

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

2021年6月2日

## 目次

I. はじめに .....	1
II. 金融商品取引業者等の最良執行方針等に係る制度の見直し .....	2
1. 現行制度の概要及び制度導入後の環境変化等 .....	2
2. 制度の見直しのあり方 .....	3
III. おわりに .....	13

「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」メンバー等名簿

2021年6月2日現在

座長	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
メンバー	藍澤 卓弥	藍澤証券(株) 代表取締役社長
	上柳 敏郎	弁護士 (東京駿河台法律事務所)
	内田 修一	ニッセイアセットマネジメント(株)トレーディング部長
	宇野 淳	早稲田大学大学院経営管理研究科教授
	梅野 淳也	ブラックロック・ジャパン(株) トレーディング・レンディング & リクイディティ部長
	辛島 利泰	野村証券(株) グローバル・マーケット企画部マネージング・ディレクター
	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
	久保 哲郎	フィデリティ投信(株) 執行役員 法務・コンプライアンス本部長
	清水 葉子	福井県立大学経済学部教授
	清明 祐子	マネックス証券(株) 代表取締役社長
	横山 淳	(株)大和総研主任研究員

オブザーバー 日本証券業協会 国際銀行協会 (株)日本取引所グループ  
札幌証券取引所 名古屋証券取引所 福岡証券取引所  
ジャパンネクスト証券(株) チャイエックス・ジャパン(株)

(敬称略・五十音順)

※ 上記のメンバー等に加え、第3回(2021年4月7日)まで、以下のメンバーが出席(敬称略。役職は同日時点)

永堀 真 (モルガン・スタンレーMUFG証券(株) 株式統括本部エグゼクティブ・ディレクター)

## I. はじめに

金融審議会は、2020年9月11日の金融審議会総会において、金融担当大臣より諮問を受けて、「市場制度ワーキング・グループ」を設置した。その後、同年12月1日の市場制度ワーキング・グループ第4回会合において、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 Smart Order Routing(以下「SOR」という。)というシステムの普及に伴い、注文執行における投資家保護と透明性確保の重要性が高まっていること等を踏まえ、金融商品取引業者等の最良執行方針等<sup>1</sup>に関する規制の点検・検討を行うこととされたが、これについては、専門性・個別性が特に高いことから、同ワーキング・グループの下に別の会議体を設けて議論することとされた。そこで、同年12月18日、「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」が設置された。以後、当タスクフォースでは、4回にわたり、金融商品取引業者等の最良執行方針等に関する規制について検討を行った。本報告書は、その検討の結果を取りまとめたものである。

金融商品取引業者等の最良執行方針等に関する規制は、第一義的には投資家保護のためのものであり、当タスクフォースも投資家保護の観点から検討を行った。他方、最良執行方針等は、そのあり方如何によっては、私設取引システム(以下「PTS」という。)及び地方取引所を含めた市場間競争の促進にも繋がり得る。金融商品取引業者等の最良執行方針等に関する規制の見直しを行うことは、我が国資本市場の国際金融センターとしての一層の機能発揮にも資すると思われる。

---

<sup>1</sup> 有価証券等取引に関する顧客の注文について、最良の取引の条件で執行するための方針及び方法をいう。以下同じ。

## II. 金融商品取引業者等の最良執行方針等に係る制度の見直し

### 1. 現行制度の概要及び制度導入後の環境変化等

#### (1) 現行制度の導入経緯及び概要

取引施設が複数存在する場合には、金融商品取引業者等は、顧客の注文をいずれの取引施設で執行することが顧客の利益となるかという観点からの対応が求められる。

我が国では、1998年に取引所集中義務の撤廃と併せて証券業としてPTS運營業務の認可制が導入された。

また、2005年には、証券会社(現在は金融商品取引業者)は顧客が取引所外と明示しない限り取引所において執行しなければならないとする原則(取引所取引の原則)が見直された。これと併せて、投資家保護の観点から、証券会社は、有価証券等取引に関する顧客の注文について、最良の取引の条件で執行するための方針及び方法である最良執行方針等を定め、これに従い注文を執行しなければならない等の義務が導入された。

