

グローバル外国為替市場委員会：ラストルックに関する執行原則
ワーキンググループの報告書

2021年8月

ラストブックに関する執行原則ワーキンググループの報告書

1. はじめに

ラストブックとは、電子取引において、取引依頼を受ける市場参加者が、取引依頼について自己の提示価格で執行するか否かについて最終的な判断を下す機会を与えられる慣行である。この慣行を巡っては業界で活発な議論が交わされてきた。

グローバル外為行動規範では、原則17においてラストブックを取り扱っている。¹ 2017年5月にグローバル外為行動規範の初版が公表されたのち、グローバル外国為替市場委員会（GFXC）は2017年12月に原則17の本文を修正し、ラストブックウィンドウ中の取引活動に関してより厳格なガイダンスを示した。² さらに、2019年2月には「カバー&ディール」取引に関する報告書を発表している。³

この資料が発表されたにもかかわらず、2019年にGFXCが市場参加者を対象に「3年ごとのグローバル外為行動規範見直し」で重点的に検討すべき分野を調査したところ、最も多くの意見が集まったのはラストブックの慣行であった。多くの市場参加者は依然としてラストブックの慣行に問題意識や懸念を抱いており様々な意見を頂くこととなった。流動性提供者が価格の妥当性確認で用いる手法や、これに関連して、ラストブックウィンドウの長さ等のラストブック慣行に関する事前開示の質と量には市場参加者によって大きな開きがある可能性があるとの指摘があった。ラストブックウィンドウにおける「カバー&ディール」行為の適用について、より明確な開示を求める声もまたあった。拒否された取引に関する情報の適切な取扱いのさらなる明確化や、流動性消費者の能力を高め、自己の取引執行を評価できるようにするために、取引情報（取引拒否の理由を含む）を入手しやすくすることを望む意見もあった。

本稿は、ラストブックの仕組みや外国為替市場が機能する上でラストブックが果たしている役割、そしてラストブックの適切な適用に関して、より幅広い知識と理解を促進するためにGFXCが作成したものである。本稿の結びに、上述したGFXCの調査において表明された懸念への対応を促すための3つの推奨を示した。それは次の3点である。

- 流動性提供者は公正で有効なラストブックプロセスを担保すべきである。
- 流動性提供者は事前開示を強化すべきである。
- 取引依頼の取扱いを評価するための情報を提供できるようにすべきである。

本稿はグローバル外為行動規範、特に原則17（付属書Aに含まれている）とともに読んで頂くことが望ましい。GFXCは3年ごとのグローバル外為行動規範見直しにおいて、原則17の本文が引き続き妥当であることで合意した。この指針書はグローバル外為行動規範の一部ではない。このテーマが性質上専門的であり、この慣行の特定のエリアに関してはさまざまな意見が存在することが分かっている。よって、本稿は原則に重点を置き、詳細具体的な推奨を示すことを目的とはしていない。

2. ラストブックとは何か

グローバル外為行動規範の原則17に記されている通り、ラストブックは「電子取引において、取引依頼を受ける市場参加者が、取引依頼について自己の提示価格で執行するか否かについて最終的な判断を下す機会を与えられる慣行」であり、「適用する場合、注文の有効性及び／又は価格の妥当性を検証するリスク管理上の仕組みであるべきである」。ラストブックのワークフローを

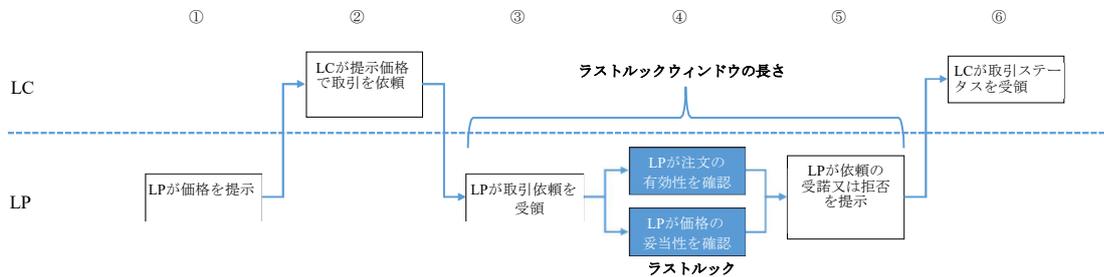
¹ グローバル外為行動規範の最新版（2021年7月）は、https://www.globalfxc.org/docs/fx_global.pdfで見ることができる。

