

## 外国為替市場における「グローバルな行動規範」の整備

— 外国為替市場の健全な発展と市場機能の強化に向けた取り組み —

金融市場局 松嶋徹郎、大河理沙、井上広隆

Bank of Japan Review

2016年6月

多様な市場参加者が国境を越えた取引を行う外国為替市場では、市場の信頼性をグローバルに向上させていくことが円滑な市場機能にとって重要である。そうした認識のもと、2015年7月、「外国為替市場における単一のグローバルな行動規範（グローバル外為行動規範）」を策定するための BIS 作業部会が設立され、日本銀行を含む各国中央銀行と民間専門家が2017年5月の完成に向けて協働作業を進めている。その第一段階として2016年5月、BIS 作業部会は同行動規範の一部と遵守促進に向けた基本的な考え方を公表した。同行動規範は、不正行為防止に向けた規律付けを強化しつつ、市場参加者の多様性に配慮し、詳細なルールではなく原則を示す内容となっている。日本銀行は、市場参加者が同行動規範をしっかりと理解し遵守していくことが市場の健全な発展と市場機能の強化に資すると考えている。

## はじめに

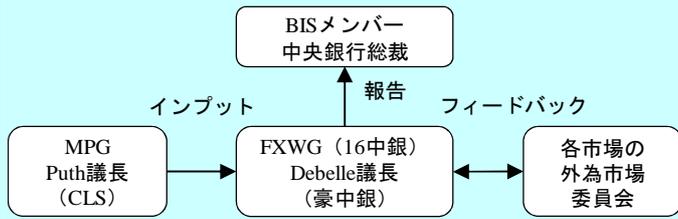
外国為替（以下、外為）市場は、規模が大きく、金融機関のみならず企業や個人投資家など多様な市場参加者が日々取引を行っている。外為市場では相対での取引が主流となっており、その取引形態も多様化している<sup>1</sup>ほか、外為取引に関する規制環境も世界各国で異なっている。こうした市場参加者の多様性や市場構造の複雑性を踏まえると、市場参加者自身が主体的に行動規範（Code of Conduct）を整備・遵守することを通じて、外為市場の信頼性を向上させていくことが、外為市場の健全な発展や市場機能強化にとって重要である。

主要な金融センターでは、これまでも市場参加者が遵守すべき外為取引に関する行動規範がそれぞれに存在していた。しかし、2013年にロンドンなど複数の海外外為市場において、顧客からの注文を受けた銀行による不正行為が相次いで発覚したことを契機に、外為市場における規律付けをグローバルに強化していくことの重要性が改めて認識され、FSB（金融安定理事会）などの国際機関や、民間市場参加者および中央銀行から構成される外為市場委員会（以下、外為市場委）において、さまざまな取り組みが進められてきた<sup>2</sup>。

外為市場の行動規範の国際的調和に向けた第一歩として、2015年3月、主要な金融センターを有する8か国・地域の外為市場委<sup>3</sup>が東京（日本銀行本店）に会し、各市場の行動規範が参照すべき共通のハイレベル原則として「グローバルな序文（Global Preamble）」を採択、外為市場取引にかかる明解、頑健かつ実行可能なベスト・プラクティスの指針を策定・促進していくことにコミットした<sup>4</sup>。

これを踏まえ、2015年7月、BIS（国際決済銀行）メンバー中央銀行の総裁により、「外為市場における単一のグローバルな行動規範（以下、グローバル外為行動規範）」およびその遵守促進策を検討するための作業部会「FXWG（Foreign Exchange Working Group）」が設立された。FXWGは16か国・地域の中央銀行<sup>5</sup>により構成され、日本銀行もメンバーとなっている。FXWGによるグローバル外為行動規範の検討作業では、各国から集まった30名強の民間専門家により構成される「MPG（Market Participants Group）」<sup>6</sup>からの知見を取り入れるほか、各市場の行動規範の策定や運用において重要な役割を担っている各国の外為市場委とも意見交換を行うなど、中央銀行と民間市場参加者が緊密に連携している（図表1）。

