

市場への直接的な電子的アクセスに関するポリシー報告書

(市中協議文書)概要

I. イントロダクション

本文書は、IOSCO の第 2 常設委員会(流通市場)(「SC2」)と第 3 常設委員会(市場仲介者)(「SC3」)が 2007 年 4 月から行ってきた市場への直接的な電子的アクセス(Direct Electronic Access: DEA)の規制上の問題に関する作業を纏めた市中協議文書であり、①DEA の前提条件(Pre-conditions for DEA)、②情報の流れ(Information Flow)、③適切なシステムと管理(Adequate systems and controls)を含む DEA に関する原則となりうる要素を説明している。上述の 3 つのトピックを中心に本文書に記載されている DEA の問題について市中からのコメントを求めている。

II. 背景と目的

市場の発展とともに、市場へのアクセス方法についても電子化などを経て大きく進歩している。本文書における DEA の分類は以下の 2 つ:

(1) 仲介された DEA (Intermediated DEA)

市場参加者の名前で参加者の顧客が直接発注するもので、市場参加者のシステムを使用する場合(自動化された注文転送(order routing))と市場参加者以外のシステムを使用する場合(スポンサーアクセス)に分けられる

(2) 仲介されない DEA (Non-intermediated DEA)

市場仲介者(登録証券会社等)以外の者が直接市場参加者となり発注(発注者は独自のIDをもって市場に発注)

市場への多様なアクセス方法は市場の競争を促し市場参加者及びその顧客への便益となり、また、取引の電子化は電子的取引追跡を可能とし、透明性を高めるという規制上のメリットももたらすが、その一方で以下のような規制当局の懸念を惹起する。

- 市場仲介者の管理外の市場アクセスを許可することは、市場仲介者の伝統的リスク管理アプローチに対する課題であり、例えば相場操縦や内部者取引などのルール遵守や監視をより困難にする。

- 接続方法や地理的条件により注文執行が有利となる市場仲介者や顧客に対して、より有利な条件で接続するインセンティブを生じさせることとなる、潜在的な「公正性」の問題。
- 自動化されたシステムを通じたアルゴリズム取引を促進することによる、キャパシティの問題や通信回線の割当の潜在的必要性。

本文書は現在の DEA アレンジメントと SC2 及び SC3 メンバー国における規制アプローチを記載しており、市場仲介者による DEA 顧客へ課す注文発注上のコントロールと注文執行前後の取引監視能力に関する相違点についても触れているが、詳細な技術上の問題については取り扱っていない。また、本文書は、SC2 及び SC3 が実施したサーベイやヒアリングに基づき、DEA を顧客に提供することによる便益、潜在的リスク及び懸念について特定し議論している。

III. 関連する DEA アレンジメント

本文書においては、市場仲介者へ電話もしくはインターネットを経由して発注する形態は DEA に含まれておらず、上述のとおり、①市場仲介者を通じた自動的注文回送 (Automated Order Routing Through Intermediary's Infrastructure: AOR)、②スポンサー・アクセス (Sponsored Access: SA)、③市場仲介者以外の者による直接アクセス (Direct Access by Non-Intermediary Market Member) の 3 つに分類している。

IV. DEA アレンジメントの解説

SC2 のサーベイによれば、一定の取引所は登録された市場仲介者以外にも DEA 参加者もしくは市場参加者資格を付与しているが、多数の取引所が自身の DEA 提供方法が管理不能なリスクを招いているとは考えていない。

○ 仲介された直接アクセス (AOR 及び SA)

DEA の使用は増えているものの、全体的に見れば DEA 顧客は比較的少ないようである。また、ある国においては、注文回送テクノロジー会社である「サービスビューロ」が DEA において重要な役割を担っている。

－ 顧客の資格

AOR や SA においては、市場仲介者が DEA 顧客を選定しているが、取引所の承認が必要であったり、顧客の財務状況や知識などの条件を取引所や規制当局が求めるケースが多く、その要件は AOR と SA の間で相違する。一般的には市場仲介者は、市

