

資料2

事務局説明資料

(最良執行方針等とSORとの関係等)

2021年2月16日(火)
金融庁

目次

I	第1回会合(2020年12月18日)におけるメンバーの主なコメント	1
II	最良執行方針等とSORとの関係	
1	SORによる注文執行のルール等の多様性	5
2	最良執行方針等との関係	8
(1)	最良執行方針等との関係	8
(2)	最良執行説明書との関係	11
III	SORに付随する利益相反構造	13
IV	最良執行方針等とダークプールとの関係	
1	2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論等	16
(1)	ダークプールに関する過去の主な改正等のまとめ	16
(2)	2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論	17
(3)	2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論を踏まえた制度改正	21
(4)	2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」において導入が見送られた規制	22
2	ダークプールに関する執行方法等	23
V	検討課題	25

I 第1回会合(2020年12月18日)における
メンバーの主なコメント

I 第1回会合(2020年12月18日)におけるメンバーの主なコメント①

(全体)

- 多種多様な投資家を前提に最大公約数を取るという観点からすれば、現在でも、価格、コスト、スピード、執行可能性が4大要素であるというのは、違和感はない。ただし、他の要素を排除するわけではない。
- マーケットの多様化の進展、発注技術に関する進展を踏まえると、大多数の投資家にとって取引所で執行することが合理的であるというところから出発する現在の最良執行義務は見直す必要。
- 様々な要素を総合的に勘案するという最良執行の整理は今でも変化していないが、ITの進展や、PTSにおいても少なくとも取引所の取引時間内においては妥当な価格での売買が可能になってきていることを前提にすると、最良執行のあり方を見直すことについては異論はない。ただし、取引可能なあらゆる取引施設を価格で比較しなければならないとするのは現実的ではない。また、PTSは東証の取引開始前の時間帯でも取引しているが、その時間帯は、価格を比較することは現実的ではない。
- 機関投資家と個人投資家では注文のサイズやニーズが異なることから、機関投資家に対する最良執行方針等と個人投資家に対する最良執行方針等を分けて議論するのが妥当。
- 米国では、機関投資家・個人投資家問わず価格による最良執行義務とされているが、世界的に見ると特殊。米国のような価格重視の最良執行義務を導入するためには、かなりの設備投資が必要であり、また市場外の執行が増えるなど市場構造に一定の影響があるため、慎重に検討する必要。
- 米国のNMSのようなシステムを構築するには、非常に大規模なインフラが必要になり、メンテナンスも必要であるため、一朝一夕に実現するのは難しい。

(機関投資家に対する最良執行方針等)

- 証券会社が注文執行にあたって考慮すべき要素について、機関投資家にとっては、匿名性・秘匿性も重要。
- 機関投資家は、必ずしも価格のみを優先しているわけではなく、様々な視点、投資元となっている投資家の視点から、適切な優先すべき事項を選んでいる。
- 機関投資家に対する最良執行方針等については、基本的には導入当初の精神というのは未だに生きており、これに大きく手を入れる必要はない。

I 第1回会合(2020年12月18日)におけるメンバーの主なコメント②

(個人投資家に対する最良執行方針等)

- 個人投資家について、特に小口の注文に関しては、複数の取引施設を比較して、より良い値段で執行するということはある意味自然。ただし、小口の個人投資家の注文の全てにおいて、価格の比較が有効であるというわけではない。中長期の投資をする個人投資家は、指値で待つ人も多い。約定可能性、価格の透明性も重視されるべき。
- それほど大きな注文は出さない個人投資家においては、どのような価格で執行できるのか、どのようなコストがかかるのかという、この2点が一番重要な要因。複数の市場で執行が可能な場合にどの市場に最良価格があるかということを集める能力は、個人投資家の場合には非常に限られているため、SORを積極的に活用した執行機会というものを最良執行という考え方の中に取り込んでいくことはメリットがある。ただし、SORを使用した執行には特有のデメリットもあり、投資家によっては取引所での執行を優先して好むという投資家も当然いると思われるため、投資家の選択の余地を残すという意味では、全てSOR経由ではなければいけないということではない。
- 価格優先という形を一律的に適用するという発想については、若干懐疑的。証券会社それぞれにおける特性・ビジネスモデルを減殺してしまうという側面もある。デイトレーダーのようなスピードと価格が最も重要である個人投資家がいる一方、中長期的な資産形成をする個人投資家にとっては証券会社からのサービスが非常に重要。マーケットの側面から見ても、健全な市場の多様性を維持していくという意味においても、価格のみに焦点を当てることによって、その特性が若干損なわれることがあるとすると、あまり好ましいことではない。中堅証券が新たなシステムコストを過大にかけて、それが結果として投資家に転嫁されるというような形になるというのは、投資家保護とは必ずしも言い切れない。シンプルベースのアプローチが望ましい。
- SORを導入するシステム対応のために、取引所・PTSにつなぐために、一定のコストがかかっている。SORは価格改善メリットを目的に導入しており、若干価格改善につながっているが、東証での約定も多く、かけたコストに対してメリットはまだまだ小さい。そこまで価格にセンシティブではない個人投資家も多いと思われ、一律SORを導入しようという議論はとても乱暴。
- 投資家が少しでも有利な価格で取引できるに越したことはないが、今も基幹システムの維持、利用料についても相当なコストが毎月かかっており、それが中堅・中小証券の利益を圧迫している。売買手数料を収益の柱とするブローカレッジ業務から資産形成ビジネスへのシフトが課題となっていることから、価格追求の優先度は下げざるを得ない。執行可能性と安心して取引できるという市場の透明性が一番大事であり、その次に、コスト、価格、スピードが重要。個人投資家は少額投資中心であるため、僅かな価格差に大きなメリットがあるとは現状感じられない。