【図表1】グローバル外為行動規範検討の枠組み



FXWGの作業は2段階で進められている。第一段階（フェーズ1）として、2016年5月26日、FXWGはグローバル外為行動規範の一部と遵守促進に向けた基本的な考え方を公表した<sup>7</sup>。また、第二段階（フェーズ2）では、2017年5月にグローバル外為行動規範全体の最終版と遵守促進に向けたより詳しいガイドラインの公表が予定されている。

グローバル外為行動規範の策定におけるさまざまな議論の過程では、不正行為を防止する観点から、詳細で厳しいルールを定めることにより規律付けを大幅に強化すべきといった見方のほか、多様な市場参加者の存在に配慮し、市場機能を阻害しないような行動規範をつくることこそが重要であるとの主張もきかれた。そのような議論を経て、2016年5月に公表されたグローバル外為行動規範は、不正行為を防止するための規律付けを強化しつつも、市場参加者の多様性に配慮し、詳細なルールではなく原則を示す内容となっている。

## グローバル外為行動規範の位置づけ

グローバル外為行動規範は、2017年5月に最終版が公表された後、各市場における現行の行動規範に取って代わることが想定されている。

### （目的）

グローバル外為行動規範は、頑健、公正で、流動性が高く、開かれた透明な外為市場——すなわち、多様な市場参加者が、頑健なインフラのもとで、適切な行動基準に従い、市場情報を適切に反映した競争価格で自信を持って取引を行うことのできる市場——の促進を目的としている。

### （法令・規制との関連性）

グローバル外為行動規範は、法令・規制ではなく、各国の法令・規制に優先するものではない。グローバルに望ましいとされる行為や実務を提

示し、市場参加者がそれらを自主的に遵守することを通じて、各国の法令・規制を補完する役割が期待されている。

### （適用対象）

グローバル外為行動規範は、すべての「外為ホールセール市場参加者」に適用される。その定義は、「①通常のビジネスにおいて通貨の売買を活発に行っている、②取引を行うためのインフラを提供している、③外為指標<sup>8</sup>の執行サービスを提供している、のいずれかに該当し、④関係する管轄区（jurisdiction）においてリテール参加者とみなされない個人および組織」とされている。

外為ホールセール市場参加者の例として、金融機関、アセット・マネージャー、企業の財務部門、外為指標執行業者、ブローカー、電子取引プラットフォーム運営業者、HFT<sup>9</sup>、アルゴリズムによる執行を専門に行う業者等が挙げられている。また、中央銀行も、政策運営を阻害しない範囲で、グローバル行動規範の適用対象となっている。

## グローバル外為行動規範の内容

### （原則ベース＜Principle-based＞の行動規範）

グローバル外為行動規範の策定に向けた議論では、その適用対象となる市場参加者の多様性を考慮し、詳細なルールを定めるのではなく原則を示す（principle-based）行動規範が最も効果的であるという考え方が重視された。また、規範的ルールは文言化されていないものは守らないといった行動に繋がりがかねないこともあって、原則を示すことで市場参加者自身が最も有効なアプローチを考え実行していくことが期待されている<sup>10</sup>。日本銀行も原則ベースの行動規範をサポートしており、2016年2月に日本銀行本店で開催したFXWG・MPG共同会合においてもこうした考え方を主張している<sup>11</sup>。

### （6つのハイレベル原則）

グローバル外為行動規範は、①倫理、②ガバナンス、③情報共有、④取引執行、⑤リスク管理とコンプライアンス、⑥コンファメーションと決済の6分野により構成されている（図表2）。