場ルールを理解度、取引経験、取引戦略など顧客を審査の上、顧客との間で契約を締結する。DEA が提供される顧客は主として金融機関であるが、その他の一定の洗練された投資家も含まれる。また、ある市場においては使用権限の委任 (Sub-delegation) も見られるが、この分野に関する特定の市場ルールはない模様。

－ DEA 注文の特定

市場は市場参加者に顧客特定コードを付与するが、ほとんどの市場は市場参加者の DEA 顧客を特定することが出来ない。

○ 市場仲介者でない者による直接アクセス

一般的に、大きく分けて①重要な役職員の資質 (Fit and Proper) 基準、②内部管理の適切性や財務基盤、システムの公正性などを含む顧客の組織、管理及び資源の 2 つの要件を課している。通常、市場仲介者でない者が市場参加者となって市場へ直接アクセスを行う場合、清算参加者になることが出来ず、従って、他の清算参加者 (場合によっては取引所も含め) と契約を締結することが求められる。当該契約にはリスク管理やポジション制限等に関する各当事者の責任を明記している。

V. DEA アレンジメントに関するリスクと懸念

取引リスク及び信用リスクが DEA アレンジメントから生じる主たる懸念である。取引リスクとは一般的に DEA 顧客のために執行する取引から生じるコンプライアンス上のリスクであり、清算参加者は直面しないリスクである。また、信用リスクは一般的に市場仲介者が顧客の取引について責任をもつことから生じるリスクであり、清算参加者及び清算を行わない取引参加者に存在する (ただし、最終的責任という意味では清算参加者のリスクの方が顕著である)。

○ 市場の公正性/市場ルールの遵守

－ 市場の観点

AOR もしくは SA を提供することを取引参加者に許可しているすべての取引所が、顧客の入力した取引に関する責任はその取引を仲介した取引参加者が持つと示唆している。市場は取引参加者がルール違反を犯した場合には、幅広い懲戒処分を課することが出来るが、市場参加者の顧客に対しては直接処分をすることが出来ない。また、清算参加者は一般的には (市場仲介者かどうかは問わず) 顧客の市場ルール違反に対して責任を持たないが、(市場参加者かどうかは問わず) すべての DEA 顧客の信用リスクを引き受ける。

また、多くの市場の電子システムは AOR や SA を利用する DEA 顧客を特定すること

が出来ないことやアルゴリズム取引等による取引の複雑さは、取引調査作業の長期化要因となる。

- 市場仲介者の観点

市場仲介者の多くは取引リスクを強調しており、DEA 顧客との間で、DEA 取引に関する責任、免責事項、システム仕様、取引制限等に関する条項を含む契約書を締結する。さらに、ほとんどの市場仲介者は DEA 顧客とその取引を監視するための適切な規則及び手続き(例えば執行前管理)を整備することが求められている。

○ リスク管理

リスク管理上信用リスクが重要な懸念であり、清算を行わない取引参加者のための清算取引から生じる清算参加者の信用リスクは、DEA 顧客から生じる市場仲介者の信用リスクと同程度であると考えられる市場参加者もいる。また、市場仲介者から見れば、顧客が市場参加者でない場合にはコンプライアンスもしくは規制上のリスクが顕著になるが、顧客が市場の清算を行わない取引参加者である場合には信用リスクの方が顕著となるという市場仲介者もいる。

多くの国において、DEA 取引の信用リスク管理は、市場参加者及びその清算参加者ならびに中央決済清算機関が主として担っている。中央決済清算機関は、取引・ポジション制限、証拠金設定、担保管理や清算参加者の財務状況監視を行っている。AOR であれば市場仲介者が執行前管理を行うことが可能であるが、SA の場合頑強なリスク管理を行うことは困難となる。市場や中央清算決済機関が提供するリスク管理機能は多様であり、規制上の問題として、市場当局が、リスク管理目的で取引システムが提供すべきフィルターなどの管理手法を明確に特定すべきかどうかという問題がある。