その際、「最良の取引の条件」については、当時の市場インフラ等を踏まえ、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性等さまざまな要素を総合的に勘案して決定されることとされ、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つに該当し得るものとされた<sup>2</sup>。

#### (2) 制度導入後の環境変化及び課題

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されており、取引所取引の原則を撤廃した目的である市場間競争の促進が果たされていないとの指摘がある。

また、諸外国における最良執行に関する規制についてみると、より価格を重視した制度が導入されている。米国においては、後述のとおりNMS(National Market System)が構築され、機関投資家・個人投資家問わず価格のみを考慮した制度とされている。他方、EU及び豪州においては、機関投資家については価格のみならずさまざまな要素を総合的に勘案すべきとされている一方、個人投資家については価格と手数料等のコストを考慮すべきとされている<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 「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」(2005年2月15日)

<sup>3</sup> なお、EUにおける最良執行に関する規制においては、(i)ブローカーは最良結果を得るために全て

日本において、近年、PTS のシェアが徐々に増加しているほか<sup>4</sup>、個人投資家向けにもダークプールの提供が進む等、取引所の立会市場以外における取引が増加しつつある。また、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 SOR も普及しつつある<sup>5</sup>。そのため、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。ただし、この点を巡っては、以下のような課題も指摘されている。

- SOR に付随して、金融商品取引業者等又はその系列・友好関係にある取引施設と顧客との間に利益相反構造がある。
- 2018 年に高速取引行為を行う者の登録制が導入されたが<sup>6</sup>、一部の高速取引行為者が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(以下「レイトンシー・アービトラージ」という。)を採用しているとみられる。

当タスクフォースでは、これらの環境変化及び課題を踏まえ、主に以下の点について検討を行った。

- ① 最良執行方針等について、より価格を重視する方向に見直すことが考えられないか。
- ② その他、市場構造の変化を踏まえた最良執行のあり方とその顧客説明についてどう考えるか。

## 2. 制度の見直しのあり方

### (1)より価格を重視した最良執行方針等

#### ①機関投資家と個人投資家の違い

機関投資家については、たとえば大口注文であればマーケットインパクトを最小化した上で同日中の確実な約定を求める等、自らの投資戦略に基づき金融商品取引業者等に対して執行方法に関する指示を行うことが通例である。そうした場合、最良執行に関して投資家保護の観点から問題は生じないと考えられる。また、価格・コスト面につ

---

の十分なステップを踏まなければならないとされており、(ii) デリバティブを含む投資商品が広く対象とされている。(i) に関し、日本の最良執行に関する規制についても、金融商品取引業者等は顧客の注文について最良の取引の条件で執行しなければならない、といった建て付けに見直すことも考えられるのではないか、との意見があった。

<sup>4</sup> 上場株式を取り扱う PTS には合計 8 社が参入した。現在は 2 社のみであるが、PTS 合計の取引のシェアは、2011 年以降 5 %程度で推移した後、2019 年の PTS による信用取引の解禁後に上昇し、直近では 7 ~ 8 %程度に達している。

<sup>5</sup> PTS の取引参加者である金融商品取引業者等 (35 社) の多くは SOR のサービスを提供している。このうち、ネット証券 (5 社) の大半は個人投資家に対してのみ、ネット証券以外の金融商品取引業者等の多くは機関投資家に対してのみ、SOR のサービスを提供している。

<sup>6</sup> 本年 4 月 8 日現在、55 者が登録を受けている。

いても、一時点での最良気配での約定というよりも全体としての執行コストの低減を重視している。そのため、機関投資家にとって「最良の取引の条件」であるか否かは、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性等さまざまな要素を総合的に勘案して決定されるものであり、機関投資家に対する最良執行方針等について、制度導入当時の考え方を見直す必要性は、現状、必ずしも高くはないと考えられる。

これに対して、個人投資家の場合、機関投資家と比較すると小口注文が多く、基本的には価格が最も重要な要素であると考えられる。また、近年、PTS のシェアの増加や SOR の普及等により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。このため、個人投資家に対する最良執行方針等については、より価格を重視する方向に見直すことが考えられる。

