

ファンド・マネジャーのリスク態度の論理整合性と投資行動の特徴： アンケート調査に基づく検証

長崎大学 須齋正幸

長崎大学 森保 洋

投資行動バイアスとして指摘される群衆行動、気質効果に注目して、本稿で定義するリスク態度の論理非整合的ファンド・マネジャーの投資行動特性をアンケート調査結果を利用して実証的に分析する。事前に予測されない不測の事態が生じる場合、自らのリスク態度が論理非整合的なファンド・マネジャーは、自らの意思決定に自信が持てず、同僚や他の関係者の行動を過度に意識する可能性があるのではないであろうか。それに加え、他の投資家の行動が正に影響を与えるならば、この論理非整合的ファンド・マネジャーの投資行動は群衆行動として現れることとなろう。また、気質効果も価格の上昇と下降の影響が非対称に主観的に評価されるものであり、それ自体論理非整合的投資行動である。したがって、この二つの行動ファイナンスで指摘されるバイアスに注目し、これらのファンド・マネジャーの投資行動特性をアンケート調査の結果を用いて実証的に検証する。検証に利用するデータは 2005 年に国内機関投資家に所属するファンド・マネジャーを対象として実施されたアンケート調査である。

まず、仮想的な賭けに関するアンケート項目を利用し、ファンド・マネジャーを常にリスク態度が一貫している論理整合的ファンド・マネジャーと、直面する状況に応じてリスク態度を変化させる論理非整合的ファンド・マネジャーに分類し、これらのグループ間の投資行動特性の差異を仮説検定した。その結果、相対的に論理非整合的ファンド・マネジャーの気質効果が論理整合的ファンド・マネジャーの気質効果より程度が強いことが示された。一方、群衆行動に関する有意な差は見受けられなかった。

気質効果に見られた行動特性の差異はファンド・マネジャーの個人特性に影響を受けている可能性も考えられるため、個人特性をコントロールすべく ordered probit モデルを利用した分析も行った。その結果は仮説検定における結果と整合的なものであり、個人特性が投資行動特性にほとんど影響を与えていないというものであった。

<主要参考文献>

Suto, Megumi, and Masashi Toshino(2005), Behavioral Biases of Japanese Institutional Investors: fund management and corporate governance, *Corporate Governance: An International Review* 13, 466-477.