

「グローバル外為行動規範」最終版の公表

— グローバルに単一の外為行動規範の策定と遵守促進に向けた取り組み —

金融市場局 松嶋徹郎、藤原正雄、井上広隆

Bank of Japan Review

2017年5月

2013年に発覚した海外の外為市場での不正行為を受け、外為市場における規律付けを強化すべきとの認識が広がり、BISにおける作業部会（FXWG<Foreign Exchange Working Group>）は2015年より外為市場におけるグローバルに単一の行動規範を検討してきた。2年間に及ぶ作業が完了し、本年5月25日、「グローバル外為行動規範」の最終版が公表された。全ての外為ホールセール市場参加者に適用される同規範では、外為業務の様々な側面における規律付けが強化されるとともに、市場参加者による自主的な遵守を促進するための様々な手段が用意されている。日本銀行は、外為市場の円滑な機能の発揮に向け、幅広い市場参加者による同規範の遵守を期待しているほか、今後とも各国・地域の中央銀行や民間市場参加者とともに外為市場の健全性確保に向けた取り組みを後押ししていく所存である。

はじめに

外国為替（以下、外為）市場においては、外為取引の自由化以降、金融機関のみならず企業や個人投資家など多様な参加者が取引を行っている。また、外為取引は取引所ではなく相対で行われることが多いほか、電子取引プラットフォームの利用が増えるなど、取引の場も多様化している¹。そのような市場の多様性が一つの背景となり、外為市場においては、法律や規制よりも市場参加者が自主的に遵守すべき「行動規範（Code of Conduct）」が重要な役割を担ってきた。

しかし、2013年にロンドンなどの海外市場において外為取引関連の不正行為²が発覚したことを契機に、外為市場における規律付けを強化すべきとの認識が広がり、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）において取り組みが進められてきた。

FSBは、2014年9月に「外為指標」と題した報告書において、外為指標の算出方法や外為指標を用いた取引に関する提言を発表した³。また、2015年3月には、東京を含む主要8か国・地域（日・米・欧・英・加・豪・香港・シンガポール）の外為市場委は、各国・地域の外為行動規範の統一には踏

み込まないものの、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）」を共同で採択した⁴。

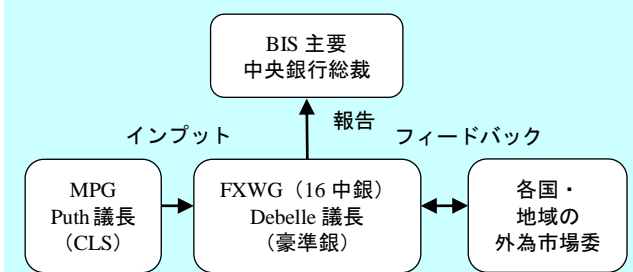
これらの取り組みは、それぞれが外為市場における規律付けの一つの側面に対応するものではあったが、外為取引のプロセス全体を悉皆的にカバーするものではなく、また、各市場において異なる行動規範が存在する状態を抜本的に解決するものでもなかった。この間、一部には、市場参加者の日々の外為業務遂行に当たり、行動規範が担当者まで十分に浸透していないのではないかと指摘も聞かれていた。

このような状況の下、中央銀行からは一段と踏み込んだ対応が必要との声が強まり、2015年5月、BIS（国際決済銀行）の主要メンバー中央銀行の総裁により、「外為市場におけるグローバルに単一の行動規範（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）」の設立が決定された。

FXWGは日本銀行を含む16か国・地域の中央銀行により構成された⁵。FXWGによる検討においては、各国・地域から集まった40名を超える民間専門家から構成される「MPG（Market Participants

Group)」からの知見を取り入れたほか⁶、各国・地域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ながら作業を進めてきた（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段階に分けて進められた。まず、昨年5月に、「倫理」や「情報共有」等を中心にグローバル外為行動規範全体の半分強をカバーする「暫定版」が公表されたほか、同規範の遵守促進に向けた基本的な考え方が示された。その後、「暫定版」に含まれていなかった部分（「ガバナンス」、「リスク管理とコンプライアンス」等）の執筆や実務に即した具体例の拡充などが進められ、本年5月25日に、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ガイダンスが公表された⁷。

グローバル外為行動規範の特徴点

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、適度に透明な外為市場の促進を目的として掲げている。その策定過程では、主要市場における既存の行動規範をベースとしつつ、外為取引業務の様々な側面から不正行為の防止に向けた規律付けの強化が図られた。また、これまで市場参加者の日々の外為業務遂行に当たり、ともすれば行動規範が十分に理解・遵守されてきてこなかったのではないかとの問題意識から、「読みやすさ」、「分かりやすさ」、「使い勝手の良さ」といった点について工夫が凝らされた。

