

コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方

凡 例

本「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」においては、以下の略称を用いています。

正式名称	略称
金融商品取引法（昭和 23 年法律第 25 号）	金商法
金融商品取引法施行令（昭和 40 年政令第 321 号）	金商法施行令
金融商品取引業等に関する内閣府令（平成 19 年内閣府令第 52 号）	金商業等府令
金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針	監督指針
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」報告書	最良執行 T F 報告書

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
●金商法施行令		
1	<p>金商法施行令第 16 条の 6 第 2 項では、「銘柄ごと」に最良の取引の条件で執行するための方法及び当該方法を選択する理由の記載が求められている。SORを使用する場合において、PTS等の取引所金融商品市場等が取扱いを行っていない銘柄については、SOR対象銘柄とは別途の記載が必要となる理解でよいか。</p>	<p>必ずしも個別銘柄名を列挙して最良執行方針等を記載しなくとも、顧客が、注文した銘柄についてどの市場その他どのような取引方法で執行されるのか認識し得る形で記載されていれば足りると考えられます。そのうえで、複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法により執行する銘柄と、複数の取引所金融商品市場等で取り扱われていないためにかかる方法により執行しない銘柄とを、最良執行方針等において区別して記載することは可能であり、かつ、両者を区別して記載する必要があると考えられます。</p>
2	<p>「銘柄ごと」に最良執行方針を定める考え方について、平成 17 年 2 月 15 日に公表されたパブリックコメントの結果においては、個別銘柄名を列挙しない場合は、顧客が注文した銘柄について、どの市場等で執行されるのか認識しうる形で記載することが考えられる旨が示されている。しかし、最良価格検索システム（SOR）を使用する場合は、個別の銘柄云々ではなく、顧客からの注文がSORに到達した際にSORが受領するマーケットデータをもとに、SORがどの市場・PTS等に注文が回送するか決定するため、同パブリックコメントの結果で示されている「銘柄ごと」に記載が求められる法令に沿わないように見受けられる。そのため、金商法施行令第 16 条の 6 第 2 項の「銘柄ごと」という表現は削除、又は当該表現にかかる解釈を再定義することが求められると考えられるが、この点につきご意見を伺いたい。</p>	
●金商業等府令		
3	<p>金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号について、「複数の取引所金融商品市場等…から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法」（以下SOR）を用いる場合、金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号イからハの内容を最良執行方針に記載する必要があると理解しています。</p> <p>金商業者によっては、SORを個々の顧客との合意により導入しており必ずしもすべての顧客に一律に適用しているわけではないことも考えられます。この場合、ウェブサイト等で公表される最良執行方針においてこれらの内容の詳細を記載することは、SO</p>	<p>金商業等府令第 124 条第 2 項各号に掲げる場合には、最良執行方針等の記載において、当該各号に定める事項を示さないことは認められず、当該各号に定める事項を示す必要があります。ご質問のような場合、顧客から執行方法に関する指示がある場合には当該執行方法により執行する旨を最良執行方針等の記載において示すことにより、同項第 1 号に定める事項を最良執行方針等の記載において示さないことは認められないと考えられます。</p> <p>ただし、当該各号に定める事項を最良執行方針等の記載において示したうえで、更に詳細にわたる事項について、別途顧客に対して情報提供することは妨げられないと考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>Rを導入していない顧客に対して誤解を生じさせるのではないかと懸念しています。例えば、公表される最良執行方針においては「SORを利用されているお客様については、個別に交付するSOR説明書をご参照ください」との記載にとどめ、SORを導入する際に個別に当該説明書を交付するという対応は許容されるでしょうか。</p>	<p>なお、最良執行方針等は、顧客の属性や金融商品取引業者等のビジネスモデルに応じて、分かりやすく記載する必要があるところ、顧客によっては複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法を用いないことがある場合には、最良執行方針等においてその旨を分かりやすく記載する必要があると考えられます。</p>
4	<p>金商業等府令第124条第2項及び監督指針IV-3-1-2(11)に示された、最良価格検索システム(所謂SOR)の仕様等を示す方法として、「最良執行方針等」となっているが、特に個人投資家以外(機関投資家などホールセール顧客)について、最良執行方針本体には、顧客の属性を鑑みて汎用性の高い一般的説明を記載し、より詳細の内容については、既存のいわゆる代替執行の場(ダークプールやPTS)へのアクセスに関する説明資料などにて対応するという現行体制を活用できるとの理解で良いか。</p> <p>例えば、SORの仕様等の説明のうち、「SORによる回送ルール(執行先選択ロジック)」の場合、最良執行方針本体には『対応している執行先間での価格比較を行ってより有利な価格での執行が期待される先に回送する』というような基本的仕様を示し、詳細の仕様説明については、別途の説明資料にて顧客のニーズ、理解度等を鑑みた内容、あるいは特定の顧客向けの調整内容を反映した内容などをもって、適宜説明する体制で良いか。</p>	
5	<p>金商業等府令第124条第2項第1号イに掲げる「取引所金融商品市場等」とは、PTS運営業者か、PTS運営業者が運営する市場のいずれを指すのか。</p>	<p>金商業等府令第124条第2項第1号に規定する「取引所金融商品市場等」のうち、私設取引システムは、金商法第2条第8項第10号に掲げる行為による有価証券の売買を行う市場を指すものであり、金商法第2条第8項第10号に掲げる行為を業として行う金融商品取引業者を指すものではありません。</p>
6	<p>「当該方法において価格を比較する取引所金融商品市場等」(金商業等府令第124条第2項第1号イ)について、最良の取引の条件で執行するための方法が東京証券取引所や私設取引システムにおける気配のみを比較し、社内取引システムに対してその気配を参照せずに注文を送付するような形態の場合、当該社内取引システムについては「当該方法において価格を比較する取引所金融商</p>	<p>社内取引システムにおける価格を他の取引所金融商品市場等における価格と比較しない場合、「当該方法において価格を比較する取引所金融商品市場等」に当該社内取引システムは含まれないものと考えられます。ただし、金商業等府令第124条第2項は、最良の取引の条件で執行するための方法及び当該方法を選択する理由の記載は、同項各号に掲げる場合にあっては、当該各号に定める事項を含むものに限るとされているにとどまり、社内取引システムを使用する場</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	品市場等」に含める必要はないという理解でありますが、正しいでしょうか。	合には、その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示すことが適当であると考えられます。
7	<p>金商業等府令第124条第2項において、最良の取引の条件で執行するための方法を選択する理由の記載が求められているが、「最良価格検索システム」で価格を比較しない取引所金融商品市場等について、比較しない理由の記載は必要か。</p> <p>例えば、主市場とPTSの1市場を比較する場合や、主市場と社内取引システムを比較する場合において、他のPTS市場や地方証券取引所を比較しない理由の記載までは不要と理解しているがその認識で良いか。</p>	<p>複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法を用いて執行する場合において、基本的には、価格を比較しない取引所金融商品市場等について、比較をしない理由を最良執行方針等の記載において示す必要はないと考えられます。</p>
8	<p>「当該方法において価格を比較する取引所金融商品市場等」につき、いずれの取引所金融商品市場等の価格を比較するかという理由の記載について、比較先の取引所金融商品市場等の理由については記載が必要になるものの、比較しない取引所金融商品市場等については比較しない理由にかかる記載は不要という理解でよいか。</p>	
9	<p>金商業等府令第124条第2項第1号では、最良価格検索システム（SOR）の仕様等の説明について理由の説明の記載も求められているが、この理由記載の対象となるのは、同号イ（価格を比較する対象執行先）や、同号ロ（複数執行先における最も有利な価格が同一である場合における場合の選択）であるとの理解で良いか。</p>	<p>最良執行方針等は、金商法施行令第16条の6第2項に基づき、「最良の取引の条件で執行するための方法」及び「当該方法を選択する理由」を記載して定めなければならないのであり、当該理由の対象は、ご指摘の事項に限られません。ご指摘の事項のほか、例えば、金商業等府令第124条第2項第1号ハについての理由も示す必要があります。</p>