## ②個人投資家におけるニーズの違い等

個人投資家の中でも、中長期の資産形成を目指す者から、短期間で反復売買により利益を獲得することを目指す者まで、そのニーズは様々である<sup>7</sup>。かかるニーズを踏まえ、金融商品取引業者等のビジネスモデルも、中長期の資産形成をサポートすることを中心とするものから、取引に際しての利便性を重視するものまで、様々である。

現状、PTS の取引参加者ではない金融商品取引業者等や SOR のサービスを提供していない金融商品取引業者等が、より価格を重視した最良執行方針等に変更するためにはシステム投資等が必要となる。しかし、本来、限られた経営資源をどのように配分するかは、顧客のニーズやビジネスモデルのあり方と密接に関係する事柄である。金融商品取引業者等が顧客のニーズやビジネスモデルに関わらず一律に当該システム投資等を求められ、そのコストが売買委託手数料等の形で顧客に転嫁されることとなれば、かえって最良執行方針等に関する規制の趣旨である投資家保護に悖る結果となりかねない。そうだとすれば、金融商品取引業者等に対してより価格を重視した最良執行方針等に変更することを一律に義務付けることは適当ではないと考えられる。

そこで、個人投資家に対する最良執行方針等についてより価格を重視する方向に見直すにあたっては、金融商品取引業者等に対してより価格を重視した最良執行方針等に変更することを促す仕組みとすることが適当と考えられる。具体的には、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<sup>8</sup>」には、その旨及びその理由」を追加することにより(いわゆ

<sup>7</sup> 日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査【インターネット調査】(概要)」2020年10月21日

([https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kojn\\_isiki.html](https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kojn_isiki.html))

<sup>8</sup> 現状、多くの金融商品取引業者等の最良執行方針等には、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ものと記載されているところ、かかる場合は「主として価格面以外の顧客の利益を考慮する場合」に該当すると考えられる。他方、SORにより取引所とPTS1社以上又は取引

るコンプライ・オア・エクスプレイン)、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考えられる。

なお、上記の「理由」の記載にあたっては、顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえたうえで、顧客のニーズや金融商品取引業者等のビジネスモデルに応じて、各金融商品取引業者等において顧客本位の観点から十分に検討することが期待される<sup>9</sup>。

### ③関連する論点

#### (i) 気配情報の統合配信制度及び注文の回送制度

米国においては、NMS(National Market System)が構築され、各市場における気配情報及び約定情報が統合配信される制度が整備されている。また、ITS(Intermarket Trading System)が構築され、NMSによる統合気配情報(SIP feed)に基づき、最良気配(NBBO:National Best Bid and Offer)のある市場に注文を回送する制度が整備されている。

もっとも、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と考えられる。また、高速取引行為者等の高度な技術を有する一部の投資家が、各取引施設から直接提供された気配情報(Direct feed)を自ら統合することにより、SIP feed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と考えられる。さらに、米国と比較して取引施設の数が少ない日本の市場間競争の現状<sup>10</sup>を踏まえれば、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<sup>11</sup>。

#### (ii) ダークプールの位置付け

個人投資家向けにダークプールの提供が進んでいることからすれば、個人投資家に対する最良執行方針等についてより価格を重視する方向に見直すにあたっては、ダークプールを利用した執行も含めて見直しを行うことが望ましい。

しかしながら、ダークプールを運営する金融商品取引業者等には、ダークプールにおける気配情報の公表義務はなく、取引所やPTSと異なり、ダークプールにおける気配情報は外部に公表されない。また、実務上、システム保守の場合等を

---

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「主として価格面以外の顧客の利益を考慮する場合」には該当しないと考えられる。

<sup>9</sup> なお、「理由」を最良執行方針等に記載すれば顧客の利益を考慮しないことが許されるものではないことに留意する必要がある。また、投資ニーズの如何に関わらず、ほとんどの個人投資家にとって有利な価格で約定できるに越したことはない点も踏まえる必要があると考えられる。

<sup>10</sup> 2020年8月31日現在、米国においては、株式等を取り扱う取引所は16、取引所外取引システム(Alternative trading system)は51存在する一方、日本においては、取引所は日本取引所グループを含め4、PTSは2のみである。

