

リスクの感じ方を測る

■リスク回避度

かつての投資は、相場の上げ下げを予測するか、価格が上がりそうな銘柄を選ぶということに主眼が置かれていました。儲かりそうな銘柄が決定論的に存在し、それを見つけないことができれば一攫千金だという考え方です。しかし、現代の標準的な投資論は、市場の不確実性が前提となっています。多くのことは不確実で、投資家もそれからは逃れられないということです。その不確実性をなんとかして定量化したのが将来のリターン分布で、投資家はその分布を特徴づけるリターンの期待値(予想される平均値)とリスク(予想されるばらつき)に基づいて投資判断を行っていくことになります。当然ながら多くの場合は期待リターンとリスクの間にはトレードオフがあって、期待リターンが高ければリスクも高い(高リスク高リターン)、低ければ低い(低リスク低リターン)というのが普通です。

したがって、期待リターンとリスクのいくつかの組み合わせがあったときに、どれを選べば良いのかが一意に決まらないことがよくあります。例えば、期待リターン 10% でリスク 20% の投資と、期待リターン 5% でリスクも 5% の投資があったときに、どちらを選ぶかは人によって違うということです。あまりリスクをとりたくない人は後者を選ぶでしょうし、リスクをとれる(またはとりたい)人は前者を選ぶ可能性が高そうです。このような投資家の選好を記述するために効用関数というものが用いられ、それによってリスクに対する態度を表現することがよくあります。効用関数は抽象的である上に数学的なとっつきにくさもあって、投資の実務に使われることはあまりありません。それでも、投資家がリスクに対して自分自身がどのように感じているかを定量

的に把握しておくことは、投資や資産の取り崩しに関する意思決定を行う上で極めて重要です。

効用関数として様々な形のものが提案されていますが、よく用いられるのは相対的リスク回避度一定(CRRA : Constant Relative Risk Aversion)型の効用関数です。この相対的リスク回避度というのは、資産額の変動率をリスクの大きさと捉え、それをどれだけ避けたいと考えているかを数値化したものです(資産の変化額をリスクの大きさと捉える場合は絶対的リスク回避度です)。それが資産の水準によらず一定だというのが CRRA 型効用関数です。この効用関数を仮定したときのリスク回避度は平均的には 2~3 だと言われます。

■リスク回避度の計測

自分のリスク回避度を知った上で、それを前提に自分にとって好ましい投資や支出の意思決定を行っていくのが望ましいと考えられますが、多くの人は自分のリスク回避度を客観的に測ったことはおそくないのでしょうか。たしかに、上で述べたことだけをもとに、自分のリスク回避度が 2 だとか 3 だとか言える人はまずいません。しかし、それができなければ合理的な意思決定もなかなかできません。くどいようですが、投資や支出においては万人にとって正しい意思決定というものが存在することはほとんどなく、多くはその人にとって良いかどうかという基準で判断することになります。そして、お金に関する意思決定においては、それを行う人のリスク回避度という特性が極めて重要になります。

このリスク回避度の計測を比較的簡単に行う方法がいくつか考案されています。例えば、公正

なコイン(表と裏が出る確率がいずれも 50%のコイン)を投げた結果によって決まる 1 度かぎりの投資機会が与えられたときに次の質問に答えてもらい、それによってリスク回避度がある程度計測できるとされます。このアンケート調査は『すぐれた投資と支出の意思決定』*1 という本からの引用ですが、似たようなものは他にもあるでしょう。興味と時間があればぜひやってみてください。

図 1 あるアンケート調査

Q1. コインの裏が出れば、あなたは財産の 10%を失う。コインが表だったときにもらえる次の額（財産比）のうち、コイン投げを受け入れるか断るかを最も決めかねると感じるのはどれか？

(a)11% (b)12.5% (c)14.5% (d)17% (e)20.5%

Q2. コインの裏が出れば、あなたは財産の 20%を失う。あなたが最も判断に迷うのは、もらえる金額が財産比でいくらのときか？

(a)25% (b)33% (c)50% (d)175%
(e)上記のいずれの額をもらえてもやらない

Q3. コインの表が出れば、あなたの財産は 5 倍になる。裏だったときに失うことが許容できる最大の金額は、財産比でいくらのときか？

(a)80% (b)50% (c)30% (d)20% (e)15%

(出所)『すぐれた投資と支出の意思決定』より筆者

実は、これらの問いは(a)から(e)の選択肢がそれぞれリスク回避度 1～5 になるように作ってあります。したがって(b)を平均的に選んだ人はリスク回避度が 2、(c)を選んだ人は 3 に相当します。(a)を選んだ人はリスク回避度が平均的な人よりも低く(つまりリスクをとりたがる)、(d)や(e)を選んだ人はリスク回避度が平均よりも高い(リスクをとりたがらない)人だということになります。

■ 合理的な意思決定

前にも書いたように、自分の特性(ここではリスク回避度)に合わせてその都度最適な意思決定

を行っていくことは非常に重要です。絶対の正解がない中で、自分が下した判断によって損失を被ったり、ああしておけばよかったと後悔したりすることがあるかもしれません。そんなときに、合理的なフレームワークに沿って意思決定をしておけば、そのような後悔を小さくすることができます(ゼロにはなりませんが)。最善を尽くした結果だとして現実を受け入れることができるからです。その積み重ねこそが、生涯効用、別の言い方をすれば一生を通じた幸福度の合計を高めることになるのでしょう。

■ テクニカルな補足

蛇足になりますが、図 1 のアンケートがどのようにリスク回避度とつながっているかについて Q1 を例にとりて見ておきましょう。やや(かなり)数学的なので、無視していただいてもかまいません。

まず、CRRA 効用関数を次のように置きます。

$$U(W) = \begin{cases} \frac{W^{1-\gamma}}{1-\gamma} & (\gamma \neq 1) \\ \ln W & (\gamma = 1) \end{cases}$$

ここで、Q1 のゲームは確率 50%で資産が 0.9 倍になり、確率 50%で(1+x)倍になるというものです。なお、xは各選択肢の値に対応します。そして、回答者がこのゲームを受け入れても良いと思うのは以下の式が成り立つときです。

$$U(W) = \frac{1}{2}U(0.9W) + \frac{1}{2}U((1+x)W)$$

これを $\gamma = 1, 2, 3, 4, 5$ の各ケースについて解けば、 $x \cong 11\%, 12.5\%, 14.5\%, 17\%, 20.5\%$ となります。そして、Q2、Q3についても同様に計算することができます。「あなたのリスク回避度はいくらかですか？」と直接聞くより、この方がうまくその人のリスク回避度を測ることができそうです。(K5)

*1 ビクター・ハガーニ、ジェームス・ホワイト、『すぐれた投資と支出の意思決定』、金融財政事情研究会、2026 年

野村アセットマネジメントからのお知らせ

■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年8月現在

ご購入時手数料 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限 2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価値証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。