

「マーケット・アクセス・ルールの導入等について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

2020年4月10日
株式会社大阪取引所

大阪取引所及び東京証券取引所（以下、当取引所）では、マーケット・アクセス・ルールの導入等について、その要綱を2020年1月30日に公表し、2月29日までの間、広く意見の募集を行いました。ご意見をご提出いただいた皆様には、本件につきましての検討にご協力いただきありがとうございました。

本件に関してお寄せいただいたコメントの概要及びそれに対する当取引所の考え方は以下をご覧ください。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
1	<p><直接的かつ排他的な管理形態の義務付け></p> <ul style="list-style-type: none"> 「注文管理に関するガイドライン（案）」に記載があるように、高速取引行為を受託する取引参加者においては、「高速取引・受託態勢チェックリスト【取引参加者】」の対応が引き続き必要とされているが、当該チェックリストにて求められている通信管理を遂行する機能は御取引所のリスク・チェック機能には実装されていない。 2018年10月に発生した arrowhead の障害のような事象を防止する観点からも、高速取引行為に関し御取引所のリスク・チェック機能のみを用いる事、いわゆるスポンサード・アクセスは認められないとの理解でよいか。 	<ul style="list-style-type: none"> マーケット・アクセス・ルールにおける「直接的かつ排他的な管理」が求められる項目は注文管理規則に規定されている発注管理に係る制限又は措置となり、高速取引行為に係る注文を受託する証券会社が提出するチェックリストで求められる通信管理に関する項目は対象外です。
2	<ul style="list-style-type: none"> マーケット・アクセス・ルールの導入は、取引所の管理態勢の強化につながる歓迎すべき措置であり、市場の安定性・公平性に対する信頼感を高めるものとする。しかしながら、リスク 	<ul style="list-style-type: none"> 取引参加者がどのようなリスク管理機能を利用するかに関しては、各社のリスク管理の考え方に照らして判断されるべきものであり、顧客の属性や取引形態等を踏まえて十分であると判

