

証券 CFD 取引ワーキング・グループ

最終報告書

2010年3月16日

日本証券業協会

目 次

要旨・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・	2
証券 CFD 取引ワーキング・グループ名簿・・・・・・・・	4
1．はじめに・・・・・・・・・・・・・・・・	5
2．証券 CFD 取引についての現状認識・・・・・・・・	6
(1) 証券 CFD 取引とは	
(2) 証券 CFD 取引の特徴	
(3) 証券 CFD 取引の市場規模	
(4) 最近の動向	
3．主要な論点とその検討内容・・・・・・・・	9
(1) 勧誘に関する事項	
(2) 広告宣伝に関する事項	
(3) 事前説明に関する事項	
(4) 問い合わせ対応態勢の整備に関する事項	
(5) レバレッジに関する事項	
(6) ロスカットルールに関する事項	
(7) 低スプレッド（低手数料）競争に関する事項	
(8) 取引価格の透明性（価格調整）に関する事項	
(9) 取扱会社の健全性について	
(10) カバー先の健全性について	
(11) システム管理体制	
(12) 不公正取引の防止について	
4．おわりに・・・・・・・・・・・・・・・・	23

要旨

1. 本自主規制規則制定の背景と目的

日本証券業協会（以下「日証協」）は、我が国において近年急速にその規模を拡大させている証券 CFD 取引について、FX（外国為替証拠金取引）と類似した特徴を持つことを踏まえ、将来的に起こり得る不測の事態に対する未然防止を図る観点から、「証券 CFD 取引ワーキング・グループ」を設置し、「CFD 取引に関する規則」（以下「本自主規制規則」）を制定した。

本自主規制規則は、日証協の協会員が顧客に対して CFD 取引又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行うにあたって、勧誘規制、説明事項の追加、ロスカット取引の義務付けを課すものであり、もって投資者の保護に資することを目的とするものである。

2. CFD 取引の定義について

本自主規制規則の対象となる CFD 取引は、日証協の定款第 3 条第 4 号に規定する有価証券関連デリバティブ取引等のうち、先物・先渡しに該当し、個人を相手方として差金の授受のみにより決済されるものである。ただし従来型の先物取引（限月による期限があり特に CFD を名乗っていない取引所取引）については CFD 取引の定義からは対象外としている。

3. 勧誘規制について

本自主規制規則では、店頭 CFD 取引には不招請勧誘の禁止を、店頭 CFD 取引・上場 CFD 取引に対して勧誘受諾意思の確認義務、及び再勧誘の禁止を課すこととした。

中間報告書の段階では店頭・上場 CFD とともに再勧誘の禁止までが合意されていた。これは発展途上にある CFD 取引について、対面営業を否定するような強い不招請勧誘の禁止まで導入することには慎重であるべきだとされたためである。

しかしその後、金融行政務三役から「金融・資本市場に係る制度整備について」の方針が、金融庁から「金融・資本市場に係る制度整備について」が公表され、再度 CFD 取引に関する勧誘規制のあり方について検討した結果、FX や商品 CFD といった類似取引との規制の平仄、主として個人を対象とするという顧客層の重複性、また現状がインターネット取引であることから極端な顧客サービス低下には繋がらない点等を踏まえ、店頭 CFD 取引には不招請勧誘の禁止を課すこととした。

4. 説明事項の追加

本自主規制規則では、店頭 CFD 取引について契約締結前交付書面へのカバー先の概要、委託証拠金の管理方法等の記載を義務付けることとした。

これは、既に店頭 FX については法令で上記規制がかかっているものの、証券 CFD 取

引にはかかっていない現状があるため、カバー先や委託証拠金の管理方法は、商品の仕組が類似する店頭 FX と同じく重要な開示項目であるという認識のもと、義務付けが必要であると合意されたものである。

5 . レバレッジ規制について

過度な高レバレッジ取引を抑制するため、店頭 FX では既に法令による規制が公布されている。店頭 CFD 取引に関しては、現状はそれほど問題ないが将来的には FX と同様に、顧客の不測の損害発生、協会員の財務の健全性の悪化、過当投機の誘発、というリスクが想定されるため自主規制規則を検討していた。

こうした中、金融庁より「金融商品取引業等に関する内閣府令」の改正案が公表され、その中で、店頭 CFD 取引を含む有価証券関連店頭デリバティブ取引について以下の通りレバレッジ規制が課せられることとなったため、自主規制規則の検討を終了した。

個別株関連店頭デリバティブ取引	5 倍以内
株価指数関連店頭デリバティブ取引	10 倍以内
債券関連店頭デリバティブ取引	50 倍以内
その他有価証券関連店頭デリバティブ取引	5 倍以内

6 . ロスカット規制

本自主規制規則において、店頭 CFD 取引に対してロスカットルールを義務付け、具体的な態勢整備のあり方、最低ロスカット水準、最低値洗い間隔について規定することで合意した。

ロスカットルールの義務付けは、投資家の保証金を超える損失の発生を最小限に留め、また取扱会社の財務の健全性を損なわないためにも必要であり、顧客に十分な説明が必要であること等から具体的な態勢整備のあり方が規定された。

また最低値洗い間隔については、現在多くの会社で行われている間隔（リアルタイム～1 分）と過度な参入規制を避けるという面を勘案して 10 分とした。最低ロスカット水準については、値洗い間隔に応じた過去の価格変動幅を参考に以下の水準（証拠金率）で合意された。

	個別株 CFD	株価指数 CFD	債券 CFD	その他 CFD
1 分以内	2%	1%	0.4%	2%
10 分以内	4%	2%	0.8%	4%

7 . その他（社内規程の整備、社内検査の実施、報告義務）

本自主規制規則では上記の他、CFD 取引の取扱いにあたって社内規程の整備、その遵守状況について社内検査の義務化、CFD 取引状況の本協会宛て報告義務を課すことで合意された。

