

株式投資における曖昧さ回避行動

本 多 俊 毅

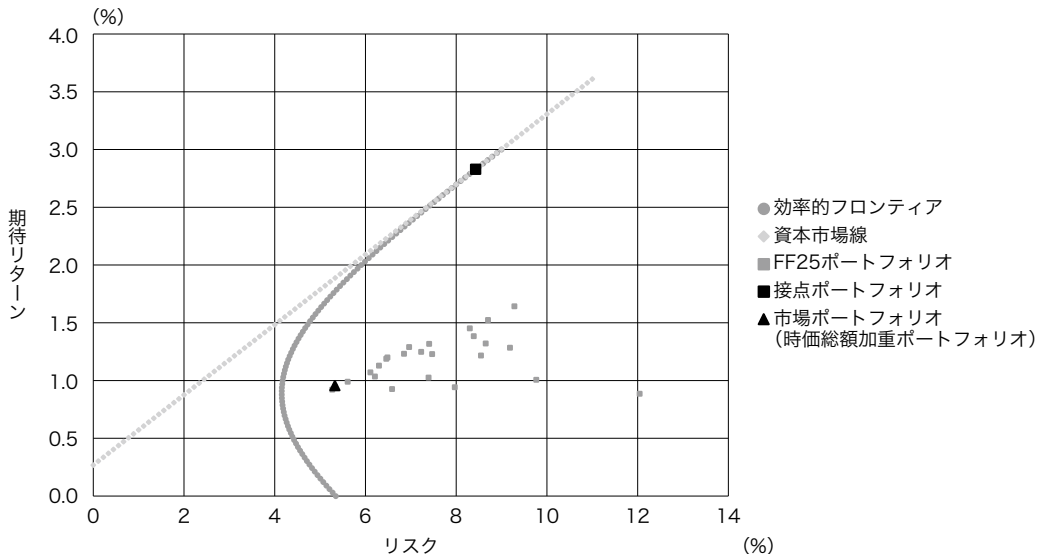
(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

Markowitzによる平均分散アプローチは、多くのテキストで最初に説明されるモデルであり、現在でも資産選択に関する最も標準的なモデルと位置づけられている。とはいえ、このモデルをそのまま用いるのでは現実の証券市場における投資家行動を説明しきれないため、理論と現実のギャップをどのように説明するかが、その後の様々な理論モデルや実証結果において焦点となってきた。この論考においても、投資家による曖昧さ回避行

動という観点から、このギャップについて考察してみたい。

図表1は、1926年7月から2021年9月までの米国株式リターンデータの標本平均、標本共分散を算出し、それらを用いて描いた効率的フロンティアの様子である。学術研究でよく用いられるFF25ポートフォリオ（時価総額と株価純資産倍率を用いて、上場銘柄をそれぞれ5×5に分割して作成された25個の分位ポートフォリオ）のリ

図表1 効率的フロンティア



(出所) 筆者作成