

資料

事務局説明資料

(高速取引行為と最良執行のあり方等)

令和3年4月7日(水)
金融庁

目次

I	第2回会合(2021年2月16日)におけるメンバーの主なコメント	1
II	高速取引行為と最良執行のあり方	
1	高速取引行為に関する規制等	6
2	レイテンシー・アービトラージ	12
III	PFOF(Payment for order flow)の取扱い	
1	PFOF(Payment for order flow)とは	17
2	PFOFに関する海外規制	18
3	PFOFに関する日本における取扱い等	21
IV	検討課題	25
V	取りまとめの方向性	27

I 第2回会合(2021年2月16日)における
メンバーの主なコメント

I 第2回会合(2021年2月16日)におけるメンバーの主なコメント①

(最良執行方針等とSORとの関係)

- SORによる注文執行のルール等(①～⑤)は、非常に全体を俯瞰した形に整理されている。一般的な個人投資家でも、全てをすぐに分からないにしても、取っかかりをつかむ上でも非常に分かりやすい。しかも、これが1つのテンプレートのような形で置かれるとするならば、各社の比較がしやすい。リテラシーを上げる1つの材料にもなる。
- SORによる注文執行のルール等(①～⑤)は、事前に開示する情報としては極めて類型の整理が上手にされている。機関投資家は、SORを使う場合、これらの項目についてヒアリングして、それを各社ごとにまとめている。個人投資家に限らず知っておくことが望ましい内容。最低限開示すべき内容。
- 事前・事後の情報開示は重要だが、量だけではなく、分かりやすさも重要。
- SORはかなり複雑であり、細かいところまで説明すると分かりにくくなるため、コストとリスクの認識に重要な情報についてのみ最良執行方針等に記載すべき。SORを使うか否か、手数料も含めて比較しているか否か・手数料の違い、PTSは成行注文ができないこと、分割同時発注か順次回送か、については最良執行方針等に記載すべきだが、その他は別途開示すれば問題ない。
- SORに関する大きな方針は開示すべきだが、細かいルールを書き過ぎるのは、分かりづらくなるうえ、先回りされる可能性もある。
- 最良執行説明書はリクエストベースだが、たとえば、定期的に当局に報告する、又は、外部の情報ベンダーが提供しているサービスを導入することによってモニタリングを高めていくということが極めて重要。
- 執行結果の開示について、個別開示だけだと、それがどの程度の出来なのか、妥当な結果と考えていいのかどうか、比較対象がないので、非常に分かりにくい。半期又は四半期で、取り扱った顧客の全体の取引の結果の開示であれば、1つの比較材料として考えられる。
- 執行結果の開示について、投資家によって必要となる情報がかなり多岐にわたっている。一義的に全ての投資家についてこの項目を入れれば十分であるというのは少し乱暴。
- 執行結果の開示について、個人投資家に対しては、ある程度シンプルにしたうえで、追加的な情報は投資家が問い合わせるといった形にせざるを得ない。ただし、最低限、主市場のその時点での最良気配は開示すべき。

(※)SORによる注文執行ルール等

- 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
- ④SOR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
- ⑤SORの開発主体

I 第2回会合(2021年2月16日)におけるメンバーの主なコメント②

(SORに付随する利益相反構造)

- 利益相反については、事前の開示と事後のモニタリングが必要。一部PTSは株主の中にHFTが入っているが、そのHFTの注文と他の顧客の注文をどうやって公平に扱っていくのか、手数料をたくさん払っている顧客と手数料を払わない顧客に関してどのように公平性を保っているのか、開示すべき。
- 具体的なSORの動作に踏み込んだ規制をかけるのは技術進歩の制約になるが、自社のグループ会社又は関係の深い執行先を同値のときに優先する場合、グループ会社のPTSにしか発注しない場合、その理由について説明することが、利益相反を牽制するという意味で非常に大事。
- PTSの透明性が非常に重要。証券会社側もどういう風に注文を取り扱うのか、SOR・発注した市場でどういう風に注文を処理するのか、プロセスも含めてしっかりと説明をすることがマスト。
- 何が利益相反か否かという判断は難しいが、系列・友好関係にあるPTSをSORが選択する可能性があることの明記は必要。ただし、最良執行方針等に含めるより、利益相反管理方針に記載すればよい。
- (SORに付随する利益相反構造について)顧客に利益が出ているからいいというのは抵抗感がある。選択肢があるときに、本来であれば顧客の方の利益に基づいて選択がなされている、最低限、顧客の利益よりも自らの利益を優先した選択は行われていない必要がある。顧客の利益は画一的に決まるものではないため、どういう利益を優先し、どういう対応をしているか説明することが大事。
- 同値の注文をもつ先に系列・提携先の証券会社があった場合に、そちらを優先して注文を流すということ自体は、とりわけ個人投資家の利益を損なうものではない。ただし、開示は必要。
- いわゆるリットベニューについては、仮に自社又は系列のPTSへの回送が優先されても、他のベニューと同等以上の取引内容で取引されている間においては、投資家にとって明確な機会損失等は発生していない。接続先を制限しているか否かは競争条件の1つ。
- 多くの市場の気配を参照してその中から良い気配を選ぶことはもちろんベストだが、証券会社にとって、接続先市場を選ぶ自由とトレードオフ。仮にアメリカのように取引のベニューが増えてきたときに、どこまで求めるかというのは難しい。特定市場へのプリファレンシングについては開示が必要だが、米国におけるPFOFに関する開示についても施行期限が何度か延長されていることを参考に、開示負担への配慮も必要。

