

## 図説 最良執行義務Q & A

制度調査部  
横山 淳

### 【要約】

昨年6月の証券取引法改正により、わが国においても証券会社に対する最良執行義務が導入されることとなった（施行は2005年4月1日）。

本稿では、導入される最良執行義務の概要を寄せられた質問などを基にQ & A形式でまとめた。

### 【目次】

- Q 1：「最良執行義務」とは何か？
- Q 2：これまでわが国では最良執行義務はなかったのか？
- Q 3：最良執行義務が、既存の法律の解釈でも導き出せるのであれば、どうしてわざわざ証券取引法を改正する必要があったのか？
- Q 4：最良執行義務について、証券会社は何をしなけらなくなつたのか？また、機関投資家等の運用機関は何らかの義務を負うのか？
- Q 5：証券会社が作成を義務付けられる「最良執行方針等」とは何か？
- Q 6：最良執行方針等の公表方法は？
- Q 7：「最良執行方針等」に従って執行が行われたが、結果として、最良の価格で執行できなかった場合はどうなるのか？
- Q 8：顧客は、どのようにして証券会社の最良執行を確認するのか？
- Q 9：最良執行義務導入に関連して他にも証券取引法の改正が行われたと聞かすが、どのような改正が行われたのか？
- Q 10：最良執行義務が導入されたことにより、どのような影響が考えられるか？

### はじめに

昨年6月の証券取引法改正により、わが国においても証券会社に対する最良執行義務が導入されることとなった。施行日は、2005年4月1日である。

本稿では、導入される最良執行義務の概要を寄せられた質問などを基にQ & A形式でまとめた。

なお、本稿では、細目については、昨年12月3日に金融庁が公表した政省令案に基づいている。最終的な政省令は、近日中に公布されるものと予想される。

**Q1：「最良執行義務」とは何か？****A1：**

昨年6月改正の証券取引法は、証券会社に対する最良執行義務を導入したが、「最良執行義務」という文言自体は用いていない。

つまり、法律上は、「最良執行義務」の明確な定義は設けられていない。

ただ、昨年6月の証券取引法改正の基となった金融審議会「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)では、「最良執行義務」を次のように定義している。これが、当面、わが国における「最良執行義務」の一般的な定義ということになるだろう。

**「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義務」**

**Q2：これまでわが国では最良執行義務はなかったのか？****A2：**

これまでわが国では明確な形では定められていなかった。

ただ、次のような法律上の規定から、解釈により導き出されると考えられていた。

**証券取引法第33条（顧客に対する誠実義務）**

証券会社並びにその役員及び使用人は、顧客に対して誠実かつ公正に、その業務を遂行しなければならない。

**民法第644条（事務処理に関する善管義務）（ ）**

受任者ハ委任ノ本旨ニ従ヒ善良ナル管理者ノ注意ヲ以テ委任事務ヲ処理スル義務ヲ負フ

（ ）民法については、表記を現代語化する「民法の一部を改正する法律」が2004年11月25日に成立、同12月1日に公布されている（未施行）。

**Q3：最良執行義務が、既存の法律の解釈でも導き出せるのであれば、どうしてわざわざ証券取引法を改正する必要があったのか？**

最良執行義務を、既存の法律の解釈で導き出すことについては、次のような問題点があった。

明文の規定がなく、解釈に委ねられていることから、規制として必ずしも十分とは言えない。  
（改正前の証券取引法で定められていた）取引所取引原則（ ）などとの間で整合性がとれない。

（ ）証券会社は、顧客の明示的指示がない限り、上場株式等の売買を取引所外で執行してはならないという規制。

同時に、最良執行義務導入を提言した金融審議会「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）を見ると、PTSの規制緩和とワンセットで導入された側面もあるようだ。

つまり、同ワーキング・グループは、東証への取引の集中傾向が続く現状に対して、市場運営の効率化や投資家の利便性向上のためには、市場間競争による市場原理が機能することが望ましいとしている。