10	<p>「当該方法における取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序」につき、顧客からの指値注文について、価格を比較した後に発注したものの、未出来分については、再度いずれかの取引所金融商品市場等に発注することになると思われるが、これらについても最良執行方針で言及する必要があるか。</p>	<p>ご指摘の事項を最良執行方針等の記載において示すべきか否かは、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、当該事項を公表することにより、当該顧客以外の者により、注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略による取引がどの程度容易になるか等も踏まえ、個別具体的に判断されるべきものであると考えられます。</p>
11	<p>複数の取引所金融商品市場等の最良気配が同値であった場合について、各取引所金融商品市場等の動向等を考慮して機動的に優先順位を変更することが考えられる。優先順位をあらかじめ決めてしまうと、かえって顧客の利益にならない場合がある。また、最良執行方針に優先順位を詳細に記載すること</p>	<p>複数の取引所金融商品市場等における価格が同一である場合における、最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序をあらかじめ決めておき、当該選択の方法及び順序を最良執行方針等の記載において具体的に示す必要があると考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>で、HFT等に手口を明らかにすることに繋がる可能性を懸念する。</p> <p>また、優先順位を記載する場合、マーケット環境の変化に応じて優先順位を変更した都度、訂正した最良執行方針を顧客に交付しなければならず、負担が大きくなる。</p> <p>例えば、金商業等府令第124条第2項第1号口に掲げる事項についての記載として、「各取引所金融商品市場等の動向等を考慮して機動的に発注する」という記載も認められるか。</p>	<p>なお、どの程度具体的に示すべきかは、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、当該選択の方法及び順序をどの程度具体的に公表すると、当該顧客以外の者により、注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略による取引が容易になるか等も踏まえ、個別に判断されるべきものであると考えられます。</p>
12	<p>「当該方法における取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序（複数の取引所金融商品市場等における最も有利な価格が同一である場合におけるものを含むものに限る。）」と規定されているところ、取引所金融商品市場等における最も有利な価格が同一の場合の選択の順序について詳細に記載し情報開示することは、悪意のある高速取引行為によるレイテンシー・アービトラージを容易にする、あるいは、高速取引行為者の取引戦略に影響を与える可能性があり、当社顧客が得られたはずの価格改善効果を小さくするおそれがある。</p> <p>当社の場合、回送の順序はその時々々の市場等間でのレイテンシー等を含めた市場環境を考慮する。したがって、「最も有利な価格が同一の場合、執行・約定スピード等の約定可能性を考慮して各市場等に順次回送する」といった記載に留めるのが適当と考えるが、より具体的に場合分けをし、順序を記載することが求められるのか。</p> <p>詳細な記載をした場合、市場変化に対する機動性を欠き、取引環境の変化により頻繁に最良執行方針の記載を変更する必要が生じ、かえって分かりやすさを損ない、顧客の利便性を欠くという懸念もある。</p>	
13	<p>金商業等府令第124条第2項第1号口において「当該方法における取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序（複数の取引所金融商品市場等における最も有利な価格が同一である場合におけるものを含むものに限る。）」と規定されているところ、取引所金融商品市場等における最も有利な価格が同一の場合の選択の順序について詳細に記載し情報開示することは、悪意のある高速取引行為によるレイテンシー・アービトラージを容易にする、あるいは、行為者の取引戦略に影響を与える可能性があり、当社顧客が得ら</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>れたはずの価格改善効果を小さくするおそれがあります。</p> <p>当社の場合、回送の順序はその時々市場等間でのレイテンシー等を含めた市場環境を考慮します。したがって、「最も有利な価格が同一の場合、執行・約定スピード等の約定可能性を考慮して各市場等に順次回送する」といった記載に留めるのが適当と考えますが、より具体的に場合分けをし、順序を記載することが求められるのでしょうか。</p> <p>詳細な記載をした場合、取引環境の変化により頻繁に最良執行方針の記載を変更する必要が生じ、かえって分かりやすさを損ない、顧客の利便性を欠くという懸念もございます。</p>	
14	<p>金商業等府令第124条第2項第1号ハにある、「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略への対応方針及び対応策の概要」とは、従前検討・議論されていたレイテンシー・アービトラージへの対応方針等に相当するものであって、単なるペニュー間（執行先間）アービトラージへの対応方針等ではない理解でよいか。</p>	<p>「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略」は、最良執行TF報告書における「レイテンシー・アービトラージ」に係る議論を踏まえたものであり、注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用せずに、市場間の裁定取引を行うことで利益を得る戦略は含まれません。</p>
15	<p>金商業等府令第124条第2項第1号ハ「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略」とあるが、これはレイテンシー・アービトラージを意味しているという理解でよいか。</p> <p>また、「市場間の格差等」とあるが、これは価格差並びに注文及び価格情報の送達速度の差異を共に含むという理解でよいか。</p>	<p>「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略」は、最良執行TF報告書における「レイテンシー・アービトラージ」に係る議論を踏まえたものであり、注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用せずに、市場間の裁定取引を行うことで利益を得る戦略は含まれません。</p> <p>また、「市場間の格差等」には市場間の価格差が含まれ、「注文の執行に要する時間の差」には注文の伝達や相場情報の伝達に要する時間の差が含まれると考えられます。</p>
16	<p>取引所金融商品市場と社内取引システムの価格を比較して、最も有利な価格が提示されている所に顧客注文を回送するSORを導入した場合、レイテンシー・アービトラージへの対応は特段不要と考えられるため、最良執行方針にはレイテンシー・アービトラージへの対応の記載は不要か、あるいは対応を行わない旨のみ記載することで良いか。</p>	<p>注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略への対応策を講ずべきか否かは、採用する執行方法の仕組みを踏まえ実態に即して判断されるべきものであると考えられます。</p> <p>当該対応策を講じない場合は、「対応方針」としてその旨、及びその理由を最良執行方針等の記載において示す必要があると考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
17	<p>金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号ハに「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略への対応方針及び対応策の概要」とありますが、この対応方針と対応策の記載は、「SORにより各市場等に分割発注を行う場合、それぞれを同時に発注することで、注文の執行に要する時間の差により生じる市場間の格差を利用した取引戦略（いわゆるレイテンシー・アービトラージ）が介入する余地を極力排除する。」といったような記載で要件を満たしますか。</p>	<p>「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略への対応方針及び対応策の概要」を最良執行方針等の記載においてどのように示すべきかは、採用する対応方針及び対応策に即して個別具体的に判断されるべきものと考えられますが、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、実際に採用する対応方針及び対応策が示されているのであれば、ご質問のような記載も可能であると考えられます。</p>
