

Discussion Paper Series

RIEB

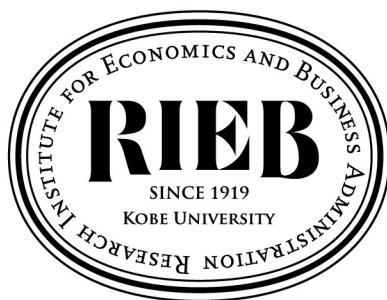
Kobe University

DP2017-J15

FX投資における個人投資家の保護の論点

家森 信善

2017 年 12 月 4 日



神戸大学 経済経営研究所

〒657-8501 神戸市灘区六甲台町 2-1

FX 投資における個人投資家の保護の論点

神戸大学経済経営研究所教授 家森信善

要旨

『日本経済新聞』（2017 年 9 月 28 日朝刊）によると、外国為替証拠金取引（FX）について、証拠金倍率を現行の 25 倍から 10 倍に引き下げる検討が金融庁において行われている。「変動率がどんなに大きくなっても元本がなくならないようにする方針」が本当だとすると、過剰な規制であり、メリットよりもデメリットの方が大きいと考えられる。様々な論点を検討すべきであるが、本稿では、FX 投資における個人投資家の保護の観点から考察する。

キーワード：外国為替証拠金取引、レバレッジ、投資家保護、投資家教育、規制

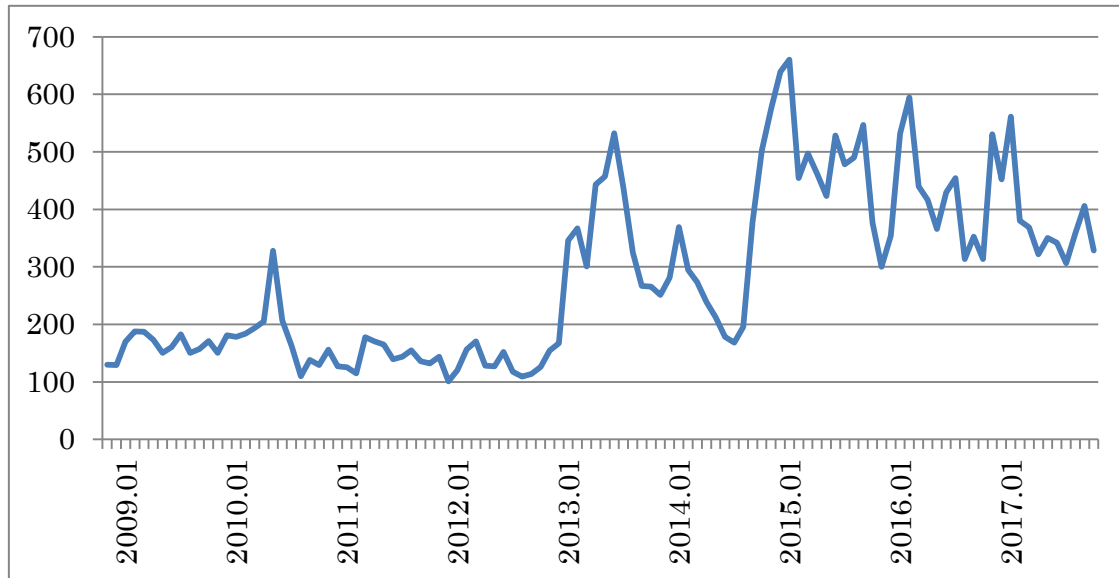
1. はじめに

外国為替証拠金取引（FX）は、全体に縮み傾向にあった日本の金融界では例外的に成長してきた金融取引である。

図表 1 は、金融先物取引業協会の HP から統計を入手できた 2008 年 12 月以降の店頭外国為替証拠金取引の取引金額の月次の推移を示している。2012 年まではおよそ月間 100～200 兆円の取引が行われていた。2013 年のアベノミクスの開始と共に急激に取引が盛り上がり、2013 年 6 月には月間 532 兆円の大きな取引が行われた。その後、2014 年にかけて取引金額は減少していき、2014 年 7 月には 168 兆円となった。そこから急拡大し、2015 年 1 月には 660 兆円という最高値を記録した。それ以降は、300 兆円から 600 兆円の高い水準で変動しながら推移している。

