

セイラー教授の近視眼的損失回避論

ノーベル経済学賞のセイラー教授は、株式投資によって損失を頻繁に経験すると株式投資を回避する傾向が強くなると論じています。

政策調査部 主任研究員

鈴木 裕

2017 年のノーベル経済学賞を受賞したシカゴ大学大学院のリチャード・セイラー教授は、長期投資を行える資金であっても、損失を頻繁に経験するとリスク運用を回避する傾向が生まれると論じました。こうした心理的傾向を克服するには、運用評価の頻度を少なくすることが有効であると主張しています。

近視眼的損失回避

2017 年のノーベル経済学賞を受賞したシカゴ大学大学院のリチャード・セイラー教授は、投資家が陥りがちな誤りの一つとして、短期的な損失を恐れるあまり、長期的には大きな収益を期待できるはずの投資対象が選ばれなくなることを論じています。これを、“Myopic Loss Aversion”（近視眼的損失回避）と名付け、いくつかの論文を発表しています¹。

前回説明した通り、セイラー教授らは、株式 100%運用の方が長期的には債券運用よりも優れた結果を出す可能性が高いにもかかわらず、そのような運用が行われない原因は何かを突き止めようとする中で、この近視眼的損失回避という考え方を生み出しました。近視眼的損失回避が起きる要因をプロスペクト理論と運用評価頻度によって説明しています。

プロスペクト理論

プロスペクト理論の Prospect とは、将来の見通しとか期待という意味ですが、現実には生じる変化に対して、人がどのように感じるかを分析するツールです。例えば持っているモノの価値が変化した場合（保有株の株価変化やギャンブルで持ち金が増減すること）に、その人がその

¹ Shlomo Benartzi, Richard H. Thaler “Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle” The Quarterly Journal of Economics (February 1995)

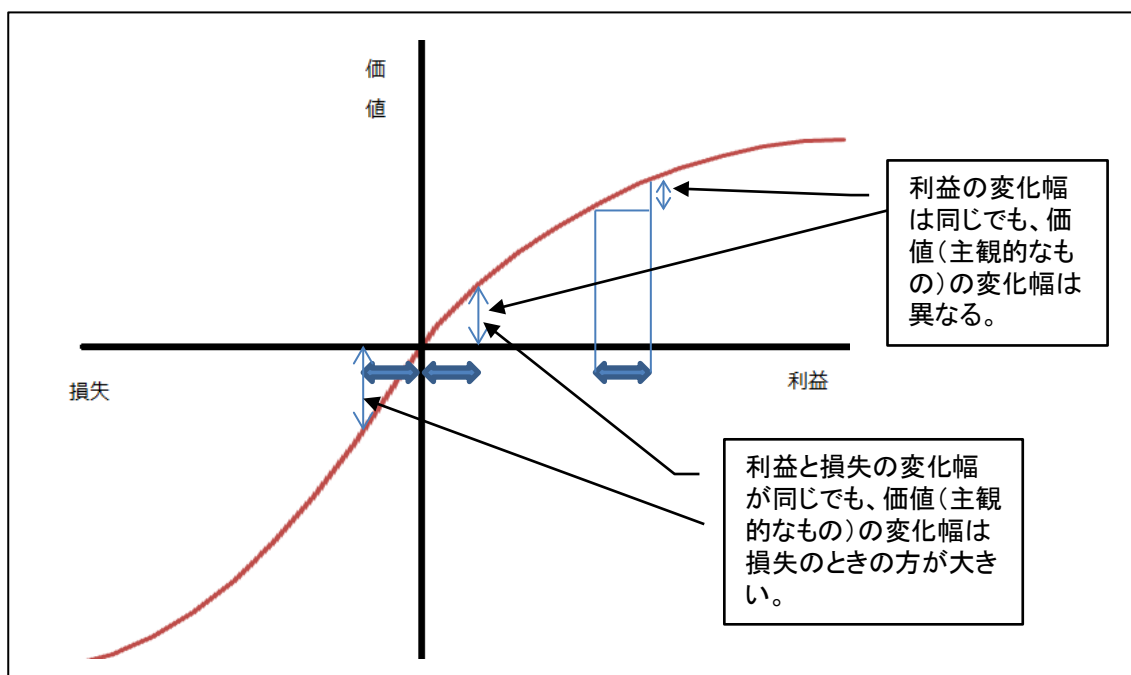
Richard H. Thaler, Amos Tversky, Daniel Kahneman, Alan Schwartz “The Effect of Myopia and Loss Aversion on Risk Taking: An Experimental Test” The Quarterly Journal of Economics (May 1997)

変化をどのように感じるかということと、そうした変化が生じる確率をどのように感じているかを説明する理論です。

持っているモノの値打ちが変わったときに、所有者が感じる主観的な価値がどう変わるかは、図表のようなグラフを用いて説明されます。これは、客観的な損得が、例えば同じ 1 万円でも、10 万円と 11 万円の差よりも、0 円と 1 万円の差の方が主観的には大きく感じるということを示しています。何の値打ちもないと思っていたのと同じものがネットオークションで 1 万円で売れていると知った場合は、大きな喜びでしょうが、10 万円で買った時計が今は 11 万円で売れるとわかって、そんなに大喜びはしないでしょう。

このグラフが説明しようとしているもう一つのことは、人は利益よりも損失の方に大きく反応するということです。例えば 1 万円で手に入れたライブのチケットが 2 万円で転売できる場合の喜びと、実はそのチケットは何かの理由で紙屑だったという場合の残念さを比べると、客観的には同じ 1 万円分の差でも、残念さの方が大きいでしょう。もちろん、喜びというプラスの感情と残念さというマイナスの感情の大小を比べること自体難しいのですが、行動経済学者たちは実験によってこのような傾向があることを実証しています。