18	<p>「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等を利用した取引戦略への対応方針及び対応策の概要」とあるが、この対応方針と対応策の記載は、「SORにより各市場等に分割発注を行う場合、それぞれを同時に発注することで、注文の執行に要する時間の差により生じる市場間の格差を利用した取引戦略（いわゆるレイテンシー・アービトラージ）が介入する余地を極力排除する。」といった記載で要件を満たすか。</p>	
19	<p>金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号ハは「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動」及び「市場間の格差等を利用した取引戦略」への対応方針及び対応策の概要について記載することを求める趣旨であると理解しています。</p> <p>(1) 「注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場に係る変動」は、レイテンシーにより価格優先でなかった場合、どのように対応するか（例えば、SORに基づく執行を優先する、など）の記載を求めるものか。また、ここでいう「対応策」とはどのような内容を想定されているのか例示いただきたい。</p> <p>(2) 「市場間の格差等を利用した取引戦略」への対応方針及び対応策とは、金商業者が提供するSORがその処理プロセスにおいてアービトラージ戦略を勘案する場合にその処理の概要の記載を求めるものでしょうか。あるいは、高速取引行為者のアービトラージ戦略の影響により不利益を被る可能性がある場合に、その対応方針と対応策の概要について</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号ハは、同号に掲げる場合において、注文の執行に要する時間の差により生ずる「金融商品市場における相場に係る変動、市場間の格差等」を利用した取引戦略に基づく当該顧客以外の者の注文により、当該顧客の注文が最良の取引の条件で執行できないこととならないように、金融商品取引業者等において顧客の注文の執行方法をどのように工夫するかといった対応方針及び対応策の概要を最良執行方針等の記載において示すことを求めるものです。</p> <p>当該対応方針及び対応策の概要を最良執行方針等の記載においてどのように示すべきかは、採用する対応方針及び対応策に即して個別具体的に判断されるべきものと考えられますが、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、実際に採用する対応方針及び対応策の概要が示されるべきものと考えられます。</p> <p>金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号ハは、当該対応策を講じることを金融商品取引業者等に対して義務付けるものではありませんが、当該対応策を講じない場合は、「対応方針」としてその旨、及びその理由を最良執行方針等の記載において示す必要があると考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>記載を求めるものでしょうか。同号ハの記載からはいずれを想定されているのかが明確でないため、ご教示いただきたく存じます。</p> <p>また、同号ハにおける「対応方針」及び「対応策」について、それぞれどのような内容の記載を想定されているのか、例示いただきたく存じます。</p> <p>令和3年6月2日に公表された最良執行TF報告書では、「金融商品取引業者等に対して特定のレイテンシー・アービトラージへの対応策を義務付けるのではなく、最良執行方針等の法定記載事項に「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」を追加し、投資家に対する情報提供を充実させることを通じて金融商品取引業者等の対応を促すことが適当と考えられる。」と明記されているとおり、本規定は金融商品取引業者に対してレイテンシー・アービトラージへの対応を義務付けるものではなく、（１）レイテンシー・アービトラージへの対応方針、（２）実施している対応策があればその内容を最良執行方針等に記載することを求める趣旨と理解してよいでしょうか。</p>	
20	<p>金商業等府令第124条第2項第1号イからハに掲げるSmart Order Routing（SOR）の注文回送ルールやレイテンシー・アービトラージ対策について、顧客に説明すること、及び顧客に交付する書面等に記載することには賛成する。ただし、金商業等府令第124条第2項第1号イからハに掲げるSORの注文回送ルールやレイテンシー・アービトラージ対策を、HPや本店等の見やすいところへ掲示して公表すること（特に同号イ及びロ）は、顧客でない第三者（特にレイテンシー・アービトラージを行う者）を利することになりかねないため、改正後の同条第3項の対象から除外いただきたい。</p>	<p>金商業等府令第124条第2項第1号に定める事項は、顧客にとって重要な情報であるにとどまらず、投資者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考えられるため、金商法第40条の2第2項及び金商業等府令第124条第3項に基づく公表の対象から除外することは適当でないと考えられます。</p>
21	<p>金商業等府令第124条第2項第2号において「当該執行の方法が個人である顧客の注文に係るものである場合」とあるが、顧客が一般投資家又は特定投資家であるかにかかわらず、「個人」か「法人」かの別のみによって判断される理解でよいか。</p>	<p>貴見のとおりと考えられます。</p>
22	<p>金商業等府令第124条第2項第2号について、「個人である顧客の注文に係る」の定義には、（１）非居住者の個人を含めるのでしょうか。（２）また、直接の相手方である顧</p>	<p>個別具体的に判断する必要がありますが、基本的には、貴見のとおりと考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>客が法人であって、その背後にいる最終委託者が個人であるような場合には、同号の適用がないと考えてよいのでしょうか。なお、最終委託者が個人であるか法人であるかは通常明らかにされません。</p> <p>具体的には、非居住者である個人が当社海外関連会社に日本株注文の委託をし、当社海外関連会社が当社に顧客の日本株注文を取次ぐ場合には、当社の顧客は法人である海外関連会社であるとして、同号の適用が無いと考えてよいのでしょうか。</p>	
23	<p>金商業等府令第124条第2項第2号口における、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」について、一つのまとまった注文のうち、個々の取引では最も有利な価格ではないとしても、全注文を執行したときの平均約定価格及び手数料の合計額が最も有利な価格である場合は、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当しないと理解してよいのか。</p>	<p>複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法を用いて執行する場合において、事後的に最も有利な価格で執行できなかったとしても、それのみをもって「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当するものではないと考えられます。</p>
24	<p>顧客の指値注文を受注後、複数市場でより有利な価格を検索した結果、システムにより一定ルールに基づいて顧客の注文を分割して複数市場へ発注したり、ベストビッド・ベストオファーへの適宜価格差し替え、未約定分（やその一部を分割）を他市場への発注に回送したり等の場合や、更にアルゴリズムを用いた取引戦略等による発注は、いわゆる「オアベター」注文となるとの理解で良いか。（又は、金商業等府令第124条第2項の「最良の取引の条件」の範囲内で該当しないとなるのか。）</p> <p>仮に、取引一任勘定取引として扱う場合、最良執行方針に記載し、その内容を顧客が確認して同意すること（例えばネット上で確認ボタンを押すこと等）で、取引一任勘定取引の契約が成立していると考えて良いか。</p>	<p>前段のご質問の趣旨は必ずしも明らかではありませんが、複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法を用いて執行する場合において、ある取引所金融商品市場等に取り次いだものの当該取引所金融商品市場等において約定しなかった注文を、他の取引所金融商品市場等において執行する等、事後的に最も有利な価格で執行できなかったとしても、それのみをもって「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当するものではないと考えられます。</p> <p>後段のご質問の趣旨も必ずしも明らかではありませんが、今般の改正は、複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法の普及等に伴い、注文執行における投資者保護と透明性確保のため最良執行方針等の記載について見直しを行うものであり、個別の取引方法に関する規制を改正するものではありません。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
