

最良執行義務の細則案

制度調査部
横山 淳

2004年証取法改正

【要約】

2004年6月の証取法改正により、証券会社に対する最良執行義務が2005年4月から導入される。これを受けて、金融庁は、12月3日、その細目を定める政省令案を公表した。具体的には、顧客注文を最良の取引条件で執行するための方法やその方法を選択する理由を定めることが要求されている。

はじめに

2004年12月3日、金融庁は次の政省令案を公表した¹。

証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係政令の整備等に関する政令（案）
証券取引法第六章の二第二節の規定による審判手続における参考人及び鑑定人の旅費及び手当に関する政令（案）
証券取引所及び証券取引所持株会社に関する内閣府令等の一部を改正する内閣府令（案）
取扱有価証券に関する内閣府令（案）
証券取引法第七十九条の三又は第百十六条に規定する最終の価格がない場合にこれに相当するものを定める内閣府令（案）

これらは、2004年6月2日に可決・成立した「証券取引法等の一部を改正する法律」（以下、改正証取法）²のうち、2005年4月1日に施行される部分の細目を定める政省令案である。

2005年4月1日に施行される改正証取法の主要項目を挙げると次のようになる³。

最良執行義務の導入

課徴金制度の創設

P T S（私設取引システム）業務の取引手法の拡大

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/syouken/f-20041203-3.html>）に掲載されている。

² 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/houan/houan.html>）に掲載されている。なお、公布日は2004年6月9日である。

³ 改正法のうち、銀行等の証券仲介業務解禁、目論見書制度の見直しなどは、2004年12月1日に施行されている。

本稿では、これらのうち「最良執行義務の導入」に関する政省令案の概要を紹介する。

1．最良執行義務とは

「最良執行義務」とは、一般に顧客の注文を受けた業者に対して、「開示されている気配・取引情報に基づき、価格、コスト、スピード、執行可能性といった条件を勘案しつつ、顧客にとって最良の条件で執行する」⁴義務のことと理解されている。

例えば、顧客から A 市場・B 市場という二つの市場で取引されている X 銘柄の注文があったとする。注文を受けた業者は、特に顧客からの指示がなくても、両市場での取引条件（価格、コスト、流動性など）を確認した上で、（業者にとってではなく）顧客にとってよりよい条件の市場で取引を執行しなければならない。これが「最良執行義務」の趣旨である。

欧米主要国などでは、法令、規則、判例などを通じて、証券会社に対する最良執行義務の考え方が確立されている。わが国でも、2003 年 12 月の金融審議会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」が、最良執行を確保するための規定の整備を求める報告を行った。これを受けて、改正証券法の中で「最良執行義務」に関する規定が設けられたのである⁵。

2．改正法による「最良執行義務」とその細則案

改正証券法においても、「最良執行」そのものについての具体的な定義は定められている訳ではない。その代わりに、証券会社に対して、最良執行に関する次のようなプロセスを実施することが義務付けられている（改正証券法 43 の 2）。

- (1)最良執行方針等の策定
- (2)最良執行方針等の公表・実施
- (3)最良執行方針等の書面交付
- (4)執行の確認

以下、これらの(1)～(4)について、その概要と今回の政省令案で示された細則を説明する。

(1)最良執行方針等の策定

証券会社は、次の取引（一定のものを除く）に関する顧客の注文について、最良の条件で執行するための方針及び方法（「最良執行方針等」）を定めなければならない（改正証券法 43 の 2）。

- 有価証券の売買等
- 外国市場証券先物取引
- 有価証券店頭デリバティブ取引

⁴ 金融審議会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告（2003 年 12 月 9 日）

⁵ なお、証券取引法第 33 条が定める「顧客に対する誠実義務」を根拠として、従来から証券会社に対して「最良執行義務」が課されている、との解釈も存在した。

今回公表された政省令案では、証券会社が定めるべき「最良執行方針等」の内容と、その作成義務が免除される「適用除外取引」が明らかにされている。

「最良執行方針等」の内容としては、銘柄ごとに次の事項を記載して定めなければならない、とされている⁶（証取法施行令改正案 16 の 2 ）

最良の取引の条件で執行するための方法

その方法を選択する理由

「最良執行方針等」の作成義務が免除される「適用除外取引」としては次のものが挙げられている（証取法施行令改正案 16 の 2 ）

次のイ～ハを除く有価証券の売買等

イ 上場株券等（ 1 ）の売買

ロ 店頭売買有価証券の売買

ハ 取扱有価証券（ 2 ）の売買

外国市場証券先物取引

有価証券店頭デリバティブ取引

（ 1 ）「上場株券等」とは、証券取引所に上場されている次の有価証券を意味することが予定されている（改正証取法 79 の 2 七、証券会社に関する内閣府令改正案 59 の 2 ）

株券

新株予約権付社債券

新株予約権証券

新株引受権証書

出資証券

（協同組織金融機関の）優先出資証券

投資信託の受益証券

（会社型投信の）投資証券

（ 2 ）「取扱有価証券」とは、次の有価証券（証券取引所に上場されているもの及び店頭売買有価証券を除く）のうち、証券業協会の規則において売買その他の取引の勧誘を行うことが禁じられていないものを意味することが予定されている（改正証取法 40 一、取扱有価証券に関する内閣府令案）