<sup>11</sup> 執行結果の検証のために統合気配情報が必要であるとの意見があった。



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である。

このように、気配情報同士を比較して最良の取引の条件としてダークプールを選択することができない場合があることを踏まえれば<sup>12</sup>、ダークプールについては、約定時における取引所の立会市場の最良価格より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こと(いわゆるトレードアットルールの導入)も考えられる<sup>13</sup>。もっとも、このトレードアットールについては、2019年に開催された金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、機関投資家がダークプールを利用する目的は価格改善効果のみではないこと、トレードアットールを導入すると即時執行を阻害すること等から、その導入は見送られたところである。

他方、その際の議論・検討の結果、ダークプールの透明性等を確保するため、業務管理体制の整備(金融商品取引業等に関する内閣府令第70条の2)の一環として、価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管や価格改善効果の顧客説明を義務付けることとされ、これらの規制は本年9月から適用される。

そこで、個人投資家に対する最良執行方針等についてより価格を重視する方向に見直すにあたっては、こういった金融審議会における議論も踏まえたうえで、最良執行方針等に関する規制の中でダークプールを適切に位置付けることが適当であると考えられる。具体的には、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「ダークプールを使用する場合には、その旨及びその理由」を追加することが考えられる。

### (iii)顧客から執行方法に関する指示がある場合

顧客から執行方法に関する指示があった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に記載している限り、当該執行方法により執行することは妨げられないと解されている。今般、個人投資家に対する最良執行方針等についてより価格を重視する方向に見直すにあたっては、引き続き執行方法に関して顧客による選択の余地を認めることが適当と考えられる。

ただし、特に個人投資家に関しては、顧客である個人投資家から十分な理解を得ないまま、顧客から執行方法に関する指示があったものとして、最良執行方針等に記載された執行方法と異なる方法により執行する等、潜脱的な運用が行われることがないように留意する必要があると考えられる。

---

<sup>12</sup> 実務上、SORのシステム上ではダークプールと他の取引施設における気配を価格で比較することが可能なものもある。

<sup>13</sup> 当タスクフォースにおいても、個人投資家についてはトレードアットールを導入すべきとの意見や、個人投資家がダークプールを利用することは慎重に検討すべきとの意見があった。

## (2) 市場構造の変化を踏まえた最良執行のあり方とその顧客説明

### ①SORの透明化

#### (i) 最良執行方針等との関係

以下のとおり、現在、各金融商品取引業者等において様々なタイプの SOR のサービスが提供されている。

- いずれの取引施設の価格を検索するか
  - 取引所については、東証、又は東証及び地方取引所の気配が検索可能
  - PTS については、複数の PTS 若しくは PTS1社の気配が検索可能、又は PTS の気配は検索不可
  - ダークプールについては、自社の運営するダークプール、他社の運営するダークプール、若しくは自社及び他社の運営するダークプールの価格が検索可能、又はダークプールの価格は検索不可
- 基本となる注文執行ルール
  - 注文を複数の取引施設に順次回送
  - 注文を複数の取引施設に同時に発注
- 複数の取引施設の最良気配が同値であった場合にいずれの取引施設で執行するか
  - 最も流動性がある取引施設で執行
  - 執行される取引施設に応じて顧客が金融商品取引業者等に対して支払う手数料の額が異なる手数料体系としている場合において、当該手数料が安い取引施設で執行
  - 事前に指定された順番で複数の取引施設を回送 等

このように、様々なタイプの SOR のサービスが提供されていることからすれば、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考えられる。

他方、SOR のサービスを提供している金融商品取引業者等には、最良執行方針等に SOR に関する記載をしているものと、SOR に関する記載をしていないものがある。この点、最良執行方針等に SOR に関する記載がない金融商品取引業者等が SOR により注文執行する場合は、顧客からの執行方法に関する指示に基づくものとして注文を執行している。また、最良執行方針等に SOR に関する記載をしている金融商品取引業者等においても、記載の詳細さは様々であり、また SOR による当該注文執行ルールを選択している理由について具体的に記載している例は見当たらない。

そこで、SOR による注文執行ルールを透明化するために、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」を追加することが考えられる。ここで、SOR による注文執行ルールとしては、顧客が各金融商品取引業者等の SOR を比較する上で特に重要と考えられる下記(A)から(D)までが考えられる。