【図表 2】 6つのハイレベル原則

<p><b>①倫理</b></p> <p>✓ 外為市場参加者は、外為市場の公正性や健全性を促進すべく、倫理的かつプロフェッショナルに行動すべき。</p> <p><b>②ガバナンス</b></p> <p>✓ 外為市場参加者は、外為市場での責任ある行動を促進すべく、頑健で明確な方針や手続き、組織体制を構築すべき。</p> <p><b>③情報共有</b></p> <p>✓ 外為市場参加者は、明確かつ正確なコミュニケーションを図るほか、機密情報をしっかりと守るべき。</p> <p><b>④取引執行</b></p> <p>✓ 外為市場参加者は、取引の交渉や執行にあたり特段の注意を払うべき。</p> <p><b>⑤リスク管理とコンプライアンス</b></p> <p>✓ 外為市場参加者は、外為市場で発生し得るリスクを効果的に管理するため、頑健なリスク管理・コンプライアンス環境を整備し、維持すべき。</p> <p><b>⑥コンファメーションと決済</b></p> <p>✓ 外為市場参加者は、堅確・円滑かつタイムリーな決済を促進すべく、頑健・効率的・透明で、リスクを低減できるような取引執行後のプロセスを構築すべき。</p>
--

(注) グローバル外為行動規範(文末脚注7)をもとに著者作成。

このうち、フェーズ1(2016年5月公表分)では、①倫理、③情報共有、④取引執行の一部と⑥コンファメーションと決済がカバーされている。

**(既存の行動規範からの前進)**

グローバル外為行動規範では、主要外為市場の既存の行動規範をベースとしつつ、不正行為の防止に向けて規律付けを強化すべく、民間市場参加者の知見を取り入れながら、特に情報共有や取引執行の分野において実務的に重要な論点が拡充された。また、市場参加者自身にとって使い勝手のよい行動規範となるよう、実務に即した具体例を取り入れるといった工夫がなされている。

**(A) 情報共有**

市場参加者が開示してはならない「機密情報」と開示してもよい「マーケット・カラー(市場情勢に対する見方)」について、実務的な定義が明確化され、顧客とのコミュニケーションのあり方が具体的な内容に沿って記述されている<sup>12</sup>。過去には、海外外為市場で、銀行が顧客のオーダー状況などの「機密情報」を共有し合い、銀行自身の利益となるよう取引に利用するといった不正行為が発生したため、グローバル外為行動規範では、「機密情報」の保護に関する規律付けが強化されている。

**(B) 取引執行**

オーダーの執行形態について、外為市場において伝統的に主流な形態である「プリンシパル(Principal)」と、近年の電子取引の発展等に伴い発達してきた「エージェント(Agent)」について、実務的な役割の違い(図表3)や留意点が明確化された。

【図表 3】 取引執行形態の違い

	プリンシパル	エージェント
顧客との関係性	顧客は、複数のプリンシパルからプライス提供を受け、より好条件の先に注文を出す。このため、顧客は提示されたプライスを拒否できる。	顧客は事前合意に基づき、エージェントにオーダー執行権限を委譲する。このため、顧客は一度出した注文の執行は拒否できない。
顧客への流動性提供	プリンシパルは、自ら市場でポジションをとることにより流動性を確保し、顧客にその流動性を提供する(マーケット・メイクを行う)。	エージェントは、自ら市場でポジションはとらない(マーケット・メイクは行わない)。
市場リスクの負担	プリンシパルは自ら流動性を確保し、顧客が提供したプライスでの執行に合意するまでの間市場リスクを負う。このため、顧客にとって利益となることを目的に、市場リスクをヘッジするための「プリ・ヘッジ」は許容される。	エージェントは顧客の代理執行人であるため、市場リスクは全て顧客が負担する。このため、「プリ・ヘッジ」は許容されない。

(注) グローバル外為行動規範(文末脚注7参照)をもとに著者作成。

たとえば、「プリンシパル」では、銀行がマーケット・メイカーとして、市場リスクをとって顧客に流動性を提供するため、執行のタイミングや市場変動に対するヘッジなどにおいて銀行が裁量を持つ。こうした下では、銀行と顧客との間で利益相反が発生する可能性があり、これが過去に海外外為市場で起こった不正行為に繋がった面もある<sup>13</sup>。しかし、「プリンシパル」は外為市場に流動性を提供するという重要な役割を担っている。したがって、円滑な市場機能を維持していくためには、「プリンシパル」および「エージェント」のいずれの執行形態においても取引の透明性・公正性を担保したうえで、顧客が適切な執行形態を選択できるような市場を維持していくことが望ましいと考えられる。グローバル外為行動規範では、そうした考え方にに基づき、執行形態に関する顧客への十分な説明や、利益相反への対応の重要性が盛り込まれた<sup>14</sup>。