I 第2回会合(2021年2月16日)におけるメンバーの主なコメント③

(最良執行方針等とダークプールとの関係)

- 少なくとも個人投資家についてはトレードアットルールを導入すべき。
- 個人投資家のダークプール利用については、極めて慎重に行われるべき。
- SORの執行先等にダークプールが含まれているのであれば、最良執行方針等の中でダークプールについて言及する必要。
- ダークプールは、SORの文脈に紐づけて考えるといいのでは。SORの開示とモニタリングの中できちんとダークプールに規律が付けられることが期待できる。
- ダークプールの中でいわゆる気配に当たる情報を生成して、システムでアクセスできるようになっている場合であって、同値で執行できる値段がダークプール上に存在し、それが注文を最初に受けている証券会社が運営しているダークプールである場合、そのダークプールに注文を流すということについて、とりわけ妨げる要因はない。他方、そういった板情報に当たるものが開示されていなくて、試しに出してみても、その最良気配又はそれよりもいい価格で執行できるかどうかを試してみるやり方でダークプールに注文を投げることについては、そこで失われる時間の問題を考えると、非常に慎重に対応すべき。
- ダークプールについて、今、別の手当てが進んでいる最中であるため、ひとまず様子を見るということによい。ただし、ダークプールについてシステムの感知できる気配のようなものが生成されていて、SORで回送ができる場合に、このダークプールの中で気配にアクセスできたり、できなかったりという、同じ市場の参加者なのにアクセス条件などに差があるとすると、問題。
- 2019年の金融審議会を受けてダークプールにおける透明性の確保が進められているため、新たな規制を導入するのは少し早い。
- ダークプールについて、足元新たなルールになるという中で、今後新しい形になるのであれば、ダークプールの取扱いは終了することを考えている。新しいルールに変わる中であるため、最良執行方針等と一緒にセットで考えていくのは難しい。
- ダークプールについては、規制がまさに今、実施されようとしているところ、かなり重い義務が課せられている。ダークプールに関する議論をする必要は今の段階ではなく、今決まっているルールが施行された上で、それが過剰なのか、足りないのかを評価した上で、もう一度議論すればよい。

I 第2回会合(2021年2月16日)におけるメンバーの主なコメント④

(その他)

- 最良の取引の条件で執行するための方針及び方法、これを最良執行方針等と定義して、金融商品取引業者等はそれを定め、公表し、それに従って注文を執行しなければいけないとされているが、最良の取引の条件で執行しなければならないと規定すればよい。この制度の立てつけはこのままでいいのかどうかというのは1つ課題。
- 個人投資家については、価格を重視するというのを標準形として、コンプライ・オア・エクスプレインとすることが対応として考えられる。
- 少なくとも個人投資家については、手数料も含めて価格コスト重視のところにつなぐ義務があると明確にした方がよい。ただし、オプトアウトはありうる。
- 最良執行方針等に主たる取引所に取り次ぐと記載することは、現状のPTSの認知度からすればある程度やむを得ないが、それが「最も合理的」であるという最良執行方針等の記載は直すべき。
- PFOFについて、開示が必要。

Ⅱ 高速取引行為と最良執行のあり方

Ⅱ-1 高速取引行為に関する規制等①

○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もある一方、

- ・ 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存在。

(「金融審議会 市場ワーキング・グループ報告書」(2016年12月22日)より抜粋・要約)



