

# 再考！最良執行のあり方

## ～SORとダークプール・PTSの利用拡大の中で



令和3年4月30日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 最良執行義務強化の背景

証券会社が顧客の売買注文を取り次ぐ際に求められる、投資家保護の為の“最良執行義務の導入”は、2005年の改正証券法で、“取引所集中義務の撤廃“や”気配情報等のリアルタイム公表の整備“とともに導入された。この法改正の主旨は代替市場としてのPTS(私設取引システム)利用を促す目的だったが、現在、金融審議会において「最良執行のあり方に関するタスクフォース」が立ち上げられ、最良執行義務強化の為の議論が行われている。背景としては、次の様な状況がある。

一つ目はPTSの利用状況についてで、2019年8月末から信用取引の取り扱いが解禁されPTSの取引は増加傾向にあるものの、過去1年間では金額ベースで日本株取引全体の8%前後(本年2月は8.6%)に留まっている。欧米に比べて取引所取引のシェアが高い状況(2019年1月以降の取引金額月間ベースで平均85.8%)は余り改善していない。昨年10月1日の東証のシステムトラブルによる取引終日停止の際には、代替市場としてPTSが機能しなかった(PTSの

取引自体は可能)とされているが、これはPTSに注文を取り次ぐ証券会社が限られていたことや、取引所取引が停止した場合の売買注文回送ルール(SOR(smart order routing)なども含む)が、投資家や証券会社間で徹底されていなかったのではないかとされている。

二つ目は、個人投資家においてもSORの利用が進んできたことだ。大手ネット証券5社での導入が進み、個人投資家の売買注文もSORにデフォルト設定されているケースが多く、各社での利用実績は積み上がっている。SORそのものは、複数の市場から最良の条件を提示している市場を検索し、注文を執行するシステムだ。ただし、一部問題視された(2019年11月日経記事等)のは、注文回送されるダークプールの参加者である一部HFT業者(高速取引行為者)などが、SORを利用する投資家の注文を推計し易い仕組みになっていることだった。その為、SORを利用した投資家が不利益を被る可能性があると言われている。

三つ目は、ダークプール規制についてだが2020年の内閣府令や金商業等監督指針の改正でダークプール取引

の透明化等に向けた次の措置が取られたことだ。

(1) ダークプールへの回送条件・運営情報の説明

(2) 価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管

(3) 価格改善効果の顧客説明が必要

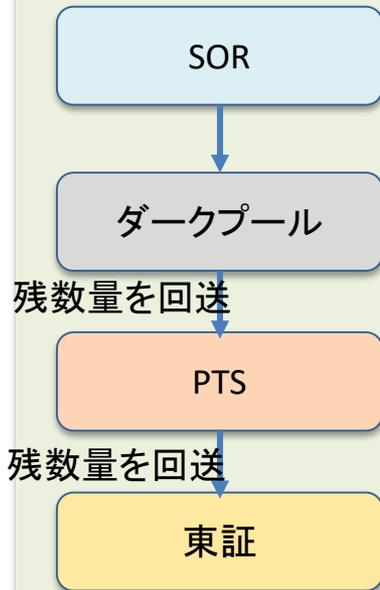
となり、(1)は2020年9月から、(2)と(3)は2021年9月から適用される。なお、2018年に施行された改正金商法においてダークプールの主要参加者であるHFT業者(高速取引行為者)は登録制となったものの、ダークプールそのものの認可制は導入を見送られている。

以上、PTSがその利用促進で代替市場としての役割を果たすこと、個人投資家を意識したSORの透明性を高めること、ダークプール規制の実効性を上げることなどについて、最良執行義務強化の議論を通じて、各課題について証券会社の取り組みで進むことが、金融行政として期待されている。

