

# 最良執行義務とSOR・PTSの課題

## ～市場仲介者として問われているもの



令和4年9月2日  
株式会社資本市場研究所きずな

## 最良執行義務の強化について

取引の高速化や機能拡張などが個人の取引にも影響を与えるようになってきたが、金融審議会が議論されていた最良執行義務の見直しについて「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)が纏められたことを受け、関連法令等が2022年5月に整い2023年1月1日から施行される。

最良執行義務は2005年に導入されており、現状では価格のみならず、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た執行方針を示すとされていたが、今回の改正では原則として、より価格を重視したものとしており、価格面以外の顧客の利益を考慮する場合及びダークプールを利用する場合については、そのことを最良執行方針に投資家に分かり易く記載しなければならない。

また、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システムとしてSOR(Smart Order Routing)の利用が個人の取引まで広がってきたが、

一部に系列や資本関係などがあるPTS(私設取引システム)やダークプールへの注文回送を優先させる利益相反構造や、一部の高速取引行為者による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)の可能性が指摘されている。

このことを受けて、SORの透明化の為に、SORによる注文執行ルールを最良執行方針等に記載することを義務付けており、顧客が求める場合に交付する最良執行説明書においては、SOR利用の価格改善状況も記載を義務付けている。

なお、現行の最良執行方針等については、1年間の猶予期間が講じられており、証券会社が今後行う必要があるシステム等の変更に配慮して、施行日から起算して1年を経過する日までの間は新たな規程は適用されない。

今回の改正により証券会社が顧客に示す最良執行方針については、金商業等府令124条2項に記載の具体的内容として次の様に定められている。

まず最も有利な価格で顧客注文を執行する為にSORを利用する場合は、価格を比較する市場として取引所やPTS等を示す。次に価格が同一の場合も含めて選択の方法及びその順序を示す。更に、レイテンシー・アービトラージへの対応方針及び対応策を示す必要がある。

次に、個人投資家に関して、ダークプールを利用して注文執行する場合、若しく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場合については、それぞれ具体的にその内容を最良執行方針に記載しなければならない。

