

討議資料

(店頭 FX 業者の決済リスクへの対応に関する有識者検討会 第 5 回)

1. 店頭 FX 取引の規制に関する経緯

- 我が国における店頭外国為替証拠金取引（店頭 FX 取引）は、1998 年 4 月に外国為替取引が完全自由化されたことを機に拡大し、店頭 FX 取引市場には、商品先物会社や証券会社のほか、業法による監督を受けない専業会社が数多く参入することとなった。
- その後、市場規模の拡大とともに、店頭 FX 業者の不適切な行為を原因とするトラブル・苦情が増加し、投資家被害が拡大したことから、2005 年 7 月、金融先物取引法の改正により、業者に対する登録の義務付けや財務規制、行為規制等が導入された。
 - ※ 2007 年、金融先物取引法が廃止され、同法を統合した金融商品取引法が、店頭 FX 取引に対する規制の根拠法となった。
- 続いて、店頭 FX 業者による顧客証拠金の流用等の事例が生じたことから、顧客保護、業者のリスク管理、過当投機の防止のため、2009 年に金融商品取引業等に関する内閣府令が改正された。これにより、①顧客から預託を受けた金銭の区分管理方法について、金銭信託への一本化、②ロスカット・ルールの整備及び同ルール遵守の義務付け、③個人の FX 取引についての証拠金規制※が、新たな規制として追加されることとなった。
 - ※ 2010 年 8 月～証拠金率 2%以上（レバレッジ 50 倍以下）
2011 年 8 月～証拠金率 4%以上（レバレッジ 25 倍以下）
- 2017 年 2 月、店頭 FX 業者のリスク管理強化の観点から、金融商品取引業等に関する内閣府令の改正等により、法人の FX 取引について、過去の相場変動により証拠金率が変動する証拠金規制が導入された。

2. リーマン・ショック後の国際的な規制の動向

- 2008年に起こったリーマン・ショック後の国際的な金融危機の反省を踏まえ、2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットの首脳声明では、「(中略)遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭(OTC)デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所または電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきである」とされた。
- 2012年4月、この首脳声明を受けて、国際決済銀行(BIS)及び証券監督者国際機構(IOSCO)は、金融取引の清算や決済を担う金融市場インフラ(FMI)について、その決済リスク管理を強化する観点から、金融市場インフラが準拠すべき原則、いわゆるFMI原則を取りまとめた。当該原則は清算機関に対し、「極端であるが現実には起こり得る市場環境において」「広範な潜在的ストレスシナリオを十分にカバー」するだけの財務資源等を備えるよう求めており、現在、各国の清算機関において当該原則に基づく態勢の整備が進められている。
- 一方、店頭FX取引については、こうした国際的な金融規制の直接の対象にはなっていないことから、外国為替市場や金融システムへの影響を踏まえた上で、現行の決済リスク管理が十分なものとなっているかについて検討する必要があるのではないか。

3. 店頭 FX 取引の外国為替市場及び金融システムに対する影響

(市場規模)

- 店頭 FX 取引の年間取引規模は、レバレッジ規制を導入した 2010 年度の 2,000 兆円程度から 2016 年度は 5,000 兆円程度にまで拡大し、また、建玉残高でも、2010 年度末の 2.9 兆円から、2016 年度末では 5.3 兆円と増加している。
- 店頭 FX 業者は、顧客との取引により生じるリスクを低減させるため金融機関とカバー取引を行っている。店頭 FX 取引規模の増加を受けて、東京外国為替市場においては、同市場のスポット取引額のうち店頭 FX 取引のカバー取引額が 2~3 割程度を占める状況となっており、東京外国為替市場における流動性供給に一定の役割を果たしている。

(決済リスクの店頭 FX 業者全体への波及経路)

- 他方、店頭 FX 業者の決済リスク管理が不十分な状況では、急激な相場変動が起きた場合、未収金や未カバーポジションによる損失の発生により決済不履行に陥るなど、業者の財務が悪化するおそれがある。さらに、店頭 FX 業者においては、大手銀行等から LG (Letter of Guarantee、信用状) の付与を受けてカバー取引を行う例が増加しているところ、一部の業者の財務が悪化した場合に、当該業者の LG に係る銀行与信の縮小が他の業者の LG に係る銀行与信にも波及するなど、店頭 FX 業者全体の信用力の低下を招くこととなれば、カバー取引のコストが上昇し、更に各業者の財務が悪化するという悪循環が生じる可能性がある。
- また、近年大手の店頭 FX 業者においては、プライム・ブローカー (PB) の活用により、カバー取引の管理コストの低減を図ることが一般的となってきた。こうした PB は G-SIFIs (Global Systemically Important Financial Institutions ; グローバルなシステム上重要な金融機関。) であることが多く、高い信用力を背景に、店頭 FX 業者に対する与信枠の範囲内で当該業者と金融機関との間のカバー取引に係る複数の資金決済を集約して引き受けている。仮に限られた PB がカバー取引を独占又は寡占する状態となれば、当該 PB に問題が生じた場合には、店頭 FX 市場全体に大きな影響が出る可能性も考えられる。

