

## 米国金融リテール戦略における行動ファイナンスの活用

神山 哲也、服部 孝洋

### ■ 要 約 ■

1. 行動ファイナンスとは、個人の心理や価値観といった非合理的要因が、経済的意思決定や市場価格に与える影響を分析するものである。米国金融機関では、行動ファイナンスの知見をリテール戦略に活用している事例が見られる。
2. JP モルガン・アセット・マネジメントは、多くの個人に見られる自信過剰と損失回避願望という心理を逆手に取り、バリュー戦略とモメンタム戦略を組み合わせたファンドを運用している。また、富裕層向けマーケティングにおいては、文化人類学者の協力を得て、個人の価値観という観点から顧客を5つに分類し、それぞれに訴求力のあるマーケティング手法を編み出している。
3. バンク・オブ・アメリカは、個人がクレジット・カードを使用する場合の端数をマッチング拠出付きで自動的に貯蓄に回すサービスを提供している。これも、多くの個人が自主的に貯蓄しない傾向を捉えたものであり、行動ファイナンス学者から高い評価を得ている。
4. わが国では、行動ファイナンスの知見が金融実務に活用されているとは言い難い状況にある。他方、少子高齢化が進み、個人による資産運用の重要性が増しているわが国では、金融機関が如何に個人の投資判断を適切にサポートしていくかが問われている。米国金融機関が専門家の知見を活用しつつ行動ファイナンスを活用している事例は、わが国金融機関にとって参考になるものと思われる。

### I はじめに

投資家の行動を理論だけでなく実態にも着目して説明する術として、行動ファイナンスに対する認知度および関心度が高まりつつある。その一方で、行動ファイナンスは、実験の結果など具体例の集積であるため、その一つ一つは分かりやすいものの、全体像が見えにくい、という印象を持たれがちである。また、行動ファイナンスに対する関心は高まっているものの、その知見がわが国で活かされている例は未だ多くはないのが現状である。

本稿ではまず、個人がどのように資産選択を行うのか、という観点から行動ファイナンスの全体像を概観する。その上で、米国金融機関においてどのように行動ファイナンスが

活用されているのか、具体的な事例を通して紹介する。

## II 行動ファイナンスと個人の投資行動

### 1. 行動ファイナンスとは

行動ファイナンスとは、①投資家心理、およびそこから導き出される②裁定行動の限界、という観点から、伝統的なファイナンス理論の支柱である効率的市場仮説を批判する学際的理論である<sup>1</sup>。

従来のファイナンス理論では、市場に非合理的な個人が存在することを認めつつも、多くの合理的な個人が裁定行動を採ることで、結果的に効率的な市場が実現すると考えられていた。しかし、現実には、大部分の投資家が合理的な裁定行動を採るとは限らない。行動ファイナンスの観点から行われた実証研究では、合理的な個人の裁定行動が結果的に非合理的な個人の行動を相殺している事象は見られず、むしろ、個人は同じような非合理的な振る舞いをする人が多いということが観察された。言い換えれば、非合理的な個人の行動は、合理的な個人の行動によって相殺されるのではなく、個人は一定のパターンの非合理性をもつ、すなわち、後述するように「予想どおりに非合理的」な主体なのである<sup>2</sup>。

行動ファイナンスは、その理由を投資家心理に求める。即ち、投資家は損失を計上することを過度に嫌ったり、株式相場を予測できるといった過度な自信を持つことなどが指摘されている。これらの規則性のある非合理性が市場に影響を与えることとなり、非効率的な市場が形成されることとなるのである。

### 2. 行動ファイナンスと個人の非合理性

以下では、ファイナンスの分野で著名なハーバード大学のジョン・キャンベル教授の議論に基づき、行動ファイナンスの観点から、個人の投資行動に見られる「予想どおり非合理的」な行動について議論する<sup>3</sup>。キャンベルは、個人の「予想どおり非合理的」な行動として、①株式市場への参加に関するもの、②投資資産の分散に関するもの、③ポートフォリオの見直し（リバランシング）に関するもの、という3点を挙げている。キャンベルによると、個人は経験則上、株式や投資信託などのリスク資産で運用すれば安全資産より高いリターンを期待できるものの、そもそもリスク資産を全く保有していないことが多い（①株式市場への参加に関するもの）。また、株式を保有していたとしても、分散を行わず、偏った資産に資産を集中していることが頻繁に観察される（②投資資産の分散に関