² ラストブックに関するGFXCのフィードバック要請：
https://www.globalfxc.org/docs/gfxc_response_paper_dec17.pdfを参照。

³ https://www.globalfxc.org/docs/the_role_of_cover_and_deal_arrangements.pdfを参照。

図式化したものを下に示す。ここでは、価格を提示する市場参加者を流動性提供者（LP）、これらの提示価格で取引を要請する市場参加者を流動性消費者（LC）として示した。

図1：ラストルックのワークフロー例示



取引の有効性確認

有効性の確認は、「取引依頼に含まれている取引詳細が取引執行上の観点から適切であり、またその取引を行うために十分なクレジットがあることを確認する目的で行われるべきである」（原則17）。

これらの確認を行う際の具体的なクレジット確認基準及び確認方法は、流動性提供者によって大きく異なる場合がある。確認を行うために必要な時間の長さも同様である。流動性提供者がリクエスト・フォー・クォート（RFQ）で気配値を提示している場合、クレジットを気配値リクエストの時点で「切り分けリザーブしている」のであれば、取引依頼時に再度確認の必要性は小さくなるかもしれない。ストリーミング気配値の場合、流動性提供者は、取引を行えるだけの十分なクレジットリミットがあることの最終確認としてラストルックプロセスを適用する。

価格の妥当性確認

グローバル外為行動規範の原則17には、「価格の妥当性の確認は、取引依頼がなされた価格がその顧客に適用できる実勢価格と一致しているかを確認することを目的とすべきである」と記されている。

価格の妥当性確認を行う際は、流動性提供者は自身が推計する実勢価格と提示価格を比較する。実勢価格の推計は流動性提供者の裁量で行われる。提示価格が実勢価格とどの程度一致するかは「価格許容幅」で定義される。これは一般に価格で定義され、通貨の小数点第4位、ベースポイント又はスプレッドのパーセンテージで表される値である。

原則17は、「…価格変動（上下両方向）が取引の受諾又は拒否の判断に影響を与えるか否か」を流動性提供者が開示すべきとのガイダンスを示している。流動性提供者は価格の妥当性を対称的に、又は非対称的に確認する。対称的な価格確認は、その名が示すように、実勢価格に関して同じ価格許容幅レベルを対称的に適用する。流動性提供者は、それが流動性提供者又は流動性消費者に有利であっても、定められた許容幅レベルを超える価格での取引依頼を拒否する。

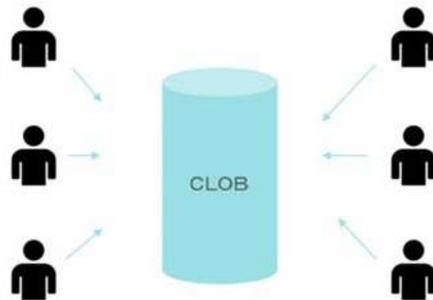
非対称的な価格確認では、許容幅レベルが実勢価格に対して非対称的に適用される。このような方法では、価格が流動性提供者に有利に動いたときに取引が受諾されるのに対して、価格が許容幅レベルを超えて流動性提供者に不利に動いたときには取引依頼が拒否される。これに関連して、一部の流動性提供者は、市場が流動性提供者に有利に動いたときに取引を拒否せず、当初の価格よりも流動性消費者にとって有利な価格で取引依頼を受諾する価格更新メカニズムを適用する場合がある。

3. OTC外国為替市場におけるラストルックの役割

オーバー・ザ・カウンター（OTC）モデルの外国為替市場におけるラストルックの役割を理解するには、OTCモデルと集中マッチングモデルを比較すると分かりやすいだろう。