（全ての外為ホールセール市場参加者に適用）

グローバル外為行動規範は、外為取引のセルサイド（金融機関）のみならずバイサイド（顧客）を含む、全ての「外為ホールセール市場参加者」に適用される。外為ホールセール市場参加者の具

体例としては、金融機関、アセット・マネージャー、企業の財務部門、ブローカー（個人向け外為証拠金業者を含む）、電子取引プラットフォーム運業者、高頻度取引（HFT）⁸業者等が挙げられている。一方、個人投資家は外為ホールセール市場参加者に含まれないことも示されている。

これは、前述のような外為市場の構造変化の中で、セルサイドとバイサイドの境界が以前ほどには明確でなくなっていることもあり、バイサイドも含めた市場参加者全体に行動規範の遵守を求めていくことが自然との考え方に則ったものである。もっとも、後述の遵守に関する考え方で明らかにされているとおり、市場参加者によって外為市場への関わり方が異なるため、求められる遵守の内容や程度は異なることには留意が必要である。

（グローバルな単一性）

グローバル外為行動規範はこれまで各市場に存在していた行動規範に取って代わるものであり、今後は世界中の外為市場で同一の行動規範が適用されることになる。これは、各市場において異なる行動規範が存在するという状態を解消するものであり、市場参加者にとって利便性向上をもたらす。

（市場毎の柔軟性）

一方で、各国・地域の市場には様々な歴史的な要因から独特の取引慣行が存在する。これらについては、グローバル外為行動規範の趣旨を損ねない限りにおいて、各国・地域の外為市場委がローカル特則を制定することを認めている。このように、同規範は市場毎の柔軟性にも配慮した仕組みとなっている。

（外為業務の様々な側面をカバー）

グローバル外為行動規範は、①倫理、②ガバナンス、③取引執行、④情報共有、⑤リスク管理とコンプライアンス、⑥取引確認と決済、の6章からなり、それぞれについて基本原則が掲げられている（図表2）。これらの基本原則の下に、計55の原則が示されている。

【図表 2】 6 つの基本原則

①倫理

✓ 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、高い倫理観のもとプロフェッショナルな態度で行動すべき。

②ガバナンス

✓ 外為市場参加者は、外為市場への責任ある関与を促進するため、健全で効果的なガバナンス体制を有すべき。

③取引執行

✓ 外為市場参加者は、取引の交渉・執行において注意を払うべき。

④情報共有

✓ 外為市場参加者は、分かりやすく正確なコミュニケーションを行うほか、機密情報を守るべき。

⑤リスク管理とコンプライアンス

✓ 外為市場参加者は、外為市場への関与において発生するリスクを効果的に特定・管理・報告するため、頑健な管理・コンプライアンス環境を促進・維持すべき。

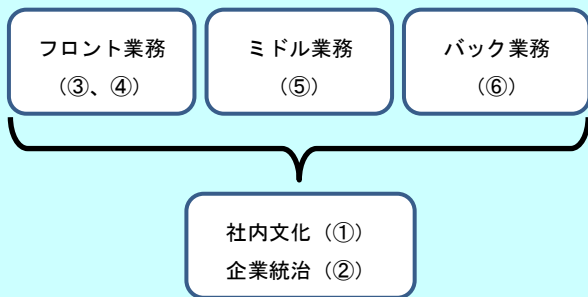
⑥取引確認と決済

✓ 外為市場参加者は、予測可能で、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、リスクを軽減できるような取引執行後のプロセスを構築すべき。

(出典)東京外為市場委によるグローバル外為行動規範和訳をもとに著者作成。

これらの6章は、市場参加者が健全に外為関連業務を行う上での様々な側面を全体としてカバーするものとなっている (図表3)。

【図表 3】 外為業務の様々な側面と
グローバル外為行動規範



(使い勝手を高めるための工夫)

グローバル外為行動規範の「読みやすさ」、「分かりやすさ」、「使い勝手の良さ」を高めるため、各原則やその説明文について、明確かつ平易な表現とすることが意識されたほか、その規範性の強さにより、「すべきである (should)」と「することが望ましい (be encouraged to)」を使い分けるなど、メリハリをつけた書きぶりとなっている。