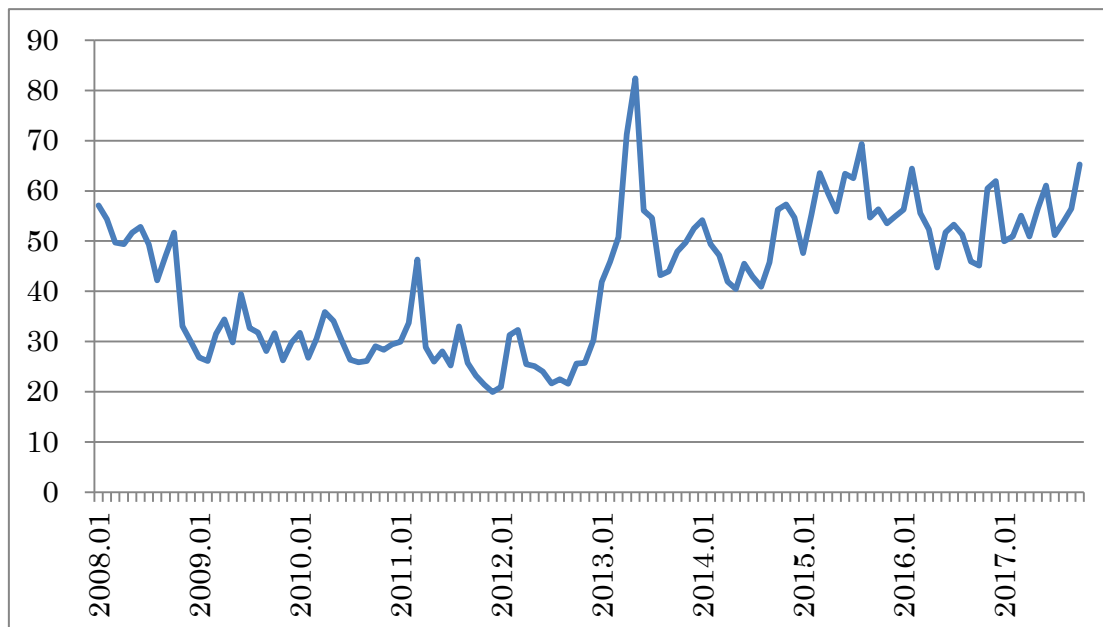
参考に、図表 2 には、同じ時期の東京証券取引所第 1 部の売買代金の推移を示している。2009 年から 2012 年の期間では月間 30 兆円前後の低い水準にあったが、アベノミクスの始まりとともに取引は活況となり、最近では 50～60 兆円の水準で推移している。しかしながら、FX 市場の 300～600 兆円の 10 分の 1 程度の売買代金である。FX 取引の規模の大きさがよくわかる。

図表 1 店頭外国為替証拠金取引金額の推移（月次）（単位 兆円）



（出所）金融先物取引業協会 HP。

図表 2 東京証券取引所第 1 部の売買代金（月次）（単位 兆円）



（出所）東京証券取引所 HP。

2. 外国為替証拠金取引（FX）の証拠金倍率の引き下げ検討

『日本経済新聞』の2017年9月28日朝刊に、「FX倍率、上限下げへ、現行25倍→10倍に、金融庁検討、来年にも」といった記事が掲載された。

その記事によると、「（金融庁は）外国為替相場が急変動した際、個人投資家や金融機関が想定を超える損失を抱えるリスクが高まっていると判断し」、「規制見直しで日本発の市場混乱を防ぐ」ために、「外国為替証拠金取引（FX）の証拠金倍率（レバレッジ）を引き下げる検討に入った」。「金融庁は過去の為替相場から、変動率がどんなに大きくなっても元本がなくならないようにする方針」（波線は引用者）で、具体的な証拠金倍率としては、「現行の最大25倍から10倍程度に下げる案が有力」と報道された。

