

<学会報告>

投資家の選好

Investor Preferences

来栖 正利*

Masatoshi Kurusu

本稿は投資家の投資規準の解明を目的とした研究報告の内容をまとめるとともに、ディスカッサントと筆者(来栖)のコメントを紹介することが目的である。これらの研究報告は American Finance Association の年次総会で報告されたものである。

キーワード: 社会規範、リスク選好、個人投資家、バイアス

はじめに

株式投資の主目的が売買益を獲得することにあると一般に指摘されている。もしそうならば、銘柄選択や売買のタイミングをどのような規準に基づいて投資家は行っているのだろうか。投資行動を説明する研究は数多く存在する。その中で、個々の投資家の価値判断または社会規範に着目して投資行動を解明しようとした研究は、ここ最近になって発表され始めた、新しい研究分野の一つである。

前述した疑問に答えるために実施された各種の研究報告の内容を紹介すると同時に、各報告に対するコメントを示すことが本稿の目的である。本文で紹介する研究報告は、投資家の「バイアス」を抽出しようとした研究である¹⁾。今後さらに探究すべきことは、人間の行為を導く「バイアス」の内容を具体的に提示し、行為を予測できるようにすることである。これは投資行動だけではなく、多様な人間の行為を説明することに資する。

本稿の構成は次の通りである。まず、社会規範が投資行動に与える影響を分析した研究報告の内容そしてディスカッサントと筆者(来栖)のコメントを紹介する。次に、投資行動を決定づける投資家の価値観の形成をマクロ経済要因に求めた研究報告の内容をまとめると同時に、当該報告に対するディスカッサントと筆者のコメントを示す。次に、サブプライム問題の元凶とされる金融商品への投資行動を分析した研究報告の内容をディスカッサントと筆者のコメントとともに示す。そして最後に、むすびを述べて本稿を終える。

*流通科学大学商学部、〒651-2188 神戸市西区学園西町 3-1

I. 社会規範と投資行動

Hong and Kacperczyk(2007)は社会規範が証券市場に与える影響を分析した。具体的に検証しようとした仮説は二つである：(1)人間の悪習を促す企業に投資することを嫌悪する社会規範が存在すること、および(2)社会制裁と社会規範の影響を受ける機関投資家は、反社会活動に携わる企業の株式を保有しない。これら二つの仮説をアルコール飲料、たばこ、そしてゲーム機器メーカーの上場会社の投資状況に着目することで検証した。

機関投資家が社会規範の影響を受けやすいので、機関投資家の保有株式のうち「反社会銘柄(the stocks of sin)」の保有比率が低い。この仮説を検証した結果、推定結果は機関投資家による当該銘柄の保有比率が低いことを支持した。この推定結果は機関投資家による株式保有比率と株価動向に着目することで得た。なお、この推定結果は1980年から2003年までの入手可能なデータとの比較結果に基づいている。

「反社会銘柄」に分類した企業を1976年から2003年までの入手可能なデータと比較した。これらの企業に対するアナリストの関心が相対的に低い一方で、機関投資家のうちミューチャル・ファンドとヘッジ・ファンドが好んで「反社会銘柄」に投資する傾向があることを発見した。このような投資行動を選好する理由の一つは、これらの機関投資家の投資目的が鞘取引による収益獲得に特化しているからである。

なお、「反社会銘柄」の株価が相対的に低いため、他の銘柄と比較して「反社会銘柄」の株価がアウトパフォームに推移する。このような株価の変動をもたらすのは、「反社会銘柄」に属する企業のファンダメンタル価値に対して、証券市場が当該銘柄を過小評価していること(割安のまま放置しているということ)に起因する。過小評価された銘柄であるが故に、当該銘柄の期待収益率が高くなっていると考えられる。

他方、社会規範に由来して、「反社会銘柄」の株価が過小評価されていることの結果として、当該銘柄に属する企業の資金調達手段が相対的に負債金融に傾斜する傾向がある。このような推定結果を当該企業のレバレッジの相対的な高さで検証することができた。このような資金調達手段を選好する理由の一つは、株式市場の透明性と比較して債券市場のそれの方が低いという点を指摘することができる。

