

投資家は想起された体験によりリスク行動が変化するのか
～成功/失敗想起課題による記憶プライミングを導入した実験研究～

鎌田悠梨子^a 小嶋淳世^b 福井璃子^c 村上芽以^d 召田積技^e

要約

本研究は、金融リテラシーの向上が投資におけるリスク選好を高めると示唆された先行研究を起点に、消費体験における成功や失敗の想起が危険投資額に与える影響を、プライミング操作を用い検証した。リテラシーや心理的側面を分析し、金融教育の質の向上に役立つ知見を得ることを目的とした。

結果として、成功体験の想起が消費行動における自信と危険投資額を高めるという仮説は支持されなかった。他方で失敗を想起した群は成功群よりも平均投資額が高いという結果が見られた。リテラシーが高いほど危険投資を抑制する傾向は失敗群で特に強く、後悔等の感情とリテラシーの間には負の交互作用も確認された。

これらの結果から、失敗想起は損失を取り戻そうとするブレークイーブン効果を誘発する可能性がある一方でリテラシーが高いほど、感情を将来の失敗を避けるための合理的教訓として再解釈し、慎重な行動選択に繋がることが示唆された。

JEL 分類番号：E44， E71， G11

キーワード：投資行動，リスク選好，プライミング，金融リテラシー，ブレイクイーブン効果

^a 鎌田 悠梨子 同志社大学 cgfh0191@mail3.doshisha.ac.jp

^b 小嶋 淳世 同志社大学 cgfh0275@mail3.doshisha.ac.jp

^c 福井 璃子 同志社大学 cgfh0070@mail3.doshisha.ac.jp

^d 村上 芽以 同志社大学 cgfh0407@mail3.doshisha.ac.jp

^e 召田 積技 同志社大学 cgfh0353@mail3.doshisha.ac.jp

* 本研究に関して開示すべき利益相反はない。

1. イントロダクション

1.1. 研究の背景と目的

近年、日本では少子高齢化や年金制度の将来的な不確実性などを背景に、個人による長期的な資産運用の必要性が増しており、国や自治体も金融教育の普及を進めている。しかし、金融リテラシーの向上が必ずしも適切な投資行動に結びつくとは限らないと、近年の研究によって指摘されている。（川村・森・本西・小川，2021）このように、金融知識の多寡だけではなく、その知識がどのように意思決定に作用するのかを考慮する必要がある。また、近年注目されているのが「記憶バイアス」や「自信過剰」といった心理的要因である。先行研究によれば、投資家は過去の成功体験を過大評価する傾向にある（Daniel J. Walters and Philip M. Fernbach, 2021）。このような「記憶のゆがみ」が自信過剰を助長し、頻繁な取引や過剰なリスクテイクを引き起こす原因となる（川村ら，2021）。過去の成功体験は、よりリスクの高い投資への配分が増加する可能性が示唆されているが、これまでの研究の多くは「成功体験の想起」に焦点を当てており、「失敗体験の想起」が投資行動に与える影響については十分に検討されていない。現行の金融教育において単に知識を伝達するのではなく、個人の心理的傾向や経験の捉え方に応じた、より実効性の高い教育手法を設計するための基礎的知見が求められる。本研究では、投資家の成功・失敗体験が現在のリスク選好や投資行動にどのような影響を与えているのかを明らかにすることを目的とする。さらにその知見をもとに、投資経験の記憶や金融知識に頼らず、自信過剰やバイアスを抑制した、より実効性の高い資産形成支援のアプローチを探ることを目指す。金融教育の質的向上が求められる現在、本研究の意義は極めて大きいと考えられる。

1.2. 先行研究と仮説

金融リテラシーの向上は、人々の合理的な金融行動を促すと考えられていたが（川村ら，2021）の研究によると人々の金融リテラシーが高まると、一般的な認識とは異なり、リスクをとりすぎたり、借入を行いすぎたり、ナイブな金融行動をとったりする可能性が高まることが明らかになった。さらに、記憶バイアスや自信過剰といった心理的要因である。先行研究によれば、投資家は過去の成功体験を過大評価する傾向にある（Daniel J. Walters and Philip M. Fernbach, 2021）。このような記憶のゆがみが自信過剰を助長し、頻繁な取引や過剰なリスクテイクを引き起こす原因となる。このことから、過去の成功体験を想起させることで、よりリスクの高い投資への配分が増加する可能性が示唆されているので、成功体験を想起することによって自己の能力を「過信する」状態になり、失敗体験を想起する場合に比べて、危険投資の割合が増加すると考えられる。したがって、本研究では、投資における過去の成功・失敗体験を想起させることが、リスク選好にどのような影響を