**高速取引を行う者に対し、登録制を導入し、体制整備・リスク管理、
当局への情報提供などの枠組みを整備(2018年4月1日施行。次頁参照)**

Ⅱ－1 高速取引行為に関する規制等②

1. 体制整備・リスク管理に係る措置

- 取引システムの適正な管理・運営
- 適切な業務運営体制・財産的基礎の確保
- (外国法人の場合)国内における代表者又は代理人の設置

2. 当局に対する情報提供等に係る措置

- 高速取引を行うこと・取引戦略の届出
- 取引記録の作成・保存
- 当局による報告徴求・検査・業務改善命令等

3. その他の規定

- 無登録で高速取引を行う者等から証券会社が取引を受託することの禁止
- 高速取引を行う者に対する取引所の調査

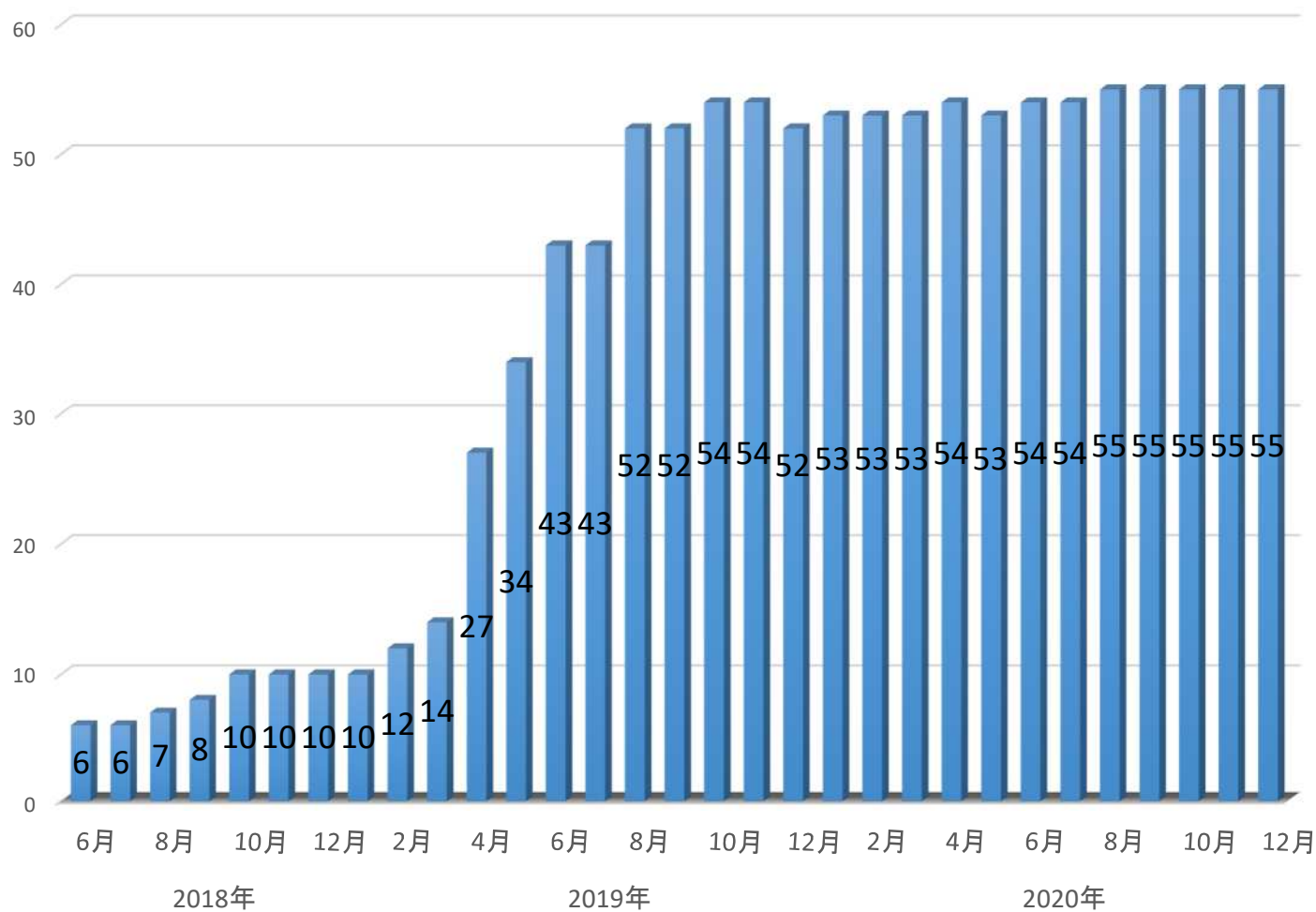
※ 日本取引所グループにおいても、高速取引行為に係る取引戦略の明示・専用TAP等の申請・注文管理体制等の整備等に関する対応が行われた(2018年4月1日施行)。

「高速取引行為を行う者の登録制等の導入に係る対応について」

(<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d8/20171220-01.html>)