株券

新株予約権付社債

新株引受権証書又は新株予約権証券

出資証券

（資産流動化法の）優先出資証券

（会社型投信の）投資証券

以上を、整理すれば、改正政省令案に基づいて「最良執行方針等」の作成が義務付けられるのは、当面、次のものということになるであろう。

⁶ 金融審議会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告では、「例えば、価格のみに着目して事後的に最良の条件でなかったとしても、そのみを理由に義務違反が指摘されるような性格のものではない」としている。つまり、最良執行の方法等を定めるに当たっては、価格だけではなく、コストや流動性なども考慮に加えることができ、常にその時点における最良価格で執行しなければならないという結果責任が問われる訳ではないものと思われる。

上場株券等 () の売買
店頭売買有価証券の売買
取扱有価証券 () の売買

() 「上場株券等」「取扱有価証券」の定義は、前ページの (1) (2) 参照。

(2) 最良執行方針等の公表・実施

証券会社は、策定した最良執行方針等を公表しなければならない(改正証取法 43 の 2)。そして、その最良執行方針等に従って、顧客の注文を執行しなければならない(改正証取法 43 の 2)。

今回公表された政省令案では、最良執行方針等の「公表方法」の詳細が明らかにされている。

具体的には、次のような「公表方法」が求められている(証券会社の行為規制等に関する内閣府令(以下、行為府令)改正案 10 の 2)。

本店において最良執行方針等を見やすいように掲示する方法

本店において最良執行方針等を閲覧に供する方法

(営業所等において顧客の注文を受ける場合)顧客の注文を受ける営業所等ごとに、最良執行方針等を見やすいように掲示する方法

(営業所等において顧客の注文を受ける場合)顧客の注文を受ける営業所等ごとに、最良執行方針等を閲覧に供する方法

(自動送信 () により顧客の注文を受ける場合)最良執行方針等を自動送信する方法

() 「自動送信」とは、「公衆によって直接受信されることを目的として公衆からの求めに応じ自動的に無線通信又は有線電気通信の送信を行うこと」とされている。具体的には、いわゆるネット取引などが想定されているものと考えられる。

(3) 最良執行方針等の書面交付

証券会社が、顧客から一定の取引の注文を受けようとする場合は、予め、顧客に対して、「最良執行方針等」を記載した書面⁷を交付しなければならない(改正証取法 43 の 2)。ただし、既に書面(最良執行方針等の変更があった場合は、変更後のもの)を交付している場合は、重ねて交付する必要はない(同前但書)。

これは、各証券会社の最良執行の方法等を顧客に開示することによって、透明性を確保する趣旨と考えられる。

今回公表された政省令案では、事前の書面交付義務が課される「取引の範囲」と、交付する書面の「記載事項」が明確化されている。

⁷ なお、顧客の承諾があれば、書面に代えて、一定の電子媒体で提供を行うことも認められる(同)。

事前に「最良執行方針等」を記載した書面の交付義務が課される「取引の範囲」は、次のものと定められている（証取法施行令改正案 16 の 2 ）。

上場株券等（ ）の売買
店頭売買有価証券の売買

（ ）「上場株券等」の定義は、3 ページの（ 1 ）参照。

書面の「記載事項」については、次のように定められている（行為府令改正案 10 の 2 ）。

「交付する書面には、最良執行方針等を記載しなければならない」

つまり、政省令案に従えば、前出(1)で作成されたその取引に関する「最良執行方針等」を記載すればよいこととなる。

(4) 執行の確認

証券会社に注文を発注した顧客は、証券会社に対して、その注文が最良執行方針等に従って執行されたことを説明した書面（最良執行説明書）⁸の交付を請求することができる（改正証取法 43 の 2 ）。請求は、証券会社が注文を執行した後、一定期間内に行われなければならない。

これは、事後的に、顧客が、最良執行方針等に従って注文が処理されたかどうかを、検証できるようにするための措置と考えられる⁹。

今回公表された政省令案では、「請求期日」、「記載事項」、「交付する時期」が定められている。

顧客が証券会社に対して最良執行説明書の交付を請求できる「請求期日」は、注文執行後「3 ヶ月間」とされている（行為府令改正案 10 の 2 ）。

請求に応じて交付する最良執行説明書の「記載事項」は、次のように定められている（行為府令改正案 10 の 2 ）。

注文に係る有価証券取引の銘柄、数量、売買の別
受注日時
約定日時及び執行した有価証券市場その他執行の方法

顧客から交付請求を受けた証券会社は、最良執行説明書を「交付する時期」は、請求日から「20 日以内」であることが義務付けられている（行為府令改正案 10 の 2 ）。

⁸ 顧客の承諾があれば、書面に代えて、一定の電子媒体で提供を行うことも認められる（同 ）。

⁹ これはあくまで最良執行方針等に従った処理が行われたかを検証する趣旨で、必ずしも、その時点における最良の価格で執行されたことまで要求される趣旨ではないものと考えられる。前注参照。

4 . 今後の予定

金融庁では、今回の政省令案について、2004 年 12 月 27 日までパブリック・コメントの募集を行うとしている。

その後、寄せられたコメントを基に更に検討を行った上で、最終的な政省令改正を行い、改正法の施行日（最良執行義務に関する部分）に併せて 2005 年 4 月 1 日から施行することを予定している。