I 第1回会合(2020年12月18日)におけるメンバーの主なコメント③

(その他)

- 約定価格と約定した時点の取引所の気配を比較すれば、価格改善効果はあったといえるかもしれないが、本当に重要なのは、例えばある注文を証券会社が受領してPTS等に指値で発注したときに、何らかの気配情報が発信され、例えばHFTがその情報に基づいて取引所等で先回りして取引をしてしまった、その結果投資家の注文は約定されず、より不利な価格での約定を強いられたといったケースがあった場合に、約定した結果だけを見て価格改善効果があるというのは、フェアではない。
- (個人投資家と高速取引行為者との間のスピード格差という点に関連して)マーケットの流動性の多様化が非常に重要であり、マーケットの見方が違う投資家がいるからこそ、売りと買いが発生し、需給が発生する。
- 最良執行方針等どおりに執行されたのかという点の開示とモニタリングが重要。
- SORは多様な条件を迅速かつ円滑に探索する上では非常に優れた仕組みであるが、一種のブラックボックス化しているところを踏まえて、利益相反の観点から検討する必要。
- 市場の透明性についても同時に考える必要。
- 市場間での健全な競争環境があるということが重要。

II 最良執行方針等とSORとの関係

Ⅱ－1 SORによる注文執行のルール等の多様性 ① (※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

- 現在、PTSの取引参加者である証券会社(35社^(注1))の多くは、SORのサービスを提供。
 - 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SORのサービスを提供。^(注2)
 - このうち、ネット証券以外の証券会社の多くは、機関投資家に対してのみSORのサービスを提供。
- SORにおいては、通常、取引所に加えて、PTS及び／又はダークプール^(注3)を執行先等としているが、いずれの取引所・PTS・ダークプールを執行先等とするかは、各社異なる。(次頁参照)

(参考)

- PTS
 - ・ PTS2社の取引参加者である証券会社…28社^(注1・注4)
 - ・ PTS1社のみの取引参加者である証券会社…7社^(注1・注4)
(※ ただし、PTSの取引参加者であるものの、SORのサービスを提供していない証券会社もあるため、上記の社数は、SORのサービスを提供している証券会社の数と完全に一致するものではない。)
- ダークプール
 - ・ ダークプールを利用している証券会社…20社
(※ ただし、SORを利用せずに直接ダークプールに発注する場合もあり得るため、上記の社数は、SORのサービスを提供している証券会社の数と完全に一致するものではない。)

- SORによる注文執行のルール(次頁参照)は、顧客である投資家の希望に応じてカスタマイズできる場合もあるが、カスタマイズできない場合もある。

(注1)PTS2社(ジャパンネクスト証券、チャイェックス・ジャパン(五十音順))のウェブサイトより。35社のうち17社について金融庁によりヒアリングを実施。その他、各社が公表する最良執行方針等から情報収集。

(注2)個人投資家及び機関投資家の双方に対してSORのサービスを提供しているネット証券も存在。

(注3)ダークプールとは、社内取引システム(当該金融商品取引業者等その他の者が、電子情報処理組織を使用して、同時に多数の者を一方の当事者又は各当事者として、当該有価証券の売買若しくは市場デリバティブ取引の価格その他の取引の条件の決定又はこれに類似する行為を行うものを行い、私設取引システムを除く。)をいう。(金商業等府令第70条の2第6項)