証券 CFD 取引ワーキング・グループ名簿

2010年2月18日現在

主 査	岸 田 吉 史	(野 村 證 券)	経 営 企 画 部 戦 略 グ ル ー プ 次 長
副 主 査	関 山 文 孝	(大 和 證 券)	オンライン商品部長
委 員	岩 吉 直 樹	(S B I 證 券)	取 締 役 執 行 役 員
"	雑 賀 基 夫	(松 井 證 券)	コンプライアンスグループ グ ル ー プ リ ー ダ ー
"	田 村 祐 樹	(J P モ ル ガ ン 證 券)	コンプライアンス部 債券担当 アシスタント・ヴァイスプレジデント
"	星 忠 明	(日 興 コ ー デ ィ ア ル 證 券)	法 務 部 長 副 部
"	宗 石 公 喜	(オ リ ッ ク ス 證 券)	F X 推 進 部 長 部
"	矢 崎 岳 雄	(み ず ほ 證 券)	金 融 市 場 業 務 部 シニアマネージャー
"	山 本 厚 郎	(ひ ま わ り 證 券)	金 融 市 場 グ ル ー プ 取 締 役
"	吉 村 匡 則	(三 菱 東 京 U F J 銀 行)	C I B 推 進 部 長 次
オ ー ガ ー	山 下 伸 一	(東 京 金 融 取 引 所)	C F D 上 場 準 備 室 長

(五十音順)

1. はじめに

日本証券業協会（以下、「日証協」）は、現時点では未発展市場である「証券CFD取引」に関して、将来的に起こり得る不測の事態に対する未然防止を図る観点から、自主規制会議の下部機関「ATCワーキング」¹の投資者保護を目的とした諸課題への早期対応に取り組む必要がある、との提言を踏まえ、証券CFD取引に係る諸課題を検討する場として、「証券CFD取引ワーキング・グループ」を設置した。

2009年10月2日に取り纏めた「証券CFD取引ワーキング・グループ中間報告書」²において、自主規制規則の制定が必要であるとされた「再勧誘の禁止」、「ロスカットルール」、「事前説明項目の追加」に関して具体的な自主規制規則の内容、及びその他積み残しとされた項目について引き続き検討を続けてきた。

その間、10月16日には、平成21年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案が、11月13日には、金融庁政務三役から「金融・資本市場に係る制度整備について」の方針が、平成22年1月21日には、金融庁から「金融・資本市場に係る制度整備について」が公表され、本ワーキング・グループの検討内容に関わる事柄について大きな動きが見られた。

本最終報告書は、先に公表した中間報告書の内容を包含し、それ以降に検討を進めた事項を追記する形式を採っており、本ワーキング・グループとして証券CFD取引に関する自主規制規則の制定が必要との合意に至った背景や考え方、具体的な規制内容等について取り纏めたものである。

¹ 「ATC (Ahead of The Curve)」は、一般には「先回りをして」「先手を打って」という意味で、ここでは「証券市場における諸課題の先取的な発見と迅速な対応」を意味する。「ATC ワーキング」は、「日本版 ATC 研究会」による「『日本版 ATC 研究会』報告書」の提言を受け、証券市場の公正かつ健全な発展の観点から、証券市場規制の趣旨を踏まえ、取り組むべき諸課題を幅広く早期に発見し早期に対応するため、自主規制会議の下部機関として設置されたワーキング・グループ。

² 「証券CFD取引ワーキング・グループ中間報告書」 <http://www.jsda.or.jp/html/houkokusyo/pdf/cfd01.pdf>

2. 証券CFD取引についての現状認識

証券 CFD 取引とは

我が国において近年急速にその規模を拡大させている証券 CFD 取引は、一般的には以下のようなデリバティブ取引である。

- 証券 CFD 取引 (Contract For Difference) は、少額の証拠金を預託し、有価証券や有価証券指数などを対象資産として取引する差金決済取引。
- 金融商品取引法上の有価証券関連デリバティブ取引などであり、本邦取引所が提供する証券 CFD 取引は「市場デリバティブ取引」、証券会社が提供する証券 CFD 取引は「店頭デリバティブ取引」。
- 証券 CFD 取引 (店頭) は、金融商品取引法第 2 条第 22 項に規定される店頭デリバティブ取引であり、本サービスの取扱会社は、同法第 28 条第 1 項で規定する第一種金融商品取引業の登録が要件で、日証協への加入も実質的に求められる。
- 証券 CFD 取引 (上場) は、金融商品取引法第 2 条第 21 項又は 23 項に規定される市場デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引であり、本サービスの取扱会社に求められる要件は証券 CFD 取引 (店頭) 取扱会社と同様である。
- イギリスで発祥・発展した取引であり、現在では同国のほか、ドイツ、オーストラリア、カナダなどで取引されている。イギリスでは個人向けの取引が行われているものの、圧倒的にヘッジファンドの取引が多いと言われ、またアメリカも個人投資家の取引が制限されていることから、一般個人投資家を中心に急速に取引を拡大している日本市場とは多少状況が異なる。

証券 CFD 取引の特徴

我が国における証券 CFD 取引は以下のような特徴があり、FX (外国為替証拠金取引) と類似した取引と言える。

- ・ 主に個人投資家を対象とする商品である。
- ・ 主にインターネットによって提供されており、その多くが FX の取扱会社と重複している。
- ・ 取扱会社の多くが、投資家との取引についてカバー先 (主に外国法人) とカバー取引を行っている。

- ・ 現行のレバレッジは 10～200 倍（中心は 20 倍）であり、高い資金効率での投資が可能である反面、リスクも高い。
- ・ 株や債券等を参照する原資産の値動きに着目した差金決済取引で預託した証拠金の数十倍の取引が行える。

証券 CFD 取引の市場規模

日本国内における証券 CFD 取引の市場規模は、下記表のとおりであり、直近の約 2 年間で市場が大きく飛躍している。取扱会社数は、2010 年 1 月末現在では 18 社と、2009 年 3 月末から更に 11 社増加しており、引き続き市場は拡大傾向にある。

