

(仮 訳)

2025 年 2 月 21 日

証券監督者国際機構

日本証券業協会

IOSCO 市中協議報告書「プリヘッジ」
に対する意見について

日本証券業協会¹は、証券監督者国際機構（IOSCO）が 2024 年 11 月 24 日に公表した市中協議報告書「プリヘッジ」に対し、意見表明を行う機会を得られたことに感謝するとともに、IOSCO が一連の作業にご尽力されていることに敬意を表します。

本市中協議文書につきまして、別添のとおり会員証券会社から寄せられたコメントを提出いたします。これらのコメントを、市中協議の内容に係るさらなる検討において、考慮していただきますようお願いいたします。

以 上

¹ 日本証券業協会（日証協）は自主規制機関であり、また行政当局を含む様々な利害関係者との間の対話を円滑にする業界団体としての双方の機能を有する機関である。その法的地位は内閣総理大臣により認定された金融商品取引業協会であり、その機能はそれぞれ独立して運用されている。日証協は日本で活動する約 465 社の証券会社及び証券業務を行う登録金融機関から組織されている。

No	質問事項	回答
プリヘッジの定義		
プリヘッジの定義		
1	これがプリヘッジの正しい定義であるか。そうでない場合、プリヘッジをどのように定義するか。プリヘッジの定義は、明確に在庫管理及びヘッジと異なるものか。	本協会の会員から、提案されたプリヘッジの定義について明確化や具体的な例示が有用であることを示唆する意見が寄せられた。具体的には以下の通り。 ・会員 1 社より、プリヘッジに該当する取引を商品ごとにできるだけ具体的な例を示してほしい旨が寄せられた。同社からは、見込取引の定義および見込取引に係る情報の具体的な内容について示してほしい旨もあった。 ・会員数社より、【見込取引に係る情報を受領した後から】の条件について、このままだと解釈が広範となり、一般的に定義すると、例えば、取引前提ではないインディケーションや売り買いの目線を伝えられるケースなどを見込取引にかかる情報とすべきか、顧客及びセールス並びにディーラーの間で認識相違が生じうるため、取引相手の取引意図が確認できるタイミング、たとえば、『当該取引の執行時点が顧客からファームクオートを求められた後から』等と明確化することを検討してほしい旨が寄せられた。 ・会員 1 社より、取引時間が決まっているものの価格が決まっていない取引のオーダー（例えば、JGB 引値取引や入札のアベレージオーダー等）はプリヘッジではなく、在庫管理ヘッジと整理されるよう検討してほしい（グローバル外為行動規範に原則 11 及びガイドラインが参考となる）旨が寄せられた。 ・会員 1 社より、定義の目的を明確化するために「顧客利益保護、リスク管理およびマーケットへの影響軽減を目的」とすべき旨が寄せられた。 ・会員 1 社より、プリヘッジは、時には独立して行われる場合も、ポートフォリオベースで行われる場合もある旨が寄せられた。 ・会員 1 社より、提案された定義は「適用される法律および規則の遵守を含む…」という参照から始めるべきではなく、プリヘッジではない法令違反の記載を定義に入れることは、プリヘッジの定義がわかりにくくなるため、プリヘッジについての記載に留めるべきではないか。また、法令を遵守することは当然であるため、それを定義に含むことには違和感がある。それを入れるのであれば、定義ではなく、全体の指針に含めるべきである旨が寄せられた。
プリヘッジが許容される場面の判断		
A1. ディーラーは、真のリスク管理目的のためにのみ、プリヘッジを実施すべきである。		
真のリスク管理目的		
2	提案している真のリスク管理の類型が正しいと考えるか。本市中協議文書で言及されていない真のリスク管理を判断するために考慮すべきその他の要素はあるか。	本協会の会員からは、以下のとおりの意見が寄せられた。 ・「真のリスク管理」という表現は不明確なため、意図している概念をより明確に表す言葉（たとえば、「顧客利益及び市場影響に配慮したリスク管理」）に変更することが望ましいと考える。 ・「真の」（genuine）という用語を含める必要はない。ディーラーが考えるリスクはディーラーに委ねられるべきで、それが説明出来ればよく、どういうリスクが「真」であるかを定めるものではないと考える。そもそも、リスク管理に「真ではないもの」はないため、この用語を含めることに違和感がある。 ・取引主体やその目的により、リスクマネジメントの手法は異なり、横断的に適用できる概念はないと考えている。

