

# 株式投資の主観的満足度：実験的アプローチ

立命館大学 井澤 裕司

日興フィナンシャル・インテリジェンス 立石 隆英

## 《報告要旨》

個人投資家の株式投資による満足水準の決定に何が影響を与えているのかを検証するため、東証上場銘柄から選んだ 50 銘柄を対象に、事後的な投資のパフォーマンスに対して金銭的なインセンティブ（現金支払い）を与える株式売買実験を実施した。実験用に開発した売買システムでは、株式の売買注文を出す際には投資家が想定しているリスクとリターンを答えなければならないだけでなく、株式売却時に株式保有によって得られた自らの満足度を、金銭的な評価を含む場合と含まない場合のふたつに分けて、それぞれを 11 段階で評価させ回答しなければならないように設計されている。実験開始前には被験者の属性やリスク選好度、金融リテラシー、社会的好奇心などに関するアンケート調査も実施し、投資の事後的な満足度とこれらの属性との関連も分析した。

われわれは更に、投資の対象企業に金銭的な収益以外のものを投資家が要求する可能性について実験的に検証することを試みた。近年、投資対象となる事業会社のブランド価値の構成要素として企業理念・価値観、顧客価値、従業員価値、株主価値などがあることが再認識され、たとえば環境に配慮している企業であるとか、女性従業員に優しい企業などに焦点を当てた投資信託も設計されており、このような企業の社会的責任（Corporate Social Responsibility :CSR）が投資家の効用に直接働きかけている可能性は排除できないと思われるからである。実験では株式の売買時に、投資対象企業の CSR（企業の社会的責任）に関わる評価項目を、「企業の社会性（社会の役にたっている）」、および「自らの生活との関連（製品を持ちたい、サービスを受けてみたい）」、「職場としての興味（働いて面白そう）」の 3 つの観点からも 11 段階で評価させて回答させた。

実験によって得られたデータを相関分析、分散分析、パネル分析によって分析した結果、事後的な株式保有の満足度は、株式投資の想定されたリスクとリターン、およびリターンの実績だけではなく、企業への主観的評価（特に、企業の社会性と職場としての興味）によって有意に影響されていることを示すことができた。また、効用関数の形状、特にプロスペクト理論と事後的な株式投資の満足度との関係についても明らかにした。

このように管理された実験環境で株式投資からの満足度を計測した例は他になく、理論的観点から興味深いだけでなく、実務的応用の面からも極めて大きな意味をもつ。特に、企業に対する社会的評価を適切に反映させることで、同一のリスクとリターンのもとでも株式投資の満足度を高めうるということが明らかにされた今回の実験結果は、株式市場が株式売買を通じて個々人の社会的価値観や理念を反映させた資金配分を実現させる機能を持ちうることを示唆している。