

ブラック・スワンとニューロ・エコノミクスの示唆

淵田 康之

発達した市場の非合理性と限界的市場の合理性

国際的な投資プロフェッショナルの資格団体である CFA 協会の年次コンファレンスでは、例年、投資分野のみならず、経済・金融・政治など幅広い分野のホットな議論が交わされる。2008 年の年次コンファレンスは、5 月にバンクーバーで開催されたが、今回、とりわけ興味深かったのは、最近、経済・金融分野のベストセラーを著した著者 3 名、すなわち、Black Swan¹の著者 Nassim Taleb 氏、Your Money & Your Brains²の著者 Jason Zweig 氏、Freakonomics³の著者 Steven Levitt 氏らの議論と、prediction markets (予測の市場) について論じた Wolfers 氏⁴の議論である。

Taleb 氏によれば、現実の市場の動きは、多くの金融モデルが想定しているような正規分布には従わない。また Zweig 氏によれば、人間は、その脳のメカニズムからして、経済合理的な意思決定ができない場合が多い。彼らの議論を合わせると、一言で言えば、伝統的なファイナンス理論の枠組で、市場の動きや投資家行動を考えるわけにはいかない、ということになる。

一方、Levitt 氏の FREAKONOMICS は、犯罪、スポーツ、選挙といった従来あまり経済分析の対象とならなかった分野の分析で大きな話題を呼んだ。

¹ Nassim Nicholas Taleb, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*. Random House, 2007. 本書は 2007 年にアマゾンのノンフィクション書籍で売り上げトップを記録し、ニューヨークタイムズのベストセラーリストに 17 週連続登場したということである。ブラック・スワンというネーミングやサブプライム問題の顕在化という環境も手伝って大きな話題となったと思われるが、本稿で紹介しているようなメッセージを明確に伝えるには、必ずしも必要とは考えられないような冗長なストーリーが続くことに違和感を覚える読者も多いかもしれない。

² Jason Zweig, *Your Money & Your Brain: How the New Science of Neuroeconomics Can Help Make You Rich*. Simon & Schuster, 2007

³ Steven D. Levitt and Stephen J. Dubner, *Freakonomics [Revised and Expanded]: A Rogue Economist Explores the Hidden Side of Everything*. William Morrow, 2006 (邦訳『ヤバい経済学』[増補改訂版]望月衛訳、東洋経済新報社、2007 年)

⁴ Justin Wolfers、ペンシルバニア大学ウォートンスクール准教授。演題は The Power of Prediction Markets。なお米国では、アイオワ大学が米国大統領選や FRB の金融政策などの予想市場 Iowa Electronic Market を運営している。こうした市場に対する規制関連の最新動向については、John O. McGinnis, “Who will be president?” *Wall Street Journal*, July 11, 2008 参照。

一つのポイントは、こうした分野でも、人間はインセンティブに忠実に行動しているということであり、一定の経済合理性が成立しているということである。また、Wolfers 氏の prediction markets の議論は、政治やスポーツなどで行なわれている「賭け」の市場は、世論調査や専門家の予想などよりも予測能力が高く、政治・経済の様々な事象に関して予測の市場を作ることにより、より効率的な将来予測やリスクヘッジ等に役立てることができるといえるものである。

単純に類型化すれば、Taleb 氏と Zweig 氏の議論が、いわば市場原理が貫徹しているはずの高度に発達した金融市場とそこにおける投資家行動において、想定外の非合理性が存在することに警鐘を鳴らすものであるのに対し、Levitt 氏と Wolfers 氏の議論は、市場原理の枠組で考えられていなかった分野に、経済合理性が機能していることを強調しているわけである。

発達した市場の非合理性と限界的市場の合理性とを比べれば、前者の影響の方が重大と言える。そこで以下では、Taleb 氏、Zweig 氏の議論を軸に、この問題について概観してみることとする。