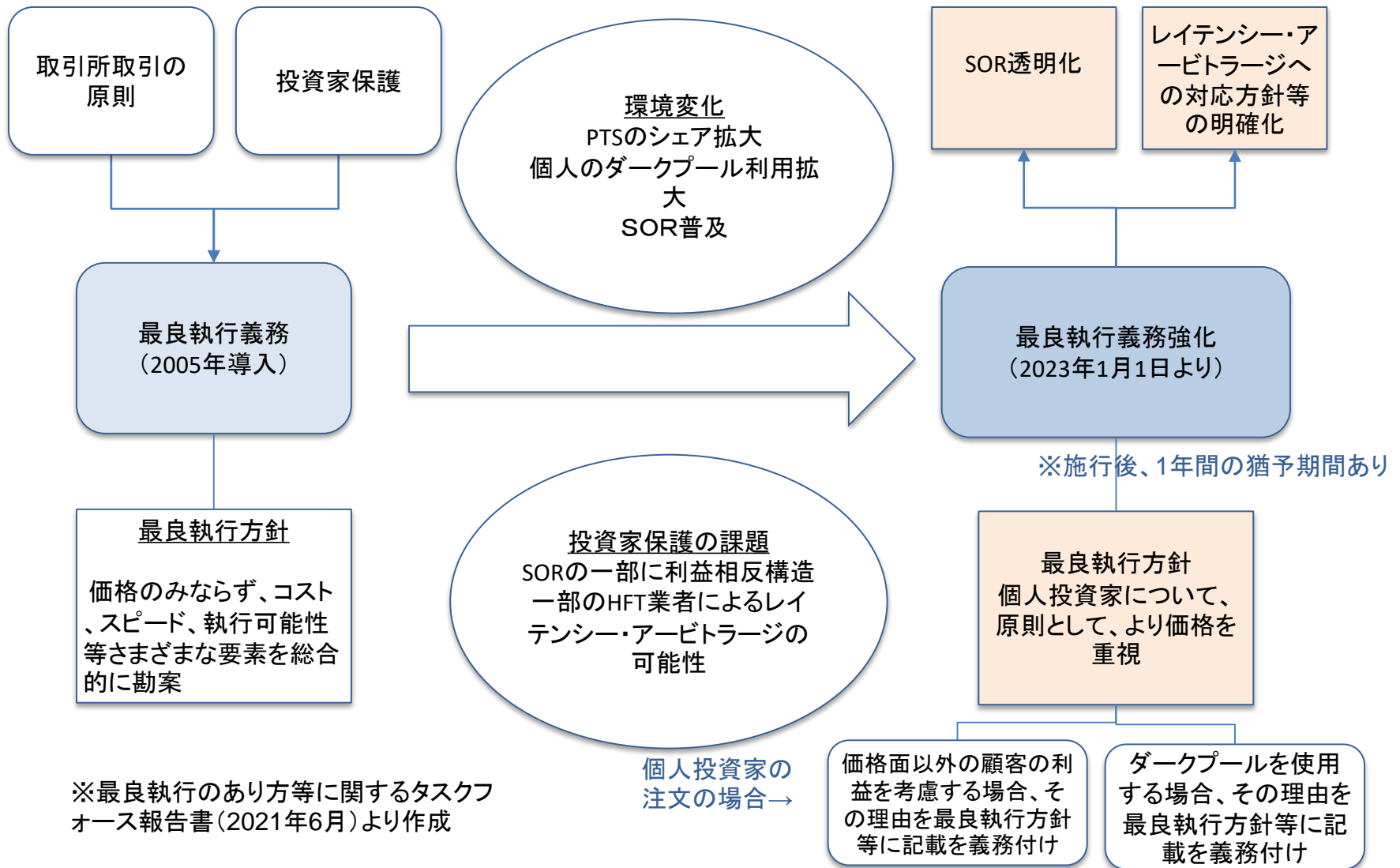
証券会社が個人投資家の注文を取り次ぐ場合に、価格を最優先に市場を選択する為には、結果としてSORなどのシステム対応に頼ることになると想定されるが、証券会社のビジネスモデルの多様性を認めるために価格以外の顧客の利益となる事項の裁量執行方針への記載を認めている。

但し、5月に公表されているパブリックコメントなどから、

価格以外の顧客の利益となる事項の最良執行方針への記載内容について、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記載すべきとの金融庁の見解が示されている。

例えば、取引所のみ顧客注文を取り次ぐ場合に、具体的にどの様に顧客の利益となるか説明することなども求められている。

# 最良執行義務強化への流れ



## PTSの動向と課題

最良執行義務の強化によってPTSの利用が拡大する可能性がある。PTSそのものについては、市場間競争の推進や取引所の代替市場としての機能が期待されており、ダークプールとは異なり取引価格の透明性が高い。その為、PTS利用拡大を目的とした政策も取られている。

下左図は、日本株取引全体に占めるPTSのシェアだが、2019年8月のPTSにおける信用取引解禁を契機にそれまでの5%程度から最近は10%程度まで増加している。

現在、日本株のPTSを運営しているのは、ジャパンネクスト証券(2007年8月～、2020年3月まではSBIジャパンネクスト)と、2021年4月に世界的規模で取引所運営ビジネスを展開するCboeグローバル・マーケットズが買収したCboeジャパン(2010年7月～、2022年1月まではチャイエックス・ジャパン)、そして2022年6月27日に新たに日本株の取扱いを開始した大阪デジタルエクスチェンジがある。

PTSの法的枠組みとしては、金融商品取引法上は認可制

であり、第一種金融商品取引業者と同様に業務範囲が規制されている。

また、毎日の取引量・価格等については日本証券業協会に報告しなければならないが、同協会と連携することで不公正取引排除の為の内部管理態勢を整備することも求められている。

価格決定方式については、市場価格売買方式など複数の方式が可能だが、取引所での立会内取引と同様のオークション方式は2005年4月から認められている。このPTSでの取引については、数値基準が設けられており