及ぼすのかを明らかにすることを目的とする．よって以下の仮説を立てた．

H1-a：成功プライミング群は失敗プライミング群より自信が有意に高い．

H1-b：成功プライミング群は失敗プライミング群より危険投資額が高い．

H2：金融リテラシースコアと自信は交互作用し、両者が高くなるほど、危険投資額はより一層高くなる．

H3：成功プライミングと金融リテラシースコアは交互作用し、金融リテラシースコアが高いほど危険投資額はより一層高くなる．

2. サーベイ実験

2.1. 実験デザイン

本実験は、Web 調査サイトの Google フォームを用いてアンケート形式で作成し、Yahoo!クラウドソーシングにて実験参加者を募集した．実験手続きとして、まず参加者に実験への同意を得た．その後、誕生日の日付の偶奇に基づき、参加者を「成功プライミング条件」と「失敗プライミング条件」の2群に割り当てた．続けて、心理的プライミング課題として、各群に過去のお金に関する判断について記述してもらった．「成功プライミング条件」の群には最も得をした成功体験を、「失敗プライミング条件」の群には最も損をした失敗体験について、その時の状況、判断理由、行動と結果、感情などを具体的に想起し、記述するよう指示した．プライミング操作の後、従属変数として投資意思決定課題に取り組んでもらった．参加者には「あなたは余剰資金 100 万円で投資をしようと考えています」というシナリオを提示し、「積立投資（インデックスファンド）」と「危険投資（信用取引・FX など）」の2つの選択肢に、それぞれいくらずつ資金を割り当てるかを尋ね、配分額を測定した．その後、操作チェック項目として自身の投資判断能力への自信を尋ねるとともに、年齢・性別といった基本属性、積立投資およびレバレッジ投資の経験有無について回答を求めた．最後に、参加者の金融知識レベルを測るため、金融リテラシークイズ（10 問）を実施した．

2.2. 実施期間・参加者数

調査実施日は、2025 年 7 月 16 日であり、男女 200 名の投資経験者を対象にした．有効回答数は 22 歳～77 歳までの 173 名（平均年齢 52 歳）（無効回答 27 名を省いた）となった．

3. 結果

表1 自信の記述統計表

プライミング条件	n	M	SD
成功プライミング	75	3.41	1.08
失敗プライミング	98	3.32	1.17

表2 危険投資の記述統計表			表3 危険投資額の交互作用分析(スコア×プライミング/スコア×自信/HC3)			
プライミング条件	投資額	SD	変数	β	SE	t
成功プライミング	25.01	20.15	金融リテラシースコア	-0.17	0.07	-2.424
失敗プライミング	26.94	22.67	自信	1.338	1.443	0.927
			成功プライミング	-2.308	3.267	-0.345
			スコア×自信	-0.034	0.06	-0.566
			スコア×成功プライミング	-0.001	0.107	-0.009

3.1. 本分析

成功と失敗の想起が、金融判断への自信を変化させるかを検証した。成功プライミング群の平均は 3.41 (SD = 1.08) , 失敗プライミング群の平均は 3.32 (SD = 1.17) であった。その結果、Wilcoxon 順位和検定を実施したところ、 $W=6767$, $p=0.444$ となり、有意な差は確認されず、H1-a は支持されない (表 1) 。次に、危険投資額のプライミング条件別平均を見ると、失敗プライミング群が 26.94 (SD =22.67) , 成功プライミング群 25.01 (SD= 20.15) であり、平均的には失敗プライミング群の投資額が高いと示された。Wilcoxon 順位和検定を実施したところ、 $W=6407$, $p=0.715$ であり、有意な差は認められなかった。したがって、H1-b も同様に支持されない (表 2) 。続いて、金融リテラシーと自信の交互作用が、危険投資額を有意に増加させるかを検証するため、まず主効果モデル [OLS : 危険投資額 ~ 金融リテラシー + 自信 + プライミング (成功=1)] を実施した。その結果、金融リテラシーの係数は $b=-0.170$ (SE=0.070, $t=-2.424$, $p=0.016$) , 自信の係数は 1.338 ($p=0.355$) , 成功プライミングは $b=-2.308$ ($p=0.483$) であった。また金融リテラシー×自信の係数は $b=-0.034$ (SE=0.060, $p=0.572$) であり、正に傾かず、有意な差は出なかった。よって自信とリテラシーが交互に作用し、危険投資額を高めるという予測は支持されず、H2 は支持されない。(表 3) 金融リテラシーと成功プライミングの交互作用が、危険投資額を有意に増加させるかを検証するため、危険投資額を目的変数とし、金融リテラシー、自信、成功プライミング (成功=1, 失敗=0) と交互作用項 (金融リテラシー×成功プライミング) を含む線形回帰を推定した。まず主効果を見ると、成功プライミングは有意な差は認められない

($b=-2.307$, $p=0.483$) 。したがって「成功条件で危険投資額が高まる」という方向は主効果レベルでは裏付けが得られない。ただし、金融リテラシーの主効果は負で有意であった ($b=-0.170$, $p=0.016$) 。さらに交互作用を検定したところ、金融リテラシー ×成功プライミングは非有意であった ($b=-0.001$, $p=0.993$) 。このため、H3 は支持されない。(表 3)

3.2. 補助分析

表4 単純傾斜分析（群ごと）

プライミング群	β	SE	t	p
成功プライミング群	-0.167	0.108	-1.566	0.122
失敗プライミング群	-0.169	0.094	-1.798	0.075

