

■第25回通常総会を開催	1
■会員の決算状況（平成26年3月期）について	3
■行動ファイナンスから見たロスカット制度の効果	14
■欧州金融商品取引規制（MiFID II / MiFIR）の概要	22
■Financial Futuresニュース（平成26年3月～6月）	42

■第25回通常総会を開催

本協会の第25回通常総会が平成26年6月18日、KKRホテル東京で開催され、次の議案について、いずれも原案のとおり可決承認されました。

第1号議案 平成25年度事業報告及び決算並びに公益目的支出計画実施報告の件

第2号議案 定款の一部変更の件

第3号議案 役員を選任の件

第4号議案 第25回通常総会議事録署名人2名選任の件

平成26年6月18日開催の通常総会で新理事が選任されたのを受けて、同日開催の理事会で会長、副会長、及び専務理事の互選を行い、会長に平野 信行理事（株式会社三菱東京UFJ銀行頭取）、副会長に日比野隆司理事（大和証券株式会社取締役社長）、専務理事に後藤 敬三理事が選定されました。

本通常総会では、来賓として金融庁より細溝監督局長に出席を賜り、ご挨拶をいただきました。



平成26年度の本協会の役員は、通常総会での選任により次のとおりとなりました。

平成 26 年 度 役 員

(平成26年6月18日現在)

一般社団法人 金融先物取引業協会

理事 (会長)	平 野 信 行	株式会社三菱東京UFJ銀行	頭 取
理事 (副会長)	日比野 隆 司	大和証券株式会社	取締役社長
理事	林 信 秀	株式会社みずほ銀行	取締役頭取
理事	青 柳 俊 一	株式会社千葉興業銀行	取締役頭取
理事	中 野 武 夫	みずほ信託銀行株式会社	取締役社長
理事	永 田 俊 一	楽天銀行株式会社	取締役会長
理事	高 村 正 人	株式会社SBI証券	代表取締役社長
理事	川 路 猛	インヴァスト証券株式会社	代表取締役社長
理事	松 田 邦 夫	セントラル短資FX株式会社	代表取締役社長
理事	伊 藤 雅 仁	ワイジェイFX株式会社	代表取締役社長
理事 (専務理事)	後 藤 敬 三		
監事	吉 田 知 生	公益財団法人金融情報システムセンター	常 務 理 事

(会員代表者については会長、副会長、専務理事及び監事を除き会員番号順、敬称略。役職名は会員届による。)

会員の決算状況（平成26年3月期）について

当協会調査部

本協会では、年2回、登録金融機関および第二種金融商品取引業者を除く会員の決算（本決算および中間決算）情報の一部を集計し公表を行っており、今回の結果は以下のとおりである。

[要約]

- ・ 集計対象会員全体の当期純損益合計額は784,734百万円（前年同期比101.73%増）となった。
- ・ 金融先物取引専門業者の当期純損益合計額は8,866百万円（同14.84%増）となり、19社（前年同期は15社）が当期純利益を計上した。
- ・ 集計対象会員における自己資本規制比率の単純平均値478.43%（同3.10%増）、金融先物取引専門業者における自己資本規制比率の単純平均値は557.25%（同8.37%増）となった。
- ・ 集計対象会員全体の純財産合計額は5,826,434百万円（同12.48%増）、金融先物取引専門業者の純財産合計額は87,097百万円（同7.73%増）となった。

はじめに

(1) 本記載における定義等

本協会の会員を金融商品取引業者として登録されており、日本証券業協会の協会員である会社を「証券会社」、「証券会社」以外で日本商品先物取引協会の会員を商品先物取引業者、上記以外の本協会が自主規制機関として所掌する金融商品取引を業として行う金融商品取引業者を金融先物取引専門業者として分類（ただし、当該会員が本協会以外の上記の各協会に、本協会会員になった後新たに入会した場合や

金融先物取引業務以外の業務の比重が金融先物取引を上回る状況となるなどの個別の理由が考えられる場合には、当該会員の分類を変更することがある。）し捉えることとする。なお、前期末から当期末までに上記の分類を変更した会員はない。

平成26年3月期とは、平成25年4月～平成26年3月の通期分の集計であり平成25年3月期とは、これを1ヵ年遡った同期をいう。

(2) 集計対象とする決算情報

本協会の会員である第一種金融商品取引業者が金融庁長官・財務（支）局長宛に提出を行った決算状況表の写しを本協会へ提出しており、この提出書面の記載内容のうち、「1. 経理の状況」の各科目の数値等を基に集計をした。但し、会員において各科目の数値等の算出が困難な場合等、何らかの理由により各科目における数値等が得られない場合は、その数値等は当該集計結果に含まない等の合理的な集計処理を行っている。

以下の各表における割合（(A) / (B) の列）は、前期 = 当期が同数値ならば100%とし、各割合を表記している。

1. 集計対象会員全体の決算概況

(1) 集計対象会員

当期中に金融商品取引業を廃業した会員や外国為替証拠金取引の事業撤退を行った会員があったことにより、集計対象会員数は計2社減少し、91社となった。内訳は金融先物取引専門業者計1社、証券会社計1社の減少となった。

表1 集計対象会員数

区分	当期（平成26年3月期）	前期（平成25年3月期）
集計対象会員数	91	93
金融先物取引専業者	26	27
証券会社	61	62
商品先物取引業者	4	4

(2) 損益状況

①営業損益

営業収益は3,471,687百万円（前年同期比28.24%増）となり、営業損益は、1,022,435百万円（同104.32%増）となった。営業損益を構成する科目の主な内訳は以下a. ～ d. のとおりである。

a. 受入手数料

受入手数料は、2,006,245百万円（同35.71%増）となった。

b. トレーディング損益

トレーディング損益は、1,000,546百万円（同25.59%増）となった。

c. 金融損益

金融収益が456,508百万円（同7.84%増）、金融費用が282,212百万円（同5.01%増）となり、この両方の科目を合計した金額（金融損益）は174,296百万円（同12.75%増）となった。

d. 販売費・一般管理費

販売費・一般管理費（販管費）は、1,970,336百万円で（同1.68%増）となった。

②営業外損益

営業外収益が41,520百万円（同29.07%増）、営業外費用が11,578百万円（同15.64%減）となり、この

両方の科目を合計した金額（営業外損益）は29,942百万円（同62.34%増）となった。

③特別損益

特別利益は42,147百万円（同55.72%減）および特別損失は47,475百万円（同63.14%減）となり、この両方の科目を合計した金額（特別損益）は△5,328百万円（前年同期は444百万円）となった。

④当期純損益

当期純損益は784,734百万円（前年同期比101.73%増）となった。

(3) その他

①純財産額・自己資本規制比率

純財産額は5,826,434百万円（同12.48%増）、各集計対象会員の自己資本規制比率の値を合算し、集計対象会員数で除した集計対象会員の自己資本規制比率の単純平均値は478.43%（同3.10%増）となった。

②常勤従業員数・営業所数

常勤従業員数は56,537人（同1.15%増）、営業所数は1,091店（同5.28%減）となった。

③口座数

口座数は1,934万口座（同2.70%増）となった。

表2 決算状況総括表—全業者会員（合計）

（単位：百万円、％）

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
営業収益	3,471,687	2,707,090	128.24%
受入手数料	2,006,245	1,478,311	135.71%
トレーディング損益	1,000,546	796,677	125.59%
金融収益	456,508	423,336	107.84%
その他の営業収益	8,278	8,695	95.20%
金融費用	282,212	268,756	105.01%
純営業収益	3,189,448	2,438,301	130.81%
販売費・一般管理費	2,166,982	1,937,805	111.83%
営業損益	1,022,435	500,418	204.32%
営業外収益	41,520	32,169	129.07%
営業外費用	11,578	13,725	84.36%
経常損益	1,030,981	518,869	198.70%
特別利益	42,147	75,637	55.72%
特別損失	47,475	75,193	63.14%
税引前当期純損益	1,025,597	519,310	197.49%
法人税等	193,839	86,679	223.63%
法人税等調整額	47,005	43,589	107.84%
当期純損益	784,734	389,000	201.73%
自己資本規制比率	478.43%	464.06%	103.10%
純財産額	5,826,434	5,179,818	112.48%
常勤役員員数	57,188	56,537	101.15%
営業所数（本店を含む）	1,091	1,153	94.62%
開設口座数	30,192,815	28,696,853	105.21%

（注）自己資本規制比率は、各報告対象会員の値を報告対象会員数で除したものである。

2. 営業収入の内訳

有価証券に関連しない受入手数料は28,386百万円（前年同期比25.95%減）となり、受取手数料に占める割合は、1.41%（前年同期は2.59%）となった。

有価証券に関連しないトレーディング損益は1,000,546百万円（前年同期比23.62%減）となり、トレーディング収益に占める有価証券に関連しないトレーディング収益の割合は、9.79%（前年同期は16.09%）となった。

有価証券に関連しない受取手数料および有価証券に関連しないトレーディング損益の合計金額は、126,314百万円となり、営業収益全体に占める割合

は、3.64%（同6.15%）となった。

有価証券に関連しない受取手数料および有価証券に関連しないトレーディング損益の合計金額において、市場デリバティブ取引、外国市場デリバティブ取引および店頭デリバティブ取引の占める割合は、それぞれ、14.53%、▲4.14%、および89.61%であった。

有価証券に関連しないトレーディング損益金額に占める店頭外国為替証拠金取引の割合は、86.55%となった。さらにその内訳の割合は、外国為替取引が、98.40%となり、スワップポイントによる収益は1.60%となった。

金融収支の内訳においては、信用取引収益が82,544百万円（前年同期比84.79%増）となった。

表3 受入手数料内訳－全業者会員（合計）

（単位：百万円、％）

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
受入手数料	2,006,245	1,478,311	135.71%
有価証券に関連しない受入手数料	28,386	38,336	74.05%
市場デリバティブ取引	16,080	23,252	69.16%
うち清算手数料	278	264	105.30%
外国市場デリバティブ取引	850	495	171.72%
うち清算手数料	0	0	－
店頭デリバティブ取引	11,456	14,589	78.52%

表4 トレーディング損益内訳－全業者会員（合計）

（単位：百万円、％）

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
トレーディング損益	1,000,546	796,677	125.59%
有価証券に関連しないトレーディング損益	97,928	128,219	76.38%
市場デリバティブ取引	2,272	2,834	80.17%
外国市場デリバティブ取引	－6,078	－84	－7,235.71%
店頭デリバティブ取引	101,734	125,469	81.08%
外国為替証拠金取引	84,758	81,093	104.52%
うち外国為替取引	83,404	79,947	104.32%
うちスワップポイント	1,355	1,146	118.24%
通貨オプション取引	27,902	－39,699	170.28%

表5 金融収支内訳－全業者会員（合計）

（単位：百万円、％）

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
金融収益	456,508	423,336	107.84%
信用取引収益	82,544	44,670	184.79%
現先取引収益	8,850	7,800	113.46%
有価証券貸借取引収益	121,260	118,046	102.72%
受取配当金	173,052	136,155	127.10%
受取債券利子	32,848	79,401	41.37%
収益分配金	8,964	6,432	139.37%
受取利息	24,654	23,993	102.75%
その他	4,251	6,750	62.98%
金融費用	282,212	268,756	105.01%
信用取引費用	11,476	8,567	133.96%
現先取引費用	31,555	35,910	87.87%
有価証券貸借取引費用	149,436	138,887	107.60%
支払債券利子	13,861	0	－
支払利息	72,636	82,692	87.84%
その他	3,195	2,645	120.79%

3. 販売費・一般管理費の内訳

販売費・一般管理費（販管費）は、2,166,982百万円（前年同期比11.82%増）となった。

販管費に対する、取引関係費、人件費、不動産関係費および事務費の占める割合は、それぞれ

22.50%（前年同期は18.82%）、39.86%（同41.75%）、9.49%（同10.52%）、17.27%（同17.23%）となった。

人件費のうち、歩合外務員報酬が同4,180百万円（前年同期比91.04%増）となった。

表6 販売費・一般管理費内訳－全業者会員（合計）

（単位：百万円、%）

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
販売費・一般管理費	2,166,982	1,937,863	111.82%
取引関係費	487,596	364,745	133.68%
支払手数料	244,993	175,647	139.48%
取引所・協会費	62,938	42,600	147.74%
通信・運搬費	83,060	75,978	109.32%
旅費・交通費	22,016	20,678	106.47%
広告宣伝費	65,969	41,491	159.00%
交際費	8,420	8,146	103.36%
人件費	863,683	809,093	106.75%
役員報酬	9,703	10,140	95.69%
従業員給与	477,275	447,861	106.57%
歩合外務員報酬	4,180	2,188	191.04%
その他の報酬・給与	58,908	54,048	108.99%
退職金	4,137	9,190	45.02%
福利厚生費	85,883	83,443	102.92%
賞与引当金繰入れ	175,799	145,417	120.89%
退職給付費用	33,917	42,450	79.90%
その他	13,704	14,159	96.79%
不動産関係費	205,690	203,828	100.91%
不動産費	144,895	146,599	98.84%
器具・備品等	60,764	57,188	106.25%
事務費	374,133	333,938	112.04%
事務委託費	365,984	326,405	112.13%
事務用品費	8,120	7,495	108.34%
減価償却費	77,476	80,656	96.06%
租税公課	26,971	22,801	118.29%
貸倒引当金繰入れ	2,078	-343	705.83%
その他	129,086	122,911	105.02%

4. 金融先物取引事業者の決算状況

(1) 金融先物取引専業会員数および外国為替証拠金取引の取扱会員数

平成26年3月31日時点で外国為替証拠金取引を取り扱う会員は計68社、金融先物取引事業者は計26社となった。また外国為替証拠金取引を取り扱う会員のうち、金融先物取引事業者の占める割合は38.24%となった。

報告対象会員のうち、全ての金融先物取引事業者が外国為替証拠金取引を取り扱っている。店頭取引および取引所取引別の内訳では、全ての金融先物取引事業者が店頭外国為替証拠金取引を取り扱っており、取引所外国為替証拠金取引（くりっく365およびOSE-FX）を取り扱う金融先物取引事業者は3社であり、外国為替証拠金取引を取り扱う会員に対する取引所外国為替証拠金取引を取り扱う会員の割合は11.54%であった。

表7 外国為替証拠金取引取扱会員数

分類	平成26年3月期	平成25年3月期
金融先物取引事業者	26	27
うち外国為替証拠金取引取扱会員 a	26	27
外国為替証拠金取引取扱会員 b	68	67
a/b (%)	38.24%	40.30%

(注) 取引所でのマーケットメイカーとしての取り扱いは除く。

表8 外国為替証拠金取引の商品別取扱会員数（平成26年3月31日時点）

分類	店頭取引 (店頭外国為替 証拠金取引)	取引所取引（取引所外国為替証拠金取引）		
		くりっく365	OSE-FX	合計
金融先物取引事業者	26	3	0	3
その他の外国為替証拠金 取引取扱会員	33	15	7	19
合計	59	18	7	22

(注) 取引所でのマーケットメイカーとしての取り扱いは除く。

(2) 金融先物取引事業者の役職員数・営業所数

金融先物取引事業者の役職員数は837人（前年同期比12人（1.45%）増）となった。営業所数は30（同2営業所減）、1会員あたりの営業所数は1.15（集計対象会員全体の1会員あたりの営業所数は11.99）となった。

表9 金融先物取引専門業者の常勤役職員数・営業所数

(単位：人、所、%)

分類	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
金融先物取引専門業者の常勤役職員数	837	825	101.45%
金融先物取引専門業者の営業所数	30	32	93.75%
集計対象会員全体の常勤役職員数	57,188	56,537	101.15%
集計対象会員全体の営業所数	1,091	1,153	94.62%

(3) 金融先物取引専門業者の自己資本規制比率・純財産額

各金融先物取引専門業者の自己資本規制比率の値を金融先物取引専門業者数で除した金融先物取引専門業者における自己資本規制比率の単純平均値は557.25% (前年同期比8.37%増) となり、集計対象会員における自己資本規制比率の単純平均値478.43% (同3.10%増) に比べ、自己資本規制比率の改善した割

合は5.27%大きかった。

金融先物取引専門業者の純財産額合計は87,097百万円 (同7.73%増)、金融先物取引専門業者の1社当たり単純平均純財産額は3,349百万円 (同11.86%増) となり、集計対象会員の1社当たり単純平均純財産額64,026百万円 (同14.96%増) に比べ、1社当たり単純平均純財産額の増加した割合は3.10%小さかった。

表10 金融先物取引専門業者の自己資本規制比率・純財産額

(単位：百万円、%)