また、グローバル外為行動規範を日々の実務において参照し遵守するためには、許容される行為と許容されない行為の具体例が明示されていることが有益である。不正事件で多くの罰金等を支払うことになった結果、金融機関の中には必要以上に保守的な内部規則に基づき外為関連業務を行うケースもあると指摘されている。この意味では、市場で許容される行為を示すことにより、市場参加者の過度の委縮を防ぐことは市場機能を高める効果もあると考えられる。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、特に「③取引執行」や「④情報共有」について、許容される行為とされない行為の具体例を、その理由とともに提示している (図表4)。

【図表 4】 実務に即した具体例

「マーケットカラー」に関わるコミュニケーション

✓ 「今朝 XYZ (特定の顧客のコードネーム) がニュージーランドドルを買い、米ドルを売っていました。」

× → 個別先が特定できる情報を伝えてはならない。

✓ 「今朝リアルマネーがニュージーランドドルを買い、米ドルを売っていました。」

○ → 「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

✓ 「弊社は中央銀行の政策金利予想を見直し、ドル/円相場の見通しを上方修正しました。後ほど、ドル買い・円売り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時間程前にドル買い・円売り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。

(出典)東京外為市場委によるグローバル外為行動規範和訳をもとに著者作成。

なお、こうした「実務に即した具体例」は、東京外為市場委員会 (後述) が2015年4月に公表した「ガイドライン (通称：東京ブルーブック)」において、東京市場の行動規範の内容を「○」「×」形式の実務例を用いて解説したことが国際的に高く評価され、グローバル外為行動規範にも取り入れられることとなったものである。

グローバル外為行動規範の遵守促進策

(原則ベースの規範を比例原則に従って自主的に遵守)

グローバル外為行動規範は、これまでの各国・地域における行動規範と同様、法律や規制ではな

いため、幅広い市場参加者により自主的に遵守されることではじめて意味を持つ。そうした規範の性格を踏まえ、グローバル外為行動規範の遵守に関する基本的なアプローチとなっているのが、「比例原則」、すなわち、「市場参加者が自己の業務をグローバル外為行動規範の原則に適合させるために採る方策は、当該市場参加者が行う外為業務の規模や複雑さ、また当該市場参加者の外為市場における関与の性質を踏まえたものとなる」という考え方である。その上で、遵守のためにどのような措置をどのような方法で取るべきかについては、適切な内部評価を反映した上で、究極的には各市場参加者の自主的な判断に委ねられることも明示されている。

また、規範の定め方についても、市場参加者の自主性が重視されている。すなわち、詳細なルールを定めず、ある程度解釈に幅のある「原則（principle）」とすることで、市場参加者が自らの外為業務の性質等に応じて行為の適切性を判断することを求めるような作りになっている。言い換えれば、あえて詳細なルールを定めないことにより規範の趣旨について自ら考えてもらうことで、市場参加者が「書かれていないことは守らなくてよい」といった行動に出ることに釘を刺すかたちになっている。

（遵守意思表明）

FXWG では、市場参加者がグローバル外為行動規範を遵守していくことを対外的に表明することが重要と考えている。これは、遵守意思を対外的に表明する市場参加者が増えれば、同規範の認知度が上がり、一段と多くの市場参加者に規範遵守が広がっていくことが期待されるからである。こうした観点から、市場参加者がグローバル外為行動規範を遵守していく意思を対外的に表明するための共通フォーマットとして「遵守意思表明（Statement of Commitment）」が作成された（図表5）。

「遵守意思表明」では、市場参加者が、(i) グローバル外為行動規範を支持し、同規範が外為市場における適切な慣行に関する一連の原則であることを認める、(ii) 自らの外為市場における業務を同規範の原則に沿ったかたちで行うことにコミットする、(iii) 自らの外為業務を同規範の原

則に沿ったかたちで行うことができるよう、比例原則に従って適切な措置を講じたと考えていることを表明するものである。

【図表 5】 遵守意思表明

当社は、グローバル外為行動規範の内容を確認し、これが外国為替ホールセール市場における適切な慣行として認識されている一連の原則を示したものであることを認める。

当社は、グローバル外為行動規範において定義されている市場参加者であることを確認し、当社の外為市場における業務をグローバル外為行動規範の原則に沿ったかたちで行うことにコミットする。

このため、当社は、当社業務をグローバル外為行動規範の原則に沿ったかたちで行うことができるよう、当社業務の規模および複雑さ、並びに当社の外為市場との関わり方の性質に基づいて適切な措置を講じた。