ただし、FX（外国為替証拠金取引）の 2009 年 12 月末現在の取引高約 182 兆円³と比較すると、証券 CFD 取引の約 6,300 億円は 0.35%程度に過ぎない。その意味で、今後の証券 CFD 取引市場拡大の推移が注目されるところである。

<参考>

	2008 年 4 月 A	2009 年 3 月 B	2009 年 12 月 C	増減 C-A
口座数	1,248 口座	13,139 口座	42,745 口座	+41,497 口座
証拠金残高	5.1 億円	20.7 億円	74.3 億円	+69.2 億円
取引件数	1,826 件	149,708 件	226,568 件	+224,742 件
月中取引高	150 億円	1,518 億円	6,305 億円	+6,155 億円
取扱会社数	2 社	7 社	18 社	+16 社

日証協調べ（18 社からのヒアリング結果を集計）

³ 店頭 60 社集計（金融先物取引業協会 HP より）

最近の動向

21 年 7 月、商品先物取引について、商品取引所法改正の中で、取引所取引には従前より適用されていた再勧誘の禁止、勧誘受諾意思の確認義務に加えて不招請勧誘の禁止(初期の投資額以上の損失が発生する可能性のある取引所取引を政令指定の対象⁴) に係る規制が導入され、また新たに店頭取引にも再勧誘の禁止、勧誘受諾意思の確認義務、不招請勧誘の禁止が導入されることとなった。

同月、FX 取引について、区分管理方法を金銭信託に一本化、ロスカット・ルールの整備・遵守の義務付けが課されることとなった。

21 年 8 月、FX 取引について、証拠金倍率規制として想定元本の 4% 以上 (施行後 1 年間は 2% 以上) の証拠金の預託の義務付けなどが課されることとなった。

21 年 12 月、平成 21 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令・内閣府令により、証券 CFD 取引に対して証拠金率規制、信託保全による分別管理が課されることとなった。

21 年 11 月、金融庁政務三役から「金融・資本市場に係る制度整備について」の方針、22 年 1 月には金融庁から「金融・資本市場に係る制度整備について」が相次いで掲出され、デリバティブ取引一般に対する不招請勧誘規制のあり方に関する今後の議論の必要性が示された。

また、東京金融取引所は、2010 年の前半にも証券 CFD (株価指数先物) を上場する旨を表明している。

⁴ 衆議院経済産業委員会の附帯決議(平成 21 年 6 月 17 日)及び参議院経済産業委員会の附帯決議(平成 21 年 7 月 2 日)。

3. 主要な論点とその検討内容

本ワーキング・グループでは、前述の証券 CFD 取引に関連する状況等を踏まえ、現時点で想定し得る検討課題を広く抽出し、以下の論点について検討を行った。

なお、議論の前提となる考え方として、投資家保護と証券 CFD 取引の発展のバランスのとれた議論をすることとし、議論の対象範囲は、証券 CFD 取引に限定し、他のデリバティブ取引は除く、日証協の規制対象の証券 CFD 取引に限定⁵、原則、店頭・上場を含めた CFD 取引を対象、原則、個人を相手とする証券 CFD 取引に限定、基本的には差金決済のみの証券 CFD 取引を想定し、現物の授受については考慮しない、ということを全ての論点に対する議論の前提とした。

ただし、上場商品は取引所が設定するものであるため、商品性に係る事項(証拠金倍率、ロスカット、低スプレッド競争、取引価格の透明性)については、店頭 CFD 取引のみを議論の対象とした。

勧誘に関する事項

不招請勧誘の禁止を店頭 CFD 取引に、再勧誘の禁止を上場 CFD 取引に義務付ける自主規制規則の制定が必要であるとの認識で合意した。

- ・ FX で過度の勧誘が行われて社会問題化したという事実があったことから、証券 CFD 取引についても、一定の勧誘規制の必要性について検討を行った。
- ・ 複数の委員から、証券 CFD 取引と FX の商品性の類似点が指摘され、FX の規制との平仄をとり、不招請勧誘の禁止を店頭、勧誘受諾意思の確認義務、再勧誘の禁止を店頭・上場に課すべきとの意見が出された。
- ・ 一方、証券 CFD 取引は有価証券関連業などであることから、第一種金融商品取引業への登録と日証協への加入が実質的に求められる等の一定の参入要件があること、発展途上にある証券 CFD 取引の対面営業を否定するような強い不招請勧誘の禁止までを導入することには慎重であるべきとの意見も出された。

⁵ 日証協の規制対象の CFD 取引とは、日証協定款第3条第4号に定める有価証券関連デリバティブ取引等・同条第7号に定める特定店頭デリバティブ取引等のいずれかに該当するもののうち、CFD 取引に該当するものをいう。

- ・ なお、オブザーバーである東京金融取引所から、そもそも上場 CFD という商品が現状存在しないこと、FX についても店頭と上場では、厳しい取引所への参加資格や取引価格の透明性等の違いから規制に差異が設けられているとの考えから、証券 CFD 取引についても店頭と上場で規制には差異を設けるべきとの意見が出された。
- ・ 上記の意見等を踏まえた結果、中間報告書の段階では店頭・上場ともに再勧誘を禁止することで合意を得ていた。
- ・ 「証券 CFD 取引ワーキング・グループ中間報告書」公表後の 10 月 16 日に平成 21 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令案・内閣府令案が、11 月 13 日に金融行政三役から「金融・資本市場に係る制度整備について」の方針が、1 月 21 日に金融庁から「金融・資本市場に係る制度整備についての骨子」が公表され、骨子の中で、店頭 FX 取引と類似する証券 CFD 取引が個人に広がりを見せているとの紹介がなされていることやデリバティブ取引一般を不招請勧誘の禁止の対象とすべきかどうか議論を深める必要がある、とする問題提起がなされた。
- ・ こうした状況等を踏まえ、本ワーキング・グループでは、再度、証券 CFD 取引に関する勧誘規制のあり方について検討した結果、以下の理由から店頭 CFD 取引は不招請勧誘の禁止と規制レベルを引き上げる方針に転換することとした。なお、上場 CFD 取引に対しては、上場 FX に対する現行の勧誘規制とのバランスに鑑み中間報告書で取り纏めた合意どおり、再勧誘の禁止とした。⁶

