

FX 証拠金取引で成功するためのカギ：投資戦略と行動バイアスの役割 ☆

神戸大学 岩壺 健太郎

要旨

本研究では、アンケート調査を用いて FX 個人投資家の投資パフォーマンスの決定要因を分析し、①行動バイアスと②投資戦略・取引行動のどちらがパフォーマンスに強く影響しているのかを検証する。その結果、明らかになったことは以下の通りである。(1) 行動バイアスが投資戦略・取引行動よりもパフォーマンスに大きな影響を与えている。(2) 行動バイアスの中でも、特に自信過剰はパフォーマンスを著しく低下させており、心の理論、時間割引、損失回避、曖昧さ回避もパフォーマンスに影響している。(3) 投資戦略や取引行動の中では、高レバレッジ、他人のレートへの参照、自分ルールへの不履行、順張りがパフォーマンスを悪化させている。これらの結果は自身の行動バイアスを認識し、修正することが投資パフォーマンスを向上させる最も効果的な方法であることを示唆している。

1 研究の目的と特徴

本研究では、アンケート調査を用いて FX 個人投資家の投資パフォーマンスの決定要因を分析し、①行動バイアスと②投資戦略・取引行動のどちらがパフォーマンスに強く影響しているのかを解明する。アンケートを用いることによって直接観測できない行動バイアスを分析対象にしている点が本研究の特徴である。

2 データと方法

本研究で使用するデータは、SBI FX トレード株式会社の顧客を対象に 2019 年 8 月 6 日から 8 月 20 日までの期間にインターネットで収集したアンケート調査の個票データである。調査時点で取引を行っている個人投資家を対象に、1,365 人の顧客からアンケートの回答を得た。サンプル・バイアスが生じないように、性別、年齢、前年の損益額に関する分布が、同社の顧客の分布と同じになるようにサンプルを抽出している（補論 2）。また、金融

---

☆ 本研究は、Marc Oliver Riege 教授（University of Trier）との共同論文 “The Key to Succeed in FX Margin Trading: The Role of Investment Strategy and Behavioral Biases” に基づいている。

先物取引業協会 HP で公開されている全店頭 FX 業者の顧客の収益口座の割合と照らし合わせ、本研究で用いるサンプルは損益面でバイアスがないことが確認している。

アンケート調査ではパフォーマンスの決定要因として、(i)行動バイアス、(ii)投資戦略・取引行動、(iii)社会人口統計学的変数・経済的状况に関する質問を行い、回答を得ている(質問と回答の詳細については補論 1 を参照)。

(i)行動バイアスについては、心の理論(美人コンテスト)、公平性、自信過剰、サンクコストの誤謬、時間割引、損失回避、曖昧さ回避に関する 7 つの質問を行い、各指標を作成した。(ii)投資戦略・取引行動は、レバレッジ比率、FX の経験年数、ポジションの平均保有期間、FX 取引回数、テクニカル分析/ファンダメンタル分析の選好度、他人のレート参照する度合い、自分のルールを順守する度合い、逆張り/順張りの選好度、レートをチェックする頻度、情報収集時間、FX 取引に関する知識、FX 取引のための情報源に関する質問に関するものである。(iii)社会人口統計学的変数・経済的状况については、性別、年齢、学歴、職業、所得に関する回答を変数にしている。

投資パフォーマンスの指標として、前年の損益額を平均証拠金で除したものを使用する。パフォーマンス指標の分母は前年の投資総額であることが理想的であるが、それを得ることが難しいため平均証拠金で代用している。年収とレバレッジ比率を説明変数に加えることで代理変数の不完全性を補完している。

### 3 推計結果

#### 3.1 パフォーマンスの決定要因

最大 33 個の説明変数を用いて FX 投資のパフォーマンスに与える影響を推計する。複数のモデルを通じて、一貫して統計的に有意であった変数を列挙すると、(ii)投資戦略・取引行動の中の変数では、レバレッジ比率の高い取引や SNS やインターネットで見聞きした他人のポジションを参考にしてポジションを構築・変更することがパフォーマンスを悪化させる一方で、自分なりの投資ルールを設定し、それを守ることがパフォーマンスを改善させる。また、順張りよりも逆張りを選好する投資家のパフォーマンスがいい。その他の変数、たとえば経験年数、取引頻度、テクニカル分析/ファンダメンタル分析にはパフォーマンスへの影響が見られない。

注目すべきは、このような投資戦略・取引行動はパフォーマンスの説明力が低いことである(投資戦略・取引行動の変数まとめても自由度調整済の決定係数は約 4%)。性別・年齢・学歴・年収などの社会人口統計学的変数・経済状况の説明力はさらに低い(同、約 2%)。しかし、行動バイアスの変数は同決定係数が約 25%にも上り、パフォーマンスに対して高い説明力を持っている。

行動バイアスの変数については、心の理論(他者の行動を推測)は正の影響があり、自信過剰、時間割引(せっかち)、損失回避、曖昧さ回避はパフォーマンスに負の影響を与えている。公平性とサンクコストの誤謬の有意な影響は見られないが、全体的に見て、FX 投資

に成功している投資家は、合理的であると同時に、他人の行動を理解することができているといえる。

また、説明変数を1標準偏差変化させたときの影響を比較すると、自信過剰が他のどの要因よりも大きな影響力を持っていた。

### 3.2 行動バイアスと取引行動

次に、投資戦略・取引行動を被説明変数とし、行動バイアスと社会人口統計学的変数・経済状況を説明変数とした回帰分析を行った。優れた心の理論（他者の行動を推測できる能力）を持つ投資家は、知識が豊富で経験豊富、保有期間が長く、テクニカル分析を選好し、他のトレーダーへの参照が少ないという傾向がある。このことから、より優れた心の理論を持った投資家のパフォーマンスの高さはある程度説明できる。

一方、自信過剰の投資家はレバレッジが高く、短期投資を好み、取引回数が多く、テクニカル分析を好む傾向が見られ、パフォーマンスを悪化させるような取引を行っている。

一方、損失回避的な投資家はレバレッジが高く、保有期間が長い。レバレッジへの影響は一見すると意外なものであるが、損切りをしたときに高いレバレッジをかけて損失を取り戻そうとしたことに起因しているのかもしれない。

曖昧さ回避的な投資家は、経験が浅いことを除いて、投資戦略や取引行動とは有意な関係は見られない。

### 3.3 女性は有能な投資家か？

最後に、(iii)社会人口統計学的変数・経済的状况の中では性別が統計的に有意であり、女性が男性よりもパフォーマンスがいい。女性の割合が低いFX取引市場でのこのような結果が示された理由として、2つの可能性が考えられる。一つは純粹に女性が男性よりも投資能力が高い可能性、もう一つは優れた投資スキルを持つ女性だけが市場に参入するという可能性である。

性別が行動バイアスに与える影響を分析した結果、女性は男性に比べて自信過剰ではなく、損失回避も高いことが明らかになった。自信過剰な投資家がFX市場に参入しがちである一方で、損失回避な投資家は市場参入を躊躇する傾向があることを考慮すれば、女性は平均的に市場に参入する可能性が低いことを示している。したがって、優秀な女性だけがFX市場に参入しているために、女性のパフォーマンスが男性よりも高いということが推測される。

## 4 結語

本研究の重要なメッセージは、自身の行動バイアスを認識し、修正することが、投資パフォーマンスを向上させるための最良の方法であることだ。本研究ではFX市場を分析対象としたが、この結論は他の市場でも通用する可能性が高い。