

2025 年 2 月 21 日

証券監督者国際機構（IOSCO）による「Pre-hedging」に関する市中協議に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、証券監督者国際機構（IOSCO）が2024年11月に公表した「Pre-hedging」に関する市中協議（以下「市中協議」という。）に対して、意見を提出する機会を与えられたことに感謝の意を表したい。本件検討に当たり、我々のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

【総論】

我々は、IOSCO が、プリヘッジに関してプロダクト横断で一貫性のある定義や提言の取りまとめを進めていることに敬意を表する。

もっとも、プロダクト毎に商品特性や市場慣行には相応に違いがあること踏まえると、一律の定義や提言を取りまとめることは必ずしも適切ではない可能性もある。したがって、今般の提言の取りまとめ、あるいは各法域における法制化に当たっては慎重に検討がなされることを期待している。

また、これまでに外国為替取引などの一部取引におけるプリヘッジは十分な検討がなされ、それにもとづき一定の裁量の下で各社において既にルール化がなされていることから、今般の提言を機に新たなルール化が求められる場合には、実務上の負荷が増大する可能性があることにも十分配慮をいただきたい。

以上を踏まえ、各設問にて我々のコメントを記載している。

【各論】

Chapter 5 Definition of pre-hedging

Q1:

Do you agree that this is the correct definition of pre-hedging? If not, how would you define pre-hedging?

(コメント)

IOSCO が提案するプリヘッジの定義について、その基本的なコンセプトには賛同する。ただし、定義には、ESMA やグローバル外為行動規範における定義と同様に、「(プリヘッジは) 顧客の利益のために行われる取引である」旨が含まれるべきと考える。

なお、プロダクト横断で一律の定義を望むものではないが、可能な範囲で、「client」や「irrevocably accepted an executable quote」、本市中協議 24 ページの図表等に記載されている「inventory management」の用語の定義については、明確化していただきたい。

Chapter 6. Recommendations for Determining When Pre-hedging is Acceptable

• Genuine risk management purpose

Q2:

Do you agree with the proposed types of genuine risk management?

Are there other factors not mentioned in this report that should be considered for determining genuine risk management?

(コメント)

真のリスク管理の類型に係る IOSCO の提案に同意する。

ただし、真のリスク管理目的があるかどうかを判断する際にディーラーが考慮する事項として列挙されている事項のうち、(b) available liquidity および(c) market conditions は、ディーラーの主観が介在することから、客観的な疎明は難しいと考えられる。ディーラーにこれらの事項を考慮するよう求める場合には、明確な定量基準が示されることが望ましい。

なお、取引意図のない発注が禁止されているプラットフォームも存在していることを踏まえると、本市中協議において IOSCO が特定している主要なリスク管理目的のうち、「流動性を確かめるためにテストすること」は認められないケースもあると認識している。このように、本市中協議の内容と既存のルールとの間に差異がある部分については、調整が必要と認識している。

• 1. Legitimate expectation of a client transaction & 2. Available liquidity

Q3 :

Do you agree that pre-hedging of wholesale transactions should be acceptable where there is sufficient liquidity in the underlying instrument/s to hedge after the trade is agreed to? Please elaborate.

(コメント)

IOSCO の見解に同意する。

流動性の低い時間帯に値決めが予定されているため、流動性が高い時間帯にプリヘッジをしておくケース等が想定されることや、市場の流動性は、時間帯や当日の市場状況等によって変化するため、それが十分かどうかを合理的に判断することは難しいことを踏まえると、市場の流動性の多寡にかかわらず、プリヘッジは認められるべきである。

Q4 :

Can there be a genuine need to pre-hedge small trade sizes in liquid markets for risk management purposes?

(コメント)

本設問に記述されたプリヘッジを実施するニーズはある。

例えば、市場の流動性が十分な場合でもボラティリティが高い状況では、少額であってもプリヘッジを行うケースが想定されることから、流動性や金額の多寡にかかわらず、プリヘッジは認められるべきである。

• 3. Market conditions & 4. Proportionality in pre-hedging

Q5 :

Where a dealer holds inventory should they first consider using such inventory to offset any risk connected with an anticipated client transaction or should they be allowed to pre-hedge?