変更に至った理由としては、FX との商品性その他の類似性、つまり FX が通貨を参照資産とする CFD 取引の一形態とも捉えることができること、取扱会社や主として個人を対象とするという顧客層の面でも FX とほぼ重複していること等から、改めて本ワーキング・グループの検討の趣旨である「将来的に起こり得る不測の事態に対する未然防止を図る観点」に照らしてみても、FX と同様の勧誘規制が必要との結論に至ったからである。

また、平成 21 年の商品取引所法の改正により商品 CFD 取引に不招請勧誘の禁止が導入されることとなったため、参照資産が違っただけで同列に提供される証券 CFD 取引も、商品 CFD 取引の規制と平仄をとる方が顧客に混乱が生じないという判断も方針転換の理由の一つに挙げられる。

現状、証券 CFD 取引の取扱会社全てがインターネットを介した非対面

⁶ FX に対する公的規制同様、店頭 CFD 取引には不招請勧誘の禁止を、店頭 CFD 取引・上場 CFD 取引に対して勧誘受諾意思の確認義務、及び再勧誘の禁止を課すこととした。

営業を行っており、不招請勧誘の禁止を導入しても極端な顧客サービスの低下、証券 CFD 市場の規模縮小には繋がらないと思われ、規制と市場育成のバランスは保てると判断された。

広告宣伝に関する事項

- ・ 証券 CFD 取引の仕組みやリスクについて、最も投資家の目に留まりやすい広告宣伝については、適切な内容が記載されなければならない、FX などでは、時として投資家を誤認させるようなものが散見されたことから、広告のあり方について自主規制規則に盛り込む必要があるかについて検討を行った。
- ・ 店頭取引については、カウンターパーティリスクを負う旨の記載が必要であるという意見、投資元本以上の損失リスクについて十分な説明と記載が必要であるという意見が一部の委員から出された。
- ・ 一方、取扱会社 3 社の委員からの説明では、現状、広告宣伝に関する苦情は発生していない旨の説明もあった。
- ・ 検討の結果、広告宣伝に関しては、投資家への適切な説明義務とともに既に金商法等にて一定の規制⁷が整備されていることを踏まえ、自主規制の制定は必要ないとされた。

事前説明に関する事項

店頭証券 CFD 取引において、契約締結前交付書面へのカバー先の概要、委託証拠金の管理方法等の記載を義務付ける自主規制規則の制定が必要であるとの認識で合意した。
--

- ・ 広告宣伝と並んで、取引を仲介する業者として必要不可欠な投資者への事前の説明について、特に証券 CFD の特性などを勘案して自主規制規則化するべき事項があるかどうかの検討を行った。
- ・ 複数の委員から投資家保護の観点から、リスクの所在等について十分な説明義務が必要であるとされたが、この部分については既に金商法等にて一定の規制⁸が整備されているため、特段自主規制が必要ないのではないかとの意見が出された。

⁷ 金商法第 37 条、金商法施行令第 16 条や金融商品取引業等に関する内閣府令第 78 条等。

⁸ 金商法第 37 条の 3 や金融商品取引業等に関する内閣府令第 81 条・同 82 条・同 93 条等。

- ・ こうした中、店頭 FX については金融商品取引業等に関する内閣府令第 94 条で、カバー先の概要や委託証拠金等の管理方法及び預託先等の記載が義務付けられているものの、店頭証券 CFD 取引では規定されていないとの指摘が出された。
- ・ 上記関連意見として取扱会社である委員より、店頭証券 CFD 取引の商品性が、カバー先との約定をもって取扱会社と投資家との約定としていることを投資家に理解して頂くために、詳細なカバー取引のフローを説明書に記載しているとの意見が出された。別の委員からも、カバー取引の仕組みを口座開設時に質問形式にして投資家の理解を求めているとの意見も出された。
- ・ 以上、検討の結果、店頭証券 CFD 取引の仕組みからカバー先の位置付けは重要であり、店頭 FX への規制と同様に、契約締結前交付書面へのカバー先の概要、委託証拠金の管理方法等の記載を義務付ける自主規制規則の制定が必要であるとの認識で合意した。

問い合わせ対応態勢の整備に関する事項

- ・ 一部の委員から、証券 CFD 取引はリスクの高い商品であり、苦情が多数発生する可能性があることから、取扱会社による一層の問い合わせ対応態勢の整備が求められる旨の意見が出された。
- ・ 一方、多くの委員から本件についても既に日証協規則等にて一定の規制⁹が整備されているため、それ以上の自主規制は必要ないのではないかとの意見が出された。
- ・ 以上、検討の結果、自主規制規則の制定は必要ないとされた。

レバレッジに関する事項

- ・ 委託証拠金の意義

委託証拠金は顧客の損害に備えた協会員のための担保であり、かつ、顧客による取引履行の意思の証拠という性格を持つ。現状において法令による金額水準の規制はないものの、証券 CFD 取扱会社は顧客からその必要に応じて委託証拠金を受け入れている。

⁹ 日証協規則「協会員の投資勧誘、顧客管理等に関する規則」第 28 条等。

- ・ レバレッジを自主規制する目的と必要性

現行の証券 CFD 取引において、過度な高レバレッジ取引の提供（証拠金率の引下げ）はそれほど散見されない。しかし将来的には取扱会員の増加、競争の激化等により過度な証拠金率の引下げが起こる可能性がある。過度な証拠金率の引下げが発生した場合には以下の 3 つのリスクが考えられることとなる。—— 急な価格変動により顧客が不測の損害を被ること、十分な担保を取れないために協会員が財務の健全性を維持できなくなること、過当投機を誘発すること——これらを抑制するためにレバレッジ規制（証拠金率規制）が必要なのではないかと考えた。