(注4)個人投資家に対してSORのサービスを提供しているネット証券(5社)のうち、2社はPTS2社の取引参加者であり、3社はPTS1社のみの取引参加者。

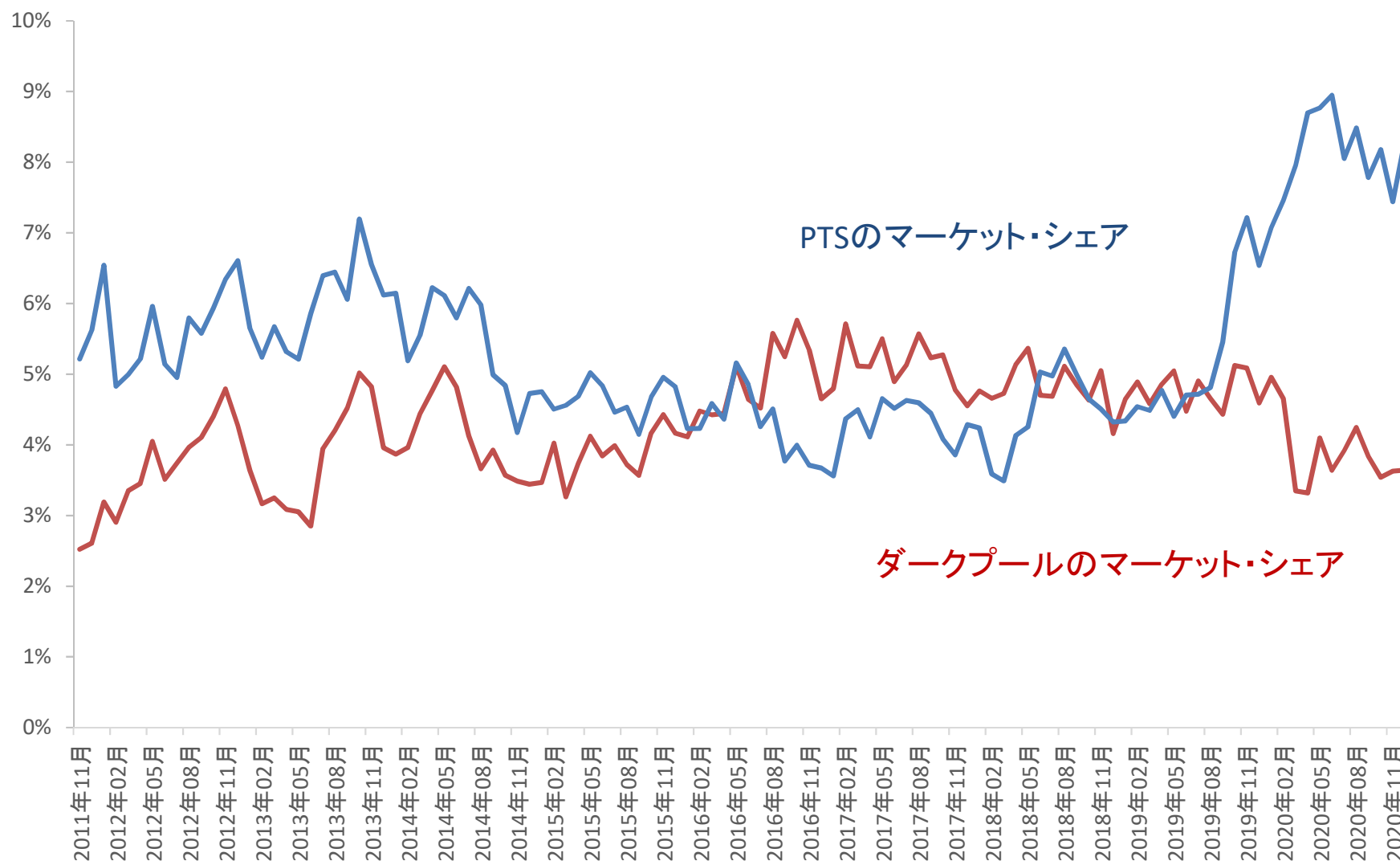
II-1 SORによる注文執行のルール等の多様性 ② (※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

○ SORによる注文執行ルール等は、各社によって多種多様であるが、たとえば以下の類型がある。

① 執行先等の違い	取引所	<ul style="list-style-type: none"> 東証において執行可能 東証及び地方取引所において執行可能
	PTS	<ul style="list-style-type: none"> PTS2社(注1)において執行可能 PTS1社において執行可能 PTSにおいては執行不可
	ダークプール	<ul style="list-style-type: none"> 自社の運営するダークプールにおいて対当可能 他社の運営するダークプールにおいて対当可能 自社及び他社の運営するダークプールにおいて対当可能 ダークプールにおいては対当不可
② 基本となる注文執行のルールの違い	<ul style="list-style-type: none"> 最良気配を提示している市場から順にIOC注文するもの 複数市場に対して分割して同時にIOC注文するもの 	
③ 同値の場合の処理の違い	<ul style="list-style-type: none"> 最も流動性がある市場で執行 顧客の支払う手数料が安い市場で執行 事前に指定された市場で執行 事前に指定された順番で市場を回送 	
④ SORにより発注した後、約定前に、執行先の市場において気配が消えており、約定できなかった場合の処理の違い	<ul style="list-style-type: none"> 最も流動性のある市場で執行 事前に指定された市場で執行 最良気配を提示している市場を再検索 	
⑤ SORの開発主体の違い	<ul style="list-style-type: none"> 自社 他の証券会社(PTS含む) システムベンダー システムベンダーと自社の共同開発 	

(注1)ジャパンネクスト証券、チャイェックス・ジャパン(五十音順)