(コメント)

ディーラーが在庫を保有している場合でもプリヘッジは許容されるべきである。

ディーラーが予想される顧客取引に関連する情報を入手する前に保有していた在庫に関しては、当該情報を入手した後に、特段のオペレーション上の制約を受けることはない。したがって、在庫を優先的に充当するか、プリヘッジを実施するかは、ディーラーに裁量が認められるべきである。

Q6 :

What factors should dealers consider in determining the size of pre-hedging an anticipated client transaction (e.g., size, instrument type, quotation environment)?

Should there be an upper limit for the pre-hedging amount? If so, what type of limits (e.g., percentage based, Greek based) are appropriate for consideration?

Please elaborate your response in relation to bilateral OTC transactions and for competitive RFQ systems including those in electronic platforms.

(コメント)

プリヘッジの規模を決定する際にディーラーが考慮すべき要素としては、例示されている取引規模、商品種類、相場環境に加えて、流動性、ボラティリティ、スプレッドの広さ、リスク管理の期間等、様々な要素があると考えられる。

仮に、プリヘッジの金額に上限を設ける場合は、原則として顧客のオーダーの 100%とすることが適切と考える。もっとも、先述のとおり、プロダクト毎に商品特性や市場慣行には相応に違いがあり、それゆえ、ヘッジ手段や方法も多様であること踏まえると、プロダクト横断での一律の上限は設けるべきではない。

なお、顧客のオーダー毎にプリヘッジを紐付けることは、実務上難しいことから、金額の要件を満たしていることを厳密に説明することが難しいケースもあるほか、外形的には 100%以上のプリヘッジを実施しているようにみえる以下の例のようなケースもあることから、そのようなケースは許容されることが望ましい。

(例 1) : 顧客である A 社、B 社、C 社から、ある商品 a について、それぞれ同一数量 (数量は各社 100) のオーダーを受けて、ディーラーが全件 100%プリヘッジしたケース。最終的に全件が成約に至れば問題はないが、例えば、C 社だけが成約に至り、残りは成約に至らなかった場合、数量 300 のプリヘッジをしていることになる。

(例 2) : 顧客である A 社、B 社、C 社から、ある商品 b について、それぞれ同一数量 (数量は各社 100) のオーダーを受けて、ディーラーが全件 100%プリヘッジするとともに、同ディーラーが、商品 b の既存のポジション見合いのヘッジ (数量 50) をしたケース。顧客から受けたオーダーの合計 (数量) は 300 であるが、ディーラーは合計 (数量) 350 のプリヘッジに取り組んだように見える。

- ・ Act fairly and honestly & To the benefit of the client

Q7 :

Do you agree with the concept of client benefit described above?

(コメント)

顧客の利益に関する基本的なコンセプトに同意する。

Q8 :

Do you believe that financial benefits derived from pre-hedging by the dealer should be shared with the client? What proportion of the benefit to be shared with the client would be fair? Please elaborate.

(コメント)

プリヘッジによる財務的利益を客観的に計測することは難しいことから、当該利益を顧客と共有することはできない。仮に、財務的利益を客観的に計測できたとしても、プリヘッジを通じて財務的損失が発生する可能性もあるなかで、顧客とその財務的利益のみを共有し、財務的損失を共有しないのは、顧客とディーラー間の公平性に欠ける。

また、計測が困難な財務的利益を踏まえて算出する顧客還元比率を設定することも難しい。

なお、本市中協議の 42 ページの 5.の記載に関して、プリヘッジが取引にどのような利益をもたらしたかについての情報は、上記のとおり、財務的利益を計測することは難しいといった実務的なフィージビリティを踏まえたうえで、ベストプラクティスの具体的な例示や標準が示されることが望ましい。

Q9 :

Should pre-hedging always be intended to achieve a positive benefit for the client or is it enough that a dealer pre-hedges for its own risk management and does not detrimentally affect the client?