本ワーキング・グループにおいては、そもそも問題の本質は取引に関する理解と顧客資産の保護でありレバレッジではない、またロスカットルールが整備され顧客が取引を理解していれば特にレバレッジ規制は必要ない、等の意見も出された。しかしながら、過当投機を誘発する懸念、投資家保護、健全な市場の発展という観点から、規制はやはり必要だとする意見が多数を占めたため、具体的な規制の内容について議論を進めていくこととなった。

- ・ 規制の方法について

ボラティリティ等が異なる多様な銘柄を揃える証券 CFD 取引に対してレバレッジ規制を一律に設けるのは難しい、というのが一致した見方であった。また顧客によってもリスク許容度が異なり、一律の規制には馴染まないという意見もあげられた。しかし、かといってあまり細かく複雑な規制も望ましくないため、様々な原資産を持つ証券 CFD 取引について、それを個別株、株価指数、債券と大きく 3 つに区分し、それぞれについて適切なレバレッジ上限の検討を進めるということで合意に達した。

- ・ 規制の水準について

レバレッジ規制をはじめとする規制は、商品性を制約する要因の一つとなる。このためレバレッジ規制に関しては、過度な高レバレッジ取引の提供の防止を主眼とし（明らかに合理性を欠くと考えられる水準を上限とし）、その範囲内での自由競争を確保し、各社の経営努力を排除せず、投資家に対する魅力を損なわないような水準にすべきだという意見が出された。

また証拠金はあくまで価格の変動に備え、顧客の不測の損害を防止するという前提に立つと、過去の価格変動を考慮せざるを得ない。それについては過去最大の値動きをカバーすべきという意見も出されたが、大勢としては、過去の 1 日の値動きを概ねカバーできる、現在各社が提供しているレバレッジの水準に近接した形で規定すべきであるとの意見が支持を集めた。また顧

客の認知度・信頼性を考慮すると普及の初期段階では保守的規制もやむを得ず、状況に応じて弾力的に将来の見直しが可能な枠組みを、といった意見も出された。

水準についての具体的意見は、個別株 10 倍、株価指数 20 倍、債券 50 倍を支持する意見が過半数を占め、それを挟み大小に意見が分かれた。この倍率根拠としては、現在提供されている証券 CFD 取引の原資産について、SPAN¹⁰ パラメーターの 1 つであるブライス・スキャン・レンジ¹¹を現時点で試算した場合に概ねカバーできる範囲であり、かつ現在の提供水準ともそれほど乖離しておらず、市場発展への影響も比較的小さく抑えられ、他の商品（FX や株価指数先物）との整合性も著しく妥当性を欠くものではない、と判断されたためであった。

その他の具体的な倍率に関する意見としては、個別株 CFD 取引は信用取引（レバレッジ 3.3 倍）や 1 日の値幅制限（日本では 500 円以上株式は最大 20%→レバレッジ 5 倍）を考慮すべきという意見、株価指数 CFD 取引では、株価指数先物を参考にすべき（SPAN 方式で提供→現在 22 倍程度、過去の推移を考えれば上限 50 倍程度が望ましい）という意見が出された。また株価指数 CFD 取引のレバレッジが SPAN よりも低く、かつロスカットも義務付けられることとなった場合は、顧客は先物取引ではなく証券 CFD 取引を選んでくれるのか、という意見も出された。一方、規制では SPAN 方式を認め、そうでない場合は過去最大級の 1 日の変動幅（日経平均で 14%超→レバレッジ 6.6 倍）をカバーすべき、という意見も出された。

さらに現在の提供レバレッジを維持証拠金として考えると、20 倍よりもかなり高いレバレッジになるため、その水準でも問題ない、とする意見もあった。また債券 CFD 取引については、債券の普段の値動きは小さいが、一旦大きな金利の調整が入ると値動きも大きくなるため、株価指数と同水準でよいのでは、という意見が出された。

このように具体的な倍率となると意見が分かれ、一致した結論を導くには至っていない。しかし証拠金率（レバレッジ）の適正な水準の考え方については概ね以下のとおり合意に至った。

¹⁰ SPAN[®] は、シカゴマーカンタイル取引所 (CME) の登録商標。CME が開発したリスクベースの証拠金計算システム（計算メソッド及びそのための計算システム）で、先物・オプション取引の必要証拠金を算出する際に広く使われている。“The Standard Portfolio Analysis of Risk”の略称。

¹¹ SPAN パラメーターの 1 つで、過去一定期間における原資産の日々の価格変動に基づき算出され、先物取引 1 単位当たりの証拠金額に相当するもの。

- ・ 過当投機の防止
 - ・ 過去の値動きを概ねカバーする証拠金率
 - ・ 他の類似商品との整合性
 - ・ 商品の魅力を著しく損なわない
- ・ 水準に関連する検討

レバレッジ規制の水準に関連して、本ワーキング・グループでは次の 2 点についても議論を行った。

レバレッジ規制はいわゆる「維持証拠金」¹²規制でよいか

本ワーキング・グループでは「維持証拠金」規制で問題ないとする意見が多数を占めた。

意見としては、ロスカットルールも義務付けされるのなら当初証拠金でもよい、また維持証拠金規制だと、顧客が新規取引を行う際には、その後の価格変動に備える必要上、実質的にそれ以上の証拠金を預託することになり、規制の倍率そのもので新規取引を行うことは困難となり、顧客の理解を考慮すると「当初証拠金」¹³規制の方が分かりやすいのでは、という意見も出された。一方でレバレッジ規制というのはあくまで上限であり、維持証拠金を意味しなければおかしい、また価格変動に備えるという考え方に基づけば、やはり「維持証拠金」規制なのだろう、という意見が出された。

また議論の中で、追証は顧客の損害を更に増大させる危険があり、顧客へはアラート通知（警告）とロスカットを行うことで十分であるという意見が出された。（現在の取扱会社は預託証拠金不足に対してロスカットで対応しており、追証請求を行っている取扱会社はいない。）