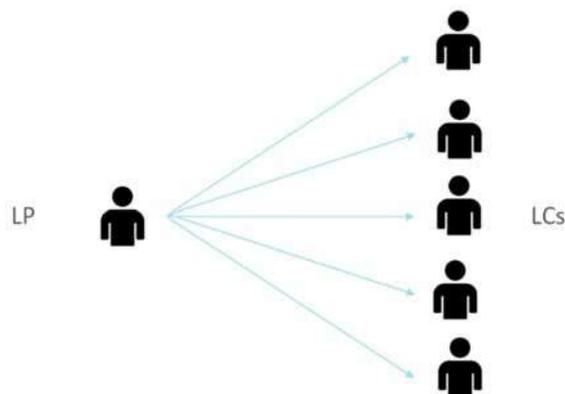
集中マッチング型のプラットフォームでは、市場参加者は希望する取引数量と価格を提示し、集中指値注文台帳（CLOB）で相対注文がマッチングしたときに取引が成立する。提示された価格は「取引可能な流動性」で、注文がマッチングすると参加者は取引成立を約束しなければならない。その一方で、プラットフォームに対して指した数量より大きな数量を市場参加者が取引せねばならないリスクはない。図2はこのモデルを示したものである。

図2：集中マッチングモデル



非集中マッチング電子取引モデル（大半の電子外国為替取引が執行される）では、取引が成立する順序が根本的に異なる。外国為替取引は、規模の異なる市場参加者が、多数の異なる通貨で大量の取引を約定させることができるように、しばしばこの形で取り扱われる。流動性提供者は同時に多くの気配値をストリーミングする。これにより、多くの流動性消費者が外国為替市場の流動性にアクセスすることができるようになっている。流動性消費者が流動性提供者に気配値での取引依頼を送ると、流動性提供者は、ラストルックプロセスの一環として、その価格で顧客の依頼を受諾すべきか否かを判断する。

図3：非集中マッチングモデル



非集中マッチングモデルでは、流動性提供者が、多数の顧客からの取引依頼を同時に受け取るリスクを負う。あるいは、気配値提示よりかなり遅れたタイミングで依頼を受け取る可能性がある。流動性提供者は、取引の有効性確認及び価格の妥当性確認プロセスを通じてこのようリスクに対処する。しかし、起こり得る結果の一つが取引の拒否である。取引依頼が拒否された場合には、顧客の執行コストに直接影響する可能性がある。顧客は提示された気配値で取引を行う機会を失うだけでなく、その後、不利な価格で取引する可能性がある。

外国為替業界においては、取引可能な価格を使用し、ラストルックを適用しないプラットフォームがあるので注意すべきである。流動性消費者は機能を比較し、取引の場所と相手を選ぶことができる。

4. 取引依頼から得た取引情報の取扱い

原則17に記載されている通り、「市場参加者は、有効性及び価格の妥当性の確認プロセスに基づき、顧客の取引依頼を受諾するか拒否するかについて、専権的な裁量を有しているため、取引依頼が受諾されなかった場合に生じうるマーケットリスクは顧客が負うことになる」。

原則17は、顧客の取引依頼を受諾する意思がないにもかかわらず、情報収集を目的としてラストルックを適用することを明確に禁じている。市場参加者が、ラストルックウィンドウの開始時に取引依頼を受け取った時点で機密情報は生じる。かかる機密情報の利用は、情報共有に関する原則19及び20に準ずるべきである。ラストルックが不適切に適用されている場合、取引受諾率が相対的に低かったり、レスポンスタイムが受諾と拒否の場合で差があったり、取引依頼が拒否されたときに流動性消費者に不利な方向に市場が大きく動くことがある。