<sup>1</sup> 本節は、Nicholas Barberis, Richard Thaler, “A Survey of Behavioral Finance”, *Handbook of the Economics of Finance*, 2003に基づく。

<sup>2</sup> Dan Ariely, *Predictably Irrational: The Hidden Forces That Shape Our Decisions* 2008 参照。

<sup>3</sup> John Campbell, “Household Finance”, *Journal of Finance*, August 2008 参照。

するもの)。そして、適切なアセット・アロケーションが時間の経過とともに変化したとしても、個人はライフサイクルを通じて主体的にポートフォリオを見直さない傾向があることが指摘されている(③リバランシングに関するもの)。

このような非合理性を説明する投資家心理における要因として、行動ファイナンスでは、①収益の追求よりも損失回避を重視する「損失回避願望」、②他人より自分の方が優れた投資を行えると思いきむ「自信過剰」、③ブランドやアドバイザーの性別といった経済的要因以外の要因に左右される「バイアス」、④主体的に判断することを放棄して他者の行動に便乗しようとする「群集心理」、などが指摘されている<sup>4</sup>。

このように、行動ファイナンスでは、従来のファイナンス理論が想定する合理的な個人の行動は、あくまで理想的なものであるとされ、実際の個人の行動とは峻別される。すなわち、理想的なあり方を議論する分野が従来のファイナンス理論が担う領域であり、実際にどうなっているかを扱う分野が行動ファイナンスである、という考え方を採っているのである。

以上の議論が示唆するのは、個人の投資における他者の関与の必要性である。従来の議論では、合理的な水準が個人によって実際に達成されると想定するため、他者の積極的な関与は不要となる。しかし、行動ファイナンスの議論によれば、実際的水準と理想的な水準には乖離があり、その乖離を埋めるために、他者のアドバイスなど、個人が適切な投資を行うためのサポートが必然的に必要となるわけである。

### Ⅲ 米国金融機関による行動ファイナンスの活用事例

以上では、行動ファイナンス一般の議論として、個人には規則的な非合理性が見られ、他者のアドバイスが必要となることを指摘した。以下では、米国の金融機関がリテール投資家向けの商品・サービスにおいて、どのように行動ファイナンスを活用しているか、具体例を通じて紹介する。

#### 1. JP モルガンの事例

米国金融機関による行動ファイナンスの活用事例として、まず JP モルガン・アセット・マネジメント (JP モルガン・グループの資産運用部門、以下 JPMAM) のケースを紹介する<sup>5</sup>。JPMAM は、行動ファイナンスを活用したファンドの運用およびマーケティング戦略を展開している。後者の担当者である同社マーケティング部長のリチャード・チャンバー氏は、ファンド・アクション誌による 2007 年最優秀ファンド営業マン (Fund

<sup>4</sup> 個人の投資行動における非合理性の要因については様々な分類・切り口があるが、本文では、Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street: The Time-Tested Strategy For Successful Investing, Ninth Edition* 2007 の 4 分類を紹介している。

<sup>5</sup> 本節は、Malcolm Baker, Aldo Sesia JR, "Behavioral Finance at JPMorgan", *Harvard Business School*, January 18 2007 に基づく。

Marketer of the Year) を受賞している<sup>6</sup>。以下では、ファンドの運用において同社がどのように行動ファイナンスを活用しているかを紹介した上で、行動ファイナンスを活用した同社のマーケティング戦略を紹介する。

### 1) 行動ファイナンスを活用したファンドの運用

JPMAM は、個人の非合理性を逆手に取ったリテール投資家向けのファンドを運用している<sup>7</sup>。最初のもは、1992年に英国で設定したプレミア・エクイティ・グロース・ファンドであった。同ファンドは、最初の10年間のうち9年間でベンチマークをアウトパフォームするという好成績を挙げていたため、同様のファンドを米国でも設定することとなり、1995年に米国でイントレピッドというブランドのファンドが設定された。