Ⅱ-1 (参考)ダークプール及びPTSのマーケット・シェアの推移 (※東証より情報提供)



- ※ 2020年8月14日までのデータはToSTNeT-1（単一銘柄取引）のうち立会時間内の取引をダークプールにおける取引として推計。
- ※ 2020年8月17日以降のデータはToSTNeT-1（単一銘柄取引）のうちダークプール・フラグが付されている注文をダークプールにおける取引として算出。
- ※ マーケット・シェアは対東証市場全体（立会外取引を含む）として算出。
- ※ 2020年12月時点では、PTSは2社、ダークプールは20社。

Ⅱ-2-(1) 最良執行方針等との関係①

(※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

- SORのサービスを提供している証券会社には、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。
- 投資家に対して、最良執行方針等とは別に、SORに関する説明書を交付している場合もある。
- 最良執行方針等にSORに関する記載がある証券会社
 - 最良執行方針等にSORに関する記載をしている証券会社のうち、SORを使用する旨及びSORによる注文執行ルール(下記①～④の全部又は一部)について記載しているものがある。
 - ① 執行先等
 - ② 基本となる注文執行のルール
 - ③ 同値の場合の処理
 - ④ SORにより発注した後、約定前に、執行先の市場において気配が消えており、約定できなかった場合の処理
 - 他方、SORを使用する旨は記載しているが、SORによる注文執行ルールについて詳細に記載していない証券会社もある。
 - SORによる当該注文執行ルールを選択する理由について、上記①～④ごとに具体的に記載している証券会社は見当たらない。
- 最良執行方針等にSORに関する記載がない証券会社
 - 通常、証券会社の最良執行方針等では、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ものとされているところ、最良執行方針等にSORに関する記載がない証券会社が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執行している。

Ⅱ-2-(1) 最良執行方針等との関係②

○ 最良執行方針等に、SORを使用する旨及びSORによる注文執行ルールについて記載している例

PTS(Proprietary Trading System)

内閣総理大臣による認可を受けた金融商品取引業者が運営する私設取引システムです。当社ではジャパンネクスト証券株式会社の運営するジャパンネクストPTSに執行します。ジャパンネクストPTSには、PTS第1市場(J-Market)、PTS第2市場(X-Market) およびPTS第3市場(U-Market) があり、当社ではお客様がSORを指定して取引する場合、PTS第1市場(J-Market)に注文を執行します。

SOR(Smart Order Routing)

お客様の売買注文について、取引所金融商品市場、PTSおよびダークプール等の市場又はシステムのうち、最良の価格で約定できると思われる市場又はシステムに注文を執行する注文形態をいいます。また、SORであることを指定された注文を「SOR注文」、SOR注文を執行するためのシステムを「SORシステム」、東京証券取引所上場銘柄のうちSOR注文が可能な銘柄として当社が指定する銘柄を「SOR対象銘柄」といいます。

ダークプール

投資家の売買注文を付け合わせる証券会社内のシステムをダークプールといいます。ダークプールで対当する注文は東京証券取引所の立会外取引システム(ToSTNeT市場)に執行します。

(中略)

(1) SOR対象銘柄についてSOR注文を指定された場合は以下のとおり注文を執行します。

- ① SOR注文の受注時にSORシステムを通じ、PTSにて東京証券取引所より有利、もしくは同等な価格にて注文株数の一部又は全部の約定ができるかを判断します。
- ② PTSにおいて、お客様にとって有利な価格で注文株数の一部又は全部の約定ができると判断(※1)された場合に限り、PTSにその注文の一部又は全部を執行します。PTSにおいて、有利な価格で約定ができると判断されなかった注文については東京証券取引所に注文を執行します。(※2)
- ③ PTSにて約定しなかった一部又は全部の注文については、東京証券取引所に注文を執行します。(※2)

(※1)「お客様にとって有利な価格で注文株数の一部又は全部の約定ができるか」については、お客様の全注文株数に対する約定可能な単価をもとに、SOR注文の受注時に東京証券取引所の最良気配と同値又はより有利な価格で約定が可能か否かを判断します。なお、判断は受注時に行いますが、受注後に取引所で注文を執行するまでにわずかながら時間がかかります。このわずかな時間に東京証券取引所の気配状況が変化することにより、判断した時点では有利と判断された場合でも、約定時点の東京証券取引所の最良気配と比較した場合に、不利な価格で約定する場合があります。

(※2) 当社所定の利用条件を満たしたお客様については、東京証券取引所(立会内取引)およびダークプールを通じて注文を執行します。なお、信用取引においては、ダークプールを通じた注文の執行は行いません。

(2) (略)

(3) (略)

【(1)及び(2)を選択する理由】

近年、取引所金融商品市場以外における上場株券等の売買の流動性は増加しており、流動性、約定可能性等を勘案した際に、よりお客様に有利な価格であると判断される取引を提供するために、取引所金融商品市場に加え、PTSおよびダークプールを含めた執行サービスを提供することが、お客様にとって最も合理的であると判断されるからです。

