを見て、歩き出すことがあります。これはどうしてでしょうか？ このような群集行動について、ほかの例も考えてみてください。

解説 「他の人が歩きはじめたのだから、おそらく安全なのだろう」と判断して歩き出す人もいるかもしれませんが、そのような判断をする時間があるならば青信号を確認するべきです。このような行動は無意識のうちに、ほとんど反射的に起こります。信号で多くの人々が待っている状況では、信号が青になっても、周りの人が動かなければ、進めません。最初は信号を見てから、周りに合わせて行動をしている人も、それが繰り返されると、「周りに合わせて動く」行動が習慣化されてしまい、反射的に行動をしてしまうと考えられます。

群集行動の例は色々あります。

- 行列のできているラーメン屋に並んでしまう。
- 自分に似合うかわからないのに、人気の服をつい買ってしまう。
- 他の学生が黙っている教室で発言ができない。

これらはそうすることが望ましいと考えて意図的に行っている場合もあれば、理由は良くわからないけれど、そのように行動しているということの方が多いかもかもしれません。

それが大きな問題を引き起こしていなければいいですが、ときには「それでいいのか」と自問してみる慎重さも持てるといいですね。