

2021年6月28日 全9頁

最良執行のあり方等に関する TF 報告書

個人投資家にかかる最良執行方針等、SOR の透明化

金融調査部 主任研究員 横山 淳

[要約]

- 2021年6月2日、金融審議会市場制度ワーキング・グループ「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」が報告書を取りまとめ、公表した。
- 報告書には、①個人投資家にかかる最良執行方針等について、原則、より価格を重視したものとする（コンプライ・オア・エクスプレイン）、②SOR（Smart Order Routing）を使用する金融商品取引業者等に対して、最良執行方針等、最良執行報告書を通じた情報開示を拡充する、などが盛り込まれている。
- 今後、報告書に沿った法令の改正が進められるものと予想される。

1. 最良執行のあり方等に関するタスクフォースとその背景

(1) 最良執行のあり方等に関するタスクフォース報告書の公表

2021年6月2日、金融審議会市場制度ワーキング・グループ「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」（座長：黒沼悦郎早稲田大学大学院法務研究科教授）（以下、最良執行 TF）は、[報告書](#)を取りまとめ、公表した。

報告書のポイントを整理すると次のようになる。

- 個人投資家にかかる最良執行方針等
—個人投資家にかかる最良執行方針等について、原則、より価格を重視したものとする（コンプライ・オア・エクスプレイン）
- SOR（Smart Order Routing、後述3(1)）の透明化
—SORを使用する金融商品取引業者等に対して、最良執行方針等、最良執行説明書を通じた情報開示を拡充する
- レイテンシー・アービトラージ（後述4）
—レイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策の概要を最良執行方針等で開示する

本稿では、最良執行 TF の報告書の提言の概要を紹介する¹。

(2) 現行の最良執行方針等の規制

金融商品取引業者等は、顧客からの上場株式などの注文について、これを最良の取引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、公表し、（顧客に）交付し、これに従って顧客の注文を執行することが義務付けられている（金融商品取引法 40 条の 2 第 1～4 項）。

加えて、顧客の注文を執行した後、3 ヶ月以内にその顧客から求められたとき、その注文が最良執行方針等に従って執行された旨を説明した最良執行説明書を交付しなければならない（金融商品取引法 40 条の 2 第 5 項など）。

現行の最良執行方針等に関する規制は、投資者保護の観点から、2005 年に導入されたものである。その背景には、1998 年の取引所集中義務（証券会社は顧客から受託した注文を取引所以外で執行することは原則として禁止）の撤廃、2005 年の取引所取引の原則（証券会社は顧客から明示的な指示がない限り、取引所において注文を執行しなければならない）の見直しを通じて、上場株式等の取引方法の多様化、そして市場間競争の活発化が予想されたことがある。

(3) 「最良の取引の条件」とは？

欧米においては、価格を重視した最良執行義務が制度化されている²。米国では、古くから判例上、ブローカー（証券会社）に対して最良執行義務が課されると解されてきた³。今日では、NMS（National Market System）と呼ばれる、各市場の気配情報・約定情報を統合配信し、最良気配のある市場に注文を回送する仕組みが整備され、ブローカー（証券会社）だけでなく、取引所などの取引施設に対しても、原則、専ら価格による最良執行が求められている（Regulation NMS §242.611 など）。EU では、金融商品市場指令（Markets in Financial Instruments Directive、いわゆる MiFIDII）により、リテール投資家が対象ではあるが、投資会社に対して、価格と手数料等のコストを考慮した最良執行が義務付けられている（MiFIDII Art.27）。

わが国においては、厳密には、金融商品取引業者等に対して、直接、「顧客の注文を最良の取引の条件で執行しなければならない」という義務が、法律上、明確に定められているわけではない。上記(2)の最良執行方針等の規制も、文言上は、方針等の策定と開示、これに従った注文の執行、最良執行説明書を通じた事後モニタリングを定めているのみである。しかし、これらが組み合わされることによって、実質的には、最良執行義務として機能しているものと考えられる。

¹ 筆者も、最良執行 TF での議論にメンバーの一人として参加させて頂いたが、本稿の内容は、あくまでも筆者の個人的見解であって、同 TF や筆者の所属先の見解ではない。