利用可能な流動性		
3	ホールセール取引のプリヘッジは、取引が合意された（成立した）後にヘッジするために十分な流動性がある場合も許容されるべきであると考えるか。詳細を説明いただきたい。	本協会の会員からは、流動性を問わずプリヘッジを許容するべきと示唆する意見が寄せられた。具体的には以下の通り。 ・十分な流動性があったとしても、取引時間帯や市場価格に影響を及ぼす情報等で価格変動リスクに晒されることから、プリヘッジが顧客にとってもポジティブな影響となるケースが考えられることから、プリヘッジを行うことを許容すべき。 ・顧客との引き合いに対して複数者が同時に提示するコンペティションにおいて、プリヘッジによりチャージするコストを低くすることが可能な場合もある。一方で、コンペティションの場合は在庫の手当てが複数業者によって行われる可能性があるため、その点は留意する必要がある。 ・マーケットの流動性のみでプリヘッジの適切性を決めるべきではない。市場の流動性は一定ではなく、複数の要因に影響されるため、客観的に定義することは難しい。つまり、流動性は予測が難しく、ボラティリティは大きく変動する可能性があり、通常は流動性のある市場であっても、特定の条件下では急速に流動性を失うことがあり、プリヘッジが必要となることもある。 ・ディーラーは、プリヘッジを行う際には、流動性だけでなく、ディーラーの数など他の要素も考慮して行っている。
4	リスク管理の目的で、流動性の高い市場における小規模取引のプリヘッジを実施する真の必要性があるか。	本協会の会員からは、取引規模を問わず、プリヘッジが許容されるべきと示唆する意見が寄せられた。具体的には以下のとおり。 ・流動性の高い市場における小規模取引であっても、プリヘッジがリスク軽減させる効果はあり、必要性はあると考える。 ・必要性はある。多くの小規模の取引が集中する場面もあることから、そうした取引に備えるリスク管理として、プリヘッジが行われることは認められるべき。#3 で前述の通り、流動性は予測が難しく、ボラティリティは大きく変動する可能性があり、通常は流動性のある市場であっても、特定の条件下では急速に流動性を失うことがあり、プリヘッジが必要となることもある。 ・プリヘッジは、リスクを低減して顧客に利益をもたらす効果がある場合は、流動性対比の取引規模によらず許容されるべきである。例えば、小さな取引規模に対するプリヘッジが一律に認められず、ディーラーが当該小規模の取引のリスクを相殺するために在庫の使用が必須とされると、市場の流動性と比較してより大きな取引が見込まれる際に効果的にプリヘッジ／ヘッジを実施できない可能性が高くなり、ひいては顧客に転嫁せざるを得ない潜在的なリスク・プレミアムに繋がる。すなわち、在庫管理は常時必要なものであるため、プリヘッジは市場の流動性対比の取引規模によらず許容されるべき、ということである。なお、この観点で、市中協議文書の「Figure 1: Pre-hedging schematic」ではトレーディングサイクルを在庫管理→プリヘッジ→ヘッジと簡潔にし過ぎているが、実際には在庫管理は常時行いつつ、複数の取引にそれぞれに並列的にプリヘッジ→ヘッジを行っている、とすべきである。（質問事項5，6同様）

プリヘッジにおけるプロポーショナリティ		
5	ディーラーが在庫を保有している場合、ディーラーは顧客の見込取引に関連するリスクを相殺するために、まずは当該在庫を使用することを検討すべきか、それともプリヘッジの実施を認めるべきか。	本協会の会員からは、在庫の有無に関係なく、プリヘッジが許容されるべきと示唆する意見が寄せられた。具体的には以下のとおり。 ・顧客の利益に資すると考えられる場合にプリヘッジが許容されると理解しており、在庫有無によらずプリヘッジが許容されない場合、ディーラーは最良の価格を提示できない可能性がある。在庫を使用することで保有する在庫のリスクが変化するため、その時点の状況に応じて在庫を使用するかプリヘッジをするかの選択が必要である。在庫有無によらず、見込取引の市場リスク量が、市場流動性や、ディーラーのリスク許容度に照らして大きい場合であって、顧客の利益に資すると考えられる場合に実施するものとするべきである。 ・顧客から見込み取引に関する情報入手前にディーラーが在庫を保有する場合、その在庫は他の顧客との潜在的な取引機会の為にセットアップされたものと理解されるのが一般的であると考えられる。よってプリヘッジの上限金額は情報入手時点のディーラーのポジション状況とは無関係に、見込み取引情報の額の上限までは認められるべきと考える。 ・プリヘッジではなく在庫を先に使用することを求められるべきではない。マーケットへの影響を最小限に抑えるために行おうとする手法には制約を設けるべきではなく、よってディーラーがどのようにプリヘッジを行い、在庫を利用するかについては、ディーラーの裁量に任せるべき。在庫の保有目的は、見込み取引に対応するためとは限らず、在庫を見込み取引のために強制的に利用させることは、ディーラーの自由かつリスク管理の方法を奪うことになり、最適なリスク管理が出来なくなる可能性がある。
6	ディーラーは、顧客の見込取引のプリヘッジの規模を決定するにあたり、どのような要素を考慮すべきか(例：取引規模、商品種類、相場環境等)。プリヘッジの金額に上限を設けるべきか。上限を設ける場合、どのような制限(例：全体に対するパーセント、ギリシャ指標等)が検討に適しているか。二者間の店頭取引及び電子プラットフォームを含む競争的な RFQ システムに関連する回答を詳細を説明いただきたい。	本協会の会員からは、プリヘッジの規模を決めるにあたり考慮すべき様々な要素を示す意見が寄せられた。具体的には以下のとおり。 ・取引サイズ、商品種類、相場環境等いずれも要素となり得る。特に相場環境は刻々と変わり得るため、少なくともディーラーが予想した見込み取引金額の上限まではプリヘッジを可能とすべきと考える。また、顧客取引とは異なる商品でプリヘッジを行う場合は、その上限においてはデルタやベガのグリークスペースで検討することが適切と考える。 ・プリヘッジの規模は取引規模、商品種類、相場環境など様々な要素によって決定される可能性があり得るが、金額上限の設定など一定のルール化をする場合には商品種類毎にグリークスペースでの基準設定を検討するのが適していると考ええる。特にデリバティブ取引のプリヘッジ規模の決定にあたっては銘柄間の相関や指数値との相関なども含めて考慮したうえで検討する必要があると考える。 ・プリヘッジの量は、取引のサイズ、市場条件、予想される執行までの時間などを考慮して決定されるため、制限を設けると、市場条件が変化する場合や複数の見込注文を処理しながら在庫を管理する際には、制約が大きくなり、リスク管理が難しくなる。 ・それぞれの単一取引の額面やリスクだけを考慮して制限を設けると、ディーラーは、複数の顧客から見込まれる多数の取引に備えるリスクヘッジを「まとめて」行うことが出来なくなり、流動性供給に影響を与える。

