

(年金運用)：ホームアセット・バイアスが生じる要因(3)～行動経済学的要因

ホームアセット・バイアス(ホームカントリー・バイアスとも言う)が生じる要因をこれまで紹介してきたが、あと(3)行動経済学的な要因と、(4)為替リスクが残っている。今回はこのうち、(3)行動経済学的な要因について検討する。

Magi (2009) などによれば、ホームアセット・バイアスが生じる要因として、「ナローフレーミング(Narrow Framing)」がある。ナローフレーミングとは、物事を全体としてではなく、個別に評価して決めようとする傾向である。個別に評価して決定するのも、全体で評価して決定するのも結論が同じなら、どちらでも良いのだが、往々にして結論が異なることが多い。全体として決める方が理論と整合的な結果となることが多く、個別に決めると様々な要因により、おかしな結果となることがある。

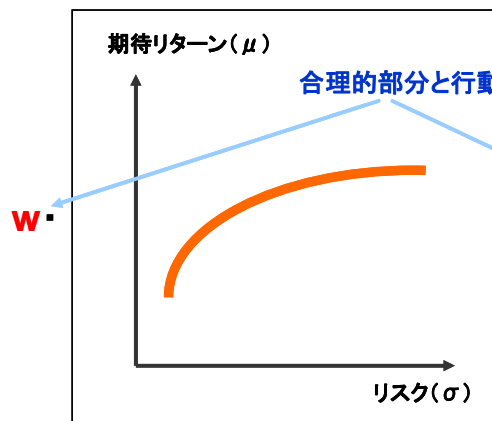
年金運用で基本ポートフォリオを策定する際には、本来であればポートフォリオ全体のリスクとリターンを考慮して決定すべきである。合理的なプロセスの例として、リスク、期待リターン、相関係数などの前提条件を決めた上で、効率的フロンティアを計算し、その中から、自分に相応しいポートフォリオを選択する方法がある(図表1の左図)。

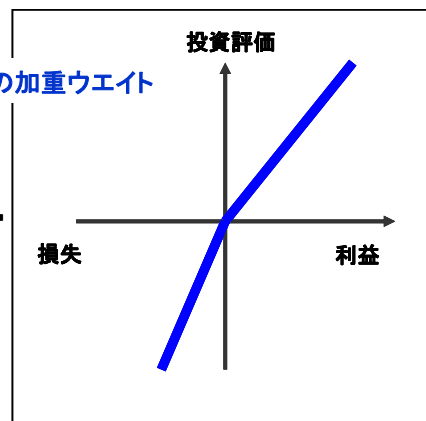
まず、投資対象として国内債券と国内株式だけの効率的フロンティアから基本ポートフォリオが合理的に決定できるとして、ここに外国株式を追加した場合、外国株式だけ個別に評価したい傾向(ナローフレーミング)が生じるとしよう(この理由としては、後述の「親近バイアス」や「選択構造」などが考えられる)。

外国株式を個別に評価したいナローフレーミングだけなら問題は深刻ではないが、ここに「損失回避」が加わるとホームアセット・バイアスが生じる可能性がある。「損失回避」とは、投資からの損益が同じ額だとしても、利益よりも損失の方を悪く評価する傾向のことである(図表1の右図)。例えば、利益が百万円、損失もマイナス百万円だとした場合、利益の嬉しさは100であっても、損失の嫌さはマイナス100ではなく、マイナス200になるような評価の方法である。

そもそも人々の投資意思決定は多かれ少なかれ、合理的な部分と非合理的な部分で構成されているものである。図表1左図が効率的フロンティアによる基本ポートフォリオの構築であり、合理的に資産配分が決定される。しかし、投資家の選択基準は左側だけではなく、図表1右図のナローフレーミングと損失回避という行動経済学的な部分が加わる。投資家の意思決定には、この左側の合理的部分と右側の行動経済学的部分とを一定の割合で加重平均した選択基準が利用されている可能性がある。図表1の w はこの加重平均のウェイトを表すパラメータであり、 w が1に近いほど合理的な意思決定であることを表す。

図表1: 資産配分の選択基準

 (左図)効率的フロンティアによる資産配分の決定
 (合理的な部分)

 ポートフォリオ全体のリスクとリターンから
 資産配分を決定

 (右図)ナローフレーミングと損失回避による評価
 (行動経済学的な部分)

 「ナローフレーミング」により外国株式を区分し、
 区分した資産クラスは「損失回避」

次に、行動バイアスの一つに「親近バイアス(familiarity Bias)」がある。これは、似たような特徴を持つ商品・サービスがある場合に、人々は良く知っている方を選ぶ傾向があるというものである。例えば、インターネットの書籍購入サイトは多数あるが、一旦、利用するサイトを決めると、別のサイトでも同じ機能が提供されているにも関わらず、決めたサイトを利用し続ける傾向があるという。この理由としては、別のサイトをいろいろ調べなくてはならないなどの変更コストが存在することに加えて、別のサイトを選択して書籍が届かないことや決済がうまくできないなど、購入に失敗した場合の後悔を回避したいためであると言われている。

親近バイアスを年金運用にあてはめると、国内株式と外国株式は不確実な将来キャッシュフローの現在価値という意味では両者とも同じ特徴を持つが、国内企業や国内インデックスの方が良く知っていて馴染みがあり、外国株式よりも投資しやすいため、ホームアセット・バイアスの原因の一つとなっている可能性がある。

また、行動経済学で有名な経済学者 Thaler (2009) では、人々の行動は、行動を規定する制度をどのようにつくるか、すなわち「選択構造(Choice Architecture)」に依存するとしている。例えば、レストランで食事をしようとする時、入り口にあるディスプレイやメニューを見て食事の内容を決めることになるが、これらがどのように表示されているかによって、人々の食事の内容が変わる。ディスプレイやメニューは食事を左右する人工的な構造の一つであり、この構造を設計する人は、人々が選択を決める上で大きな影響力がある。

年金運用でも同様なことが言えそうである。年金運用は一定のプロセスで行われる。まず、基本運用方針を決め、国内債券、国内株式、外国債券、外国株式、オルタナティブといった投資対象となる資産クラスを決定する。年金基金の理事会はこれら資産クラスを組み合わせ、基本ポートフォリオを策定する。このように、外国債券や外国株式をわざわざ区別する年金運用のプロセス自体が、上述の損失回避や親近バイアスなどと組み合わせられることにより、ホームアセット・バイアスが生じる要因となっている可能性がある(次回に続く)。(北村 智紀)

Thaler, Richard H. (2009), "Practical Applications of Behavioral Finance", 2009 年度 CFA 年次大会プレゼンテーション資料より