①オークション方式については、過去6カ月間の1営業日あたりの総取引高が取引所の総取引高の1%以下であること、かつ銘柄ごとに10%以下であること

②その他の価格決定方式では過去6カ月間の1営業日あたりの総売買代金が10%未満であること、かつ銘柄ごとに20%未満であること、となっている。

PTSが取引所との投資家の取引獲得競争において取り組んできたことは、主に呼値の細分化・発注から取引実行までのスピード、そして取引時間の3つあるが、呼値と取引

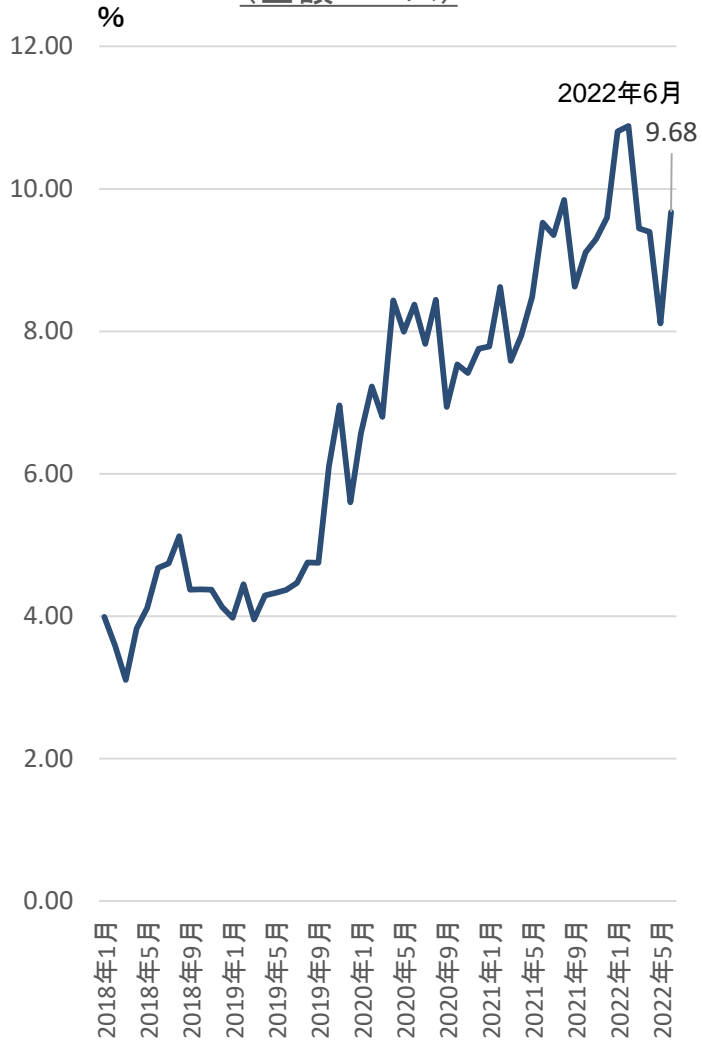
スピードについては取引所がPTSをチャッチアップしているものの、取引時間については大きな差がある。(現物株取引において、取引所は9:00～11:30と12:30～15:00、PTSは8:20～16:00と16:30～23:59)

現在、金融審議会市場ワーキンググループでは、市場インフラの機能向上としてPTSに関する検討が進んでいるが、中間報告(2022年6月22日)においては次の様な方向性が示されている。

- ・上場株式等の取引プラットフォームとして:PTSのオークション方式に係る売買高上限の緩和を検討する。その為、不公正取引への対応として、自主規制機関との連携による売買審査の枠組みや、価格の透明性を確保するために法令上もPTSに対して取引情報の公表を義務付けることも考えられる。