A2. ディーラーは、①顧客に対して公正かつ誠実に行動し、②顧客にとっての利益につながるといった意図をもってのみ、プリヘッジを実施すべきである。		
顧客利益		
7	上述の顧客の利益に係る概念が正しいと考えるか。	本協会の会員からは、以下のとおりの意見が寄せられた。 ・ 会員数社は、顧客の利益につながる可能性のある場合のみプリヘッジを行う考え方を支持していた。ある会員 1 社からは、基本的に支持するとして上で、顧客の利益につながると信じてプリヘッジを実施しながら、プリヘッジを実施したことにより結果的に必ずしもそうならない場合もあり、そのようなケースを直ちに法令違反としないようにしていただきたい旨を添えていた。 ・ また、別の会員 1 社より、プリヘッジは、顧客取引を円滑にするべく、ディーラーがリスク管理を行うための行為で、その際に顧客にとっての利益につながるといった意図をもつだけでなく、顧客が不利益を被らないように努めることも大切であるとの意見が寄せられた。
8	プリヘッジから得られるディーラーの財務的利益は顧客と共有されるべきであると考えるか。顧客と共有される利益の公正な割合はどの程度か。詳細を説明いただきたい。	本協会の会員から、プリヘッジにより得られる財務的利益を共有するという概念について問題提起の意見が寄せられた。 ・ 会員 1 社より、プリヘッジで得た財務上の利益を事後的にディーラーと顧客で共有するのには違和感がある（プリヘッジで得であろう財務上の見込利益は、顧客への提示価格に含めて提示しているものである）との考えが示された。 ・ また別の会員 1 社からは、（１）損失が共有さないことと（２）代替商品でヘッジした場合における公正な割合の明確な算出が困難であることから、財務的利益は共有されるべきでないとの考えが示された。 ・ 同様に、別の会員 1 社からもプリヘッジにて得られた財務的利益を算出することは困難であるとの指摘があった。同会員はまた、ディーラーはプリヘッジ取引の失敗やそれに伴うコストが生じるリスクもディーラーは負う立場にあり、特定の金銭的利益を共有するかどうかはディーラーの裁量に委ねるべきであるとの見解を示した。さらに、同会員からは、日本では、利益の配分方法によっては、利益の提供が禁止される可能性がある旨も指摘があった。
9	プリヘッジは常に顧客にとって利益につながることを目的とすべきか、それとも、顧客に悪影響を及ぼさなければ、ディーラーが自らのリスク管理のためにプリヘッジを実施するだけでも十分か。	本協会の会員からは、以下のとおりの意見が寄せられた。 ・ 会員 1 社より、プリヘッジの実施は、顧客のためか、ディーラーのためかを選択するものでなく、顧客にとって利益につながることを前提として上で、ディーラーのリスク管理上の要請も顧客の利益につながるものであるべきと回答した。一方で、同会員からは、必ずしも顧客にとって最善の価格になるとは限らないことも強調された。 ・ また別の会員 1 社より、顧客にとっての利益につながるという「意図」を証明することは難しいことから、質問事項の後者と見做されると望ましいとの意見が寄せられた。