グローバル外為行動規範では、流動性提供者が顧客の取引依頼から得た情報を利用した取引活動をラストルックウィンドウ中にすべきでないとするガイダンスも示されている。そうした行為には、流動性消費者の取引依頼を利用して、取引依頼を受諾／拒否する前にヘッジを行う行為だけでなく、価格調整行為を行うことも含まれる。これらの行為は、他の市場参加者に対して当該流動性消費者の取引意図を伝えてしまうリスクがあり、市場価格を流動性消費者に不利な方向に動かしてしまう可能性がある。その場合、最終的に依頼が拒否された場合には、流動性消費者は不利益を被ることになりうる。

但し、次の特徴の全てを満たす「カバー&ディーリング」は上記ガイダンスの唯一の例外となる。

1. 市場参加者が、顧客からの取引依頼があった際に、市場リスクを取らずに顧客の取引依頼に応じるために、それに先立ってオフセットする取引を市場で行うという明確な理解があること
2. ラストルックウィンドウ中の取引量の全てが顧客に渡されること
3. この理解が適切に文書化され、顧客に開示されること

5. 推奨

ラストルックはOTC電子外国為替市場が持つ特徴的なプラクティスである。その仕組みやセッティングは各流動性提供者によって違うため、明確な説明がなければ、他の市場参加者にはそれがどのように機能するかを理解することは難しい。このセクションでは、そうした不透明感を減じるために、グローバル外為行動規範に沿った形で3つの推奨を示すことにした。それらは一公正で有効なラストルックプロセスの設計、適切な情報開示、十分な情報提供とそれに基づく執行の検証である。

GFXCは、ラストルックに関する業界内での継続的な議論に留意し、本ガイダンスを受けての市場参加者の行動変容を引き続き注視していく。課題が解消されない場合は、原則17の変更も含めさらなるガイダンスを提示する可能性もある。

推奨1：公正で有効なラストルックプロセスを担保する

- 流動性消費者の取引依頼を受諾するか拒否するかについての全ての裁量は流動性提供者にある。従って、ラストルックプロセスを設計する際には、流動性提供者は公正さと予測可能性の実現に努めるべきである。市場参加者は、倫理感を持ち善良な行動を取るべきであるという基本原則を肝に銘じ、原則17の含意に沿い、またその精神に反することなく価格の妥当性確認を行うべきである。

- ラストルックプロセスを適用する場合は、価格の妥当性及び取引の有効性の確認のみを目的とすべきであり、その他の目的で使用すべきでない。流動性提供者がラストルックを行っている間、流動性消費者にとっては、取引依頼が拒否された場合に発生するマーケットリスクの有無が確定していない。公正性を実現するために、流動性提供者は、流動性消費者にとって不確実なこの時間を最小限にすることを目指すべきである。よって、流動性提供者は遅滞なく価格及び有効性の確認を開始し、取引を受諾するか拒否するかを速やかに下さなければならない。価格及び有効性の確認を完了するために必要な時間を越えて取引の受諾の判断を行うことは原則17に反すると考えられる。
- 公正さに関する原則は、拒否した取引に関する情報の取扱いにも適用される。有効性及び価格の確認を行うにあたって、流動性消費者の取引意図に関する機密情報を流動性提供者は入手することになる。グローバル外為行動規範の原則19及び20において企図されているケースを除き、流動性提供者は、提供された目的以外の理由で機密情報を利用すべきでない。悪用の例としては、拒否した取引に関する情報をプライシングやヘッジングのアルゴリズムへのリアルタイムなインプットとして利用することが挙げられる。流動性消費者をさらなるマーケットリスクにさらすことによって、流動性消費者の利益を害するおそれがあるためである。
- 流動性提供者は、「顧客」と言及されているものも含め、原則17のガイダンスが、記名かアノニマスかを問わず全てのカウンターパーティとの取引に適用されることに注意すべきである。
- 価格及び有効性の確認の枠組みは流動性提供者が独自に開発したものが多く、外部からは必ずしもその仕組みを理解することができないため、流動性提供者は、ラストルックプロセスに関して十分な内部統制及び経営監督機能を整備しなければならない。こうした態勢により、グローバル外為行動規範の原則に沿った取り扱いを受けているという安心感を流動性消費者は持つことができる。