両建て取引があった場合、レバレッジを算出する上で考える取引量についてどう扱うか——売り買いを相殺する「NET 方式」か、売り買いどちらか大きい方を取引量と見做す「MAX 方式」か

本ワーキング・グループでは「NET 方式」と「MAX 方式」はほぼ半数ずつ意見が分かれた。

取引全体の評価損益はネットで考えている、特にネットティング方式を排

¹² 新規取引時だけでなくその後も維持しなければならない証拠金を意図するもの。実預託額（証拠金残高＋評価損益）がこれを下回った場合は証拠金を積み増すか、取引の一部又は全部を閉じ（反対売買による決済）、この水準を回復しなければならない。

¹³ 新規取引時に必要とされる証拠金を意図するもの。従って新規取引成立後は実預託額がこの水準を下回っても、さらなる新規取引ができない状況となるのみで、特段の対応は不要。

除する必要はない、等として「NET 方式」が支持される意見と、ロスカット（反対売買）が必ずしも 100%成立するとは限らず、FX で採られた「MAX 方式」を支持する意見に分かれた。

- ・ 議論の推移

レバレッジ規制には、前述の投資家保護・取扱会社の健全性確保・過当投機防止への効果が期待できる反面、場合によってはそれが実質的な競争制限行為となり投資家の利益を損なう虞もある。このため自主規制団体としては、規制が過度にならずかつ実効性を有するよう、効果と合理性を立証し必要の範囲内であることの確認を行うなど、策定プロセスに時間的な制約が生じることもある。

以上から、適正な水準について前述の 4 つの考え方で合意されつつも、個人向けレバレッジ商品に対する公的規制の今後の状況等も踏まえたうえで、中間報告書では具体的数値についてはなお議論が必要であるとしていたところ、金融庁より「金融商品取引業等に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令（案）」（2009.10.16）が公表されることとなった。

〔法令によるレバレッジ規制〕¹⁴

この内閣府令改正案では、店頭 CFD 取引を含む有価証券関連店頭デリバティブ取引を対象に、次のようなレバレッジ規制案が盛り込まれた。

当初証拠金、維持証拠金ともにレバレッジ（証拠金率）は、

個別株関連店頭デリバティブ取引	5 倍以内（20%以上）
株価指数関連店頭デリバティブ取引	10 倍以内（10%以上）
債券関連店頭デリバティブ取引	50 倍以内（2%以上）
その他有価証券関連店頭デリバティブ取引	5 倍以内（20%以上）

両建て取引については「MAX 方式」として取引量を扱う
というもので、これによって本ワーキングにおいて自主規制を検討していた事項が法令により規制されることとなった。

これを受け、レバレッジ規制の施行日までの猶予期間についても、府令において CFD 取扱会社に必要な準備期間を含め適切な施行時期が決められていると考えられること、現在のところ特に高レバレッジが競われている状況

¹⁴ 平成 21 年金融商品取引法等の一部改正に係る政令・内閣府令のうち有価証券店頭デリバティブ取引への証拠金規制の導入に係る部分（公表日 H21.10.16、公布日 H21.12.28、施行日 H23.1.1）

ではないこと等から、現状各社において適正に設定されている一定程度のレバレッジ水準を維持することで投資家保護の確保は図られるとの認識から、あえて暫定的な自主規制を設けることまでは必要がないとの結論に達した。

ロスカットルールに関する事項

自主規制規則においてロスカットルールを義務付け、具体的な態勢整備のあり方、最低ロスカット水準、最低値洗い間隔について規定することで合意した。

- ・ 規制の必要性について

ロスカットルールは投資家の保証金を超える損失の発生を最小限に留め、また取扱会社の財務の健全性を損なわないためにも必要であろう、という結論に至った。

ただし注意を要するのは、ロスカットルールについては顧客に十分な説明が必要であるという点、ロスカットルールは完璧ではないという点である。（特に為替に比べ流動性に劣り、取引時間が限られる有価証券を原資産としている点を考慮した場合、ロスカットルールの実効性は FX に比べても劣る。）

- ・ 規制の内容について

具体的には、FX において内閣府令で禁止された「ロスカット取引を行うための十分な管理体制を整備していない状況」と「ロスカット取引を行っていないと認められる状況」を、自主規制においても禁止するというものである。さらに自主規制ではロスカットの主旨・体制整備のあり方等¹⁵を盛り込むことで合意した。

また、ロスカットの水準、値洗い間隔等の詳細については、各社の実情に照らしその判断・経営努力に委ねるべきで、一律の規制は困難だという意見が大勢を占めたものの、自主規制のあり方として実効性を高めるためには詳細部分についても詰めるべきとの意見もあり、引続き検討を進めた。

¹⁵ 顧客の損失が顧客が預託する証拠金を上回ることがないように、価格変動リスクや流動性リスク等を勘案してロスカット取引を実行する水準を定めているか、ロスカット取引に関する取決めに明確に定めた社内規程等を策定し、顧客との契約に反映しているか、取引時間中の各時点における円貨に換算した顧客のポジションを適切に把握し、上記の水準に抵触した場合には、例外なくロスカット取引を実行しているか、ロスカット取引を実行した状況を、定期的に又は必要に応じて随時に、取締役会等に報告しているか、等。

- ・ ロスカットの数値基準について

数値をもった自主規制を検討するとなると、やはり顧客の損失がどの程度まで達した場合にロスカットを実行するのか、という水準の問題と、その顧客の損失をどの程度頻繁に監視するのか、という値洗い間隔の2つの問題が考えられる。

- ・ ロスカット水準について

多くの取扱会社では、ロスカット水準は当初証拠金の何%といった基準で設定しており、その基準は各社で20%～100%(25%～30%と、66.7%～80%の2つの山に集中)に分布している。各社のレバレッジ(当初証拠金率)は銘柄によっても様々なため、現時点で各社が設定しているロスカット水準は、証拠金率に換算すると0.2%～80%(中心値は0.5%～5%近辺)と広く分布することになる。