ブラック・スワンとは

ブラック・スワンとは、「ありえないこと」の代名詞とされる。Swan とは白鳥であり、白以外には考えられないというわけである。ところが、17 世紀にオーストラリアにブラック・スワンが生息していることが西欧人の知るところとなり、常識が覆ったのである。これにちなみ、Taleb 氏は、起こるわけがないと考えられていたが、実際に起きてしまうようなイベントをブラック・スワンと呼んでいる。彼がブラック・スワンと呼ぶ事象は、大きなインパクトをもたらすイベントでもあり、こうしたイベントについては、事後的に人々が何故それが起きたかをもっともらしく後知恵で説明する傾向がある、と彼は指摘する。

彼によれば、人間は様々な物事が起こる確率を、正規分布で考える傾向があるが、現実の経済、社会には、正規分布では説明できないファット・テイルの事象が多いということである。9/11 のような惨事もそうであるし、ブラック・マンデーや LTCM のような金融市場の大イベントもその例である。多くの金融モデルが、価格が正規分布に従うことを前提として組み立てられているだけに、彼の議論は、とりわけ金融市場関係者にとっては看過し難い。

Taleb 氏が紹介しているように、正規分布が当てはまらない事象が世の中に存在することは、昔から指摘されていた。20 世紀初頭、Pareto は人々の所得の分布は、圧倒的多数の低所得者が社会の大半を占める一方、多く

の富が少数の富裕層に集中しているという点で、体重や身長分布とは異なることを示した。また証券市場や先物取引市場で観察される相場の動きは金融工学モデルが想定するよりも、きわめて理不尽な動きをするということは、フラクタル幾何学の創始者 Mandelbrot によって長年主張されてきた。

Mandelbrot によれば、標準的な理論では 1998 年 8 月 31 日のように、ダウ平均が 1 日で 6.8% 暴落するようなことが生じる確率は 2000 万分の 1 となる。2000 万分の 1 とは、10 万年に 1 度起こるかどうかという出来事である。この 1998 年 8 月という月は、この日のみならず 4 日に 3.5%、27 日に 4.4% という大幅な下落を記録している。8 月 31 日の下げも含め、1 カ月にこれだけ大幅な下落が繰り返し起こる確率は 5000 億回に 1 回程度であるという。1 日で 29.2% のダウ平均の下落を記録したブラック・マンデーのようなことが起こる確率となると、10 の 50 乗分の 1 以下となり、ほぼゼロといって良い。しかしこうしたことが実際に起こっているわけであり、結局、従来の金融関係者のリスクの知識や定量化の手法では、暴落の可能性が極端に過小評価されているというわけである⁵。

Taleb 氏は、ありえないと考えられていることが実際にはしばしば起きているという「事実」について注意を喚起すると同時に、にも関わらず、そうしたことはありえないと考えがちであるという人間の「判断」の問題を指摘している。この背景として同氏が説明するのは、自信過剰傾向があること、本来ランダムに生じる事象の間にも何らかの関係付けをしたがること、限られたサンプル事象だけでも全体を示すものと考えてしまうことといった、人間の判断の歪みの問題である。いうまでもなく、これらの問題は、過去 30 年ほど、行動ファイナンスという新たな学問領域として研究が進んできた分野である。

行動ファイナンスとニューロ・エコノミクス

行動ファイナンスは、1970 年代初期より研究が進み、2002 年にはノーベル経済学賞受賞者⁶も出ている分野であるが、ここ数年の CFA 年次コンファレンスでも依然として多くの時間が割かれている分野であり、2008 年の場合は、年次コンファレンスに先立って開催されたリサーチ・ワークショップも、行動ファイナンスに焦点をあてたものであった。

同分野においては、当初はモメンタム、リバーサルなど株式市場におけ

⁵ Benoit B. Mandelbrot and Richard L. Hudson, *The (Mis)Behavior of Markets: A Fractal View of Risk, Ruin, and Reward*. Basic Books, 2004 (邦訳『禁断の市場』高安秀樹監訳、東洋経済新報社、2008 年)