図表 プロスペクト理論における価値関数グラフ



(出所) 各種資料より大和総研作成

損失の方に大きく反応するということは、損失を恐れるということです。

あるゲームに参加すると 50% の確率で 2 万円をもらえるが、50% の確率で 1 万円の支払いが求められるとします。このゲームの期待値は 5,000 円ですから参加する方が得ですが、1 万円損する可能性が 50% あることを考えると、ゲームに参加しない人は少なくないでしょう。また、実際にこのゲームに参加して損をした人は、次の機会があっても、あまりやりたいとは思わな

いでしょう。有利な投資機会があっても生じ得る損失を恐れて、その投資機会を活かせない場合があるということです。

頻回な評価の影響

損失を恐れる傾向をより強くするのが、メンタルアカウンティングによる意思決定の歪みです。メンタルアカウンティングとは、例えば投資をする場合であれば、投資の評価を全体として行うのではなく、個々の資産ごとに行う傾向のことです。実際の投資期間よりも短い期間で損得を確認してしまう傾向もメンタルアカウンティングの一例です。

例えば、先ほどのゲームは、1 回ならば 50%の確率で 2 万円得して、50%の確率で 1 万円損しますが、仮にこのゲームを 3 回できるとなるとやってみたくなる人は増えるのではないのでしょうか。3 回とも勝つ確率は 12.5% ($=0.5^3$) で、この場合はプラス 6 万円です。37.5%の確率で 2 勝 1 敗となり、プラス 3 万円。同じ 37.5%で 1 勝 2 敗となり損得なし。12.5%の確率で 3 敗しマイナス 3 万円となります。3 回を一連のゲームと見れば、負ける確率がかなり下がり、負けを経験することが少なくなるので、同じゲームをもう一度やってみてもいいなと思うようになるわけです。

短い期間で資産運用の結果を評価するのは、ゲームを 1 回のものとして考えるのに似ています。損をしてしまう確率が 50%にもなりますから、損失を経験することが多くなり、そのゲームに参加したくなくなる感情が強くなるでしょう。一方、損得の評価を 3 回分まとめてすれば、損失を経験する確率は 12.5%になります。リスクをとった結果が報われたように感じられれば、そのあとも同様のゲームに参加したくなるのではないのでしょうか。

セイラー教授は、資産運用において運用評価や決算の頻度が多いと、リスクをとった運用がしにくくなると言っています。リスクのある資産（例えば株式）は、価値の変動が大きいので、評価のタイミングで価値が下がっていることも少なくないでしょう。こうした経験が多くなれば、株式運用から遠ざかってしまうかもしれません。しかし、評価期間を長くとれば、その間に損失を取り返せる機会があるのですから、いい結果を手にする可能性が高くなり、高いリスクをとった運用に取り組めるようになるでしょう。長期の投資期間を見込めるのであれば、運用評価の頻度は減らした方がいいということになります。

発生確率に関する思い込み

株式投資から人を遠ざけるもう一つの原因としてセイラー教授は、ものごとの発生確率に関して正しく認識していないことを指摘しています。おおよその傾向として、あまり発生確率が高くないことについては、実際の確率よりも高い確率で起こるように感じ、逆にかなりの確かさで起こることに関しては、それほど高い確率とは感じていないということです。例えば、宝

くじで一等が当たる確率は相当低いのですが、なんとなく当たるかもしれないと思って買う人は多いでしょう。ものごとの発生確率を正しく捉えて、行動に結び付けていくのは、なかなか難しいところがあります。

この傾向を株式投資という行動にあてはめてみましょう。セイラー教授は、株式投資は債券投資よりも優れた運用成果を残す可能性が高いし、特に運用期間が長期である場合には、その確率は相当高いものだと想定しています。しかし、現実には資産運用をすべて株式で行うようなことはあまり好まれていません。これは、株式投資が優れた運用成果を高い確率であげるということを正しく認識できていないからではないかということです。株式投資が債券投資の成果を下回る確率は低いにもかかわらず、そうした確率がかなり高いと思い込んでいるともいえるでしょう。

以上まとめれば、損失を恐れる傾向が強い人が、運用評価を頻繁に行うことによって、結果的に損失という苦い経験を何度もすることになり、さらに株式投資の有利さを低く考える思い込みが重なって、目先の損失を回避するために、長期的には有利なはずの投資機会を逃してしまうということです。

日本の投資家は近視眼性が低い

今回紹介したセイラー教授の研究は、長期的には株式運用の方が債券運用よりもはるかに高い運用成果をあげているにもかかわらず、なぜ株式の比率をもっと高めた運用をしないのかという疑問から出発しています。これを「株式プレミアムパズル」といいます。

しかし、前回記した通り、株式の方が優れた運用成果をあげるはずだというセイラー教授の想定に疑問を覚える人は、日本国内にはかなり多いのではないのでしょうか。1989 年末の日経平均株価の最高値は、30 年近く経過した今でも、更新までの道のりは険しそうです。長期的に運用成果が優れていない場合には、心配になってかえって頻繁に運用成果を確認しようとするかもしれません。頻繁に運用成果をチェックすることが運用成果を引き下げていると言われても、どうしようもありません。

近視眼的損失回避の存否や程度は、国際的に一様であるとも限りません。日米比較では、日本の方が近視眼性が低いという、意外な結果も出ています²。株式市場の低迷が長引く日本の投資家の方が株式投資にある意味で楽観的であるのは不思議にも思えますが、日米比較のタイミングやその時その時の各国株式市場の状況などによっても、違いが出てくるかもしれません。

以上

² 権田直「近視眼的損失回避行動の日米比較」『行動経済学』Vol. 2 (2009 年、行動経済学会)