Ⅱ－1（参考）高速取引行為者の登録者数

○ 登録済みの高速取引行為者は55者（2021年1月28日時点）



Ⅱ-1 (参考) 高速取引行為者登録一覧 (金融庁HPより。2021年1月28日時点)

高速取引行為者名	本店所在地	高速取引行為者名	本店所在地	高速取引行為者名	本店所在地
Citadel Securities (Hong Kong) Limited	香港	Lighthouse Financial Trading Limited	香港	Issar Limited	米国
Susquehanna Pacific Pty Ltd	オーストラリア	HRT SG PTE. LTD.	シンガポール	Serenity Capital Management LLC	米国
Virtu Financial Singapore Pte. Ltd.	シンガポール	Tower Research Capital (Singapore) Pte. Ltd.	シンガポール	Maven Derivatives Asia Limited	香港
Flow Traders Asia Pte. Ltd.	シンガポール	SSW-Trading GmbH	ドイツ	SQUAREPOINT OPERATIONS PRIVATE LIMITED	シンガポール
Grasshopper Pte.Ltd.	シンガポール	Millennium Capital Management (Hong Kong) Limited	香港	ATLANTIC TRADING LONDON LIMITED	英国
Optiver Australia Pty Limited	オーストラリア	BNP Paribas Arbitrage (Hong Kong) Limited	香港	Flow Traders Hong Kong Limited	香港
Vivienne Court Trading Pty Ltd	オーストラリア	Presto Labs Pte.Ltd.	シンガポール	AlphaGrep Pte.Ltd.	シンガポール
ダルマ・キャピタル株式会社	日本	Ark International Group Pty Ltd.	オーストラリア	Prime Trading, LLC	米国
Jane Street Asia Trading Limited	香港	NDH Trading Ltd	米国	Coral Reef Technologies Limited	イスラエル
XTX Markets Limited	英国	ESCI, Ltd.	米国	Goldman Sachs (Asia) L.L.C.	香港
DRW Singapore Pte. Ltd.	シンガポール	Mei Jing Trading LLC	米国	Blue Glory Holdings Limited	香港
Fenix One Asia Pte. Ltd.	シンガポール	IMC Pacific Pty Ltd	オーストラリア	Radix Trading Europe B.V.	オランダ
Flow Traders B.V.	オランダ	QCM Cayman, Ltd.	米国	Infini Capital Management Limited	香港
SG SECURITIES (HK) LIMITED	香港	Star Beta Pty Ltd	オーストラリア	Two Sigma Securities, LLC	米国
Volant Trading Asia Limited	香港	Liquid Capital Australia Pty Ltd	オーストラリア	AIM Algorithmic Trading Singapore Pte. Ltd.	シンガポール
Rideau Analytics, LLLP	米国	PDT Partners, LLC	米国	AP Capital Management (Hong Kong) Limited	香港
JTP Holdings Pte. Ltd.	シンガポール	Quadeye Trading LLC	米国	Millennium Capital Management (Singapore) Pte. Ltd.	シンガポール
Geneva Ireland Financial Trading Limited	アイルランド	Barak Capital G.T. Ltd.	イスラエル		
Headlands Technologies LLC	米国	Qube Research & Technologies Hong Kong Limited	香港		

Ⅱ－１（参考）高速取引行為者の取引戦略

○ マーケットメイク戦略

売りと買いの両注文を市場に出し、他の投資家の取引相手となることで、両価格のスプレッド分の利益を得る戦略をいう。

○ アービトラージ戦略

価格変動に相関がある複数の銘柄（例えば、日経225の先物と日経225のETF）の価格差や、同一商品の市場間での価格差などに着目し、裁定取引を行うことで利益を得る戦略をいう。

○ ディレクショナル戦略

近い将来の価格の変動を予測して利益を得る戦略をいう。

○ その他の戦略

マーケットメイク戦略、アービトラージ戦略又はディレクショナル戦略のいずれにも該当しない戦略をいう。

（金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針（別冊） 高速取引行為者向けの監督指針Ⅲ－３－１－１（２）①）

Ⅱ-1 (参考)金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー 大山篤之・津田博史「アルゴリズム化基準による高頻度取引(HFT)の特性分析」(2020年10月)

○ 全数調査 (※1)

- 特に2014年から2015年の観察期間では、仮想サーバの約65%、注文総数の約70%、売買代金の約45%がHFTによって占められている
- HFTはザラバで注文を行い、幅広い銘柄で取引する一方、信用取引を行わない
- HFTは取消注文を多用する傾向
- HFTの中でも特にアルゴリズム化度合が高いグループがIOC注文(Immediate Or Cancel)を行う
- HFTの中でも特にアルゴリズム化度合及び高頻度性の双方が高いグループが、空売り注文を駆使し、相場環境に因らずマーケットメイク(メイク注文が多くテイク注文が少ない)を行っている