(コメント)

プリヘッジは、例外なく顧客に利益をもたらすことを目的とすべきではない。例えば、市場流動性や価格妥当性の確保といった観点では、常に「顧客に利益をもたらすこと」を意図してプリヘッジを行う一方、財務的な観点からは、必ずしもプリヘッジが顧客の利益につながらないことも想定され得ることから、「顧客に悪影響を及ぼさない範囲」および「ディーラーのリスク管理」の双方が、その目的として考慮されるべきである。

・ Minimising market impact & Maintaining market integrity

Q10 :

Should dealers be able to demonstrate the actions they took to minimise the market impact of their pre-hedging trading?

In the event of not entering the anticipated client transaction, are there any considerations for the dealer to minimise market impact and maintain market integrity prior to unwinding any pre-hedging position?

(コメント)

プリヘッジおよびプリヘッジポジションの解消は、どちらもマーケット取引の一環であり、市場への影響を最小限に抑制した措置を説明する必要はないと考える。また、どちらの取引も、市場への影響を最小限に抑制するオペレーションに徹することが肝要とは考えるものの、結果としての価格変動にディーラーが責任を負うものではなく、その価格変動に関する説明は、他の市場参加者がいることを踏まえると困難である。

なお、プリヘッジポジション解消時に市場への影響を抑制する方法としては、小口ロットでプリヘッジを行うことが考えられるが、その分、ポジション解消までに時間がかかり、ディーラーが市場リスクを負うことになる点には注意が必要である。

Chapter 7. Management of Conduct risk from Pre-hedging

・ Policies and procedures

Q11 :

Do you agree with this recommendation on appropriate policies and procedures for pre-hedging? If not, please elaborate

(コメント)

ディーラーは、プリヘッジのための適切なポリシーと手順を文書化し、実施する必要があるとの IOSCO の推奨事項に同意する。

・ Disclosure and consent

Q12 :

What type of disclosure would be most effective for clients? Why?

(コメント)

顧客毎の開示は実務的に相当負荷が高く、事前開示（ウェブサイトへのヘッジ方針掲載等）が最も効果的である。

なお、取引開示や事後開示については、例えば、顧客からの不満の声が上がった場合の記録開示のように、顧客からの要請があった場合に限り、取引内容や顧客属性等を考慮のうえ、実務的に可能な範囲で、個別に対応することは検討の余地がある。

・ Upfront Disclosure

Q13 :

Should upfront disclosure be applicable irrespective of factors such as the size and complexity of the transaction and/or other factors such as level of client sophistication?
Are there any key challenges for dealers to providing pre-trade upfront disclosures?

(コメント)

取引先数の規模、取引のパターン、顧客属性の多様性を勘案すると、顧客のマーケットに対する理解度や洗練度に応じて事前開示の内容を変えることは実務的な観点から非現実的であり、一律の対応が適切である。

Q14 :

What should be the minimum content of any upfront disclosure? Please differentiate between bilateral OTC transactions, competitive RFQs and pre-hedging in the context of electronic transactions.

(コメント)

事前開示には、プリヘッジを行う可能性があること、顧客への不利益をもたらす意図、あるいは市場を混乱させる意図はないこと、顧客にはプリヘッジするかどうかの選択肢があることが最低限含まれるべきである。

なお、最低限含まれるべき内容は、バイラテラルの店頭デリバティブ取引、競争的 RFQs、およびプリヘッジの間で、差はないと考える。

・ Trade by Trade Disclosure

Q15 :

Should trade-by-trade disclosure be proportional to factors such as the size and complexity of the transaction and/or other factors such as level of client sophistication?
What should be the minimum content of trade-by-trade disclosure?
Please differentiate between bilateral OTC transactions, competitive RFQs and pre-hedging in the context of electronic transactions, in particular in electronic trading platforms.

(コメント)

取引毎の開示は、取引規模、複雑性、および顧客の洗練度といった要素に比例すべきと考えるものの、実務的には困難である。

ただし、例えば、顧客からの不満の声が上がった場合の記録開示のように、顧客からの要請があった場合に限り、取引内容や顧客属性等を考慮のうえ、実務的に可能な範囲で個別に対応することは検討の余地がある。

Q16 :

Are there any challenges or barriers to trade-by-trade disclosure in the context of competitive RFQs and in the context of electronic trading? Please elaborate.