- (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であった場合にいずれの取引施設で執行するか
- (D) (A)~(C)のルールを採用する理由<sup>14</sup>

なお、SOR による注文執行ルールに関して、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が、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必要があると考えられる<sup>15</sup>。

## (ii) 最良執行説明書との関係

SOR の透明化にあたっては、顧客に対する事前の情報提供のみならず、事後のモニタリングも重要である。この点、金融商品取引業者等は、有価証券等取引に関する顧客の注文を執行した後、3月間以内に当該顧客から求められたときは、当該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書面(最良執行説明書)を、顧客から求められた日から20日以内に、当該顧客に交付しなければならないとされている(金融商品取引法第40条の2第5項・金融商品取引業等に関する内閣府令第124条第4項、第6項)<sup>16</sup>。

事後のモニタリングの観点から、この最良執行説明書の法定記載事項に、「SOR を使用した場合は<sup>17</sup>、価格改善状況」を追加することが考えられる。ここで、価格改善状況としては、約定日時に加え、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における価格が考えられる<sup>18</sup>。

なお、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。

<sup>14</sup> 特に、後述する SOR に付随する利益相反構造がある場合は、顧客にとってのメリット・デメリットを踏まえ、一定程度詳細な記載が必要であると考えられる。

<sup>15</sup> また、過度に詳細な SOR による注文執行ルールを公表すれば、かかる注文執行ルールを高速取引行為者が分析し、後述するレイテンシー・アービトラージが容易になる可能性があることに留意する必要があると考えられる。

<sup>16</sup> 現状、最良執行説明書の法定記載事項は、(A)注文に係る有価証券等取引の銘柄、数量及び売付け又は買付けの別、(B)受注日時、(C)約定日時及び執行した金融商品市場その他執行の方法である(金融商品取引業等に関する内閣府令第124条第5項)。

<sup>17</sup> SOR を使用しない場合の執行結果に関する検証について将来的な課題として指摘する意見があった。

<sup>18</sup> ただし、金融商品取引業者等において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、最良執行説明書の法定記載事項を追加するにあたっては、金融商品取引業者等にとって過度な負担とならないように留意する必要があると考えられるほか、経過措置を設けることが考えられる。

### (iii) SOR に付随する利益相反構造

SOR に付随して、金融商品取引業者等又はその系列・友好関係にある特定の取引施設と顧客との間に利益相反構造があると考えられる。前述のとおり、SOR においていずれの取引施設の価格を検索するかは各金融商品取引業者等において様々であるが、より多くの取引施設の価格を検索できるようにした方が顧客にとってより有利な価格で約定できる可能性が高まると考えられる。そうだとすれば、たとえば、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して回送するルールとなっている場合（いわゆるプレファレンシング）、顧客にとってより有利な価格で約定できる可能性が低下し、金融商品取引業者等又はその系列・友好関係にある特定の取引施設と顧客との間に利益相反が生じることがある。

しかしながら、そうした利益相反構造がある場合でも、東証の立会市場における最良気配と比較して価格改善効果が生じる場合があること、あるいは価格改善効果が生じないとしても約定可能性が高い等、顧客に別途の利益を生じる場合があることを理由として、かかる注文執行ルールが採用される場合も考えられる。また、SOR による特定の注文執行ルール（利益相反が生じる可能性のある注文執行ルール）を一律に禁止又は制限することは、SOR の技術進歩を妨げることにもなりかねない。さらに、金融商品取引業者等に対して、全ての取引所、PTS 又はダークプールの取引参加者となることを義務付けることは、システムコスト等の観点から現実的ではないと思われる。そうだとすれば SOR による特定の注文執行ルール（利益相反が生じる可能性のある注文執行ルール）を一律に禁止又は制限したり、金融商品取引業者等に対して全ての取引所、PTS 又はダークプールの取引参加者となることを義務付けたりすることは適当ではないと考えられる。

そこで、SOR に付随する利益相反構造については、前述の最良執行方針等及び最良執行説明書の記載を通じて SOR を透明化することにより対応することが適当と考えられる。