ところが、取引所に有利に働く法令上の規制が存在するため、「有力な対抗勢力」としてのPTS等の発展を妨げている面がある。そこで、同ワーキング・グループは、そうした規制の見直しを求めた。

ただ、こうしたPTSの規制緩和が行われると、JASDAQの取引所化とも併せて、今度は、同一銘柄が複数の市場において分散して取引されるようになる可能性がある。

そうした点を考慮して、同ワーキング・グループは「投資家保護のため、最良執行を確保することが必要」という結論を出したのである。

**Q4 最良執行義務について、証券会社は何をしなければならなくなったのか？また、機関投資家等の運用機関は何らかの義務を負うのか？**

改正証券取引法により、証券会社(及び登録金融機関)に義務付けられるのは、次の点である。

(上場株券の売買などについて)最良執行方針等の策定

最良執行方針等の公表・実施

最良執行方針等の書面交付

顧客からの「執行の確認」に対して、「最良執行説明書」を交付する

「最良執行義務」については、機関投資家等の運用機関の受託者責任との関係で論じられることもある。しかし、改正証券取引法の「最良執行義務」が対象とするのは、あくまで仲介業者としての証券会社(及び登録金融機関)である。運用機関サイドには、特に、直接的な義務が課される訳ではない。

前記の「執行の確認」と「最良執行説明書」の交付にしても、発注を行う運用機関サイドにとっては「権利」であり、「義務」が課されるのは注文を受ける証券会社の方である。

ただし、改正証券取引法の施行を期に、発注先の証券会社の執行状況について「執行の確認」を適切に行うことを、受託者責任との関係で強く求められるようになる可能性はあるだろう。

### Q 5 証券会社が作成を義務付けられる「最良執行方針等」とは何か？

#### A 5 :

証券会社が作成しなければならない「最良執行方針等」は、証券取引法（第 43 条 2）では、**「最良の条件で執行するための方針及び方法の策定」**と定められているのみで、その詳細は政令に委ねられている。

金融庁が公表している証券取引法施行令の改正案では、具体的に次のような記載内容を求めることが予定されている（政令案 16 の 2）。

#### 【「最良執行方針等」の記載内容（案）】

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

### Q 6 最良執行方針等の公表方法は？

#### A 6 :

証券取引法では、単に「最良執行方針等」の公表が求められているのみで、その詳細は内閣府令に委ねられている。

金融庁が公表している「証券会社の行為規制等に関する内閣府令」（以下、行為府令）の改正案では、具体的に次のような公表方法とすることが予定されている（行為府令案 10 の 2）。

#### 【「最良執行方針等」の公表方法（案）】

本店における掲示・閲覧  
営業所等における掲示・閲覧  
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、いわゆるネット公表などが想定されているものと考えられる。

### Q 7 「最良執行方針等」に従って執行が行われたが、結果として、最良の価格で執行できなかった場合はどうなるのか？

#### A 7 :

現時点では、個別のケースについての具体的な取扱い方針は明らかにされていない。

前述の金融審議会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告（2003 年 12 月 9 日）は、「最良執行方針等」を開示させて透明性を確保することに重点を置いている。結果論によって、最良執行を判断することについては、次のように、むしろ否定的である。

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ことに留意する必要がある。

その意味では、結果として、最良の価格で執行できなかったとしても、「最良執行方針等」に従って執行が行われている限りは、それだけで法令違反に問われる可能性は低いものと思われる。

ただ、金融庁の担当官は、雑誌の解説記事の中で、前記の金融審議会の見解を支持しつつも、次のように悪質なケースについては、そのような「最良執行方針等」の定め方自体に法令違反の疑いがある、との見解を示している。