(コメント)

競争的 RFQs は、取引の都度、顧客とディーラーの接点があるわけではないことから、取引毎の開示は困難である。また、電子取引上の RFQs は、より即時性を求めた取引形態であり、取引毎の開示との親和性に乏しいと考えられる。特に、外国為替電子取引 (e-FX) は、高速かつ件数も多いことから、実務上、取引毎の情報開示は非現実的であり、システム開発の負担が非常に大きいことも懸念される。

・ Post Trade Disclosure

Q17 :

Would clients benefit from post-trade disclosures about the dealer's pre-hedging practices in a transaction?

(コメント)

既に約定締結している取引に関して、顧客が事後開示を受けるメリットはない。また、顧客は必ずしも事後開示を求めているわけではないと考える。

Q18 :

Should the nature and form of post-trade disclosure be agreed between the client and dealer at the start of their engagement on an anticipated transaction and be proportional to factors such as the size and complexity of the transaction and/or other factors such as level of client sophistication?

(コメント)

事後開示の性質や形式は、顧客とディーラーの間で契約開始時に合意されるべきであり、かつ、取引規模や複雑性、顧客の洗練度といった要素に比例すべきである。

ただし、事後開示は、例えば、顧客からの不満の声が上がった場合の記録開示のように、顧客からの要請があった場合に限り、取引内容や顧客属性等を考慮のうえ、実務的に可能な範囲での対応とされるべきである。

Q19 :

Are there any barriers to post-trade disclosure?

Please differentiate between bilateral OTC transactions, competitive RFQs and pre-hedging in the context of electronic transactions, in particular in electronic trading platforms.

(コメント)

本市中協議の 37 ページに記載があるとおり、プリヘッジ戦略は、ディーラーにおけるリスク管理の一部という側面もあるなかで、顧客のオーダーがどのプリヘッジに対応しているかを特定することは難しいことから、事後開示は困難なケースが想定される。

それでもなお、事後開示を実施しようとする場合、プリヘッジの内容精査等に相応の時間・リソースを割くこととなり、結果として、顧客が真に求める競争力のある迅速な見積への適切な対応が難しくなり、顧客サービスの向上に影響が生じる懸念がある。

なお、競争的 RFQs においては、競合の金融機関数により市場影響が異なるため、適正な開示が困難となる可能性がある。

・ Consent

Q20 :

Do you agree that clients should have the ability to explicitly inform the dealer that they do not want pre-hedging to take place in relation to a specific transaction (or revoke explicit or implicit consent to pre-hedging)?

Are there any circumstances under which the dealer would not be obliged to follow the new client instructions? If not, what are the potential issues or risks to clients of this approach?

Please elaborate your response to the question for bilateral OTC transactions, for competitive RFQ systems and for those in electronic trading platforms.

Should the nature and form of post-trade disclosure be agreed between the client and dealer at the start of their engagement on an anticipated transaction and be proportional to factors such as the size and complexity of the transaction and/or other factors such as level of client sophistication?

(コメント)

「顧客は特定の取引に関してプリヘッジを望まないことをディーラーに明示的に通知する（またはプリヘッジに対する明示的または暗黙的な同意を取り消す）ことができるようにすべき」との IOSCO の提案に同意する。

ただし、顧客は、自身がプリヘッジを望まない結果、見積りの水準、あるいは市場の影響を通じて不利益を被る可能性や、ディーラーがプリヘッジなしでの取引執行が困難と判断する場合には見積り自体をしないケースもあることを理解すべきである。

ディーラーが新たな顧客の指示に従う義務がないという状況は想定し辛いですが、自身のリスク管理を目的としてプリヘッジを行うことはあるかもしれない。

Q21 :

Should dealers be required to obtain explicit prior consent to pre-hedge for certain types of transactions?

Please elaborate your response to the question for bilateral OTC transactions, for competitive RFQ systems and for those in electronic trading platforms.

(コメント)

取引の性質により、顧客の納得性を確保するべく、プリヘッジに関して明示的な事前同意を取得することが望ましいケースは十分あり得るものの、特定の種類の取引に限らず、顧客毎、あるいは取引毎に事前同意を取得することは実務的に困難であり、明示的な事前同意の取得をディーラーに義務付けるべきではない。

・ Compliance and supervisory arrangements

Q22 :

Should stand-alone post-trade reviews be conducted for pre-hedging?