前節で言及したとおり、行動ファイナンスでは、個人の投資行動の多くは非合理的であり、故に、市場で形成される価格が合理的であるとは限らないとされる。JPMAM は、市場で証券価格が非合理的な水準となる理由を、自信過剰と損失回避願望という二つの投資家心理に求める。その上で同社は、行動ファイナンスを活用するファンドにおいて、このような個人の非合理性を逆手に取り、市場平均を上回る収益を追求するのである。

実際の投資戦略自体は、バリューストック戦略とモメンタム戦略というオーソドックスな投資戦略を融合させたものである。まず、個人投資家の自信過剰から、彼らがファンダメンタルズとは関係のないイベントや発表を過度に重視し、割安銘柄を放置してでも短期売買を行いがちである点に着目する。その結果形成された価格と本来の価格の裁定を図るべく、JPMAM は機械的にバリュー銘柄を中心にポートフォリオを構成する。モメンタム戦略については、個人投資家の損失回避傾向から、保有する銘柄に関する好材料が公になった時に売却することには抵抗感を感じない（故に価格上昇速度が鈍る）一方、悪材料が公になった時は売却して損失を確定することに強い抵抗感を感じる（故に株価下落速度が鈍る）という考え方に基づく。この本来の価格に移行するタイムラグを捉えるべく、相対的に上昇した銘柄を買い、相対的に下落した銘柄を売るモメンタム戦略をバリューストック戦略に組み合わせているのである<sup>8</sup>。

なお、JPMAM は、行動ファイナンスを活用するイントレピッド・ブランドの運用戦略を説明するため、85,000人の営業マン向けに、返信すればスターバックスのギフトカードを貰える電子メールやダイレクト・メールを送ったり、全国で30回のロー

<sup>6</sup> “JPMorgan’s Chambers Wins Marketer of the Year”, *fund action*, March 10 2008.

<sup>7</sup> なお、Colby Wright, Prithviraj Banerjee, Vaneesha Boney, “Behavioral Finance : Are the Disciples Profiting from the Doctrine?”, *Journal of Investing*, Volume 17, Number 4, Winter 2008 によると、行動ファイナンスの考え方を活用したファンドは米国で16本存在する（2004年末時点）。

<sup>8</sup> なお、注5の論文および同ファンドの目論見書には、どのようにバリューストック戦略とモメンタム戦略を実務上組み合わせているかに関する記述はない。しかし、目論見書において“undervalued and/or have strong momentum”とあることから、バリューストックのみの観点から投資する場合、モメンタムのみの観点から投資する場合、両者の観点から投資する場合がある可能性がある。

ドショーを行ったりしている。このようなマーケティングの効果もあり、2006年に7億ドルだった資金流入が2007年には11億ドルへと増加した。

## 2) 行動ファイナンスを活用したマーケティング戦略

JPMAM は、富裕層向けマーケティング戦略においても、行動ファイナンスの知見を活かしている。具体的には、顧客の心理や感情を基に、富裕層とされる顧客をさらに分類し、それぞれの分類に属する顧客に適したサービスを提供している。

JPMAM は、従来行われていたマーケティングでは、顧客の年齢などの情報から導き出される「ニーズ」が重視されてきたとする。しかし、このようなマーケティングは一般的に行われているため、差別化を図るためには、顧客の心理や感情、価値観から「何を欲しているか」を把握することが重要だ、という基本認識に立つ。これは、投資意思決定の80%は感情に規定され、事実の規定されるのは20%に過ぎない、という考え方を前提としている。もっとも、だからといって、顧客が欲する商品・サービスをそのまま提供するべきだとしているわけではない。むしろ、顧客にとって最適なソリューションを適切に提供するための材料として、顧客が何を欲しているかを把握することが重要だとしているのである。