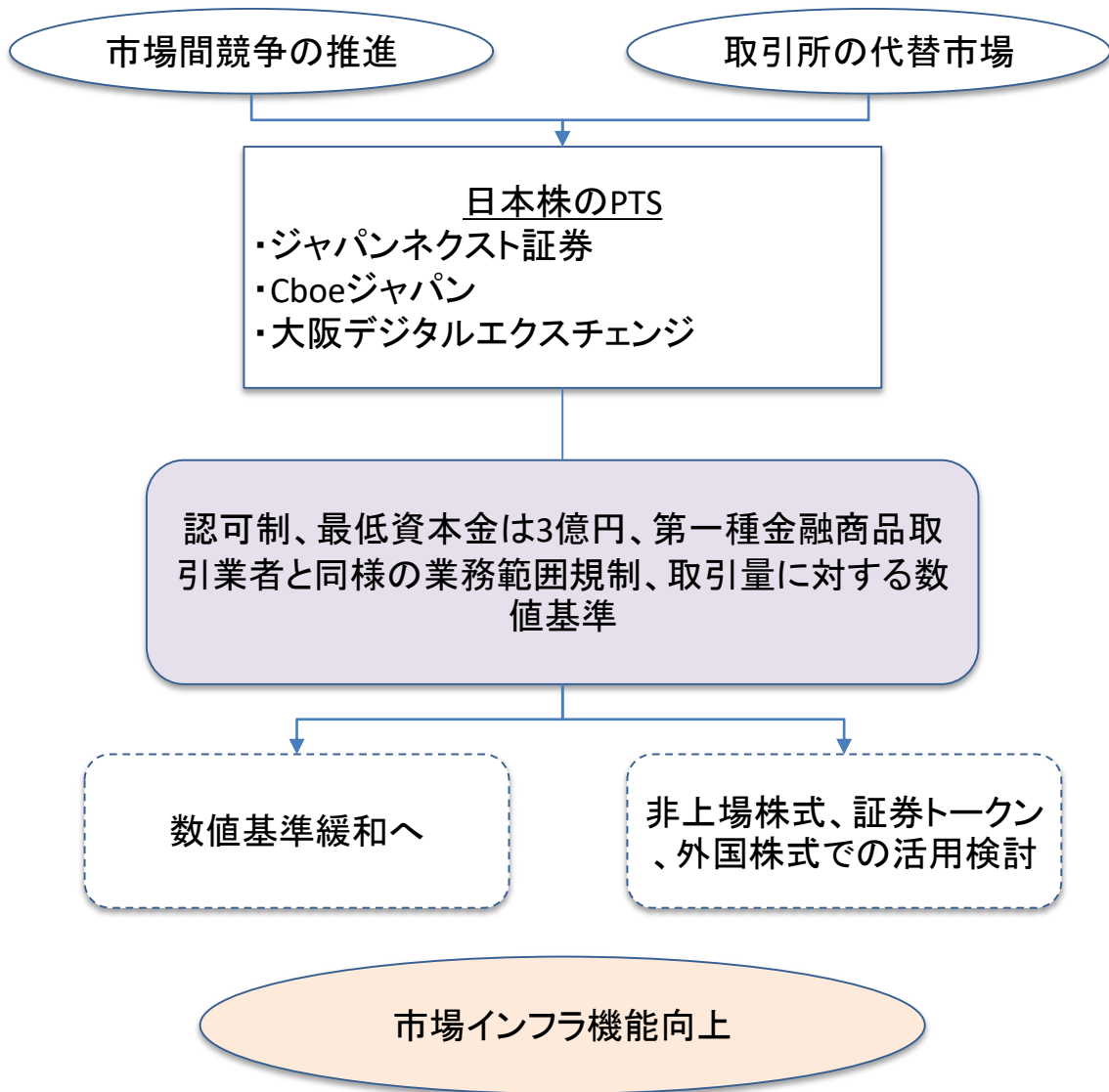
- ・非上場有価証券等の取引プラットフォームとして:、非上場株式、証券トークン、外国株式といったより多様な有価証券の流通にPTSを活用するため、投資家保護に配慮しつつ、取扱商品に応じたPTS認可審査の柔軟化・迅速化等の環境整備を進めていくべき。

# 全取引に占めるPTS取引シェア (金額ベース)



※PTS Information Networkの統計資料より作成

## PTSの動向



## SORとダークプールについて

顧客の取引注文に対して、取引所・PTS・ダークプールの中から最良の注文執行場所を選択するのがSORで、法令上は電子情報処理組織により自動的に選択する方法とされている。