I-1. コメント-1

Antti Petajisto(Yale School of Management)がコメントを行った。資本市場テストが企業のキャッシュ・フローのボラティリティを考慮しない点を指摘した。企業のキャッシュ・フローの分配請求権に着目し、どの業種の当該請求権を保有することが合理的な投資行動に資するかという問いを考えるさい、投資対象が「反社会銘柄」であるか否かは無関連になる。このとき、投資行動を導く社会規範の形成過程を検討する必要がある。

投資家が市場リスクの大部分を負担する場合、投資家はリスク嫌悪ではなく、むしろ、リスク・テーカーでなければならない。このコメントが示唆することは、投資家が過小評価されている「反社会銘柄」に果敢にリスクを取って投資しているに違いないということである。推定結果は、ミューチャル・ファンドを除く他の機関投資家が「反社会銘柄」への投資選好を持っていない理由を探究する必要がある。

I-2. コメント-2

社会規範に着目し、人間の行為を説明しようとした Hong and Kacperczyk の研究は多くの論点を提供してくれる。とりわけ、社会規範または社会慣習を規範理論に基づいて説明する場合に留意すべき論点を提供してくれた。例えば、社会規範は時の経過にともなって変化または進化している。したがって、新たな社会規範は従来説明できた社会現象を適切に判断できなくなり得るといふ新たな問題を生み出す。

例えば、ジャンク・フードが肥満および成人病の遠因であること、したがって、健康を阻害すると指摘され続けている。その一方で、ファスト・フードが食生活の一部を構成してしまっている。各種疾病とジャンク・フードとの因果関係が不明確であることを理由に明確な社会的判断がなされていないことを所与とすれば、変化し得る社会規範を客観的な変数で適切に変換し、ある社会現象を評価することはきわめて困難である。

他方、「反社会銘柄」に属する企業に対する社会規範の評価と業績悪化/改善に対する投資家の評価とを区別することの困難さを指摘したい。社会的に認知されていない企業/業界の業績が著しく改善された場合、当該業界の株価がそれと同時に良くなれば、当該業界に対する社会規範の影響力がきわめてはかないと解釈せざるを得ない。もしこのような推定結果を得ることができた場合、社会規範が変化したと言えるのだろうか。

II. 個人投資家のリスク選好

Malmendier and Nagal(2007)はマクロ経済指標に関する個人投資家の経験の違いが長期投資のリスク選好に与える影響を分析した。この課題は次のいくつかの課題に分けることができる。(1)低い株価収益率しか経験したことがない個人投資家をリスク嫌悪な投資家と呼ぶことができるのか。(2)人生経験の中で高いインフレを経験したことがある個人投資家は社債投資を嫌うのか。そして(3)最近経験したことが投資意思決定に強い影響を与えるのか否か、かつそれが長期リスク選好にどのような影響を与えるのか。

個人投資家のリスク選好を測定するために着目した指標は次の四つの尺度である。第一は、金融リスクに対する個人投資家の選好に関するアンケート調査の回答結果である。第二は、株式市場への参加度合いである(経験年数)。第三は、株主になったことがある家計にのみ該当する指標

として、保有財産に占める株式またはミューチュアル・ファンドの割合である。第四は、保有財産に占める社債の割合である。

個人投資家の金融リスクの負担に対する許容度は二つの要因の影響を受ける。第一は、リスク資産を売買して獲得した儲けの度合いである。どのリスク資産に投資するのか、しかもどのタイミングで当該資産を売買するのかは、ある個人投資家の内生的な選好に基づいたリスク負担度に依存する。第二は、個人投資家が抱いている信念である。この信念は個人投資家が経験した数々の人生経験を通じて学んだ学習効果の影響を受ける。

個人投資家の保有財産の配分方法が個人投資家の生涯所得の平均額とインフレによって強い影響を受けるという発見事項を得た。より高い生涯平均所得額を獲得した個人投資家は、(1)投資を行っている過程で身につけた学習効果によってリスク嫌悪の度合いが低くなる、(2)株式投資の頻度が多くなる、そして(3)保有財産のうち株式で運用している割合が高くなる。なお、高いインフレを経験したことがある個人投資家は社債投資を好まない。