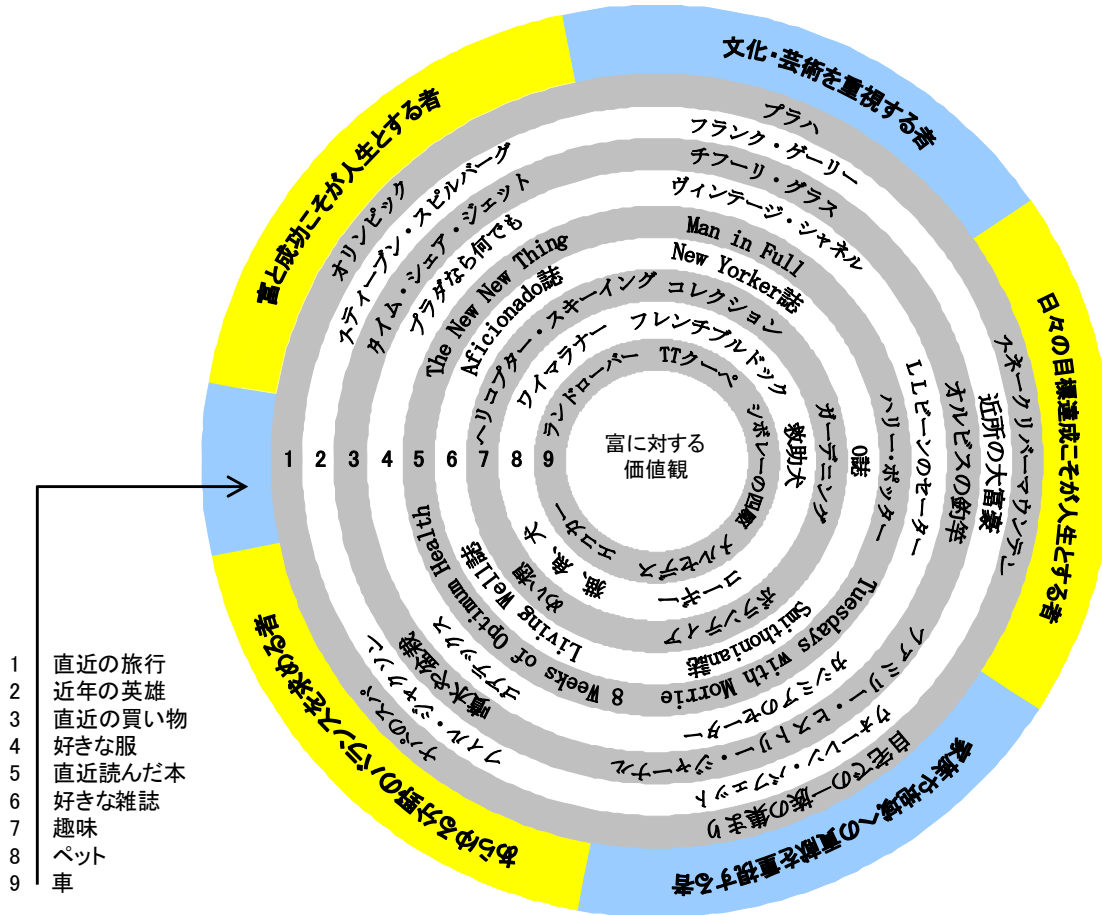
JPMAM はまず、コンサルティング・ファームであるカルチャー・プランニングの創業者であり、文化人類学者でもあるラリー・サミュエル博士と共同して、富に対する価値観という観点から富裕層の分類を行った。すなわち、「富と成功こそが人生とする者」、「文化・芸術を重視する者」、「日々の目標達成こそが人生とする者」、「家族や地域への貢献を重視する者」、「あらゆる分野のバランスを求める者」の5分類を設けた。次に、それぞれの分類に関連するキーワードを特定した。その上で、顧客との対話を通して、そのキーワードを参照しながら、顧客がどの分類に属するかを判断するのである(図表1)。

このように顧客を分類した後、JPMAM は、これらの情報を、①言葉遣い、②サービス、③パフォーマンス・レビュー、に活用する。これにより、多くの顧客の持つ非合理性の問題を完全に解決できないまでも、ある程度それを制御できるようになる、としている。