## ②レイテンシー・アービトラージへの対応

高速取引行為については、市場に流動性が供給されているとの指摘や、流動性が厚くなることでスプレッドが縮まり一般投資家にもその恩恵が及んでいるとの指摘がある。他方、

- 市場でのイベントに加速度的に反応し、マーケットが一方向に動くことで、市場を混乱させるおそれ
- 高速取引行為者に太刀打ちできないなどといった不公平感を与え、個人や中長期的な機関投資家を市場から遠ざけてしまうおそれ
- 高速取引行為者の取引戦略には短期的なものも存在し、高速取引行為のシェアが過半を占める株式市場では、中長期的な企業の収益性に着眼した価格形成が阻害され

るおそれ

- 異常な注文・取引やサイバー攻撃などの影響が瞬時に市場全体に伝播するおそれや、その他システム面でのトラブルが市場に大きな問題を引き起こすおそれ
- アルゴリズムを用いた相場操縦等の不公正取引の事案等が報告されているなど、市場の公正性に影響を与えるおそれ

といった点を懸念する指摘もある。

こうした指摘を踏まえて、2018年に高速取引行為を行う者の登録制が導入され、体制整備・リスク管理、当局への情報提供などの枠組みが整備された。

その後、一部の高速取引行為者はレイテンシー・アービトラージを採用しているとみられるところ、レイテンシー・アービトラージは、他の投資家がSORによって得られたはずの価格改善効果を小さくする可能性がある等、他の投資家の注文執行に影響を及ぼしている可能性がある。また、金融商品取引業者等が顧客の注文を執行するに当たり、最良気配のある取引施設に注文を順次回送すると、注文がどの取引施設に回送されるかについての予見可能性が高まり、レイテンシー・アービトラージが容易になる可能性がある、との指摘がある<sup>19</sup>。

こうした指摘を踏まえて、実務上、金融商品取引業者等において一定の対応策が講じられているもの<sup>20</sup>、現時点では、レイテンシー・アービトラージの実態把握の手法や標準的な対応策が確立されているとは言い難く、各金融商品取引業者等が、よりよい注文執行を顧客に提供する取組みの中で、検討を進めている<sup>21</sup>。こうした中、金融商品取引業者等のレイテンシー・アービトラージへの対応方針・対応策は、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考えられる。

以上の点を踏まえると、現時点においては、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<sup>22</sup>」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。

---

<sup>19</sup> この点に関し、TIF注文（Time in Force。あらかじめ設定した一定時間、顧客の注文を板に乗せ、当該時間内に約定しなかった注文をキャンセルするもの）をしたうえで、キャンセルされた注文を他の取引施設に回送することは、レイテンシー・アービトラージを容易にし、特に問題であるとの指摘があった。

<sup>20</sup> たとえば、IOC注文（Immediate Or Cancel。即時に約定可能な注文以外は自動的にキャンセルする（板に乗らない）注文方法）や、複数の取引施設への同時発注等の対応策を講じている金融商品取引業者等が存在する。

<sup>21</sup> 今後、レイテンシー・アービトラージの実態把握が進み、より精緻な議論が可能になることが期待されるとの意見があった。

<sup>22</sup> 最良執行方針等にレイテンシー・アービトラージへの対応策を詳細に記載すると、個人投資家にとって分かりにくいというえ、レイテンシー・アービトラージを行う高速取引行為者がこれを分析することにより、かえってレイテンシー・アービトラージが容易になる可能性があることに留意する必要があると考えられる。

### ③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、いわゆるペイメント・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をいう(以下「PFOF」という。)

現時点において日本で PFOF の例は確認されていないが<sup>23</sup>、米国においては 1980 年代から存在したといわれている。

PFOF については、

- 投資家が金融商品取引業者等に支払う売買委託手数料の値下げさらには無料化の原資となり得る
- 取引所や PTS の最良気配と比較して価格改善効果が生じる場合がある
- 取引所や PTS と比較して約定しやすい可能性がある

等、投資家の利益が生じる場合があるという主張がある。

他方、

- 金融商品取引業者等が、価格改善効果や約定可能性を検証することなくリベート目的でマーケットメーカーに顧客の注文を回送するおそれがある、顧客の利益よりもマーケットメーカーの利益を優先した行動をとるおそれがある(利益相反構造)
- リベートを負担するマーケットメーカーが投資家に十分な価格改善効果や約定可能性を提供するとは限らない、マーケットメーカー間の競争が働かない