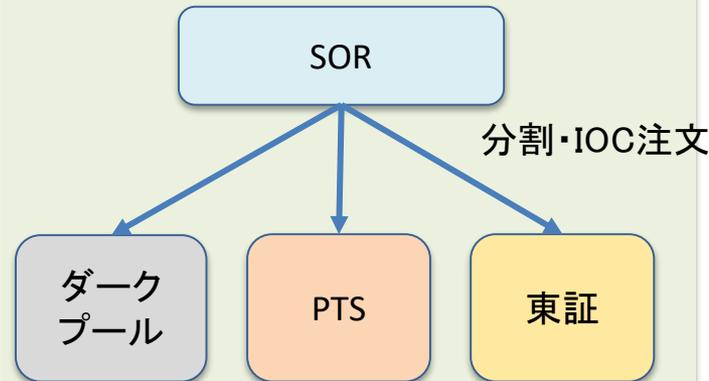
# SORによる注文執行パターンと課題

証券会社

◇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



(注)IOC注文: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

※金融庁事務局資料より作成

最良執行義務強化

PTSの利用促進  
【代替市場としての役割期待】

SORの透明性確保

ダークプール規制の実効性

## 個人投資家にとってのSORと最良執行

SORはアルゴリズム取引における顧客向けの取引注文発注部分が進化したもので、複数の市場から最良の条件を提示している市場を検索し注文を執行するシステムと言われているが、その様式は多様だ。前頁の図は、SORが概ね2つの注文発注パターンに分かれることを示しているが、顧客注文の分割方法や発注タイミングなど各社は独自のロジックで処理することが出来るので様々なケースが想定される。

下表は、金融庁が市場関係者に対するヒアリング結果を纏めたもので、注文の執行先選択の主要要素は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、の4つに分けることが出来き、そのSORの開発主体は様々だ。

PTSに参加している証券会社(現在35社、うち28社がPTS2

社の取引参加者)の殆どはSORサービスを顧客若しくは自己取引において利用しているが、個人投資家の取引に利用しているのはネット証券5社となっている。最良執行との関係で言えば、機関投資家はSORの効果を自ら検証することが出来るし、そもそも大口の取引を行う彼等にとって、価格や取引コスト以外にも取引所価格に余り影響を与えないことを重視する傾向もある。一方、個人投資家は、SORのコスト削減効果は報告を受けることが出来るが、その取引注文執行が最良で執行されたかどうかは現状では検証することが出来ない。個人のSOR利用については、次の様なことが金融審議会のタスクフォースでの論点となっている。

◇プリファレンシングといわれている顧客の注文を証券会社の系列・友好関係にある特定のPTSやダークプールに優先して回送するルールがSORに組み込まれている場合、顧客の利益と特定の回送先の間で利益相反が生じる可能性があるが、その場合、証券会社としてどの様な対応が必要か。

◇SORの利用が進むということは、投資家の注文を最良執行することに繋がるはずだが、それが本来の目的に。

従った機能を果たしているかについて、証券会社が最良執行義務の視点から注文発注システムとしての内容を検証し、投資家(特に個人)に説明する必要があるのではないか

SORの利用が進むということは、投資家の注文を最良執行することに繋がるはずだが、それが本来の目的に従った機能を果たしているかについて、証券会社が最良執行義務の視点から注文発注システムとしての内容を検証し、投資家(特に個人)に説明する必要があるというのがタスクフォースの議論の流れだ。

現在、個人投資家へのサービスとしてSORを提供しているネット証券では、SOR、PTS、ダークプールの説明書を其々提供しているケースもあるが、それとは別に顧客への交付義務がある最良執行方針の記載書面では、その内容が限られている。また、SORを利用しないリテール証券会社においては、2005年の最良執行義務の導入に際して、日本証券業協会が取り纏めた「最良執行方針(参考モデル)」で示されている記載内容を参考にしているところも多い。その後のPTSやダークプールの進化など、取引環境の

変化を取り入れた上で、最良執行に関して顧客に説明すべきとの考え方がタスクフォースの大勢だ。SORの機能をチェックするとともに、現状に合わせた最良執行方針を示すことが、今後、リテール証券会社にも求められる可能性もある。