² 令和 2 年 12 月 18 日開催最良執行 TF 資料 2「事務局説明資料（金融商品取引業者等の最良執行方針等について）」pp. 26-28。

³ 木村真生子「米国の最良執行義務を巡る判例の展開—Newton 事件判決後の諸相—」（『筑波ロー・ジャーナル』11 号（2012 年 3 月）、pp. 133-159）。

ただし、何をもち最良執行（最良の取引の条件）とするかは、法令上、明記されていない。解釈上、「価格のみならず、コスト・スピード・執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して決定され」⁴、「現在のわが国の証券市場の状況に鑑みれば、執行可能性を重視し流動性の最も高い市場で執行することも『最良の取引の条件』で執行する方法の1つに該当しうる」⁵と考えられてきた。そうした事情もあって、「現在、多くの金融商品取引業者等の最良執行方針等には、流動性、約定可能性、取引のスピード等を考慮して、原則として主たる取引所に注文を取り次ぐものと記載」⁶されている。

(4) 近年の環境変化と見直しの必要性

最良執行の判断に当たって、必ずしも「価格」を優先的に考慮しなくても構わない、というわが国における解釈は、当初の予想に反して市場間競争が進展せず、むしろ、東京証券取引所への一極集中が進む中では、投資者保護上、特に大きな問題を生じることがなかった、と評することができるように思われる。

しかし、近年、わが国においても「PTS のシェアが徐々に増加しているほか、個人投資家向けにもダークプール（筆者注：後述 2 (2)）の提供が進む等、取引所の立会市場以外における取引が増加しつつある」⁷などの環境の変化が認められる。加えて、SOR の普及を通じて、取引所、PTS、ダークプールといった「複数の取引施設における価格を比較した注文執行が一定程度可能になっている」⁸。こうした状況を踏まえて、金融商品取引業者等の最良執行方針等に関する規制の点検・検討を行うため、最良執行 TF が設置され、審議が行われることとなったのである。

2. 個人投資家にかかる最良執行方針等

(1) より価格を重視した最良執行方針等（コンプライ・オア・エクスプレイン）

◇最良執行方針等の法定記載事項に、顧客が個人である場合については「主として価格面以外の顧客の利益を考慮する場合には、その旨及びその理由」を追加する。

前述の通り、わが国においては、何をもち最良執行（最良の取引の条件）とするかは、法令上、明記されておらず、実際には、原則として主たる取引所に注文を取り次ぐもの、と最良執行

⁴ 「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）、証券取引法の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）および証券取引法第七十九条の三及び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）に対するパブリックコメントの結果について」（平成 17 年 2 月 15 日）。

⁵ 同前。

⁶ 報告書 p. 2。

⁷ 報告書 p. 3。

⁸ 同前。

方針等に記載している金融商品取引業者等が多い。

報告書の提言は、小口注文が多い個人投資家については、「基本的には価格が最も重要な要素であると考えられる」⁹ことから、より価格を重視する方向に見直すことを求めるものである。これはEUやオーストラリアの規制を参考にしたものと考えられる。

ただ、個人投資家の中でもそのニーズは様々であること、金融商品取引業者等のビジネスモデルも様々であることなどを踏まえて、一律に、価格を重視した最良執行方針等を義務付けることはせず、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（実施せよ、さもなければ、説明せよ）の手法、すなわち最良執行方針等において「主として価格面以外の顧客の利益を考慮する場合には、その旨及びその理由」を開示させることで、より価格を重視した最良執行方針等への変更を促すことが提言されている。

なお、例えば、現状、多くの金融商品取引業者等が採用している「約定可能性等を重視して、原則として主たる取引所に注文を取り次ぐ」という記載は、「主として価格面以外の顧客の利益を考慮する場合には」に該当するとして、「エクスプレイン」が求められる、との考え方が示されている¹⁰。他方、SORにより取引所とPTS1社以上又は取引所とダークプールを比較して最良価格を提示している取引施設に注文を取り次ぐ場合は、基本的に「コンプライ」に該当するとの見解が示されている¹¹。