どの水準での規制が適切かについては、内閣府令案におけるレバレッジ規制の一律80%(証拠金率1.6%～16%)とする意見、値洗い間隔に応じて同レバレッジ規制の40%～80%(証拠金率0.8%～16%)とする意見、値洗い間隔に対応する価格変動幅に応じて証拠金率0.4%～6%とする意見、等が出された。

また水準について数値規制は不要という意見では、ロスカットルールの実効性を高めるために、ロスカットルールを顧客に説明・理解させることが必要だとする意見、ロスカット状況と未収金発生状況の報告体制を構築するという意見が出された。

結論としては、一定時間の変動額をカバーするというの考え方が最も合理性があり、水準も最低ラインを規制しつつ、銘柄ごとのボラティリティ・流動性等を考慮したメリハリを付ける余地も確保され、顕著な未収金も発生していない現在の設定水準に近い、次に示す証拠金率で合意された。

CFD取引の種類に応じて、値洗い間隔が1分以内、10分以内、1時間以内の場合におけるロスカット水準はそれぞれ以下の通り。

	1分以内	10分以内	1時間以内
個別株 CFD	2%	4%	6%
株価指数 CFD	1%	2%	3%
債券 CFD	0.4%	0.8%	1.2%

上記水準の根拠としては、過去4年間の日経平均先物の価格変動率が通常の範囲内において¹⁶、1分間、10分間、1時間ではそれぞれ多くとも0.48%、1.26%、2.18%以内であったため、それをカバーできるような株価指数 CFD の水準を設定。個別株については銘柄によって乖離が大きいものの、過去データから、その価格変動率が概ね株価指数の2倍に収まっている状況が観測され、債券も同様に株価指数の4割程度に概ね収まっている状況が見られたため、個別株 CFD、債券 CFD についてそれぞれ株価指数 CFD の2倍、4割と設定した。

- ・ 値洗い間隔について

現時点で各取扱会社がロスカット判定のために行っている値洗い間隔は、既にリアルタイム～1分間と短く、各社においてほとんど差がないことが分かった。

従って、値洗い間隔の自主規制が持つ意味合いは、新規参入会社にとっての最低限遵守すべき間隔、ということになる。またこの間隔に関しては、システム整備状況と一般的に相関性を持つことから、あまりに過度な規制は参入障壁となり得る。

出された意見は、1分というものから、30分、1時間、前後場の寄り引け時、1日1度というものまで様々であった。また値洗い間隔の数値規制までは不要で、顧客にロスカットルールを説明・理解させることが必要だとする意見も出された。

議論を進めていく中で、やはり一定の数値規制は必要との考えが大勢を占め、その場合、当初1時間という意見が一定の支持を得たものの、各社の現状がリアルタイム～1分という状況を勘案すれば、1時間という間隔は乖離が大きく規制の実効性に疑問が生じかねないとし、10分という案が検討された。ただそうなると、もともとロスカット義務がなく値洗いも1日1回程度のケースもある信用取引に比べて、過剰な規制になるのではないか、という意見が出された。また現在取扱会社の多くは海外カバー先の提供するインフラを導入しておりほぼリアルタイムで値洗いを行っているが、独自商品を開発する場合等システムを自社開発する上で値洗い間隔の短縮は直接のハードルとなり、10分でも相応に負荷が高いという面もある。加えて、リアルタイムの義務化となると、今後 CFD の取扱いを予定している会社によっては、高すぎる参入障壁と感ずる可能性もある。

¹⁶ 統計的に99%営業日カバーする範囲(統計的に100営業日に1度の割合で見られる異常値を除いた場合)。

結論としては、10 分まで短くしたところで実務に影響がないならばそこで規制し、ロスカット水準の方で各社の自由度を確保するという考え方を取り入れ、値洗い間隔は10 分以内とする、ということで合意が得られた。

- ・ ロスカットルール最終合意

値洗い間隔は最大でも10 分以内としたため、ロスカット水準については1 分以内と10 分以内の2 種類の値洗い間隔とし、それに応じて店頭 CFD 取引の原資産区分ごとに、過去一定時間の価格変動額を参考に、それをカバーできる以下の水準とした。またその他 CFD については法令のレバレッジ規制に倣い個別株 CFD と同水準に設定した。

値洗い間隔	1 分以内	10 分以内
個別株 CFD	2%	4%
株価指数 CFD	1%	2%
債券 CFD	0.4%	0.8%
その他 CFD	2%	4%

参考までに FX については、金融先物取引業協会が平成 21 年 12 月 11 日に制定した「外国為替証拠金取引に係るロスカット取引に関するガイドライン」の中で、参照されているロスカット水準を証拠金率に換算すると、ロスカットの監視間隔が1 分以内、10 分以内の場合はそれぞれ0.6%、1.0%となっており、上記水準は FX に鑑みて著しく平仄を欠くものでもないと考えている。ただし有価証券は外国為替に比べて流動性、取引時間ともに限られるものも多く、取扱各社は上記水準を満たした上でさらに銘柄毎の流動性、価格変動性等を十分に考慮してロスカット水準を設定することが必要である。

低スプレッド（低手数料）競争に関する事項

低スプレッド（低手数料）競争とは、顧客争奪のため顧客が負担するスプレッド¹⁷又は手数料について、取扱会社間において引下げが繰り返される状況のことをいう。FX については、過去に低スプレッド競争が実際に行われていたため、金融庁の「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の中でその懸念について触れられている。

低スプレッド競争が過熱することに対する主な懸念は、 広告表現が誇大

¹⁷ その時点での取引価格の中心値よりも、顧客にとって約定価格が「買い」の場合は高く、「売り」の場合は低く成立することで、実質的に顧客から取扱会社へ支払われているサービスの対価。