25	従前、取引一任勘定取引についての個人投資家への適用は、相当ハードルが高いと考えているが、金商業等府令第124条第2項の「最良の取引の条件」として許容される範囲を追加でお示しいただきたい。監督指針（案）に「基本的に・・・該当しない」で示されている例から想定できる範囲は、これまで取引一任勘定取引に該当するためできないと考えていたものでも、今後は該当しないものとして良いか。	ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、今般の改正は、複数の取引所金融商品市場等から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法の普及等に伴い、注文執行における投資者保護と透明性確保のため最良執行方針等の記載について見直しを行うものであり、個別の取引方法に関する規制を改正するものではありません。
26	従前、取引一任勘定取引についての個人投資家への適用は、相当ハードルが高いと考えているが、金商業等府令第124条第2項の「最良の取引の条件」として許容される範囲を追加でお示しいただきたい。監督指針（案）に「基本的に・・・該当しない」で示されている例から想定できる範囲は、これまで取引一任勘定取引に該当するためできないと考えていたものでも、今後は該当しないものとして良いか。	
27	（SORを導入している会社において）寄り付き前の注文又は引け注文は、複数の取引所金融商品市場等の価格を比較して発注する性質のものではないため、顧客からの執行方法に関する指示に基づく注文と整理して主たる取引所に発注する場合であっても、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当しない理解でよいか。	顧客からの執行方法に関する指示に基づき寄り付き前の注文及び引け注文を執行する場合には、顧客から執行方法に関する指示がある場合には当該執行方法により執行する旨を最良執行方針等の記載において示す必要があると考えられます。この場合、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」には該当しないものと考えられます。
28	取引所とPTSの営業時間の違いにより、時間帯によって1つの取次先しかない状態となる（その時間の方が長い）場合でも、「価格優先」を実行していることになるのか。	当該有価証券が上場する取引所金融商品市場の取引時間外において、取引所金融商品市場等のうち特定の私設取引システムにおいてのみ当該有価証券の売買が行われている場合、複数の取引所金融商品市場等における価格を比較することなく、当該私設取引システムにおいて執行するときであっても、基本的に「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」には該当しないものと考えられます。ただし、当該有価証券が上場する取引所金融商品市場の取引時間外において、特定の私設取引システムにおいて執行する場合には、その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示すことが適当と考えられます。
29	最良価格検索システムを用いずに主市場のみで取引を執行する場合、金商業等府令第	前段のご質問の趣旨は必ずしも明らかではありませんが、当該執行の方法が個人である顧客

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>124 条第 2 項第 2 号口に規定する「最良の取引条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当するが、この場合、「最良価格検索システムを用いない方法を選択する理由」の記載は不要な理解で良いか。</p> <p>また、記載が必要となる場合、信用取引において P T S 夜間立会や社内取引システムが制度上認められていない点は、最良価格検索システムを用いない理由となり得る理解で良いか。</p>	<p>の注文に係るものである場合において、現物取引に関して、ご質問のような執行方法を用いるときは、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当し、その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示す必要があると考えられます。</p> <p>後段のご質問の趣旨も必ずしも明らかではありませんが、当該有価証券が上場する取引所金融商品市場の取引時間外において、私設取引システムにおける信用取引の取扱いが認可金融商品取引業協会の規則により認められていないために、信用取引に係る注文を執行することができないときであっても、そのみをもって、信用取引に係る注文の執行方法が「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当するものではないと考えられます。</p> <p>また、信用取引に関し、社内取引システムにおいて取引の条件の決定を行った注文を取引所金融商品市場において執行することが、金融商品取引所の業務規程により認められていない場合において、信用取引に限り社内取引システムにおける価格を比較することなく注文執行するときであっても、基本的に「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」には該当しないものと考えられます。ただし、信用取引に限り社内取引システムにおける価格を比較することなく注文執行する場合には、その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示すことが適当と考えられます。</p>
30	<p>S O R により 1 つの主市場と 1 つの社内取引システム（ダークプール）を比較して最良価格を提示している取引所金融商品市場等に注文を取り次ぐ場合、信用取引についてはダークプールにおいて取引できないため、主市場で執行せざるを得ないが、この場合は金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号に該当する理解でよいか（同項第 2 号口に該当しない理解でよいか。）。</p>	<p>ご質問のような場合、信用取引については「複数の取引所金融商品市場等…から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法」には該当しないものと考えられます。</p> <p>また、信用取引に関し、社内取引システムにおいて取引の条件の決定を行った注文を取引所金融商品市場において執行することが、金融商品取引所の業務規程により認められていない場合において、信用取引に限り社内取引システムにおける価格を比較することなく注文執行するときであっても、基本的に「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」には該当しないものと考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
		ただし、信用取引に限り社内取引システムにおける価格を比較することなく注文執行する場合には、その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示すことが適当と考えられます。
31	取引所金融商品市場と社内取引システムの価格を比較して、最も有利な価格が提示されている所に顧客注文を回送するSORを導入した場合、改正後の監督指針Ⅳ-3-1-2(11)②から、現物取引は価格重視の最良執行と考えられる。一方で現行の規制上、信用取引は社内取引システムで取扱うことはできないが、この場合における当該規定(金商業等府令第124条第2項第2号口)の説明は不要であり、その理由(信用取引は社内取引システムで執行できない理由)も最良執行方針で言及する必要はないという理解で問題ないか。	信用取引に関し、社内取引システムにおいて取引の条件の決定を行った注文を取引所金融商品市場において執行することが、金融商品取引所の業務規程により認められていない場合において、信用取引に限り社内取引システムにおける価格を比較することなく注文執行するときであっても、基本的に「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うもの」には該当しないものと考えられます。ただし、信用取引に限り社内取引システムにおける価格を比較することなく注文執行する場合には、その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示すことが適当と考えられます。
32	金商業等府令第124条第2項第2号口「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」について、その旨の事実の記載のみが求められ、その理由の記載は求められていないと読めるがその理解でよいか。 または「顧客の利益となる事項」の具体的内容及びその理由を記載することを求められていると理解すべきか。	当該執行の方法が個人である顧客の注文に係るものである場合、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」は、その旨のほか、金商法施行令第16条の6第2項に基づき、当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示す必要があると考えられます。この場合、主としてどのような顧客の利益を考慮して行うものであるかについても、当該方法を選択する理由として示す必要があると考えられます。
33	金商業等府令第124条第2項第2号口における、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」について、「最も有利な価格で執行」するために必要なシステム開発等のコストを回収するためには売買手数料等に当該コストを転嫁せざるを得ず、ひいては顧客の利益に繋がらないと考えられる場合、当該理由を記載することで足りるか。	当該執行の方法が個人である顧客の注文に係るものである場合、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」は、その旨及び当該方法を選択する理由を、最良執行方針等の記載において示す必要があるところ、当該方法を選択する理由は、顧客の利益を考慮して個別具体的に検討されるべきものと考えられます。 ご質問のような場合、例えば、当該システムの導入により期待される価格改善効果と、顧客が追加的に支払うことになる売買手数料を比較して、後者の方が大きいと見込まれるときは、その旨を、当該方法を選択する理由として記載することも考えられます。