たしかに、為替レートの変動によって元本（証拠金）を超えるような損失が発生する可能性は、倍率が高い方が大きくなる。25倍なら4%の下落が発生すれば、投資家は元本を超えるような損失を被ることになるが、10倍なら10%の下落まで大丈夫ということになる¹。

しかし、現時点では、規制強化によって得られるメリットよりもデメリットの方が多いと思われ、このような措置が必要性の高いものとは筆者は思わない。デメリットについては、外国為替市場への悪影響や、FX市場の成長への阻害などの様々な論点があるが、ここでは個人投資家保護との関連に議論を絞って、次節以降で検討をしたい²。

3. どのような投資家が参加しているのか

まず、第1に、金融取引は原則として自由に行われるべきだという原則論である。不適切な勧誘などに対する規制は必要であるが、FX取引には厳しい勧誘規制がすでに実施されており、自ら望んで参加しているオンライン投資家がほとんどである。かつて商品先物取引での追証が問題になったのは、不適切な勧誘が行われて、理解不足のままリスクの大きな取引を行った人がいたためであり、今のFX投資家とは事情が大きく異なっている³。

図表3、図表4、図表5、図表6には、特定非営利活動法人証券・金融商品あっせん相談センター（FINMAC）が公表しているFX業者に関する紛争解決等業務の実施状況を示

¹ これまでも倍率の規制は強化されてきた。すなわち、2010年8月1日より上限50倍に、そして、2011年8月1日以降は上限25倍に引き下げられ、現在に至っている。

² 内田(2017)などでも、倍率の引き下げの影響について議論されている。

³ 金融先物取引業協会の「会員の処分」の記録を見ると、不適切な勧誘が皆無ではないことがわかる。そうだからと言って、不適切勧誘による投資家がいることを前提に倍率の規制を強化する必要はない。事後的な処分による牽制や、検査・監督による予防的な牽制によって不適切勧誘の発生を防ぐことが先決であろう。

している。これを見ると、深刻な問題となったことを背景とする「あっせん」にまで至っている事例は1年に1件程度である。相談件数は100件から300件程度で推移しているが、相談の内容には様々なものがあることに加えて、月間300～600兆円近い外国為替証拠金取引が行われていることも踏まえると、全業者での発生状況と比較して決して大きな値とはなっていない。

とくに、後述するように、2015年には為替相場の急落によって大きな「元本割れ」が発生したことが知られているが、2015年の「苦情」などの水準は確かに2014年より3倍増となっているが、件数そのものは50件未満であり、比較的落ち着いていると言える。つまり、多くの投資家がFX市場のルールを理解して取引をしていることがうかがえる。

実際、金融先物取引業協会が実施したWebアンケート調査（2017年2月実施 回答数2000人）によると（図表7）、外国為替証拠金取引の取引経験のある人は6.8%にとどまり、株式投資家の34.9%と比べて非常に少なく、限られた人が市場に参加して、活発に取引をしていることがわかる⁴。

図表8は、外国為替証拠金取引の理解度を尋ねた質問への回答結果である。「よく知っており十分に理解している」との回答が10.8%、「知っているが十分には理解していない」が22.5%であった。FX投資を行っている人が6.8%であったことからすると、FX投資家は一定の知識を持って投資していると判断できそうである。

図表3 「あっせん」の新規申立件数

(単位：件、%)

		証券会社	登録金融機関	FX業者	証券仲介業者	その他	合計
28年度	件数	138	4	2	0	8	152
	構成比	90.8	2.6	1.3	0	5.3	100
27年度	件数	129	7	0	0	4	140
	構成比	92.1	5.0	0	0	2.9	100

(注)「その他」は、FX業務、有価証券関連業務等を営むその他事業者

(出所) 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター (FINMAC)「平成28年度 紛争解決等業務の実施状況について」(公表日不明)。