となり顧客の誤解を招くおそれが高まる、といった広告面と、取扱会社の採算悪化によって財務の健全性が損なわれる、という2点がある。

現在証券 CFD 取引において低スプレッド競争が過熱しているわけではないが、将来的には過熱する可能性は否定できない。ただし広告面、財務面いずれも既に金商法等にて一定の規制¹⁸が整備されているため、自主規制規則は設けないこととした。

取引価格の透明性（価格調整）に関する事項

店頭取引においては、取扱会社と投資家が相対で取引を行い、一方が利益を出し他方が損失を出すという関係にある。このため取引価格の透明性（公正性）は重要である。

もともと証券 CFD 取引の性格上、価格は原資産と 100%連動するものではない。このため最も重要な点は、取引価格について顧客に十分な説明を行うことであろう。例えば原資産の取引市場がクローズした後でも様々な要因で価格は動くため、できれば一般投資家が誤解を生じやすい部分については特に、どういう場合にどんな価格の調整があり得るかまで具体的に説明することが望ましい。

ただし、顧客に対する説明義務については、既に金商法等にて一定の規制¹⁹が整備されていることから、自主規制規則は設けないこととした。

取扱会社の健全性について

取扱会社の健全性については、金商法で最低自己資本比率及び最低自己資本金額の規制がある。さらに万一取扱会社の健全性が損なわれた場合でも、店頭証券 CFD 取引を含む店頭有価証券デリバティブ取引については、現在の上場有価証券デリバティブ取引同様、法令改正により預託証拠金の信託保全義務化が予定されており、顧客資産の保護に対しては一定の道筋が付いている。このため、自主規制規則は設けないこととした。

¹⁸ 金商法第 37 条等、第 46 条の 6。

¹⁹ 金商法第 37 条の 3、第 117 条等。

カバー先の健全性について

現在、ほとんどの証券 CFD 取引取扱会社がカバー先を 1 社に限定している状況であり、また複数の取扱会社が同一のカバー先を利用している状況でもある。従ってカバー先の破綻の影響は決して小さくないと言える。

ただしカバー先の多くは外国業者であり、国内で金融商品取引業の登録を受けておらず日証協の協会員でもないため、直接自主規制を適用させることはできない。このため自主規制で対応できる範囲としては、取扱会社に対してカバー先の審査基準の設置、カバー先が破綻した際の対応策等²⁰を義務付けるといったことが考えられる。ただしこの問題は取扱会社の健全性と同じく、預託証拠金の信託保全義務化により一定の顧客資産保護が図られる点に鑑み、特段の自主規制規則は設けないこととする。

しかしながらこの点については、一律に自主規制規則までは設けないものの、取扱各社が適切にカバー先の審査基準、カバー先破綻時の対応策等について社内体制を整備しておくべきだと考えられる。

システム管理体制

- ・ 証券 CFD 取引の商品性から、多くがインターネットを介してサービスが提供されている現状を勘案すると、システム障害を防止するための対策や、システム障害が発生した場合の対応フローの態勢整備が必要であるとの意見が出された。
- ・ しかし、システム管理体制の整備は、既に別の法規制等²¹で手当てされており、証券 CFD 取引に限った論点でないことから自主規制の議論の必要はないとされた。

不公正取引の防止について

- ・ 証券 CFD 取引にかかる不公正禁止については、当該取引がデリバティブ取引であるから、既に金商法等にて一定の規制²²が整備されているため、ワーキング・グループとしての結論は自主規制規則を設けないこととした。

²⁰ ちなみに現在、取扱会社ではカバー先の審査として、当該国において公的な監督機関の下にあるかの確認、定期的な財務諸表のチェック等をしているところがあり、またカバー先破綻時の対応についても、一定の定めをしているところがある。

²¹ 金商業者等向け監督指針 -2 - 8 等。

²² 金商法第 157 条、第 159 条、第 161 条等。

- ・ しかし一部の委員より、個別株 CFD 取引の場合、当該取引に付随して行われる現物取引については実際の取引所への発注名義がカバー先や取扱会社となるため、個々の投資家の手口が不透明となりインサイダー取引の温床となる懸念があるとの指摘があった。この点について、まずは協会会員において他の取引同様に顧客の取引管理の徹底が求められるものの、証券 CFD 取引に内包される特有の中長期的問題として認識を共有した。

4．おわりに

本ワーキング・グループでは、現状、特に問題の発生していない証券 CFD 取引に対し、将来的に起こり得る不測の事態に対する未然防止を図る観点から、内包する諸課題について、自主規制の要否の議論を行ってきた。大概の項目についてはデリバティブ取引として既に金商法等にて一定の規制が適用されており、協会員がこうした規制を適切に遵守することによって取引の公正性・透明性を図れることが確認された。一方で、証券 CFD 取引の特徴を鑑みた場合、投資家保護の一層の充実には新たな共通ルールが必要との判断に至り、勧誘規制やロスカットルールなどの項目については、本論で示したとおり、規制すべき内容等について、類似する商品に係る規制レベルや実務面における実効性等を踏まえ、規則化に向けてその考え方を取り纏めたところである。

CFD 取引に関する規則の策定に当たっては、本報告書で示された考え方や求められる規制の趣旨を極力具現化することに努めたが、例えば CFD の定義などで本来対象となるべき取引が現状では意図しない形で現れ、結果として規制に漏れが生じることも否定できない。そうした場合においては、改めて規制の趣旨に立ち返り本規制の対象とするための改正を講じるなど、必要な見直しを図ることが肝要である。また、不公正取引の防止など中長期的問題として認識共有されたものや現時点で特段の自主規制が必要とされないものなどについても、CFD 市場の拡大やデリバティブ市場全体の規制見直し等に伴い、今後検討を深める必要が生じるものもあろうかと思う。

本ワーキング・グループとして、本最終報告書に沿った形で自主規制規則が策定され、また必要に応じて見直しが行なわれることで、投資家が安心して証券 CFD 取引に参加でき、今後の証券 CFD 市場の健全な発展に繋がることを期待する。

以 上