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
34	<p>金商業等府令第124条第2項第2号口における、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」について、その理由の記載が求められている。今般の法令等改正の施行時期および実施・対応時限にもよるが、最も有利な価格で執行するためにSOR／PTS導入のシステム開発を計画している場合、「システム開発に時間を要するため」は、価格優先の最良執行方針とならないときの理由になるとの理解で良いか。</p>	<p>当該執行の方法が個人である顧客の注文に係るものである場合、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」は、その旨及び当該方法を選択する理由を、最良執行方針等の記載において示す必要があるところ、当該方法を選択する理由は、顧客の利益を考慮して個別具体的に検討されるべきものと考えられます。</p> <p>ご質問のような場合、当該システム開発に時間を要する旨の記載に加え、当該システムの導入の目標時期や当該システム開発が完了するまでの間において採用する執行方法を選択する理由を示す必要があると考えられます。</p>
35	<p>SORを使用しない場合、主として価格面以外の顧客の利益を考慮して行う旨及びその理由の記載が必要になる理解だが、複数の取引所金融商品市場等に重複上場する銘柄の執行方法として、従来どおりの考え方（例えば流動性等を勘案し主市場で執行する）を最良執行方針に記載することは許容されるか。</p>	<p>今般の改正は、金融商品取引業者等に対して特定の注文執行方法を採用することを義務付けるものではなく、ご質問のような執行方法を採用することも妨げられないものと考えられます。</p> <p>ただし、当該執行の方法が個人である顧客の注文に係るものである場合、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」は、その旨及び当該方法を選択する理由を、最良執行方針等の記載において示す必要があります。ご質問のような執行方法を採用する場合も、当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示す必要があるところ、かかる理由は、顧客の利益を考慮して個別具体的に検討されるべきものと考えられます。</p>
36	<p>金商業等府令第124条第2項第2号口にある「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益になる事項」について、かつて日本証券業協会の最良執行方針雛形（2005年）に記されていた「最も流動性の高い証券取引所市場において執行することが、お客様にとって最も合理的であると判断される。」という旨は、以下の理由から新しい最良執行方針の説明事項としては許容されないと理解でよろしいでしょうか。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 同号は個人である顧客の注文に係るものとされている。個人投資家の注文は基本売買単位が小さいものが多く、流動性による影響は機関投資家の大口注文に比して著しく限定される。 2. さらに、同条第2項第1号で述べられている「最も有利な価格で執行するため」には、監督指針にいうところの“最良価格検索システム”を使用することになるが、当該システムは価格のみならずその価格に付随する流動性状況も検索できるため、比較する個々の市場の固有の流動性の高低は当該システムを使う限り問題とはならない。 <p>こうしたことから、各市場における流動性の高低（または出来高の大小）は金商業等府令第124条第2項第2号口における理由としては許容されないと理解するものです。</p>	<p>ご質問のような場合、当該システム開発に時間を要する旨の記載に加え、当該システムの導入の目標時期や当該システム開発が完了するまでの間において採用する執行方法を選択する理由を示す必要があると考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
37	<p>最良執行TF報告書では、「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』を追加すること」とされており、該当する場合には各社において、「その旨及びその理由」を最良執行方針に記載することとされている。しかし、SOR未導入の会社においては、開発費用の高さから、現時点ではシステム構築ができないことが理由となる場合も想定される。こうした理由の場合は、価格重視以外の最良執行方針の説明は難しいものの、例えば以下のような説明方法でも、法令上の説明義務を果たしていると考えることが可能か。</p> <p>「最良執行義務は、価格のみならず、例えば、スピード、執行の確実性や、価格優先の場合に証券会社がお客さまに負担いただくコストについても考慮し、これらの要素を総合的に勘案して執行する義務となります。したがって、価格のみに着目して事後的に最良でなかったとしても、それのみをもって最良執行義務の違反には必ずしもなりません。」</p>	<p>当該執行の方法が個人である顧客の注文に係るものである場合、「最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」は、その旨及び当該方法を選択する理由を、最良執行方針等の記載において示す必要があるところ、ご質問の記載は当該方法を選択する理由に該当しないものと考えられます。</p>
38	<p>金商業等府令第124条第2項第1号において複数の取引所金融商品市場等の中から最も有利な価格を選択する場合その理由の記載が求められる一方、同項第2号口においては第1号以外の選択理由が求められております。この時、同項第1号と第2号の関係性は、第1号が主たる最良執行の方法に関するもので、第2号はその要件に該当しない場合のあくまでも例外的、付随的なケースであるとの理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、金商業等府令第124条第2項各号に掲げる場合には、最良執行方針等の記載において、当該各号に定める事項を示さなければならないのであり、同項第1号と第2号は原則と例外の関係にはありません。</p>
39	<p>金商業等府令第124条第6項第3号「金融商品市場（社内取引システムを使用して行ったときは、その社内取引システムを含む。）」とあるが、PTSを含むことが明確になるよう「取引所金融商品市場等（社内取引システムを使用して行ったときは、その社内取引システムを含む。）」とすべきではないか。</p>	<p>「金融商品市場」には私設取引システムが含まれることから、ご指摘のような修正は不要であると考えられます。</p>
40	<p>金商業等府令第124条第6項第3号について、「その他執行の方法」としては、「証券会社が相対取引を行った場合」、「他の証券会社に取次いだ場合」等が考えられるという従前からの解釈に変更はないと考えてよいでしょうか。</p>	<p>「その他執行の方法」としては、「金融商品取引業者等が相対取引を行った」、「他の金融商品取引業者等に取り次いだ」などの記載が考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
41	<p>金商業等府令第124条第6項第4号について、「執行の方法が第二項第一号の方法を用いたものである場合には、約定価格及び当該方法において比較した各取引所金融商品市場等における最も有利な価格」の記載が新たに求められるが、金融商品取引業者においては一定のシステム変更等の対応が必要になると考えられることから附則により一定期間の経過的な措置を認めていただきたく存じます。</p> <p>「当該方法において比較した各取引所金融商品市場等における最も有利な価格」の記載にあたっては、令和3年6月2日に公表された最良執行TF報告書に記載のあるとおり、SORの使用に際して比較した全ての取引所金融商品市場等のそれぞれについて最も有利な価格を記載することが求められるのでしょうか。または、比較した結果最も有利であった取引所金融商品市場等の価格のみを記載することで足りるのでしょうか。</p> <p>加えて、比較した全ての取引所金融商品市場等のそれぞれについて最も有利な価格の記載が求められる場合、各取引所金融商品市場等における価格（例えば、取引所金融商品立会内市場と私設取引システムを比較した場合には、当該取引所金融商品立会内市場と私設取引システムにおける価格）が羅列して記載され、どの取引所金融商品市場等の価格が最も有利であったかが判別できるようになっていけば足りるという理解でよいでしょうか。</p>	<p>上段について、ご意見を踏まえて、金商業等府令第124条第6項の規定の適用について、施行後1年の経過措置を設けることとします（附則第2条第2項）。</p> <p>中段について、「比較した各取引所金融商品市場等における最も有利な価格」は、金商業等府令第124条第2項第1号の方法を用いたものである場合において、当該方法において価格を比較した全ての取引所金融商品市場等のそれぞれについて最も有利な価格を記載する必要があります。</p> <p>下段について、ご質問のような方法により記載することも可能であると考えられます。</p>