Ⅱ-2-(1) 最良執行方針等との関係③

○ 最良執行方針等に、SORを使用する旨は記載しているが、SORによる注文執行ルールについて詳細に記載していない例

※ ただし、「詳細は『SOR取引・PTS取引及びKai-Xを通じた取引に関する説明書』をご確認ください。」と記載されており、最良執行方針等とは別に、SORに関する説明書が用意されている。

2 最良の取引の条件で執行するための方法

(中略)

(1) (略)

(2) お客様が、東京証券取引所の立会時間内において、東京証券取引所上場銘柄のうち当社がSOR(※2)取引を提供する銘柄の注文時にSORをご指定された場合(なお、東京証券取引所の立会時間外にSORをご指定された場合は、東京証券取引所が指定されたものとして取り扱います。)は、SORシステムによる自動判定に基づき、金融商品取引所市場等又はマッチングシステム(※3)に取り次ぎます。なお、SORにおいてシステム障害が検知された場合、システム障害が発生しているおそれがあると当社が判断した場合は、全て東京証券取引所へ取り次ぎます。

(3) (略)

(※1)PTS(Proprietary Trading System)とは、金融庁長官による認可を受けた金融商品取引業者が運営する私設取引システムをいいます。詳細は「SOR取引・PTS取引及びKai-Xを通じた取引に関する説明書」をご確認ください。

(※2)SOR(Smart Order Routing)とは、金融商品取引所市場、PTS、マッチングシステムなど複数の市場又はシステムのうちお客様の売買注文を最良の価格で約定できると思われる市場又はシステムに取り次ぎ、自動的に注文を執行するシステムをいいます。詳細は「SOR取引・PTS取引及びKai-Xを通じた取引に関する説明書」をご確認ください。

(※3)マッチングシステムとは、証券会社が投資家同士の売買注文を付け合わせ、対当する注文があれば東京証券取引所の立会外市場(ToSTNeT)に発注を行い約定させるシステムをいい、お客様と当社の合意に基づきご利用いただけるものです。詳細は「SOR取引・PTS取引及びKai-Xを通じた取引に関する説明書」をご確認ください。

3 上記の方法を選択する理由

近年、金融商品取引所市場以外の場における株式売買の流動性は増加しています。金融商品取引所市場等への取次ぎだけではなく、SORによる執行サービスを提供することによって、より有利な価格と判断される取引の機会をお客様に提供できると考えています。

Ⅱ－2－(2) 最良執行説明書との関係

(※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

- 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、三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二十日(特定投資家である顧客から同意を得た場合にあつては、当該同意に係る期間(二十日以上)の期間に限る。))以内に、当該顧客に交付しなければならない(金商法第40条の2第5項・金商業等府令第124条第4項、第6項)。

(※)最良執行説明書の交付は、顧客の承諾を得て電子交付によることも可能(金商法第40条の2第6項・第34条の2第4項)。

- もっとも、実務上、顧客から最良執行説明書の交付を求められることはほとんどないため、最良執行説明書を交付することはほとんどない。
- また、最良執行説明書の記載事項には、以下のとおり、SORにより注文執行した場合における価格改善状況が含まれていない。

(※)ただし、ダークプールで約定した場合においては、特に透明性確保の必要性が高いことから、最良執行説明書とは別に、業務管理体制の整備(金商業等府令第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・保管及び価格改善効果の顧客説明を義務付ける改正が行われ、2021年9月1日から適用予定。

【最良執行説明書の記載事項】(金商業等府令第124条第5項)。

- ・ 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
- ・ 受注日時
- ・ 約定日時及び執行した金融商品市場その他執行の方法