# SORの基本構造様式(概要)

最良執行義務の為の証券会社の執行先選択ポイント(金融審議会での取り纏め)

|   |  |   |
|---|--|---|
| ① 執行先等  | 取引所  | <ul style="list-style-type: none"><li>東証において執行可能</li><li>東証及び地方取引所において執行可能</li></ul>  |
|   | PTS  | <ul style="list-style-type: none"><li>PTS2社において執行可能</li><li>PTS1社において執行可能</li><li>PTSにおいては執行不可</li></ul>  |
|   | ダークプール   | <ul style="list-style-type: none"><li>自社の運営するダークプールにおいて対当可能</li><li>他社の運営するダークプールにおいて対当可能</li><li>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</li><li>ダークプールにおいては対当不可</li></ul> |
| ② 基本となる注文執行のルール                                     | <ul style="list-style-type: none"><li>最良気配を提示している市場から順にIOC注文するもの</li><li>複数市場に対して分割して同時にIOC注文するもの</li></ul>                            |   |
| ③ 同値の場合の処理  | <ul style="list-style-type: none"><li>最も流動性がある市場で執行</li><li>顧客の支払う手数料が安い市場で執行</li><li>事前に指定された市場で執行</li><li>事前に指定された順番で市場を回送</li></ul> |   |
| 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 | <ul style="list-style-type: none"><li>最も流動性のある市場で執行</li><li>事前に指定された市場で執行</li><li>最良気配を提示している市場を再検索</li></ul>                          |   |

※金融審議会 事務局資料より

## 執行先としてのPTSとダークプールとHFT業者について

最良執行義務を市場関係者で議論する際、嘗ては米国と日本は違うという指摘があった。米国では同一銘柄が複数の取引所やATS(Alternative Trading System)で取引することが出来、統合気配情報(SIP feed)に基づき、最良気配のある市場に注文を回送する制度が整備されているが、日本では取引所かPTSの選択しかないというものだった。しかし現状では、個人投資家の注文取次ぎにおいても前頁の表の①の執行先等にある様に取引所2×PTS3×ダークプール4で24通りの選択があるので、その中の一つを証券会社が選択した理由は、最良執行の視点から投資家に丁寧に説明すべき、というのがタスクホースでの議論の中核になっている。

リテール証券会社の一部では、同じ個人投資家でもSOR利用が前提のネット取引と、対面や電話などでの発注を行う取引では、最良執行の考え方が違って良いのではないかとの意見もある。確かに、最良執行を構成するものとしては、価格、コスト、スピード、執行可能性が4大要素とされているが、注文執行のスピードはネットと対面・

電話では前提条件が大きくことなる。また同じ個人投資家でも、各々の投資目的によっては重視する要素が異なることも考えられる。

PTSについては、取引スピードや呼値・取引時間などで取引所取引より優位性を示そうとする努力が行われてきており、そのことが取引所における取引機能改善を促してきた面もある。また、SBIホールディングスと三井住友フィナンシャルグループが共同で、新たなPTSを2022年春目途に開設を目指す動きや、シカゴ・オプション取引所を傘下に持つCboeグローバル・マーケットツによるチャイエックス・ジャパンの買収も伝えられていることなどから、日本におけるPTS業務拡大への期待は金融業界でもあるようだ。

現在20社程度あるダークプールについては、機関投資家が大口の取引を行う時、取引所における価格への影響を出来るだけ小さくしたいとのニーズを背景に機能が発達してきたが、最近ではスマホ証券の一部も取り組んでおり、個人投資家が意識せずとも利用しているケースも増えている。今年9月からは、顧客の取引において価格改善を検証する為のデータの記録・保管や、その効果の顧客への