42	<p>金商業等府令第124条第6項第4号の「最良執行説明書」の記載事項で、「約定価格及び当該方法において比較した『各』取引所金融商品市場等における最も有利な価格」とある。主市場と複数の私設取引システムの価格を比較する「最良価格検索システム」の場合、私設取引システムで約定した際に、主市場と約定した私設取引システムの最良気配を記載すれば良く、比較したが約定しなかった私設取引システムの最良気配の記載は不要で良いか。</p> <p>また、比較の結果、主市場に発注して約定した場合も、私設取引システムの最良気配の記載は不要で良いか。</p>	<p>金商業等府令第124条第2項第1号の方法を用いたものである場合において、当該方法において価格を比較した全ての取引所金融商品市場等のそれぞれについて最も有利な価格を記載する必要があり、価格を比較したものの取り次がなかった私設取引システムにおける最も有利な価格についても記載する必要があります。</p>
43	<p>Smart Order Routing (SOR) を用いた場合に、約定価格、及びSORで比較した各取引所金融商品市場等における最も有利な価格を記載することとあるが、ダークプール</p>	<p>改正後の金商業等府令第124条第6項は、時刻の記載を求めるものではありませんが、ご質問のような方法により記載することも妨げられないものと考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>規制で導入した注文伝票の追加記載事項である金商業等府令第158条第5項第3号のように、SORで比較した各取引所金融市場等における価格及び時刻を並べることでも構わないと理解してよいか（いずれもSORで注文回送した場合の価格改善状況を投資家が確認するための記録であり、両者の記載方法を揃える方が顧客の理解に資するものとする。）。</p>	
44	<p>「最良執行説明書」（金商業等府令第124条第6項）について、同項柱書に定める「最良執行説明書」の書式について特段の定めはないことから、同項により求められる事項が含まれ、顧客がそれらの事項を確認できるものであれば、帳簿書類等（例えば注文伝票等）に基づき作成することで問題ないとの従前からの解釈に変更はないと考えてよいでしょうか。</p> <p>金融商品取引業者においては一定のシステム変更が必要になるため、当該規定の施行までに十分な猶予期間を設けていただくよう、ご検討をお願いいたします。</p>	<p>前段については、最良執行説明書について特に書式を指定するものでなく、ご指摘の作成方法が妨げられるものではないと考えられますが、最良執行説明書の交付の義務付けの趣旨が執行の結果について投資者に理解できるようにするものであることから、同項に従って記載されるべき事項が含まれる既存の書類の写しが大量にわたり、同項に従って記載されるべき事項の発見が一般人にとって困難であるような記載方法は避ける必要があります。</p> <p>後段については、ご意見を踏まえて、金商業等府令第124条第6項の規定の適用について、施行後1年の経過措置を設けることとします（附則第2条第2項）。</p>
<p>● 監督指針</p>		
45	<p>監督指針（案）IV-3-1-2（10）② 取引所金融商品市場と社内取引システムの価格を比較し、最も有利な価格が提示されている所に顧客注文を回送するSORを導入した場合、顧客から金商業等府令第124条第6項に規定する最良執行説明書の交付を求められなかったとしても、監督指針上、顧客が個人投資家で社内取引システムを用いた取引を行う際は、価格改善の状況をわかりやすく説明することが求められている。</p> <p>上記に関して、取引所金融商品市場よりも有利な価格のときだけ社内取引システムで執行することを最良執行方針に丁寧に明記し、その仕組み・サービスを顧客が十分に理解したうえで取引が行われた場合には、当該価格改善の説明は、顧客から要望があった場合に営業担当者より口頭で説明、又は書面交付（電子交付を含む）を行うという対応が認められるか。</p> <p>取引所金融商品市場と私設取引システムの価格を比較した際の価格改善に係る説明と比べた際に、お客様への説明方法に差があるのはかえってわかりづらいのではないかと思料しております。証券会社は最良価格検</p>	<p>監督指針IV-3-1-2（10）⑤は、金商業等府令第124条第6項に規定する最良執行説明書を顧客に交付した場合であって、当該最良執行説明書に社内取引システムを利用したことによる個々の取引に係る価格改善効果の状況が記載されているときは、改めて価格改善効果の状況について、顧客への説明を省略できることとしたものです。</p> <p>社内取引システムは、取引所金融商品市場や私設取引システムと異なり、気配情報が公表されないなどの特性を踏まえ、個人である顧客のように、社内取引システムでの取引に関する理解等が必ずしも十分でないと考えられる顧客に対しては、顧客からの求めの有無にかかわらず、個々の取引ごとに十分な説明を求めているものであり、今回その取扱いを変更するものではありません。</p> <p>なお、金商法第40条の2第6項により準用する金商法第34条の2第4項の規定により、最良執行方針等を記載した書面の交付に代えて、顧客の承諾を得て、当該書面に記載すべき事項を電磁的方法により提供することが認められています。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>索システム（SOR）の仕組み・サービス内容について最良執行方針を通じて丁寧に説明に、お客様にご理解いただくことが重要であり、価格改善に係る説明方法については、私設取引システムの価格を比較した際と社内取引システムの価格を比較した際とで平仄を揃えてもいいのではないかと考えております。</p>	
46	<p>監督指針の改正案について IV-3-1-2 (11) ①</p> <p>「最良執行方針等は、顧客の属性や証券会社等のビジネスモデルに応じて、分かりやすく記載しているか。」とあるが、「顧客属性」、「証券会社等のビジネスモデル」とはどのようなものを想定されているかご教示いただきたいと存じます。</p> <p>また、個人顧客とそれ以外の顧客については、最良執行方針等の記載を変えることが認められるものの、顧客属性別に最良執行方針等を定めることを求めているものではないとの理解でよいでしょうか。</p>	<p>「顧客の属性」は、例えば、個人又は法人の別、などが考えられます。</p> <p>また、「証券会社等のビジネスモデル」は、例えば、取引チャネルの別、その他取扱商品の違いなど、各証券会社等における有価証券等取引の実態に即して、実質的に判断されるべきものと考えられます。</p> <p>なお、顧客の利益を考慮したうえで、顧客の属性別に執行方法を分けて最良執行方針等を定めることは可能であると考えられますが、必ずしも顧客の属性別に最良執行方針等を定めることを求めるものではありません。いずれにせよ、それぞれ分かりやすい記載とする必要があると考えられます。</p>
47	<p>取引所金融商品市場と一若しくは複数の取引所金融商品市場等における価格を比較して、最も有利な価格が提示されている取引所金融商品市場等に顧客の注文を回送するときは、基本的に、金商業等府令第124条第2項第2号口に規定する「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当しないとあるが、各社で使用する「最良価格検索システム」の仕様は様々であり、比較する市場の範囲は各社によって差が出るものと思料する。</p> <p>上記状況を踏まえ、各社基準の「最良価格検索システム」を使用することで上記内容については該当しないとの理解でよいか。</p>	<p>ご意見の「各社基準」の内容が明らかではありませんが、例えば、ある取引所金融商品市場における価格と、①他の一つの取引所金融商品市場、②他の複数の取引所金融商品市場、③一つの私設取引システム、④複数の私設取引システム、⑤一つの社内取引システム、⑥複数の社内取引システムの価格のいずれか一つ又は複数と比較して、最も有利な価格が提示されている取引所金融商品市場等に顧客の注文を回送する場合は、基本的に「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当しないものと考えられます。</p>
48	<p>監督指針IV-3-1-2 (11) ②</p> <p>複数の取引所金融商品市場等において取り扱われている銘柄について、通常は最良価格検索システムを使用して注文を回送しているが、下記例のように価格のみを比較して回送することによって投資家に不都合が生じうる状況の場合に限定して主要金融商品取引所（又は特定のPTS）のみに回送する等の条件を付している場合であっても「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主</p>	<p>最良価格検索システムによる通常の注文回送ルールにより注文を回送すると顧客にかえって不利益が生じる例外的な場合に限り異なる取り扱いをすることのみをもって、「最良の取引の条件として最も有利な価格で執行すること以外の顧客の利益となる事項を主として考慮して行うものであるとき」に該当するものではないと考えられますが、あらかじめ想定される例外的な取扱いについて、最良執行方針等に記載するなどして、顧客に十分な情報提供をすることなどが考えられます。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>として考慮して行うものであるとき」には該当しないという理解でよいか。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 空売り規制の価格規制の発動状況が取引所やPTS毎の価格変動状況の差異によって異なる場合（特定の取引所またはPTSのみで価格規制が発動している場合等）における空売り注文の取扱い。 2. その銘柄の価格が極端に低く、特定のPTSにおいて売買単位の引き上げが行われている場合。 3. 名古屋証券取引所、福岡証券取引所、札幌証券取引所の地方市場のみが取引を行っており、東京証券取引所が取引を行っていない時間帯に受注する場合に特定の取引所金融商品市場等を指定しない注文を受け付けない、または翌日の主要証券取引所への注文として受け付ける場合。 4. 特定の取引所ないしは特定のPTSにおいて何らかのシステム障害等が発生し、スムーズな執行・約定等が行われていない場合や、自社を含む何らかのシステム障害等により、最良価格検索システムが仕様通りに稼働しないことが想定される場合。 	<p>なお、単なる事務上のケアレスミスなどにより最良執行方針等に従った執行ができないことは金商法第40条の2第3項に違反することとなります。</p>