A3. ディーラーは、プリヘッジを実施する際には、①市場に対する影響を最小化し、②市場の健全性を維持すべきである。		
市場に対する影響の最小化と市場の健全性の維持		
10	ディーラーは、プリヘッジの市場への影響を最小限に抑えるべくとった措置を示せるようにすべきか。顧客の見込取引を実行しなかった場合、ディーラーがプリヘッジで取ったポジションを解消する前に、市場への影響を最小限に抑え、市場健全性を維持するために考慮すべき事項はあるか。	本協会の会員からは、プリヘッジの市場への影響を最小限に抑えるべく配慮する必要があるとした上で、その意図と行為の証明には限界があるとし唆する意見が寄せられた。具体的には以下のとおり。 ・プリヘッジやそのポジション解消時にも市場への影響を最小限にするよう配慮し、その措置については適切なプリヘッジが行われるよう、各社で体制整備を検討すべき。一方で、プリヘッジ取引の特定は技術的にも対応することは難しく、体制整備は手間とコストもかかるため、どれぐらいのレベル感での体制整備なのかといった点を含めて、十分な議論が必要。 ・プリヘッジの市場への影響を抑えるべく努力することは可能であるが、影響を抑えたことの証明は難しいと思われる。 ・これは、非常に難しく、ディーラーは、その意図を示したり文書化したりすることを要求されるべきではない。例えば、複数のディーラーが、同じ又は似たような「取引見込み情報」を持つ場合、複数のディーラーによるプリヘッジが同時又は近いタイミングで行われることが想定される。このような場合、一人のディーラーが行ったプリヘッジが、「市場への影響を最小限に抑えるため」とした行動」と示すことは、ほぼ不可能であると考えられる。特に、さまざまな理由で売買を行うトレーダーの決定に多くの要素が影響するボラティリティの高い市場では、なおさらである。なお、会員から、プリヘッジの市場への影響という文脈で要件を明示せずに「最小限に抑える」（minimize）という文言を使うことで、プリヘッジを抑制する方向に作用し、最良と考えるプリヘッジの行動を阻害し、顧客の利益を損なう可能性があるとの指摘とともに、「減少させる」（reduce）や「抑制する」（control）などに表現を和らげるべきとの提案が寄せられた。
プリヘッジによるコンダクトリスクの管理		
B1. ディーラーは、プリヘッジに関する適切な規程及び手続を制定及び実施すべきである。		
規程及び手続		
11	プリヘッジのための適切な規程及び手続に関する本提言が正しいと考えるか。そうでない場合、詳細を説明いただきたい。	本協会の会員から寄せられた意見では、概ね提言への賛同が示された。ただし、 ・ 会員 1 社より、善意のリスク管理目的での行動が拘束されないことが必要との回答が寄せられた。 ・ 別の会員 1 社からも、プリヘッジを必要以上に制限するようなことにならないようにしていただきたいとの意見が寄せられた。

B2. ディーラーは、顧客に対し、当該ディーラーのプリヘッジ慣行について明確な開示を行うべきである。		
開示		
12	顧客にとって最も効果的な開示の種類／方法は何か。その理由は何か。	本協会の会員から寄せられた意見は、ディーラーのウェブサイトを通じてアップフロント開示を行うことが効果的かつ現実的であると概ね示唆するものであった。具体的には以下のとおり。 ・複数の会員より、自社 HP などでのプリヘッジについての一般的な方針を開示するアップフロント開示が理想的かつ現実的であるとの示唆があった。 ・会員 1 社より、アップフロント開示は多くの市場参加者に広く受け入れられる現実的なアプローチであり、この事実に基づけば、既存の FX Code の開示を踏襲するのが好ましいのではないかと指摘が寄せられた。また、同社からは、ディーラーがアップフロント開示による一般的な方針の開示以上のことを行うか（例えば、アップフロント開示を通じた追加的な内容の開示やそれ以外の種類の開示を行うかどうか）は、顧客の習熟度や取引手法等の要因に応じてそのディーラーの裁量に委ねるべきである、との付言があった。 ・会員 1 社より、Web 等でプリヘッジや類似ポジションを行う可能性があることや、それによる影響等を説明したディスクレーマー開示が現実的である旨が寄せられた。 ・会員 1 社より、プリヘッジに同意しない顧客の不同意表明を可能にする必要がある旨についても寄せられた。 ・会員 1 社より、取引の前にその都度、顧客へ開示することや、加えて取引の前の開示の都度、顧客からプリヘッジの実施への同意を得ることは難しいと考える旨が寄せられた。取引の蓋然性、取引内容、コンペティションに参加するディーラーの数など取引は多様であることが理由である。特に別々の取引相手とのそれぞれの取引において同じ銘柄を取引する場合にプリヘッジの合意の有無が分かれた場合に、ディーラー側で取扱いを個別に切り分けることも難しいからである。
アップフロント開示（事前開示）		
13	取引の規模や複雑性、顧客の習熟度等の要素に関係なく、アップフロント開示を適用すべきか。ディーラーが取引開始前のアップフロント開示を行う際の課題はあるか。	本協会の会員から寄せられたアップフロント開示に関する意見は以下の通りであった。 ・複数の会員より、既存の FX Code の開示を踏襲（各企業のインターネット上の HP 等でアップフロント開示を実施）するのが好ましいとの示唆があった。会員 1 社からは、要素に関係なく一般的なものをアップフロントで行うことには異論なしとのコメントもあった。 ・別の会員 1 社より、取引商品、流動性、市況によってプリヘッジの対応が異なってくるほか、顧客によっても説明不要な場合も考えられるが、取引においては迅速な対応が求められることも多く、事前開示においては、概略に留めるべきと考える。この点柔軟に対応できるよう配慮頂きたい旨が寄せられた。
14	アップフロント開示の最低限の内容は何か。回答の際に、電子取引の文脈における二者間の OTC 取引、競争的 RFQ、及びプリヘッジを区別するようお願いしたい。	本協会の会員からは、アップフロント開示の最低限の内容として、プリヘッジの定義、プリヘッジの目的、プリヘッジを行う対象商品、実施の可能性、またその影響等の概略、顧客がプリヘッジの実施に不同意できる旨、及び不同意を表明する方法等が挙げられた。また、全ての取引に関して、FX Code の開示を踏襲するのが好ましいとする会員もいた。

