

中国株式市場における個人投資家の行動

龍谷大学大学院 俞 曉彦

1990年代から中国株式市場は著しいスピードで発展してきた。証券投資活動が都市部住民に集中しているにもかかわらず、中国の証券取引口座数は年平均二桁台の高い増加率を記録している。2003年5月末時点で中国株式市場の取引口座数は6,944万に達している。

しかし、中国国内では機関投資家が育成されていなく、市場参加者の99%以上が個人投資家である。このことは中国株式市場の大きな特徴としてあげられる。一方で、国内の金融商品が国債、企業債、銀行預金などに限られて種類が少ないこと、経済発展につれて国民の個人収入が急増し、富裕層が拡大してきたこと、中国株式市場において個人投資者の自己保護意識やリスク回避能力が弱く、ファンダメンタルズを重視した長期投資よりも、非理性的な株投機をする個人が多いことのために、個人投資家が相当な資金力を持つ一方で、株式市場のバブル現象が引き起こされている。すなわち、中国は改革開放政策の下、市場経済化が進行してきたとはいえ、まだその途上段階であり、国際的な結びつきといった面も希薄である。このような環境の下で、株式市場に参加する投資家の投資態度及び投資心理は未成熟であり、投資尺度も育成されておらず、市場リスクに対する認識度が低いと言わざるをえない。

本報告では主に、中国株式市場における個人投資家の心理活動に注目して、心理的なバイアスが彼らの投資行動にどのような影響を与えたかを検証する。調査の結果から、この未成熟な中国株式市場においては、個人投資家の多くは投資歴が少なく、投資行動が洗練されていないことより、様々な認知的バイアス（確実性効果、損失回避、自信過剰、後悔回避、現状維持、自己起因、アンカリングなど）のもとで、非合理的な行動を行っていたことが示されている。

< 討論者からのコメント >

中京大学 村上敬進

俞氏の論文の貢献

近年注目を集めている行動ファイナンス理論で想定されている投資家心理（認知バイアス）と非合理的な行動が、中国の個人投資家にも成立しているかどうかを検討するために、自らのアンケート調査や、ネット上のアンケート調査を集計し、詳細な分析を試みている。その結果、確かに、中国の個人投資家は様々な認知バイアスに直面していることを明らかにした。

俞氏の論文をより意味のある貢献にするために、以下のコメント（残された課題）を更に探求されることを期待する。

(1) 行動ファイナンス理論以外にも、投資家の合理性の前提を緩和して、現実の株価の動きを説明する試みは多数存在する(例 Harrison and Kreps (1978) ,De Long, Bradford, Shleifer, Summers and Waldman (1990))。これらの先行研究と行動ファイナンス理論を比較した上で、行動ファイナンス理論を中国株式市場に適用した理由を説明すると、俞氏の論旨が明確になると思われる。また、行動ファイナンス理論を中国株式市場に適用した先行研究があれば、その先行研究と俞氏の研究の違いはどこかを説明することが必要である。

(2) アンケート調査から、中国では、行動ファイナンス理論が想定するような非合理的な心理が、投資家に存在することが明らかになったが、この行動ファイナンス理論の特徴を利用し、実際に中国の株価の推計をする必要があるのではなからうか。前述の例にあげた先行研究のモデルでも中国の株価を推計してみて、行動ファイナンス理論と、その他の合理性の前提を緩和した理論とで、どちらが中国の現実の株価の推移をうまく説明できるかを検証する必要があるものと思われる。

(3) 行動ファイナンスに基づいたアンケート調査について、アメリカの例は紹介されているが、日本やヨーロッパでも同様な調査は行われているであろうか。もし、日、米、欧の調査結果があれば、経験が浅い中国の個人投資家と、欧米や日本の経験がある個人投資家を比較して、中国の個人投資家の方が認知バイアスが強く働いている、という結果は得られているかどうかを検討する必要があるであろう。国際間比較を行うことで、中国の個人投資家の特徴がより明確になるであろう。

< 報告者リプライ >

(1) 本論文は行動ファイナンスの中でも特にプロスペクト理論と認知バイアスに注目して、調査を行った。他の理論との関連については、今後も取り組みたいと考えている。

(2) ご指摘を受け入れたい。本稿は主に個人投資家の行動に注目し、投資家の非合理的な行動を取る心理的な要因を分析することを目的として執筆した。現在、私は中国株式市場における個人投資家の株価予測能力に関する研究に着手している。当該研究においては、かなりの部分が中国の株価の推計となっている。その結果が十分に得られた後、別の論文を執筆したいと思う。

(3) 行動ファイナンス理論に基づいた研究に関しては、アメリカを始めとして、日本やヨーロッパなど世界の先進国でも株式投資家の取引行動は非合理的であり、各種のノイズに基づいていたという先行研究が幾つかある。ただし、まだ十分に先行研究を論文のなかで引用できていないので、ご指摘に従い、これらの研究を自分の論文と関連づけたいと思う。中国の個人投資家と、欧米や日本の経験がある個人投資家を比較して、中国の個人投資家の方が認知バイアスが強く働いているか否かについては今後さらに検討すべき課題と考える。