(2) ダークプールの使用

◇最良執行方針等の法定記載事項に、顧客が個人である場合については「ダークプールを使用する場合には、その旨及びその理由」を追加する。

ダークプールとは、一般に、「電子的にアクセス可能で、取引前透明性のない（気配情報を公表しない）取引の場」¹²と説明される。

投資家がダークプールを利用する理由としては、取引コストが抑えられること、気配情報が公表されないことから大口取引のマーケット・インパクトが抑えられること、（値段の刻み幅（いわゆるティックサイズ）が細かいこと等から）取引所よりも有利な価格で取引ができる可能性（価格改善の可能性）があることなどが、挙げられることが多い¹³。

他方、市場の価格発見機能の低下や流動性の分散、ダークプールの取引や情報へのアクセスの公平性の阻害、ダークプールにおける取引の執行方針等に関する情報が十分に提供されないお

⁹ 報告書 p. 4。

¹⁰ 報告書 pp. 4-5 脚注 8。

¹¹ 同前。

¹² 平成 31 年 2 月 19 日開催金融審議会市場ワーキング・グループ（第 19 回）資料 1「[事務局説明資料（ダークプールの現状と課題）](#)」 p. 1。

¹³ 脚注 12 資料 p. 2。

それがあることなどの問題が指摘されている¹⁴。

当初は、機関投資家を中心に利用が進んだが、近年、個人投資家へも広がっていることから、2020年6月、ダークプールの透明性等を確保するための規制の強化が行われた¹⁵。そのうち、価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管義務や、価格改善効果の顧客に対する説明義務は、2021年9月から施行される予定である。

こうした経緯も踏まえて、報告書は、最良執行方針等に関する規制の中でもダークプールを適切に位置づけるべきことを提言している。具体的には、顧客が個人である場合について「ダークプールを使用する場合には、その旨及びその理由」を最良執行方針等において開示することを求めている。

なお、最良執行（最良の取引の条件）を判断する上で、ダークプールをどのように取り扱うかは、難しい問題である。ダークプールにおける気配情報は外部に公表されず、「実務上、システム保守の場合等を除き、ダークプールを運営する金融商品取引業者等の役職員であっても、ダークプールにおける気配情報を取得することはできないのが通例」¹⁶と指摘されている。その結果、気配情報を比較して最良の取引の条件を提示している取引施設を探そうにも、ダークプールに関する情報は比較対象に加えることが困難なためである。そうした事情を踏まえて、最良執行TFでは、ダークプールでの取引について、いわゆる「トレードアットルール」¹⁷の導入も検討の俎上に載せられた¹⁸。ただ、2019年の金融審議会市場ワーキング・グループで、トレードアットルールの導入が見送られたことや、ダークプールの透明性等の確保のための規制導入が、現在、進められていることなどを踏まえ、今回は見送られることとなった。

3. SORの透明化

(1) 最良執行方針等における開示

◇最良執行方針等の法定記載事項に「SORを使用する場合は、その旨及びSORによる注文執行ルール」を追加する。

◇SORによる注文執行ルールとしては、次の(A)～(D)が考えられる。

(A) SORによりいずれの取引施設の価格を検索するか

(B) 基本となる注文執行ルール

(C) 複数の取引施設の最良気配が同値だった場合にいずれの取引施設で執行するか

(D) 上記(A)～(C)のルールを採用する理由

¹⁴ 同前。

¹⁵ 拙稿「[金融庁のダークプール取引透明化策](#)」（大和総研レポート2020年7月15日）など参照。

¹⁶ 報告書 pp. 5-6。

¹⁷ 約定時における取引所の立会市場の最良価格よりも有利な価格でなければ約定自体を成立させないことを義務付けるルールのこと（報告書 p. 6）。

¹⁸ 報告書 p. 6 脚注 13 など。

SOR とは、Smart Order Routing（スマート・オーダー・ルーティング）と呼ばれる「取引所や PTS、ダークプールを含めた複数の取引施設から最良価格を提示している取引施設を検索し注文を執行する」¹⁹システムのことである。機関投資家のみならず、個人投資家も含めて、普及しつつあるとされている。