取引毎の開示		
15	取引ごとの開示は、取引の規模や複雑性、顧客の習熟度等の要素に比例すべきか。その開示の最低限の内容は何であるべきか。回答の際に、電子取引（特に電子取引プラットフォーム）の文脈における二者間の OTC 取引、競争的 RFQ、及びプリヘッジを区別するようお願いしたい。	本協会の会員からは、取引毎の開示について様々な要素に比例させることが望ましいとしつつも、本開示は規制の下で規定されるべきものではなく、各社の裁量によるビジネス慣行とすべきと示唆する意見が寄せられた。具体的には以下のとおり。 ・取引毎の開示を行う場合は、取引の規模や複雑性、顧客の習熟度等の要素に比例し、顧客が理解できる内容にて開示すべきである。 ・基本的には実務対応上、一般的な慣習等の開示となるべきと考えるものの、取引の規模や複雑性、顧客の習熟度等の要素によって個別に必要な場合においては開示内容は変化を設けることも考えられる。 ・個別開示の最低限の内容はプリヘッジを行った場合における、ヘッジ期間が考えられる。それ以外は個別に顧客との間で必要とされる内容を柔軟に提供できるように検討頂きたい。 ・（Q15, 17, 21, 23, 24 に対する意見）顧客毎、取引毎に、取引の個別管理及び顧客への開示に関する記録、監査などの手続を行うことは、ディーラーの負担が大きすぎる。当該手続きに伴うシステム及び人員の手当などの費用は、最終的に取引時のコスト・価格として顧客に転嫁される為、必ずしも顧客の利益に最善とはならないため、原則として反対する。 なお、別の会員からは、すべてのマーケットや取引において、取引ごとの開示が実用的または実現可能とは考えていない旨、ただし、非常に大きな取引のような特定のケースでは、取引ごとの開示が求められる可能性があり、より複雑な取引に対しては、事前開示をより丁寧に行う必要がある旨の意見が寄せられた。同会員からは、特に電子取引においては、対応が難しいと考えられるとの付言があった。
16	競争的な RFQ 及び電子取引において、取引ごとの開示にあたっての課題又は障壁はあるか。ある場合、詳細を説明いただきたい。	本協会の会員からは、以下のとおりの意見が寄せられた。 ・競争的 RFQ はクイックな引合いであり、顧客は習熟度が高いことが想定され、開示が必要ではないケースが多いと考える。 ・取引特有の開示を行う際のタイミングが課題となる。特定のプロダクトの取引は迅速に行われるため、カウンターパーティーが内容を受け取り検討するための十分な時間がない場合がある。 ・IOSCO の提言を実現するためには、取引の電子化を含むシステムのインフラが必要となってくると理解するが、しかし、日本の債券の取引や店頭デリバティブ取引においては、現在も音声による引合いや取引が主流であり、取引の電子化自体がレギュレーション上要求されていない市場において、ディーラーと投資家双方にシステム投資負担を強いることとなり、ディーラーのシステム投資負担のコストは、最終的に取引時のコスト・価格として顧客に転嫁されることに鑑みると、必ずしも顧客の利益に最善とはならない。