⁴ なお、年齢や性別で見ると、30代男性(21.3%)、40代男性(15.2%)で投資経験が高い。残りは、20代男性(10.4%)を除くとほとんどが5%以下の比率となっている。中年の男性投資家が多いという特徴がある。

図表 4 苦情の新規受付件数

(単位：件、%)

		証券会社	登録金融機関	FX業者	証券仲介業者	その他	合 計
28年度	件 数	1,092	48	27	2	57	1,226
	構成比	89.1	3.9	2.2	0.2	4.6	100
27年度	件 数	1,234	56	44	0	40	1,374
	構成比	89.8	4.1	3.2	0	2.9	100

(注)「その他」は、FX業務、有価証券関連業務等を営むその他事業者

(出所) 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター (FINMAC)「平成28年度 紛争解決等業務の実施状況について」(公表日不明)。

図表 5 相談の受付件数

(単位：件、%)

		証券会社	登録金融機関	FX業者	証券仲介業者	その他	合 計
28年度	件 数	5,078	533	148	14	963	6,736
	構成比	75.4	7.9	2.2	0.2	14.3	100
27年度	件 数	5,947	524	193	13	939	7,616
	構成比	78.1	6.9	2.5	0.2	12.3	100

(注)「その他」は、投資助言会社、FX業務等を営むその他事業者。金融商品取引業登録失効業者も含む。

(注)) 相談には、問合せ、意見・要望のほか、対処方法に関する相談、口座名義人以外の者(親族、知人、消費生活センター等)からの相談、当センターの対象でない事項に関するものが含まれている。

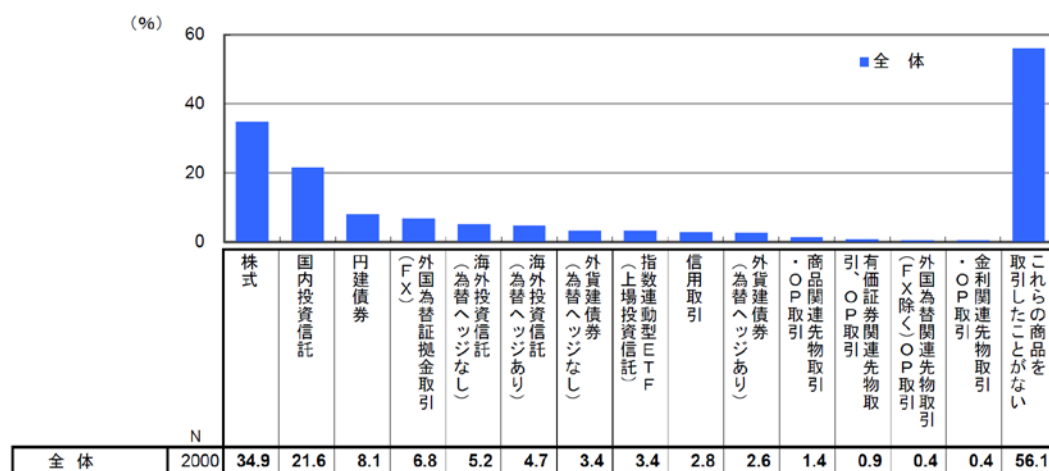
(出所) 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター (FINMAC)「平成28年度 紛争解決等業務の実施状況について」(公表日不明)。

図表 6 あっせん、苦情、相談の受付件数の推移

年度	あっせん	苦情	相談	
	FX 業者	FX 業者	FX 業者	全業者
2009	1	12	100	1659
2010	4	45	277	7017
2011	1	40	202	6626
2012	0	43	127	6136
2013	1	28	153	7406
2014	1	16	200	9065
2015	0	44	193	7616
2016	2	27	148	6736

(出所) 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター (FINMAC)「紛争解決等業務の実施状況について」の各年度版。

図表 7 投資家の取引経験のある金融商品



(出所) 金融先物取引業協会「金融先物取引に関する個人投資家の意識調査 ～調査結果報告書～」 2017年4月

http://www.ffaj.or.jp/performance/data/report_20170915/20170915_result.pdf

図表 8 一般投資家の外国為替証拠金取引の理解度

	N	よく知っており 十分に理解している	知っているが十分 には理解していない	名前を聞いたこと がある程度	知らない
全 体	2000	10.8	22.5	47.5	19.2