まず、言葉遣いについてである。ここでは、各々の分類に属する顧客に対して最も訴求力のある言葉遣いを営業マンが意識しなければならない、とされる。JPMAM によると、例えば、顧客が「富と成功こそが人生とする者」に分類される場合、営業マンは、顧客に対する尊敬の念や顧客の社会的地位を強調したり、共に考えることで目的を「勝ち取る」ことができることを述べたりする。他方、顧客が「文化・芸術を重視する者」に属する場合、営業マンには、分散投資を絵の具の色を混ぜることになぞらえて説明することなどが求められる。

次に、サービスについてである。JPMAM は各々の分類の顧客に対するマーケティングで鍵となるサービスの要素を特定している。例えば、「富と成功こそが人生とす

図表1 顧客分類とキーワード



(出所) Malcolm Baker, Aldo Sesia JR, "Behavioral Finance at JPMorgan" Harvard Business School  
より野村資本市場研究所作成

る者」に分類される顧客に対して営業マンは、自分が特別な扱いを受けていると感じさせ、最近の流行に関する情報を提供し、自分の過去の業績について話をさせる、といったことを心がける。他方、「文化・芸術を重視する者」に分類される顧客に対しては、投資戦略について視覚的に訴える資料を用いたりストーリー仕立てにしたりして説明し、よりインフォーマルな雰囲気醸し出す、といったことを心がけるべきだとされる。

最後に、パフォーマンス・レビューについてである。JPMAM は、上記で述べた言葉遣いやサービスは、パフォーマンス・レビューでも効果を発揮するとしている。すなわち、多くの個人は直近の出来事を過度に重視したり、長期的な目的と関連のないデータや見方に固執したりする。そこで、パフォーマンス・レビューの際に、単に数字の解説に留まらず、顧客の心理や感情、価値観を踏まえた説明を行うことにより、そうした個人の非合理性を制御できるだけでなく、パフォーマンスが悪化した場合であっても顧客を維持することに繋がるという。

## 2. バンク・オブ・アメリカの事例

次に、米国の大手銀行であるバンク・オブ・アメリカ（バンカメ）の事例を紹介する<sup>9</sup>。バンカメは、2005年10月からキープ・ザ・チェンジ（「お釣りは取っておいて下さい」の意）と呼ばれるサービスを提供している。これは、顧客の貯蓄を促進するため、同社のキャッシュ・カードのデビット機能を使用する度に、1ドル未満の端数を決済用口座から貯蓄用口座へ移転することで貯蓄を行うというサービスである。その際、バンカメによるマッチング拠出も行われ、最初の3ヶ月間は100%、以後は5%、バンカメが追加で貯蓄用口座に拠出を行う（上限は年間250ドル）。例えば、3.43ドルのコーヒーをデビットで購入する場合、3.43ドルを4ドルへ切り上げ、カードの決済用口座から4ドル引き落す。その上で、差額の0.57ドルを貯蓄用口座に入れ、更にバンカメのマッチング拠出0.57ドル（最初の3ヶ月以後の場合は0.03ドル）が貯蓄用口座に入れられることになる（図表2）。

ハーバード大学のセンディル・ムライナサン教授によると、キープ・ザ・チェンジは行動ファイナンスの観点から極めて有効なものだという<sup>10</sup>。すなわち、行動ファイナンスでは、個人は将来について計画することの必要性は感じるものの、その手続きが簡便なものでなければ実行に移さないという非合理性を持つことが指摘されている。その点、同商品では、個人が主体的な行動を採らなくても、自動的に貯蓄を行うことが可能となるように設計されている。

このように、バンカメのキープ・ザ・チェンジは、過少貯蓄の原因となる個人の非合理性の解決を企図したものと見ることができる。すなわち、同サービスは、バンカメの預金やカードのプロモーションに加えて、消費と同時に一定の貯蓄を自動的に行うことによ