分類	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
金融先物取引専門業者の平均自己資本規制比率	557.25%	514.19%	108.37%
金融先物取引専門業者の純財産額合計	87,097	80,851	107.73%
金融先物取引専門業者の平均純財産額	3,349	2,994	111.86%
集計対象会員全体の平均自己資本規制比率	478.43%	464.06%	103.10%
集計対象会員全体の純財産額合計	5,826,434	5,179,818	112.48%
集計対象会員全体の平均純財産額	64,026	55,696	114.96%

(注) この表に記載した平均とはそれぞれの該当会員数で除した単純平均である。

(4) 金融先物専門業者の損益状況

以下の表11は、各金融先物取引専門業者の営業収益、経常損益および当期純損益を基準に増収増益、増収減益、減収増益および減収減益に区分けして金融先物取引専門業者の損益分布を示したものである。

金融先物取引専門業者の営業収益は50,943百万円 (前年同期比5.76%増)、17社が増収となり、営業損益は14,435百万円 (同36.06%増)、18社が増益とな

った。

金融先物取引専門業者の当期純損益は8,866百万円 (同14.84%増) となり、19社 (前年同期は15社) が当期純利益を計上した。

金融先物取引専門業者の販売費・一般管理費の合計金額は、36,141百万円 (前年同期比2.71%減) となった。

表11 金融先物取引専門業者の損益分布

(単位：業者(会員)数)

区分	平成26年3月期	平成25年3月期	増減
金融先物取引専門業者数	26	27	-1
増収増益の業者	15	6	+9
増収減益の業者	2	7	-5
減収増益の業者	3	4	-1
減収減益の業者	6	10	-4
当期純利益を計上した業者	19	15	+4

表12 金融先物取引専門業者の損益状況

(単位：百万円、%)

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
営業収益	50,943	48,168	105.76%
金融費用	362	351	103.13%
純営業収益	50,582	47,815	105.79%
販売費・一般管理費	36,141	37,146	97.29%
営業損益	14,435	10,609	136.06%
経常損益	15,106	11,344	133.16%
特別利益	12	3,363	0.36%
特別損失	672	924	72.73%
税引前当期純損益	14,442	13,782	104.79%
法人税等	5,477	5,856	93.53%
法人税等調整額	95	196	48.47%
当期純損益	8,866	7,720	114.84%

(5) 金融先物取引専門業者の営業収益構造

金融先物取引専門業者の受入手数料収入は4,153百万円（前年同期比10.92%増）であり、トレーディング損益は46,348百万円（同4.28%増）となった。

金融先物取引専門業者の外国為替証拠金取引収入合計は48,711百万円（同6.15%増）であり、集計対象会員の外国為替証拠金取引収入合計99,629百万円（同3.58%減）の48.89%を占めた。

金融先物取引専門業者の店頭外国為替証拠金取引における収益は48,683百万円（前年同期は42,343百万円）となり、金融先物取引専門業者の取引所取引の外

国為替証拠金取引における収益は28百万円（同3,544百万円）となった。

表13 金融先物取引専門業者の営業収益構成

(単位：百万円、%)

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
受入手数料	4,153	3,744	110.92%
有価証券に関連しない受入手数料	4,043	3,618	111.75%
市場デリバティブ取引	288	324	88.89%
うち清算手数料	0	0	-
外国市場デリバティブ取引	0	0	-
うち清算手数料	0	0	-
店頭デリバティブ取引	3,755	3,294	114.00%
トレーディング損益	46,348	44,445	104.28%
有価証券に関連しないトレーディング損益	46,397	47,048	98.62%
市場デリバティブ取引	-260	3,220	-108.07%
外国市場デリバティブ取引	0	0	-
店頭デリバティブ取引	46,657	43,828	106.45%
外国為替証拠金取引	44,935	39,330	114.25%
うち外国為替取引	40,231	38,251	105.18%
うちスワップポイント	1,511	1,081	139.78%
通貨オプション取引	1,719	1,893	90.81%

表14 外国為替証拠金取引関連収益の構成

(単位：百万円、%)

項目	平成26年3月期			平成25年3月期		
	金融先物 取引専門家a	報告対象 全会員b	a/b (%)	金融先物 取引専門家c	報告対象 全会員d	c/d (%)
外国為替証拠金取引収入合計	48,711	99,629	48.89%	45,887	103,324	44.41%
受取手数料	4,036	13,355	30.22%	3,337	14,962	22.30%
取引所取引	288	5,558	5.18%	324	7,376	4.39%
店頭取引	3,748	7,797	48.07%	3,013	7,586	39.72%
トレーディング損益	44,675	86,274	51.78%	42,550	88,362	48.15%
取引所取引	-260	1,516	-117.15%	3,220	7,269	44.30%
店頭取引	44,935	84,758	53.02%	39,330	81,093	48.50%
外国為替取引	43,426	83,404	52.07%	38,251	79,948	47.84%
スワップポイント	1,511	1,355	111.51%	1,081	1,146	94.33%

(6) 金融先物取引専門業者の販売費・一般管理費の状況

金融先物取引専門業者の販売費・一般管理費（販管費）は36,141百万円（前年同期比2.86%減）となった。

販管費に対する、取引関係費、人件費、不動産関係費および事務費の占める割合はそれぞれ、42.93%、17.75%、6.86%および11.74%となり、取

引関係費は前年度に比べ1.46%減少、人件費は5.82%増加した。

人件費のうち、役員報酬は962百万円（同5.60%増）、従業員給与は3,714百万円（同0.75%減）および退職給付費用は193百万円（同132.53%増）となった。

表15 金融先物取引専門業者の販売費・一般管理費内訳

（単位：百万円、%）

区分	平成26年3月期 (A)	平成25年3月期 (B)	(A) / (B)
販売費・一般管理費	36,141	37,204	97.14%
取引関係費	15,514	15,744	98.54%
支払手数料	6,298	5,557	113.33%
取引所・協会費	55	48	114.58%
通信・運搬費	520	525	99.05%
旅費・交通費	100	101	99.01%
広告宣伝費	8,455	9,426	89.70%
交際費	44	46	95.65%
人件費	6,416	6,063	105.82%
役員報酬	962	911	105.60%
従業員給与	3,714	3,742	99.25%
歩合外務員報酬	0	0	-
その他の報酬・給与	183	173	105.78%
退職金	5	27	18.52%
福利厚生費	590	584	101.03%
賞与引当金繰入れ	354	205	172.68%
退職給付費用	193	83	232.53%
その他	382	307	124.43%
不動産関係費	2,478	2,469	100.36%
不動産費	1,366	1,336	102.25%
器具・備品等	1,108	1,127	98.31%
事務費	4,244	4,219	100.59%
事務委託費	3,700	3,745	98.80%
事務用品費	539	474	113.71%
減価償却費	2,619	2,747	95.34%
租税公課	873	903	96.68%
貸倒引当金繰入れ	2	11	18.18%
その他	3,948	5,002	78.93%

【参考】

外国為替証拠金取引の営業収益率

(単位：百万円、%)

区分	取引所取引			店頭取引		
	平成26年 3月期 (A)	平成25年 3月期 (B)	(A) / (B)	平成26年 3月期 (A)	平成25年 3月期 (B)	(A) / (B)
出来高 a	54,919,920	64,132,394	85.64%	4,229,481,425	2,247,302,716	188.20%
受取手数料収入 b	13,355	14,962	89.26%	7,797	7,586	102.78%
トレーディング 損益 c	86,274	88,362	97.64%	84,758	81,093	104.52%
営業収益合計 d=b+c	99,629	103,324	96.42%	92,555	88,679	104.37%
収益率 d/a×100	0.1814%	0.1611%	112.60%	0.0022%	0.0039%	55.46%

(注) 出来高は本協会が公表する四半期出来高報告に基づき集計した値。

外国為替証拠金取引の証拠金倍率

(単位：百万円、%)

区分	取引所取引		店頭取引	
	平成26年3月期	平成25年3月期	平成25年3月期	平成25年3月期
期末建玉 a	9,142	8,842	58,118	52,034
期末預かり証拠金* b	2,144	1,959	11,306	10,834
証拠金倍率 a/b	4.26	4.51	5.14	4.80

(注) 期末建玉および期末預かり証拠金は本協会が公表する四半期出来高報告に基づき集計した値。

行動ファイナンスから見たロスカット制度の効果

神戸大学 教授

岩壺 健太郎

1. 問題設定

本稿では、外国為替証拠金取引に関する規制のうち、損失が一定比率以上になった際に自動的に反対取引により決済する制度（以下「ロスカット制度」という）の有効性を会員会社の協力により提供された顧客取引データに基づき分析する。なお、ここでいうロスカット制度とは、日中においてFX業者が設定したロスカット基準のもとで投資家が抱える全ポジションを反対売買する「ロスカット」と、追証が解消されない場合に反対売買する「強制決済」の両者を指し、投資家が自発的に行うロスカットを「損切り」と呼ぶことにする。

ロスカット制度により強制決済される投資家には①自発的に損切りを行わない、②新規取引時点においてすでにレバレッジ比率が高い、③追証の発生時に追加投入する余裕資金がないという3つの条件が揃っている可能性が高い。

①の自発的に損切りを行わないというのは、含み益が生じている場合は早めに利益を確定する一方で、含み損が生じている場合は損切りに踏み切れないという投資家の心理バイアスから生じている可能性がある。この心理バイアスを気質効果(disposition effect)という。ただし、レバレッジ比率が低い、もしくは余裕資金があるならば、自発的に損切りを行わなくてもロスカットを受けることはない。

②のレバレッジ比率としては投資家が選ぶレバレッジ・コース（10倍コース、25倍コースなど）ではなく、必要証拠金に対する有効投資額の比率が重要

である。新規取引時にこの比率が高い場合、為替レートわずかな変動でもロスカットの対象になりえる。しかし、自発的に損切りを行える、もしくは追加投入できる余裕資金があるならば、ロスカットを受けることはない。

③の追加投入できる余裕資金がなくても、自発的に損切りを行える、もしくはレバレッジ比率が低ければロスカットが発生しない。そこで、①、②、③すべてが存在することがロスカットの条件となる。

もちろん、①、②、③すべてが満たされなくても、ロスカットされることもある。たとえば余裕資金はあるが、為替レートの動向を気にしないでいたら知らない間にロスカットにあっていたという場合や、自発的に損切りできないことを前提にロスカット制度を積極的に利用して過度なリスク・テイクを抑えているという場合である。しかし、一般的にはロスカットが投資家に与える経済的・心理的影響は大きく、ロスカット後にFX証拠金取引を辞めてしまう投資家も多いことから、これらのケースはそれほど多くないと考えられる。

本稿で分析する顧客取引データには、投資家の預託証拠金や各資産額のデータがないため、残念ながら、②と③の条件を検証することはできない。そこで、ロスカット経験者が非経験者に比べて気質効果が強いのかを分析し、ロスカット規制が投資家保護として機能しているかを評価する。

2. データ

ここでは、分析に使用する顧客取引データの特徴を挙げる。データは2011年の顧客取引全データであり、取引総数は26,382,606回である。そのうち個人は25,660,421回、法人は722,185回であり、個人は法人のおよそ8倍の取引を行っている（口座比ではない）。個人の取引に占める男女比はおよそ6：1である（人数比ではない）。

個人が多く取引する通貨は、USD/JPY（全取引数の25%）、EUR/JPY（同22%）、AUD/JPY（同20%）EUR/USD（同15%）である。それに比べて、法人はEUR/USD（同29%）、EUR/JPY（同26%）が多く、USD/JPY（同16%）、AUD/JPY（同15%）の比率が少ない。日頃、話題になりやすいUSD/JPYとスワップポイントの高いAUD/JPYは個人に人気がある。

注文の種類は個人、法人を問わず、成行注文（全取引数の85～87%）が圧倒的に多く、指値注文・逆指値注文は全体の13～15%に過ぎない。また、ロスカットや強制決済は合わせて全取引数のわずか0.5%で、法人では1%に過ぎない。

次に、一度でもロスカット・強制決済の経験がある投資家の取引をみでみる。ロスカット経験者と非経験者の間には違いは顕著ではない。通貨ペア、男女比、注文の種類のいずれもほとんど同じ比率である。

3. 分析

以下では、ロスカット・強制決済をサンプル期間中に1回でも経験した投資家と経験したことのない投資家に分類し、経験者が非経験者よりも気質効果が強いかどうかを分析する。気質効果が強い投資家は、含み益があるときに早めに仕切注文を約定させ、含み損があるときに仕切注文を先送りするため、保有期間とリターンには負の相関関係があることが予

想される。ロスカット経験者と非経験者について気質効果の度合いを比較することで、ロスカット規制の有効性を評価する。

2011年8月にレバレッジ規制が改定され、レバレッジ比率の上限が最大50倍から25倍へと変更になった。この規則改定により、ロスカットや強制決済の頻度が低下している。また、FX業者の被る未収金の発生件数や発生金額も大幅に減少した（金融先物取引業協会資料）。

そこで、レバレッジ比率が変更される前の2011年1—3月の3ヵ月間と変更後の10—12月の3ヵ月間をサンプル期間として分析を行う。1—3月の前期には東日本大震災の時期が含まれ、とくに震災発生後の急速な円高によって、多くのロスカットが見られた。そこで、3月17日にロスカットを経験した者（3,361人）を分析対象とする。ロスカット非経験者は1—3月の間に1度もロスカットを経験していない16,219人の中からランダムに抽出した。通貨は取引の多いUSD/JPYとAUD/JPYに限って分析を行った。

それに対し、10—12月までの3ヵ月間は比較的ロスカットや強制決済が少ない期間であり、1日あたり1000人を超すロスカット・強制決済は見られない。サンプル期間のUSD/JPYの動きをみると10月31日にドルの急騰がみられるが、比較的安定的に推移している（図表1）。むしろ、この時期にロスカットされているのはAUD/JPYであり、この時期の変動が激しいことが窺える（図表2）。

ロスカット経験者と非経験者の気質効果を調べるにあたって、各投資家の取引を新規と仕切りをペアにして、その間の保有期間とリターンを計算した。取引ごとのリターンは

（ロング・ポジションの場合）

リターン = (仕切取引時の売却価格 - 新規取引時の購入価格) / 新規取引時の購入価格 × 100

または

(ショート・ポジションの場合)

リターン = (仕切取引時の購入価格 - 新規取引時の売却価格) / 新規取引時の売却価格 × 100

で表される。ただし、スライシングなどで新規と仕切りの約定数量が取引ごとにペアにならない場合には、ゼロポジションからゼロポジションになるまでの間を保有期間とし、その期間のリターンは約定数量で加重した平均購入価格と平均売却価格を計算し、リターンを計算した。ここでのリターンは取引ごとのリターンと保有期間であり、投資家（口座）ごとのリターンではない^{※1}。

図表3にはリターンと保有期間の基本統計量を記している。ロスカット非経験者と比べると、一般的に、経験者の取引ごとのリターン平均は低く、保有期間は長い。取引ごとのリターンの分散（標準偏差）が大きいことも特徴的である^{※2}。

また、図表として示してはいないが、ロスカット経験者・非経験者ともに、1日以内の取引やプラスマイナス1%未満での取引が圧倒的であることや、1日を超える長期保有の場合のリターンはプラスやマイナスに大きく偏っていない、ということが明らかになった。ロスカット経験者によるロスカット取引や強制決済取引では負のリターンが圧倒的であり、かつ保有期間が長いものが多いが、同じ投資家の通常決済取引の散布図からはリターンと保有期間の間に明らかな負の関係は確認できなかった。

これは保有期間とリターンの相関関係を分析した図表4からも明らかである。ロスカット非経験者と異なり、ロスカット経験者は含み損があるときに仕切注文を先送りするため、保有期間とリターンには負の関係があると予想していたが、実際は10—12月のAUD/JPY取引を除いて、ロスカット経験者の通常決済取引の相関係数はいずれも正であり、統計的に有意であった。1—3月の相関係数はロスカット経験者も非経験者も0.01～0.015の間で正であり、10—12月の相関係数は0.03～0.04である（ロスカット

非経験者のAUD/JPY取引は-0.008）。この結果はロスカット制度の有効性を否定するものであろうか。

1—3月のロスカット経験者のサンプルは3月17日にロスカットを経験した者に限定したために、ロスカット経験者と非経験者の間に心理バイアスの違いが表れていないことが考えられる。震災後の急激な円高は明け方の一時的なものであり、自発的にロスカットできる気質効果の低い投資家ですら、為替レートをフォローできずにロスカットの対象になっていた可能性が高い。ロスカットになった投資家が多いのに対し、強制決済になった投資家が少ないことは追証を差し入れることができる投資家でも、それよりも前にロスカットされていたことが推測される。