社名： _____

日付： _____

（出典）東京外為市場委によるグローバル外為行動規範和訳をもとに著者作成。

市場参加者は、例えば、本表明を自社ウェブサイトに掲載することにより、同規範に沿ったかたちで外為業務を運営することにコミットしていることを対外的にアピールすることができる。

（遵守意思表明先の登録機関）

市場参加者が遵守表明をするインセンティブを高めるためには、世間一般の人々が遵守意思を表明した市場参加者名を容易に把握することができるような仕組みが有益と考えられる。

そうした問題意識から、各国・地域毎に市場参加者からの遵守意思表明を集約し、ウェブサイト上で掲示する「登録機関（Public Register）」の設置が検討されている。国・地域によって外為市場の構造が異なることもあり、登録機関としては、外為市場委、業界団体、民間の取引プラットフォーム、中央銀行といった様々な主体が想定されている（わが国では東京外為市場委の予定、後述）。

なお、さらに一歩進め、グローバルに市場参加者の遵守意思表明状況の確認を容易にするため、各国・地域における登録機関をグローバルレベルでリスト化する仕組みを設けることも検討されている。

（中央銀行による取り組み）

グローバル外為行動規範の策定を主導してきた中央銀行は、政策運営を阻害しない範囲で自ら

も同規範を遵守するとともに、遵守意思を表明することが期待されている。また、中央銀行は、外為取引における相手方に対してグローバル外為行動規範の遵守を期待している。

こうした中央銀行自身によるグローバル外為行動規範の遵守や外為取引先への遵守の期待は、幅広い市場参加者による遵守の呼び水となると考えられる。

(外為市場委のメンバーシップとの紐付け)

わが国を含めた主要な金融センターを有する各国・地域の外為市場委は、グローバル外為行動規範の公表に当たり、その幅広い遵守をサポートしていくことを表明した⁹。さらに、各国・地域の法令上で問題がない限りにおいて、同規範の遵守意思表明を外為市場委の委員となるための要件に紐付けることが予定されている。

(取引インフラ提供者による遵守の働きかけ)

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といった取引インフラは外為取引において重要な役割を有する。FXWG からの働きかけを受け、MPG に参加したいくつかの取引インフラ提供者はグローバル外為行動規範を支持する意向を表明している。インフラ提供者の中には、将来的には当該インフラの利用規則においてグローバル外為行動規範の遵守に言及することを検討している先もあり、これが実現すれば一段と広範な市場参加者による遵守意思の表明が期待できる。

グローバル外為行動規範の今後：GFXC による遵守促進と維持管理

グローバル外為行動規範の完成をもって FXWG はその役割を終了するが、外為市場の構造や市場参加者の行動が今後も変化していくと考えられる中で、同規範の有効性を維持していくことは重要である。

これまでも日本を含む主要 8 か国・地域における外為市場委の集まりが存在していたが、今般、国・地域を大きく拡大した上で、中央銀行メンバーと民間市場参加者メンバーからなる GFXC (Global FX Committee、グローバル外為市場委員会) が設立され、外為取引慣行に関する国際的な

フォーラムとして、グローバル外為行動規範の遵守促進と維持管理の役割を担うこととなった¹⁰。

グローバル外為行動規範の維持管理については、市場における取引手法等が進化していく中で、GFXC は同規範の見直しの必要性を定期的に評価し、必要と判断されれば、同規範の包括的な見直しも検討する方針である。そのような見直しの際には、今回と同様、各国・地域の外為市場委を通じ民間市場参加者からも意見を募る予定である。

また、GFXC は、グローバル外為行動規範の浸透度合いに関するモニタリングも行う計画である。GFXC では、市場参加者へのサーベイを用いてグローバル外為行動規範の浸透状況や同規範の目的の達成状況を把握し、必要に応じて同規範の見直しの議論に活用することを想定している。現時点では、初回サーベイを同規範公表後になるべく時間をおかずに実施し、その後は、サーベイを毎年行っていく方針にある。

なお、GFXC による取り組みと並行して、中央銀行としてもグローバル外為行動規範の有効性を評価していく予定である。すなわち、BIS の市場委員会 (Markets Committee) では、同規範完成 3 年後の 2020 年を目途に、GFXC と協働しながら、同規範の遵守の広がり、遵守促進メカニズムの有効性、市場参加者の行動の改善が市場の機能度と与えた影響、といった点について評価することを検討している。

東京外為市場における取り組み

東京外為市場には、日本銀行と民間金融機関等がメンバーとして参加している東京外国為替市場委員会 (以下、東京外為市場委) が存在し、健全な市場慣行の普及などに取り組んできた。

