

図説 いよいよ導入！ 最良執行義務Q & A

制度調査部
横山 淳

【要約】

昨年の証券取引法改正によって導入が決まった証券会社の最良執行義務が、いよいよ2005年4月1日からスタートする。

本稿では、導入される最良執行義務について寄せられた質問などを基にQ & A形式でまとめた。

(注) 本稿は、2005年1月31日付のレポート「図説 最良執行義務Q & A」を下敷きに、その後に公布された政省令や金融庁のパブリックコメントに対する回答、その後に寄せられた質問などを加えた上で、一般投資家の視点から書き直したものである。なお、機関投資家の視点からの論点などについては、前出レポートなども参照されたい。

【目次】

- Q 1：「最良執行義務」とは何か？
- Q 2：自分の注文がどの市場で取引されるかは、投資家にとって大きな問題だ。その意味では、「最良執行義務」が重要な意味を持っていることは分かった。しかし、このような重要なものが今まで法律で決まっていなかったのか？
- Q 3：最良執行義務の対象となる証券にはどのようなものがあるか？
- Q 4：最近、銀行やコンビニエンス・ストアなどが、証券仲介業として株式の売買を取り扱うことがある。これらの証券仲介業を行う銀行やコンビニエンス・ストアなどにも最良執行義務は課されるのか？
- Q 5：「最良執行義務」の導入によって、証券会社は投資家に対して、具体的にどのようなことを行うようになるのか？
- Q 6：最良執行義務に関連して、証券会社から交付されるという「最良執行方針等」とはどんなものか？
- Q 7：「最良執行方針等」は公表されるとのことだが、投資家はどのようにすれば見ることができるのか？
- Q 8：投資家の注文は、「最良執行方針等」に従って発注・取引されるとのことだが、証券会社が、その方針に従ってさえいけば、間違いなく一番よい価格で取引できるものなのか？
例えば、方針に従って東京証券取引所に発注したが、その日に限っては、大阪証券取引所に発注していた方が、結果的にもっとよい価格で取引できたというような場合はどうなるのか？
- Q 9：投資家は、自分の注文がどのように処理されたのか、確認することはできるのか？
- Q 10：最良執行義務が導入されたことにより、証券市場はどのように変化するのか？

はじめに

昨年¹の証券取引法改正¹によって導入が決まった証券会社の最良執行義務が、いよいよこの4月1日からスタートする。

本稿では、導入される最良執行義務について寄せられた質問などを基にQ & A形式で解説する。

Q 1 : 「最良執行義務」とは何か？

A 1 :

昨年の証券取引法改正により、証券会社の最良執行義務が導入された。

ただ、改正証券取引法では、「最良執行義務」のために証券会社が具体的にどのようなことをすべきか、ということは決められているが、「最良執行義務」という言葉自体の定義は示していない。

しかし、昨年の証券取引法の基となった、2003年12月9日の金融審議会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告では、「最良執行義務」を次のように定義していた。今のところ、これが、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。

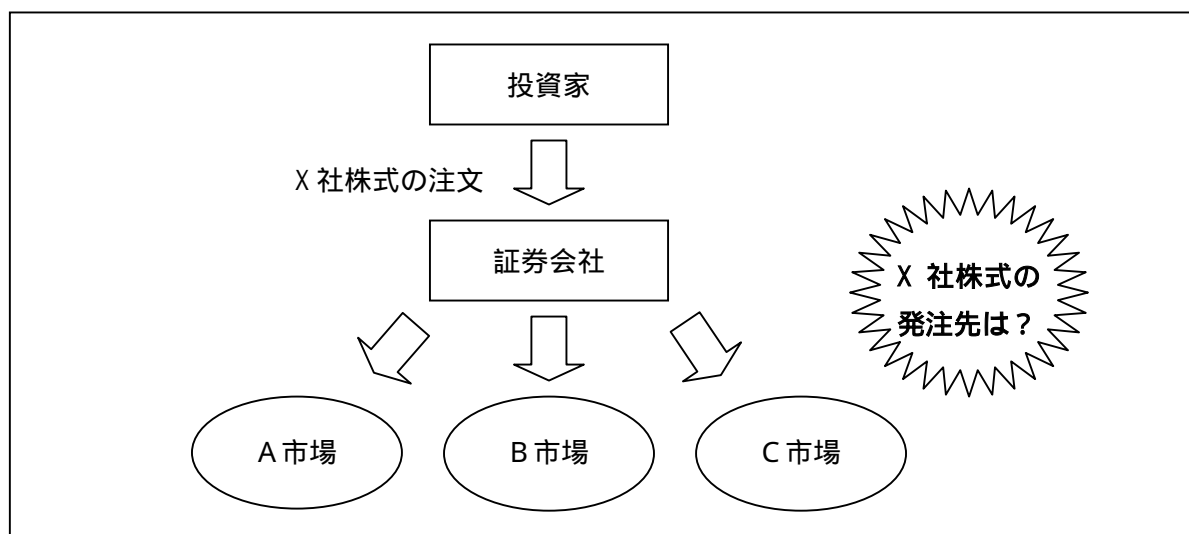
【最良執行義務とは】

「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」

(出所) 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

例を使って説明すると、こういうことになるだろう。

【最良執行義務が問題になるケース】



¹ 正式な名称は「証券取引法等の一部を改正する法律」で、2005年6月2日に成立、6月9日に公布されている。その内容は最良執行義務だけでなく多岐に渡っている。同法の概要については、拙稿「2004年証券法改正法成立」(2004年6月3日付DIR制度調査部情報)など参照。