一方、10—12月のサンプル期間はUSD/JPYが比較的安定していた時期で、投資家はよりボラティリティの高いAUD/JPYの取引を増やしていたため、ロスカット・強制決済の件数がUSD/JPYよりもAUD/JPYに多い。AUD/JPYのロスカット経験者の相関係数が負であることはロスカット経験者が、含み損があるときに仕切注文を後送りするという気質効果が非経験者よりも強く働いていることが推測される。

追証が発生したならば強制決済を逃れることができるような投資家に対しても、急激に生じる大幅な為替変動によってロスカットされていたことは注目に値する。ロスカット制度の有効性は、為替変動が一時的なもので元の水準に戻ってくるか、あるいは恒久的なもので元の水準に戻ってこないものかによって、事後的に判断され得るであろうが、それが事前に分からない場合、投資家に追証を求めることなくロスカットすることの経済的意義は今後、検討すべき課題であろう。

※1 投資家（口座）ごとのリターンを計算するには預託証拠金のデータが必要であるため、本研究では取引ごとのリターンのみを分析に使用している。

※2 ここでいうリターンが取引ごとのリターンである

ため、この結果だけをもってロスカット経験者が非経験者よりも投資パフォーマンスが高いとは言えない。

4. まとめ

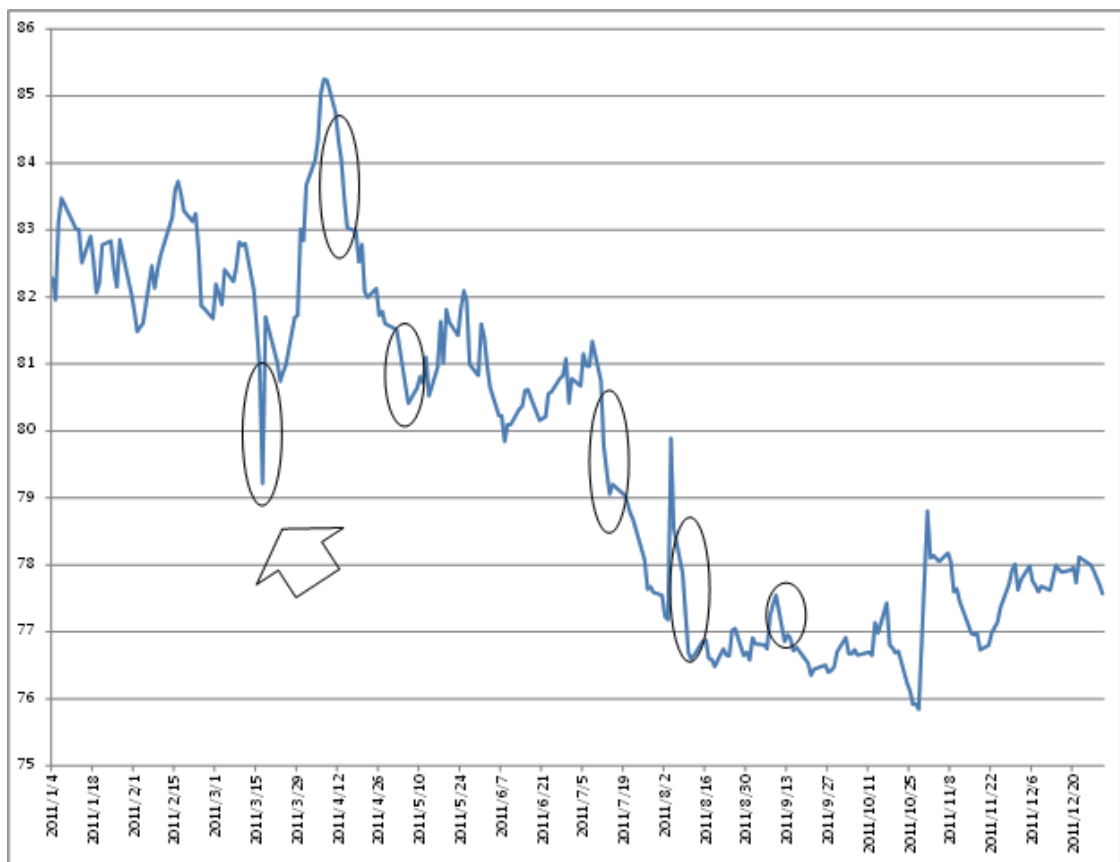
本稿では、損切りを先送りするという投資家の心理バイアス（気質効果）を調べることで、ロスカット制度の有効性を考察した。2011年1—3月の東日本大震災を含む分析では、ロスカット経験者と非経験者の間に気質効果の違いを見つけることは出来なかった。これは、一時的で急激な為替の変動によって気質効果が低い投資家までもロスカットの対象にな

っていたことが原因と考えられる。

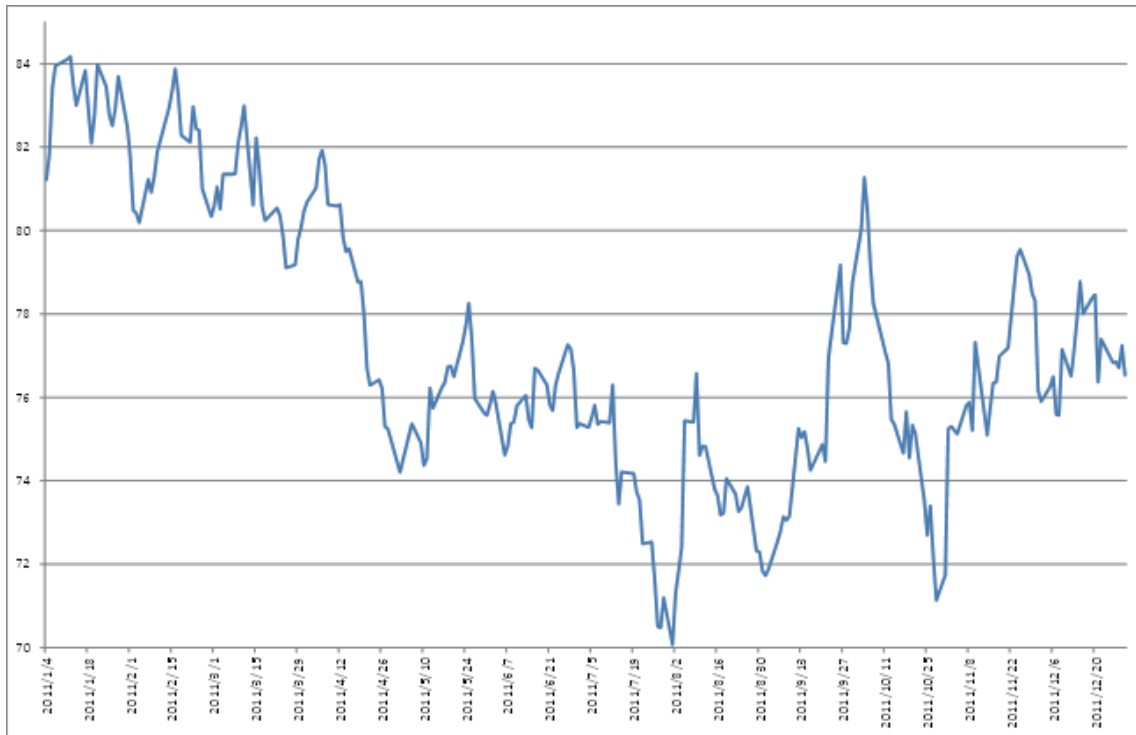
一方、10—12月の分析ではボラティリティの高いAUD/JPYの取引を行うロスカット経験者に気質効果があり、為替が比較的安定している時期においては、ロスカット制度が有効であったことが確認できた。

東日本大震災時のように一時的かつ大幅な為替変動が発生する時には、追証を差し入れることができる投資家に対しても、追証の発生以前にロスカットされる可能性があることが窺えた。これが経済的な意味で投資家保護かどうかは今後の研究課題とした。

図表1 円ドルレート（2011年）とロスカットが大量発生した日付



図表2 豪ドルレート (2011年)



図表3 保有期間とリターンの基本統計量

ロスカット経験者					ロスカット非経験者				
1-3月	USD/JPY				1-3月	USD/JPY			
	平均	標準偏差	最低値	最高値		平均	標準偏差	最低値	最高値
リターン(%)	-0.095	0.718	-7.788	4.809	リターン(%)	0.014	0.295	-5.494	6.011
保有期間(日数)	0.806	3.340	0.000	72.953	保有期間(日数)	0.545	3.510	0.000	73.585
1-3月	AUD/JPY				1-3月	AUD/JPY			
	平均	標準偏差	最低値	最高値		平均	標準偏差	最低値	最高値
リターン(%)	-0.280	1.429	-10.453	3.129	リターン(%)	-0.004	0.693	-10.234	11.318
保有期間(日数)	1.727	5.366	0.000	72.717	保有期間(日数)	1.421	4.779	0.000	71.584
10-12月	USD/JPY				10-12月	USD/JPY			
	平均	標準偏差	最低値	最高値		平均	標準偏差	最低値	最高値
リターン(%)	0.045	0.589	-2.860	4.542	リターン(%)	0.043	0.392	-3.285	4.754
保有期間(日数)	1.245	3.423	0.000	66.565	保有期間(日数)	0.727	2.948	0.000	88.144
10-12月	AUD/JPY				10-12月	AUD/JPY			
	平均	標準偏差	最低値	最高値		平均	標準偏差	最低値	最高値
リターン(%)	-0.036	0.654	-13.497	10.764	リターン(%)	0.005	0.461	-9.264	12.587
保有期間(日数)	0.531	2.184	0.000	68.394	保有期間(日数)	0.343	1.973	0.000	78.473

図表4 保有期間とリターンの相関関係

ロスカット経験者						ロスカット非経験者					
1-3月	USD/JPY					1-3月	USD/JPY				
	相関係数	標準偏差	P値		Adj R2	No. obs		相関係数	標準偏差	P値	
通常	0.009	0.001	0.000		0.008	27958	通常	0.013	0.000	0.000	0.024
ロスカット	-0.128	0.008	0.000		0.193	1076					
強制決済	-0.105	0.011	0.000		0.383	152					
1-3月	AUD/JPY					1-3月	AUD/JPY				
	相関係数	標準偏差	P値		Adj R2	No. obs		相関係数	標準偏差	P値	
通常	0.015	0.001	0.000		0.028	11479	通常	0.011	0.000	0.000	0.033
ロスカット	-0.190	0.010	0.010		0.287	1000					
強制決済	-0.127	0.022	0.000		0.399	51					
10-12月	USD/JPY					10-12月	USD/JPY				
	相関係数	標準偏差	P値		Adj R2	No. obs		相関係数	標準偏差	P値	
通常	0.039	0.003	0.000		0.043	4853	通常	0.030	0.001	0.000	0.053
ロスカット	-	-	-		-	-					
強制決済	-0.058	0.004	0.000		0.348	323					
10-12月	AUD/JPY					10-12月	AUD/JPY				
	相関係数	標準偏差	P値		Adj R2	No. obs		相関係数	標準偏差	P値	
通常	-0.008	0.002	0.000		0.001	19629	通常	0.034	0.001	0.000	0.021
ロスカット	-0.531	0.104	0.001		0.716	10					
強制決済	-0.255	0.009	0.000		0.598	526					

(注) 「通常」とはロスカットや強制決済以外の通常決済を指す。

神戸大学岩壺教授との学術連携（共同研究）に関して

当協会調査部 山崎 哲夫

1. 学術連携内容

前回の研究（平成24年度学術連携）では、損失が一定比率以上（ロスカットで決められている必要証拠金額を下回った場合）になった際に、①自動的に反対取引によって決済された場合と、②強制ロスカット制度がなかったと仮定して、その日の終値で値洗いした場合を比較して、ロスカット制度が損失の拡大を抑制したかの検証を試みたが、強制ロスカットが投資家にとって有効に働いていると結論づけるには至らなかった。

そこで今回の研究は、損切りを先送りするという投資家の心理バイアス（気質効果）を調べることで、その心理バイアスに対してロスカット制度が有効に働いているかを「為替相場が比較的安定している時」、「一時的かつ大幅に変動している時」に分け、また、ロスカット・強制決済をサンプル期間中に1回でも経験した投資家と経験したことのない投資家に分類し、経験者が非経験者よりも気質効果が強い

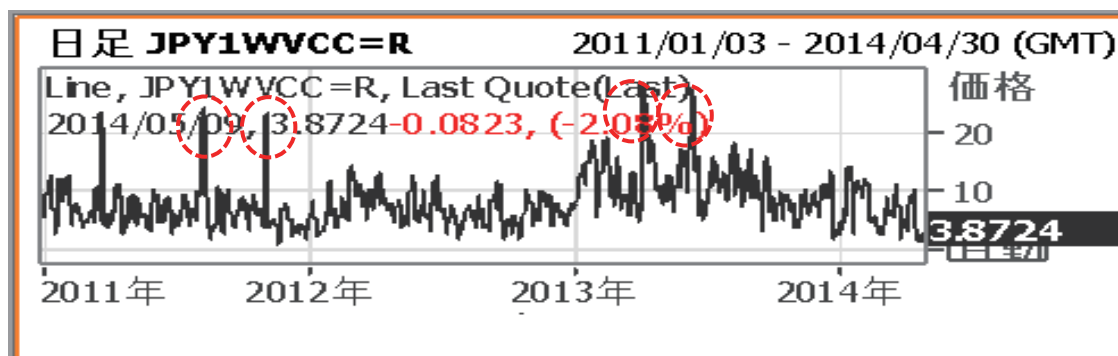
かどうかを行動ファイナンス的なアプローチから分析を試みた。

2. 結果

岩壺先生のご報告書「4. まとめ」にあるように、為替相場が一時的かつ大幅に変動している時には、投資家の気質効果が顕著になる以前に強制ロスカットが発動されるため、強制ロスカット制度が有効に働くことを確認できなかったが、為替相場が比較的安定している時に市場のボラティリティが上昇ないし高止まりしている状態では強制ロスカット制度が有効に働き顧客保護に資していることが実証データにより確認された。

今回の分析対象年は、2011年の1年間であったが2011年初から2014年4月末までの外国為替相場の状況をドル円通貨ペアにおける1週間の実現ボラティリティでみると2011年3月17日と同程度の相場変動は図表1でも分かるように同期間で4度発生して

図表1 ドル円の1週間実現ボラティリティ（ヒストリカル・ボラティリティ）



出所：トムソン・ロイター社

いるのみであり、報告書で強制ロスカット制度が有効であったと結論付けた「為替相場が比較的安定した時期」もしくはそれに準ずる状態が多いことがわかる。

今回の研究では損切りが遅く損失を拡大しがちであると考えられる投資経験が浅い投資家の投資心理バイアスが強制ロスカット制度によって抑制されていることが確認された。強制ロスカット制度は投資家が外国為替相場の変動により預託証拠金以上の損失を被ることによって起こるロスカット未収金の発生を防ぐという主目的以外にも、外国為替証拠金取引において投資の初心者には有効な保護機能を果たしていると考えられる。

* 「気質効果」に関する参考論文

①気質効果が個人投資家のPerformanceを悪化させることを最初に示したのは
Odean, T. (1998), “Are investors reluctant to

realize their losses?”,
Journal of Finance, 53 (5), pp.1775-1798.
で株式市場での個人投資に関するもの。

②株式市場の個人投資に関して、気質効果は個人的特質であり、投資活動を通じてその気質を払拭するには時間がかかることを示している。
Seru, Shumway and Stoffman (2010), “Learning by trading”,
Review of Financial Studies, 23 (2), pp.705-739.

③韓国の株式指数先物の個人投資に関して、気質効果の強い投資家はPerformanceが低いことを示している。
Choe and Eom (2009), “The disposition effect and investment performance in the futures market”,
Journal of Futures Markets, 29 (6) , pp.496-522.