(外国為替市場及び金融システムに対する影響)

- 上記のように、店頭 FX 業者全体の信用力の低下と各業者の財務の悪化の悪循環が生じた場合等においては、店頭 FX 市場の収縮によりカバー取引の規模も大幅に減少し、東京外国為替市場の流動性に多大な影響を及ぼすこととなり、市場における安定的な価格形成が阻害されるなど、カバー取引先金融機関だけではなく、他の市場参加者にも影響を及ぼす可能性がある。
- このように、店頭 FX 業者の決済リスク管理を不十分なままにしておけば、急激な相場変動等が生じた場合に、外国為替市場や金融システムにも影響を及ぼし、システミックリスクに繋がる可能性も考えられるのではないかと。

(価格形成に対する影響)

- なお、店頭 FX 取引は、短期的な相場変動と反対方向のポジションをとる「逆張り取引」が多く、基本的には「円売り・外貨買い」であるため、こうした取引特性が急激な相場の変動や円高の進行を抑制する要因として働いているとの指摘もある。
- 他方、円高急進時には強制ロスカット取引の執行により「円買い・外貨売り」取引が瞬間的に急増することにより、短時間に円高方向への急激な値動きを増幅するリスクがあるとの指摘にも留意が必要ではないかと。

4. 店頭 FX 業者の 3 つのリスクと対応状況

○ 店頭 FX 業者は、相場変動等に起因する以下の 3 つのリスクに晒されている。これらのリスクのいずれか又は複数が顕在化すれば、店頭 FX 業者において損失が膨らみ、保有する流動性を超える支払いが生じ、その結果当該業者が決済不履行に陥る可能性がある（店頭 FX 業者の決済リスク）。

(1) 相場変動による未収金（顧客の差入証拠金）の発生リスク

相場変動により顧客に証拠金を超える損失（未収金）が発生するリスク。

(2) カバー取引先の破綻リスク

カバー取引先金融機関が破綻し、当該金融機関とカバー取引を行っていた店頭 FX 業者が、当該カバー取引による利益を回収できない（未カバーポジションと同じ状態になる）リスク及び店頭 FX 業者がカバー取引先に預託した担保金を回収できないリスク。

(3) 未カバーポジションに係るリスク

店頭 FX 業者はそのビジネスモデルに応じて、カバー取引を伴わない未カバーポジションを抱えることがあるが、相場変動により、その自ら保有する未カバーポジションに損失が発生するリスク。

○ 現在、未収金の発生リスクについては、相場変動による想定損失額の 99% 信頼水準をカバーする証拠金の受入れが義務付けられている。

○ また、店頭 FX 業者の 3 つのリスクに関しては、2016 年より自主規制として店頭 FX 業者のストレステストが実施されているが、

- カバー取引先の破綻リスクについて、G-SIFIs に関するリスク量が考慮されていないのではないか。
- 未収金発生リスク及びカバー取引先の破綻リスクについて、建玉残高が少なくなる一日の取引終了時点における建玉残高から算出することで十分か。
- 実施頻度が少ないのではないか。

といった指摘がある。

- さらに、店頭FX業者の決済リスク管理のレベルは様々であり、業者の中には、ストレステストの結果に応じた自己資本の確保等が十分に行われていないところがあるのではないか、との指摘がある。

5. 店頭 FX 業者の決済リスク管理の強化に向けた対応策

- 上記 4 のとおり、店頭 FX 業者は様々なリスクを抱えているが、店頭 FX 業者の決済リスク管理の強化に向けた対応を考えるにあたっては、個々の対応策を適切に組み合わせ、一つのパッケージとして考える必要があるのではないか。
- また、対応策を実行に移していく際には、業界内の実情に詳しい自主規制機関による主体的・機動的な取組みや、各業者による自らのビジネスモデルに沿ったベストプラクティス実現に向けた努力が望まれるが、対応策の実効性を確保するためには、基本的な枠組みについては当局の規制・監督による対応が必要ではないか。