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>の更なる軽減と当該ルールの実効性の確保の観点から、以下ご検討頂きたい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 東京証券取引所及び大阪取引所は、注文管理のためのリスク・チェック用ソリューションを各々提供しているが、弊社としては、当該ソリューションの機能は単独では不十分であり、利用の際は取引参加者が独自に提供する注文管理システムと併用されるべきであるとする。取引所が提供するソリューションのみを利用して注文管理を行うことが不十分と考える理由として、例えば以下が挙げられる。 <ul style="list-style-type: none"> ➤ 所謂誤発注管理規則で求められる二段階の発注制限（=ソフトリミット及びハードリミット）の設定に対応していない ➤ 顧客毎の紐づけが明確にされておらず、発注制限値の設定において画一的なアプローチを強いられ、結果として不完全な対応となる ・ 取引参加者による公平且つ包括的な発注制限措置の確実な実装を目的とした、取引所による追加的な補足情報、ガイダンス及び個別のコンサルテーション機会の提供を提案したい。例えば、今回導入されるルールには、取引参加者の義務として「直ちに取引所に対する注文の発注を抑止する措置を講じる」また「取引参加者が定めた発注制限値等に抵触した注文について、取引参加者のシステムにおいて適切に対処しなければならない」旨の記載がある。これらの要件を満たすためには、取引所が提供するソリューションのみでは足りず、取引参加者が独自に提供する注文管理システムの活用が不可欠であるように読め 	<p>断する場合には、取引所が提供するリスク管理機能を利用することも可能です。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ なお、注文管理規則に規定されている項目以外の、取引参加者が独自に実施するリスク・チェック（上記チェックリストで求められる項目を含みます）においても、間接的な注文管理形態が包含するリスクに鑑み、顧客から物理的に独立したハードウェアによる管理を行う等、適切な手当てを講じることが期待されます。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>るが、この点につき明確にして頂きたい。</p>	
3	<p><発注抑止機能の導入の義務付け></p> <ul style="list-style-type: none"> 論理的な発注回線を投資家ごとに占有していないケースにおいては、貴所提供の注文抑止装置は抑止すべき異常な注文に直接関係しない投資家の注文もあわせて抑止してしまうこととなるため、大規模障害時の利用のみを想定しており、また先物・オプション取引においては投資家に自動発注を行わないことを予め確認しているため、当該ケースで投資家側に起因する異常な注文が発生した場合には、目視検知後に人手を介した発注抑止を想定している。そこで、「直ちに（中略）講じなければならない」について、具体的な時間的猶予はどの程度まで許容されるか。許容される程度次第では、別途自社システム上で投資家ごとの注文制御構築が必須になるか。 	<ul style="list-style-type: none"> 異常な注文等を検知してから措置を講じるまでの時間的猶予を一律定めるものではございませんが、顧客の属性や取引形態等を踏まえ、取引参加者が事前に定める運用に基づき適切に対応されるべきと考えられます。
4	<p><その他></p> <ol style="list-style-type: none"> JPX は、取引参加者に対して、取引所アクセスに係るロジック（顧客注文の取引所回送に係る業務ルール）の提出・承認を義務付けるべきである。 欧州における MiFID 2 のような規則に関する経験上、規則は時として解釈の対象となる。（ブローカーがレイテンシーの最小化のためリスク・チェックを犠牲にする）インセンティブを踏まえ、JPX が各参加者のロジックについて拒否権を持つことは、市場の安定に資するものである（留意点として、「ロジック」とは、コードではなく、技術者以外にも理解される形式で表現されるリスク管理規程を指す） 	<ul style="list-style-type: none"> 今回のマーケット・アクセス・ルールの導入等は、市場の信頼性・安定性の一層の向上を目的として、取引参加者における注文管理態勢の改善を図るものです。 取引参加者においては、改正後の注文管理規則及びガイドラインに沿って、実効性のある注文管理態勢の整備が求められることとなります。 当該注文管理体制の整備状況に関しては、当取引所自主規制法人における定期的な考査の中で確認を行うこととなります。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>2. JPX は、各取引参加者に対し、JPX が承認したロジックが忠実に実施されていることの検証を義務付けるべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> コンピューティングにおける一般的な原則として、文書で表現されるものは、必ずしもテクノロジーに正確に変換されるわけではないということがある。これは、バグ、誤解、または意図的な未実装によるものである。取引参加者が実際に顧客の注文に適用しているロジックを確認する唯一の方法は、ロジック対象となるすべての条件にシステムを適用し、その結果を検証することである。 <p>3. JPX は、顧客に開示するレイテンシー測定方法について、各取引参加者が業界基準に従うことを義務付けるべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> これが、取引参加者へリスク・チェックを負わせることで、レイテンシーに関する顧客の混乱を招かないようにする最善の方法である(重要な点は、執行に係るレイテンシーをテストするには、実際にリスク・チェックが有効であることを確認する必要があるということである。つまり、対象となる様々なリスク条件に抵触する注文を送信する必要があり、そのためレイテンシーテストは2の検証テストを包含する)。 <p>4. JPX は、取引参加者に対し、第三者による検証を受けることを義務付けるべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> 上記2及び3については、自己の検証に基づいて運用すること 	<ul style="list-style-type: none"> なお、高速取引行為に係る注文を受託する取引参加者においては、当取引所に対して、注文管理態勢及び通信管理態勢に関する整備状況に関して、「高速取引行為に係る注文を受託する取引参加者向けのチェックリスト」を提出することが求められています。 こうした点に鑑み、取引参加者の注文管理態勢の整備に係る実効性の確保については、一定の手当てがなされているものと考えます。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>もできるが、第三者による独立した検証を定期的に(例えば、年に1回、または大規模なアップグレード後に)求める方がより効果的と考えられる。テストにおいては、実際に多くの誤りが生じうる。取引参加者には「コンファメーション・バイアス」(誤った結果を許容するインセンティブ)がある。対照的に、第三者機関は、レピュテーションに基づき、正確な結果を得ようとするインセンティブのみがはたらく。</p> <p>5. JPX は、レイテンシー情報を開示することを義務付けるべきである。</p> <ul style="list-style-type: none"> 情報の開示によって、第三者の報告書が改ざんされていないことが保証される。また、個人投資家や機関投資家に対して、ブローカーを選定する際の有力な材料を提供することになる。これに応える圧力がブローカーに生じ、個人投資家・機関投資家間のギャップを縮め、公平性を高める。 	
5	<p><その他> (マーケット・アクセス・ルール)</p> <ul style="list-style-type: none"> マーケット・アクセス・ルール(案)は、現在、日本と米国、オーストラリア、香港、英国及びドイツ等における市場との間に存在する規制及び規則のギャップを埋めることになる。 マーケット・アクセス・ルール(案)が正式に採用されることにより、明確で予測可能な運用環境を確立し、それにより、あ 	<ul style="list-style-type: none"> 貴重なご意見ありがとうございます。 取引参加者は、顧客の属性や取引形態を踏まえて定めたリスク管理の考え方に照らし、十分だと判断できる場合には取引所や第三者ベンダーが提供するリスク管理機能を利用することが

