

ASSA (社会科学学会連合) 二〇二〇年年度大会に参加して⁽¹⁾

田代一聡

はじめに

二〇二〇年一月三日から一月五日にかけてアメリカ合衆国カリフォルニア州サン・ディエゴでASSA二〇二〇年年度大会が開催された。本稿ではこの年次大会について報告する。

ASSA (Allied Social Sciences Association, 社会科学学会連合) は、AEA (American Economic Association, アメリカ経済学会) が中心となつて形成されている社会科学に関連する学会の

グループである。

二〇二〇年年度総会は参加登録者数が一三〇〇〇人と発表があり、セッションはASSAに参加する六二の学会によつて設けられている。セッションの数は、AEAが一八〇超と圧倒的に多く、AFA (American Finance Association, アメリカファイナンス学会) が七〇超、ES (Econometric Society, 計量経済学会) が五〇超となっている。

一つのセッションは二時間で、論文報告が三本ないし四本、もしくはパネルディスカッションや

講演が行われる。

非常に多くのセッションが行われるため、タイミングによっては四〇近いセッションが同時に進行することもあり、関心のある分野に限定しても、どのセッションに参加するのかというのは、かなり悩ましい問題である。

またセッション以外にもAEAで三〇〇弱、AFAで一〇〇超のポスター報告がある。またホールに企業展示ブースが設けられており(図表1参照)、出版社やデータを取り扱う企業以外にもAmazonなどの企業も出展している。

プログラムは冊子本で配布されるが、ページ数は五〇〇を超え、枕としても使えそう厚さになっている。また、この年次大会用のスマートフォンアプリケーションが存在し、様々な検索や自分の気になるセッションや参加予定のセッションの管理などが行うことができる。

一部のセッションは、ウェブキャストで非会員にも公開されているので、関心のある方はご覧いただきたい。⁽¹⁾

他にも、三日の夕刻に各種団体や大学の同窓でレセプションが設けられているのも、日本では見られない事で、大変興味深い。

本稿の構成は以下の通りである。一節では今大会で筆者が感じた概要を説明する。二節では筆者が興味を惹かれた報告について簡単に紹介する。最後に今大会の簡単なまとめでおわる。

一、大会の概要

前節で述べたように個別のセッションが非常に多くあるため、すべてに触れるのは不可能である。しかし、パネルディスカッションや講演の数は限られているため、それらがどのようなテーマ

図表1 企業展示ブースの入り口



〔出所〕 著者撮影

で設定されているのかを見ることで、潮流をみる
ことが可能であろう。パネルディスカッションと
講演については図表2にまとめた。

筆者の関心はファイナンスにあるので、AFA
に注目する。AFAでは、フィンテック関連への
関心の高さがうかがえる。二〇一九年大会でも
フィンテックへの関心の高さがうかがえたが、今
大会ではその全てに『規制』が関連付けられてい
ることに変化が感じられた。

また、『日本化、長期停滞、財政・金融政策の
挑戦』(Japanification, Secular Stagnation, and
Fiscal and Monetary Policy Challenges) や『低
金利下における金融政策フレームワーク』
(Monetary Policy Frameworks in a World of
Low Interest Rates) などのテーマは現実のマク
ロの問題をタイムリーに取り上げているように思
われる。

ASSA（社会科学学会連合）二〇二〇年年次大会に参加して

図表2 パネルディスカッションと講演一覧

番号	開催学会等	論題
1	AFA	Fintech, Financial Stability, and Regulation
2	AFA	Innovating for Financial Health: Are FinTechs, Banks, and Policymakers Addressing the Challenges?
3	Journal of Econometrics	Econometrics in the 21st Century, Challenges and Opportunities
4	Quantitative Economics	Design of Randomized Control Trials, Different Perspectives
5	AEA	Beyond GDP
6	AEA	Economic Opportunity and the Impact of Race and Place
7	Econometrica session	New Developments in Econometrics
8	AEA	Women in Central Banking
9	AFA	Shadow Banking: Understanding Private Debt
10	AEA/CSMGEP	How Can Economics Solve Its Race Problem?
11	AEA	Using Data Analytics and Visualization in Economics Courses
12	FES	Sources and Consequences of Inequality
13	LERA	Making Global Markets Work for American Workers
14	NAEE	Professional Promotion and the Scholarship of Teaching and Learning in Economics
15	AEA	Alan Krueger's Contributions to Economics
16	AFEE/ASE	Is Karl Polanyi's Analysis of the 1930's and 1940's Relevant for Understanding the Global Political Economy of the Present?
17	AREUEA/AAEA/ AFA/CSWEP/EEA	Women in Economics Perspectives and New Initiatives from Five Professional Associations
18	AEA	Transforming the Economics Classroom: Diversity and Inclusion
19	EPS	The Hidden Costs of War and Sanctions
20	IAEE/AEA	The Geopolitics of Oil Price Cycles
21	IBEFA/AEA	Corporate Culture and Banking
22	MEEA/AEA	Policy Session ASSA: Exchange Rate Arrangements, Price Stability and Economic Growth in MENA
23	IAFFE	25 Years of "Feminist Economics": Origins, Achievements, and Challenges
24	AEA	Deaths of Despair and the Future of Capitalism
25	IAEE/NABE	Taking Stock of the Global Energy Transition