49	<p>監督指針Ⅳ-3-1-2 勧誘・説明態勢 同項(11)②において、最良の取引の条件で執行するための方法についての説明がなされており、その方法については、“複数の取引所金融商品市場等における価格を比較して、最も有利な価格が提示されている取引所金融商品市場等に顧客の注文を回送する”と説明されていますが、社内取引システムを価格比較の場として取り上げる場合は、必ず同時に私設取引システムも比較対象として取り上げるべきではないかと考えます。</p> <p>その理由は以下の通りです。</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 価格比較は、そもそも主市場である取引所金融商品市場の価格との比較という意味であるが、その比較する相手が気配を表示しない社内取引システムだけであると、比較に際しての事前透明性を著しく欠く。 2. 社内取引システムは個人投資家の信用取引を取り扱わないこととされている。そのため、社内取引システムのみを参照市場として想定していると、個人投資家が信用取引で執行を行いたいときには最も有利な価格での取引が実行できないことになってしまう。 <p>よって、取引所金融商品市場の価格と比較を行うためには、気配表示市場（現状では私</p>	<p>今般の改正は、証券会社等に対して特定の注文執行方法を採用することを義務付けるものではありませんが、監督指針Ⅳ-3-1-2(11)②における「最良価格検索システム」を使用する場合において、いずれの取引所金融商品市場等における価格を比較するかは、各証券会社等において、顧客の利益を考慮して個別具体的に検討されるべきものと考えられます。</p> <p>なお、社内取引システムについては、気配情報が公表されないこと等を踏まえ、透明性等を確保するため、業務管理体制の整備（金商業等府令第70条の2）や価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管（同第158条）が求められる等、所要の規制が整備されております。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>設取引システムが該当)との比較が必要(それに加えてであれば社内取引システムとの比較もありうる)との考え方の徹底が必要なのではないかと考えます。</p>	
50	<p>最良価格検索システムによる注文回送ルールの記載について、回送の有無、分割の有無、順序について分かりやすく記載する旨、例示されているが、金商業等府令第124条第2項第1号ハに掲げる対応方針及び対応策の概要として、回送先の名称や比率を具体的に記載する必要はない、との理解でよいか。すなわち、回送の有無、分割の有無の記載等に留めるべきではないか。</p>	<p>当該対応方針及び対応策の概要を最良執行方針等の記載においてどのように示すべきかは、採用する対応方針及び対応策に即して個別具体的に判断されるべきものと考えられますが、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、実際に採用する対応方針及び対応策の概要が示されるべきものと考えられます。ただし、当該対応方針及び対応策の概要としては、必ずしも注文を分割する際の具体的な回送先ごとの比率の記載を求められるものではないと考えられます。</p> <p>なお、金商業等府令第124条第2項第1号ロに規定する「取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序」について、どの程度具体的に示すべきか否かは、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、当該順序をどの程度具体的に公表すると、当該顧客以外の者により、注文の執行に要する時間の差により生ずる金融商品市場における相場、市場間の格差等を利用した取引戦略による取引が容易になるか等も踏まえ、個別に判断されるべきものであると考えられることから、最良執行TF報告書も踏まえ、監督指針IV-3-1-2(11)③の「順次に回送する場合にどのような順序で回送するのか」については、削除し、「取引所金融商品市場等の選択の方法及び順序」が明確になるよう併せて修正いたします(監督指針IV-3-1-2(11)③)。</p>
51	<p>監督指針IV-3-1-2(11)④イ及びロに規定されている「自社と資本関係のある証券会社等」とは、どの程度の株式を保有(もしくは被保有)すればこの定義に該当することになるのでしょうか。</p>	<p>個別事例ごとに実態に即して実質的に判断されるべきものではありませんが、例えば、自社(証券会社等)と関係会社の関係にある場合のほか、客観的に自社と同一の企業グループに属すると認められる程度に系列・友好関係が認められる証券会社等が運営する私設取引システム又は社内取引システムを比較の対象として選択している場合には、顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえた上で、当該取引システムを選択する合理的な理由について、資本関係の有無を含め、最良執行方針等に具体的に記載する必要があると考えられます。</p> <p>この点が明確になるよう、最良執行TF報告書も踏まえ、修正いたします(監督指針IV-3-1-2(11)④イ及びロ)。</p>
52	<p>最良価格検索システムによる注文回送ルールを採用する理由について、ロ.の記述に</p>	<p>監督指針IV-3-1-2(11)④イは、自社又は自社と系列・友好関係が認められる証券会社</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>ついて、最良価格検索システムによる注文回送ルールを採用する理由に、特定のダークプールを使用する理由又は使用しない理由は、資本関係やリベート等の特定の取引関係等、外形的に利益相反構造が認められ得る場合に限り記載が求められるという理解でよい。</p> <p>例えば自社のダークプールのみ使用して、他社のダークプールを使用しない場合については、特に機関投資家向けに提供している場合、自社DPは顧客向けサービス向上が主たる目的であり、直接的な収益要因にはなっていないことや、価格以外での理由（例：マーケットインパクト低減、フロー秘匿性向上）にてダークプールでの執行を目的とする場合もあることから、説明は不要であるという理解でよい。</p>	<p>等が運営する私設取引システム又は社内取引システムを比較対象として選択している場合には、顧客との間の利益相反関係を考慮して、顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえた上で、当該取引システムを選択する合理的な理由について、資本関係の有無を含め、最良執行方針等に具体的に記載することを求めるものであり、その他の場合において、当該取引システムを選択する合理的な理由をどの程度具体的に記載すべきかは、当該最良価格検索システムの仕組みを踏まえ、実態に即して判断されるべきものであると考えられます。</p> <p>なお、最良執行TF報告書では、リベートの取扱いについて、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・事情の変化に応じて、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とされています。</p>
53	<p>監督指針Ⅳ-3-1-2(11)④に示された、『「価格を比較する取引所金融商品市場等」に関して、自社又は自社と資本関係のある証券会社等が運営する私設取引システム又は社内取引システムを比較の対象として選択している場合』について、利害関係のある代替執行先へのアクセス提供には、証券会社自らが顧客サービス向上のために運営する社内取引システム（所謂『自社ダークプール』）も対象になるとの理解である。顧客による自社ダークプールへのアクセス、執行に際して、顧客にダークプールアクセス料金・執行料金等を課さない運営形態の場合（つまり通常の取引手数料等のみにより提供する場合）、自社ダークプールでの取引執行による直接的な収益は期待しておらず、顧客への執行サービス向上が主目的となっている。その場合には、例えば、顧客への執行サービス拡充の一環として自社ダークプールへのアクセス設定をしており、注文回送先として自社ダークプールを選択する場合には、価格改善の可能性、流動性、マーケットインパクト等を総合的に鑑みた上での理由である等の説明にて良い。</p>	<p>ご質問のような場合に限らず、自社又は自社と系列・友好関係が認められる証券会社等が運営する社内取引システムを比較対象として選択している場合には、顧客との間の利益相反関係を考慮して、顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえた上で、当該社内取引システムを選択する合理的な理由について、資本関係の有無を含め、最良執行方針等に具体的に記載する必要があると考えられます。</p> <p>ご意見のように、注文回送先として自社が運営する社内取引システムを選択する場合、例えば、価格改善の可能性等の点で比較対象とする取引所金融商品市場等よりも顧客にとってメリットとなる等の理由を最良執行方針等に記載する必要があるものと考えられます。</p>