以上の推定結果に基づいて、個人投資家が早期に経験した株式投資収益率とインフレとは数十年後の個人投資家のリスク許容度に影響を与える。そのさい、数年前に経験した株価収益率の実績値の度合いは個人投資家のリスク許容度により大きな影響を与えるものの時の経過に従ってその効果が薄まっていく。したがって、個人投資家の生涯にわたるリスク資産の売買によって獲得する儲けという経験は、それ以降の個人投資家が保有する財産の配分方法に影響を与え続ける。

II-1. コメント-1

コメントを行ったのは Randolph Cohen(Harvard Business School)である。心理学研究を通じて培われた含意は、投資行動を導く要因になるのだろうか。例えば、50年間にわたって、投資家 A の保有する株式ポートフォリオが年 2%のパフォーマンスで投資家 B の保有する株式ポートフォリオよりも、よいパフォーマンスを上げていると仮定した時、このような株式ポートフォリオを導いている要因を投資家の心理に求めることが困難である。

長期投資を指向している投資家でさえ、現実には、保有銘柄の組み替えを行っているだろう。大恐慌を経験した投資家が保有銘柄の組み替えをどの程度の頻度で行うのか、そしてその要因が何であるのかを探究することは、投資家の行動をより正確に説明することに資するだろう。他方、保有銘柄の組み替えを行っていない投資家と比較した場合、長期投資に基づくパフォーマンスの違いがあるのか否かを観察することもまた興味深い。

観察された市場リターンは個人投資家が経験したことのうち重要な部分である。しかしながら、個人投資家の投資行動を説明するさい、観察された市場リターンを享受したという過去の経験をそれ以外の経験と区別し、マクロ経済要因が個人投資家の投資行動に与える影響を分析することが最善である。この目的を達成するために有用な方法論は、特定の個人投資家に関する投資行動

の時系列データを収集し、投資行動を抽出することである。

そして最後に、年齢、性別、出生地、そして年次等の固有の特性を駆使して個人投資家の代表的な投資行動モデルを構築することが多用な投資家行動を説明するために有益と思われる。この提案は個人投資家の行為を導出する要因に着目している。マクロ経済の要因が投資行動に与える影響に加えて、個人の価値観の形成に寄与した要因の中で説明力の高い要因を抽出することは、多用な投資行動を説明する決定要因の抽出に有益である。

II-2. コメント-2

証券市場が短期間に「荒れる相場」へと変貌することに対して、個人投資家ができることが何かを考える機会を Malmendier and Nagal は提供してくれた。読後感として筆者が得た答えは金融リスクに立ち向かう知識と知恵を日々身につけていく努力を怠らないことにある。筆者が得た教訓に基づいて、Malmendier and Nagal の研究報告を読んでもといくつかの疑問点が浮かぶ。

まず、長期投資の効果をどのように説明できるのかという問題である。日々の需給関係に基づいて、株式市場の価格変動が激しくなる。しかしながら、中長期的視点に基づけば、株式市場は企業価値を適正に織り込んでいく。つまり、長期投資の方が短期投資よりも割に合う²⁾。長期にわたって株式を保有することと個人投資家のリスク選好との関係をどのように解釈すべきなのかという疑問を提示したい。

次に、投資対象の選択基準が何であるのかという点にも関心をもった。Malmendier and Nagal の関心事項は個人投資家の保有財産に占める金融商品の割合とその種類の決定要因の抽出にある。資産形成という観点から、例えば、不動産投資という実物資産の保有を通じても財産運用が可能である。個人投資家が財産形成の手段として、なぜ金融資産を選んだのかという問題に対する解答は個人投資家の行動をさらに適正に説明できるだろう。

投資に充当できる財産の量の違いと個人投資家のリスク選好との関連性を検討することも興味深い研究課題になるだろう。投資家 A と投資家 B とがそれぞれ全財産のうち X% を株式で運用しているとしよう。ただし、前者の全財産は Y 単位であり、後者のそれは 100Y 単位である場合、両者の投資行動が異なるだろう。投資金額の程度(量)の違いと投資行動との関係を説明することは、投資行動をさらに緻密に説明できることに資する。

III. ストラクチャード商品の仕組み

Henderson and Pearson(2007)はストラクチャード・ファイナンスに含まれる金融商品の中から、個別株式を組み込んで開発した金融商品(SEP: Structured Equity Products)の収益構造を分析した。この問題は、いわゆる「サブプライム問題」の元凶とされる高度なファイナンス技法を駆使して開発された金融商品の収益構造に着目し、そこから投資家の行動を明らかにしようとした研究で