等、必ずしも最良執行につながるとは言い難い。

加えて、マーケットメーカーとの相対取引では気配情報が公表されず、市場における価格発見機能が低下するおそれがある。(なお、この点はダークプールも同様であるが、前述のとおり、ダークプールについては、現在、透明性等の確保が進められている。)

諸外国の金融規制における PFOF の取扱いをみると、EU においては、MiFID II により、顧客の注文を特定の取引施設又は執行場所に回送する場合において、利益相反又は誘因に

---

<sup>23</sup> ダークプール又は PTS において、マーケットメーカーから受領する手数料を高額に設定する一方で、投資家の注文を取り次ぐ金融商品取引業者等から受領する手数料を無料又は低額に設定する場合には、PFOF と類似の利益相反構造があるといえる。もっとも、金融商品取引業者等において手数料は自由化されている。また、ダークプール及び PTS においては、一般にマーケットメーカー間の競争が働くことにより投資家にとって有利な価格が提供される場合も考えられる。さらに、ダークプールについては、現在、透明性等の確保が進められているところである。他方、投資家の注文を取り次ぐ金融商品取引業者等の手数料を無料又は低額に設定することとどまらず、当該金融商品取引業者等が金銭を受領する場合には、当該金銭は PFOF に該当すると考えられる。

関する規定に反する報酬、割引又は非金銭的な対価を受領することが禁止されている。これに関して、英国規制当局は、2017年に、PFOFはMiFID IIに違反する旨の見解を公表している。

米国においては、投資家に対する一定の情報提供を前提にPFOFが許容されているが、PFOFを受領しているブローカーが一部の銘柄について取引を停止した事案について、利益相反の観点から問題視する声が上がっており、現在、PFOFに関する規制の見直しの議論が行われている途上にある。

現時点においてPFOFの例が確認されていない日本においてPFOFの是非を検討するにあたっては、最良執行に関する規制や市場構造の違いにも留意しつつ、諸外国における金融規制の動向も踏まえて検討することが適当と考えられる。

したがって、現時点においてPFOFの取扱いについて一定の結論を出すことは時期尚早であるが<sup>24</sup>、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が期待される<sup>25</sup>。

---

<sup>24</sup> また、PFOFに関する制度のあり方について結論が出ていない状況下で、金融商品取引業者等においてPFOFを受領することには、極めて慎重な意見が多かった。

<sup>25</sup> 現時点でPFOFをただちに禁止する必要はないとの意見があった一方、米国における規制を参考に最低限投資家に対する情報提供が必要であるとの意見や、価格を重視した最良執行が定着していない中でPFOFを許容すべきではないとの意見等、PFOFに対する懸念を示す意見が多かった。

### Ⅲ. おわりに

以上が、当タスクフォースにおける、金融商品取引業者等の最良執行方針等に係る制度の見直しに関する検討結果である。今後、関係者において、本報告書に示された考え方を踏まえて制度の見直しが進められることが期待される<sup>26</sup>。

かかる見直しにより、金融商品取引業者等において、より投資家に利益をもたらす注文執行が実現し、ひいては PTS と取引所間の市場間競争の一層の促進<sup>27</sup>、さらには我が国資本市場の国際金融センターとしての一層の機能発揮が期待される。

なお、金融商品取引業者等の最良執行方針等については、環境変化が速い分野であることから、継続的にモニタリングを行い、必要に応じ、適切に対応することが期待される。

以上

---

<sup>26</sup> 日本証券業協会においても、最良執行方針等の参考モデルの改訂や参考モデルのあり方を検討することが期待される。なお、2020年10月1日に東証においてシステム障害により終日取引が停止されたことを踏まえ、主たる取引所がシステム障害により終日取引が停止された場合における最良の取引の条件で執行するための方針及び方法について、主たる取引所以外の取引所及びPTSにおける取引状況を踏まえて、どの程度具体的な記載をすることが可能かどうか検討することも、併せて期待される。

<sup>27</sup> 取引所とPTSの呼値の刻み幅の違いを含めた、取引所とPTSの公平な競争条件の確保が重要であるとの意見があった。