○ 個別銘柄(トヨタ株)分析 (※2)

- HFTは相場動向に左右されず株式市場に流動性を供給
- HFTは板のBBO(最良気配値)付近に、薄く注文する傾向があり、呼値の刻みが小さくなる価格帯では、その傾向が顕著
- 特に、2014年から2015年の観察期間では、約30%のBBO(最良気配値)をHFTのみで構成していることから、仮にHFTが株式市場で取引を行わなかった場合には、約30%の板でBBOスプレッドがワイドニングする可能性
- HFTが全局面において積極的に株式相場を下落させる取引行動は観測されなかった

(※1) 調査範囲は、東証から提供を受けた2010年1月から2015年9月までの全板再現データ

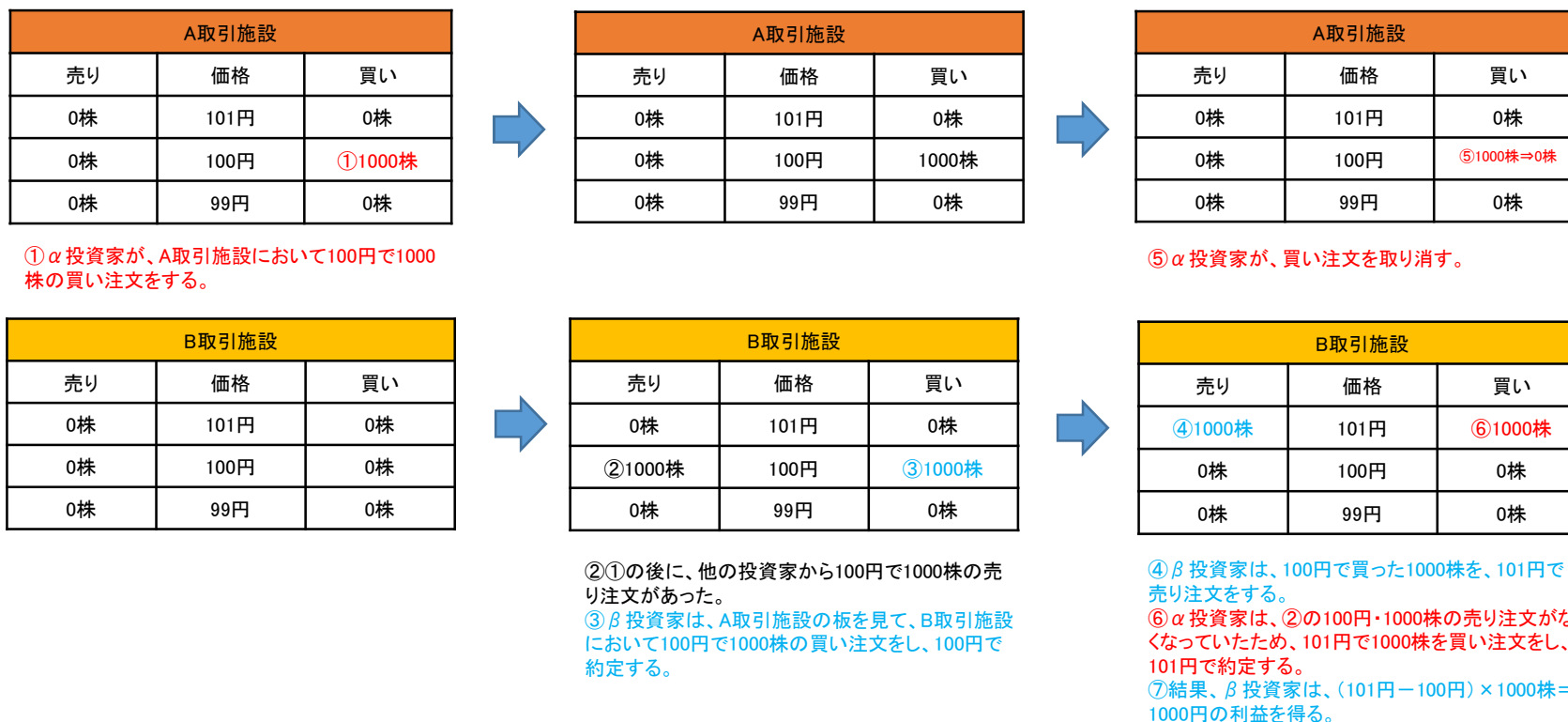
(※2) 調査範囲は、東証から提供を受けた2010年1月から2015年9月までの板再現データ

Ⅱ-2-(1) レイテンシー・アービトラージとその対応策

○ レイテンシー・アービトラージとは

市場参加者などの認知・決定・行動の時間差から生じる価格差や需給量変化を狙った取引(※)