SOR は、価格を重視した最良執行を実行する上で、各取引施設の価格を円滑、迅速に探索できる便利な仕組みであると考えられるが、他方、システム・コストや、注文が回送されるロジックやプロセスの不透明性（ブラックボックス化）などの問題も指摘することができる。

最良執行 TF は、「SOR による注文執行ルールの内容は、投資家が金融商品取引業者等を選択するに当たり重要な判断要素となる」との観点から、SOR による注文執行ルールの透明化を行うことを提言している。具体的には、「SOR を使用する場合は、その旨及び SOR による注文執行ルール」を最良執行方針等において開示することを求めている。

SOR の透明化は、個人投資家のみに限定されていない。ただ、「求められる記載の程度は顧客の属性によって異なり得ると考えられる」ことから、「特に個人投資家に対しては分かりやすい記載となるように留意する」ことが求められている²⁰。

(2) 最良執行説明書における開示（事後のモニタリング）

◇最良執行説明書の法定記載事項に「SOR を使用した場合は、価格改善状況」を追加する。

◇価格改善状況としては、約定日時に加えて、次の事項

- ・ 執行等がされた取引所・PTS・ダークプール
- ・ 約定価格
- ・ SOR の使用に際して比較した取引所・PTS における価格

報告書は、SOR の透明化に当たり、事前の情報提供（前記(1)）に加えて、事後のモニタリングの重要性も指摘している。具体的には、最良執行説明書において、価格改善状況に関する情報開示を求めている。

価格改善状況に関する情報としては、（現行の記載事項と重複するものも含めて）上記の事項が例示されているが、「顧客の属性やニーズに応じて、金融商品取引業者等が顧客に対して任意で価格改善状況に関する情報を追加的に提供することも考えられる」²¹としている。

なお、新たな規制に対応するために、金融商品取引業者等において、一定のシステム変更等が必要になることも想定される。そのため、報告書は、経過措置を設けることも提案している²²。

¹⁹ 報告書 p. 3。

²⁰ 報告書 p. 8。

²¹ 同前。

²² 報告書 p. 8 脚注 18。

(3) 利益相反に関する開示

◇SOR に付随する利益相反構造について、最良執行方針等、最良執行説明書の記載を通じて透明化する

金融商品取引業者等と PTS やダークプールなどの取引施設との間に系列・友好関係がある場合、例えば、金融商品取引業者等が受けた顧客の注文を、自らと系列・友好関係にある特定の取引施設に優先的に回送する注文執行ルールを SOR に設定する（いわゆるプレファレンシング）など、金融商品取引業者又は取引施設と顧客との間で利益相反が生じることがあり得る。

報告書は、こうした問題について、利益相反が生じる可能性のある注文執行ルールを一律に SOR に禁止するのではなく、最良執行方針等、最良執行説明書の記載を通じて SOR を透明化することで対応することを提言している²³。

4. レイテンシー・アービトラージへの対応方針等

◇最良執行方針等の法定開示事項に「レイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策の概要」を追加する。

いわゆる HFT（高速取引行為者）の中には、時間差から生じる複数の取引施設間の価格差を利用した投資戦略（レイテンシー・アービトラージ）を採用している者があるとみられている²⁴。

こうした HFT の行動の実態は現時点では必ずしも明らかではないものの、自分の注文の執行に影響を及ぼすことを好まない顧客のために、金融商品取引業者等の中には、即時の約定可能な注文以外は自動的にキャンセルする注文方法（IOC（Immediate Or Cancel）注文）や、複数の取引施設への同時発注を行うなどの対応策を講じている事例もあるとされる²⁵。

今後、より価格を重視した最良執行方針等が求められ（前記3）、SOR の活用が進むとすれば、最良気配を探索して、注文が取引施設を順次回送されることも多くなることが予想される。その場合、理論上、注文がある取引施設から他の取引施設に回送されるタイムラグを利用して、HFT によるレイテンシー・アービトラージの機会が増加することも想定される。その結果、（HFT 以外の）投資家が発注先の金融商品取引業者等を選択するに当たって、その採用するレイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策が重要な判断要素となることも考えられる。