(出所) 金融先物取引業協会「金融先物取引に関する個人投資家の意識調査 ～調査結果報告書～」 2017 年 4 月

http://www.ffaj.or.jp/performance/data/report_20170915/20170915_result.pdf

4. 規制強化が個人投資家の保護になるのか

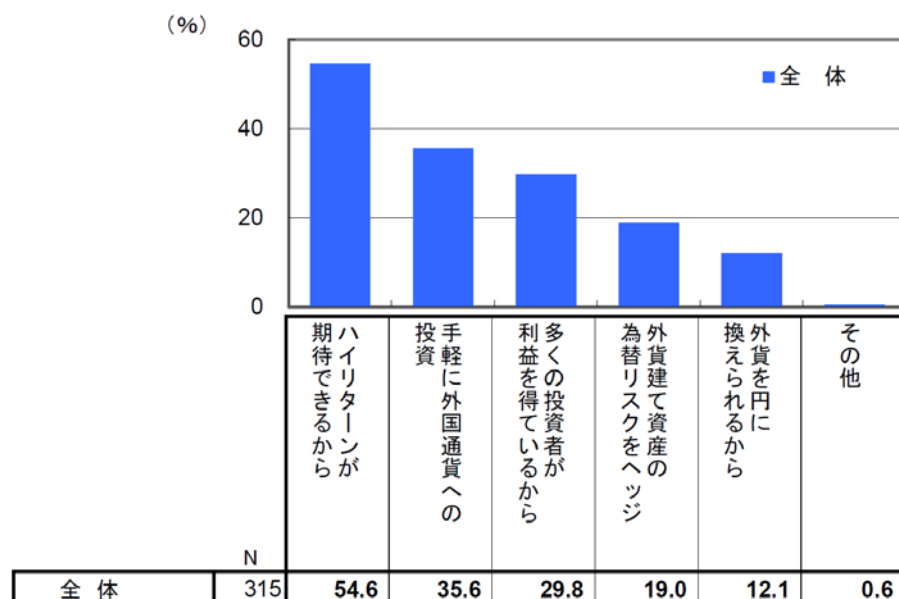
投資家の「保護」には、「利益を出すチャンスやリスクヘッジの手段を奪わない」ということも含まれるべきである。証拠金倍率を引き下げた場合、たとえば、別に外貨建ての資産を保有している個人が、為替リスクをヘッジするのに FX 取引を効率的に使えなくしてしまうことになりかねない。

図表 9 は、先の調査で、外国為替証拠金取引を今後行いたいという人にその理由を聞いたものである。「ハイリターンが期待できるから」という理由が 54.6%と最も高いが、「外貨建て為替資産の為替リスクをヘッジ」が 19.0%あり、一定の比率でヘッジのニーズがあることもわかる。また、逆に、外国為替証拠金取引を今後行いたくないという人にその理由を聞いたところ、「リスクが高いから」が 50.0%と最も多く、リスクをとりたくない人は外国為替証拠金取引を行っておらず、きちんと理解がされているようである。

前述した投資家アンケートによると、(FX に限らず一般的に) 金融商品を選ぶときの重視する点として、「元本が安全なこと」をあげる人が 52.1%あり、こういう人を FX 投資に勧誘するのは適合性の観点から望ましくない(図表 10)。しかし、「値上がり期待できること」をあげる人も 42.8%おり、すべての消費者がリスクは全くとりたくないと言っているわけではない。こうしたリスクをとってリターンを求めるといふ投資家の自由は最大限尊重されるべきであろう。