How would this improve supervision of pre-hedging activities?

Could this review be also used to respond to client requests for post trade review of execution practices?

(コメント)

プリヘッジの有効性や妥当性は、①「流動性消費者」たる顧客の納得性と、②「流動性提供者」たるディーラーの説得性により担保されるべきで、取引後レビューはこれら①、②を適切に補完すると考える。

ただし、取引後レビューは、「通貨」、「金額」、「プリヘッジ期間」などの観点で市場に影響を与える可能性が高いと判断した個別取引に限り、実施すべきである。全ての取引に関する取引後レビューの実施は、その実効性やフィージビリティを踏まえると非現実的である。

取引後レビューは、あくまでも自社における不正発見の仕組みであり、仮に、同レビューを通じて不正が発覚した場合には、顧客に対しても適切な対応がなされることを踏まえると、顧客から同レビューの開示要求があった場合に、その開示をするかどうかの判断はディーラーに委ねられるべきである。また、ディーラーが、取引後レビューの結果、不正がなかったことを顧客に開示すると判断した場合、その開示内容は、「レビューの結果、不正なしと判断した」との記載で足りる、とすることが妥当と考える。

・ Manage information and conflicts

Q23 :

Do you think it is reasonable (in terms of costs and benefits) to require dealers to have internal controls to ensure differentiation between prehedging and inventory management?

(コメント)

在庫とプリヘッジを確実に区別するためには、執務エリアの隔離や厳格なポートフォリオの分別管理等が求められ、実務的に困難であることから、ディーラーにそのような内部統制を求めることは合理的ではない。

例えば、為替取引では在庫管理と顧客オーダーを合わせてプリヘッジすることが一般的であり、在庫管理と顧客オーダーの二つを分けることは、ポートフォリオの分別管理や取引毎の紐付作業などが必要になることから、結果として、内部統制のための管理負荷が大幅に増大することになる。

ただし、ディーラーが市場に影響を与える可能性が高いと判断した個別取引に限り、必要に応じて、在庫とプリヘッジを部分的に区別することは有効と考える。

・ Record-keeping

Q24 :

What level of detail would be sufficient to have adequate records of prehedging activity to facilitate supervisory oversight, monitoring and surveillance?

(コメント)

本市中協議における、"sufficient"の要求を満たすためには、以下①～⑤の情報を記録する、あるいは確保しておく必要があると認識している。

- ①「流動性提供者」が、見込まれる顧客取引に係る情報を受領した時点の time stamp 情報
- ②「流動性消費者」が、取引条件に合意時点及び/または執行可能な提示価格を撤回不能な形で受け入れた時点の time stamp 及び記帳データ
- ③「流動性提供者」が①と②の間に実施したプリヘッジの約定記帳データ、及び、プリヘッジと顧客取引の紐付け・特定に必要な情報
- ④開示の有無（現在は、外国為替領域においてはウェブサイト上で開示するケースあり）
- ⑤同意の有無（現在は、外国為替においてはウェブサイト上で、不同意の場合のみ顧客からの申し入れを要請するケースあり）

ただし、こうした情報を記録し、確保しておくには、「顧客に代わる仲介者（セールスディーラー）」、および「独立した統制部門」のオペレーション負荷が非常に大きくなるほか、仮に、全取引が対象となる場合には、システム開発等に相応のコストが発生し、準備期間も必要となることが想定される点を強く懸念している。

したがって、例えば、一定金額閾値以上の為替取引のみを対象とする、あるいは実務上収集可能な範囲の情報でモニタリングするなど、フィージビリティを慎重に検討した上で、決定する必要がある。

・ Industry codes

Q25 :

Do you believe that the industry codes already meet some or all the recommendations?

If so, please explain in detail how.

(コメント)

2021 年 7 月にグローバル外国為替市場委員会から公表されている、「原則 11 及び外国為替市場の現況下におけるプリヘッジの役割の解説」は、同委員会が、2019 年度調査を通じて収集した市場参加者の様々な見解を踏まえて作成したガイダンスであり、これは現状の取引の運営を阻害するものではなく、かつプリヘッジの推奨事項を満たしているものと考ええる。

以 上