26	AEA	Japanification, Secular Stagnation, and Fiscal and Monetary Policy Challenges
27	AEA	Monetary Policy Frameworks in a World of Low Interest Rates
28	AEA	Rising Markups and Monopoly Power
29	AEA	Using Social Media and Blogging to Engage Economists
30	AEA (Richard Ely Lecture)	Gender in the 21st Century
31	AEA (EEA Lecture)	Experience, Bias, and Expertise - How Experience Effects Bias Decision-making Even Among Experts
32	AFA Lecture	Distributed Ledgers: Design and Regulation of Financial Infrastructure and Payment Systems
33	AEA/AFA Joint Luncheon	Nudges are Not Enough: The Case for Price-based Paternalism

〔出所〕 ASSA2020プログラムより著者作成

昨今、日本でも関心が集まり始めた、性別や人種の問題に関連したものが多くみられ、これらの問題に対する関心の高さがうかがえる。

日本では耳目を集めているMMT (Modern Monetary theory, 現代貨幣理論) であるが、全く注目されていないことも記しておく。⁽ⁱⁱⁱ⁾

二、個別のセッションの紹介

この節では、筆者が聞いた報告の中から、読者にも関心がもてそうな報告を紹介する。

(1) CEOの平均余命・コーポレート・ガバナンスと財務難^(iv)

経営者の私的利益が存在するため、経営者は、株主の利益に反する行動を取ってしまう。そこで、最適な経営者への報酬体系を設定する。そう

することで、経営者のインセンティブと株主の利益を合致させることができ、経営者の行動を抑制できると考えている。

この論文では、経営者の私的利益の一つの源泉として『経営者自身の健康と長生き』に注目している。

一六〇〇人以上のCEOの誕生日と死亡日を集め、厳しい監視体制が経営者の長期の健康に対して悪影響があることを主張している。

具体的には、買収防衛法が施行されたことによつて、敵対的買収による市場の規律付けから遮断され、約二年CEOの余命が増えたという主張である。

また、CEOの任期中に景気の停滞が起きたときに、健康に悪影響があることも示されている。

そのためにもちいた手法はわかりやすいが、大変ユニークに感じられた。それは、CEO就任時と

退任時の写真から、機械学習を用いて『外見年齢』を算出し、どの程度老化が進んだのかを算出する。そして、実際の経過年数との差から、健康への影響の有無を検証している。

そして、二〇〇七年から二〇〇八年の金融危機の期間にCEOの任期を経験したかどうかで、景気停滞の健康への影響を検証し、影響があるという結果をしめた。

これらの結果は、一般的には厳しいコーポレート・ガバナンス体制が望ましいと考えられているが、それによつて重大なCEO個人への健康費用を伴っていることを意味している。

経営者自身がキャリアパスの形成にあたってこれらの健康費用を考慮しているかどうか、健康費用がCEOとしての労働選択に影響しているかは、未解決問題である。

また、論文の討論者からは、身体への影響と精

神への影響を分離した点に新規性があるとの意見があった。

(2) 不確実性と契約…組織における合意と羨望⁶⁾

経済学、特にファイナンスの分野では、リスク(risk)と不確実性(uncertainty)を別の概念として明確に区別している。

将来、様々な状況が起こる可能性があり、どの状況が起きるかわからないが、どのような状況がどのような確率で起きるのか分かっている状態を指して『リスクがある』と言うのに対して、ある状況が起きる確率がよくわからない状態を『不確実性がある』と言って使い分ける。

リスクを嫌うのは、リスク回避的な選好としてよく知られており、経済学では多くの場合『リスク回避的な選好』を基礎に考えている。

それに対して不確実性を嫌うという性質も人間

は持つと考えられており、『不確実性回避的な選好』として知られている。

この論文では理論的に、トップレベルの経営者と複数の部門長を考え、不確実性回避の選好を導入して、どのような報酬支払体系が選択され、どのような組織が形成されるかを検討している。