ある。

SEP は投資銀行の負債であって、SEP を組成している個別株式の発行先企業の負債ではない。投資銀行は SEP を開発・販売し、かつある SEP が生み出すリスクをヘッジするために、さらに新たな SEP を開発・販売している。つまり、投資家の需要を満たす魅力ある収益構造をもった各種 SEP を投資銀行は開発・販売しているのである。したがって、投資家需要に基づく SEP の収益構造の多様性に着目すれば、投資家行動を説明できる。

合理的投資家の行動を説明するもっともらしい規範モデルは、各種 SEP に対する投資家の行動を合理的に説明することが困難である。さまざまな SEP を購入する投資家の行動を合理的なリスク・ヘッジまたは合理的な投機という目的に基づいて説明することができるとは思われないということが明らかになった。言い換えるならば、各種 SEP の収益構造は投資家の認知バイアスまたは行動上のバイアスに関する情報を提供する。

各種 SEP を組成している個別資産に基づいて、投資家の認知バイアスまたは行動上のバイアスの多様性と投資家の選好を示すことができる。(1)ある SEP を組成する資産が普通株式で構成されている場合、凹型の収益構造をもつ SEP に対する投資家の購入需要が高まる。他方、(2)ある SEP を組成する資産がインデックスで構成されている場合、投資家は凸型の収益構造をもつ SEP への投資を選好する。

とりわけ、個別株式を組成して開発した SEP がもつ凹型の収益構造に対する投資家の選好を「過信(overconfidence)」という概念で説明することができると思われる。「過信」という概念は次のような人間の心理状況にうまく当てはめて説明できる：身につけた能力と努力とが意味あるチャンス、つまり、ある個別銘柄の売買を通じて儲けを得る過程を記述するチャンスと結びついている心理状況である[Charness and Gneezy(2003)]。

「過信」という概念は、将来の結果に関する投資家の信念が客観的に判断される以上にふれないと仮定されている。したがって、投資家は SEP に対して高いプレミアムを求める。しかしながら、投資家の「過信」がインデックスで組成されている SEP に対して凸型の収益構造を求めるのではない。極端な事象が生じる確率を過大評価または過小評価する投資家のリスク嫌悪が SEP の商品特性として凸型の収益構造を求めるのである。

III-1. コメント-1

コメントを行ったのは Joshua Coval(Harvard Business School)である。投資家の選好をさらに分析できる余地があることを示唆するコメントを行った。投資家が凸型の収益構造を持つインデックスに基づいて組成された SEP に投資することをなぜ選好するのかと問うた。この問いは、投資家のリスク嫌悪が凸型の収益構造をもつ SEP に対する投資行動を説明する要因であるという発見事項に対する批判である。

前述のコメントを言い換えると次のようになる。投資家はインデックスが生み出すボラティリティを嫌悪しない一方で、個別銘柄が内包するボラティリティを嫌悪する傾向があるのはなぜか。この問題提起に対して、次の仮説を提示した。個人投資家は SEP が内包する収益構造の歪度を嫌悪するという視点に基づいて、個別銘柄から組成されている SEP がプラスの歪度を、インデックスに基づいて開発された SEP がマイナスの歪度を持っていると述べた。

SEP が、上述のように、異なる歪度を持っているとすれば、なぜ投資家はそれぞれの歪度を受け入れるのかという問いに対する研究を実施することは、個人投資家の SEP への投資行動をより適切に説明することに役立つだろうというのが Coval のコメントの趣旨である。そのさい、個人投資家がオプションの価値を過小評価する傾向にあるという点を考慮する必要があると付け加えた。

Ⅲ-2. コメント-2

人間の投資行動を理論および実験を通じて説明しようという試みは、経済学が仮定していた合理的選択または期待効用最大化という概念に依拠するのではなく、人間の行為の源泉をリスク嫌悪という概念を準拠軸として仮定していると思われる。もしそうならば、人間が固有に保有しているだろう、リスクの認知方法の改善が期待できる機会を設けることによって、リスク嫌悪というバイアスを改善することができるかもしれない。