証券会社が個人投資家の取引においてSORを利用する場合、改正された内閣府令により定められる具体的な内容を最良執行方針に記載しなければならないことは、本稿第1章に書いたとおりだ。

2022年6月27日に改訂されたSBI証券の裁量執行方針では、来年から強化されている最良執行義務の内容がある程度まで記載されているので、参考までに以下にその概要を紹介する。(※ダークプールは利用していない。)

まず、対象とする市場は、取引所、ジャパンネクスト証券の第1市場(J-Market)と第2市場(X-Market)、大阪デジタルエクスチェンジとし、取引所とPTS市場で提示されている気配価格等を監視し、原則、最良気配価格を提示する取次ぎ先を判定して自動的に執行するとしている。

次に、最良気配価格が同一である場合の取次ぎ先の優先順位は、X-Market、大阪デジタルエクスチェンジのPTS、J-Market、取引所の順としているが、その理由は注文執行時に適用される取引コストなどを総合的に考慮して、前述の優先順位とすることが最終的に顧客の合理的なメリットになるとしている。

なお、同社がPTS2社に出資してる旨の記載がなされている。

また、レイテンシー・アービトラージへの対応策としては、SOR判定により各市場に分割して取次ぐ場合、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が介入する余地を極力排除するとしている。

一方、他のネット証券においては、SORとダークプールを利用しており、現時点では従来の裁量執行方針となっている。その記載内容については、SORの利用で対象とする市場は、

- ①取引所とPTSに加えてダークプールのケースと、
  - ②取引所とダークプールとするケースに分かれている。
- 現状において顧客に説明されているSORの機能としては、



①の場合においては、取引所とPTSの価格より有利な価格でダークプールにIOC注文(即座に一部または全数量を約定させ、成立しなかった注文数量を失効させる注文方法)を行い、約定しなかった部分は取引所とPTSを比較して顧客の有利となる方に発注する。

②の場合においては、取引所の価格より有利な取引が可能な場合、ダークプールで取引を実行させるものだ。このダークプールは、自社内で顧客同士の注文をマッチングさせるものと、他社が運営するダークプールに発注するものがある。

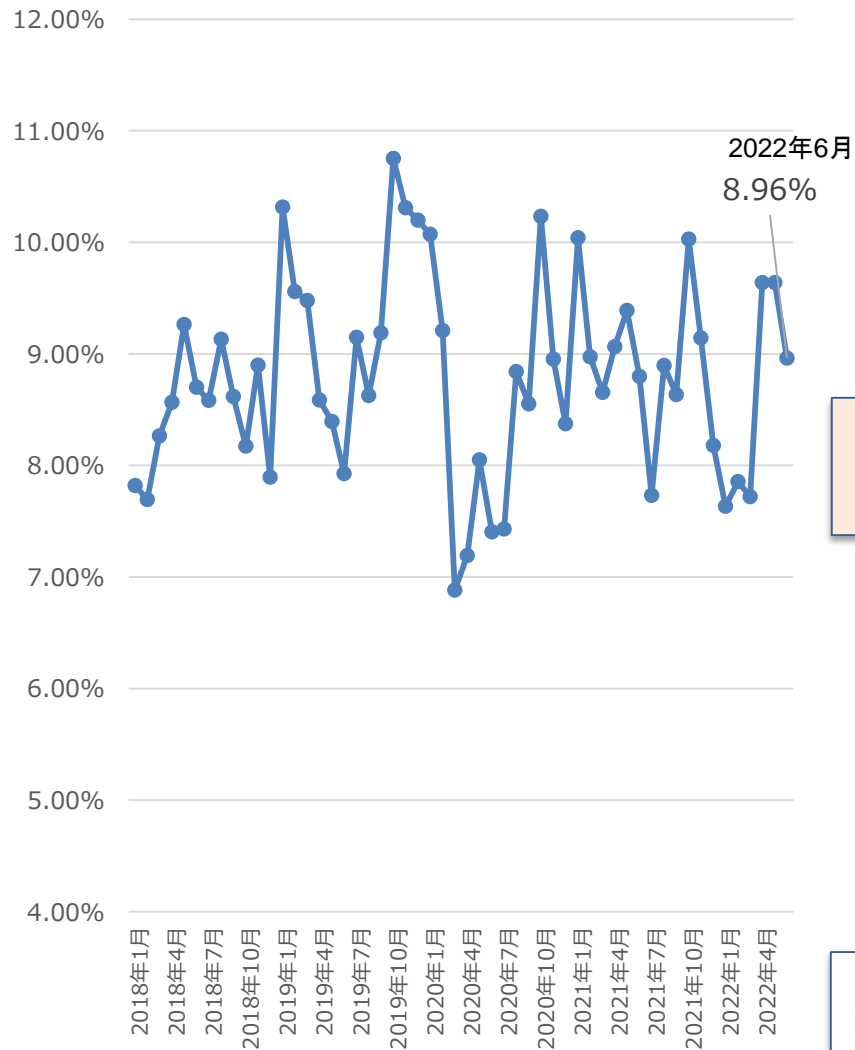
なお、ダークプールで約定された取引は、東証の立会外取引システム(ToSTNet)に発注され、クロス取引が執行される。