不確実性の程度が高い時には、部門単体だけではなく、他部門の成果も結び付けて報酬を払うことが最適であることを主張している。自分と無関係な他部門の成果を報酬に結び付けることで不確実性をヘッジできるためである。

この結果は、キャッシュフローの不確実性が高い、若い企業において、株式を用いた報酬が支払われ、不確実性が低くなった成熟企業では成果に基づいた報酬が支払われるということを説明できると主張している。

(3) 一九二〇年から二〇一一年までの合衆国におけるエグゼクティブの移動性^(vi)

この論文は長期にわたるCEOの他企業への移籍を調査している。そして、CEOの移籍が、時代とともにどのように変化してきたのか、また、インセンティブや企業の意思決定に影響を及ぼすのか、という二点について検討した論文である。

前者の疑問に対しては、趨勢的にはCEOの移籍が活発になっていくが、二〇〇二年以降の一〇年を見ると、その前の一〇年の時期と比較して、やや不活発になっているという主張をしている。筆者自身が『一貫して上昇しているのではないか』との予想を持っていたため、やや意外な結果である。

後者の疑問については、動学的エージェンシー問題の先行研究を参照して仮説を建てている。

1 CEOは、労働市場での将来の評価のために

頑張るので、明示的な給与によるインセンティブの与え方が減る。

2 監視をしなくても頑張るため、取締役会による監視の程度が減少する。

3 クビになる恐怖が緩和されることによって、純レバレッジが減少する。

4 エージェンシー問題を緩和させる効果によって、企業投資と成長が加速される。

これらの四つの仮説をこの論文では考え、データから検証している。

実証結果から、1、2、4の仮説が支持されるという結果を得ている。

(4) 家計の期待に関するエビデンス^(vi)

この論文では、一九九一年から二〇〇八年に家計に対して行われた年次調査の内、『現在の状態と将来の財政状態 (financial standing) がどのよ

うな状況になっているか』という質問結果を用いてファクトファインディングを行っている論文である。

その調査結果から、

1 家計は外挿的 (extrapolative) な期待形成を行っている。これは、ある意味で合理的でない期待形成が行われていることを意味している。

2 悪い財政状況のあと、期待の広がり幅が増える。これは悪い情報の解釈の幅が、良い情報に比べて大きいことを意味している。

3 実現した未来と比較して、期待の更新が過大に行われている。

4 悪い財政状況の家計は将来に対して過剰に楽観的になってしまう。

という四つの主張を行っている。

この論文の著者たちは、4の結果が家計の貯蓄不足を起す原因になっているのではないかと主

張している。

過度に楽観的である、すなわち、将来の財政状態を客観的な可能性よりも高い確率で良くなると考えている。そのため、貯蓄がなくても将来は何とかなると考えてしまうのではないか、というロジックである。

(5) 利子率からの学習と株式市場の効率性への含意^編

この論文は理論モデルから、国債の供給の増加が、株式市場の情報効率性にどのような影響をもたらしのかを検証している。

結果は、国債の供給の増加が、株式市場の情報効率性を損なうと主張している。

この結果の直観は非常に単純である。株式市場で良いこと・悪いことが起きれば株価の変動が起きる。そして、将来が良いと予測すれば、株式の

持ち分を増やし、債券の持ち分を減らす。逆に、悪いと予測すれば、株式の持ち分を減らして債券の持ち分を増やす。こう考えると、債券価格の下落は株式市場の良い情報を、上昇は悪い情報を反映するという効果をもつ。

この論文では、標準的な株価決定の合理的期待均衡 (Rational Expectation Equilibrium, REE) モデルに、債券の価格を導入している。

通常の R E E モデルでは、債権の価格 (利子率) を所与として、いくらでも弾力的に供給が行われるという想定でモデルが構築されている。ここに債券の供給量を導入することで、均衡で債券価格が決定される。

また投資家にはコストを支払って債券の情報を得るか・得ないかという選択も加えている。

この均衡で決定される債券価格が、株式市場の情報をもたらすという理論構造になっている。

この理論モデルでは、債券の供給量が増加することで、株式市場の情報の効率性を損なうという結果を得ている。これは、ヨーロッパや我が国において、特に含意がある結果であろう。

この現象が起きるのは、債券の供給量が増えることで、需要の変化に対する債券価格の変化が小さくなるためである。債券価格から得られる情報が少ないのであれば、投資家はコストを払って債券の情報を得るのを控えるであろう。

情報を得る投資家が少なくなる結果として、債券価格の情報が、株式市場に反映されにくくなるのである。

(6) 投資家の記憶^(x)