欧州金融商品取引規制（MiFID II / MiFIR）の概要

はじめに

1. 店頭デリバティブにおける欧州の重要性
2. これまでの投資関係指令等
3. G20声明
4. EMIR
5. CRD IV / CRR
6. MiFID II / MiFIR

末尾資料1：MiFID ANNEX I サービス、業務及び
金融商品のリスト

末尾資料2：ISD、CAD及び投資者補償制度指令

はじめに

2014年4月15日、欧州議会^{*1}が欧州金融商品市場指令（MiFID）^{*1}の改正（MiFID II）を認可しました。

MiFID IIには、市場インフラへのオープンなアクセス、EU域外業者のEU内での業務（第三国アクセス）への統一アプローチ及びアルゴリズム取引・高頻度取引規制などデリバティブ市場に直接影響する新しい規制要件が含まれています。また、コモデ

ィティ市場について規制が拡大されています。

「これらのルールは、既存の法制度の抜け穴を塞ぐように設計され、金融市場をより効率的であるだけでなくより安全なものとし、投資者保護を図り、高頻度取引を規制し、投機的コモディティ取引の抑制を目的とします。新ルールは、EUにおいて取引後透明性情報を提供する投資業者、市場運営者（株式又は金融市場での取引）及びサービスに適用されます。」^{*2}

※1 EUの機関及びEUの法体系は、「EUの機関」及び「EUの法体系」に説明されています。

※2 2014年4月15日欧州議会プレスリリースからの抜粋です。

MiFID IIは、2008年秋のリーマンショック後のG20ピッツバーグ・サミット声明（3. 参照）に基づき、欧州において市場参加者による過剰なリスク負担が金融市場全体に波及することを抑制するためG20が定めた改革プログラムを実施し、また元のMiFIDの施行後の再点検の結果を、以前には想定外であったことも含め、織り込む規制として制定されます。

本稿は、2014年6月末現在の情報に基づき作成しています。本稿に関するご質問やお問合せは、本協会宮崎（Tel：03-5280-0881）までお寄せください。

EUの機関

欧州議会（European Parliament）の議員は、1979年までは、加盟国議会の議員が兼任していましたが、それ以後は、5年ごとに行われる各加盟国の国民によって直接選出されています。

EU理事会（Council of European Union）は、各加盟国の代表で構成されます。

欧州議会とEU理事会は、共同でかつ平等に、EUの政策を決定し、また、法令を制定する最高機関です。

欧州理事会（European Council）は、EU理事会の構成員に欧州委員会の委員長が加わり、EUの重要事項及び基本方針を決定し、加盟国間の政治協力を強化し、そのような基本方針の実施をEU理事会等のEUの機関や各加盟国に要請できます。なお、欧州評議会（Council of Europe）は、EU外の国際機関であり、諸国の統合体というよりは、統合のあり方について討論するためのフォーラムといった役割を有します。

欧州委員会（European Commission）は、EU理事会及び欧州議会に法令を発案し、EU諸機関、加盟国や個人がEU法を遵守しているかどうかを監視します。委員は、加盟国の国民でなければならず、さらに各国の国民が少なくとも1名含まれていなければなりません。

欧州証券市場機構（ESMA、European Securities and Markets Authority）は、EUの独立専門機関の一つで、2010年1月に業務を開始しました。その前身は、欧州証券規制者委員会（CESR、Committee of European Securities Regulators）です。各加盟国の監督機関の監督機関として、金融に関連するEU規制の実施の確保、規制実施のための基準作り、規則集等の作成のほか、格付業者及び取引情報蓄積機関の監督、清算機関及びシステム上重要なEUの銀行の監督機関への参加、中央清算機関での清算を義務化する対象となる店頭デリバティブ商品の決定等を行います。取引所や投資業者の許可や監督は各EU加盟国の監督機関が行います。職員数は139名（2013年末）、年間予算は2819万ユーロ（2013年度）です。収入の46%は各EU加盟国の監督機関から、31%はEUから、20%は格付け業者から、3%は取引情報蓄積機関からのものです。

欧州システミック・リスク理事会（ESRB、European Systemic Risk Board）は、欧州連合内における金融のマクロ的安全性に対するシステミック・リスクの防止又は緩和に貢献するため、2010年12月に設置されました。ESRBの活動は欧州中央銀行に委任されています。

欧州銀行機構（EBA）は、EUの独立専門機関の一つで、2011年1月に設置されました。欧州銀行部門全体の安全性規制及び監視を行います。

欧州保険職業年金機構（EIOPA、European Insurance and Occupational Pensions Authority）は、EUの独立専門機関の一つで、2011年1月に設置されました。保険及び職業年金の規制・監督を行います。

ESMA、EBA及びEIOPAを合わせて欧州金融監督制度（ESFS、European System of Financial Supervision）と呼びます。

MiFID IIは、2010年7月に制定された米国のドッド＝フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法（以下、「ドッド・フランク法」）に対応します。ドッド・フランク法のスワップ^{*1}及びスワップ執行施設（SEF、swap execution facilities）^{*1}がそ

れぞれMiFID IIにおける金融商品のうちの(4)～(10)^{*2}及びMTF / OTF^{*3}に対応します。MiFID IIとドッド・フランク法とには、4.a.①^{*3}や4.d.①のような違いがあります。

^{*1} 会報第95号「ドッド・フランク法」資料1定義参照。

※2 MiFID II ANNEX I Section Cの金融商品のうちの(4)～(10)(末尾資料1参照)。但し、その定義をより明確化するようESMAが欧州委員会に要望しています。(4.d.参照)

※3 6.c.及び6.d.参照。

本稿では、これまでの欧州デリバティブ規制の経緯について、続いて新しい規制の枠組みについてレポートします。

1. 店頭デリバティブにおける欧州の重要性

店頭デリバティブ取引の世界の市場規模は、BISが6ヵ月ごとに調査する店頭デリバティブ取引残高によれば、図1のように、2008年秋のリーマンショック後、増加率は小さくなりましたが、全体としては増加傾向です。

店頭デリバティブのうちの同一通貨金利スワップ取引の世界の地域別シェアは、BISが3年ごとに調査する店頭デリバティブ取引残高によれば、図2の

図1 店頭デリバティブ取引残高

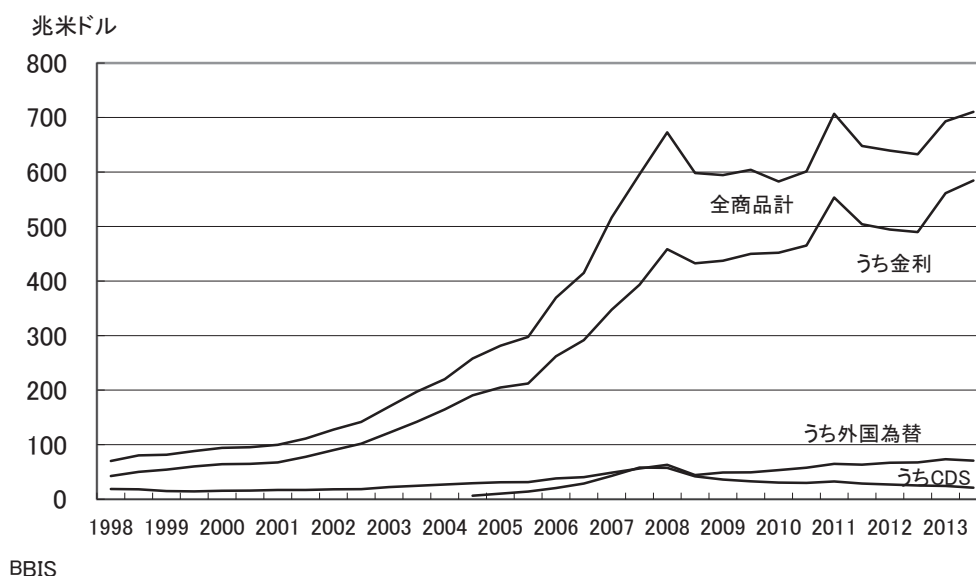
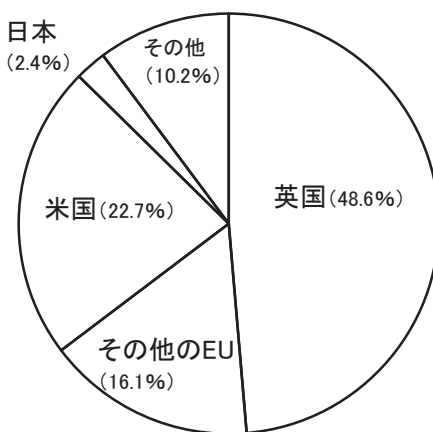


図2 国・地域別店頭同一通貨建て金利スワップ残高



ように、2013年4月、英国が占める割合は48.6%、その他のEUが占める割合は、16.1%、合わせて64.7%です。

2. これまでの投資関係指令等

a. 1993年1月実施の第2次銀行指令（89年12月）（銀行が直接投資サービス業を営むことができる、いわゆるユニバーサル・バンク制度が採用されました。）

b. 1996年1月、投資サービス指令（ISD、Investment

Service Directive）（93年5月）が発効（パスポート制度が導入されました。詳しくは、**末尾資料2**参照）

c. 1996年1月、資本充実指令（CAD、Capital Adequacy Directive）（93年3月）が発効（業者区分に応じた統一資本要件が導入されました。詳しくは、**末尾資料2**参照）

d. 1997年3月、投資者補償制度に関する指令（2004年4月）が発効（加盟国は、小規模投資者に対する補償制度を設けることが義務付けられました。詳しくは、**末尾資料2**参照）

EUの法体系

- 第一次法は条約（treaty）です。憲法のようなものです。
- 第二次法には、規則（regulation）、指令（directive）、決定（decision）、勧告（recommendation）及び意見（opinion）があります。
- 規則は、各加盟国の法令を調和・統一するために制定され、指令と異なり、国内法に置き換えられることなく、加盟国内で直接、適用されます。すなわち、直接市場参加者に強制します。規則は、官報に掲載されれば、効力を発します。規則にある規定は公表から30ヵ月後に適用されることとなります。
- 指令は、各加盟国の法令を調整するために定められます。すなわち、各国は、指令に基づき、国内の法令を定め、この国内法令が市場参加者に適用されます。加盟国には、国内法令への移し換えに際しある一定の裁量権が与えられています。指令に含まれる規定は、官報掲載から24時間後に国内法制度として加盟国により制定され、公表される必要があります。
加盟国は、指令を所定の期間内に国内法令に置き換えなければなりません。置換期間が終了する前であっても、指令はある一定の効力を持ちます。
- このほか、EU理事会、欧州委員会、欧州中央銀行及び会計検査院は、決定、勧告及び意見（会計検査院は勧告及び意見のみ）を発することができます。
- 決定は、一般的に発せられる上記の規則とは異なり、特定の対象に対して発せられます。

e. MiFID I

2007年11月、金融商品市場指令（MiFID）（2004/39/EC）（以下「MiFID I」といいます。）（2004年4月）が発効しました。ISDは廃止されました。

① MiFID I 制定の目的

MiFID I は、金融市場、特に取引所外市場における投資者による取引の活発化及びデリバティブに代表されるサービスや商品の複雑化・多様化などの構造変化並びにそれに伴う投資助言の重要

性の高まりに対応して、より高度の投資者保護を図り、そのようなサービスや商品についても、投資業者がその本籍国の監視を受けてEU全域内を単一市場として提供することができるようにするために必要なEUの法制度を整備するために制定されました。また、新しく登場してきた多角的取引施設（MTF、multilateral trading facility）が既存の取引所との競争を増進させることも期待されました*。

※ MiFID IIは、競争増進よりもむしろ安定を目指しています。

② ISDからの主な改正点

- ・ 投資に関する助言の提供について、付随業務から許可を必要とする投資業務に含めること。
- ・ 伝統的な金融商品と同じような規制上の問題を提起するような方法で取引される一定のコモディティ・デリバティブその他の契約を金融商品に含めること。この中には天候、運送料、排出権、インフレ率、公的経済統計などのオプション、先物、先渡契約などで、差金で決済しなければならない又は決済できるものを含むこと*1。
- ・ MTFも取引所と同様、規制の対象にすること。但し、投資業者が自己の計算で相対で取引を行い、無リスクの取引相手が当事者間に介在しない相対取引システムを除くこと。
- ・ 顧客区分（一般顧客（retail client）、専門顧客（professional client）*2及び適格取引相手（eligible counterparty）*3）を導入して顧客保護に差をつけること。

※1 ISDでは、金融・証券及びそれらの先物、スワップ等に限っていました。なお、英国、ドイツ、フランス等では、商品の先物等についてはMiFID I 施行前に規制対象に含めていました。

※2 リスク評価及び投資決定を行うことができるだけでなく、より経験、知識及び能力を有するとみなされる顧客。（ANNEX II）

※3 投資業者、信用機関、保険会社、投資信託及びその運用会社、他の規制対象金融機関等をいいます。

③ 金融危機

MiFID I は、2008年秋のリーマンショック後の金融危機に対応できませんでした。特に、従来の規制対象である取引所及びMTFに属しない電子取引システムでの取引及び店頭デリバティブ取引が増加し、新しい規制の枠組みが必要とされました。

④ 規制機関設置

EUは、規制裁定*のリスクに対応し、銀行、証券市場及び保険業の国内監視の質を高めるため、ESMA（2011年1月設置）、EBA（2010年11月設置）及びEIOPA（2011年1月設置）の3つの汎欧州機関を設置しました。EUはさらに、当時の金融危機に対応するため、EU内のシステムック・リスク（連鎖破たんリスク）を特定し、その防止・軽減のための勧告を行うため、欧州金融監視制度（ESFS）の一部としてESRB（2010年12月設置）を設置しました（EUの機関参照）。これらは、2011年1月に稼働を開始しました。これらの機関の新設により、規制要件の過半は、EUレベルだけで決定され、EU各国の規制機関は、それらについて交渉・合意すること、意思決定者としては、業者及び市場の規制機関としての機能に重点を置くこととなります。

※ Regulatory arbitrage（regarbともいいます。）経済的価値と歓迎されない規制からの回避（例えば、レギュレーター・ショッピング—規制上の負担の最も少ない地で取引を行う又はそこに取引を移すこと）との差異を利用した金融取引。

3. G20声明

2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットの声明に、次の文言が盛り込まれました（外務省訳、抜粋）。

- ・ 店頭デリバティブ市場の改善：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、取引所又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。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである。(本文13.)

- ・ エネルギー市場の透明性及び市場の安定性を促進する。(前文26.)
- ・ 加えて、我々は、過度な一次産品価格の変動に対処するため、金融及び一次産品市場の規制、機能及び透明性を向上させることに合意した。(本文12.)

4. EMIR

a. EMIRの内容

2012年2月、欧州市場インフラ規則 (EMIR) の最終合意に達し、同年8月16日に発効しました。

EMIRは、店頭デリバティブを、その取引の執行がMiFID第4条(1)(14)に規定する規制市場又はMiFID第19条(6)に従って規制市場に相当すると認められる第三国市場において行われないデリバティブ契約と定義し^{*1} (第2条)、その強制清算、取引報告要件及び清算機関に対する安全要件等を次のように定めます。

- ① 店頭デリバティブ取引情報の取引情報蓄積機関 (trade repository)^{*2}への報告の義務化^{*3}。
- ② 清算適格な (標準化された) 店頭デリバティブ商品^{*4}の中央清算機関^{*5}での清算の義務化^{*6}。
- ③ 相互的に清算された店頭デリバティブ取引の取引相手信用リスク^{*7}及びオペレーショナルリスク^{*8}を軽減するための対策。
- ④ 中央清算機関及び取引情報蓄積のための共通規則。
- ⑤ 中央清算機関間の相互運用の確立。

※1 すなわち、Q&A (2013年8月3日) によれば、(i)

MTFで取引されるデリバティブ取引はEMIRにおける店頭デリバティブです。(ii) その定義は、取引の執行が行われる場所によります (その取引の執行が規制市場において行われないデリバティブ契約)。(iii) MiFID第19条(6)に従って規制市場に相当する非EU取引所で執行されたデリバティブ契約は清算閾値 (b.②参照) の決定には算入されません。他の非EU取引所で取引されるデリバティブは清算閾値の決定に算入されます。第19条(6)は、欧州委員会がこれらの相当であると認められる取引所のリストを公表すると定めています。(iv) 規制市場の取引システム外で執行されるが規制市場のルールに従って行われるブロック取引等のデリバティブ取引は、執行後すぐに規制市場により処理され、CCPにより清算されるものを含め、店頭デリバティブ取引とはみなされず、従って店頭デリバティブにのみ関連する清算義務及び清算閾値計算の対象ではありません。

※2 2013年12月現在、DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation)、ポーランド中央証券取引情報蓄積機関 (KDPW)、REGIS-TR (IberclearとClearstreamの合弁) 及びLSEGのUnaVistaそしてCMEグループ及びICEの取引情報蓄積機関の6取引情報蓄積機関がEMIRに基づきESMAに登録しています。

※3 取引情報報告は2014年2月12日から開始します。取引当事者の両方 (すなわち業者 (セルサイド) 及び顧客 (バイサイド) の両方) に報告義務があります。米国のドッド・フランク法では、当事者の一方だけ (通常業者又は清算機関) に報告義務があります。取引所で行われたデリバティブ取引にも、清算機関、清算会員、取引を執行した取引所会員及びデリバティブ契約の当事者に取引情報蓄積機関への報告義務があります。米国のドッド・フランク法では、除外対象となっています。

