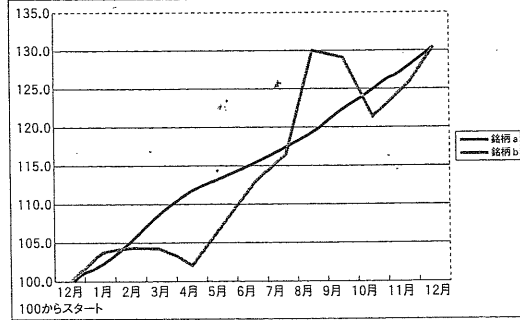


角川総一の 金融60 逆さメガネ

前

今回は原油と為替という優れてマクロなテーマを、前回は利付債の税引き後利回りというこれは極めてミクロな話題を取り上げた。で、今回のテーマはと言うと、「果たして現代投資理論が教える技(理屈)はどの程度現実的であるか」である。ジャンルとしては、「教科書の常識は現実の非常識」というテーマだ。私たちはこれまで長きにわたって「ホモエコノミクス(経済的人間)」は、あくまで経済合理性に基づいた行動をとる、との前提で経済・金融問題を扱ってきた。身近なところでは、多くのFP等の

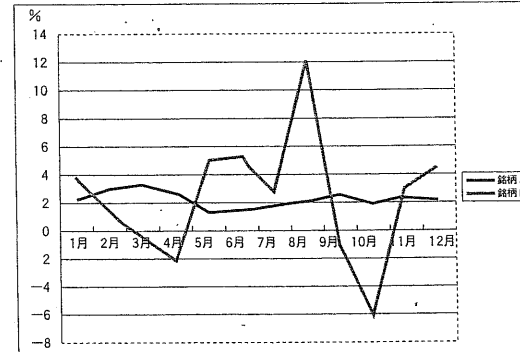
図表1 ファンドa、bがこんな基準価額推移を示したら…



(ファンドa、bの基準価額推移)

	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
銘柄a	100.0	102.2	105.4	108.8	111.9	113.5	115.2	117.2	119.5	122.6	124.9	127.8	130.6
銘柄b	100.0	103.6	104.6	104.3	102.1	107.2	112.9	116.2	130.1	129.1	121.4	125.0	130.6

図表2 各月の変化率を計測してみると…



(a、bの各月の収益率)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	標準偏差	
銘柄a	2.2	3.1	3.3	2.8	1.4	1.5	1.8	2	2.5	1.9	2.3	2.2	2.25	0.59
銘柄b	3.6	1	0.3	2.1	5	5.3	2.9	12	0.8	-6	3	4.5	2.34	4.51

*リスクフリーレートを1%とすると、
aのシャープレシオ=(30.6-1)/0.59=50.17
bのシャープレシオ=(30.6-1)/4.51=6.56

B 50%の確率で200万円を失い、50%の確率で支払う必要はない。私が幾度かセミナーの余興でこれを行った経験から言うと、まず7~8割の方がBを選択される。そのココロは「だって、支払う必要がない可能性があるではないですか」だ。それに対して先の設問1で多くの方がAを選ぶのは「だって間違いなく100万円がゲットできるんじゃないか」だ。

つまり、得られるときには「間違いなく得られる」ことに心理的な重心を置き、失うときには「失わずに済む可能性」に重心を置くのが人間だということである。シャープレシオの考え方が根底から揺れる!?

その典型的な例がシャープレシオである。例えば現在20を超える投資信託評価機関の多くは、このシャープレシオを基本にして個別ファンドの評価を行っている。ここで図表1のような基準価額

の推移を示したファンドa、bが

あった場合、シャープレシオの立場から言うと、断然aの方が優秀なファンドということになる。つまり、この1年間のトータルリターン(総合的な収益率)は同じ30.6%であるが、ファンドaはbよりもはるかに標準偏差値が低い(リスクが小さい)ため、シャープレシオはaの方が大である、というわけだ(図表2)。

でも、単純な話、この値動きが個別株の株価だとした場合、いわゆるデイトレーダーはaの銘柄を利用しようとするだろうか。予想トータルリターンが同じの場合、よりリスク(変動率)が高い銘柄を選択しようとするのではないか。そう、株式の格言にもあるではないか。「変化あるところにチャンスあり」って。ここでいう変化とはまさに収益率の変化(株価の変動)であり、これは言葉を変えれば「リスクが高い」ということに他ならないのだから。

すなわち以上の格言は「リスクが高い時期にこそチャンスがある」と言い換えることができるのである。(次号に続く)

第14回

現代ポートフォリオ理論は果たして 現実にもどの程度合っているのか?

(その1)

現代ポートフォリオ理論では、投資家は経済合理性に基づいて投資するとされる。しかし、現実はそのとばかりは言えず、理論が実態に合わないケースも多い。

教科書によつては次のように記載されているはずである。すなわち「投資家は期待リターンが同じなら、よりリスクが低い資産を選択する」「リスクの程度が同じなら、より高いリターンが期待できる資産を選択する」「これらの投資家はリスク回避型と呼ぶことができる」というようにだ。言うまでもなく、ここで言うリスクとは「予想される」リターンのブレの度合いである。「しかし」と、今から30年以上も前に米国のある心理学者は考えた。「人が不確実性のもとに意思決定を行うに際し、必ずしも経済合理性に則った選択、意思決定を行うわけではないのではあるまいか」と。そしてそれを1979年に「プロスペクト理論」として発表した。彼の名前はD・カーネマン。そう、2002年のノーベル経済学賞を受賞したプリンストン大学教授である。

この「プロスペクト理論」が、経済・金融・ファイナンスの分野で応用されるに至ったのが「行動ファイナンス理論」では、これ

は果たしてどのような考え方のだろうか。

得るときと失うときは異なる判断基準に

それを知るために用いられる事例はそれこそ掃いて捨てるほど(?)あるのだが、ここでは最も代表的かつこれから論を展開せんとするテーマに最も近い問題を取り上げることにしよう。

読者の皆さんご自身が被験者になって、以下の質問にお答えいただきたい。

設問1 あなたは次のA・Bのうち、どちらを選びますか?

A 100%の確率で100万円が得られる。

B 50%の確率で200万円が得られ、50%の確率で得るものはない。

多くの実証データではAを選ぶ人が多いことが知られている。それはそれでいいのである。

設問2 今度は、次の場合はどうだろうか?

A 100%の確率で100万円を支払わねばならない。