推奨2：事前開示を強化する

- グローバル外為行動規範の原則17に沿って、流動性提供者は、ラストルック適用の有無を開示し、適用する場合は、事前の開示において、流動性提供者のラストルックポリシーが取引に与える影響を流動性消費者が理解できるように十分な情報を確実に提供すべきである。流動性消費者がこうした情報にアクセスし、複数の流動性提供者の比較を行いやすくするために、流動性提供者用のディスクロージャーカバーシートの利用が有効である。なお開示情報に変更があった場合、ディスクロージャーカバーシートは速やかに更新する必要がある。
 - (ディスクロージャーカバーシート3-II) 流動性提供者は、価格の妥当性確認が対称的に適用されるのか、非対称的に適用されるのかを開示すべきである。この二つ確認手法のどちらが利用されているかで、流動性提供者のラストルックプロセスの予測可能性、ひいては顧客にもたらされる結果は大きな影響を受ける可能性がある。非対称的な価格確認手法は、執行の有効性を監視する上で流動性消費者にとっては複雑度が高い。よって、非対称的な価格の妥当性確認を使用する流動性提供者は、なぜ非対称的な価格確認を採用しているか、対照的な価格確認を選択できるのかといった情報を開示することが、そしてまた流動性消費者は、どのような条件で非対称的な価格の妥当性確認が適用されているかを理解することが特に重要となる。
 - (ディスクロージャーカバーシート3-III) 流動性提供者は、ラストルックウィンドウの最長時間と最短時間を開示し、ラストルックウィンドウの時間が変動する可能性がある場合はその状況について説明すべきである。
 - (ディスクロージャーカバーシート3-IV) ラストルックウィンドウ中にカバー取引を行う「カバー&ディール」の形態で流動性提供を行っている市場参加者はその旨を開示す

べきである。またその際にはグローバル外為行動規範の原則17に定められる3つの要件を全て満たしていることを開示すべきである。またカバー&ディーラーが特定の通貨ペアのみに適用されるのか、あるいは特定の取引時間帯のみに適用されるのか等適用される状況を流動性消費者が理解することが重要である。

推奨3：取引依頼の取扱いを評価するための情報を提供する

- 原則17は、流動性消費者及び流動性提供者が取引依頼の取扱いに関して対話を持つことを推奨している。関連情報の多くを流動性提供者が持っているため、流動性提供者は要請があった場合、流動性消費者が取引執行を評価できるように十分な情報を共有すべきである。
- 取引が拒否された場合、流動性提供者は拒否の理由を、少なくともハイレベルでは開示できるようにすべきである。明確かつ曖昧さの無い表現で、有効性確認で拒否をしたのか価格の妥当性確認で拒否したのかといった情報を最低限開示すべきである。流動性提供者は取引拒否情報を正確に記録し、流動性消費者から要請があった場合には、拒否した時点でその情報を取引ごとに開示できるようにすべきである。
- 流動性提供者によって透明性が十分に担保されていることを前提に、流動性消費者は、ラストブックを使用する流動性提供者と取引を行うか否かを含め、執行方法が自己のニーズに合致しているかを常にチェックできるようにすべきである。価格の妥当性確認に起因する取引拒否は、流動性提供者が価格を提示した時点から、流動性消費者の取引依頼を流動性提供者が受領するまでに市場が動いたことを示しているはずである。なぜ市場が動いたかを正確に知ることは難しいが、以下の事象が見られた際には（これだけに限定されるものではないが）、不適切なラストブックの使用の可能性もあり注意すべきである。
 - 取引のレスポンス時間が、流動性提供者のディスクロージャーカバーシートに記載されているラストブック時間から推計されるものと比べて長い。
 - 非対称的な価格妥当性確認が採用され、かつレスポンス時間が必要以上に長く、拒否率が高い。
 - レスポンス時間が変化したり、受諾と拒否でレスポンスタイムが異なる場合は、流動性提供者のラストブック使用が不適切であることを示す可能性がある。
 - 特定の流動性提供者と取引するときのみ常に強い市場の反応が起きる場合は、望まぬ情報漏洩が発生しているかもしれない。
 - 価格の妥当性確認により、流動性消費者の取引依頼が繰り返し拒否される場合には、流動性消費者自身の取引が市場に与える影響を検討する必要があるかもしれない。流動性消費者は執行戦略の見直しを行った方が良いかもしれない。