投資家を真に保護するためには、時間はかかるが、投資家教育を進めて、自ら必要な取引と不適切な取引を判断できるようになることを目指すべきであろう。

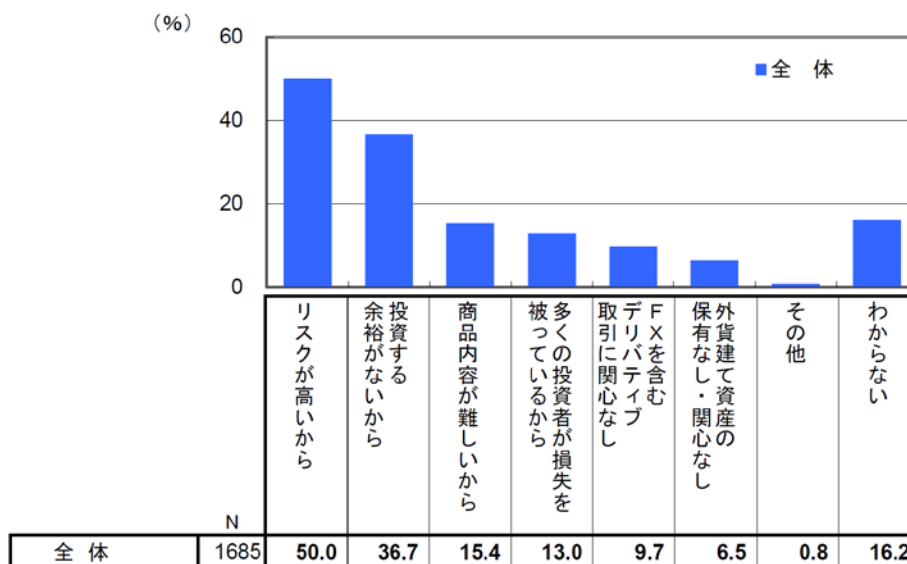
図表 9 外国為替証拠金取引（F X）を今後行いたい理由



（出所）金融先物取引業協会「金融先物取引に関する個人投資家の意識調査 ～調査結果報告書～」 2017 年 4 月

http://www.ffaj.or.jp/performance/data/report_20170915/20170915_result.pdf

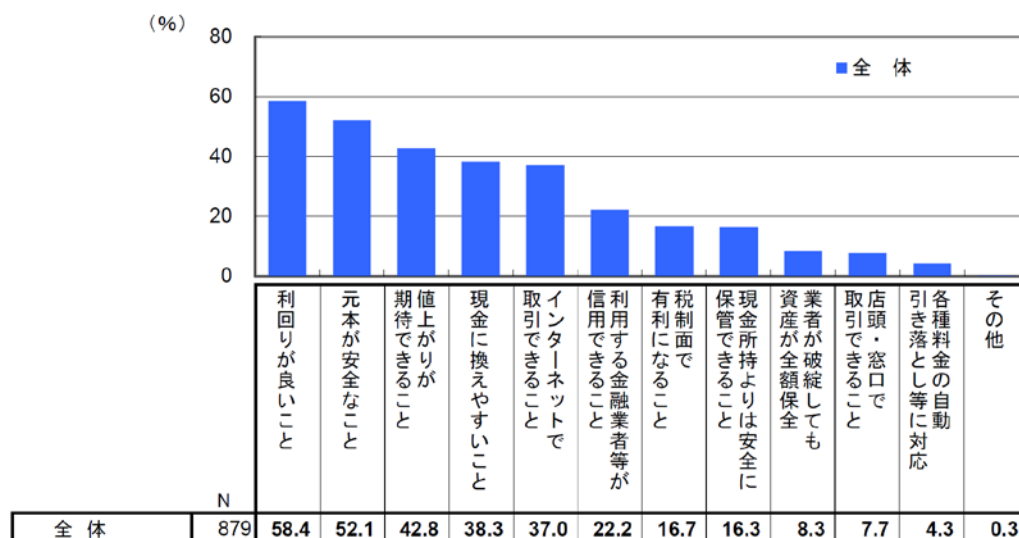
図表 10 外国為替証拠金取引（F X）取引を行いたくない理由（複数回答）



（出所）金融先物取引業協会「金融先物取引に関する個人投資家の意識調査 ～調査結果報告書～」 2017 年 4 月

http://www.ffaj.or.jp/performance/data/report_20170915/20170915_result.pdf

図表 11 金融商品選択時の重視点（複数回答）



（出所）金融先物取引業協会「金融先物取引に関する個人投資家の意識調査 ～調査結果報告書～」 2017 年 4 月

http://www.ffaj.or.jp/performance/data/report_20170915/20170915_result.pdf

5. 証拠金倍率の引き下げによる効果

本稿での第3の論点が、25 倍の倍率がどの程度の確率で元本をマイナスにするのかという観点である。外国為替市場は厚みのある市場であり、一般的に言えば、反対売買がいつでもできる。したがって、現在、一定の証拠金率を割り込めば強制ロスカット取引が発動されるようになっており、例外的な状況を除けば、証拠金がマイナスになる事態は起こらない。

しかしながら、現実には、例外的な状況が発生し、証拠金がマイナスになる事例が時々、生じている。特に大きな規模になったものとして、2015 年 1 月のスイスフランと 2015 年 8 月の南アフリカランドおよび米ドルに係るものがよく知られている。

2015 年 1 月 15 日にスイスフランの急騰によって、「一瞬で 30%も急騰したため、流動性が乏しく、売買が成立しなかったため」「ロスカットを発動できなかった⁵」。このために、英国拠点の外国証拠金取引業者アリパリが経営破綻し、金融庁が同社の日本法人アリパリジャパンに対して国内保有命令を出すなどの対応がとられた⁶。また、米大手個人向け外国