⁶ プリンストン大学の Daniel Kahneman 教授。

るアノマリーの議論が活発であったが、昨今では、投資信託、個人のみならず機関投資家も含めた投資家行動、企業金融、年金基金等の投資委員会の意思決定等、様々な分野に研究が拡大している（図表）。行動ファイナンスを応用し、システマティックな証券価格の歪みを見出すという運用手法を売り物にして 90 年代にスタートした Fuller&Thaler Asset Management 社も、ベンチマークを上回るトラック・レコードを誇っている。

行動ファイナンスは、市場参加者が、伝統的な経済理論、ファイナンス理論が想定しているような合理的意思決定を必ずしも行なうことができていないことを示した上で、こうした歪んだ意思決定の背景には、人間の記憶や情報処理能力の限界、感情的要因があると説明する。

Zweig 氏が著書 *Your Money & Your Brain* でスポットライトを当てたことで一躍有名になったニューロ・エコノミクスの分野では、行動ファイナンスで示されたような歪んだ意思決定の源泉は人間の脳のメカニズムにあるということが、科学的な分析を通じて解明されつつある。

例えば行動ファイナンスにおいて、人間は損失回避バイアスがあり、通常の効用関数で合理的に説明できる以上に、損失の可能性のある選択肢が忌避されることが指摘されているが、ニューロ・エコノミクスの研究により、金銭的損失に対しては、利益が生じる場合や損失が無い場合とは異なり、脳の最も原始的な部分が強く反応するという。ここは、生命の危機にもつながる恐怖に晒されたような時に、本能的に回避行動を引き起こす部位でもある。つまり人間は、その脳のメカニズムからしても、過剰なまでに損失回避的行動をするものであるということになる。

また少数のサンプルから全体を推察したがる傾向も、行動ファイナンスで指摘されている。例えば、2 度あることは 3 度あると判断したり、株価がランダムな動きをしているのに何らかのパターンを見出して、将来を「予測」してしまう傾向である。これについても、ニューロ・エコノミクスにおいて、人間の脳で特に発達している前頭葉内側部の前帯状皮質の働きが大きく関係していることが解明されている。

興味深いことは、人間はこうした脳を持つことによって種を保ち得たということである。危害が及ぶことについては即座にそこから回避しようしたり、時間をかけて考えるのではなく、限定された情報を元に半ば直感で意思決定することが、太古の昔から人間が生きながらえる自然の知恵となっていたのである。人間はこうした形質を 600 万年の進化の歴史の中で脳に刻んだわけである。いうまでもなく、こうした判断の歪みは、合理的な金融行動をしていく上では、障害となってしまう。しかし株や債券の取引はわずか 400 年前に始まったことであり、人間の脳は金融取引の時代に十分適合するほど進化できていないのは当然ということになる。