- 現在の慣行(市場の観点)

サーベイによれば、市場は市場仲介者及び清算参加者がリスク管理及びその手続きを整備する重要性を認識しており、広範なリスク管理に関するハイレベルの原則もしくは詳細な規則を制定するなど、実際に必要なシステムの構築を促進するために多様な施策を行っている。市場が期待するシステムとしては、市場もしくは市場仲介者のいずれが提供するかは別にして、フィルター、発注情報即時伝達機能、取引停止機能などが挙げられ、市場によって各機能の利用可能性は異なる。また、発注前後に市場から提供される情報の適切性については、市場は十分と考えているものの、SA を提供している市場仲介者からは十分なシステム手段やデータを受領していないと考えている。

- 現在の慣行(市場仲介者の観点)

市場仲介者はDEAを提供することによって生じるリスクに対して、①潜在的DEA顧客の分析、②執行前リスク管理、③執行後の管理、の3つのアプローチによって対処し

ているようである。

潜在的 DEA 顧客の分析については、執行前後のリスク管理を有効にするためにも必要なものであり、顧客の取引に責任を持つ立場上、顧客が適切なリスク管理手段を整備しているかどうかを市場仲介者は審査する。

また、サーベイによれば、すべての市場仲介者は執行前リスク管理及び執行後の管理を実施しているが、ほとんどの執行前リスク管理では少なくとも誤発注防止機能を備えており、異常取引の警告、注文規模制限なども広く実施されている。注文規模等の制限に近づいた場合の事前警告システムや(自動のアルゴリズムの場合に主として起こりうる)発注頻度制限、そして顧客の更なる発注を停止する停止ボタンもしくはパニックボタン機能なども見られる。

AORの方がSAよりも執行前取引フィルターがより一般的であるが、問題は顧客が取引の執行を遅延させるとのようなフィルターも受け入れないという共通の問題がある。

－ 競争上のプレッシャー

上述した中の最も大きな問題のひとつとして、システムフィルターの利用可能性の問題がある。サーベイにおいて、ミリ秒単位での執行迅速化を求めるトレーダーからの市場仲介者へのプレッシャーの存在がある。市場仲介者以外の者が市場参加者の場合、取引所が同様のプレッシャーを受けることもある。このようなプレッシャーがリスク管理に関して、いわゆる底辺への競争(race to the bottom)を引き起こしうる。その一方で、リスク管理はすべての参加者に適切に当てはまるものではなく、責任あるリスク管理アプローチとして、顧客をよく知ること(Know Your Customer)や執行後管理により一層依拠することが出来るという議論もある。

にもかかわらず、技術進歩は重要なリスク管理手段である執行前フィルターの遅延を削減してきており、市場仲介者レベルでのより高度なリスク管理の促進のために、市場が一定の執行前フィルタと執行後機能を提供すべきかどうかという問題がある。

－ 市場及び清算決済機関からの情報の適切性に関する懸念

(1) 取引前データ: 顧客が発注する取引の取引前データの必要性については、過半数の市場仲介者がリスク管理上重要であると見ているが、直ちに執行後ベースで行えば十分という見方や情報の即時入手により監視を強調する市場仲介者もある。取引前データの取得という点で言えば、SA の場合は、発注情報のコピーを市場参加者が入手する(Drop Copy)場合はあるものの、必ずしも執行前ベースで発注情報を把握しているわけではない。この点については、ある国においては、AORに対して課される取引前管理義務をSAにも課されるべきという姿勢を示している。

(2) **取引後データ**: 取引後のデータに関する問題は取引前の問題ほど深刻ではなく、市場仲介者は、一般的に、取引が DEA かどうかに関わらず、同様のデータを手に入れることができる。

市場仲介者が提案する改善可能な取引前後の管理として、①取引所の提供する情報フォーマットの標準化、②決済参加者から見た決済顧客の情報に関する透明性、③取引所レベルによる注文上限やポジション制限等が有用であることから、注文フロー情報の促進、④清算参加者に対する清算予定取引の情報に関する即時伝達(適時性)、を挙げている。