図表2 キープ・ザ・チェンジの仕組み

	キャッシュ カードでの 支払い代金 (A)	差額= (B-A)	マッチング 上段: 最初の3ヶ月 下段: 3ヶ月以後	決済用口座から の引落し代金 (B)
 (コーヒー)	\$3.43	\$0.57	\$0.57 \$0.03	\$4.00
 (ファーストフード)	\$4.50	\$0.50	\$0.50 \$0.03	\$5.00
 (洋服)	\$14.83	\$0.17	\$0.17 \$0.01	\$15.00

この合計が貯蓄用口座に入金される

(出所) バンク・オブ・アメリカのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> キープ・ザ・チェンジには、2008年9月末時点で800万人以上の加入者が存在する。なお、バンカメは、同サービスの特許を申請しているものの、エプリー・ベニー・カウンツ社によって、同社の特許を侵害したとして訴訟を受けている。

<sup>10</sup> “Academic Takes a Look at Loan Product Design; Consumers want simple choices”, *Origination News*, December 12, 2007 参照。

て、過少となりがちな貯蓄を促すという側面も有しているのである。同サービスのように、行動ファイナンスの観点から個人による貯蓄の自動化を図った金融サービスとしては、米国大手インデックス・ファンド運用会社のバンガードによる確定拠出型年金の自動加入サービスであるワン・ステップなどもあり<sup>11</sup>、行動ファイナンスの一つの帰結として個人の貯蓄の自動化が肝要であることが伺われる。

## IV おわりに

上記で見てきたように、行動ファイナンスは、個人投資家の行動の多くが非合理的であることに着目するものであり、効率的市場仮説を提唱する伝統的なファイナンス理論と比較して、より現実を直視したものであると言える。そのため、米国金融機関では、現実に即した商品・サービスを理論的な裏付けを以て提供する手段として、ファンドの運用やマーケティングなどの分野において行動ファイナンスの知見を活用している。

行動ファイナンスの理論および米国金融機関の活用事例から得られる示唆は、個人の投資判断にサポートを与えることの重要性、そして、そのサポートを効率化するために自動化の発想を取り入れることの重要性である。これは、米国金融機関のビジネスに限らず、政府の施策でも見受けられる考え方である<sup>12</sup>。例えば、スウェーデンでは公的年金の個人勘定部分で株式比率の高いファンドがデフォルトとして設定されており、個人の資産運用の適正化・効率化を図る仕組みが政策的に導入されている<sup>13</sup>。また、米国オバマ大統領も、「現実の人間の行動に即した法」を標榜しており、行動ファイナンスの分野で著名なハーバード大学ロースクールのキャス・サンスティーン教授を行政管理予算局の情報・規制部長に任命することが一時報じられていた<sup>14</sup>。

翻ってわが国を見ると、行動ファイナンスに対する関心は高いものの、必ずしも金融機関の実務に活かされているとは言い難い状況にある。しかし、少子高齢化が進展し、現行の年金制度に対する不安が高まる中、個人による資産運用の適正化・効率化の重要性はますます高まっていくはずである。このような環境下で、わが国金融機関は、如何に個人投資家のニーズをくみ取り、サポートしていくかが問われている。米国金融機関が、学者など行動ファイナンスの専門家の知見を導入しつつ、行動ファイナンスを活用している事例は、わが国金融機関にとって大いに参考になるものと思われる。

<sup>11</sup> ワン・ステップは、バンガードが研究支援をしている行動ファイナンス学者であるシカゴ大学のリチャード・セイラー教授とカリフォルニア大学ロサンゼルス校のシュロモ・ベナルジ教授が提唱する SMarT(Save More Tomorrow)プログラムに基づいている。

<sup>12</sup> Richard Thaler, Cass Sustein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness*, 2008, 淵田康之「ブラック・スワンとニューロ・エコノミクスの示唆」『資本市場クォーターリー』2008年夏号参照。

<sup>13</sup> Richard H. Thaler, Henrik Cronqvist, "Design Choice in Privatized Social-Security Systems: Learning from the Swedish Experience", *American Economic Review* 94(2) 2004 参照。

<sup>14</sup> "Obama's Regulatory Czar Likely to Set a New Tone", *Wall Street Journal*, January 7, 2009 参照。なお、最終的にサンスティーン教授の同ポストへの就任は見送られた模様である。