図表 金融資本市場における非合理的行動及び現象とその背景

非合理的行動・現象の例	想定される背景
<p>アセットプライシング</p> <ul style="list-style-type: none"> ・短期の投資において、前期のリターンが高い株に投資すると、次の期にも引き続き高いリターンが得られる(モメンタム) ・中長期の投資において、前期に高いリターンが得られた株に投資すると、次の期にはリターンは悪化する(リバーサル) ・エクイティ投資のリスクプレミアムが高すぎる ・業績発表に対して株価がすぐに反応しない傾向 ・高いレピュテーションの企業の株価が過大に評価される ・社名にドットコムとつけるとアブノーマルリターンが生まれる ・天気の良い地域の市場の株式のリターンが高くなる、日照時間が長くなると株のリターンが高くなる 	<p>良いニュースを投資家が認識し株価に反映されるには時間がかかる(過小反応、保守性)</p> <p>良いニュースが続くと投資家は過剰反応し、その銘柄を過大評価</p> <p>損失回避バイアス</p> <p>過小反応、保守性</p> <p>代表性バイアス(表面的な特徴で判断が左右される傾向)</p> <p>状況への依存性(判断が意思決定時の環境や状況の影響を受けやすい)</p>
<p>投資家行動</p> <p>個人投資家</p> <ul style="list-style-type: none"> ・損している株を長くもち、利益の出ている株を早く売る傾向(処分効果) ・インターネット取引で過剰に取引し、パフォーマンスを低下させる傾向、特に男性 ・自社株投資の比率が高すぎる ・ホームカントリーバイアス(自国の株を保有しすぎる)や自社株、近所にある会社の株への過剰投資 ・短期のパフォーマンスレコードのみで投信を選択 ・同じインデックスのファンドなのに手数料の低いものを選ばれない ・投信の名前を話題性の高いものに変えただけで資金流入が増加 ・投信の販売手数料は注目するが、他のコストには十分注目しない ・ファンドの選択肢が多いほど401(k)への参加率が低下 ・N個の投資選択肢があると、それぞれに1/Nのウェイトで資金配分する傾向。ただしNが大きいと3~4の選択肢の間で分散 ・401(k)では自動加入型の方が加入率が高い。デフォルトファンドが選択される比率が高い <p>プロ投資家</p> <ul style="list-style-type: none"> ・先物トレーダーは午前中に損をすると、午後に余計にリスクをとる <p>年金基金</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資委員会が短期のパフォーマンスでファンドマネジャーを交替させ、かえって裏目に出る傾向 	<p>損失回避バイアス</p> <p>自信過剰</p> <p>親近感によるリスクの過小評価</p> <p>親近感によるリスクの過小評価</p> <p>少数の法則(少数のサンプルで全体を判断する傾向)</p> <p>認識能力の限界</p> <p>代表性バイアス(表面的な特徴に判断が左右される傾向)</p> <p>認識能力の限界</p> <p>時間的制約</p> <p>フレーム効果(問題の提示方法で意思決定が影響される)</p> <p>現状維持バイアス</p> <p>利益が出ている時は危険回避的、損失が出ている時は危険追及的に行動</p> <p>後悔回避のバイアス、表面的に分かりやすい短期の実績で判断(代表性バイアス)</p>
<p>企業金融</p> <p>市場や投資家の歪みを踏まえて経営者が行動</p> <ul style="list-style-type: none"> ・株価が割高な時に増資、M&A、IPOを実施 ・公募価格が上場初値より低い(IPOアンダープライシング) <p>経営者が非合理的な行動</p> <ul style="list-style-type: none"> ・買収で高すぎる値段を払う。投資プロジェクトのリターンの過大評価、外部資金はコストが高いと判断し、内部資金があるときに過大投資を行いがち 	<p>ミスプライスの利用</p> <p>非公開時の株主は、上場による値上がりで損失が穴埋めされ、ネットでプラスになることで満足</p> <p>自信過剰</p>

(注) 代表的な事例及び背景説明に限定して紹介。

(出所) 主として Byrnes, Alistar and Mike Brooks "Behavioural Finance: Theories and Evidence," *The Research Foundation of CFA Institute Literature Review* を参考に野村資本市場研究所作成

教訓と示唆

市場が理不尽な動きをするものであり、またそうした理不尽な市場の下で、人間が非合理的な意思決定をしてしまうとしても、それらを認識した上で、少しでもより適切な判断や行動ができるように工夫していくことが、今後の課題であろう。

いうまでもなく、今日、人間の活動において金融取引がますます重要な位置を占めるようになってきている。しかも個々人のレベルでは、かつてほど家族や地域の助け合い、あるいは国や企業の保障や年金を期待できる時代ではなくなっており、ますます自らが金融面の意思決定をし、将来に備えていかなければいけない時代になっている。市場の理不尽さやヒトとしての進化の宿命に身を委ねているだけでは済まされないわけである。以下では、これまでの議論を踏まえた教訓や示唆を考えてみることにする。

ブラック・スワンを忘れない

まずブラック・スワンのような、影響の大きい予想外のイベントが生じうるということを、できるだけ予め念頭におくことに努めるべきという点が指摘できる。将来のイベントについて幅広い可能性を考え、リスク・マネジメントのモデルや各種のシミュレーションのインプットなどを見直していくわけである。

