

(年金運用入門)：運用の評価頻度が高ければ株式投資が嫌になる(1)

投資家が株式投資の損益を把握する頻度が高まり、投資を短期的に評価するほど、株式投資が魅力的でなくなり、資産配分が低下するという、行動経済学の理論「近視眼的損失回避」について解説する。

投資家が3期間にわたって株式投資を行うとしよう。そして、株式は値上がりすると1期間で150円の利益(確率1/2)、値下がりすると50円の損失(確率1/2)を被るものと想定する。この株式の期待利益は50円(=150円×1/2-50×1/2)であり、魅力的な投資対象と言えるだろう。伝統的な理論によれば、投資家によって購入量に多寡があるとしても、株式を購入する方が、全て現金で保有するよりも望ましい。

ところで、投資家は株式投資で儲かれば嬉しいし、損をすれば嫌なものである。投資家の株式投資に対する評価は、損益の金額が同じであっても、損失に対する嫌さの方が、利益に対する嬉しさを上回ると言われている。

ここでは、同じ金額の損益でも、利益に対する評価(株式投資に対する点数)よりも、損失の方を2倍悪く評価するとしよう。つまり、利益150円の嬉しさは+150点であるのに対して、損失50円に対する嫌さは-100点(-50円×2)であるとする。このように、同じ金額の損益でも、損失の方をより悪く評価することを「損失回避」と呼ぶ(図表1)。

図表1：株式投資からの損益と評価

	損益	評価
値上り(確率1/2)	+150円	+150点
値下り(確率1/2)	-50円	-100点

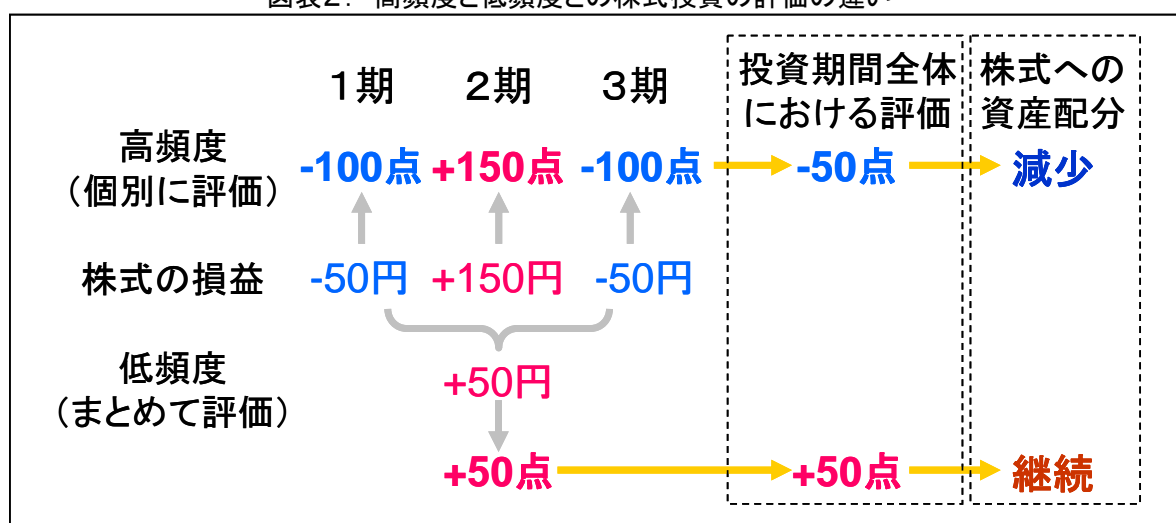
今、投資家には2つのタイプがいるとしよう。1つ目は、株式市場の損益の情報を期毎に得て、投資の評価も期毎に行う「高頻度」タイプであり、2つ目は、株式市場の損益の情報を3期分まとめて得て、投資の評価もまとめて行う「低頻度」タイプである。「高頻度」投資家は每期、株式の損益を把握する都度、嬉しいか嫌なのか評価を行う。これに対して、「低頻度」投資家は、途中の損益は見ず、3期分まとめた累積の損益を把握して評価を行う。「高頻度」タイプの投資家のように、本来は長期投資なのに、より短い期間で評価しようとする行動を「メンタルアカウンティング」(投資の評価を全体ではなく、個々に行う傾向のこと)と呼ぶ。

株式投資にはリスクがあり、短期的には損失を被ることも多々ある。仮に、株式投資の損益が図表2のように、1期目が-50円の損失、2期目が+150円の利益、3期目が-50円の損失であったとしよう。期毎に投資の評価を行う「高頻度」投資家は、図表2の上段のように、1期目の損失に対して-100点、2期目の利益に対して+150点、3期目の損失に対して-100点と、この投資を個別に評価する。その結果、投資期間合計での評価は-50点となる。

これに対して、3期分まとめて評価を行う「低頻度」投資家は、途中の損益は分からないが、図表2の下段のように、結局、累積で+50円の利益を得たことを知り、これに対する評価は+50点となる。

「高頻度」投資家は、1期目と3期目の損失をより悪く評価することにより、株式投資に嫌気し、株式への配分を減らそうと考えるだろう。これに対して、「低頻度」投資家は、まとめて評価することにより、累積の損益はプラスなので、株式投資の魅力は失われず、投資を継続するだろう。このように、株式の損益が同じ場合でも、損益情報とそれに基づく評価の頻度が異なれば、株式に対する魅力度も異なることになる。株式のリスクが大きいほど、あるいは、評価頻度が高いほど、この現象は顕著となる。この例では、3期間とも全て-50円の損失にならない限り、「低頻度」投資家の評価が負になることはない。

図表2: 高頻度と低頻度との株式投資の評価の違い



投資家が「損失回避」的であり、投資の評価頻度が高くて「メンタルアカウンティング」がある場合、株式への資産配分が減ってしまう現象を、行動経済学のパイオニアであるS. ベナルチとR. セーラーの両教授は「近視眼的損失回避 (MLA, Myopic Loss Aversion)」と呼んで、エクイティー・プレミアム・パズル (過去のリスク・リターンの関係から見ると、理論では説明できないほど、現実の株式資産配分が少ない現象のこと) を説明する有力な理論の一つとして提案した。現実の年金基金では、四半期毎の運用評価が通常であるが、「近視眼的損失回避」という現象があり得ることを知っていれば、より冷静で客観的な運用に役立つだろう。

(北村 智紀)