※4 ESMAが、当該商品の他との違いの明確さ、その標準化の程度、取引量のデータ、流動性のデータ並びに公正な、信頼ある及び一般に受け入れられる価格決定情報について市場参加者が入手可能であることの証拠において、中央清算に適格であると定める店頭デリバティブ商品。

※5 2014年4月現在、NASADQ OMX Clearing ABがスウェーデン金融監督機構 (SFSA) から (3月18日)、DTCCの子会社であるEuropean Central Clearing Party N.V.がオランダ銀行 (DNB) から (4月3日)、KDPW_CCPがポーランド金融監督機構 (KNF) から (4月8日)、Eurex Clearing AGがドイツ連邦金融監督機構 (BaFin) から (4月10日)、Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. (CCG) がイタリア銀行 (Banca d' Italia) から (5月20日)、LCH. Clearnet SAがフランスACPRから (5月22日)、LCH. Clearnet Limitedがイングランド銀行 (Bank of England) から (6月12日)、それぞれEMIRに基づく清算機関としての申請を認可されました。

※6 バイサイドによる店頭デリバティブ取引の清算機関での清算義務化は、2016年実施が提案されています。ESMAは、2014年5月、欧州委員会にフロントロ

ーディング要件の緩和を意図している旨の手紙を送りました。フロントローディング要件は、EMIRに基づく中央清算機関認可付与（上記※5参照）後清算義務適用日までに成立したデリバティブ契約を清算する義務をいい、中央清算機関認可後成立した相対の店頭デリバティブ契約は、その契約の終了前に清算対象となります。EMIRに基づく一定のデリバティブ取引に中央清算機関での清算義務を課すもの。ESMAによれば、フロントローディングは、リスクヘッジ及び金融の安定に対する悪影響のある可能性のある清算義務の正確な条件が決定されていないので、デリバティブの最終ユーザーに不確実性を生じさせます。ESMAは、EMIRにより、6ヵ月以内に実施のための技術的基準案を作成しなければならず、その中でデリバティブを集中清算義務の対象と規定し、その後強制集中清算が開始されます。

※7 2013年に段階導入されました。

※8 2015年12月段階導入の予定です。

b. EMIRに係る技術的基準（technical standards）

店頭デリバティブ、中央清算機関及び取引情報蓄積機関に関する規制のための技術的基準は、EMIRにより制定された新規則について、次の詳細を定めています。

- ① 店頭デリバティブに対する新しい規制体制を設けること。
- ② 取引情報蓄積機関に報告しなければならない店頭取引に関する情報及び市場参加者が中央清算機関を使用しなければならないかどうかの閾値の水準^{※1}。
- ③ 中央清算されない店頭デリバティブの取引相手リスクの軽減方法^{※2}。

※1 対象資産の種類に応じて、クレジット・デリバティブ及び株式デリバティブは個別に10億ユーロ（想定元本、以下同じ）、金利及び外国為替は個別に30億ユーロ並びにコモディティのデリバティブは合わせて30億ユーロ。

※2 適時の確認、ポートフォリオ圧縮、突合など。

c. 非金融機関の取扱い

非金融機関（NFC、non-financial corporate）のうち、b.②の閾値を超える者（NFC+）には、中央清算、取引報告、日々の値洗い等、金融機関（FC）と同じ要件が課されます。

d. 持ち越された課題

① 外国為替スワップ及び外国為替フォワードについての取扱い

米国においては、米財務省は、外国為替スワップ及び外国為替フォワードについてスワップとして規制されないとする決定を行うことができ、米財務省は、2012年11月、その決定を行いました。EUにおいては、そのような例外規定は見当たらず、従って取引情報蓄積機関への報告の対象でもあります。取扱いが異なる加盟国もあります*。

※ 例えば、アイルランドは、取引から1日後の決済の取引は報告の必要がなく、それよりも先の決済日のものはフォワードであり、デリバティブの定義から外れるとし、英国は、決済日まで7日の又は商業目的の外国為替取引は、デリバティブではないとしています。（③参照）

② 店頭デリバティブの定義の明確化への要望と回答

ESMAは、2014年2月17日、EMIRに基づくデリバティブの定義を明確化するよう欧州委員会に書面により求めました。EUの統一性の欠如がEMIRの実施の一貫性に悪影響を及ぼすおそれがあるとし、明確な定義なしでは各加盟国規制機関がEMIRの規定を実施できないとし、至急定義を作成するよう求めました。特に、(i) スポットとフォワード（7日以内の決済）の境界、(ii) それらについての商業目的での契約締結に関連する通貨デリバティブの定義、(iii) 現物決済されるコモディティ・フォワードの定義を明確にすることは、重要であるとしています。

欧州委員会は、2月26日に回答書を出し、(i) 外国為替フォワード（FXフォワード）がAnnex I Section C（金融商品）の（4）（末尾資料1参照）に該当すること並びにFXフォワードと通貨スポットの間の正確な説明については、域内市場サービス総局（DG MARKT）が検証する旨、(ii) デリバティブ契約締結の「商業目的」の考えは、Annex I Section C（4）についてではなく、

Annex I Section C (7) の現物決済コモディティ・デリバティブ契約の基準として用いられること。それは、当該書面に示唆されたようなMiFIDの目的としては導入できないこと、(iii) 現物決済できるコモディティ・フォワードの定義については、すでにMiFID II交渉中に相談されており、欧州議会と理事会は、現物決済されなければならないMiFID II Annex I Section C (6) に掲げるデリバティブ契約についてさらに特定する権限を委員会に付与することに合意したことを述べています。

③ 加盟国規制機関間の相違

外国為替デリバティブ報告の実施に当たって、加盟国規制機関間での相違が問題となっています。

- ・ 英国の金融サービス機構 (FSA) (現在の金融行為機構 (FCA)) は、2007年のMiFID Iの国内での実施に当たって、商業目的で行われる外国為替フォワード、NDF及び外国為替スポット取引は、金融商品の定義から除外されとしました。そうするとEMIRにおいても、取引情報蓄積機関への報告対象となるデリバティブではありません。FCAは、外国為替スワップ及び外国為替フォワードは、取引情報蓄積機関への報告対象ではないとの取り扱いを続けています。一方ESMAは、英国にEMIRのFX報告義務遵守を望んでいます。
- ・ 英国のスプレッド・ベッティングは、課税免除対象であるギャンブルとして規制されず^{*}。バイナリー・オプション提供者についても、同じであり、キプロスの規制機関 (CySEC) 及びマルタの規制機関 (MFSA) は、それらを金融サービスとして規制していますが、英国は、この商品に対し、ギャンブルと同じようなアプローチをしています。

※ 金融サービス市場法第22条Schedule 2に掲げ

る投資には含まれません。

- ・ ルクセンブルグの規制機関 (CSSF) は、デリバティブ定義に関する明確性の欠如を理由として、EMIR報告が開始された日 (2014年2月12日) における強制報告開始を延期しました。

5. CRDIV / CRR

自己資本規制指令 IV (CRDIV) (2013/36/EU) が2013年7月に発効し、2014年1月から適用が開始されました。CRDIVは、バーゼルⅢを反映させるものです。

バーゼルⅢは、国際的に事業を行う銀行だけを対象としますが、CRDIVは、EU域内の銀行及び投資業者を対象とします。その他、罰則規定はバーゼルⅢにありません^{*}がCRDIVにはあり、取引相手リスクについて、c. に掲げるような違いがあります。EBAが、CRDIVに基づき、技術的基準を作成します。
※ 各国規制機関が罰金、許可取消し等の処分をしています。

a. バーゼルⅢ

バーゼルⅢは、銀行部門の規制、監視及びリスク管理を強化するためバーゼル銀行監督委員会 (BCBS) が定めた自己資本規制で、金融及び経済危機から生じるショックを吸収する銀行部門の能力を改善すること、リスク管理と企業統治を改善すること並びに銀行の透明性及び開示を強化することにより、各銀行のミクロ安全性のストレス期間のリスク耐性を高め、これらのリスクの循環的な増幅を防ぐマクロ安全性を確保することを目的とします。

BCBSは、銀行の自己資本規制について、投資や融資などの損失を被るおそれがある「リスク資産 (risk-weighted assets)」に対しての、普通株式等 (common equity) の比率をバーゼルⅡの2%から4.5%に、普通株式、内部留保、優先株式などからなる「中核的自己資本 (Tier1)」の比率を同じく4%

から6%に引き上げ、劣後債、一般貸倒引当金等のTier2資本の比率を同じく4%から2%に引き下げて合計8%とします。さらに強制資本保全バッファ^{※1}2.5%の保有を義務付けることで、普通株式等と合わせて7%、中核的自己資本と合わせて8.5%、Tier2資本と合わせて10.5%になります。任意の^{※2}反循環バッファを2.5%とします。

※1 業績の変動を吸収する機能。逆張り型の資本積立てで、過熱時に拡大させ、業績悪化時のストレス時に取り崩します。

※2 各国規制当局が判断します。

b. CRDIV

CRDIVは、CRD部分と資本規制規則(CRR、Capital Requirements Regulation)(No.575/2013)部分から構成されます^{*}。CRD部分は、資本バッファ、健全性監督、報酬制限を含む組織規制、定期的報告・開示要件及び罰則等を、CRR部分は、EU域内のシングル・ルール・ブックとして、資本の質及び量、流動性、レバレッジ比率、取引相手リスク等を定めています。うち、資本バッファ、資本の質及び量、流動性、レバレッジ比率、取引相手リスクは、バーゼルⅢを反映させるものです。報告の様式は、2014年4月制定の欧州委員会・EBAの技術的基準で定めています。

※ 指令と規則との違いについては、EUの法体系参照。

c. CRDIV－取引相手リスク

① 大口リスク負担限度

バーゼルⅢ及びCRDIVには、大口リスク負担限度(large exposure limits)^{※1}があり、単一の取引相手又は関係取引相手グループに対する取引に係るリスク負担が銀行の資本の25%及び世界の金融システム上重要な銀行(G-SIBs)^{※2}の資本の(当該金融システム上重要な銀行間の伝播リスクを減少させることを目的として)10～15%を超える場合、取引相手リスクをカバーするため、追加資本(200%から1250%の規模で)を必要とします。

なお、Tier 1普通資本の5%を超えるリスク負担には、監督当局への報告義務があります。

※1 大口リスク負担には、単一の取引相手若しくは関係取引相手のグループに対する直接のリスク負担及び信用プロテクション提供者に対するリスク負担を包含します。関係取引相手のグループには、管理関係又は相互依存関係のいずれかがある場合には、複数の自然及び法人を含みます。

※2 G-SIBsに関する規定は、CRDIVにはありません。

② 中央清算の奨励

清算対象取引のリスクウェイトは、清算会員、CCP(及び顧客)が必須要件を満たすことを条件に、2%となります。一方で相対の場合は資本価値調整(capital value adjustment)及び証拠金要件があります。清算は、大きな資本節約になることで清算集中を促進します。

清算されない外国為替取引の証拠金率は、2014年4月、EMIRに基づく中央清算されない店頭デリバティブにおける取引相手についてのリスク管理手続きに関する規制上の技術的基準について意見公募し、ESMAは其中で、担保通貨と取引の決済通貨が異なる(ミスマッチの)清算されない外国為替取引の証拠金率(当初証拠金及び変動証拠金)を8%とすることを提案しました。

③ 清算取引に対するリスクウェイト

バーゼルⅢは、分別管理や資産保護基準を満たすことで、清算対象取引に対するリスク・ウェイトを4%としていますが、CRDIVではこの4%が存在しません。

④ 国・中央銀行に対するリスクウェイト

CRDIVに基づく特定の国及び中央銀行に対する取引リスク負担は、0%のウェイトです。バーゼルⅢでは、外部信用格付を利用する標準アプローチ又は内部格付基準(IRB)アプローチのいずれかを選択します。国際的に事業を行う銀行は、一般的に後者を採用し、各銀行が各国の信用リス

クを評価することが求められます。

⑤ 報酬方針 (Remuneration Policies)

CRDIVは、第92条において各国監督当局が、報酬方針を制定し、適用するに当たっての原則について、第93条では政府の介入から恩恵を受ける業者に係る報酬について、第94条では変動報酬について、第95条では報酬委員会の設置義務についてそれぞれ定めています。うち、第92条の原則は、業者の規模、内部組織及び業務の性格、範囲及び複雑さに応じて次のとおりです。

- ・ 報酬方針が健全かつ有効なリスク管理を促進させ、当該業者が耐えられるリスクの水準を超えるリスク負担を促すことがないこと。
- ・ 報酬方針には、業者の事業戦略、目的、価値及び長期的利益と合致し、利益相反を避ける手段が含まれていること。
- ・ 業者の監視機能内の管理部門は、報酬方針の一般原則を採用し、定期的に再点検し、その実施を監督する責任を有すること。
- ・ 報酬方針の実施に当たっては、業者の監視機能内の管理部門が採用した報酬方針及び手続きを遵守しているかどうかについて集中かつ独立した内部再点検を行うこと。
- ・ 管理機能に携わる職員は、その監督する部門から独立しており、適当な権限を有し、その管理する事業分野の実績とは無関係に、その管理機能にリンクする目的達成に従って報酬を受けること。
- ・ リスク管理及び法令遵守機能内の上級役員報酬は、第95条に規定する報酬委員会が直接監督すること。
- ・ 報酬方針は、賃金決定に関する国内基準を考慮して、基本固定報酬と変動報酬とは明確な区別をつけること。基本固定報酬は雇用条件の一部として被傭者の職務内容に定める専門的経験及び組織的責任を一義的に反映すべきこと、変

動報酬は雇用条件の一部として被傭者の職務内容を履行するために求められるものを超えた実績だけでなく、持続可能かつリスク調整後の実績を反映すべきこと。

⑥ 偶発資本 (Contingent capital)

偶発資本・負債は、合成 (ハイブリッド)^{*1}金融商品の一つで、一定のトリガー事由^{*2}が発生した場合に、強制的に普通株に転換される又は元本が消滅する条項が付された証券・金融商品を行います^{*3}。その他Tier 1 Capitalの一つです。発行地や商品内容によっては、税制面で有利なことがあります。

CRRは、銀行又は投資業者の普通株Tier 1資本の全リスク加重資産額に対する比率が5.125%を下回ったときは、当該銀行又は投資業者のその他Tier 1資本項目において認識された全ての証券・金融商品を減額するか、普通株Tier 1証券・金融商品に転換して損失を吸収することを義務付けています。CRRにおいてはまた、銀行又は投資業者が5.125%よりも高いトリガーを有するその他Tier 1証券・金融商品を発行することができます。CRRにおいては、規制資本要件に適合することを目的とした他の形態の偶発資本を認識しません。

※1 資本と負債の両方の特徴を有すること。

※2 金融システムが危機に陥ったとき又は自己資本比率が一定の水準を下回ったとき。

※3 良好な経営環境のときはレバレッジを高め、困難な経営環境のときはバッファー (損失吸収) となることを意図します。

6. MiFID II / MiFIR

a. 経緯及び見直し

2007年11月発効の金融商品市場指令 (MiFID) を、より一層の取引の透明性及び投資者保護を図るため見直ししたMiFID IIは、2010年12月に発表され、2011年10月に最終案が発出され、2014年1月15日に、

欧州議会及び理事会により最終合意され、2014年4月15日に、欧州議会がMiFIDを改正するMiFID II及びその規則であるMiFIRを認可しました。今後定められた内容を実際に実施するための手順を踏み^{*}、実施されるのは公表から30ヵ月内の2016年になる見込みです。

この改正は、金融機関に適用されるので、影響も一般企業よりも金融機関により大きな影響が生じると考えられます。

※ 2014年5月22日にMiFID II / MiFIRの実務上のルールや規則への変換のための施行手続き及びMiFID II / MiFIRの意見募集を行いました。その後EU理事会による正式な認可などが必要です。

b. MiFID IIの主な内容

MiFID IIの主な内容は、次のとおりです。

- ① 金融商品（**末尾資料1**参照）の店頭での取引を、「適当な場合には（wherever appropriate）^{*1}」、規制市場（RM）、多角的取引施設（MTF）又は組織化された取引施設（OTF）（以下これらをまとめて「取引所等」といいます。）に移行させること^{*2}。現物株式及び他の株式商品にダーク取引^{*3}は認められません。
- ② MiFID IIは、コモディティに関する投機と世界の最貧層への悲惨な影響を防止することを目指しています。MiFID IIは、コモディティ・デリバティブに関し、透明性を改善し、流動性を支持し、価格決定及び決済条件を秩序あるものとし、市場濫用を防ぐため、建玉報告義務^{*4}等の監視体制を強化し、EU全体の統一的なネットの建玉制限を導入し^{*5}、投資者保護を強化します。e. コモディティ取引規制の強化及び除外規定を参照。
- ③ 一定の高頻度取引（HFT）を含め、アルゴリズム取引を行う業者を規制すること。f. アルゴリズム取引及びg. ドイツの高頻度取引規制参照。
- ④ 第三国の同等性評価（equivalence assessment）に基づいて、第三国業者による専門顧客及び適格取引相手に対する非EU市場アクセスを認めるこ