人間の『記憶』という要素は、教科書におけるミクロ経済学では無視されているが、近年の行動経済学の進展において重要だと考えられている。

なぜなら、人間は経験から学習し、その学習した成果を次の行動選択に活用していると考えられるためである。

その時に『記憶の不完全性』という要素を考慮することで、経験から十分な学習を阻害するため、客観的には適切な行動選択ができなくなる。

この論文では実験を行い、投資家の記憶がどのようなバイアスを持っているのかを考察している。

最初に投資を行い、その結果から学習を行い、再投資の意思決定を行う。最初の投資結果をどのように記憶しているのか、がこの論文のポイントである。

論文は『良い結果が得られた投資はより記憶され、悪い結果に終わった投資はあまり記憶されない』という極めて明快で、かつ興味深い主張をしている。

この結果が興味深いと考えた理由を簡単に述べると、まず、筆者自身の直感として、悪い結果のほうが人間の記憶に残りやすいと思っており、その直感が外れたためである。

直感は外れたものの、その一方で、投資の結果が良くなかったとしても、良い結果が得られた時の記憶を思い出して行動を決定してしまうという点は、納得できる。

(7) ベンチマーク組込み補助金^{x)}

ある企業が、代表的な投資インデックスに新たに組み込まれるという状況を考えてみる。この時、投資インデックスをベンチマークとしたパッシブ投資が存在するため、この新規組込み企業の株への需要は、実態と無関係に上昇する。その結果として株価が上昇する。このようなシナリオについては、多くの人が納得できるであろう。

この論文は、このベンチマークインデックスへの組込みによって起きる株価上昇 (benchmark inclusion subsidy, ベンチマーク組込み補助金) が、投資、M&A、IPOといった、投資家や企業の行動に、どのような影響をもたらすのかを理論的に検討する。

まず、ポートフォリオ・マネージャーは、ベンチマークとの比較で評価されるために、ベンチマークに組み込まれた企業への投資を増やさざるを得ない。つまり、ポートフォリオ・マネージャーへの評価の仕方が、投資をよりパッシブへと傾けるのである。

パッシブな投資 (非価格弾力的な投資決定) が、結果として、ベンチマーク組込み補助金を生み出す源泉となる。

そして、ベンチマーク組込み補助金は、次のような特徴がある。

- 1 無リスクなプロジェクトにはベンチマーク組込み補助金が発生しない。
- 2 既存の資産とのキャッシュフローと相関が高いほど、補助金が大きくなる。
- 3 投資家のリスク回避度が高いほど、補助金が大きくなる。
- 4 機関投資家の運用資産残高が増えると、補助金が大きくなる。
- 5 ポートフォリオ・マネージャーへの評価がベンチマークとの比較を強められると、補助金が大きくなる。

ベンチマーク組込み補助金が存在するために、ベンチマーク組込み済みの企業は、非ベンチマーク組込み企業のM&Aを行いやすくするのである。そして2の特徴から、既存のキャッシュフローとの相関が高い企業を買収対象にしやすい、

ということを意味する。

(8) ナッジは十分でない^(x)

ハーバード大学のレイブソンによる講演では、タイトル通り、ナッジの効果が十分ではないという主張をしている。

ナッジ (Nudge) という言葉は、『小突く』を意味するが、行動経済学では、税制や補助金などの経済的なインセンティブはないが、行動を変えられる仕組み、というような意味で用いられる。

例えば、自転車を輸送する際に、段ボールに入れて届ける。しかし、段ボールに自転車の絵が描かれていると、輸送業者が乱暴に扱い、破損する割合が約二五%と、無視できない頻度で起こる。

しかし、段ボール箱に液晶テレビの絵を大きく描くことで、輸送業者が商品を丁寧に扱い、被害を八〇%以上減らせたという。^(xii)

輸送業者は、経済的なインセンティブを与えられたわけではない。液晶テレビだと思わせ、商品を乱暴に扱おうと破損してしまうと思いきさせる。これが大きな行動の違いにつながる。

このような考えを政策にも生かそうと、各国取り組んでおり、我が国でも二〇一九年に経済産業省がナッジユニットを設置した。^(xiii)

このように刮目すべき効果を持つように思えるナッジではあるが、この講演ではその効果が十分であるという。

その理由は、経済学の目指すべき目的が『行動を変えること』ではなく、『行動を変えることで経済厚生 (welfare) を改善すること』にある。

講演者自身の過去の研究を振り返り、ナッジは行動を変えることはできたとして、経済厚生を改善するのには十分とはいえないものが多い、と主張している。図表3は、ナッジによる行動の変化