.....米国のニュートン対メリル・リンチ事件において問題となったように、PTSを利用することにより良い価格示すことが技術的に可能であるにもかかわらず顧客に対してこれより不利なNASDAQ市場の最良気配を示して自らが相手方となり、かつ、この自らのポジションについてはPTSを利用してより良い価格で解消することによりリスクをとることなくスプレッドを享受するような執行方法を定めることは、本条に違反するものと考えられる。

(出所) 田原泰雅・端本秀夫・谷口義幸・吉田修「証券取引法等の一部改正の概要」(『商事法務』No.1703、2004年7月15日)p.11

#### Q 8 顧客は、どのようにして証券会社の最良執行を確認するのか？

##### A 8 :

まず、証券会社は、顧客から上場株券の売買などを受注する場合には、予め「最良執行方針等」を書面(同意があれば電子媒体でも可)で交付しなければならない。それを見て、証券会社の顧客は、事前にその証券会社がどのような注文の執行方針を採っているのかを、その書面で確認することができる。

更に、事後的な確認方法として、顧客は証券会社に対して「最良執行説明書」の交付を請求できる。「最良執行説明書」とは、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(同意があれば電子媒体でも可)のことである。金融庁が公表している行為府令の改正案では、具体的に次のような記載内容とすることが予定されている(行為府令案10の2)。

##### 【「最良執行説明書」の記載内容(案)】

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の執行方法

なお、具体的な「最良執行説明書」の請求手続については、証券取引法上は明記されていないが、金融庁が公表している行為府令の改正案では、次のようなことが予定されている(行為府令案10の2)

請求期日(案) : 注文執行後、3ヶ月以内

交付期限(案) : 請求から20日以内に交付

**Q 9 最良執行義務導入に関連して他にも証券取引法の改正が行われたと聞くが、どのような改正が行われたのか？**

**A 9 :**

最良執行義務に関連する改正項目をまとめると次のようになる。

次の ~ の規制は撤廃

「取引所取引原則」(改正前証券取引法( 1 )37)

.....顧客の明示的指示がない限り、上場株券等の取引所外での売買執行は禁止

「向い呑みの禁止」(改正前証券取引法( 1 )39)

.....同一取引について本人になると同時に、相手方の取次ぎ・代理となることの禁止(委託注文の仕切売買の禁止)

「呑行為の禁止」(改正前証券取引法( 1 )129)

.....取引所での売買委託について、取引所で売買執行せずに、自己がその相手方となって売買することの禁止

適格機関投資家から予め同意を得ている場合には、取引態様の事前明示義務( 2 )は免除(改正証券取引法 38)

( 1 )改正前証券取引法とは、2004年改正前の証券取引法のことを意味する。

( 2 )取引態様の事前明示義務とは、注文の受注に当たって、証券会社は、予め、自己が相手方となるか、媒介・取次ぎ・代理を行うかの別を明らかにしなければならないという義務のこと。

の ~ については、今後は「最良執行義務」の問題として対処することが予定されている。

**Q 10 最良執行義務が導入されたことにより、どのような影響が考えられるか？**

**A 10 :**

東証への取引の集中傾向が認められる現状において、最良執行義務が導入されたからといって、特別大きな影響が生じるとは考えにくい。現状を考えれば、大証などでの取引高が特に多い一部の銘柄を除き、東証で売買執行することが流動性の面からも価格の面からも「最良の条件」での執行となる可能性が高いと期待されるからである。

今後、PTS や取引所外でのディーリングを活発に行う証券会社が出現すれば、様々な影響が生じることも考えられる。しかし、東証に取引が集中し、流動性の大部分が東証市場に供給されている現状を考えれば、当面はそうした変化が生じるとは考えにくい。

ただ、間接的な影響が生じる可能性はあるだろう。例えば、Q&A 4でも紹介したように、機関投資家等の運用機関は、法令上は特に何らかの義務が課されるようになる訳ではない。しかし、改正証券取引法の施行を期に、発注先の証券会社の執行状況について「執行の確認」を適切に行うことを、受託者責任との関係で強く求められる可能性はある。