と^{*6}。h. 第三国からEUへのアクセスを参照。

- ⑤ 投資者保護に関しては、ESMA及び各国規制機関の金融商品販売に関する規制権限が強化されました。i. 投資者保護参照。
- ⑥ 技術の進歩と歩調を合わせた法制度、安全かつ秩序ある市場及び金融の安定を目指すこと。
- ⑦ 規制機関間の協力を促進すること^{*7}。
- ⑧ 取引所等及び中央清算機関へのアクセスは、「非差別的（平等な）アクセス」であること^{*8}。
- ⑨ 金融商品の取引前^{*9}及び取引後^{*9}の透明性^{*10}を増進させること。これには、債券及びデリバティブ等の非株式商品を含みます。

※1 「適当な場合には」取引は、規制対象の取引システムにおいて生じます。とりわけ、株式、預託証券、ETF、多角的な類似の金融商品に係る顧客注文を執行する内部付合せシステムを運用する投資業者は、MTFとして正式に許可を受けなければなりません。債券、排出権及びデリバティブに関する権利等の非株式商品は、MiFID Iがカバーしていなかった組織化された取引施設（OTF）で取引されます。

※2 EMIRに基づき清算適格である株式及びデリバティブには、取引所等での強制取引義務があります。株式、預託証券、取引所取引ファンド（ETF）及びそれに類似する金融商品に係る顧客注文を執行する内部付合せシステムを運用する投資業者は、MTFとして許可を受けなければなりません。

※3 **ダークプール**（公設の取引所を通さず、ブローカーが投資家の注文を付け合せて取引を成立させる施設をいい、従って匿名であり、注文の数量や価格は開示されません。）における取引をいいます。取引所での取引を促進するため、MiFID IIでは、参照価格免除（RPW、reference price waivers）^{*3-1}及び交渉価格免除（NPW、negotiated price waivers）^{*3-2}の利用について、取引する場ごとに4%、世界全体で8%の二重の上限が設けられました。また、参照価格免除については、最良ビッドと最良オファーの中間点での価格改善（price improvement at the mid-point）義務もあります。

※3-1 MiFIDは、MTF及びRMについて、他のシステムが生成し、公表され、参照価格として信頼できる価格を参照することで価格を決定する場合、規制当局が透明性要件を免除することを認めています。

※3-2 MiFIDは、数量加重平均価格で注文を付合せることが可能な場合、規制当局が透明性要件を免除することを認めています。

※4 MiFID IIにより、EU全体の規制市場又は店頭において取引されるコモディティ・デリバティブについて統一建玉制限が設けられます。各加盟国の規制当局は、ESMAが国ごとに設けた方法に従って制限

を設けます。トレーダーの種類により建玉報告義務があります。建玉制限は、商業業務に関連するヘッジ目的には適用されません。

当初は、現物決済される種類の取引の場で取引されたコモディティ契約は、MiFID IIの対象とされていましたが、最終案では、卸売エネルギー契約が除外されました。但し、現物決済される石油及び石炭の契約は、OTFでの取引の強制が該当するMiFID II規定発効後6年以上遅れることを除き、含まれます。

※5 取引施設は、参加者数及び建玉がともに最小閾値を超える場合（それぞれ全種類について30名及び受渡可能数量の4倍）、週ごとの建玉報告義務（COTR、Commitment of Trader Report）を公表します。

※6 3年の移行期間中は、各国規制機関の法制度が継続して適用されます。

※7 規制当局間の協力は、EU全体の統一行政処分とともにMiFID違反の摘発を改善するため強化されます。

※8 具体的には、会員権へのアクセス、コロケーション・サービス、手数料、建玉制限、代表的指標（benchmark）、情報公表などへのアクセスをいいます。公表される約定結果等の取引後情報伝達もその早さは、非差別的（平等）でなければなりません。

※9 株式市場透明性要件は、非株式商品についての取引前（ビッド・オファーの価格提示とその数量）及び取引後（約定された価格、数量及び時間）の透明性にも拡大されます。事前透明性免除には、参照価格免除（一定の条件を満たすRM又はMTFが運営するシステムでの取引について）、相対取引免除（一定の形式の相対取引を利用したRM又はMTFが運営するシステムでの取引について）、注文管理施設免除（RM又はMTFが維持する注文について）及び大口注文免除（大口注文について）があります。（施行規則第18条及び第20条）非株式商品の特異性に照らして、大口注文、価格提示要請及び音声取引については、取引前透明性要件が免除されます。取引後透明性は、全ての金融商品について求められます。しかし、公表を遅らせること又は数量の一部非公表が可能です。取引所等は、「取引後データの統合テープシステムの設置を通すことを含め、合理的な商業ベース」で取引前及び取引後データを利用可能にすることを求められます。

※10 透明性の重要な要素である流動性は、ESMAの意見募集では、取引のために発行された口数、1日平均取引件数、1日平均取引量が、それぞれ株式及び預託証券で1億ユーロ、200、100万ユーロ、ETFで100口、20、50万、証券で100万ユーロ、20、50万ユーロは、流動性があるとされています。

c. 多角的取引施設 (MTF, Multilateral Trading Facility)

MTFは、MiFID Iにおいて取引所運営者又は大手投資業者が運営し、一般投資家を含む複数の当事

者が株式、債券及びデリバティブ等の注文の付合せを行いうる施設です。それらは、高速の注文執行を可能とする高速・大容量の電子システムを使って、高度の付け合せソフトウェアで動きます。EU市場内での競争増進を意味します。米国のドッド・フランク法により創設されたSEFは、緩やかにMTFをモデルにしています。

MTFのリストはESMAが公表しており、2014年5月現在144件（うち英国67、ドイツ13など）あります。Chi-X及びTurquoiseのようなMTFは、MiFID I規制をきっかけとして生まれました。

MTFは、規制市場に適用される厳しいルールの対象ではありませんが、透明性及び市場濫用の規制基準は、ほぼ同じです。規制の費用とスタイルに主要な違いがあり、手数料競争を生じさせることが期待されています。

d. 組織化された取引施設 (OTF, Organized Trading Facility)

OTFは、金融商品に関連する権利又は注文の売付及び買付を寄せ集めるよう設計された施設又はシステムです。MiFID Iは、MTFだけをカバーしますが、欧州委員会は、MTFに加え、組織化された取引についてMiFID Iの区分には入らない業者が運営するクロッシングネットワーク^{*}又は付合せエンジンをカバーするため、OTFをMiFID IIの一部として導入しました。OTFは、債券、仕組み金融商品、排出権又はデリバティブの権利のような非株式の取引に使用することができます。

OTFは、米国のドッド・フランク法におけるスワップ執行施設（SEF）に類似します。SEF、OTFともに、店頭デリバティブ取引に透明性をもたらすため新たに設けられました。

SEFとの違いとしては、OTFは、スワップだけが取引できるのではなく、株式、コモディティ及び他のデリバティブもOTFで取引できること、OTFは、SEFよりも執行の融通性が高いことがあります。

MiFID IIは、OTFについてその運営者が自己の資本を使って取引することを禁じます。それは、市場の流動性がなくなるかもしれない一方で、相対付合せ取引を含む自己資本の使用及びその執行方針の裁量に関する制限を通してOTF運営者の中立性が確保されます。

※ 顧客からの大口注文又はブロック注文を取引所には流さず、電子的に売付及び買付注文を相対でその価格や数量等の取引条件を交渉して、付け合せる（クロス取引を行う）電子取引施設をいいます。価格は、終値やビッドとアスクの中間値や数量加重平均価格であったりします。

e. コモディティ取引規制の強化及び除外規定

近年のコモディティ市場における高ボラティリティ及び高価格は、国際的な政治問題となりました。

① REMIT

2011年12月に発効したREMIT（卸売エネルギー市場の完全性及び透明性に関する規則）は、相場操縦の防止・摘発及びこれまでダークだった現物市場に透明性をもたらすことを目的として、現物の電力及びガスの市場参加者に報告要件を課します。REMITはまた、市場濫用規則における内部情報の定義を卸売エネルギー市場における内部者取引に関する規則にまで拡げます。

② 取引の報告及び中央清算義務化

EMIRは、店頭取引及び取引所取引を含む全てのコモディティ・デリバティブ取引の報告及び中央清算を義務付けます。報告は、店頭取引及び取引所取引コモディティ・デリバティブの両方について2014年2月12日に開始され、強制清算は、2015年第1四半期開始の予定です。

③ 建玉制限

MiFID IIでは、RM、MTF及びOTFで取引されるコモディティ・デリバティブが建玉制限の対象となることを定めています^{*1}。MiFID IIは、コ

モディティ・デリバティブの範囲を拡大し、MiFID Iでは、RM又はMTFで取引されるコモディティ・デリバティブだけが範囲内でしたが、MiFID IIでは、規則から免除されるコモディティ・デリバティブは、REMITによりカバーされ、現物決済しなければならないOTFで取引される電力及びガス先渡取引だけとなります。

「現物決済しなければならない」の定義について、2018年以降REMITの範囲を修正する説明が追加されました^{*2}。

※1 RM、MTFの会員・参加者及びOTFの顧客であるEU外に所在する者は、それ自身及びその顧客の建玉を報告しなければなりません。

※2 MiFID IIは、その効力発生から3年間の移行期間、現物決済石炭及び石油のデリバティブについて、現物をより厳しい規制に移行できるように、EMIRに基づく清算義務、清算閾値及び証拠金要件から免除します。

④ 自己勘定取引

MiFID IIは、自己勘定取引の定義を明確にしています。付随業務（主要業務の50%未満）及びマーケットメークの定義を拡大し、自己勘定での取引を行う者は、その業務が業務の付随的一部である場合及びヘッジ取引を行う場合、MiFID IIから免除されます。その主たる業務として自己勘定取引を行う場合は、MiFID IIから免除されません。高頻度取引業者は、マーケットメークについてMiFID免除を利用できず、マーケットメークをして投資サービスを提供する業者も利用できません。（第2条）

f. アルゴリズム取引

① アルゴリズム取引の定義

アルゴリズム取引とは、コンピュータ・アルゴリズムが自動的に注文要素（例えば、発注するかしないか、発注時期、価格、数量等）又は発注後の注文の取扱いを人による介在なく又は介在を限定して決定する金融商品取引をいいます^{*}。（第4

条(30))

※ g.※3参照。

② HFTの定義

HFTとは、アルゴリズム取引のうち、取引システムが高速^{*1}で市場からもたらされるデータ及び信号を分析し、その分析に応じて極めて短時間のうちに大量の^{*2}注文を発出する又は更新するもので、典型的には、自己勘定で、マーケットメーカー又は裁定取引のような伝統的なストラテジ取引を行うための高度な技術を使用します。速やかな注文の取消し及び置換もHFTの要素です。(第4条(44))

※1 現在は、1秒10ギガバイトが最高速のようです。

※2 1取引日当たり7.5万メッセージの平均数量は、HFTとみなされます。

③ 許可要件

自己勘定でHFTを含めアルゴリズム取引を取り扱う投資業者について、許可(authorization)が必要です。アルゴリズムは、使用に当たって、規制当局の許可が必要です。

取引管理手段(例えば、ボラティリティが高すぎるときに取引を停止させるサーキット・ブレーカー)が整備されていること、注文のフローの速度と数量の急激な増加により生じる可能性のあるシステムリスク(連鎖破綻リスク)を最小化し、全ての発された注文及び取り消された注文の記録を保存するため、そのアルゴリズムを試験すること等が必要です。

「適切な」流動性提供義務がマーケットメーカー戦略を行う高頻度トレーダーに課されます。直接の電子市場アクセスと他の業者のために取引する場所へのアクセスを提供する業者にもまた適用されます。RMは、注文の取消しが高比率となる参加者に手数料を課すことができます。

④ アルゴリズム取引の規制

MiFID II 第17条(Algorithmic trading)において、次のように規制することが盛り込まれました。

- (i) 耐久性、処理能力及び適切な取引限度があり、誤注文の送信防止、EU及び取引所等の規則遵守等のシステム管理・リスク管理が行われていること。
- (ii) 本籍国管轄当局(home Competent Authority)にアルゴリズム取引の内容について、毎年1回以上報告すること。
- (iii) 取引所等の取引時間中継続して運用され、定期的・継続的に流動性を供給すること。
- (iv) 取引所等への直接電子アクセスを提供する業者は、そのサービスを利用する者の取引管理、適合性評価等のシステム又は管理を整備すること。
- (v) 清算会員業者は、基準に適合すること及び当該業者及び市場に対するリスク減少のための要件を定め、当該業者と当該業者を清算業者とする者との間の権利・義務に関する合意書が存在すること。
- (vi) 欧州委員会は、組織要件の適合性を監視すること。

g. ドイツの高頻度取引規制

ドイツは、2013年2月、HFTを使用する業者(HFT業者)に対し、ドイツ国内に登録事務所を設置し、連邦金融監督機構(BaFin)に登録させる法案^{*1}を可決し、同法は2013年5月に施行されました。

従来は、自己勘定で取引^{*2}を行う行為は、マーケットメーカーを除き、金融サービスとはみなされず、BaFinへの許可・登録は必要ありませんでしたが、新法では、そのような取引が「高頻度アルゴリズム取引技術」^{*3}を使用する場合、金融サービスとされ、許可・登録の対象となることとなりました^{*4}。

※1 同法により、証券取引法(WpHG)、銀行法(KWG)

及び証券取引所法（BorsG）が改正されました。

※2 MiFID Annex I Section A (3)。許可・登録を申請する場合の必要自己資本73万ユーロ、適格基準等の要件があります。

※3 ①応答時間を最小化するためのインフラの使用、②個々の取引又は注文について、人的介在なく発出、発生、伝達又は執行を行うかどうかを自動的に「決定する」システム、及び③日中の数多くの注文、価格提示又は取消しを伴う。

※4 証券取引所又はMTFの会員・取引参加者に限らず、会員・取引参加者を通じて証券取引所又はMTFに直接電子的にアクセスする事業者を含みます。

h. 第三国からEUへのアクセス

① 同等性評価

EU域内の全ての金融サービス業者にとっての公平な競争条件を確保するために、第三国の業者及び市場運営者が専門顧客及び適格取引相手についてEU市場へのアクセスを付与するための統一制度として当該国についての同等性評価（equivalence assessment）・同等性決定（equivalence decision）があります。同等性決定は、ESMAが行った同等性評価に基づく助言を受けて、欧州委員会が行います。但し、行き過ぎた同等性が保護主義となる危険性、加盟国によって異なる制度などが指摘され、一定の融通性を導入することとなりました。

EU域外の事業者は、その国の規制がEMIRの中央清算機関、取引情報蓄積機関、中央清算、報告及び非金融取引相手及び非清算取引についてのリスク軽減技術と比較して、同等であると認められることでEMIR要件を満たすことができます^{※1}。

例えば、ESMAは、2013年9月3日、オーストラリア、香港、日本、シンガポール、スイス及び米国の店頭デリバティブ清算、中央清算機関（CCP）及び取引情報蓄積機関に関する規制制度が欧州市場インフラ規制（EMIR）と、一部条件付き^{※2}で、同等であると欧州委員会に助言しました。2013年10月2日には、第2弾として、カナダ、インド及び

韓国について、同等性評価によりEMIR要件を満たしたと欧州委員会に助言した旨公表しました。欧州委員会が決定すれば、EMIRの一定の規定がその国の規制を支持して、適用除外となります。

※1 同等であると認められないEU域外の取引所で行われたデリバティブ取引は、店頭デリバティブとみなされ、4.b.②の閾値を超える場合は、中央清算、取引報告及び日々の値洗い義務の対象となります。

※2 例えば日本の場合、CCP、中央清算、非金融取引相手の要件及び非清算取引のリスク軽減等について。

② 一般顧客と適格取引相手

第三国業者は、一般顧客に対するサービス提供には、当該国での支店の設置が必要で、支店設置国での許可が必要ですが、適格取引相手に対しては、肯定的な同等性評価があった場合、支店の設置を必要とせず、組織要件、行為規則、利益相反、透明性その他の分野でのEU要件が適用されます。（3.4.11）但し、肯定的な同等性評価があった場合、国内制度は、MiFID IIの発効後3年間は、適用され続けます。国際的な側面については、3年の移行期間があります。