⁵ 『日本経済新聞』（2015 年 1 月 22 日 夕刊）。

⁶ 『日本経済新聞』（2015 年 1 月 17 日 朝刊）。

為替証拠金取引業者のFXCMは2億2500万ドル（約260億円）の損失が同社の負担になるとの思惑が広がり、米証券会社ジェフリーズを傘下に持つ米複合企業のルーカディア・ナショナルから、3億ドルの資金支援を受けると発表した⁷。

日本国内でも、金融商品先物業協会の調べ（図表 12）によると、ロスカット等未収金（個人）が1137件、19.5億円発生した。ただ、幸い、30%もの変動にもかかわらず、「日本ではFX会社が大きなダメージを受けなかった。」その理由として、「1つはフランの持ち高がある個人投資家が少なかったこと。もう1つは日本では手元資金を上回る取引をするレバレッジが2.5倍に制限されているため、損失が大規模にならなかったこと」が指摘されている⁸。

2015年8月24日の早朝に南アフリカランド/円、夜間に米ドル/円等の相場の急変動が発生した。すなわち、24日朝に、数分で南アフリカの通貨ランドが対円で5%以上も下落し、同日のニューヨーク外国為替市場では円相場がわずか2分間で3円も急騰した。金融商品先物業協会の調べ（図表 13）によると、2015年8月24日には、4872口座（個人）、8.28億円の未収金が発生している。ただ、主要取引通貨である米ドルでの大きな変動が発生した割には、それほど大きな未収金は発生していない。これは、逆に言えば、米ドル市場ではストップロスが有効に機能したのであろう。

一般的に、強制ロスカットがうまく機能しない理由としては、価格の変動が非常に大きい場合、反対売買の難しい厚みの乏しい通貨である場合、週末の間に大きな事件が起きて週末の終値から乖離した値で週明けの取引が始まる場合などが考えられる。2015年の2つの事例は、取引通貨の市場の厚みの乏しさが未収金の発生につながりやすいことを示唆している^{9,10}。

そうすると、規制はなるべく最小限にすべきであるとの立場に立つ限り、一律の倍率の

⁷ 『日本経済新聞』（2015年1月17日 夕刊）

⁸ 『日本経済新聞』（2015年1月22日 夕刊）。

⁹ 公開されている情報では十分に把握できないが、FX会社によって未収金の発生状況にバラツキがあるようである。ロスカット取引がより一層適時にできる態勢を整えることがFX会社に求められるのは当然である。ただし、この問題に一律に倍率を下げる形で対応するよりも、未収金の発生状況を詳細に公開させるなどによりFX会社の態勢整備を市場の力によって促すべきであろう。