○ キャパシティ/アルゴリズム取引

圧倒的多数の市場がキャパシティ上の懸念はないとしているが、アルゴリズム取引に関連したキャパシティ及びシステム対応への懸念を示す取引所もあった。

○ 遅延と公正性

多くの取引所の注文入力システムは開放構造をとっているため、多様な接続方法を可能とし、それが執行速度の違いを生じさせている。また、執行速度の違いは DEA 投資家の地理的条件によっても影響を受ける(取引所近接地へ取引参加者のシステム装置を設置・接続させるサービスローケーションの問題)。さらに、執行遅延は、前述のとおり、フィルターの設置によっても生じうる。

市場が多様な接続の選択肢を提供することは、市場参加者が顧客のニーズに応えることを可能にするが、「公正性」という観点からは、過去 IOSCO が公表した「スクリーン・ベース原則」報告書では「所与の接続オプションの中での平等な取扱いが最も重要であって、応答時間の相違は開示によって対処されるべきである」としている。

VI. 提案するガイダンスと市中協議用質問

A. イントロダクション

市場と市場参加者である市場仲介者は、DEA 顧客が市場と関連する市場仲介者に対して過度のリスクを与えないことを確保するために、適切なポリシーと手続きを持つべきである。DEA の増加は、特に適切な管理がない場合に、顧客は意識的にもしくは無意識で市場混乱を起こす、もしくは詐欺などに関与する不適切な取引戦略を採用する、もしくは市場仲介者を過度の信用リスクに晒すことがありうる。権限のないアクセスは一般的に市場の公正性と安全上大きな懸念として認識される。

SC2 と SC3 は、DEA に関して IOSCO がガイダンスを制定する中で検討されるべき以下の 3 つの重要な要素を特定した。

- ① DEA の前提条件(Pre-conditions for DEA)
- ② 情報の流れ(Information Flow)
- ③ 適切なシステムと管理(Adequate systems and controls)

これらの各要素について、SC2 と SC3 は DEA に関するガイダンスを提供する原則候補を特定している。専門委員会は、原則候補と本文書のその他の観点について、業界と一般の方からの意見を求めている。

意見を提出する際には、それらが AOR、SA、市場仲介者以外の者が市場参加者の場合の直接アクセスのいずれか、もしくはそのすべてに適用されるのか示してください。

B. DEA の前提条件

(1) 最低限の顧客基準

原則案: DEA 顧客は以下を含む最低限の基準を満たすことが求められる。

- 適切な金融資産
- 市場ルールへの理解度及び遵守能力
- 顧客が使用を許可される注文入力システムに対する知識
- システム使用能力

○ これらは DEA 顧客の必要条件として適切ですか？

(2) 法的拘束力のある契約

原則案: 記録された、法的拘束力のある契約が市場仲介者と DEA 顧客の間に存在すべきであり、契約の性質や詳細は提供されるサービスの内容に対して適合したものであるべきである。

- 同意しますか？しないのであれば説明してください。
- そのような契約の中で扱われるべき重要ポイントは何ですか？含まれる要素についてはセクション V.B.(2)を参照ください。SA を行う DEA 顧客は市場とも同様に契約を締結すべきですか？

(3) 取引権限の委任

原則案: DEA 顧客が直接アクセスする権利を他の者に直接委任することが許可される場合、責任をもつ市場仲介者は、市場当局から求められたときに取引権限の委任先を特定できることを DEA 顧客と契約上確保することを求めるべきである。

- もし DEA 顧客が直接アクセスする権利を他の者に直接委任することが許可される場合どのような要件が適用されるべきですか(取引権限の委任)?例えば、委任された者は市場仲介者、DEA 顧客もしくは市場と契約を締結すべきですか?もしそうであれば、その契約はどのような領域をカバーすべきですか?