③ EUのMTFについて米国のノーアクション・レター

米先物取引委員会（CFTC）は、2014年4月、EU加盟国が指定する規制当局が監督するMTFにおけるスワップ取引について、①有資格のスワップ執行施設を登録要件から免除すること、②有資格のMTFでのスワップ取引を執行する当事者を取引執行義務付けから免除すること、③有資格のMTFでのスワップ取引を執行するスワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者を一定の業務行為要件から免除すること、のノーアクション・レターを①全てのスワップ取引をスワップ取引情報蓄積機関に報告すること、②法令規則を遵守していることを証明すること、③米国民の取引状況を

CFTCに報告すること、④取引相手の報告要件に関する明確化、の条件を付して、発出しました。

i. 投資者保護

次のような投資者保護が図られています。(第16条、第24条～第30条)

- ① 商品の製造業者及び販売業者それぞれによる商品管理^{*1}。
- ② 投資助言及びポートフォリオ運用については顧客の適合性評価、非助言サービス^{*2}については、専門家としての顧客に投資サービスを提供し、投資行為を行うに当たっての適切性要件、顧客の損失負担力及びリスク抵抗力の検証並びに適合性報告に提供された助言の概要を含めること。
- ③ 裏付けのある情報の提供^{*3}。
- ④ 投資助言が独立した立場で提供されるのか、そうでないか、明確にすること。
- ⑤ 最良執行^{*4}。
- ⑥ 利益相反を生じさせる勧誘に関しての制限。
- ⑦ 手数料に関して受取り制限及び投資に係る費用の開示。
- ⑧ そのほか、より厳しい行為ルール並びに強化された顧客資産保護が定められており、このほか、仕組み預金の場合のEBAの権限に類似した権限をESMAに付与します。

※1 製造業者については、正しい販売対象先の特定、利益相反の考慮、不適当な対象先に販売される商品のリスクの限度の検証、販売業者への正しい商品情報の伝達。販売業者については、正しい販売対象先に販売されることの確認、商品管理過程の明確化、これらの体勢の定期的な検証、販売結果情報の製造者への伝達、企画・開発過程の監視。

※2 MiFIDサービスとはみなされません。

※3 販売の際の情報が誤解を与えないようにすること。

※4 投資業者には最良執行義務があり、各取引所等は、年1回以上、課金なしで、その取引所等における取引の執行の質に関連するデータを公表し、定期的に、個別の金融商品の価格、執行速度及び執行の可能性について詳細を報告しなければなりません。

j. 市場濫用に関する新規則及び新指令

① EU規制

EUは、2014年6月、市場濫用 (Market Abuse) に関する規則 (No.596/2014、市場濫用規則) 及び市場濫用の刑事上の罰則に関する指令 (2014/57/EU、市場濫用指令) を官報に掲載しました。市場濫用規則の適用開始は2016年7月で、それまでに加盟国は、市場濫用の刑事上の罰則に関する指令を各国の法律に移し換えます。これまでの市場濫用指令 (2003/6/EC) は、廃止されます。

新規則は、新取引システム、店頭取引及び高頻度取引 (HFT) 等の新テクノロジーの成長等の市場の発展に歩調を合わせ、コモディティ及び関連するデリバティブ市場の市場濫用との戦いを強化し、代表的指標 (例えばLIBOR) の操縦を明示的に禁止し、規制当局の調査及び行政上の制裁権限を強化します。市場濫用の刑事上の罰則に関する指令は、全ての加盟国にインサイダー取引及び相場操縦に対する統一した刑事上の犯罪について定めることを求めることにより市場濫用規則を補足し、最も深刻な市場濫用犯罪について最大2～4年以上^{*}の禁固刑の刑事上の罰則を課すことを求めます。

※ インサイダー取引及び相場操縦は4年、不法な開示は2年です。

② 英国の罰則案

英国財務大臣は、外国為替レート操縦を犯罪とするEUの罰則案の採用をしないことを選択 (opt out) し、外国為替レートの不正操作を犯罪とする独自の提案を行うと述べました。EUは、2016年有効で、金融市場の主要な価格の不正操作を4年禁固の刑事上の犯罪とすることとしましたが、英国は、すでにLIBOR金利操縦の試みに対し最大7年の禁固刑を導入しています。今後、通貨、コモディティ及び債券の代表的指標にも同様の刑事上の罰則を導入する計画です。

末尾資料1：MiFID ANNEX I サービス、業務及び金融商品のリスト

(___ は新規定、___ は場所の移動)

SECTION A

投資サービス及び業務

- (1) 1又は複数の金融商品に関連した注文の受付及び伝達
- (2) 顧客のための注文執行
- (3) 自己勘定でのディーリング
- (4) ポートフォリオ運用
- (5) 投資助言
- (6) 金融商品の引受け及び／又は業者コミットベースでの金融商品の募集
- (7) 業者コミットベースのない金融商品の募集
- (8) MTFの運営
- (9) 証券保管及び現物／担保管理等の関連サービスを含む顧客の勘定での金融商品の保管及び事務取扱い
(Section Bから移動)
- (10) OTFの運営

SECTION B

付随サービス

- (1) 投資者が1以上の金融商品の取引を行うことができるよう、当該投資者に信用又は貸付を供与し、信用又は貸付を供与する業者が取引に関わる場合。
- (2) 資本構成、産業戦略及び関連事項に関する企業に対する助言並びに合併及び企業買収に関連する助言及びサービス。
- (3) 投資サービスの提供に関わる外国為替サービス。
- (4) 投資調査及び金融分析その他の形態の金融商品の取引に関連する一般的勧誘。
- (5) 引受けに関連するサービス。
- (6) Section C-5, 6, 7及び10に基づき含まれるデリバティブの原商品に関連するAnnex 1のSection A又はBに基づき含まれる種類の投資サービス及び業務・付随サービスで、投資又は付随サービス提供に関わる場合。

SECTION C

金融商品

- (1) 譲渡可能有価証券
- (2) マネーマーケット商品
- (3) 集団投資運用体の構成単位
- (4) オプション、先物、スワップ、FRA及び有価証券に係るデリバティブ契約、通貨、金利・利回り、排出権その他の現物決済又は差金決済できるデリバティブ商品、金融指標又は金融手段に関連するデリバティブ商品

- (5) 当事者の一のオプションにより（さもなければ債務不履行その他の終了事由により）、差金決済されなければならない又は差金決済できる商品に関連するオプション、先物、スワップ、FRA及び他のデリバティブ契約
- (6) 現物決済できるコモディティに関連するオプション、先物、スワップ及び他のデリバティブ契約で、規制市場、OTF及び／又はMTFにおいて取引される場合
- (7) コモディティに関連するオプション、先物、スワップ、フォワード、及び他のデリバティブ契約のうち、現物決済できるもので、Section C (6) に該当せず、商業目的ではなく、とりわけ、公認清算機関を通して清算及び決済され、定期的な証拠金徴求の対象であることを考慮して、他のデリバティブ金融商品の性格を有するもの
- (8) 信用リスク移転のためのデリバティブ商品
- (9) 金融CFD
- (10) 当事者の一のオプションにより（さもなければ債務不履行その他の終了事由により）差金決済されなければならない又は差金決済可能なオプション、先物、スワップ、FRAその他の気候変数、運送料、排出権又はインフレ率その他の公的経済統計、並びに、このSectionに掲げられない資産、権利、義務、指標及び測度とりわけ、規制市場、OTF又はMTFで取引され、公認清算機関を通して清算及び決済され又は定期的な証拠金徴求の対象であることを考慮して他のデリバティブ金融商品の性格を有するもの
- (11) 指令2003/87/EC（排出権取引スキーム）の要件に従って認可された単位から構成される排出権

SECTION D

データ報告サービスのリスト

- (1) 認可公表アレンジの運営
- (2) 統合データ表示システム提供者（consolidated tape provider）の運営
- (3) 認可報告メカニズムの運営

末尾資料2 ISD、CAD及び投資者補償制度指令

(会報第44号から抜粋)

ISD (93/22/EEC)

a. パスポート制度・監督体制

投資サービス指令 (ISD) によると、金融先物・オプションを含む金融商品の自己勘定又は顧客勘定による取引を投資サービスと規定し、投資サービスを提供する投資業者 (investment firm) は、その主たる事務所又は登録事務所の所在する本籍加盟国 (home Member State) の許可を受けなければなりません。本籍加盟国において許可を受けた投資業者は相互認知 (mutual recognition) によりEU全加盟国で支店の設置又はサービスの提供を行うことができ、その支店又は子会社は、取引所規則やスタッフの専門性基準等を遵守することを条件として、取引所の会員となるか又は直接取引を行うことができます。

投資業者の勘定及び責任において注文を受け、伝達する特約代理人 (tied agent) の業務は当該投資業者の業務とみなされ、それがクロスボーダーである場合には、本籍加盟国はこれらの代理人を投資業者自身として取り扱うことができます。また、注文を受け、一定の相手当事者に伝達するだけの業務を行い、顧客資産を保有しない者はEU指令の対象とはされず、加盟国の関係規則に従うことになります。

各加盟国は投資業者の監督を行う監督当局 (competent authority) として公的な機関又は法律に基づき権限を与えられた機関を指定します。投資業者に対する監督は、許可を与えた加盟国 (本籍加盟国) の監督当局が行います。本籍加盟国の監督当局は、投資業者の支店が所在する加盟国 (受入加盟国) (host Member State) における当該支店に対する立入検査を、受入加盟国の監督当局に連絡した上で、直接又は仲介機関 (intermediary) を使って行うことができます。

b. 行為規制

各本籍加盟国は、投資業者の事務処理、内部管理、顧客資金の保護、帳簿書類の作成・保存、利益相反からの顧客保護等に関する投資業者の行為規則を作成します。なお、顧客保護については、顧客の専門性の程度を考慮することが求められています。

投資業者は、顧客資金を区分して (distinct) 管理^{*}することや、2人監督者 (two-man management) 制度の導入などを義務づけられるほか、その営む業務の種類により毎月ないし6ヵ月に1回以上監督当局に対して報告する義務を負います。

※ 区分管理の意味については、加盟国により、物理的な分別管理とする解釈と経理上の区分とする解釈に分かれているようです。

CAD (93/6/EEC)

資本充実指令 (CAD) では、投資業者を①全ての投資サービスを当事者として行うことのできる投資業者、②顧客資金の預託を受け、顧客注文の受託・伝達、執行又は個別ポートフォリオの運用を行うが、当事者としては取引しない投資業者、③顧客資金の保有、自己勘定での取引若しくは買取引受の許可を受けていないいわゆるアレンジャーとしての投資業者又は自己勘定だけで取引するローカルズに区分し、それぞれの基本資本金 (initial capital) を73万ユーロ、125万ユーロ、5万ユーロとする資本要件が課されます。

投資業者はこの基本資本金の他にリスクに応じた資本の積立ても義務付けられます。この場合のリスクは、ポジション・リスク、決済及び取引相手リスク、外国為替リスク、その他のリスクに分けられ、それぞれに積立必要額が定められています。

このうちポジション・リスクはネット・ポジションで計算され、測定方法は、商品の種類毎に、例えば先物については（リスクに応じた証拠金を預託する制度となっていることを条件として）証拠金額、オプションについてはデルタ、債券についてはデュレーションに基づいて算出します。この場合、信用リスクも考慮されます。

決済リスクでは、決済が決済予定日より遅延した場合の取引相手に応じたリスク・ウエートが定められています。

外国為替リスクについては、ネットの外国為替ポジション全体が自己資本全体の2%を超過する場合、当該超過額の8%を積み立てます。なお、監督当局は相関性の高い通貨のポジションに対してはこの要件を緩和できます。

なお、資本充実指令は98年6月に改正され、投資サービスの対象商品に金属、農産物、エネルギーなども含めること、市場リスクのリスク計算に投資業者が独自に用いる内部モデルの利用を認めること、清算機関で清算されるOTCデリバティブのリスク計算を先物と同様に取り扱うこと、金とそのデリバティブ商品は外国為替リスクと同様に取り扱うことなどが定められました。

投資者補償制度指令

97年3月に投資者補償制度に関する指令が発効し、各国とも小規模投資者に対する補償制度を設けることが義務づけられました。同指令では、この制度による補償額の上限は2万ユーロ以上と定められていますが、投資者が投資業者の選択に注意を払うことを奨励するために、損失額の一定の割合^{*}を投資者に負担させることができます。

※ 2万ユーロ未満の場合は9割以上。

なお、銀行預金については、別途、95年7月に発効した預金保証制度指令（94年5月）により、補償額の上限2万ユーロ以上を補償する制度を整備することと定められています。

FINANCIAL FUTURESニュース

(平成26年3月～6月)

1. NFA、懲戒処分報告遅滞に過怠金 (PR 3月5日)

全米先物協会 (NFA) は、NFA登録規則第203条及び第210条を改正し、懲戒処分に関する報告が遅れた又は報告しなかった場合に1,000ドルの過怠金を課すこととした。規則改正案は、CFTCに提出されて10日以内にCFTCから検討要決定通知がある場合を除き、CFTCから認可されたこととされる。

2. EMIRに基づく清算機関としての認可 (PR 3月18日～5月22日)

NASDAQ OMX Clearingがスウェーデン金融監督機構 (SFSA) から (3月18日)、DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) の子会社であるEuroCCP (European Capital Clearing Party N.V.) がオランダ銀行 (DNB) から (4月3日)、KDPW_CCPがポーランド金融監督機構 (PFSA) から (4月9日)、Eurex Clearingがドイツ連邦金融監督機構 (BaFin) から (4月10日)、Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. (CCG) がイタリア銀行 (Banca d'Italia) から (5月20日)、LCH.Clearnet SAがフランスACPRから (5月22日)、LCH.Clearnet Limitedがイングランド銀行 (Bank of England) から (6月12日)、それぞれ欧州市場インフラ規制 (EMIR) に基づく清算機関としての申請を認可された。

3. バーゼル委、取引相手リスク計算に最終アプローチ (PR 3月31日)

バーゼル銀行監督委員会が「取引相手信用リスク負担の計測の標準アプローチ」を発出した。その最終基準は、店頭デリバティブ、取引所取引デリバティブ及び長期決済取引に伴う取引相手信用リスクを計測するための包括的、モデル化されていないアプローチを含む。この新たに標準化されたアプローチ (SA-CCR) は、自己資本充実の枠組みの中で、現在のリスク負担方法 (CEM) 及び標準化された方法 (SM) をともに置き換えるものであり、2017年1月1日を予定するSA-CCRの効力発生後は、内部モデル方法 (IMM) のショートカット方式は枠組みからなくなる。これは、取引の証拠金のあるなしの違いを適切に区別し、既存のモデル化されていないアプローチよりもネットインギングの利益を認識するリスク感応度の高い方法を開発するもの。SA-CCRは、国内規制当局の裁量の必要性を制限し、銀行の内部予測の利用を最小化し、安全性アプローチを利用することで過度の複雑さを回避している。

4. MF Global、顧客資金100%返還 (PR 4月3日)

MF Globalの証券投資者保護法清算の受託者は、MF Globalの顧客資金100%を返還することを発表した。顧客数26,000、総額67億ドル、返還開始は4月4日。MF Globalは、2011年10月に破綻し、その際、分別管理すべき顧客資金に不足があり、不正な顧客資金の移管や使用があった等の顧客資金規制違反があった。

5. NASDAQ OMX、NOSを統合 (PR 4月7日)

NASDAQ OMXは、タンカー及び貨物船運送料、鉄鉱石、海産物、燃料油並びに電力等のノルウェーの

清算機関NOS Clearing ASAを統合した。

6. FIA、SEFの取扱実績を集計 (PR 4月8日、5月6日、6月11日)

先物業協会 (FIA) が集計・公表したスワップ執行施設 (SEF) (集計対象の17社) の2014年1月2日から5月30日までの取扱実績 (想定元本、単位:十億ドル) は、CDSが2,051.3、FXが3,221.8、IRSが34,047.4、全商品で39,320.5であった。IRSのうち非FRAが15,311.2、FRAが18,736.2。CDSで最も取扱量の大きかったのはBloombergでそのシェアは71.9%、FXでは同じくGFI Groupで22.9%、IRSでは同じくICAPで53.1%であった。非FRAでは同じくICAPで24.4%、FRAでは同じくICAPで76.5%であった。

