

**科学研究費助成事業 研究成果報告書**

平成 28 年 9 月 28 日現在

機関番号：14501

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2013～2015

課題番号：25380396

研究課題名(和文) 外国為替証拠金取引と気質効果

研究課題名(英文) FX Margin Trading and Disposition Effect

研究代表者

岩壺 健太郎 (Iwatsubo, Kentaro)

神戸大学・経済学研究科(研究院)・教授

研究者番号：90372466

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,600,000円

研究成果の概要(和文)：FX証拠金取引にはロスカット規制があり、一定比率以上の含み損を抱えた投資家に対して業者が自動的に反対売買を行う。その目的は投資家の損失を抑制し、業者の財務リスクを軽減するためであるが、投資の自由を制約するものであると反対する声も聞かれる。ロスカット規制の効果を検証した結果、一時的ではなく平時から気質効果が高い投資家がロスカットされる確率が高いこと、ロスカット後に気質効果が弱まることが明らかになった。これらの結果はロスカット制度が自発的に損切り出来ない投資家を対象として機能していることに加えて、ロスカットされた投資家にディシプリンを与えていることを示唆している。

研究成果の概要(英文)：In Japan, FX trading is controlled by loss-cut rules. FX trading brokers are supposed to compulsorily execute offsetting transactions when total unrealized losses arising from a customer's investments exceed a predetermined ratio. This operation is intended to curb investors' losses and reduce firms' financial risks. By contrast, some people are opposed to this operation because it restricts the freedom of investment. This paper assesses the effectiveness of loss-cut rules. The results reveal that a high probability of invocation of the loss-cut rules is found in investors who habitually, not temporarily, have a strong tendency toward the disposition effect, and that such a tendency is diminished after experiencing a compulsory loss-cut. These findings suggest that the compulsory loss-cut system works effectively for investors who are unable to put a stop-loss strategy in action at their own initiative and that this system disciplines investors whose loss has been compulsorily cut.

研究分野：ファイナンス

キーワード：気質効果 FX証拠金取引 リスクテイク

### 1. 研究開始当初の背景

早めの損切りが出来ずに含み損を膨らませる一方で、利益は早めに確定するという個人投資家の非対称な投資行動は「気質効果」と呼ばれ、多くの市場で普遍的に見られる現象である。しかし、その原因については未だ解明されていない。近年、日本の個人投資家による外国為替証拠金取引(FX)の取引高は円対外貨取引高の3割を占め、市場でのプレゼンスが高まっている。外国為替市場での取引についてはデータの制約により、気質効果の存在すら未だ検証されていない。そこで、本研究ではFX業者の自主規制団体である金融先物取引業協会の協力によって得られた日本のFX投資家の取引データ(個票データ)を用いて、彼らの投資行動を分析し、行動ファイナンスの代表的パズルの解明を試みる。

### 2. 研究の目的

本研究は、日本のFX投資家の投資行動を分析対象として、気質効果の原因解明を試みる。個人投資家のリスク選好の代理変数として用いるレバレッジ比率、投資頻度などの投資戦略、過去の収益性、市場の不確実性などの変数と気質効果の関係を分析する。また、証拠金の減少に対してFX業者が行うロスカットが、気質効果の度合いの高い投資家の損失の増加を食い止めているのか、ロスカットと収益性の関係について検討する。

### 3. 研究の方法

本研究は、3つの段階に大別される。第1段階では、日本のFX個人投資家の取引データを整理し、平均的な個人投資家がどのような投資戦略を採っており、どのくらい収益を上げているのかを計測する。次に、投資戦略(投資頻度、投資額、レバレッジ比率、順張りか逆張りか)と収益性の関係を調べる。第2段階では、気質効果の存在を確認し、損失回避がその大きな原因なのかを取引データを用いて実証する。先の分析で明らかになった様々な投資戦略の特徴を考慮して検討する。第3段階では、FX業者が行うロスカットが、気質効果の度合いの高い投資家の損失の増加の減少を食い止めているのか、ロスカットと収益性の関係について検討する。

### 4. 研究成果

(1)まず、FX投資家に気質効果が見られるかを Grinblatt and Keloharju(2001)と同様に Logit モデルを用いて分析したところ、含み益があるときに利益を確定する一方で、含み損があるときには建玉を解消しないことが明らかになった。つまり、投資家に気質効果があることが見てとれる。

次に、どのような特徴をもつ投資家に気質効果が顕著にみられるかを調べたところ、ロスカット経験者は含み益があるときも含み損があるときも、建玉を解消する傾向が低

いこと、リスクテイクしている投資家は含み益があるときも含み損があるときも、建玉を解消する傾向が低いこと、投資家の日々の収益性と気質効果には強い関係が見られないことが発見された。

(2)FX証拠金取引にはロスカット規制があり、一定比率以上の含み損を抱えた投資家に対して業者が自動的に反対売買を行う。その目的は投資家の損失を抑制し、業者の財務リスクを軽減するためであるが、投資の自由を制約するものであると反対する声も聞かれる。ロスカット規制の効果を検証した結果、一時的ではなく平時から気質効果が高い投資家がロスカットされる確率が高いこと、ロスカット後に気質効果が弱まること、リスクテイクの度合いよりも気質効果の方がロスカット確率には重要であることが明らかになった。

気質効果がロスカット経験者に顕著に見られる持続的な心理バイアスであるならば、ロスカット制度は保護すべき投資家を保護していることになる。同時に、ロスカット後の気質効果の改善はそのような投資家に対してディシプリンを与えていることが明らかになった。これらの実証結果を総合すると、ロスカット規制は投資家保護として有効に機能していると結論付けられる。

### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計 9 件)

岩壺健太郎、気質効果とロスカット規制 - 口座別 FX 取引データを用いた分析、証券アナリストジャーナル、査読有、Vol. 54, No. 4, Apr. 2016, 35-43.