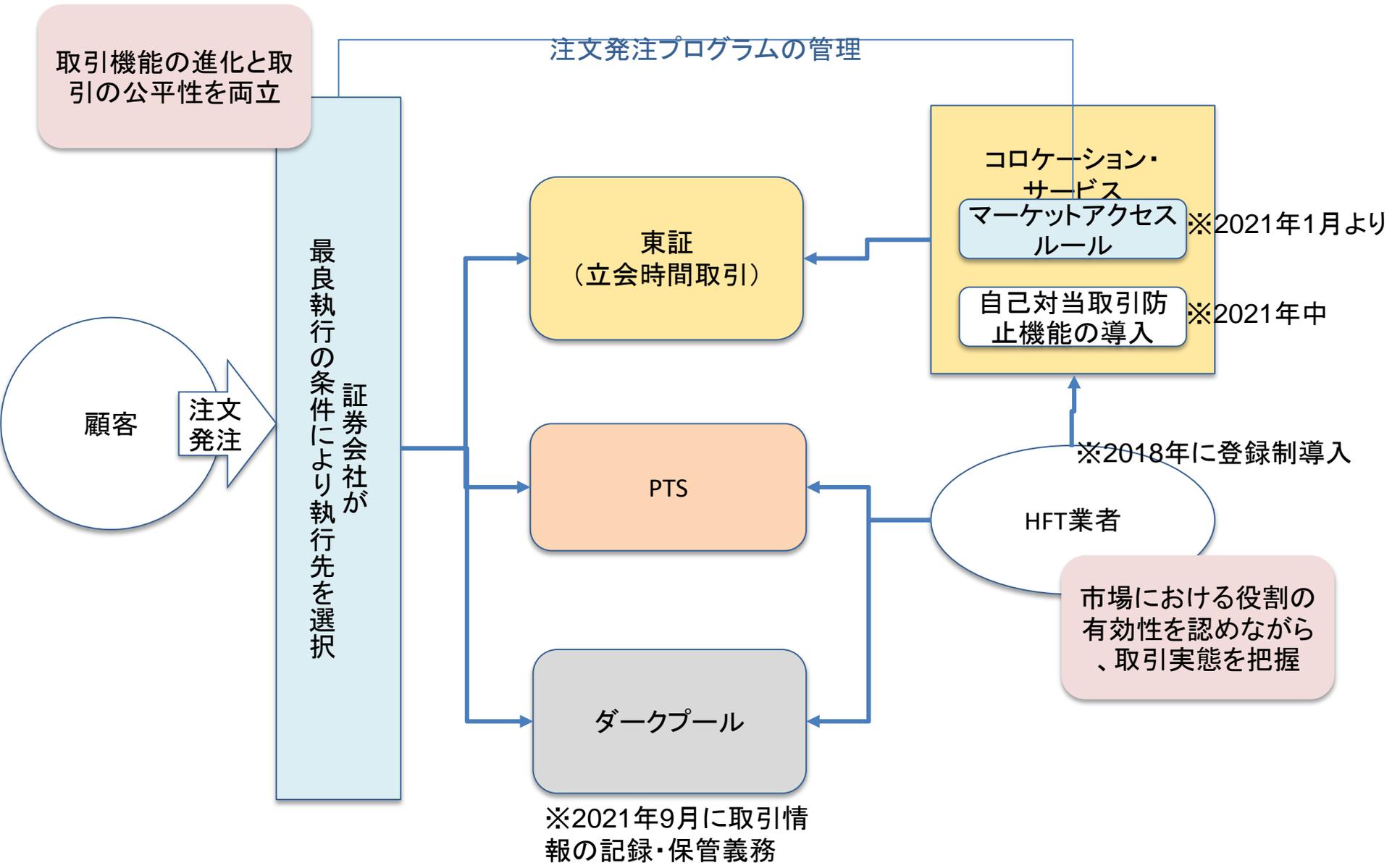
説明が義務化される。

いずれにしても、取引所・PTS・ダークプールは密接に繋がってきており、また相互に影響を及ぼしていることも否定できない。

またSORは、顧客の注文を最良執行する目的で取引所・PTS・ダークプールでの取引を選択するが、HFT業者も自らのアルゴリズムを持って取引所・PTS・ダークプールでの取引を実行している。その為、SORでの取引においても、市場全体でのHFT業者取引の影響が大きいと見られる。2018年に登録制が導入されたHFT業者は、現在55社あり日系は1社に留まっており、マーケットメイクの機能は評価されながらも取引実態が分かりにくい部分もある。