たとえば、 α 投資家がまずA取引施設に発注し、A取引施設において約定しなかったために当該注文を取り消したうえでB取引施設に注文を回送すると、A取引施設の板を見ていた β 投資家にレイテンシー・アービトラージの機会が生じる。(※※)



ただし、必ずしもA取引施設における α 投資家の注文が取り消されてB取引施設に回送されるとは限らないため、 β 投資家は予測に基づきリスクをとってレイテンシー・アービトラージを行っているといえる。

(※) 辰巳憲一「レイテンシー・アービトラージとレイヤリングなどの発注行動～情報通信のスピードアップがHFTに及ぼす影響などについて～」学習院大学経済論集第53巻第3号(2016年10月)

(※※) 説明の便宜のために単純化した事例であることに注意。

Ⅱ-2-(1) レイテンシー・アービトラージとその対応策 (※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

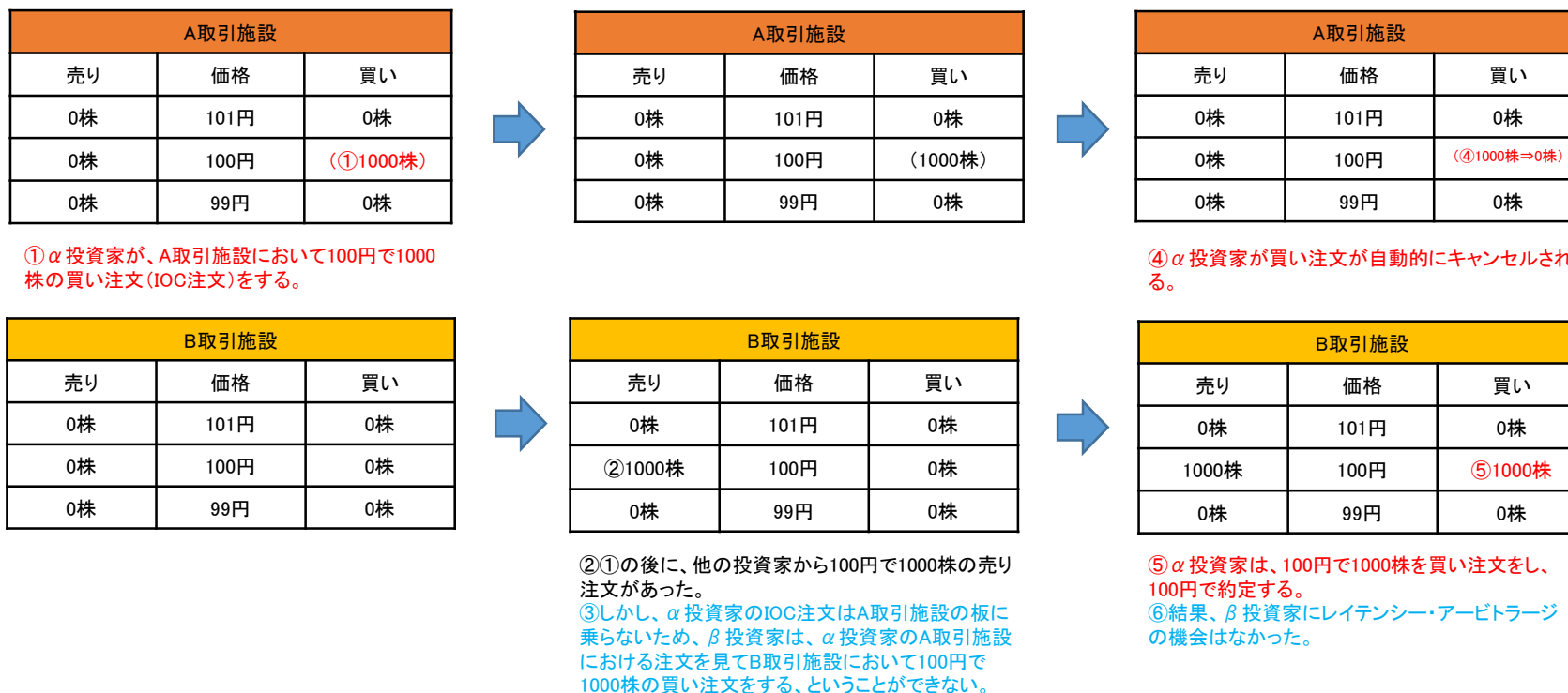
- 最良気配のある市場に注文を順次回送することを徹底すると、注文がどの市場に回送されるかについての予見可能性が高まり、レイテンシー・アービトラージの機会が生じやすくなる可能性がある、との指摘がある。
- 実務においては、レイテンシー・アービトラージに対抗するため、たとえば、以下の対応策が採用されている。
 - ① IOC注文 (Immediate Or Cancel)
 - ② 複数の取引施設への同時発注

