

(年金運用入門)：運用の評価頻度が高まれば株式投資が嫌になる (2)

MLA(近視眼的損失回避)が生じる要因は、意思決定の頻度ではなく、株価観察の頻度が影響するという。これに従えば、情報が多いほど望ましい意思決定ができるという考え方は誤りである可能性があり、また、運用担当者は株価下落に過剰に反応しないよう努める必要がある。

MLA(近視眼的損失回避)とは、株価を観察しリバランスを行うという運用評価の頻度が高い投資家ほど、他の条件が同じでも、株式などのリスク資産への資産配分(以下、「株式配分」とする)が減少してしまうという投資家の行動バイアスである。

MLAは、米国のベナルチ教授(S. Benartzi)とセーラー教授(R. Thaler)が提案した行動経済学の有名な理論であり、過去のリスク・リターンを使い、経済理論から導出される理論的な株式配分よりも、現実の投資家が選択している株式配分の方が低いというエクイティー・プレミアム・パズルに対する一つの答えだと考えられている。

MLAが生じるメカニズムは、人々は同じ金額でも利益より損失の方をより悪く評価する傾向があり、例えば長期のリターンを追及している投資家であったとしても、株式投資による損失を短期間に何回も経験すると、損失をより悪く評価することによって、株式投資が嫌になってしまうというものである(詳しくは本誌2009年5月号(vol.155)の本連載の(1)を参照)。このMLAは理論的に存在が言われているだけでなく、数々の経済実験によって、人々にこのような行動バイアスが本当にあることが示されている。

ところで、運用評価の頻度の違いといっても、年金運用における運用プロセスはもっと複雑であり、運用プロセスのうちどの部分がMLAの影響を受けることになるのか、あるいは、運用を行うにあたってこのようなバイアスについて注意を払う必要があるのか、現実には検討する必要があるだろう。

この疑問に(直接ではないとしても)答えているのが、カナダのベルメア教授等(C. Bellemare)が行った経済実験である。彼らは、投資家の株価の値上がりや値下がりを観察する頻度(情報の頻度)と、株式配分を決定する頻度(投資意思決定の自由度)のどちらがMLAの主たる要因であるか、経済実験を利用して検証した。彼らの実験では、情報に対する頻度と意思決定の自由度に関して、以下の3つのグループにわけて投資行動の違いを比較した(次ページ図表1)。

この3つのグループは、情報に対する頻度と、意思決定に対する自由度以外の条件は全て等しく設定された。伝統的なファイナンス理論が想定するように、投資家がリスクとリターンだけを見て投資意思決定をするのであれば、この3つのグループにおける株式配分は同一になるはずである。あるいは、情報が最も少なく、行動の自由が制約される情報頻度低・自由度低グループにおける株式配分が、リスクを嫌がって最も低くなるとも考えることができる。

図表1: MLA 経済実験のグループ分け

グループ	名称	意味
(1)	情報頻度高・自由度高	毎期株価を観察し、毎期株式配分を変更できるグループ
(2)	情報頻度高・自由度低	毎期株価を観察できるが、一定期間、株式配分を変更できないグループ
(3)	情報頻度低・自由度低	一定期間、株価を観察できなく、かつ、一定期間、株式配分を変更できないグループ

(注) 詳しくは、C. Bellemare, M. Krause, S. Kroger, and C. Zhang (2005) “Myopic Loss Aversion: Information Feedback vs. Investment Flexibility”. *Economics Letters* 87, 319-324 を参照。

しかし、彼らの実験結果によれば、投資家の株式への資産配分は、

$$(1) \text{情報頻度高・自由度高} = (2) \text{情報頻度高・自由度低} < (3) \text{情報頻度低・自由度低}$$

となった。つまり、株価観察の頻度が低く、投資意思決定に制限がある投資家(情報頻度低・自由度低)の株式配分が最も高く、株価観察の頻度が高い投資家(情報頻度高・自由度高及び情報頻度高・自由度低の両グループ)の株式配分の方が低くなった。また、情報頻度が高い投資家の場合、意思決定の自由度に関しては、株式配分には影響しなかった(ただし、前提条件の違いにより、この実験と異なる結果を示す研究も存在する)。

この実験結果は、MLA(投資家の株式配分が低くなる)が生じる要因は、株価観察の頻度(情報の頻度)にあり、リバランスが自由にできるか(意思決定の自由度)ではないことを表すものである。つまり、資産配分を決定するタイミングに問題があるのではなく、資産配分を決定するための情報収集のあり方が投資家の行動に影響を与えていることになる。

この結果は、「情報は多いほど望ましく、情報を利用することで良い意思決定ができる」という最近の考え方にも疑問を呈するものであろう。仮に、合理的にリスクをとった方が良い環境でも、証券市場の変動に関する情報が多すぎると、株式投資による損失の発生を嫌がってリスクがとれなくなることを意味している(逆に、リスクをとるべきでない環境で、株価の変動を見ないと損失を意識しないため、本来よりも余計なリスクをとるという考え方もできる)。

この実験結果から示唆されることは、長期運用でリスクをとって高いリターンを追及しようとする確定給付年金の運用担当者であれば、単に日々の株価の変動を観察するだけでも、短期的な株価下落を嫌うことにより本来あるべき株式配分の水準を引き下げる恐れがあるため、MLAの存在に留意し、株価の値下がりや過度に反応しないよう努める必要があるだろう。また、確定拠出年金の加入者が頻繁に値上がりや値下がりを見た場合、資産配分の決定を誤る可能性もあり注意が必要であろう。

(北村 智紀)