ブラック・スワンが純然たる天災ではなく、人災である場合などは、こうした注意を払うことで、ブラック・スワンの発生自体を抑止できる可能性が高くなるかもしれない。例えば、スペースシャトルの失敗やアーサー・アンダーセンの破綻などにおいては、問題があることに気が付いた関係者がいたのに、これが活かされなかったという指摘がある。そこで、警告を発する人（whistleblowers）や専門家の意見をもっと重視する必要がある、と提言される⁷。もっとも、この種の警告や問題の指摘というのは、平時においてもしばしばなされているものであり、そうした指摘にも関わらず何も起こらなかったということが繰り返されているという現実があるとすれば、仮に惨事を正しく警告した場合でも無視されてしまう可能性があるのではないか、という指摘もある⁸。

株価の大きな下落については、中央銀行の政策ミスやヘッジファンドの空売り等に責任を帰し、人災と唱える議論も常に生ずるが、他にも様々な

⁷ Mark Gerstein, *Flirting with Disaster*. Union Square, 2008

⁸ 注 7 の本に対する書評 (David A. Shaywitz, "Free to Choose, But Often Wrong," *Wall Street Journal*. June 24, 2008)。

要因が背景にあるかもしれず、大型プロジェクトの失敗や企業不祥事以上に予防は困難かもしれない。株価はそうしたファット・テイルの確率分布の下で変動するものであり、暴落は天災と割り切った上で、そうした事態の発生をアウトライヤーとして無視するのではなく、「天災は忘れた頃にやってくる」という認識を持ち、これをリスク・マネジメントの現場などで実践に活かして行くというのが一つの立場である。

これに対して、実体経済におけるリスクが低下しているにも関わらず、金融資本市場の危機や不安定性が拡大しているのは何故かという Bookstaber 氏の問題提起も注目される⁹。彼は、金融商品の複雑性 (complexity) の高まりと密結合 (tight coupling)、すなわち一部で起きた問題が (情報伝達と流動性の影響により)、瞬時に他に伝播していくことの相互作用が高まっていることがその背景であると説明する。そして危機が生じた場合、安易に規制を強化するだけでは、かえって複雑性を拡大してしまう恐れがあるという。彼が提示する処方箋は、金融商品を単純化し、レバレッジを減らすことである。サブプライム問題に端を発した金融危機が、未だ収まる気配を見せていない今日、この議論が示唆するものは大きいように思われる。

パターナリズムあるいは Nudge

往々にして人間は有事を忘れ、有事への備えが出来ていないということもさることながら、より深刻な問題は、平時においてすら人間は適切な判断が出来ていないということであろう。そしてそれが脳に刻まれた生物学的宿命とすれば、個々人の心がけでは、容易に事態は是正されがたいように思われる¹⁰。しかしその結果、多くの人々が過度にリスク資産を忌避する余り、退職する時になって老後の資産形成が全く不十分であったことに気が付いたり、逆に大量の自社株投資やデイトレーディングで過大なリスクを負ってしまうとすれば、個人にとってはそれこそ大災難である。

となると一つの対策は、国が面倒を見るということになる。強制貯蓄で国民の年金や医療費を賄うファンドを運営する、シンガポールのようなアプローチがその最たる例である。しかしこうしたパターナリズムは、大きな政府やモラル・ハザードを生み出し、別の大問題を抱えることになってしまうおそれもあることは言うまでもない。

⁹ Richard Bookstaber, *A Demon of Our Own Design: Markets, Hedge Funds, and the Perils of Financial Innovation*. Wiley, 2007 (邦訳『市場リスク 暴落は必然か』遠藤真美訳、日経 BP 社、2008 年)

¹⁰ Zweig の本では、個人投資家として実行可能な、様々な心がけが豊富に紹介されている。分散をしようとか、うまい話に乗らないように、といった常識的なアドバイスが多いが、それが常識になっていないということが実態なのであろう。