Ⅱ-2-(2) 実務で採用されている対応策の具体例① (※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

○ 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

たとえば、以下のように、 α 投資家はA取引施設への発注をIOC注文にすることにより、 β 投資家によるレイテンシー・アービトラージを回避することができる。(※※)



ただし、 α 投資家のA取引施設における注文が大口注文である場合、 β 投資家は、A取引施設において小口の売り注文を出すことにより、背後にある α 投資家の大口の買い注文の存在を察知し、 α 投資家のA取引施設における当該大口の買い注文が取り消されてB取引施設に回送されることを予想して、レイテンシー・アービトラージを行うことができる場合がある。

(※※)説明の便宜のために単純化した事例であることに注意。

Ⅱ-2-(2) 実務で採用されている対応策の例②

(※金融庁による市場関係者に対するヒアリング結果)

○ 複数の取引施設への同時発注

たとえば、以下のように、 α 投資家はA取引施設とB取引施設に同時に発注することにより、 β 投資家によるレイテンシー・アービトラージを回避することができる。(※※)

A取引施設		
売り	価格	買い
0株	101円	0株
0株	100円	①1000株
0株	99円	0株

① α 投資家が、A取引施設において100円で1000株の買い注文をする。



A取引施設		
売り	価格	買い
0株	101円	0株
0株	100円	1000株
0株	99円	0株



A取引施設		
売り	価格	買い
0株	101円	0株
0株	100円	③'1000株⇒0株
0株	99円	0株

③ ' α 投資家が買い注文が自動的にキャンセルされる。

B取引施設		
売り	価格	買い
0株	101円	0株
0株	100円	①'1000株
0株	99円	0株

① ' α と同時に、 α 投資家が、B取引施設においても100円で1000株の買い注文をする。



B取引施設		
売り	価格	買い
0株	101円	0株
②1000株	100円	③'1000株⇒0株
0株	99円	0株

②①の後に、他の投資家から100円で1000株の売り注文があった。
 ③ α 投資家の1000株の買い注文が100円で約定する。
 ④結果、 β 投資家にレイテンシー・アービトラージの機会は無かった。

なお、 α 投資家が複数の取引施設に同時発注をした場合においても、 α 投資家のA取引施設に対する注文とB取引施設に対する注文の到着時間がずれた場合には、その時間差を利用して、 β 投資家がレイテンシー・アービトラージを行うことができる場合がある。

これに対しては、実務上、A取引施設に対する注文とB取引施設に対する注文の到着時間が可能な限り同時になるように、発注時間をずらすという対応策が採用されている場合もある。