### (C) 実務に即した具体例

グローバル外為行動規範では、市場参加者がその内容をしっかりと理解し、日々の実務において参照し遵守することが期待されている。また、市場参加者やビジネスモデルが多様であることを踏まえ、市場で許容される行為をはっきりと示すことにより、市場参加者の理解度を高めるとともに、過度な委縮を防ぐことは、市場機能を高めていくうえで重要である。

そうした考え方にに基づき、グローバル外為行動規範では、簡潔・明確な表現を心がけるだけでなく、マーケット・カラーやオーダー執行などに関する重要な論点について、適切・不適切な行為を「実務に即した具体例」（実務例）の提示によって補足するという工夫を取り入れている（図表4）<sup>15</sup>。

【図表 4】 実務例の提示

「マーケット・カラー」に関わるコミュニケーション	
✓ 「先ほど、XYZ（特定企業のコードネーム）が多額のドル/韓国ウォンを買っていました。」	
× → 個別先が類推できる情報を伝えてはならない。	
✓ 「今朝リアルマネーがドル/韓国ウォンを買っていました。」	
○ → 「リアルマネー」という言葉からは個別先を特定できないため可。	
「機密情報」に関わるコミュニケーション	
✓ 「弊社は日米の政策金利予想を見直し、ドル/円の先行き見通しを上方修正しました。後ほど、ドル/円買いを推奨するレポートを公表する予定です。」	
× → 未公表のリサーチ情報を伝えてはならない。	
✓ 「1時間程前にドル/円買い推奨のレポートをお送りしましたが、ご覧になりましたでしょうか。」	
○ → 公表後のリサーチ情報であれば可。	

（注）グローバル外為行動規範（文末脚注7参照）をもとに著者作成。

なお、こうした「実務に即した具体例」を用いたアプローチとして、東京外為市場委では、2015年4月、東京市場の行動規範の内容を「○」「×」形式の実務例を用いて分かりやすく解説した「ガイドライン（通称：東京ブルーブック）」を作成・公表した<sup>16</sup>。こうした東京外為市場委の取り組みは国際的にも高く評価され、グローバル外為行動規範でも取り入れられることとなった。

## グローバル外為行動規範の遵守<sup>17</sup>

### （基本的な考え方）

グローバル外為行動規範は、幅広い市場参加者

により遵守されることではじめて意味を持つ。多様な市場参加者やビジネスモデルが存在する外為市場では画一的な遵守策は適切でない一方、外為市場の国際的な結びつきの強さを踏まえると、各国における遵守促進策に一定の整合性を持たせることも必要となる。

そこで、遵守の基本的な考え方として、グローバル外為行動規範の遵守（日々の業務への落とし込みや遵守状況の社内外への発信など）の具体的方法は市場参加者のタイプや各市場の慣行を踏まえたものであってよいが、遵守状況については透明性の確保が重要であるとされている。

### （グローバルな遵守促進策）

これまでグローバル外為行動規範の検討に携わってきた中央銀行、民間市場参加者や外為市場委員会では、グローバル外為行動規範の完成後、以下の3つの遵守策を軸にグローバルな遵守を促進していくことを検討している。

#### （1）外為市場委メンバーによる遵守

主要な金融センターを有する8か国・地域の外為市場委は、2017年5月のグローバル外為行動規範完成後、グローバル外為行動規範を採択し、その幅広い遵守をサポートしていくことを表明した<sup>18</sup>。

また、FXWGでは、より強力なアプローチとして、グローバル外為行動規範の遵守を外為市場委のメンバーシップの要件としていくことを検討するよう提案している。

#### （2）市場インフラの利用者による遵守

外為市場には、多数の市場参加者が参加する電子取引プラットフォームや決済システムが存在するが、FXWGでは、そういった市場インフラの利用者に対してグローバル外為行動規範の遵守を促すといったアプローチが可能かどうかについて検討している。