C. 情報の流れ(Information Flow)

(1) 顧客の特定

原則案:市場の監視を促進するため、市場仲介者は、市場当局の要求により、適時に DEA 顧客の属性を開示すべきである。

- もしあるとすれば、DEA 顧客の属性を入手して提供するに際してどのような問題がありますか?もし問題があるとしたら、どのように情報の流れを改善できますか(例えば、SA や取引権限を委任された場合の注文についてサブユーザーの識別子を使用しますか?その他の可能な解決方法がありますか?)説明してください。
- DEA 顧客はそれぞれ顧客 ID やニューモニック(簡略記号)を割り当てられるべきですか?説明してください。

(2) 取引前後の情報

原則案:取引参加者の適切なモニタリングとリスク管理を可能とするために、市場はすべての取引前後の情報を(即時に)取引参加者に提供すべきである。

- 提案された原則に同意しますか?もしそうでなければ説明してください。
- 効果的なリスク管理を実施するために、どのような取引前後の情報が市場仲介者にとって必要となりますか?約定前の注文フローやその他のデータに関して、市場仲介者が適切な取引前管理を行うために、市場はどのような情報を市場仲介者に対して提供すべきですか?

D. 適切なシステム管理(Adequate systems and controls)

(1) 市場

原則案:AOR や SA を許可することを望む市場は、DEA を提供する市場仲介者が公正で秩序ある取引へのリスクを適切に管理するために、適切な取引前管理を行うことを確保することを求める規則を制定すべきである。

- 同意しますか?もしそうでないのなら説明してください。

(2) 市場仲介者

原則案:市場仲介者(清算会社を含む)は、顧客の既存ポジションや信用限度を超えて注文することを制限もしくは防止するために、自動化された取引前フィルターを含む規制上及び財務上の両方の管理を実施すべきである。

原則候補:市場仲介者(清算会社を含む)は、それらの DEA システムを管理するために適切な業務上そして技術上のシステムを持つべきである。

- そのような自動化された取引前フィルターが望ましい、そして実行可能であるということに同意しますか？どの種類の取引前フィルターが適切と考えるか正確に教えてください。例えば、取引前フィルターの種類は、誤入力防止ボタンから顧客のポジションや信用制限に適用されるより洗練されたフィルターまで幅広くあります。
- ポジション制限と信用制限のための取引前フィルター、すなわち、顧客に課されたポジション制限と信用制限の間にある固有の関係とともに、遅延や他の要因を考慮に入れて、ポジション制限と信用エクスポージャーを越える取引を停止もしくは制限するフィルターについて、区別する必要があると考えますか？
- 取引前フィルターを代替するものとして、ある市場仲介者や市場は、即時ベースで実施される取引後管理が DEA 取引に関するリスク管理の有効手段であると考えています。リスク管理の観点と可能な限り早い執行を求める市場参加者の観点から、取引前管理との比較で取引後管理についてどのような長所と短所があると考えますか？
- 取引前管理は市場仲介者レベル、市場レベルのいずれかもしくは両方で行われるべきですか？説明してください。もしあるとしたら、どのようなレベルで DEA のリスク管理の責任が市場によって果たされるべきですか？
- 取引前フィルターと取引後管理を含む、DEA システムとその管理手続きは、DEA ではない業務に現在適用されているものと類似もしくは同等であるべきですか？
- 市場もしくは中央清算決済機関は、市場仲介者に対して SA について効果的なリスク管理を実施するために必要な機能・システムを現在提供していますか？
- 清算を行わない市場参加者が発注する場合、単に顧客が市場参加者という事実が、当該取引を引き受ける清算会社への信用リスクを減少させますか？
- SA 顧客の注文のコピー(Drop Copy)を受け取る市場仲介者は、執行前に注文を停止させることが出来ますか？もしそうでなければ、そのような手段の有用性は何ですか？
- 遅延の違いは、開示や公平なアクセス以外の方法により対処すべき懸念を生じさせますか？もしそうであれば、問題を説明して下さい。

- 市場仲介者が DEA 取引を効果的に管理するために整備すべき最低限の業務上もしくは技術上のシステムを説明してください。

以上