社会科学分野の学問を研究教育する研究者の大半が、人間の行動原理に着目しながら、専門分野の研究および教育を提供するということをほとんど筆者は知らない。このような状況が生じている一つの理由は、社会科学の研究対象が社会現象であるということに由来している。社会現象を引き起こしている主体が個々の人間であることを考慮すれば、個々人の行為を生み出す原理を導き出すことは、結局、社会現象を説明することに資する。

リスク嫌悪というバイアスが人間の投資行動を規定していると狭義に仮定すれば、なぜ人間は損失を被る可能性も受け入れて利得を獲得しようとするのだろうか。極端にリスクを嫌悪する投資家を仮定すれば、この投資家にとっての最適投資行動はリスクをとらないことである。つまり、金融商品に投資することなく、投下予定資金を自分で保有することが最適な選択になると思われる³⁾。

直感的に答えれば、銀行預金に貯蓄することを選好している投資家は、程度を所与とする確実に生じる貨幣価値の下落を受け入れているということである。このような投資家にとって目減りという貨幣価値の下落が、程度がわからないものの、確実に生じるということが明確であるという意味で、無リスクな現象になる。この「バイアス」を説明する理論構築は投資家行動に関する研究の促進に資するだろう。

IV. むすび

本稿は投資家の投資規準の解明を目的とした研究内容とコメントを紹介することが目的である。個人投資家は取引先企業や金融機関といった法人のような利害関係をもたないだろう。投資先企業の株価の増減と配当金の支払い能力が主たる関心事項であるという点で、個人投資家の投資行動がきわめて合理的であると考えることができる。もしそうならば、個人投資家が求める投資行動は自分自身が納得できるそれになるだろう。

自ら納得できる合理的判断を担保するために必要なことの一つは、投資先企業の実態を適切に反映した情報を入手することである。他方、投資家または証券市場の信頼を得続けるために必要なことは、企業が経営活動を真摯に説明し続けることである。市場に対して真摯な態度をもっている企業は、中長期的な視点に基づけば、合理的な投資家に支持され続けることができる。これは時の経過とは無関連に、普遍の真実であると思われる。

投資家が投資家であるのは自己資金を投資し、その運用益を稼得するためである。したがって、投資家が投資対象を絞り込む規準が損得勘定であると断言できるだろう。ただし、投資家が投機ではなく投資を行っている以上、投資家の行為規準は経営者の倫理も考慮しているはずだ。この規準を踏まえた上で、経営者がどれだけ真摯な態度で市場と向き合うことができるのかということが、市場から信頼され続けるためのカギになるだろう。

注)

- 1) 本稿はルイジアナ州ニューオーリンズで開催された American Finance Association の年次総会における研究報告をまとめたものである。セッションに関する詳細事項は次の通りである。セッション名は”Understanding Investor Preferences”、開催日時は 2008 年 1 月 4 日の 14:30PM から 16:00PM までであり、司会を Christopher Polk(London School of Economics)が担当した。
- 2) 高橋元気、「投資したいけど相場変動が心配、それなら長期投資」、『日本経済新聞』、(2007 年 10 月 28 日)、p.15。著者不明、「『知』あれば憂いなし(株主とは：第 8 部 手探りの進化④)」、『日本経済新聞』、(2007 年 11 月 17 日)、p.1。
- 3) この場合、貨幣価値の減少に起因する資金の目減りという機会損失を被ることになるものの、リスクを含む金融商品への投資を嫌悪する投資家は多い。なぜなのかという問いに答えることは、日本の金融機関に預けられている各種預金残高が世界一であるという社会現象を説明することに資すると思われる。

<引用文献・参考文献>

Charness, Gary and Uri Gneezy, 2003, Portfolio Choice and Risk Attitudes: An Experiment, Unpublished Working Paper.

Henderson, Brian J. and Neil D. Pearson, 2007, Patterns in the Payoffs of Structured Equity Derivatives, Unpublished Working Paper.

Hong, Harrison and Marcin Kacperczyk, 2007, The Price of Sin: The Effects of Social Norms of Markets, Unpublished Working Paper.

Malmendier, Ulrike and Stefan Nagel, 2007, Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?, Unpublished Working Paper.