証券会社が、顧客から X 社の株式の買い注文を受けた。この X 社の株式は、A 市場・B 市場・C 市場という三つの市場で取引されているとする。

証券会社は、この注文を A、B、C いずれの市場に発注しても、形の上では、証券会社としての役割は果たせたとも考えられよう。しかし、実際には、どの市場でも同じ条件で取引が成立するとは限らない。ある市場では、極端に高い値段でしか買えないかもしれない。また、ある市場では、いつまでたっても取引が成立しないかもしれない。

そこで、証券会社は、各市場の公表する情報に基づいて、価格や流動性など様々な要素を考慮した上で、どの市場が顧客にとって最もよい条件かを判断しなければならない。そして、その最もよい条件の市場にお客様の注文を発注しなければならない。これを「最良執行義務」と呼ぶのである。

Q 2 : 自分の注文がどの市場で取引されるかは、投資家にとって大きな問題だ。その意味では、「最良執行義務」が重要な意味を持っていることは分かった。しかし、このような重要なものが今まで法律で決まっていなかったのか？

A 2 :

実は、これまでの民法や証券取引法の別の規定から、「最良執行義務」を読み取ることはできる、という考え方もあった。

具体的には、次のような法律（条文）がである。

【関連する従来法規制】

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）。

ただ、どちらも、「誠実かつ公正」とか、「善良なる管理者」といった、抽象的な表現となっている。そのため、「最良執行義務」の精神を読み取ることはできても、その具体的な内容まで読み取ることは困難である。実際に、「最良執行義務」を運用するためには、もっと具体的なルール作りが必要と考えられる。

また、昨年証券取引法の基となった、2003 年 12 月 9 日の金融審議会「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告が、最良執行義務の導入を提言したことには、次のような背景もあった。

現在、上場株式の取引は東京証券取引所への一極集中が進行している。もちろん、流動性が高い市場に、更に取引が集中するという傾向には、経済合理性が認められよう。しかし、同時に、特定の市場が独占的な地位を占めるようになると、市場運営の効率化や投資家の利便性向上が蔑ろにされる危険性もある。

こうした状況を危惧した金融審議会は、取引所などの市場間でも競争による市場原理を働かせるべきだという立場を明確にした。その上で、東京証券取引所の「有力な競争相手」の発展を促すため、既存の証券取引所に有利に働いている様々な規制を緩和する方針を明確にし、昨年の証券取引法改正に盛り込んだ。

しかし、そうした規制緩和は同時に、様々な市場が乱立して、投資家が混乱する危険性とも隣り合わせとなる。そうした事態に備えるには「投資家保護のため、最良執行を確保することが必要」との考え方から、金融審議会は、証券取引法に「最良執行義務」のための具体的なルールを定める必要があると判断したのである。

Q 3 : 最良執行義務の対象となる証券にはどのようなものがあるか？

A 3 :

最良執行義務の対象となる証券の範囲を示すと次のようになる(証券取引法施行令 16 の 2 、証券会社の行為規制等に関する内閣府令 10 の 2)。

【最良執行義務の対象証券】

- 1 . 証券取引所に上場されている次の有価証券
 - 株券
 - 新株予約権付社債 (CB)
 - 新株予約権証券・新株予約権証書
 - 出資証券・優先出資証券
 - 投資信託・外国投資信託の受益証券
 - 投資証券・外国投資証券 (いわゆる会社型投信)
 - 外国法人が発行する上記 ~
- 2 . 店頭売買有価証券 (現在、該当なし)
- 3 . 取扱有価証券 (いわゆるグリーンシート銘柄)

Q 4 : 最近、銀行やコンビニエンス・ストアなどが、証券仲介業として株式の売買を取り扱うことがある。これらの証券仲介業を行う銀行やコンビニエンス・ストアなどにも最良執行義務は課されるのか？

A 4 :

証券仲介業を行うのが、銀行などの金融機関か、コンビニエンス・ストアなどの一般の証券仲介業者か、によって対応が異なる。

銀行などの金融機関の場合は、最良執行義務が課される。当初案では、一定の場合を除き、免

除される予定であったが、最終的には、証券会社とほぼ同様の最良執行義務が課されることとなった（証券取引法施行令 17 の 6 の 3）。

他方、コンビニエンス・ストアなどの一般の証券仲介業者は、今回は最良執行義務の対象とはなっていない。基本的には、その証券仲介業者の委託元の証券会社（所属証券会社）が対応することになるものと考えられる²。

Q 5 : 「最良執行義務」の導入によって、証券会社は投資家に対して、具体的にどのようなことを行うようになるのか？

A 5 :