#### （3）中央銀行とその外為取引先による遵守

BISメンバーである中央銀行の総裁は、政策運営を阻害しない範囲で、中央銀行自身が外為ホールセール市場参加者の一員として、グローバル外為行動規範を遵守していくことを表明した<sup>19</sup>。

また、市場参加者によるグローバル外為行動規

範の遵守は、中央銀行が外為取引を円滑に遂行するうえで有益なものと考えられることから、中央銀行の外為取引先選定において、グローバル外為行動規範の遵守状況を選定基準の一要素として考慮していくことが検討されている。

## 残された課題と今後の取り組み

### （グローバル外為行動規範最終版の完成）

今後、2017年5月のグローバル外為行動規範最終版完成に向け、上記6分野のうちフェーズ1でカバーされなかった②ガバナンス、④取引執行の一部（電子取引、ブローカレッジ、オプションなど）、⑤リスク管理とコンプライアンスについて、執筆作業が進められる。また、フェーズ1での公表分に関し市中から寄せられた意見を最終版に反映する作業も同時に行われる。

今後の執筆作業においても、中央銀行（FXWG）と民間市場参加者（MPG）は緊密に連携していく。たとえば電子取引に関しては最近の市場構造の変化を踏まえた新たな論点も多く<sup>20</sup>、MPGや外為市場委を通じた民間市場参加者による知見のインプットが引き続き重要と考えられる。

### （グローバルな遵守促進に向けて）

2016年5月に公表されたグローバル外為行動規範の内容については、まずは市場参加者がしっかりと理解し、外為業務を遂行するうえで参考にしていくことが期待されている。FXWGでは、今後、上記の3つの遵守策などについて実務的な検討を深め、2017年5月のグローバル外為行動規範の完成・公表時に、市場参加者の遵守を促進するためのガイダンスを公表する方針である。

グローバル外為行動規範は法令・規制ではなく、あくまでも市場参加者が自主的に遵守するものである。また、多様な市場参加者の存在や各国毎に異なる規制環境を踏まえると、法令・規制に基づくような拘束力をもつ遵守策をグローバルに打ち出すことは現実的ではない。しかし、グローバル外為行動規範に実効性をもたせていくためには、現在検討されているような外為市場委といった枠組みを活用しながら、民間市場参加者による遵守のインセンティブを高める仕組みづくりをグローバルに検討していくことが必要と考え

られる。

### （東京外為市場委の取り組み）

東京外為市場委には、日本銀行と民間金融機関がメンバーとして参加しており、東京外為市場における健全な市場慣行の推進などに取り組んでいる。上記の「東京ブルーブック」を含め、東京市場における行動規範の作成・運用過程では、東京外為市場委のメンバーでない金融機関（セルサイド）や企業・機関投資家といった顧客（バイサイド）など幅広い市場参加者とも意見交換を行い、理解を求める活動を行ってきた。

グローバル外為行動規範はすべての「外為ホールセール市場参加者」を対象としていることもあって、その実効性を高めていくためには、東京外為市場委による幅広い市場参加者への働きかけが一層重要となる。東京外為市場委では、2016年4月、行動規範を含む外為市場の諸問題をバイサイドと議論するための「バイサイド小委員会」を立ち上げ、より幅広い市場参加者とのコミュニケーションの強化を図っている。

## おわりに

グローバル外為行動規範は、頑健、公正で、流動性が高く、開かれた透明な外為市場の促進を目的としている。これは、外為市場の健全な発展や市場機能の強化にとって重要な目的である。

外為市場の円滑な機能は中央銀行にとっても重要である。すなわち、中央銀行にとって、金融市場は経済金融情勢に関する市場参加者の見方について重要な情報を提供し、政策の効果を浸透させていくうえでも重要な役割を果たしており、金融市場がそうした役割を果たすためには、金融市場が円滑に機能している必要があるからである。

外為市場が円滑に機能するためには、多様な市場参加者が行動規範を適切に反映させたビジネスモデルのもとで、自信を持って取引を行えることが必要である。そうした市場では、市場流動性がサポートされ、外為市場機能の一段の強化に繋がっていくものと考えられる<sup>21</sup>。