54	<p>監督指針Ⅳ-3-1-2(11)④ロ 自社又は自社と資本関係のある証券会社の運営するPTSで優先的に注文を執行する場合に生じ得る利益相反の状況を想定した規定と考えられるが、単に「自社又は自社と資本関係のある証券会社等が運営する私設取引システム又は社内取引システムで注</p>	<p>ご意見を踏まえ、監督指針を修正いたします（監督指針Ⅳ-3-1-2(11)④ロ）。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	<p>文を執行することとしている場合」との記述では優先・劣後の関係が明確でないため、「自社又は自社と資本関係のある証券会社等が運営する私設取引システム又は社内取引システムを優先して注文を執行することとしている場合」等の優先順位の関係が明確となる記述にすべきではないか。</p>	
55	<p>監督指針Ⅳ-3-1-2(11)④において、自社もしくは自社と資本関係のある証券会社の運営するPTSまたは社内取引システムを利用する合理的な理由を説明するために、当該社と資本関係のない証券会社等が運営する気配表示市場であるPTSとの比較を必須とすべきではないでしょうか。なぜなら、取引所金融商品市場はもともと価格比較の基準として参照しているもので、また社内取引システムは気配を表示しないことなどからその適正性について客観的な評価を自身で下すのは適当ではないので、この二者は適切な比較対象とはならず、その他PTSと比較することが必要になると考えるためです。</p>	<p>今般の改正は、証券会社等に対して特定の注文執行方法を採用することを義務付けるものではありませんが、監督指針Ⅳ-3-1-2(11)②における「最良価格検索システム」を使用する場合において、いずれの取引所金融商品市場等における価格を比較するかは、各証券会社等において、顧客の利益を考慮して個別具体的に検討されるべきものと考えられます。</p> <p>仮に、自社又は自社と系列・友好関係が認められる証券会社等が運営する私設取引システム又は社内取引システムを比較の対象として選択している場合には、顧客との間の利益相反関係を考慮して、顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえた上で、当該取引システムを選択する理由について、資本関係の有無を含め、最良執行方針等に具体的に記載する必要があるものと考えられます。</p>
その他		
56	<p>顧客の属性などに応じて、最良執行方針を別に作成することは可能か。例えば、個人投資家向けと機関投資家、オンラインの顧客と対面の顧客について、最良執行方針を別に作成することは認められるか。</p>	<p>顧客の利益を考慮したうえで、ご質問のように顧客の属性や取引チャネル等ごとに執行方法を分けて最良執行方針等を定めることは可能であると考えられます。</p>
57	<p>当社は対面取引とネット取引の二つの取引コースを設けて、お客様（個人、法人とも）はいずれかの取引コースを選択して口座を開設する。また、対面取引とネット取引は別システムを使用している。システムの対応状況によって、一方のシステムだけが注文回送対応を行った場合、1社に二つの最良執行方針が存在することになるが、それが許容されることを確認したい。</p>	
58	<p>SORサービスを自社の顧客（個人投資家）に一律提供するのではなく、取引特性や資産形成のニーズに合致した個人投資家、もしくはSORサービス利用を希望する個人投資家に対してのみサービス提供するという限定的な対応は許容されるか。</p>	

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
59	<p>各社でSORを構築（実装）することは、各証券会社のシステムの力量によりかなり差が出ると思われ、個人投資家には公正・公平な仕組みとならないと考えます。多数の証券会社の執行能力を比較・評価して使い分けを行う機関投資家と違い、個人投資家が各証券会社の最良執行方針やSORの良し悪しを比較して、証券会社を使い分けることは困難。米国のNMSやCQSのように複数市場の気配表示し注文を回送させる共有の仕組みが、公平な最良価格を提示するインフラとして必要。</p>	<p>貴重なご意見として参考にさせていただきます。</p> <p>なお、最良執行TF報告書では、気配情報の統合配信制度及び注文の回送制度について、システムの構築・維持には多大なコストがかかると考えられること、高速取引行為者等が各取引施設から直接提供された気配情報を自ら統合することにより統合気配情報に依拠するよりも速く注文することが可能となる等の課題が残ること、米国と比較して取引施設の数が少ないこと、から、このようなシステムをただちに構築すべき必要性は高くないと考えられるとされております。</p>
60	<p>最良執行方針の議論でSORを個人投資家にも活用することの是非が問われています。個人投資家は、基本的にはプロ投資家ではないことからSORの仕組み、リスクを正しく理解していただくことが最重要課題です。特に発注のタイミングやシステムの優劣で結果的に有利にならないケース（売れなかった／買えなかった等）も想定されますが、複雑となる最良執行方針の説明が、個人投資家メリットに適うのか、投資家を市場から遠ざけることにならないか疑問が残ります。</p>	<p>貴重なご意見として参考にさせていただきます。</p> <p>なお、最良執行方針等の記載に関して「顧客の属性や証券会社等のビジネスモデルに応じて、分かりやすく記載しているか」との留意点を監督指針Ⅳ-3-1-2(11)①に記載しています。</p>
61	<p>最良気配があるPTSに注文回送したが出来ず（他人に板を取られてしまった場合など）東証に回送し直しても、時間優先で同指値の板の後ろに並ばざるを得ないことを、お客様にどこまで説明できるのか。</p> <p>また、回送しなかった場合は約定していたのであれば、証券会社のシステム能力が劣後している場合、システム不備での執行遅延として約定訂正などの要望に応じるべきか。</p>	<p>前段について、最良執行方針等の記載に関して「顧客の属性や証券会社等のビジネスモデルに応じて、分かりやすく記載しているか」との留意点を監督指針Ⅳ-3-1-2(11)①に記載しています。</p> <p>後段について、ご質問の趣旨が必ずしも明らかではありませんが、一般に約定訂正を行うか否かは、個別事例ごとに実態に即して判断されるべきものであると考えられます。</p>
62	<p>金融商品取引業者Aが個人投資家Cから注文を受け、当該注文を別の金融商品取引業者Bに取り次ぎ、金融商品取引業者Bが当該注文を執行する場合、金融商品取引業者A及びBは個人投資家Cに対して、金商法第40条の2各項に規定される最良執行義務を負わないという理解でよいか。</p>	<p>ご質問のような場合、金融商品取引業者A及び金融商品取引業者Bについて、それぞれ金商法第40条の2が適用されます。</p> <p>この場合において、個別具体的に判断する必要がありますが、金融商品取引業者Bについては、基本的に、金商業等府令第124条第2項第2号の規定は適用されないものと考えられます。</p>
63	<p>今般の改正への対応のため、当社は最良価格検索システムを導入する予定である。改正実施日の日程は、最良価格検索システムの導入を予定している他の取引参加者の大半が間に合う時期にすべきであると思料する。或いは、パブコメ終了後、所定の手続きを経て公布、施行が直ちに行われる場合、施行日か</p>	<p>ご意見を踏まえて、金商業等府令第124条第2項各号及び同条第6項の規定の適用について、施行後1年の経過措置を設けることとします（附則第2条）。</p>

No.	コメントの概要	金融庁の考え方
	ら一定期間の経過措置を定める等の配慮が必要と思料する。	
64	今回の金商法施行令、金商業等府令及び監督指針の改正により、最良執行方針の改定のほかウェブサイトの改修、またシステム改修が必要となることも考えられるため、各改正の内容が確定してから施行までは最低半年以上の猶予期間を設けていただきたい。	
65	今回の金商法施行令、金商業等府令及び監督指針の改正により、最良執行方針の改定のほかウェブサイトの改修、またシステム改修が必要となることも考えられるため、各改正の内容が確定してから施行までは最低半年以上の猶予期間を設けていただきたく存じます。	
66	最良執行説明書への記載事項の追加には、相応のシステム改修を要する。本改正部分については、施行に際してシステム改修に係る期間を猶予いただくため、経過措置を設けていただきたい。	
67	金商業等府令第124条第2項第2号口に該当する場合、従来の執行方法から変更がなくても、最良執行方針を変更して顧客に交付する必要が生じると考えるが、書面郵送の負担が重く、執行方法に変更がない場合に限り、ホームページ等への掲載及び店舗での掲示という対応を認めてほしい。	<p>今般の改正は、最良価格検索システムの普及等に伴い、注文執行における投資者保護と透明性確保のため最良執行方針等の記載について見直しを行うものであるため、金商業等府令第124条第2項各号に掲げる場合にあっては、最良執行方針等の記載において当該各号に掲げる事項を示す必要があり、今般の改正前後において注文の執行方法に変更がないことを理由に、顧客に対し最良執行方針等を記載した書面を交付しないことを認める旨の規定を設けることは適当でないと考えられます。</p> <p>なお、金商法第40条の2第6項により準用する金商法第34条の2第4項の規定により、最良執行方針等を記載した書面の交付に代えて、顧客の承諾を得て、当該書面に記載すべき事項を電磁的方法により提供することが認められています。</p>