「最良執行義務」導入により、証券会社に課される義務のポイントをまとめると次の通りである。

【最良執行義務のポイント】

「最良執行方針等」の作成
「最良執行方針等」の公表（一定の場合には事前に書面交付）
「最良執行方針等」の実施
執行内容の確認（「最良執行説明書」の交付）

Q 6 : 最良執行義務に関連して、証券会社から交付されるという「最良執行方針等」とはどんなものか？

A 6 :

「最良執行方針等」とは、証券会社が顧客の注文を「最良の条件で執行するための方針及び方法の策定」を定めたものです（証券取引法 43 の 2 ）。

具体的には、次のような事項が記載されることとなる（証券取引法施行令 16 の 2 ）。

【「最良執行方針等」の記載事項】

銘柄ごとに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

² 証券仲介業と最良執行義務の関係については、金融庁がパブリックコメントに対する回答の中で詳細に説明している。金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/syouken/f-20050215-1.html>）参照。

Q 7 : 「最良執行方針等」は公表されるとのことだが、投資家はどのようにすれば見ることができるのか？

A 7 :

「最良執行方針等」の公表方法は次のように定められている（証券会社の行為規制等に関する内閣府令 10 の 2 ）。

【「最良執行方針等」の公表方法】

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 （顧客の求めに応じて郵便、ファックスも可）

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。

店舗での掲示の場合は、顧客の目につきやすい位置に読みやすい形で掲示することが求められている。「最良執行方針等」の内容は、その掲示を見て確認することになる。

「自動送信」による場合とは、例えば、ネット公表などが考えられる。

なお、対象となるのが上場株券の場合、「最良執行方針等」は、単に公表されるだけでなく、事前に書面（又は電子媒体）の形で交付される（証券取引法 43 の 2 、証券取引法施行令 16 の 2 ）。この場合は、投資家は交付された書面を読んで確認することとなるだろう。

**Q 8 : 投資家の注文は、「最良執行方針等」に従って発注・取引されるとのことだが、証券会社が、その方針に従ってさえいれば、間違いなく一番よい価格で取引できるものなのか？
例えば、方針に従って東京証券取引所に発注したが、その日に限っては、大阪証券取引所に発注していた方が、結果的にもっとよい価格で取引できたというような場合はどうなるのか？**

A 8 :

時々刻々、価格が変動する株式市場において、どの市場に発注すれば最もよい価格で取引が成立するかを正確に予測することは不可能である。また、市場の取引条件には、価格のほかにも、流動性、コスト、スピードなど様々な要素がある。

これらの点を踏まえれば、価格のみに着目して、結果論だけで「最良執行義務」を判断することは適切ではないだろう。事実、金融審議会でも、次のような考え方が示されていた。

【最良執行義務に関する金融審議会の見解】

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。

（出所）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。なお、下線は筆者による。

こうした考え方を踏まえて、今回、導入された「最良執行義務」は、結果論としての取引価格よりも、投資家が、自分の注文を証券会社がどのような判断基準で発注先などを選んでいるのか、を知ることができるようにすることに主眼が置かれている。

ただ、証券会社が決定した「最良執行方針等」が、投資家がよい条件で取引をできることよりも、証券会社が利益を確保することに重きを置いた内容になっていれば、当然、「最良執行義務」違反ということになるだろう³。

Q9：投資家は、自分の注文がどのように処理されたのか、確認することはできるのか？

A9：

仮に、どんなに立派な「最良執行方針等」が用意されていても、その方針に従って注文が処理されなければ意味がない。その意味で、投資家が、自分の注文がどのように処理されたのかを、事後的に確認できることは重要である。

改正証券取引法では、投資家が自分の注文の執行結果を確認できるように、「最良執行説明書」の制度が設けている。「最良執行説明書」とは、注文が「最良執行方針等」に従って処理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。

具体的には、次のような内容が記載される（証券会社の行為規制等に関する内閣府令 10 の 2）。

【「最良執行説明書」の記載内容】

銘柄、数量、売買の別
 受注日時
 約定日時
 執行した有価証券市場その他執行の方法

投資家は、これを見て、自分の注文がどのように処理されたのか、その処理方法は予め示されていた「最良執行方針等」に照らして問題がないか、を確認することができることになる。

注文が執行されてから 3 ヶ月以内であれば、投資家は、証券会社に対して、「最良執行説明書」の交付を求めることができる（同）。証券会社は、交付を求められれば、原則として 20 日以内にこれに応じなければならない（同）。

³ 例えば、金融庁の担当官は、次のようなケースは違法となるとの見解を示している（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）。

「……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。」

Q 1 0 : 最良執行義務が導入されたことにより、証券市場はどのように変化するか？

A 1 0 :

東京証券取引所への取引の集中傾向が認められる現状の下では、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と思われる。

つまり、大阪証券取引所などでの取引高が特に多い一部の銘柄を除いては、東京証券取引所で売買を行う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。

将来的には、例えば、PTSと呼ばれる証券取引所以外の取引システムや、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よう。

しかし、東京証券取引所に取引が集中し、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と言える。