取引後の開示		
17	顧客にとって、取引におけるディーラーのプリヘッジの慣行に関する取引後の開示は有益か。	本協会の会員からは、取引後開示は規制で義務付けるべきものではなく、柔軟な対応が取れるようにすべきと示唆する意見が寄せられた。具体的には以下のとおり。 ・（Q15, 17, 21, 23, 24 に対する意見）顧客毎、取引毎に、取引の個別管理及び顧客への開示に関する記録、監査などの手続を行うことは、ディーラーの負担が大きすぎる。当該手続きに伴うシステム及び人員の手当などの費用は、最終的に取引時のコスト・価格として顧客に転嫁される為、必ずしも顧客の利益に最善とはならないため、原則として反対する。 ・取引商品、流動性、市況、顧客の習熟度によっても開示内容に違いがあってもよい。また、一律な開示は場合によって業者側の負担となり、それらが顧客に取引コストとして課されるおそれがあることから、柔軟な対応ができるよう検討頂きたい。 ・プリヘッジの結果は、取引サイズ、商品種類、相場環境等マーケットの状況などの様々な要素によるもので、プリヘッジを行った場合と行わなかった場合を比較することは不可能。また、プリヘッジにより生じた効果（取引条件の改善や市場への影響等の度合い）を計測し、または客観的に良かったのか悪かったのか正確に分析することは、現実的に困難である。そのため、義務的な開示は必ずしも価値を提供しないかもしれず、顧客にとって、むしろ、ディーラーとの取引後の対話を自主的に行うことほうがよい。ただし、取引後の開示には追加のコストが生じる可能性がある。
18	取引後開示の性質及び形態は、顧客とディーラー間で、見込取引に関する連絡の開始時に合意されるべきであるか。また、取引の規模や複雑性、顧客の習熟度等の要素に比例すべきか。	本協会の会員からは、以下のとおりの意見が寄せられた。 ・取引後の開示および開示内容の事前合意は、顧客とディーラー間で必要に応じて任意に行うことと考える。 ・開示を行う場合は、取引の規模や複雑性、顧客の習熟度等の要素に比例し、顧客が理解できる内容にて開示すべきである。 ・連絡の開始時に合意されるのが自然と考えるが、合意の必要性や開示内容は取引の規模や複雑性、顧客の習熟度によって違いがあるべきで、義務付けるのではなく、柔軟に対応できるよう検討頂きたい。 ・取引後の開示は、ケースによっては説明することが難しいこともあり、開示出来ない項目がある場合もある。よって、開示を求める場合は、取引前にその旨を示し、その可否を含めて合意をしておくべきかと思う。ただし、その必要性や開示内容は取引の規模や複雑性、顧客の習熟度によって柔軟に対応できるようすべき。
19	取引後の開示にあたって障壁はあるか。回答の際に、電子取引（特に電子取引プラットフォーム）の文脈における二者間の OTC 取引、競争的 RFQ、及びプリヘッジを区別するようお願いしたい。	本協会の会員からは障壁があることを示唆する意見が寄せられた。具体的には以下の通り。 ・ある会員からは、実務上の負担は大きく、開示が客観的データに基づく場合、そのデータがまず明確に識別できないことが障壁となると指摘した。これは取引の性質に関係なく当てはまると同会員が主張した。加えて、取引後の開示が義務化されると、遵守できないリスクを避けるために、ディーラーにプリヘッジを禁ずる措置を取らざるを得ない可能性があり、その結果、取引価格に影響を与えたり、場合によっては顧客取引に応じられない、顧客や市場に流動性を提供できないというマイナスの影響が考えられる点に留意する必要があると同会員は強調した。 ・また、ある会員からは、一律な開示は場合によって業者側の負担となり、それらが顧客に取引コストとして課されるおそれがあることから、柔軟な対応ができるよう検討してほしいと回答があった。

B3. ディーラーは、顧客から事前に同意を得るべきである。		
同意		
20	顧客が特定の取引に関連してプリヘッジを実施してほしく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撤回する）ことを可能にすべきことは正しいと考えるか。ディーラーが顧客の当該新しい指図に従うことが義務とならない場面はあるか。ない場合、このアプローチの顧客にとっての潜在的な問題又はリスクは何か。回答の際は、二者間の OTC 取引、競争的な RFQ システム及び電子取引プラットフォーム上のものそれぞれについて詳細を説明いただきたい。	本協会の会員回答者は IOSCO の提言を概ね支持していたが、以下の留意事項に言及があった。 ・ディーラーが在庫手当の行動が制限されることにより、提示する価格の悪化など顧客にとって必ずしも最善の利益とならないこともあるため、ディーラー側にもプリヘッジを行わない旨の顧客の指示への拒否権を与えるなどの措置が必要である。 ・この顧客の要請に従うことを義務とした場合、顧客にとっての潜在的な問題・リスクとしては、顧客に返す取引プライスに影響があったり、場合によっては取引プライスを返せないことが考えられる。 ・顧客が特定の取引に関連してプリヘッジを実施してほしくないことをディーラーに明示的に通知することを可能とした場合、潜在的な問題・リスクとしては、取引価格に影響を与えたり、場合によっては取引を受けられず流動性を提供できないことが考えられる。 ・顧客が特定の取引に関連してプリヘッジを実施してほしく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撤回する）ことを可能にすべきことは正しいと考える。一方で、正式な RFQ を受領する前に行うプリヘッジと RFQ 受領後に行うプリヘッジとで同意・非同意を選択可能とするなど柔軟な対応が必要と考える。特に比較的流動性の乏しいエクイティデリバティブ等では顧客の最善利益に資するヘッジかどうかという観点で部分的な非同意の選択は顧客にとって有用と考える。
21	ディーラーに対して、ある種類の取引についてプリヘッジすることに係る事前の明示的な同意を得ることを義務付けるべきか。回答の際は、二者間の OTC 取引、競争的な RFQ システム及び電子取引プラットフォームそれぞれについて詳細を説明いただきたい。	本協会の会員回答者は、各顧客の個々の取引で事前同意を明示的に取得することに反対の立場であった。具体的には以下のとおり。 ・顧客ごと、取引ごとにプリヘッジの同意を得ることは煩雑かつコストのかかるものである。（Q15, 17, 21, 23, 24 に対する意見）顧客毎、取引毎に、取引の個別管理及び顧客への開示に関する記録、監査などの手続を行うことは、ディーラーの負担が大きすぎる。当該手続きに伴うシステム及び人員の手当などの費用は、最終的に取引時のコスト・価格として顧客に転嫁される為、必ずしも顧客の利益に最善とはならないため、原則として反対する。 ・取引の規模や複雑性、顧客の習熟度等に応じて情報開示に濃淡をつけることが適切であり、また、取引の迅速性が求められる場合ではフィージブルでない。結果として顧客への最適な取引機会の提供を阻害する懸念がある。 ・事前のリスクの開示で十分であるべきだ。顧客からの異議がない場合、プリヘッジの実行に関するアップフロント開示は同意と見なされるべき。同意の要件は実務的に管理可能なものでないと、結果的に取引の遅延や顧客取引の円滑な執行や流動性にも影響を与えかねない。 回答者からは、ディーラーが個別に顧客に明示的な同意を求めるケースを除き、基本的にはプリヘッジの概要をアップフロント開示としてウェブサイトを通じて開示する等といった手法をとりつつ、開示内容が十分である中でオプトアウト形式で顧客から同意を取る手法がよりよく現実的であるとの声が上がっていた。