(1) ストレステストを通じた自己資本の拡充

- 自己資本の充実とは、店頭 FX 業者が損失を抱えた場合の手当てとして、3 つのリスクのいずれにも対応可能であり、決済リスク管理を向上させる上で汎用性が高く、優先度の高い対応策と考えられるのではないか。
- 自己資本の充実について、FMI 原則の趣旨に鑑みれば、相場変動に係る未収金の発生リスクにとどまらず、カバー取引先の破綻リスク、未カバーポジションに伴うリスクも含め、「極端であるが現実起こり得る市場環境」を前提として自己資本がどれだけ必要かを測る必要があるのではないか。そのため、厳格かつ適正なストレステストを実施し、その結果を必要となる自己資本に反映させていくことが必要ではないか。
- 具体的には、店頭 FX 業者が既に実施しているストレステストについて、以下の点に沿って厳格化及び適正化を図る必要があるのではないか。

① 顧客未収金の発生リスク

- 現状、建玉残高が少なくなる一日の取引終了時点の建玉残高に基づき算出しているが、取引が最も活発に行われている時点におけるリスクを織り込むため、これを日中最大の建玉残高を勘案して算出する必要があるのではないか。
- 現状、損失額から控除する証拠金額は、業者が顧客から実際に預かっている証拠金額としているが、このうち契約上必要な証拠金額を超える部分は顧客が任意に引き出すことが可能である。このた

め、ストレステストの厳格化の観点から、取引所（清算機関）のストレステストにおける証拠金額の取扱いも参考に、損失額から控除する証拠金額を契約上必要な証拠金額とする必要があるのではないか。これは、各店頭 FX 業者が自主的に契約上の証拠金率を引き上げ、リスク量を引き下げるインセンティブともなるのではないか。

② カバー取引先の破綻リスク

- 現状、建玉残高が少なくなる一日の取引終了時点の建玉残高に基づき算出しているが、顧客未収金の発生リスクと同様、カバー取引が最も活発に行われている時点におけるリスクを織り込んで算出する必要があるのではないか。
- これまでのストレステストにおいては、最大カバー取引先の破綻リスクをみてきたところ、これが G-SIFIs であればリスクをゼロとしてきたが、G-SIFIs のリスクも適正に勘案する必要があるのではないか。
- 前述（3.）のとおり、カバー取引先が特定の PB 等に集中する状態になれば、当該カバー取引先に問題が生じると店頭 FX 市場全体に大きな影響が出る可能性がある。これに関し、清算機関による債務引き受けが行われた取引については、清算機関が十分な財務資源を有していることから、ストレステスト上リスク量をゼロとすることができるのではないか。また、このような取扱いとすることは、リスク削減のため清算機関の活用を促すことにもつながるのではないか。

※ 自己資本規制比率の計算上、G-SIFIs との取引とは異なり、清算機関との取引はリスク量をゼロとすることができる。

※ 現在カバー取引の清算業務を行っている機関はない。

③ ストレステストの実施頻度

- 常時リスクを把握する観点から、現状の年 1 回から毎日とする必要があるのではないか。

- ストレステストの結果、自己資本規制比率が一定の比率を下回る店頭 FX 業者については、現状、基本的に各社の自主的な対応に委ねているが、当局が自己資本の積増し又は契約上の証拠金率の引上げ（レバレッジの引下げ）等を通じたリスク量の削減を求めていく必要があるのではないか。

※ ストレスシナリオについては、各業者がこれまで使ってきたいわゆるエクストリームシナリオをベストプラクティスとして併用することは望ましいと考えられるが、当局による監督上は、FMI 原則と同様、現実には起こり得る市場環境を前提としたヒストリカルシナリオを原則とすることが考えられるのではないかと。

（２）取引データの報告制度の充実

- 店頭 FX 業者と顧客との利益相反関係に基づく不公正取引の防止とともに、決済リスク管理の強化を図る観点から、各業者に対し、日々の取引データ（約定・注文データ及び顧客に提示した価格等。カバー取引を含む。）について、自主規制機関及び当局への報告を義務付けてはどうか。
- すなわち、店頭 FX 取引では、顧客と業者が利益相反関係にあることから取引の公正性・透明性の確保が課題となっており、取引データの報告制度の充実による取引の監視体制の強化は、投資家保護の向上や適正な価格形成につながるものと考えられるのではないかと。
- 加えて、自主規制機関が、平常時・相場変動時を通じて、店頭 FX 業者によるロスカット実施も含めた取引の監視体制を整備することは、自主規制機関による業界全体の決済リスクの把握能力の向上に資すると思われるのではないかと。
- さらに、自主規制機関による監視が強化されれば、監視の対象となる各業者においても、適正なロスカット制度の執行が促されるなど、決済リスク管理体制の強化につながるのではないかと。
- なお、米国においては、店頭 FX 業者の日々の取引データを業者が自主規制機関である全米先物協会に日次で報告することが義務づけられており、同協会では、