ダークプールについては、機関投資家などの大口の取引において市場でのマーケットインパクトを抑えるために証券会社などの社内取引システムとして発達したが、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それがあることなどの問題から、関係法令等の

改正が2020年6月にされた。2020年9月から運営する証券会社等に対して、ダークプールへの回送条件・運営情報の説明と、価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管が、2021年9月からは、価格改善効果の顧客説明が義務付けられている。

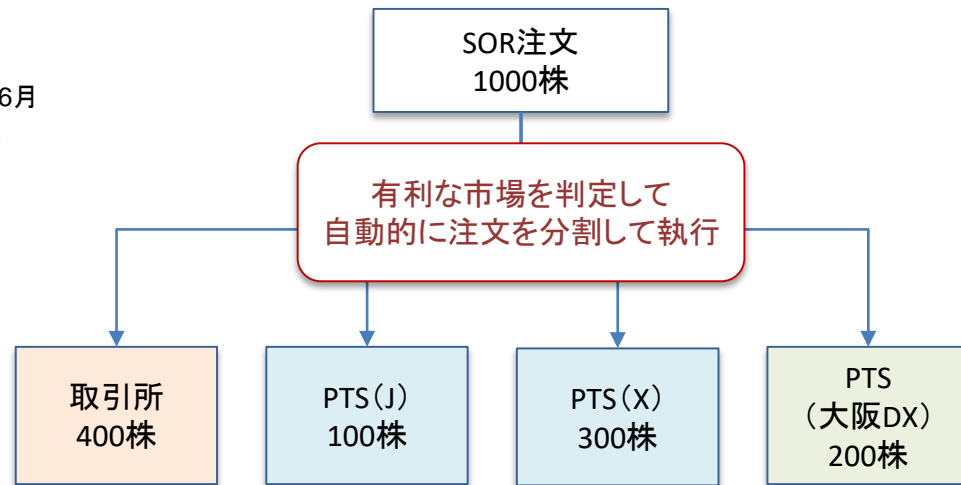
個人の取引においてもダークプールの利用が増えているが、個人投資家からみてダークプールを運営する証券会社等の信頼性も重要となっている。