こうした日本銀行としての考え方は、グローバル外為行動規範の策定に向けて共有されており、

2016年5月に公表された行動規範の内容も、情報共有や取引執行などの分野で規律付けを強化しつつ、市場参加者の多様性に配慮し、詳細なルールではなく原則を示す内容となっている。したがって、日本銀行は、市場参加者がこうしたグローバル外為行動規範の内容をしっかりと理解し、遵守していることが外為市場の健全な発展と市場機能の強化に資すると考えている。

さらに、外為市場が健全に発展し続けていくためには、適切な行動規範のもとで民間主導のイノベーションが起これ、市場機能の改善に繋がっていくことが望ましい。外為市場でのさらなるイノベーションと市場機能の改善をサポートすべく、中央銀行など公的セクターと民間市場参加者が緊密に連携しながら、グローバル外為行動規範の遵守促進において民間市場参加者のインセンティブを適切に醸成していくことが重要である。日本銀行は、こうした立場から、今後とも海外中央銀行および民間市場参加者と緊密に連携しながら、グローバル外為行動規範への取り組みに参画していく所存である。

<sup>1</sup> 外為市場における電子取引のシェアは、BISが3年に1度実施している「外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ(Triennial Central Bank Survey)」によると、2010年に4割程度であったのに対し、2013年には6割近くにまで拡大している。電子取引プラットフォームの形態も、ブローカー経由のものから、シングル・ディーラー・プラットフォームやマルチプル・ディーラー・プラットフォーム経由のものまで多種多様である。電子取引形態の詳細や電子取引の拡大による外為市場の構造変化などについては、古賀・竹内(2013)「外国為替市場における取引の高速化・自動化：市場構造の変化と新たな論点」日銀レビュー・シリーズ2013-J-1、および王・高田・菅山(2014)「最近の外国為替市場の構造変化」日銀レビュー・シリーズ2014-J-5を参照。

<sup>2</sup> 外為市場の信頼性向上やそれに向けた行動規範強化の取り組みについては、植前・大河・井上(2015)「外国為替市場の信頼性向上に向けたイニシアチブ Code of Conduct (行動規範)の整備や国際的調和の取り組み」日銀レビュー・シリーズ2015-J-9を参照。

<sup>3</sup> 主要な金融センターを有する8か国・地域の外為市場委(日・米・欧・英・豪・加・香港・シンガポール)は、外為取引のクロスボーダーな性質に鑑み、緩やかな連合体を形成している。

<sup>4</sup> グローバルな序文は、以下から入手可能。  
([http://www.fxcomtky.com/announce/pdf\\_file/global\\_preamble.pdf](http://www.fxcomtky.com/announce/pdf_file/global_preamble.pdf))

<sup>5</sup> FXWGには、これまで外為行動規範の国際的協調を議論してきた8か国・地域の中央銀行(日・米・欧・英・豪・加・香港・シンガポール)に加え、仏、スイス、スウェーデン、印、ブラジル、韓、メキシコの中央銀行と中国国家外貨管理局が参加。

<sup>6</sup> MPGには、セルサイド(金融機関)に加え、バイサイド(機関投資家、ファンド、企業)、市場インフラ業者、業界団体など幅広い業態が参加。メンバーは、Barclays、JPMorgan、香港上海銀

行、三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、Société Générale、Citi、BNPParibas、DBS Group Holding、ドイツ銀行、UBS、Standard Chartered Bank、RBC、SEB、State Bank of India、Banco Vepor Más、Banco Itaú BBA、Westpac、China CITIC Bank、中国外貨取引センター、PGGM、XTX Markets、Rolls-Royce、Industrial Bank of Korea、Seoul Money Brokerage Services、Airbus Group、Millennium Global、Virtu Financial、Colonial First State Investments、BlackRock、CLS、EBS、Thomson Reuters、ACIが参加(2016年6月現在)。

<sup>7</sup> グローバル外為行動規範に関する公表資料は以下から入手可能。

([http://www.bis.org/mkte/fxwg\\_phase1.htm](http://www.bis.org/mkte/fxwg_phase1.htm))