- 注文受付時間と取引成立時間の差（約定遅延度合）
- 発注時に顧客に表示された価格と、注文が取引プラットフォームに到達したときの価格の間の相違（スリッページ）がどの程度の頻度で生じるか

等の分析を日次で実施している。こうした取組みも参考に、我が国においても自主規制機関における対応が必要ではないか。

(3) 証拠金率（レバレッジ倍率）について

- リーマン・ショックを踏まえた国際的な議論において、取引所（清算機関）に対しては、「極端であるが現実に起こり得る市場環境」の下で想定される損失をカバーできる財務資源の備えが求められている。仮に主要通貨別に 1985 年以降の最大の相場変動率を前提として、未収金の発生リスクを証拠金のみによってカバーするとすれば、大半の通貨ペアにおいて、レバレッジは現行の 25 倍を下回る水準となる。
- 証拠金率の引上げ（レバレッジ倍率の引下げ）による決済リスクへの対応については、未収金リスクへの確実な備えとして必要であるとする意見や、取引規模を抑えるために必要であるとする意見のほか、投資家保護の観点から肯定的な意見があった。
- 他方、証拠金率の引上げは、店頭 FX 業者が抱える 3 つのリスクのうち、業者の未収金発生（顧客の差入証拠金発生）リスクに備えるものであるが、店頭 FX 業者の決済リスクの管理という観点からみた場合、業者の自己資本が充実し、未収金を吸収できる十分な財務基盤を備えることとなれば、必ずしも現状以上の証拠金規制は必要ないとの意見、また、ボラティリティの異なる様々な通貨に対し一律の証拠金率を設定することは、理論的な裏付けが難しいとの意見もあった。
- したがって、まずはストレステストを通じた自己資本の充実等を通じて、高度なリスク管理体制の構築を確実に進めることとし、その効果を評価した上で、なお証拠金規制を含めた他の方策の採用が必要であると判断された場合には、再度検討することとしてはどうか。

(4) その他の対応策

(未カバーポジションの情報開示)

- 店頭 FX 業者がカバー取引を行うことなく自己で抱える未カバーポジションについては、業者が自ら設定する未カバーポジションの上限額に大きな差がみられ、上限額が 1000 億円を超える水準となっている業者もある。未カバーポジションは、ヘッジされていないエクスポージャーであり、相場が急変動すれば保有する店頭 FX 業者は直接的にその影響を受け、多大な損失を被る可能性もある。店頭 FX 業者の決済リスクへの対応という観点からは、情報開示等が必要ではないか。

(ロスカット監視間隔の短縮)

- ロスカット制度に係る監視間隔については、店頭 FX 業者間で開きがあり、顧客の証拠金維持率が 100% 以下となった場合において、常時監視を含め 1 分以内の間隔で監視を行う者が大半を占める中、自主規制で最低ラインとされている 5 分超 10 分以内の間隔で対応を行っている者もある。ロスカット制度は、相場変動による顧客の損失を証拠金の範囲内に抑える効果があり、店頭 FX 業者の決済リスク管理の上でも有効であると考えられるため、業界全体として、監視間隔の短縮を進めていくべきではないか。

(相場急変時の対応)

- 一部の店頭 FX 業者においては、重大な政治・経済イベント前に、顧客の保有建玉上限の引下げや証拠金率の引上げについて、自主的かつ機動的に対応する措置を既に導入している。こうした措置は、相場の急変によりリスクが高まる可能性が把握できた時点で予めこれを低減するものであり、各業者の決済リスク管理上必要であれば、適切な対応がとられていくべきではないか。

(顧客の損失を限定する規制)

- ドイツ及びフランスでは顧客の預託した証拠金を上回る損失は店頭 FX 業者に転嫁する規制 (Negative Balance Protection) が導入されており、我が国においても導入を検討すべきとの意見があった。他方、この規制については、顧客は証拠金を上回る損失が発生してもそれを負う必要がないことから、顧客が損失の可能性を顧みずにリスクの高い投資を行うこと (モラルハザード) を誘引してしまうといった指摘の他、未収金を負うことを嫌う店頭 FX 業者が恣意的なスプレッドの拡大等によりロスカットを発動させるインセンティブが増してしまうといった指摘もあり、導入についてはなお慎重な検討が必要ではないか。

- その他に検討すべき点はあるか。

(以 上)