そこで、行動ファイナンスの代表的学者 Thaler 教授らが提唱するのが”Nudge”である¹¹。Nudge とは、「注意を促すためにちょっと肘で突く」といった意味であり、人々により合理的な判断を促すような仕組みを、様々な分野に導入していこうという考え方である¹²。

この種の発想が既に政策に活かされたのが、米国における 401(k)の改革である。人々の自由選択に任せていると、人間には現状維持バイアスがあることもあり、401(k)の未加入者が多くなってしまったことから、1998 年に 401(k)の自動加入が認められるようになった。さらに「2006 年年金保護法」では、自動加入に関して ERISA が州法に優先することを明文化するなど、自動加入制度の導入を一層促進することが目指されているのである¹³。

401(k)については、加入してもデフォルトプランである MMF に資金を放置する人が多いという問題も指摘されてきた。これは、人々には近視眼的なバイアスがあり、また損失回避バイアスがあるためと説明される¹⁴。そこで、同法ではライフサイクル・ファンドのような「長期的な資産の値上がり、または長期的な資産の維持と整合的と考える適切なデフォルト商品」も認めていくという制度改正が実現した。これらの措置は強制ではなく、選択の自由が残されている。すなわち 401(k)に自動加入したくなければそのように申請すればよいし、ライフサイクル・ファンドではなく MMF を選択することも可能である。

既に強制的な制度が導入されている分野では、これをより有効なものにしていく余地が大きいであろう。例えば、人間の情報処理能力の限界を考えると、詳細なディスクロージャーを提供することが、投資家保護には必ずしもつながらず、場合によっては逆効果ということになる。人間は、全体を見ず、僅かな情報で意思決定する傾向があるとすれば、文言を多少わかりやすくするだけでは不十分で、やはり重要なポイントを簡潔に提示することが求められよう。

この点については、一枚の紙にファンドの主要情報をまとめても、有名ビジネススクールや有名大学の大学生ですら、「同じインデックスに関するファンドであれば、最も手数料の低いファンドを選ぶ」、という至極当然の意思決定すらできなかったという実験があり、近年大きな話題を呼ん

¹¹ Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*. Yale University Press, 2008

¹² Thaler らは、このアプローチをパターンリズムと区別し、自由主義と矛盾しないことから *libertarian paternalism* と称している。

¹³ 野村亜紀子「米国の企業年金改革法について」『資本市場クォーターリー』2006年秋号参照。

¹⁴ Hershey Shefrin, *Beyond Greed and Fear*. Oxford University Press, 2002 (邦訳『行動ファイナンスと投資の心理学』鈴木一功訳、東洋経済新報社、2005年)

できた¹⁵。しかし、この事例に関しては、そもそもインデックス・ファンドとは何であり、選択にあたっては何に着目すべきか、という金融教育を施していけば事態は改善する余地があるように思われる。

実際には、そうした極めて実践的な知識は、特にお金儲けの世界の話とされると、正当な教育の場では扱われにくかったのが現実であろう。しかし人間が現実の生活においてより合理的な意思決定ができるようにしていくことこそ教育の基本的な目的の一つであるはずである。金融取引が人間にとって昔に比べて格段に重要となってきたという現状に鑑みても、他の多くの分野に関して行なわれているような教育努力は、金融分野においても当然のこととして実践されていくべきであろう。人間の脳の機能に内在する問題があるとすれば、なおさら個人の自主的努力に任せておくわけにはいかないのである。

また例えば様々なディスクロージャー資料の形式によって、被験者の脳の動きにどのような相違が生ずるかといった分析をすることで、どのようなディスクロージャーにすれば、より適切な行動に結びつく刺激を脳に与えることができるかを模索するなど、ニューロ・エコノミクスを活用したより科学的な制度設計を試みていくことも、今後検討されていくべきであろう。