表5 OLS回帰分析

変数	B（回帰係数）	p値
愚かさ	17.365	0.273
愚かさ×スコア	-0.311	0.139
後悔	7.909	0.639
スコア×後悔	-0.106	0.626

各プライミング群における金融リテラシーの単純傾きを推定するため、危険投資額を従属変数とし、金融リテラシーを独立変数とする単回帰分析（OLS）を実施した。成功プライミング群では係数は負であったが、統計的に有意ではなかった

（ $b=-0.167$, $p=0.122$ ）。一方で、失敗プライミング群では、金融リテラシーが危険投資額に対して負に傾き、10%水準で有意な結果が得られた（ $b=-0.169$, $p=0.075$ ）。（表4）さらに、失敗プライミング群における感情の主効果および交互作用を検証するため、OLS回帰を実施した。愚かに感じたの主効果は正に傾いた。

（ $b = 17.365$, $p = 0.273$ ）。交互作用項（金融リテラシー×愚かに感じた）は有意な差は認められなかったものの、主効果と反対に負であった（ $b = -0.311$, $p = 0.139$ ）。後悔についても同様に、主効果は正に傾き、（ $b = 7.909$, $p = 0.639$ ）、金融リテラシー×後悔は負に傾いた（ $b = -0.106$, $p = 0.626$ ）。（表5）

4. 考察

本研究では、失敗プライミング群の危険投資額の平均が成功プライミング群よりも高い傾向が示された。統計的に有意ではなかったものの、この方向性は行動経済学における損失回避理論やブレークイーブン効果（Thaler and Johnson, 1990）の枠組みに合致する。すなわち、失敗体験の想起には成功体験の想起にはみられない「損失を取り戻したい」という心理的動機が生じる可能性がある。さらに、失敗プライミング群において愚かさや後悔といった感情が危険投資額を高める主効果として観測されており、実際にブレークイーブンの心理が作動していた可能性は高い。ただし、この効果は全ての参加者に一様に生じるわけではなかった。分析の結果、金融リテラシーが高い参加者ほど危険投資額を抑制しており、この傾向は失敗プライミング群で特に強まっていた。すなわち、金融リテラシーの高い人々では、愚かに感じることや後悔といった感情が危険投資を高める方向に作用するのではなく、交互作用として負の方向に働いていた。これは先行研究で指摘されているように、後悔が将来の失敗防止につながる認知的感情であること（Zeelenberg and Pieters, 2007）に整合する。すなわち、金融知識を持つ者はこうした感情を衝動的なリスク行動ではなく、合理的な教訓として再解釈しやすいと考えられる。以上をまとめると、失敗の想起は平均的に危険投資を高めるブレークイーブンや損失回避を発生させる可能性が示唆される。一方金融リテラシーの高い人においてはその効果が逆転し、抑制的に働く「二層構造」が

存在することが推察される。すなわち、失敗想起がリベンジ的なリスク行動を促す可能性があるのに対し、高いリテラシーと相互に作用する事によって、同じ感情が合理的教訓として作用し、危険投資を回避させると考えられる。

5. 研究の限界と今後の展望

研究の限界として、本実験のプライミング操作後の結果は、被験者の自信度が正規分布を示さず、成功群と失敗群の間に有意な差が認められなかった。この結果は、自信を操作するプライミング効果を十分に引き出せなかったことを示唆している。したがって、本実験におけるプライミング効果は限定的であったと考えられる。加えて、積立投資の主なメリットは、資産の分散（アセット・アロケーション）と購入時期を分ける時間分散の2点にある。本実験は資金配分の機会を一度しか与えていないため、積立投資の理解度が高い被験者の一部が、プライミング操作によらずに投資額を意図的に減らしたと考えられる。

今後の展望として、実験過程に時間分散でのリスク回避を考える被験者を考慮するため投資金額を月又は年ごとに割り振れるような実験デザインに変更するなど、現実の投資環境をより再現した多次元的な実験が考えられる。

本研究の意義は、投資や消費行動におけるリスク選好が、感情や金融リテラシーの高低によって変動する可能性を示唆した点にある。特に金融リテラシーが低い層では、「損失を取り戻したい」という気持ちが働く事で、リスク管理が不十分になる可能性がある。そのため、単に失敗の反省だけでなく、金融知識の適切なインプットと資産管理の設計を行うことが、今後の金融教育の再構築に貢献しうると考える。

6. 引用文献

- Kawamura, Mori, Motonishi and Ogawa, 2021. Is Financial Literacy Dangerous? Financial Literacy, Behavioral Factors, and Financial Choices of Households. *Journal of the Japanese and International Economies*, 60, 101131.
- Thaler, R.H. and E.J. Johnson, 1990. Gambling with the house money and trying to break even: The effects of prior outcomes on risky choice. *Management Science* 36, 643–660.
- Walters, D. J. and P. M. Fernbach, 2021. Investor memory of past performance is positively biased and predicts overconfidence. *Proceedings of the National Academy of Sciences*, 118, e2026680118.
- Zeelenberg, M. and R. Pieters, 2007. A theory of regret regulation 1.0. *Journal of Consumer Psychology* 17, 3–18.