今回の動きは、最良執行義務の強化という新たな枠組みを証券会社が負うことで、ダークプールやHFT業者の取引実態をより多くの市場参加者が知ることに繋げたいとの政策意図を見ることが出来る。

# 最良執行義務とPTS、ダークプール、そしてHFT業者の関係



## 最良執行義務強化がもたらす変化について

今回の最良執行義務強化がもたらす影響について考えてみたい。

先ず、投資家にとってだが、議論の中心になった観があるSORに関して、最良執行と言う視点から機能改良が進めば、機関投資家・個人投資家ともメリットがある。特に、日本株売買を頻繁に繰り返す個人トレーダー層にとってのメリットが実感できる可能性がある。また、機関投資家はダークプール規制等によりその運営実態が明確になることでダークプール間の比較が容易になる。

一方、取引を仲介する証券会社としては幾つかの課題と可能性が生じる。

第一の課題としては、顧客注文の最良執行を行う為に執行先の取引実態を把握し、日本株取引全体の中で各執行先の優先順位をきめていく必要がある。ネット取引ではSORの利用が進みそうだし、店頭や電話での顧客注文でも、PTSやダークプールの利用が進む可能性もある。

第二の課題としては、顧客に伝える最良執行方針等の内容について、現状を踏まえて見直す必要があるかも知れない。例えば、日本証券業協会の参考モデルの見直しや、現状では殆ど利用されていない“最良執行説明書”（取引後に顧客の求めに応じて交付義務がある）の記載事項の変更などが考えられる。

第三の課題としては、費用対効果の問題だが、リテール証券会社においてPTSやダークプールの利用するためにはシステム対応コストが必要になってくるし、ネット証券においては取引手数料無料化に圧力がかかっている中、他社との競争上SOR対応を強化する必要がある。その上で、効果をどう考えるかが各社の事業戦略になってくる。

なお、リテール証券会社における新たなサービスの可能性に関しては、最良執行義務強化の中で日本株取引環境が変化していくことの中にあるのではないかと考える。例えば、上記の様な課題を検討していく中で、各執行先の取引データの整備が進み、市場取引に影響が大きいHFT業者の取引実態などが把握し易くなる可能性がある。これをリテール証券会社自らが利用して、取引執行に関する助言を新たなサービスとして行うことが考えられる。

資本市場における大きな流れとして、市場取引における超高速化やアルゴリズム取引の進化など取引技術の進歩があるが、SORやダークプールの様に以前は機関投資家が利用していたサービスが、ICTの進化の中で小口化されて個人投資家まで利用可能となっている。今回の最良執行義務強化について、顧客本位の業務運営で求められる顧客の最善の利益追求や重要な情報の分かり易い提供などが、投信販売のみならず日本株取引分野にも及んできて、証券会社としてその対応を求められていることに繋がっている。

最良執行義務強化は、まずはSORやダークプール利用に関する投資家への情報提供の充実から始まりそうだが、簡単に言い換えると機関投資家並みの取引機能を個人投資家にも提供する場合、その注文執行方法が投資家にとって最良であることや利益相反の可能性について、個人にも分かり易く説明することが求められる。

今後、進歩した取引技術を利用しながら最良執行義務強化を進める中で、リテール証券会社の新たな取引サービスが生まれることにも期待したい。

# 最良執行義務強化がもたらす変化