B4.ディーラーは、プリヘッジに関して、次の内容を含む、適切なコンプライアンス及び監督体制を実装すべきである。i. 監督体制及び点検 ii. 取引及びコミュニケーションに係るモニタリング及び調査		
取引後レビュー		
22	プリヘッジについては、独立した取引後レビューを実施すべきか。当該レビューは、プリヘッジの監督の改善にどう資するか。当該レビューは、注文執行慣行の取引後レビューを求める顧客の要求に応えるためにも利用できるか。	本協会の会員からは、以下のとおりの意見が寄せられた。 ・取引後のレビューはリスク管理目的のヘッジであったかを把握することが出来、監督上の観点でも有効と考える。しかし、実際には実施するにはハードルが高いため、慎重な議論が必要なものだと考える。なお、当該レビューは顧客説明に利用できるが、顧客への開示については必要な場合（顧客の要請等）に行うこと、またその内容は柔軟に対応できる形が望ましい。 ・一般的なその他モニタリングにおける実務を踏まえ、プリヘッジのために取引毎の事後の取引レビューを行うことによって、プリヘッジの監督が改善され、顧客の要求にも応え得るものとして支持できる。一方で、全取引の取引毎のレビューはリスク管理の効率性を悪化させ、適切なリスク管理を阻害する事になるため、避けるべきである。リスクベースの考え方に基づき、プリヘッジが発生し得る類型（市場流動性対大口である等）を定めてモニタリング対象は選定されるべきである。また、顧客との会話等のどの時点からプリヘッジ管理の対象とするかの定義によるものではあるが、管理の対象とすべき顧客との会話等の範囲が広がる場合、上記と同様にリスク管理の効率性が悪化する可能性があるのと同時に、セールスの対顧客コミュニケーションへの制約となり、顧客への適正・適切な価格の商品提供に影響を与え得る可能性に留意が必要と認識している。 ・プリヘッジだけのために独立した取引後レビューを実施することは難しい場合がある。プリヘッジの結果は、取引サイズ、商品種類、相場環境等マーケットの状況などの様々な要素により変化するもので、プリヘッジを行った場合と行わなかった場合を比較することは不可能。また、プリヘッジにより生じた効果（取引条件の改善や市場への影響等の度合い）を計測し、それが客観的に良かったのかの悪かったのか正確に分析することは、現実的に困難である。そのため全ての取引に独立した取引後レビューが現実的に可能かは疑問。また、そうしたレビューが求められる場合、監督や顧客は、具体的に何を評価すればいいのかは十分な検討が必要。
B5.ディーラーは、顧客の機密情報へのアクセスを適切に管理し、悪用を禁止するとともに、プリヘッジに関連して生じ得るあらゆる利益相反を適切に管理すべきである。ディーラーは、自社の業務上のリスク特性の変化に沿って対応するため、適切な物理的・電子的情報統制の確立、モニタリング、定期的な点検の実施を検討すべきである。		
内部統制の実装		
23	プリヘッジと在庫管理の区別を確実にするために、ディーラーに内部統制の実装を求めることは(コストとベネフィットの観点から)合理的であると思うか。	本協会の会員回答者からは、プリヘッジと在庫管理を区別すること自体が困難であるため、合理的ではないとの意見が寄せられた。 ・ある会員からは、具体的に、さまざまな取引やカウンターパーティーへの金融サービス提供においては、潜在的な利益相反が生じるため、業者にとって潜在的な利益相反の管理を示すことが重要な義務であるとした上で、プリヘッジだけのために特定のコントロールの種類を定めることは不必要であり、現実的ではないと謳った。むしろ、利益相反や市場の健全性に関する広範な方針に組み込まれるべきであるとの意見が寄せられた。 ・（Q15, 17, 21, 23, 24 に対する意見）また、別の会員からは、顧客毎、取引毎に、取引の個別管理及び顧客への開示に関する記録、監査などの手続を行うことは、ディーラーの負担が大きすぎる。当該手続きに伴うシステム及び人員の手当などの費用は、最終的に取引時のコスト・価格として顧客に転嫁される為、必ずしも顧客の利益に最善とはならないため、原則として反対するとの意見が寄せられた。