- 他方で、実務上、最良執行説明書とは別に、任意にSORによる注文執行結果を記載した書面を交付している場合が多い。

Ⅲ SORに付随する利益相反構造

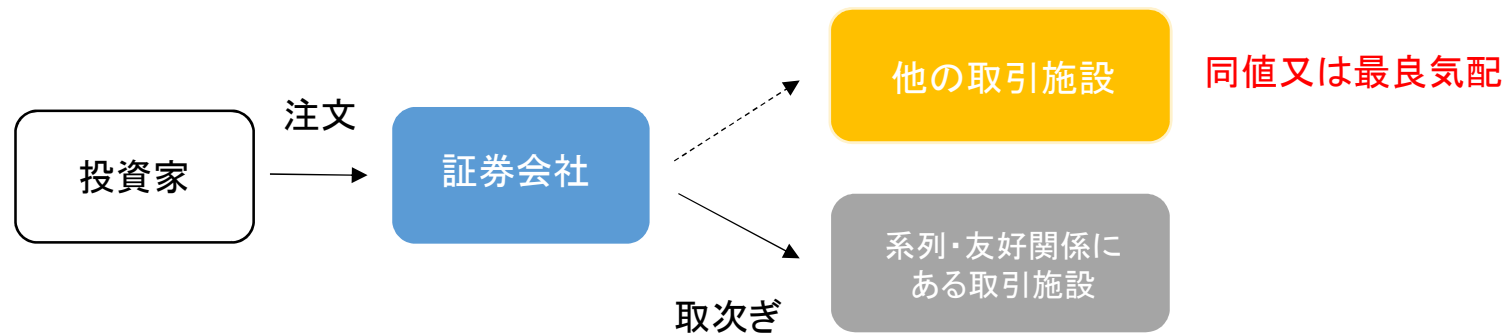
Ⅲ SORに付随する利益相反構造①

○ SORによる注文執行のルール如何により、証券会社の利益と顧客の利益との間に利益相反が生じることが考えられる。

➤ プリファレンシング

顧客の注文を証券会社の系列・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

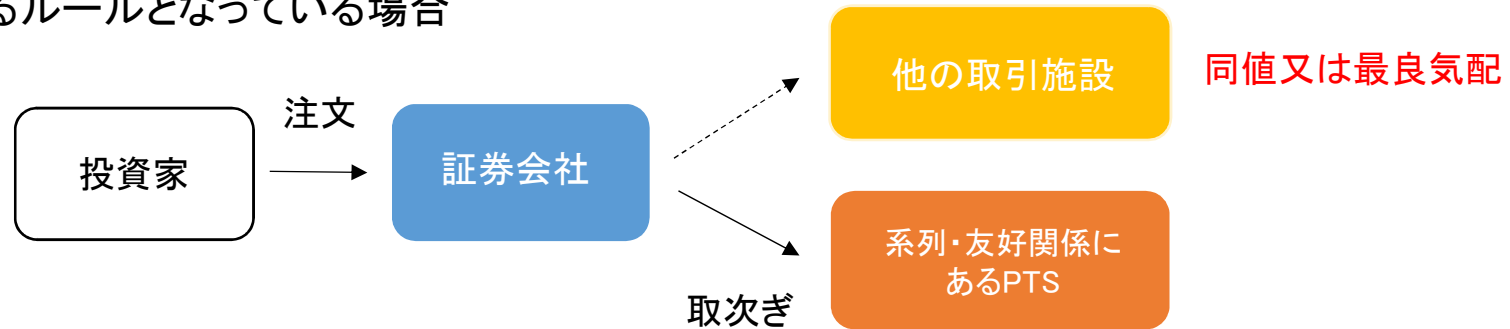
この場合、証券会社又は系列・友好関係にある特定の取引施設の利益と顧客の利益との間に利益相反が生じることが考えられる。



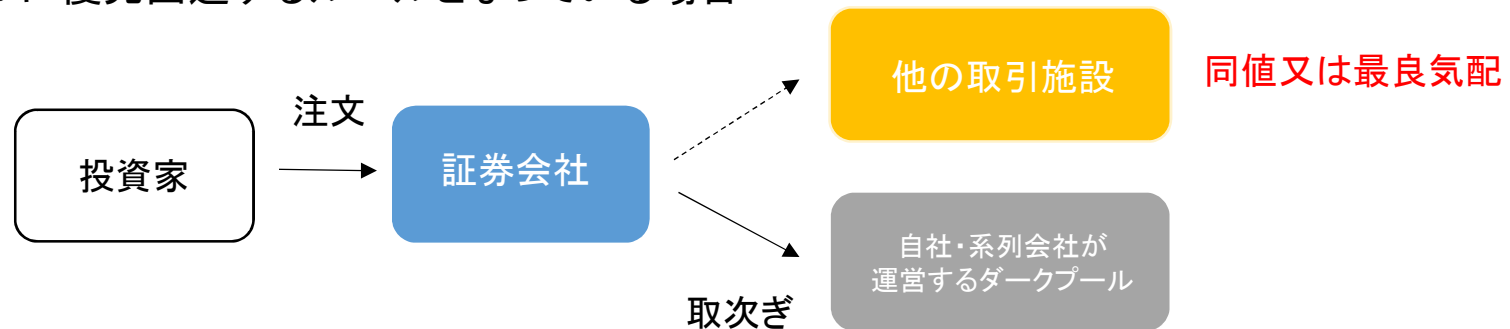
※ プリファレンシングの例としてあり得るものは、次頁のとおり。

Ⅲ SORに付随する利益相反構造②

- ① 系列・友好関係にあるPTSへの優先回送
他の取引施設に最良気配があるか否かにかかわらず、系列・友好関係にあるPTSに優先回送するルールとなっている場合



- ② 自社又は系列会社が運営するダークプールへの優先回送
他の取引施設に最良気配があるか否かにかかわらず、自社又は系列会社が運営するダークプールに優先回送するルールとなっている場合



- 上記に関しては、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ある、価格改善効果がない場合であっても約定可能性が高い等、投資家にとっても利益があるという主張が考えられる。
- 一方、少なくとも、個人投資家にとっては価格改善効果を重視すべきとの考え方もあり得る。