報告書は、こうした考え方を踏まえ、金融商品取引業者等に対して最良執行方針等を通じた情報提供の充実を図ることを提言している²⁶。

²³ 報告書 p. 9。

²⁴ 報告書 p. 3。

²⁵ 報告書 p. 10 脚注 20、令和 3 年 4 月 7 日開催最良執行 TF「[事務局説明資料（高速取引行為と最良執行のあり方等）](#)」pp. 12-15 など。

²⁶ 報告書 p. 10。

5. その他の論点

(1) 気配の統合配信制度及び注文の回送制度

仮に、価格を重視した最良執行を徹底するのであれば、各市場における気配情報を統合配信した上で、金融商品取引業者等のみならず、取引所、PTS、ダークプールなどの取引施設に対しても、最良執行を義務付けて、最良気配を提示している取引施設に注文を回送する制度を整備することが望ましい。米国のNMS（National Market System）は、まさにこれを実現しようとするものだと言えよう。

報告書は、こうした気配の統合配信制度や取引施設間の注文の回送制度の整備について、次の理由から「ただちに構築すべき必要性は高くない」²⁷として、見送ることとしている。

- こうしたシステムの構築・維持には多大なコストがかかる
- 制度上、配信される統合気配情報の更新速度が遅いと、HFTなど一部の投資家が、自ら個々の取引施設から直接提供された気配情報を統合して、先回りすることが懸念される
- わが国においては（米国と比較して）取引施設の数も少なく、市場間競争も活発とは言えない。

(2) 注文回送リベート（ペイメント・フォー・オーダー・フロー）

注文回送リベート（ペイメント・フォー・オーダー・フロー（Payment For Order Flow））とは、「ブローカーが顧客の注文をマーケットメーカー（リテール・ホールセラー等）に回送し、マーケットメーカーが自己勘定により相対取引をするか又は取引所等に取り次ぐことを前提に、注文を回送する対価として、ブローカーがマーケットメーカーから受領する金銭」²⁸と説明されている。要するに、金融商品取引業者等が、顧客の注文を回送した見返りに、回送先の取引施設から受領する「リベート」と言うことができそうである。

こうした注文回送リベート（ペイメント・フォー・オーダー・フロー）は、確かに、金融商品取引業者等による手数料引下げの原資となって、顧客の利益につながる側面はあるものの、利益相反や市場間競争を歪めるなどの批判もある。実際、EUや英国は、原則、これを禁止しており、一定の情報開示を前提にこれを許容している米国でも、最近、規制の見直しの議論が行われている²⁹。

最良執行TFは、注文回送リベート（ペイメント・フォー・オーダー・フロー）についても検討を行ったが、わが国では「現時点においてPFOF（筆者注：注文回送リベート（ペイメント・フォー・オーダー・フロー）のこと）の例が確認されていない」ことや、米国において規制の見

²⁷ 報告書 p. 5。

²⁸ 報告書 p. 11。

²⁹ 報告書 pp. 11-12。

直しの議論の途上にあることなどを踏まえて、「一定の結論を出すことは時期尚早」と結論付けている³⁰。

なお、最良執行 TF の審議においては、注文回送レポート（ペイメント・フォー・オーダー・フロー）に対して批判的あるいは慎重な意見が多かった³¹。報告書が「諸外国における金融規制の動向やダークプールを含めた実態把握の進捗等の今後の状況・事業の変化に応じて、必要に応じ、法令による規制を含め、適切かつ機動的に対応することが期待される」とするのも、こうした批判的・慎重な意見を反映したものと思われる。

³⁰ 報告書 p. 12。

³¹ 報告書 p. 12 脚注 24、25 など参照。筆者も令和 3 年 4 月 7 日開催の会合において、最良執行や価格発見機能を歪めることへの懸念から慎重な意見を述べさせて頂いた（[金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」\(第 3 回\) 議事録](#)）。