## 取引所取引に占めるダークプールシェア推計

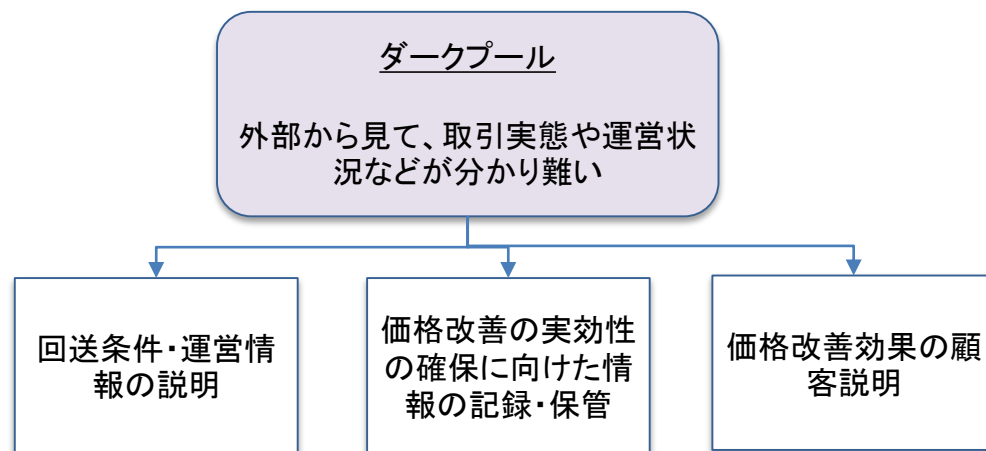


※東証 取引月報ToSTNeT市場における単一銘柄取引より作成

## SORによる注文発注イメージ(SBI証券)



## ダークプールの課題と対応策



SBI証券HPより

## 市場仲介者の課題と可能性

今回の裁量執行義務強化が、市場仲介者としての証券会社に与える影響について考えたい。

まず、個人の投資家に対する最良執行が、原則として価格を重視したものとされたことで、パブリックコメントなどの問いから、証券会社が複数の取引場所を確保する為にPTSやSORを利用することが、ある程度増えることは予想される。

一方、一部の対面営業のリテール証券会社においては、システム開発や体制整備のコストに対して自社収益や個人顧客のメリットが大きくないと判断すれば、旧来通り取引所のみへの取引注文取次ぎとなるだろう。この場合、最良執行方針については今までより記載内容を一段と踏み込んで、取引所のみ注文取次ぎがどの様に顧客利益に繋がるか具体的な記載が求められている(パブコメ34～36)。対面営業のリテール証券においても、大手・中堅・地方・銀行系証券などビジネスモデルは多様なので、自社の実情に合わせて最良執行方針での記載内容を検討する

必要がある。

個人の株式への投資行動全体の中で、市場仲介者の機能を考えてみると下図の様なイメージだが、個人投資家に対する証券会社の最良執行義務の強化は、取引執行の部分に大きく影響する。

個人の投資活動全体の中で、投資家が自ら判断することが前提になっているネット証券と、ある程度営業員によるアドバイスが行われている対面営業のリテール証券では、投資行動への関与が大きくことなっている。その為、ネットやスマホ証券と対面営業の証券会社では、最良執行方針が異なって当然の部分があるが、今回の改正がSORの個人への普及やPTS利用推進を前提にしたものなので、証券会社としては先ずSORやPTS・ダークプールを利用するかどうかという選択から始まっている。

SORについては、機関投資家などが大量の売買注文において市場の価格変動インパクトを低減させる為に利用しているアルゴリズム取引が、機能を絞って個人向けに進化したものだが、各SOR毎の配分ロジックや機能は異なっている。

その理由は、提供する証券会社の注文執行の考え方が反映されていると思われるが、今後、このSORそのものの機能を評価する動きが強まることも考えられる。既に、一部ネット証券においてはQUICKなど外部機関によるSOR執行評価を月次で公表しているところもある。

また、比較するPTSなどの市場機能も、投資家のメリットという面で今後は取引所と比較評価する動きが強まること予想されるが、これは取引所の機能に影響を与えることになる。

例えば、取引所取引における呼値の細分化が更に進む可能性や、注文の発注機能の高機能化・取引時間の問題などが、今後、議論される可能性がある。

最良執行義務強化は、市場仲介者としての証券会社の在り方を改めて問うものだが、現在、金融商品業者として顧客本位の業務運営原則の強化が継続的に求められており、その他デジタル化対応・投資助言業務の環境整備なども金融行政の中で議論されている。

証券会社業務の中核となる市場仲介者としての役割も、

それぞれの顧客層や社内資源の活用を考慮した上、個人顧客の満足度向上と収益性確保を両立させる独自モデルの確立が期待されるところだ。

# 個人の株式への投資行動と市場仲介者の役割について

