

IOSCO による最終報告書「技術革新が市場の健全性・効率性に及ぼす影響により生じる規制上の課題」概要

(エグゼキュティブサマリー)

2010年11月のG20ソウル・サミットにおいて、強固で持続可能かつ均衡ある成長を目標としたアクション・プランを策定した。コミットメントでは、それぞれの分野で有意義な政策措置をとるよう求めており、金融セクター改革は同アクション・プランの主要な要素である。金融市場の安定性の強化という目標のために、同サミットは、「証券監督者国際機構（IOSCO）に対し、最新の技術発展が金融システムにもたらすリスクを抑制するために市場の健全性及び効率性を促進する提言を、2011年6月までに策定して金融安定理事会（FSB）に報告するよう求めた¹。」

G20のマンデートは、IOSCO専門委員会がこれまでに手がけた取組（ダーク・リクイディティ、市場への直接的な電子的アクセス（Direct Electronic Access、以下「DEA」）及び売買の停止又はサーキット・ブレーカー（Trading Halts/Circuit Breakers）等）や、推進中の取組（高頻度取引（High Frequency Trading、以下「HFT」）がもたらす潜在的問題等）とうまく関係づけられている。しかし、G20は、技術発展が市場の健全性・効率性に及ぼす影響についてより広いトピックに注目しており、したがって、IOSCOは、HFTがもたらす潜在的な課題の検証及び技術発展に関する過去の関連する取組の見直しに組み込むことで、G20の要求に対応した。

最終報告書（以下、「本報告書」）の構成は以下のとおりである。

第1章「エグゼキュティブサマリー」

第2章「序論」

市場の健全性・効率性に関するIOSCOにおける検討の経緯を詳細に紹介。

第3章「市場の現状、生ずるリスク及びこれまで講じた施策」

¹ さらに、2011年2月のG20パリ財務大臣中央銀行総裁会議でも、IOSCOに対して上記提言を2011年半ばまでに策定するよう求めた。

アルゴリズム取引、市場の分断及びダークプール、DEA、コロケーション、呼び値幅並びに取引料金体系といった、近年見られる主要な技術の発展や市場の動向について概説するとともに、それぞれについて特定又は想定されるリスクについて概観し、これまでに IOSCO が取ってきた対応について要約。

第4章「高頻度取引」

技術発展が市場の健全性・効率性に及ぼす影響に関する重要な課題として、HFT に焦点を当てる。同課題については依然 IOSCO は検討の過程にあるが、HFT が市場に及ぼす影響及び関連するリスクについて議論。(HFT は技術革新がもたらしたものとして捉え、その分析と問題点を記載している。)

(参考)

- 背景
- HFT の特性
- HFT を利用した投資戦略
- HFT が市場に及ぼす目に見える影響
- 市場の健全性・効率性へのリスク

第5章「規制手法」

技術発展が市場の健全性・効率性にもたらすリスクを抑制させるための当局の指針となる、既存の IOSCO 原則その他の方策を提示することで、上記各章における重要な規制上の要素を取りまとめ。また、IOSCO のパネルディスカッションにおいて市場参加者から示された、HFT に伴うリスクを抑制させるための既存の規制アプローチを強化し得る提案についても概説。

(参考)

- これまでの当局の対応及び進行中の取組
- IOSCO がこれまでに採択した規制上の原則及び提言
- リスクに対処するための各種対応案

第6章「結論及び提言」

本報告書の結論を簡単にまとめるとともに、その結論と IOSCO 原則との関係を概説。

本報告書における提言は、次の2分野における課題に対処するためのハイレベルな指針を定めている。

取引執行市場運営者及び取引参加者

提言 1：当局は、取引執行市場運営者が、当該市場並びに関連商品及びサービスへの公正で透明かつ公平なアクセスを提供することを要求すべき。

提言 2：当局は、市場環境の変動に対応するため、取引執行市場が適切な取引管理メカニズム（売買の停止、急激な変動抑制、値幅制限等）を有することを、可能な限り担保するよう努めるべき。取引システム及びアルゴリズムは、市場環境の変化に対応・適応できるように健全かつ柔軟であるべき。特に取引システムにおいては、注文メッセージ量の変動（急激な増加を含む）に対応できるようにすることを含む。

提言 3：全ての注文発注について、取引参加者が直接参加者か否かに関わらず、適切な取引管理（自動プレトレード管理を含む）がなされるべき。これらの管理は、適切な市場当局による規制要件に服するべき。また、当局は、現在規制されていない直接参加者が取引執行市場にもたらすリスクを特定し、リスクが確認された場合には、具体的な措置を講ずるべき。

当局

提言 4：当局は、アルゴリズム取引やHFTを含む、技術発展及び市場構造の変化が市場の健全性・効率性に及ぼす影響を継続的に評価するべき。それに基づき、当局は、当該発展が市場の健全性・効率性にもたらすあらゆるリスク（価格形成又は市場の弾力性及び安定性へのリスクを含む）を抑制するための適切な措置を講ずることを可能な限り担保すべき。

提言 5：市場当局は、技術発展がもたらし得る市場阻害行為の新たな形態又は種類を監視し、必要に応じて適切な措置を講ずるべき。また、市場当局は既存の枠組み（当局間の情報交換取決めを含む）及び取引（約定、発注及び発注取消を含む）の継続的な監視能力を検証し、それらの有効性を担保すべき。