の大きさと、その結果としての経済厚生改善の大きさを示している。多くの研究が、せいぜい小さな経済厚生改善に留まっていると、レイブソンは主張している。

例えば、確定拠出年金 (401k) への参加の決定を、参加するか参加しないかを選ぶのではなく、自動加入 (auto enrollment) をせて、やめるかどうかを選択させることで、参加率を大きく引き上げることができる。

しかし、拠出率を見ると、当初は自動加入によって大きく引きあがるものの時間の経過とともにその効果が減少していくケースが多い。その理由は、拠出の取り崩しができるためである。

ナッジが十分に経済厚生を大きく改善できない理由を、ナッジは一回の行動を変化させられるが、経済厚生は一回の行動ではなく、行動の積み重ねによって改善されるためとしている。

そのための解決策として、確定拠出年金の場合には、強制拠出を増やし、マッチング拠出を増やし、早期引き出しのペナルティを増やすなどして貯蓄を非流動化するようなことが行われる。

おわりに

紹介した研究以外にも、ASSA二〇二〇年年次学会は非常に面白い報告があった。中でも筆者個人は、ハーシュライファーAFA会長の会長講演が非常に興味深かった。

また、ASSA年次総会終了後の五日夕から七日昼にかけて行われたAEA Continuing Educationにも参加させていただいた。これは三つのコースが用意されており、今年は計量経済学 (Mastering Mostly Harmless Econometrics) 、金融政策 (Monetary Policy) 、そして気候変動 (Cli-

図表3 ナッジによる行動変化と経済厚生改善
 大きな経済厚生 小さな経済厚生 経済厚生無し

大きな 行動変化	Bettinger et al (2012) FAFSA assistance	Madrian & Shea (2001) AE in 401(k) plans	Adams et al (2019) Shroud option for automatic minimum credit card payment
小さな 行動変化		Milkman et al (2011) Implementation intention for vaccination	Choi et al (2011) Education targeting 401(k) savings
行動変化無し			Beshears et al (2015) Peer norming for retirement saving

〔出所〕 講演スライドより一部著者改変

mate Change Economics)であった。

このなかの金融政策のコースに参加させていた
 だったが、現在の金融政策の研究について解説が
 行われた。こちらもウェブキャストが公開されて
 いるので、関心のあるかたはご覧いただきたい。

(注)

(i) ASSA年次大会において、色々な方のお世話になった
 が、特に岩澤誠一郎氏と北村智紀氏の両氏に謝意を示し
 ます。

(ii) AEAのウェブキャストサイト <https://www.aeaweb.org/conference/webcasts/2020>

FAFSAのウェブキャストサイト

<https://atafaj.org/2020-annual-meeting-and-panel-sessions/>

(iii) 年次大会のアプリケーションでMMTを検索しても論文
 報告は二つのみであった。

(iv) Mark Borgschulte, Marius Guenzel, Canyao Liu, Ulrike
 Malmendier "CEO Stress and Life Expectancy: The Role
 of Corporate Governance and Financial Distress"

(v) David Dicks, Paolo Fulghieri "Uncertainty and
 Contracting: A Theory of Consensus and Envy in

Organizations”

Economics and Finance” <https://youtube/KWk2uFtsjY>

(i) John Graham, Dawson Kim, Hyunseob Kim, “Executive Mobility in the United States, 1920 to 2011”

(ii) <https://www.aeaweb.org/conference/content-ed/2020-webcasts>

(ii) Joao Cocco, Francisco Gomes, Paula Lopes, “Evidence on Expectations of Household Finances”

(たしろ かずとし・当研究所研究員)

(iii) Matthijs Breugem, Adrian Buss, Joel Peress, “Learning from Interest Rates: Implications for Stock Market Efficiency”

(iv) Katrin Gökder, Peiran Jiao, Paul Smeets, “Investor Memory”

(v) Anil K. Kashyap, Natalia Kovrijnykh, Jian Li, Anna Pavlova, “The Benchmark Inclusion Subsidy”

(vi) David Laibson, “Nudges are Not Enough: The Case for Price-Based Paternalism” <https://www.aeaweb.org/webcasts/2020/aea-afa-joint-luncheon-nudges-are-not-enough>

(vii) This box protects your \$3,000 bike during shipping, CNN <https://money.cnn.com/2017/10/03/smallbusiness/vannooof-bike-box-tv/index.html>

(viii) 行動経済学「ナッジ」は政策を変えるのか。 <https://news.yahoo.co.jp/byline/takeuchikan/2019061200129569/>

(ix) David Hirshleifer “Social Transmission Bias in

ASSA (社会科学学会連合) 二〇二〇年年次大会に参加して