B6. ディーラーは、監督上の監視、モニタリング及び調査を円滑に進めるために、プリヘッジに関する適切な記録を保管すべきである。		
記録保存		
24	監督上の監査、モニタリング、監視のために十分なプリヘッジに係る記録を確保するためには、どの程度の粒度が適切か。	本協会の会員から、プリヘッジ活動の記録保存について様々な粒度の提案とともに、記録保存に係る要件について十分かつ慎重な議論が必要との付言があった。具体的には以下のとおり。 ・会員 1 社より、実施されたプリヘッジと、顧客取引との紐づけは必要と考えるが、全ての取引については困難であり、そのため、プリヘッジの特定と記録保存について、十分かつ慎重な議論が必要である旨のほか、その上で、実際の運用のなかで、管理監督上必要なものを各社で検討、整備されるのが望ましいと考える旨が寄せられた。 ・別の会員 1 社より、モニタリング、監視のために必要なプリヘッジに係る記録に関して、以下のような情報が考えられる旨のほか、ただし、プリヘッジ取引は、ポートフォリオベースでヘッジを行うものもあり、同じ金融商品で行わない場合もあるなど、特定が難しい。そのため、記録保存については、十分かつ慎重な議論が必要である旨が寄せられた。 ①顧客から価格提示依頼を受けた際の対象を特定できる情報。具体的には『対象プロダクト名』、『コード』、『限月・回号等』、『売買の別』、『数量』等が挙げられる。 ②依頼を受けた『タイムスタンプ（時刻）』 ③プリヘッジを行った取引と①の情報を紐づけるフラグ等、取引の詳細 ④プリヘッジを行った期間のマーケット情報 なお、上記情報の整備、実運用するにはフロント部署やシステム開発上の負荷が相当大きいことが想定され、現実的に対応可能な範囲でのモニタリング、監視とすることが望ましい。（Q15, 17, 21, 23, 24 に対する意見）同会員からは、顧客毎、取引毎に、取引の個別管理及び顧客への開示に関する記録、監査などの手続を行うことは、ディーラーの負担が大きすぎる。当該手続きに伴うシステム及び人員の手当などの費用は、最終的に取引時のコスト・価格として顧客に転嫁される為、必ずしも顧客の利益に最善とはならないため、原則として反対するとの意見も寄せられた。 ・別の会員 1 社より、ディーラーには、ビジネス活動の正確な記録を作成し、保存するという規制上の義務があり、そのため、現行の規制における記録作成および記録保持の要件は、プリヘッジを含む自社のビジネス活動に関する記録をすでにカバーしている旨が寄せられた。プリヘッジ取引は、ポートフォリオベースでヘッジを行うものもあり、同じ金融商品で行わない場合もあるなど、特定が難しい。そのため、プリヘッジを特定して記録保存して、監督やモニタリングを行うことについては、義務となった場合には、顧客の利益の為に本来行うべきプリヘッジ取引も控えられることになり、これは市場の機能性を劣化させることにも繋がる。よって、全てのプリヘッジ取引を特定し、事後検証を行うことは現実的に難しいが、リスクベースのアプローチ、例えば一定以上のサイズの取引については、既存の記録を用いた事後検証を行うといった対応が現実的だと考える。この記録保存については、十分な議論と検討を行うことが必要。
業界規範		
25	既存の業界規範はすでに提言の要件の一部または全部を満たしていると考えるか。その場合、如何に満たしているかについて詳細を説明いただきたい。	ある会員からは、IOSCO が既存の業界規範や基準が、グローバルかつすべてのアセットクラスに一貫して適用されない可能性を懸念していることは理解できるものの、既存の業界規範は規制当局や業界参加者との協議のもとに策定されており、画一的なアプローチではなく、特定の市場で適用されるため、より意味のあるものとなっていると示唆する意見が寄せられた。同会員は、そのためプリヘッジのガバナンス体制を議論するにあたり、既存の業界規範をそのベースとすべきとした。また、同会員からは、その際、業界規範に示された慣行に悪影響を及ぼさないように留意していただきたいとの意見も寄せられた。