IV 最良執行方針等とダークプールとの関係

IV-1 -(1) ダークプールに関する過去の主な改正等のまとめ

年	内容
2010	<ul style="list-style-type: none">ダークプールがPTSに該当しないことを金商業等監督指針により明確化
2018	<ul style="list-style-type: none">2017年の金融審議会「市場ワーキング・グループ」において、ダークプールの認可制の要否について議論 ⇒ダークプールの認可制の導入は見送り
2020	<ul style="list-style-type: none">2019年の金融審議会「市場ワーキング・グループ」において、ダークプール取引の透明化等について議論 ⇒ダークプール取引の透明化等にかかる措置を義務付ける内閣府令・金商業等監督指針の改正

(※ 次頁から、直近の2019年の金融審議会「市場ワーキング・グループ」における事務局説明資料を抜粋)

IV-1-(2) 2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論

(2019年2月19日・第19回事務局説明資料・抜粋①)

◆ ダークプール発展の経緯

気配が開示されない流動性(Dark liquidity)は、昔から存在していたが、近年、新技術などの活用がその取扱いをより効率化し、気配を開示しないダークプールが大幅に増大

◆ ダークプールが投資家に利用される理由

- ・ 気配を開示しないため、大口注文によるマーケットインパクトを最小化でき、もって大口注文の執行を促進
- ・ 取引所よりも刻み幅が細かいためより有利な価格で取引ができる、すなわち価格改善の可能性
- ・ 取引所よりも手数料が安いこと等による取引コストの最小化 など

◆ ダークプールの問題点

- (1) 投資家に十分な注文が見えなければ、投資家が取引機会を判断するための価格情報が不十分となり、**価格発見機能が低下する(市場価格の正確性が低下する)**おそれ
- (2) ダークプールが増えれば、**流動性が分散し、投資家が流動性を探すコストがかかる他、情報分断の問題**を引き起こすおそれ
- (3) ダークプールの取引や取引情報へのアクセスについて**取引参加者間で公平性が阻害されるおそれや、取引の執行方針等に関する情報が十分提供されないおそれ**

※IOSCO「Principles for Dark Liquidity Final Report」(2011年5月)より作成

⇒ 近年は存在感を増しており、欧米・香港・オーストラリア等では、不祥事などを受けて規制を設けているところ

IV-1-(2) 2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論

(2019年2月19日・第19回事務局説明資料・抜粋②)

第2回(平成28年2月)及び第9回(同年11月)における議論を踏まえ、市場WG報告書(平成28年12月22日付)にて下記のとおり取りまとめ

- 我が国におけるダークプールは、他国と異なる取引形態を取る形となっている一方で、仮にダークプールの取引施設としての運営上問題が生じた場合に、取引施設を規律するとの観点から十分な対応が可能か、という議論があり得る
- ダークプールを取引所の立会外市場に取り次ぐという現行の取扱いを見直し、PTSと同様に認可制の対象とした上で、一定の場合に気配情報の開示を不要にするとの取扱いも考えられるが、当ワーキング・グループにおける審議において、そのような取扱いを検討することの要請は、現状、必ずしも強く聞かれなかった
- 当局が、引き続き、金融商品取引業者に対する規制を通じて実効的な監督に努めるとともに、将来的に新たな課題や環境変化が生じた場合には、必要に応じ、制度的な対応を検討することが適当

IV-1-(2) 2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論

(2019年2月19日・第19回事務局説明資料・抜粋③)

◆ 報告書取りまとめ(平成28年12月22日)後の状況変化

- ダークプールのシェアは、市場WG報告書の取りまとめ後も大きく伸びているわけではない(PTSとほぼ同程度の割合)
- 一方で、ネット証券会社が個人投資家向けダークプールの提供に参入するなど、個人投資家への間口が広がってきている
※ダークプールの提供業者は20社程度。このうち、個人投資家向けにダークプールを提供している業者は、2社から5社へ増加。

◆ 懸念される点

- 今後個人投資家向けダークプールの拡大が見込まれる中で、何ら規制のないままでは、個人投資家に不利益が発生した場合の実態把握や対応が困難
(例えば、個人投資家に対し、価格改善を謳っている場合があるが、説明どおりの執行が確保されているかは把握困難)
- もともと機関投資家を対象とした取引方法であったところ、個人投資家が十分な理解のないままにダークプールを利用しているおそれ

◆ 実態把握の必要性

- ダークプールのあり方について今後対応を検討していくためにも、まずは実態把握を行う仕組みを手当てする必要

IV-1-(2) 2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論

(2019年6月3日・第24回事務局説明資料・抜粋)

◆ 委員からいただいた主なご意見

- ダークプール取引数量の把握に向けた手当てを進めるべき
- 個人投資家・機関投資家の別、ダークプール取引への理解度、価格改善に対する期待度等、顧客の属性・ニーズに応じて、適切な説明・対応を行うべき
- 特に個人投資家について、ダークプール取引について十分な理解なく利用しているおそれがある
- 現段階では、市場規制ではなく、業者規制の一環として手当てするべき