本報告書は、市中協議報告書に対するフィードバックを含む多くの付録も添付している。

参考：本報告書及び関連する既存の取組の紹介

1. 本報告書の構成

本報告書では、主たる技術発展が証券市場に及ぼす影響を検討する上で、アルゴリズム取引及びHFT、ダークプール等がもたらす市場分断化の促進、DEA、コロケーション、呼び値幅、料金体系を概観し、IOSCOが既に策定した市場の健全性・効率性に係る各種基準や提言を記述するとともに、今回新規に取り上げたHFTが市場に及ぼす影響について分析している。さらに、技術革新に伴うリスクに対処するためにとり得る方策と、包括的な5つの提言を策定している。

2. 規制手法

(1) これまでの規制上の対応及び現在の取組

これまでの取組として、IOSCOは、(a)ダーク・リクイディティ並びに透明性及び市場の分断、(b)DEA、(c)スクリーン取引システム(Screen-Based Trading Systems)の監視、(d)市場運營業務の外部委託、(e)エラー取引、(f)売買の停止についてそれぞれ報告書を作成してきた。

また、証券市場、仲介業者、集団投資スキーム等に関する規制に関し「証券規制の目的及び原則」を採択しており、2010年にその改訂を行っている。

さらに、現在上場投資信託(Exchange-Traded Fund、ETF)市場における商品指定や透明性及び利益相反等の問題につき積極的に調査・検討を進めている。

(2) IOSCOが採択した規制上の原則及び提言

上記2で触れた、IOSCOのこれまでの取組の具体的内容は以下のとおり。

- 透明性及びダーク・リクイディティについて

IOSCOは「透明性と市場の分断」(2001年)と題した報告書を公表し、透明性を確保するための規制体制に関し要求すべき透明性の範囲及び異なる取引方法への適用方法を当局が検討すべきとした。

さらに2011年、「ダーク・リクイディティに関する原則」と題した報告書を公表し、ダークプールやダーク・オーダーの特徴や各法域における規制環境等の問題を取り扱った。

- DEAについて

IOSCOは「DEAに関する原則」(2010年)と題した報告書を公表し、DEAの提供者

は、潜在的顧客に関するデュー・ディリジェンスや取引執行前のリスク管理及び取引執行管理を行うべきであるとした。

- スクリーン取引システムの監視について

過去 20 年以上にわたり、IOSCO はデリバティブ取引のスクリーン取引システムに関しいくつかの原則を公表し、デリバティブ取引における世界的な電子取引基盤の採用への流れとそれに伴う国際的協調の必要性を提唱してきた。

- 市場運營業務の外部委託について

IOSCO は、「市場運營業務の外部委託に関する原則」（2009 年）と題した報告書を公表し、市場運営者による外部委託に関する様々な原則を策定した。市場の公正性と有効性について影響を与える外部委託について、市場当局がどのような制限を課すべきかをまとめた。

- エラー取引について

IOSCO は、「エラー取引に関する指針」（2005 年）と題した報告書を公表し、当局が、エラー取引に関する指針の必要性並びに同指針の明瞭性及び実効性等について検討すべきである等の提言を策定した。

- 売買の停止について

IOSCO は、「売買の停止及び売買取引の全面停止に関する報告書」（2002 年）と題した報告書を公表し、最初の上場市場において売買が停止された場合に当該銘柄の一般的な取引継続が許可されるべきかの決定等について当局が検討すべきいくつかの提言を策定した。

(3) リスクに対処するためにとり得る方策

必要に応じて当局が検討しとり得る方策として以下の項目が掲載されている。

- 取引を行う法人について

- ・ 特にアルゴリズム取引又は HFT が市場構造の支配的な要素である市場における、特別の規制導入の検討
- ・ 取引所の仲介メンバーでない法人への登録、許可制の導入の検討
- ・ 顧客勘定取引と自己勘定取引を同時に行う投資会社や、株式持分を有する取引所で取引する者がいる状況における、利益相反の管理に係る要件が十分か否かの検討
- ・ 仲介業者に対する取引前のリスク管理に係る現行規制要件が、今日の高速化した市場にとって適切か否かの検討

- ・ HFT 又はアルゴリズムトレーダーに対する、新しいアルゴリズムに関する特定の形態のストレステストや内部承認過程の要求の検討

- 市場と市場運営者について
 - ・ 注文の入力管理やサーキットブレーカーのような取引管理メカニズムが導入されるべきか否かの検討
 - ・ 市場間で共通の取引取消の取決めを行うべきか否かの検討
 - ・ システムのストレステストを市場インフラ運営者に義務化するか否かの検討
 - ・ 市場参加者によるアルゴリズムのストレステストのための適切なテスト環境具備を、市場運営者に義務化するか否かの検討
 - ・ 取引所に登録されたマーケット・メイカーに、流動性提供のための最低要件を課すべきか否かの検討
 - ・ 注文の入力が多い場合及び取消率等が高い場合の特定の手数料や税の導入の検討
 - ・ 呼び値の最小単位の設定や、取引発注後の注文維持時間の検討

- 市場構造について
 - ・ 取引の場（取引所・店頭を含む）間の競争の促進と透明性のある取引所取引の促進との間の適切なバランスの再検討
 - ・ フラッシュ・オーダーの禁止の検討
 - ・ 市場監視の改善方法の検討（取引主体識別システムを利用してアルゴリズム／HFTによる注文へのフラグ付け等の方法を含む）
 - ・ コンピューター取引に対する現行の市場操作に係る各種規制の適用状況等の検証

以 上