東京外為市場委では、これまで東京市場独自の行動規範を有してきたが、今回のグローバル外為行動規範策定後は、同規範が東京市場における行動規範となる。もっとも、東京市場には各金融機関が独自に算出する「公表相場 (仲値)」などの慣行もあることから、東京外為市場委では、そのような慣行についてグローバル外為行動規範を補完するローカル特則を策定したところである。

また、これまでの東京市場における行動規範は、セルサイド (金融機関) を主な対象とするもので

あったが、前述のとおり、グローバル外為行動規範はバイサイド（顧客）も適用対象となる。こうしたこともあり、東京外為市場委では、昨年、行動規範を含む外為市場の諸問題をバイサイドの市場参加者と議論するための「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強化を図っている。

東京外為市場委としては、グローバル外為行動規範の完成を受け、同委のウェブサイトと同規範の和訳¹¹を掲載するほか、市場参加者向けの説明会を実施する予定である。また、同委は東京市場における登録機関となるほか、同委委員¹²が所属する金融機関等は自ら遵守意思を表明するのみならず、取引先に対して遵守意思の表明を働きかけていく予定である。

このようなグローバル外為行動規範の浸透に向けての取り組みを通じて、東京外為市場委としては、東京市場における幅広い市場参加者による同規範の遵守および遵守意思表明を促していく方針である。

今後の課題等

中央銀行にとって、金融市場の円滑な機能の発揮は、経済金融情勢に関する市場参加者の見方を読み取る上で、また政策効果を浸透させる上で重要である¹³。その意味でも、中央銀行は、グローバル外為行動規範が目的としている、頑健、公正で、流動性が高く、開かれた、適度に透明な外為市場が実現されることを期待している。

グローバル外為行動規範は法律や規制に優先するものではなく、市場参加者による自発的な遵守が鍵を握る。市場参加者による自発的な遵守を促すためには、遵守にメリットを見いだせるような環境作りが重要である。この点、様々な遵守促進策を効果的に組み合わせるとともに、遵守促進に向けたモメンタムを維持・強化していくことが重要となろう。

日本銀行は、グローバル外為行動規範の目的が実現されるよう、幅広い市場参加者が同規範を認識・理解し、遵守していくことを期待している。今後とも GFXC や東京外為市場委などを通じて、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、外為市場の健全性確保に向けた取り

組みを後押ししていく所存である。

¹ 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、2016 年には 5 割超にまで拡大している。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。

² 不正行為の内容等については、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ー 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。

³ FSB の報告書は、以下から入手可能。

(http://www.fsb.org/2014/09/r_140930/)

⁴ グローバルな序文は、以下から入手可能。

(<http://www.fxcomtky.com/coc/index.html>)

なお、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) (脚注 2) や、松嶋・大河・井上 (2016)「外国為替市場における『グローバルな行動規範』の整備ー 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」日銀レビュー・シリーズ 2016-J-10 を参照。

⁵ 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前述の 8 か国・地域の中央銀行 (日・米・欧・英・加・豪・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した。

⁶ 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、ACI Financial Markets Association International, Airbus Group, Axa Investment Managers, Banco Itaú BBA, Banco Ve por Más, Barclays, BATS Global Markets, BlackRock, BNP Paribas, China CITIC Bank, China Foreign Exchange Trade System, Citi, CLS Bank International, DBS Group Holdings and DBS Bank, Deutsche Bank, Eaton Vance, EBS Broker Tec, Ericsson, Fifth Third Bank, Industrial Bank of Korea, JP Morgan, LGIM Legal & General Investment Management Ltd, MarketFactory, Inc, Millennium Global, みずほ銀行, Moore Capital, Norges Bank Investment Management, PGGM, Rolls-Royce, Royal Bank of Canada, SEB, Seoul Money Brokerage Services, Inc, Société Générale, Standard Chartered Bank, State Bank of India, Swiss Re, Tata Consultancy Services, 三菱東京 UFJ 銀行, The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, Thomson Reuters, UBS Investment Bank, Virtu Financial, Westpac Banking Corporation, XTX Markets が参加。

⁷ 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.globalfxc.org/>)

⁸ 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取引手法を指す。詳細は、古賀・竹内 (2013) (脚注 1) や、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。

⁹ 声明は、脚注 4 のウェブサイトから入手可能。

¹⁰ GFXC については、脚注7のウェブサイト参照。

¹¹ 和訳は、脚注4のウェブサイトから入手可能。

¹² 東京外為市場委では、金融機関等に所属する「個人」が委員となっている。

¹³ 中曾 (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。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心をもつ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。