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>らゆるタイプの市場参加者間の信頼を促進させ、もって一貫した平等な競争条件を実現することとなるだろう。</p> <p>(規則の施行)</p> <ul style="list-style-type: none"> JPX-R が、JPX の自主規制法人として、法令遵守のための監視・監督の第一線として積極的な役割を果たすことを推奨する。 JPX-R が、具体的なリスク管理ツールおよびその手法について、取引参加者が提供するものか第三者 (OSE、TSE を含む) が提供するものかにかかわらず、検証・維持・認証プロセスについて管理することを推奨する。 <p>(規則の遵守状況を妨げる構造的障害)</p> <ul style="list-style-type: none"> 取引参加者の直接的かつ排他的なコントロールの下でリスク管理を実施することについては、さまざまな形態がある。 最も進んだリスク管理ツール(「パケット検知リスク管理ツール」)は、注文の構成要素を特定し検証するために、顧客と取引所との間のネットワーク伝送を検知するものだが、この方法は、2010 年半ばから日本で、2010 年後半からは世界各国で一般的に実施されている。 この方法は、東証の「Arrowhead Protocol」と OSE の「OUCH Protocol」で可能であるが、これまで、OSE は OUCH に加えて、顧客のトレーディングサーバ内に実装される OM API の使用を 	<p>可能ですが、あくまで取引参加者の責任において利用されるものとなります。</p> <ul style="list-style-type: none"> J-GATE の開発ベンダである OMX Technology AB 社との契約により API の内部プロトコルの詳細は開示しておりません。 また、現行の J-GATE では OUCH は提供していませんが、次期の売買システム (2021 年第三四半期稼働予定) では OUCH の提供を開始する予定です。 なお、ご意見いただいております TradeGuard の機能に関しては、取引参加者からの意見も踏まえ、今後も継続的に機能強化の検討を進めてまいります。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>認めている。</p> <ul style="list-style-type: none"> • OSE と OSE J-Gate システムの提供者である NASDAQ は、取引参加者であれ第三者 (OSE を除く) であれ、リスク管理ツールの提供者が OM API の詳細を利用できるようにしておらず、OM API が使用されている場合、OSE の TradeGuard 以外のリスク管理ツールを実装することができない。 • 上記の問題に対処するための適切な解決策として、a) リスク管理機能を提供する目的で OM API 内部プロトコルの詳細を利用可能にすること、b) TradeGuard の機能を強化が考えられる。 • また、これは以下の事項を確かにするものとする。 <p>a) 取引所の規則や日本の規制の適切な遵守 b) 顧客における最高のパフォーマンスの履行 c) 顧客がシステムを変更しなければならないことを回避すること d) 取引所での取引活動に悪影響を及ぼす可能性を回避すること</p> <ul style="list-style-type: none"> • なお、OM API の使用を認めないという代替手段は、投資家、取引参加者、および取引所の目標に反するものであると考える。 <p>(リスク管理機能と規則の遵守状況)</p> <ul style="list-style-type: none"> • 安全・安定的な取引所環境の確保のためには、リスク管理機能が不可欠であり、TSE や OSE のルール、日本の法令を遵守した包括的なリスク管理機能が必要であるとする。 • 取引参加者であれ第三者であれ (TSE や OSE を含む)、リスク管 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>理ツールの提供者は、施行されている具体的な規則・規制、これらを充足するための方式が詳細に説明された書面による開示を行う必要があると考える。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ このような情報開示は、日本のすべての資本市場参加者に対する完全な透明性を確保し、それにより、すべての参加者にとって対等な競争条件が存在するという信頼を醸成する。 ・ また、JPX-R が独立した立場からの監督を行うためには、上記の情報開示を検証・検証するための認定の仕組みが必要であると考えています。こうした活動は、JPX の自主規制機関としての役割と整合するものである。 	

提出者：1＝ゴールドマンサックス証券株式会社、2＝モルガン・スタンレーMUFJ 証券株式会社、3＝大和証券株式会社、4＝STAC (the Securities Technology Analysis Center, LLC) 5＝Shiroyama Consulting Co., Ltd.

以上