<sup>8</sup> 外為市場では、一定の時刻における価格情報や実取引データに基づき算出される「フィキシング・レート」と呼ばれる為替レートが、外為指標として機関投資家や企業などに幅広く利用されている。たとえば、WM/ロイターによってロンドン外為市場16時に算出される「ロンドン・フィキシング」などが存在。

<sup>9</sup> HFT(High Frequency Trading、高頻度取引)とは、アルゴリズムを使用し、高速・高頻度の自動売買を繰り返すことで収益を得るヘッジファンドを指す。詳細は、古賀・竹内(2013)(脚注1)「外国為替市場における取引の高速化・自動化：市場構造の変化と新たな論点」、大河(2015)「外国為替市場におけるヘッジファンド：市場構造や価格形成へのインプリケーション」日銀レビュー・シリーズ2015-J-1を参照。

<sup>10</sup> G. DeBelle(2015)、「The Global Code of Conduct for the Foreign Exchange Market」, Speech at FX Week Europe conferenceを参照。

<sup>11</sup> 中曾宏(2016)「グローバル外為行動規範の策定に向けて(BIS FXWG・MPG東京会合での冒頭挨拶の邦訳)」を参照。

<sup>12</sup> グローバル外為行動規範("FX Global Code: May 2016 Update")の「情報共有(Information Sharing)」原則1~4を参照。

<sup>13</sup> たとえば、顧客からストップ・ロス・オーダー(S/Lオーダー)、顧客の市場価格変動による損失を限定するため、市場価格がある水準にまで上昇<下落>した際、自動的に買い<売り>の指値注文が執行されるもの。このため、買い<売り>のS/Lオーダーが存在する水準で、市場価格は一段と上昇<下落>しやすい)を受けた銀行は、顧客にS/L水準に極力近いプライスを返す(顧客の損失を限定する)ことを目的に、相場がS/Lオーダー水準に近づいた時に、買い(売り)のS/Lオーダーの水準を下回る(上回る)価格で、事前に買い(売り)を執行することが多い(プリ・ヘッジ)。しかし、銀行のプリ・ヘッジによって相場が上昇(下落)すると、顧客のS/Lオーダーをつけてしまうといった利益相反が生じ得る。ロンドンなどで起こった不正行為では、明らかに顧客に不利益が生じることを認識したもて銀行自身の利益のために、意図的に顧客のS/Lオーダーをつけにくいといった行為が問題となった。

<sup>14</sup> グローバル外為行動規範("FX Global Code: May 2016 Update")の「取引執行(Execution)」原則1~3、5を参照。

<sup>15</sup> グローバル外為行動規範("FX Global Code: May 2016 Update")の「付録1:実務例(Annex 1: Illustrative Examples)」を参照。

<sup>16</sup> 東京ブルーブックは、以下から入手可能。  
([http://www.fxcomtky.com/coc/pdf\\_file/code\\_of\\_conduct2015.pdf](http://www.fxcomtky.com/coc/pdf_file/code_of_conduct2015.pdf))

<sup>17</sup> 遵守促進に向けた基本的な考え方("FX Global Code Public Update on Adherence May 2016")を参照。

<sup>18</sup> 主要な金融センターを有する8か国・地域の外為市場委による声明は、以下から入手可能。

([http://www.fxcomtky.com/coc/pdf\\_file/joint\\_statement\\_may2016.pdf](http://www.fxcomtky.com/coc/pdf_file/joint_statement_may2016.pdf))

---

<sup>19</sup> BIS メンバー中央銀行総裁による声明は、以下から入手可能。  
(<http://www.bis.org/press/p160526a.htm>)

<sup>20</sup> たとえば、外為市場の電子取引において銀行が顧客から受け付けた注文を拒否できる「ラストルック (Last Look)」といった慣行は、即時に価格が変動し得る電子取引において銀行自身がそうしたリスクから身を守るために必要との見方がある一方、顧客に対する透明性の確保などが論点となり得る。

<sup>21</sup> 中曾宏(2016) (脚注 11) を参照。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局為替課（代表 03-3279-1111）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパー・シリーズは、<http://www.boj.or.jp> で入手できます。