リテール金融ビジネスへの示唆

国家の関与を待つまでもなく、民間金融機関やファイナンシャル・プランナーなども、人間がもともと合理的な判断に失敗しがちな存在であるという前提で、顧客に向き合っていくことが必要であろう。

一般の人間というのは、行動ファイナンスやニューロ・エコノミクスで示される問題に加えて、より単純な問題も抱えた存在である可能性もある。すなわち、判断能力がある人でも忙しくて将来の資産形成を考える時間をとれなかったり、仮に能力も時間があったとしても、ディスクロージャー資料や説明資料を読んだり、将来の資産形成といったことを考えることは必ずしも楽しいことではないためか、積極的に時間をとろうとしない傾向があるというのが実態と思われる。

従って、顧客というのは、説明書を渡しても読まないし、読んでくれても適切に理解しているかどうかわからない。口で理解したと言っても本当の所はわからない。仮に理解してくれたとしても、実際に意思決定する場合には脳の別な場所が働いてしまうから、結局、誤った選択をしてしまう。

¹⁵ James J. Choi, David Laibson, Brigitte C. Madrian, "Why does the law of one price fail? An experiment on index mutual funds," *NBER Working Paper* 12261, May 2006

それくらいのレベルを出発点に考えて、より良いアドバイス、より良い金融商品は何かを考えていくことが、結果として顧客に感謝され、顧客に信頼され、ビジネスとしての成功にもつながるだろう。

民間の金融商品開発においても、個人の自由選択に任せず、自動的に合理的な姿が実現するような工夫が考えられる。その一例がライフサイクル・ファンドである。このタイプのファンドには、そもそもライフ・サイクルに応じたあるべき資産配分は、金融機関が顧客にきちんとアドバイスをしてその都度見直して行くもので、そういうことまで商品の中に組み込んでしまうとすれば、アドバイザーとしての責任を放棄していることになる、とか、こういう商品を売るのはセールスマンが顧客のニーズや適合性を把握できず適切な運用アドバイスができないからだろう、という批判があるが、そうではない。

年をとるに応じて、タイミングよく金融機関の店頭へ赴き、適切なアドバイスを求め、それに忠実に従って資産配分を決定し、それに基づく注文を執行して帰るような個人投資家は、なかなか現実にはいないのではないかと、という認識を踏まえると、普通の顧客にふさわしい商品ということになるのである。

そもそも電子工学の知識などなくてもテレビを買えばすぐ楽しめるのに、金融商品においてはやれリスクだのリターンだのの説教を聞くことから始まらなければならないのは、現在の金融商品自体の完成度が低いせいである、という議論もある¹⁶。

まずはリテール金融ビジネスにおいても、脳の動きを調べることで、どういう説明資料や説明の仕方がより顧客の正しい理解につながるかを検討していくといったことから、改善努力を進めていくことが考えられる。やや SF 的な話となるが、こうした測定が将来、簡易なものとなれば、店頭で顧客の理解状況を客観的に把握し、説明が十分理解されているかどうかの確認に使うなど、様々な応用が実現していくかもしれない。

どういう広告がより消費者の購買意欲につながるかの分析などは、既に実験がなされている。これによると、消費者が一番良いと口頭で答えた広告と、消費者の脳において、共感と一体化に関わる部位をもっとも活性化させた広告は異なっていたということである¹⁷。

おわりに

かくしてニューロ・エコノミクスの今後の発展は、パブリックポリシー

¹⁶ ボストン大学の Zvi Bodie 教授の講演より。

¹⁷ マッテオ・モッテルリーニ『経済は感情で動く』泉典子訳、紀伊国屋書店、2008年参照。

の在り方から金融マーケティングの世界まで、官民の金融資本市場へのアプローチを大きく変貌させていく可能性がある。ブラック・スワンの問題も併せて考えると、成熟したかに見える市場にも、多くの非合理性が潜んでいるわけである。このことはリスクであると同時に、社会全体、金融界、そして投資家にとって追加的なリターンを追及できる機会が、まだまだ残されているということの意味しているのかもしれない。