IV-1-(3) 2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」における議論を踏まえた制度改正

(主な具体的措置)

(1) ダークプールへの回送条件・運営情報の説明

顧客保護の観点から、顧客からの注文をダークプールに回送する金融商品取引業者等(ダークプール回送者)に対し、以下を求める。

- ・回送先であるダークプールの運営状況を把握すること
- ・ダークプールへの回送条件や運営情報(運営者の会社情報・参加者情報等)について、顧客の知識・経験等を踏まえた適切な説明を行うこと

(2) 価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管

顧客・当局から求めがあった場合に、事後に価格改善の状況の確認ができるよう、ダークプール回送者に対し、以下を求める。ただし、顧客が価格改善よりも優先する事項がある場合を除く。

- ・ダークプールで対当した価格及び時刻の記録・保管
- ・ダークプールに回送を行うと判断した際の金融商品取引所、PTS、ダークプールの価格及び時刻の記録・保管

(3) 価格改善効果の顧客説明

価格改善を主な目的としてダークプールで取引を行った顧客に対し、個々の取引の価格改善効果の状況について分かりやすく説明を行うこと

※ 2020年9月1日から施行。ただし、上記(2)、(3)については2021年9月1日から適用。

➤ 2021年9月1日の適用に向けて、現在、各証券会社がシステム変更等の対応中。

IV-1-(4) 2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」において導入が見送られた規制

- 「約定時における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」(トレードアットルール)
 - 海外においては、小口注文について最良気配の外側又は同値での約定を禁止するトレードアットルールが導入されている。
 - しかし、2019年の金融審議会「市場ワーキング・グループ」において、以下の理由から、トレードアットルールの導入は見送られた。
 - ① 機関投資家がダークプールを利用する目的は、マーケットインパクトの最小化など、価格改善効果に限られないため。
 - ② (機関投資家・個人投資家問わず)トレードアットルールを導入すると即時執行を阻害するため。

- 「顧客からの主体的なリクエストがなければダークプールを利用させないこと」
 - 個人投資家がダークプールを利用する場合には、個人投資家保護の観点から明確な事前同意を求めることも考えられるが、以下の理由から、上記規制の導入は見送られた。
 - ① 顧客にとって煩雑であること。
 - ② 投資家被害が顕在化していない現段階においては、顧客に負担を求めるよりも、まずは顧客への適切な情報開示・説明を求めるにとどめる方が適切であると考えられること。

- 上記の議論も踏まえて、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(金商業等府令第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した。(2021年9月1日の適用に向けて、各証券会社がシステム変更等の対応中)

IV-2 ダークプールに関する執行方法等 (※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

- ダークプールを運営する証券会社には、ダークプールにおける気配の公表義務はなく、取引所やPTSと異なり、ダークプールにおける気配は外部に公表されていない。
- また、システム保守の場合等を除き、ダークプールを運営する証券会社内の人間もダークプールにおける気配を見ることはできない。
- 他方で、SORを利用したダークプールに関する執行方法等は、以下のとおり。
 - ダークプールのシステムによっては、SORのシステム上では自社のダークプールと他の市場における気配を価格で比較することが可能なものがある。
 - ⇒ この場合、SORのシステム上で、ダークプールも含めた各市場の気配を価格で比較し、最良気配を提示している市場に注文を回送する。
 - 他方で、ダークプールのシステムによっては、SORのシステム上でも自社のダークプールと他の市場における気配を価格で比較できない(ダークプールには気配がない)ものもある。
 - ⇒ この場合、東証の立会市場(及びPTS)における最良気配と同値又は有利な価格でダークプールに発注する。

V 検討課題

V 検討課題

1. 最良執行方針等とSORとの関係

- 最良執行方針等においてSORによる注文執行のルールを記載することについてどう考えるか。(この場合、個人投資家も含め、分かりやすい記載にするためには、どのような点に留意する必要があるか。)
- SORにより注文を執行した場合における、投資家に対する執行結果に関する情報提供のあり方についてどう考えるか。(最良執行説明書の記載事項の充実化等)

2. SORに付随する利益相反構造

- SORによる注文執行のルール如何により利益相反が生じることを踏まえ、最良執行の観点から、SORによる注文執行のルールはどうあるべきか。
- 前記の利益相反構造について、どのような対応策が考えられるか。

3. 最良執行方針等とダークプールとの関係 (※)

- 個人投資家の最良執行方針等について、より価格を重視したものに見直す場合、ダークプールの位置付けについてどのように考えるべきか。

(※)ダークプールについては、2019年・金融審議会「市場ワーキング・グループ」において、トレードアットルール及びダークプールを利用する場合における事前同意の取得義務付けが見送られ、まずは、ダークプールの透明性等の確保が進められているところ。