7. CFTC、MTFでのスワップ執行施設登録要件を免除 (PR 4月9日)

CFTCは、欧州連合 (EU) 加盟国が指定する規制当局が監督する多角的取引施設 (MTF) におけるスワップ取引について、①有資格のスワップ執行施設を登録要件から免除すること、②有資格のMTFでのスワップ取引を執行する当事者を取引執行義務付けから免除すること、③有資格のMTFでのスワップ取引を執行するスワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者を一定の業務行為要件から免除すること、のノーアクション・レターを、①全てのスワップ取引をスワップ取引情報蓄積機関に報告すること、②法令規則を遵守していることを証明すること、③米国民の取引状況をCFTCに報告すること、④取引相手の報告要件に関する明確化、の条件を付して、発出した。

8. CME、注文情報を優先的にHFTに販売したとして訴えられる (PR 4月14日)

CMEが高頻度トレーダーに他の市場参加者よりも先に注文情報を販売したとして、ユーザーがシカゴの地方裁判所に訴えた。

9. Badex、通貨先物を上場 (PR 4月15日)

ザンビアの債券・デリバティブ取引所 (Badex) は、初めて米ドル/ザンビアクワチャ先物を取引した。差金決済。今後、ユーロ、英ポンド及び南アフリカランドを上場する予定。

10. 欧州議会、MiFID II及びMiFIRを認可 (PR 4月15日)

欧州議会は、今年1月15日に最終合意されていた金融商品市場指令の改正 (MiFID II) 及びその規則 (MiFIR) の制定を認可した。MiFID II/MiFIRは、一定のアルゴリズム取引に新たな要件を課することを含め、欧州金融市場の規制を強化する。MiFID II/MiFIRの主な内容は次のとおり。①株式取引所、多角的取引施設 (MTF) (すなわち、株式、預託証券、取引所取引ファンド (ETF)、証券及び類似の金融商品に係る顧客注文について業者の内部付合せシステムを含む。) 又は組織化された取引施設 (OTF) (すなわち、債券、排出権及びデリバティブに関する権利等の非株式商品を取引するシステム) について、「適当な場合は (wherever appropriate)」、規制された取引の場において一定の金融及びコモディティ商品を取引すること、別に適用される要件 (すなわち欧州市場インフラ規則 (EMIR)) に基づき、清算適格である株式及びデリバティブの強制取引義務がある。②投資業者は、顧客のニーズに基づき顧客の種類に適した投資商品の投資サービスを提供し、販売の際の情報が誤解を与えないようにすること。③アルゴリズム・トレーダーは、価

格変動が大変高くなったときは、取引を停止するための「有効なシステム及び管理」を有すること。そのようなトレーダーは、システミックリスクを最小化し、全ての発された注文及びその取り消しの記録を保存するために、そのアルゴリズムを試験しなければならないこと。④投機的トレーダーは、コモディティ・デリバティブのネットの建玉の規模を制限すること。欧州証券市場機構（ESMA）は、国ごとに適用される建玉制限の計算方法を作成しなければならないこと。この建玉制限には、不特定の「影響緩和のための移行措置」を設けること。建玉制限は、ヘッジャーであるトレーダーには適用しないこと。上記のほか、次の事項も達成に努力すること。①債券及びデリバティブ等の非株式商品を含め、金融商品の取引前及び取引後の透明性を増進させること。②取引の場及び清算機関（CCP）へのアクセスは「非差別的アクセス」であること。但し、小規模な取引の場には、移行措置を設けること。③アルゴリズム・トレーダーが「適切に規制され、マーケットメーカー戦略を追求する場合には、流動性を提供すること」並びに「無秩序な市場又は市場濫用をもたらす可能性のある取引を防止するようシステム及びリスク管理」を維持すること。④ルール違反にはEU全体の統一処分を課すこと。⑤同等性評価に基づく第三国からEU市場へのアクセス付与に統一制度を導入すること。

11. EU、清算されない外国為替取引に証拠金率8%を提案（PR 4月14日）

ESMAは、EMIRに基づく集中清算されない店頭デリバティブにおける取引相手についてのリスク管理手続きに関する規制上の技術的基準について意見公募し、その中で、担保通貨と取引の決済通貨が異なる（ミスマッチの）清算されない外国為替取引の証拠金率（当初証拠金及び変動証拠金）を8%とすることを提案した。

12. CME Europe、取引開始（PR 4月26日）

CME Europeは、外国為替先物の取引を開始した。CMEグループの100%子会社であり、同グループにとって、初の米国外の取引システムとなる。清算はCME Clearing Europeで行う。当初は外国為替先物30銘柄及びバイオ燃料先物を取引する。

13. 欧州司法裁判所、英国の金融取引税反対の提訴を却下（PR 4月30日）

欧州司法裁判所は、EUの金融取引税導入に対する英国の異議の提訴を却下した。金融取引税は、フランス、ドイツなど11カ国が導入を計画しており、その最終決定の前に、英国が課税に反対する提訴を行ったが、同裁判所は、11カ国が金融取引税導入に向けた手続きを進めることに法的障害はなく、英国は金融取引税創設に向けた他の国による努力に異議を申し立てる権利を有さない、と決定した。

14. 世界のOTCデリバティブ取引残高、増加（PR 5月8日）

主要13カ国の主要銀行を対象とした国際決済銀行（BIS）の調査によると、2013年12月末の世界のOTCデリバティブ取引残高（想定元本ベース）（2004年12月末以降は、CDS^{*3}を含む。）は、710兆米ドル（2013年6月比2.5%増）と増加したが、市場価値で評価した総市場価値額は、全体で18兆ドル（同▲7.1%）と減少した。外国為替のうち、米ドルは86.5%（2013年6月末は88.2%）、ユーロは35.7%（同33.3%）、円は20.0%（同20.8%）を、金利のうち、米ドル建ては29.7%（同30.1%）、ユーロ建ては41.3%（同40.5%）、円建ては9.0%（同9.8%）を占める。

(単位：10億米ドル)

	2011年 12月末	2012年 6月末	2012年 12月末	2013年 6月末	2013年 12月末
全商品合計	647,811	639,395	632,582	692,924	710,182
うち外国為替	63,381	66,672	67,358	73,121	70,553
うち先渡し等 ^{※1}	30,526	31,395	31,718	34,421	33,218
スワップ ^{※2}	22,791	24,156	25,420	24,654	25,448
オプション	10,065	11,122	10,220	14,046	11,886
[参考：取引所取引]	308	325	336	341	254]
金利	504,117	494,427	489,706	561,314	584,634
うちFRA	50,596	64,711	71,353	86,334	73,819
スワップ	402,611	379,401	370,002	425,584	461,281
オプション	50,911	50,314	48,351	49,396	49,264
[参考：取引所取引]	53,299	55,636	48,545	62,178	57,006]
株式関連	5,982	6,313	6,251	6,821	6,560
商品（金等）	3,091	2,994	2,587	2,458	2,206
CDS ^{※3}	28,626	26,930	25,068	24,349	21,020
うち個別対象先	16,865	15,566	14,309	13,135	11,324
複数対象先	11,761	11,364	10,760	11,214	9,696
その他 ^{※4}	42,612	42,059	41,611	24,861	25,480

※1 Outright forwards and forex swaps

※2 Currency swaps

※3 Credit Default Swaps

※4 不定期に報告する金融機関の残高予想額。

15. ESMA、欧州委員会に清算強制の緩和の意図を通知（PR 5月8日）

欧州証券市場機構（ESMA）は、欧州委員会にフロントローディング要件の緩和を意図している旨の手紙を送った。フロントローディング要件は、EMIRに基づく中央清算機関認可付与（上記2. 参照）後清算義務適用日までに成立したデリバティブ契約を清算する義務をいい、中央清算機関認可後成立した相対の店頭デリバティブ契約は、その契約の終了前に清算対象となる。欧州市場インフラ規則（EMIR）に基づく一定のデリバティブ取引に中央清算機関での清算義務を課すもの。ESMAによれば、フロントローディングは、リスクヘッジ及び金融の安定に対する悪影響のある可能性のある清算義務の正確な条件が決定されていないので、デリバティブの最終ユーザーに不確実性を生じさせる。ESMAは、EMIRにより、6ヵ月以内に実施のための技術的基準案を作成しなければならず、その中でデリバティブを集中清算義務の対象と規定し、その後強制集中清算が開始される。

16. CFTCへのSEF暫定登録が22社に（PR 5月9日～5月13日）

CFTCは、次の2社のSEFとしての申請を認可し、これでの暫定登録数が22社となった。Clear Markets North America, Inc. (CMSEF) 及びICAP Global Derivatives Limited (IGDL)。

17. FCA、ロンドン金値決めの不正行為で大手銀行に罰金 (PR 5月23日)

英金融行為機構 (FCA) は、英バークレイズ銀行が、15:00の金値決め (Gold Fixing) に関連して、当該銀行とその顧客間の利益相反を適切に取り扱うことの不履行並びにシステム及び管理不履行を行ったことが FCA業務原則第3原則及び第8原則に違反するとして、同銀行に対し26,033,500ポンド、担当者に対し95,600ポンドの罰金 (ともに早期解決割引30%控除後) を課し、担当者が今後規制業務に携わることを禁止した。これらの不履行は、2004年から2013年に生じた。同担当者は、システム及び管理の脆弱性を突き、15:00に行われる金値決めに影響を与え、顧客に不利益を与え、利益を得た。同担当者は、貴金属価格にリンクした商品の価格決定及びリスク管理を担当しており、金値決め価格がUSD1,558.96超で決まれば、同銀行から顧客への支払い義務が生じ、それ未満であれば当該支払い義務が生じないオプションについて、金値決め価格がUSD1,558.96未満となることを意図した注文を出し、その少し下で値決めされることに成功した。顧客が不審に思って説明を求めたが、同担当者は、注文を出して取引したことを隠し、同銀行及びFCAにも真実でない説明を行った。

18. Eurex、通貨先物を上場 (PR 5月27日)

Eurexは、EUR/USD、EUR/GBP、EUR/CHF、GBP/USD、GBP/CHF及びUSD/CHFの通貨先物・オプションを上場する。取引単位は、各10万通貨単位。価格の最小変動幅は各0.00005。限月は、期近の3連続暦月、その次の3四半期月、その次の6月又は12月の4限月 (最大36限月)。取引最終日は、限月の第3水曜日。最終決済価格は、15:00に終わる最後の1分間の取引の数量加重平均値。最終決済は多通貨同時決済 (CLS、continuous linked settlement) システムを使った受渡決済。清算機関はEurex Clearing AG。7月7日から取引を開始する。先物の取引時間は8:00から22:00まで、オプションの取引時間は8:00から19:30まで。

19. NFA、先物・オプション取引に係る定率会費下げ (Notice 5月28日)

NFAは、会員の先物・オプションの受託取引片道1枚当たりの定率会費 (assessment fee) を2セントから1セントに引き下げる。最近の出来高増並びにスワップ・ディーラー (SD) 及び主要スワップ参加者 (MSP) の新規入会 (各102及び2) を反映するもの。CFTCの認可を得ることができれば10月1日実施。NFAは、2011年1月1日に同会費を1セントから2セントに引き上げた。

20. SEC、高頻度トレーダーの登録等の規制を示唆 (Speech 6月4日)

米証券取引委員会 (SEC) の委員長は、スピーチの中で、高頻度トレーダーの登録制及び監視強化を検討すると示唆した。無登録の自己勘定トレーダーにSEC規則を適用できるかどうかの明確化及び取引所外で取引をするディーラーに対する金融取引業規制機構 (FINRA) 会員資格要件の免除の廃止を検討する。但し、テクノロジー進歩の時間の針を巻き戻したり、アルゴリズム取引を禁止するべきではないとしている。

21. APX、Nasdaq OMXの取引システムを導入 (PR 6月11日)

オーストラリア・シドニーのAPX (Asia Pacific Stock Exchange) は、Nasdaq OMXの取引システム X-Streamを導入することで合意した。2014年終わりがごろ稼動開始の予定。

22. EU、市場濫用に関する新しいルール枠組みを官報に掲載（PR 6月12日）

EUは、市場濫用に関する規則（No.596/2014、市場濫用規則）及び市場濫用の刑事上の罰則に関する指令（2014/57/EU、市場濫用指令）を発出し、官報に掲載した。市場濫用規則の適用開始は2016年7月で、それまでに加盟国は、市場濫用の刑事上の罰則に関する指令を各国の法律に移し換える。これまでの市場濫用指令（2003/6/EC）は、廃止される。新ルールは、新取引システム、店頭取引及び高頻度取引（HFT）等の新テクノロジーの成長等の市場の発展に歩調を合わせ、コモディティ及び関連するデリバティブ市場の市場濫用との戦いを強化し、代表的指標（例えばLIBOR）の操縦を明示的に禁止し、規制当局の調査及び行政上の制裁権限を強化する。市場濫用の刑事上の罰則に関する指令は、全ての加盟国にインサイダー取引及び相場操縦に対する統一した刑事上の犯罪について定めることを求めることにより市場濫用規則を補足し、最も深刻な市場濫用犯罪について最大2～4年以上^{*}の禁固刑の刑事上の罰則を課すことを求める。

※ インサイダー取引及び相場操縦は4年、不法な開示は2年。

23. 英国、代表的指標操縦に独自の罰則（Speech 6月12日）

英国財務大臣は、外国為替レート操縦を犯罪とするEUの罰則案の採用をしないことを選択（opt out）し、外国為替レートの不正操作を犯罪とする独自の提案を行うと述べた。EUは、2016年有効で、金融市場の主要な価格の不正操作を4年禁固の刑事上の犯罪とすることとしたが、英国は、すでにLIBOR金利操縦の試みに対し最大7年の禁固刑を導入している。今後、通貨、コモディティ及び債券の代表的指標にも同様の刑事上の罰則を導入する計画である。

24. 韓国、高リスク商品上場と投資者保護強化（PR 6月17日）

韓国金融業委員会（FSC）は、より高リスクの商品の上場を専門家トレーダー向けに認め、一方で一般投資家の適合性基準等を厳しくする。韓国取引所（KRX）は、2014年末までにV-KOSPI200先物、部門別株価指数先物及び夜間取引米ドル先物を、1～2年後に20年国債先物を上場するほか、短期金利先物（例えばKORIBOR）、通貨先物（例えば中国人民元）及びコモディティ（例えば石油）の上場を検討している。これらを取引する一般投資家には、30時間のオンライン研修及び50時間の練習トレーディングを義務付け、それを終了した投資家が、3000万ウォンを預託して、KOSPI200先物及び個別株先物を取引することを認められる。そうして1年超先物取引を経験した投資家が、5000万ウォンを預託して、V-KOSPI200先物・オプション等のより複雑なデリバティブを取引することを認められることとする。このほか、銀行が直接取引所で取引できるようにする。V-KOSPI200は、KOSPI200株価指数のボラティリティ指数を表す。

25. NFA、一般顧客向け外国為替及び先物口座の資金にクレジット・カード使用を禁止（PR 6月23日）

NFAは、一般顧客が外国為替及び先物の口座の資金にクレジット・カードを使用することを禁止する。クレジット・カードの使用は、借入資金による取引を促すことにつながるため。NFAによる15万以上の一般顧客外国為替口座を対象とした調査によれば、圧倒的多数の小規模一般顧客口座がクレジット・カード又は借入資金を利用しており、その過半が損失を出している。新規則は、今後CFTCの認可が必要。

26. CFTC、2018年まで再授権 (PR 6月24日)

米下院が顧客保護及び最終ユーザー救済法を可決した。同法により、CFTCは、2018年まで授権される。

27. ICE、EuronextをIPOで売却 (PR 6月24日)

インターコンチネンタル取引所 (ICE) は、Euronext N.V. の普通株の新規株式公開 (IPO) を行い、総発行済株数7,000万株のうち、42,248,881株を一株20ユーロで売却し、23,352,000株を欧州機関投資家グループに対し一株19.20ユーロでICEの株式と株式交換するなどした。同普通株はEuronextのパリ、アムステルダム及びブリュッセルの各市場に上場された。

(編集注) ICEは、2012年12月にNYSE Euronextを買収し、その結果NYSE Euronextが有するニューヨーク証券取引所 (NYSE)、ロンドンのデリバティブ市場 (Liffe) 並びにパリ、アムステルダム、ブリュッセル及びリスボンの現物・デリバティブ市場を有することとなったが、この度、そのうち、パリ、アムステルダム、ブリュッセル及びリスボンの現物・デリバティブ市場を売却したこととなる。

PR : Press Release

本掲載記事に関するお問合せは、本協会宮崎 (Tel : 03-5280-0881) までお寄せください。

〒 101-0052 東京都千代田区神田小川町 1 - 3
NBF 小川町ビルディング

一般社団法人 **金融先物取引業協会**

TEL (03) 5280-0881 (代)

FAX (03) 5280-0895

URL <http://www.ffaj.or.jp/>

本書は、投資や運用等の助言を行うものではありません。
本書の全部または一部を転用複写する場合は、当協会までご照会ください。