<文書末尾>

付属書A — グローバル外為行動規範 原則17

ラストブックを採用している市場参加者は、透明なかたちでそれを適用するとともに顧客に対して適切な開示を行うべきである。ラストブックとは、電子取引において、取引依頼を受ける市場参加者が、取引依頼について自己の提示価格で執行するか否かについて最終的な判断を下す機会を与えられる慣行である。取引依頼を受ける市場参加者がラストブックを適用する場合、その枠組み及び利用に関して、開示されている条件に沿った統制と管理を整備しておくべきである。これには、適切な管理及びコンプライアンス部門による監督等が挙げられる。

市場参加者は、ラストブックがどのように自己の取引に適用されるのかについて顧客が十分な情報を得て理解した上で判断できるよう、自己のラストブック慣行について透明性を確保すべきである。市場参加者は、少なくとも、価格変動（上下両方向）が取引の受諾又は拒否の判断に影響を与えるか否か、影響がある場合にはどのように影響するのか、ラストブックの判断を行うために想定されている又は通常要する時間、及びより根本的に、ラストブックを適用する目的について開示すべきである。

ラストブックは、注文の有効性及び／又は価格の妥当性を検証するリスク管理上の仕組みであるべきである。有効性の確認は、取引依頼に含まれている取引詳細が取引執行上の観点から適切であり、またその取引を行うために十分なクレジットがあることを確認する目的で行われるべきである。価格の妥当性の確認は、取引依頼がなされた価格がその顧客に適用できる実勢価格と一致しているかを確認することを目的とすべきである。

ラストブックにおいて、市場参加者は、有効性及び価格の妥当性の確認プロセスに基づき、顧客の取引依頼を受諾するか拒否するかについて、専権的な裁量を有しているため、取引依頼が受諾されなかった場合に生じうるマーケットリスクは顧客が負うことになる。従って、グローバル外為行動規範の該当する原則に沿い、

ラストブックは、顧客の取引依頼を受諾する意図無く、情報収集を目的として利用されるべきではない。

市場参加者が取引依頼を受領し、ラストブックウィンドウが開始した時点から機密情報が発生し、この機密情報の使用は、情報共有に関する原則19及び原則20に沿って行われるべきである。

市場参加者はラストブックウィンドウ中に顧客からの取引依頼から得られる情報を利用した取引活動を行うべきではない。そのような取引活動は、(1) 取引依頼から得られる情報に基づいた電子取引プラットフォーム上でのあらゆるプライシング行為 (pricing activity)、(2) 取引依頼から得られる情報に基づいたあらゆるヘッジ行為を含む。このような行為は他の市場参加者に対して顧客の取引意図を伝えてしまうリスクがあり、市場価格を顧客にとって不利な方向に動かし得る。顧客の取引依頼が結果的に拒否された場合、そのような取引活動は顧客にとって不利益となり得る。

このガイダンスは以下の全てを満たす合意がある場合には適用されない。

1. 市場参加者が、顧客からの取引依頼があった際に、マーケットリスクを取らずに顧客の取引依頼に応じるために、それに先立ってオフセットする取引を市場で行うという明確な理解があること
2. ラストブックウィンドウ中の取引量の全てが顧客に渡されること
3. この理解が適切に文書化され、顧客に開示されること

市場参加者が、取引依頼に関連する情報の適切な取扱等、顧客の取引依頼がどのように扱われているかについて顧客と対話ができることは、適切な慣行である。こうした対話は、顧客の取引依頼に関するプライシングや執行についての透明性を高める尺度を含み、顧客が継続的に自身のニーズに合致した執行方法となっているかどうかを評価するために、顧客による取引依頼の取扱い方の評価の一助となるべきである。