¹⁰ 本稿執筆時点で、金融先物取引業協会のHPに掲載されている未収金の時系列データ（2016年11月～2017年10月）によると、アメリカの大統領選挙でトランプ候補がクリントン候補に勝利した2016年11月にドルの為替相場は大きく変動したが、同月の未収金の発生は24口座（個人）、174万円、とごくわずかであった。その後ほとんど未収金は発生していなかったが、2017年10月に241口座、2472万円とややまとまった件数・額となっている。

引き下げを行う必要はなく、仮に引き下げる必要があるとしても、通貨ごとにその変動性や市場の厚みを考えて倍率の値を判断することが適切であろう。また、現在の 25 倍の倍率規制によって、主要通貨については大きな問題が生じていないことにも十分に留意しておくべきである。

より根本的に言えば、証拠金を割り込んだとしても、全資産のごく一部を証拠金として
いる投資家なら、生活に破滅的な支障が生じるわけではない。もし本当に投資家を破綻から完全に保護するなら、証拠金倍率ではなく、保有金融資産・負債や年収との対比で考える必要がある。その意味でも、証拠金倍率にフォーカスした規制は目的に対して実効的ではないと考えられる¹¹。

図表 12 2015 年 1 月 15 日 スイスフランの相場変動に係るロスカット等未収金発生状況

顧客区分	発生件数 (件)	発生金額 (百万円)
個 人	1,137	1,948
法 人	92	1,440
合 計	1,229	3,388

(注) 発生金額は単位未満切り捨て

図表 13 2015 年 8 月 24 日 為替相場変動に係るロスカット等未収金発生状況

顧客区分	発生件数 (件)	発生金額 (百万円)
個 人	4,820	828
法 人	179	91
合 計	4,999	919

(注 1) 発生金額は単位未満切り捨て、日付は営業日ベース (8 月 24 日早朝 6 時頃から 25 日早朝 6 時頃まで)

(注 2) 早朝に南アフリカランド/円、夜間に米ドル/円等の相場変動により未収金が発生
(出所) 金融先物取引業協会「モニタリング関連資料」
<http://www.ffaj.or.jp/monitoring/index.html>

¹¹ 為替相場の変動によって国内の投資家が破綻しないことを政策目標にするのなら、国内の投資家が海外での FX 取引をすることを禁止する必要があるであろうが、そうした規制は現実的ではない。

6. むすび

前述した『日本経済新聞』の記事にあるように、「変動率がどんなに大きくなっても元本がなくならないようにする」のなら、レバレッジは一切認めないということになってしまふ。そんな極端な政策を金融庁が考えるとは思えないし、実際、2017 年 11 月に公表された『平成 29 事務年度 金融行政方針』では、「FX 業者については、外国為替相場の急変等を見据えた為替リスク管理の向上等につき、継続的に対策を講じる必要がある。」とされ、「カバー取引先の分散や顧客の取引限度額の見直し等が取り組むべき課題」(波線は引用者)とされているだけで、レバレッジの規制については特に述べられていない¹²。

『金融行政方針』を読む限り、上記の新聞記事のような話が金融行政において真剣に検討されているようには思えないが、ストレステストの内容の検証結果などの詳細や評価についてわからないところがあり、FX に関する金融行政の今後の進展について注意深く見ていく必要があるだろう。

<参考文献>

内田 まさみ 「FX 倍率を 10 倍へ引き下げると何が起きるのか 証拠金取引倍率引き下げの影響は大きい」 東洋経済オンライン 2017 年 10 月 14 日
<http://toyokeizai.net/articles/-/192716>

¹² 『金融行政方針』における「顧客の取引限度額の見直し」を素直に読めば、FX 会社の顧客に対する大口信用供与の問題を指していると理解できる。FX 会社の自己資本比率規制や大口信用規制などの健全性規制の在り方については、別途検討をする必要がある。