岩壺健太郎、量的質的金融緩和と国債市場の流動性、先物・オプションレポート、査読なし、大阪取引所、2016.

岩壺健太郎、小笠原悟、International Portfolio Flows in the Post-global Financial Crisis Period, *Japanese Journal of Monetary and Financial Economics*, 査読有、Vol.4, No.1, 2016, 18-37.

岩壺健太郎、徐涛、商品先物市場の価格発見、国民経済雑誌、査読なし、第 212 巻、2 号、2015、15-24.

岩壺健太郎、Ian W. Marsh, Order Flows, Fundamentals and Exchange Rates, *International Journal of Finance and Economics*, 査読有、Vol.19, 2014, 251-266.

岩壺健太郎、投資主体別パフォーマンスと投資信託、信託研究奨励金論集、信託協会、査

読なし、Vol.35、2014.

岩壺健太郎、金先物市場における夜間立会時間延長の効果、先物・オプションレポート、査読なし、大阪取引所、2014.

岩壺健太郎、川西諭、The Information Improving Channel of Exchange Rate Intervention: How Do Official Announcements Work? *Journal of Financial Studies*, 査読有、Vol.22, No.2, 2014, 27-64.

岩壺健太郎、小笠原悟、世界金融危機と国際資本フローの変化、国民経済雑誌、査読なし、Vol.208、No.3、2013、87-103.

〔学会発表〕(計 23 件)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2016.6.27、Asian Finance Association、バンコク(タイ).

岩壺健太郎、FX 証拠金取引のロスカット規制 - 気質効果とリスクテイク -、2016.5.22、日本ファイナンス学会、横浜国立大学(神奈川県)

岩壺健太郎、FX 証拠金取引のロスカット規制 - 気質効果とリスクテイク -、2016. 5.14、日本金融学会、武蔵大学(東京都)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2016.3.4、ファイナンスワークショップ、日本銀行(東京都)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.12.20、The 11th International Conference on Asian Financial Markets and Economic Development、長崎大学(長崎県)

岩壺健太郎、FX 証拠金取引のロスカット規制 - 気質効果とリスクテイク -、2015.11.29、行動経済学会、近畿大学(大阪府)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.10.23、日本金融学会、東北大学(宮城県)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.10.10、日本経済学会、上智大学(東京都)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.10.4、経営財務研究学会、九州大学(福岡県)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.9.23、International Conference on New Thinking and Economic Theory and Policy、明治大学(東京都)

岩壺健太郎、FX 証拠金取引のロスカット規制 - 気質効果とリスクテイク -、2015.7.25、MEW、龍谷大学(京都府)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.6.6、日本ファイナンス学会、東京大学(東京都)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.3.19、セミナー、Hawaii University(米国・ハワイ州)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2015.2.20、ワークショップ、大阪大学金融・保険センター(大阪府)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2014.11.13、セミナー、日本銀行金融研究所(東京都)

岩壺健太郎、国債市場の流動性と金融政策、2014.10.25、MEW、関西学院大学(兵庫県)

岩壺健太郎、中国と東南アジアにおける邦銀の事業展開：現状と課題、2014.10.18、日本金融学会、山口大学(山口県)

岩壺健太郎、商品先物市場の流動性と効率性 - 夜間立会時間延長の効果 -、2014.5. 31、日本ファイナンス学会、中央大学(東京都)

岩壺健太郎、商品先物市場の流動性と効率性 - 夜間立会時間延長の効果 -、2014.5.24、日本金融学会、慶応大学(東京都)

岩壺健太郎、商品先物市場の流動性と効率性 - 夜間立会時間延長の効果 -、2013.11.17、横浜国立大学・南山大学共同ファイナンス・ワークショップ、横浜国立大学(神奈川県)

岩壺健太郎、商品先物市場の流動性と効率性 - 夜間立会時間延長の効果 -、2013.7.30、経営研究会、大阪大学(大阪府)

岩壺健太郎、商品先物市場の流動性と効率性 - 夜間立会時間延長の効果 -、2013.7.20、金融研究会、神戸大学(兵庫県)

岩壺健太郎、商品先物市場の流動性と効率性 - 夜間立会時間延長の効果 -、2013.5.24、コモディティ研究会、東京商品取引所(東京都)

〔図書〕(計 3 件)

岩壺健太郎・茶野努・山岡博士・吉田靖、中央経済社、コモディティ市場のマイクロストラクチャー、2016、199 ページ。

岩壺健太郎、アジア太平洋研究所、関西経済  
白書、2014年、第2章第3節、2014、50-54.

岩壺健太郎、勁草書房、コモディティ市場と  
投資戦略、2014年、9章、210-230.

〔その他〕

ホームページ等

<http://www.econ.kobe-u.ac.jp/faculty/fields/finance/iwatsubo.html>

岩壺健太郎、FX証拠金取引におけるロスカット  
規制 - 気質効果とリスクテイク - 、会報、  
一般社団法人金融先物取引業協会、2016、  
No.107 .

岩壺健太郎、分散投資の勧め、国民経済雑誌  
別冊 経済学・経営学学習のために、2015.

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

岩壺 健太郎

( IWATSUBO KENTARO )

神戸大学・経済学研究科 教授

研究者番号： 90372466