

個人投資家の投資行動と行動ファイナンス

——外国為替証拠金取引における事例研究——

平 蓓灵 (国泰キャピタル)

従来のファイナンス理論は、非常に多くの前提条件に基づいて構築されているが、その中には、現実には達成できないことが、たくさん含まれている。実際の投資家は、ファイナンス理論の教えるものとは異なって、自己コントロールを無視した取引を行った結果、大きな損失を出す状態となっている。

● 外国為替証拠金取引における行動ファイナンス研究 伝統的ファイナンス理論を説明するため、数学を利用して、さまざまなモデルを立てることができるが、行動ファイナンスにおいても、モデルを構築することができる。私は俊野(2004)の「行動ファイナンスの基本構造」の図を基にして、外国為替証拠金取引における構造図を作った(図)。

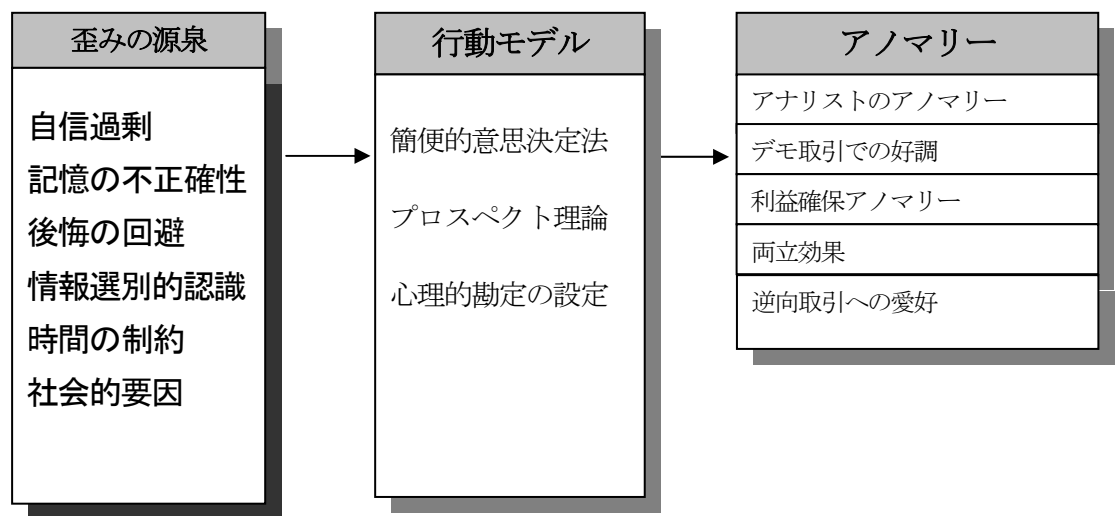


図 外国為替証拠金取引での行動ファイナンスの基本構造

外国為替証拠金取引においても、プロスペクト理論を適用することができる。利益確保アノマリーでは、プロスペクト理論に基づいて、実際の外国為替証拠金取引参加

者の投資行動を分析する。

● 利益確保アノマリー

1. 分析の目的 外国為替証拠金取引における行動ファイナンスの有効性を論証し、プロスペクト理論で取引現場での投資家心理を分析するために、3つの仮説を立てて、研究を進めることにする。 **仮説 1 証拠金預金残高比が高い投資家は、リスクへの愛好と回避の変更の幅が小さくなる。** **仮説 2 経験が多い投資家は、リスクへの愛好と回避の変更の幅が小さくなる。** **仮説 3 男性投資家は女性投資家よりリスクへの愛好と回避の変更の幅が大きい。**

2. データと分析方法（証明の実施） 私の分析のベースは二つがある。一つは、外国為替証拠金取引の実際の投資者の取引レポートであるが、もう一つは投資家にアンケート調査を行ってまとめたデータである。

3. 検証結果と意義

分析結果 以上、外国為替証拠金取引参加者の実際の取引レポートとアンケート調査を利用し、仮説証明をした。二つの方法により、プロスペクト理論は外国為替証拠金取引に適用可能であり、投資家は、利益の領域でも、損失の領域でも、リスクへの愛好と回避の心理が変動していることが証明された。さらに、事前に立てられた仮説については、実際のデータ分析で、仮説 1 と仮説 2 は証明された。仮説 3 については、二つの分析方法で違う結果が出た。レポート分析によると、利益の領域では女性のほうは心理コントロールが安定的で、損失の領域では、男性のほうは心理コントロールが安定的であるという結果となった。ただし、統計上の有意度分析では、損失の場合だけ有意であることから、男性のほうは心理コントロールが安定的であることしか言えない。すなわち、男性投資家は女性よりリスクへの愛好と回避の変更の幅が小さく、レポート分析の結論は仮説 3 と違うことが分かった。アンケート調査の分析は、女性の心理コントロール能力は、主に男性より強いことを示した。二つの方法での分析結果が矛盾するわけではないが、必ずしも、男女どちらかのほうがリスクへの

好き嫌い変動幅が小さいとは言えないことが分かった。理論面から見ると、「利益確保アノマリー」が実証され、行動ファイナンス研究は、外国為替証拠金取引への適用が可能であるということが言えるだろう。

分析の意義 **プロスペクト理論の応用** 結果としては、仮説の正確性が証明され、将来的にも、プロスペクト理論の外国為替証拠金取引への応用研究の可能性がある、という結論が出た。**投資家行動の解決方法となる** 外国為替証拠金取引における行動ファイナンス研究の結果は、心理コントロールの問題が存在することを実証した。このような実情に対して、私は、解決方法を提示することが必要ではないかと考えた。では、利益確保アノマリーに対して一つの解決方法を紹介する。

● 外国為替証拠金取引における行動ファイナンスの有効性

今までの行動ファイナンスの研究は、主に株式投資を中心に行われている。株式と為替は投資商品として、同質の面もあるが、リスクと操作の自由度は、大幅に違う。外国為替証拠金取引に行動ファイナンス理論を活用することで、ファイナンス理論が充実するとともに、投資家自身も、人間の不合理性への認識度が高まるだろう。