(※※)説明の便宜のために単純化した事例であることに注意。

Ⅲ PFOF (Payment for order flow) の取扱い

Ⅲ－１ PFOF(Payment for order flow)とは

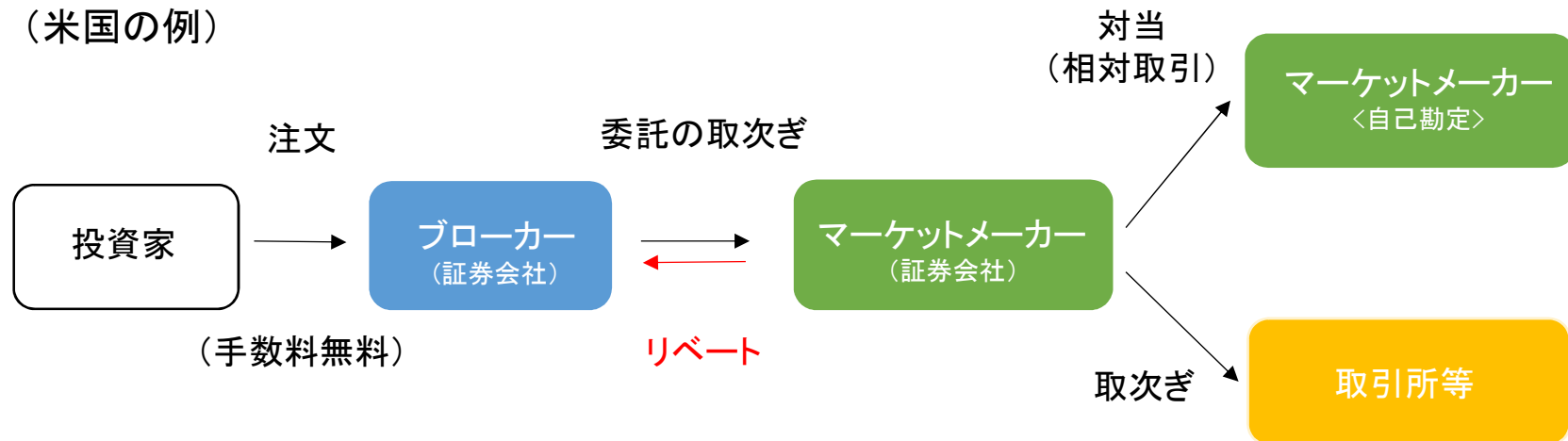
○ PFOF(Payment for order flow)とは

マーケットメーカー(リテール・ホールセラー)に対して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リベートを受領するもの。マーケットメーカーは、ブローカーから回送された注文を相対取引により自己勘定で対当するか、取引所等に回送する。(※)

(※)NMSによる最良気配よりも不利な価格での約定は禁止。

米国において1980年代から存在していたと言われる注文執行方法であり、主にリテール証券が、マーケットメーカーから受領するリベートを原資として、投資家がリテール証券に対して支払う売買委託手数料を無料にしている。

(米国の例)



Ⅲ-2 PFOFに関する海外規制①

米国

投資家への情報提供を前提に許容(※)

- 新規口座開設時に、PFOFに関する方針を説明する文書を事前交付(証券取引委員会規則607)
- リベート等を記載した約定報告書を交付(証券取引委員会規則10b-10)
- 四半期ごとに、以下の事項を含むレポートを開示(証券取引委員会規則606)
 - ① 注文の回送先毎の指値注文・成行注文・その他の割合等
 - ② 受領したリベートの額等
 - ③ PFOFに関する合意事項 等

(※)2020年12月17日、米国証券取引委員会が、ロビンフッド・フィナンシャルに対して、PFOFに関する情報提供が不適切であった等として、6,500万ドルの制裁金を課した。なお、ロビンフッド・フィナンシャルが一部の銘柄について取引停止した点について、2021年2月18日に公聴会が開催された。また、同年3月9日に開催された公聴会においても、PFOFについて議論が行われた。

EU

- 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関する規定に反する報酬、割引又は非金銭的な対価の受領は禁止(MiFID II 27条2項)

(※)英国については、次頁参照。

豪州

- PFOFによるリベートが、投資家がブローカーに対して支払う手数料を上回る場合には禁止(ASIC Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets) Part 7.5 Order incentives)

Ⅲ-2 PFOFに関する海外規制②

- 英国規制当局は、2012年にPFOFの問題点等を示したガイダンス(下記)を公表した後、2017年に、PFOFはMiFID IIIに違反する旨の見解を公表。
- なお、EU離脱後の英国におけるPFOFの取扱いの変更に関する情報は、今のところない。

(参考)「Guidance on the practice of ‘Payment for Order Flow’」英国FSA(現FCA)(2012年5月)

メリット

- ✓ ブローカーがマーケットメーカーから受領したリベートが、顧客に支払われるか、顧客がブローカーに支払う手数料と相殺される場合があること。
- ✓ リベートを支払うマーケットメーカーとのみPFOFに関する契約を締結することにより、最良結果のためにマーケットメーカーを探索するコストが減少すること。
- ✓ (ブローカーにとっては)顧客から受領する手数料に加えて、マーケットメーカーからリベートの支払いを受けることができること。
- ✓ (マーケットメーカーにとっては)リベートの支払いによりブローカーから注文を回送してもらえらること。

デメリット

- ✓ ブローカーが、顧客にとっての最良結果よりも、マーケットメーカーから高額なリベートの支払いを受けるために、顧客の利益に反してマーケットメーカーに注文を回送するインセンティブがあるという点で、ブローカーと顧客の間に利益相反が生じること。
- ✓ マーケットメーカーが他の方法では回送されないはずの注文を回送してもらうためにリベートの支払いをする場合には、顧客にとっては不利な価格である可能性があること。
- ✓ リベートの支払いにかかるコストを回収するために、マーケットメーカーが最良価格ではない価格を提示する可能性があること。
- ✓ ブローカーが、ブローカーにとって条件を満たすマーケットメーカーにのみ注文を回送する場合には、その他のマーケットメーカーが事実上市場から排除され、代替となる価格が提示されなくなること。
- ✓ リベートの存在により取引価格が歪められ、市場における価格形成にも影響があること。
- ✓ マーケットメーカーが市場におけるポジションを維持するコストが減少し、スプレッドが拡大する可能性があること。
- ✓ ブローカーが価格改善を目指すインセンティブが低下する可能性があること。

Ⅲ-2 PFOFに関する海外規制③

	米国	EU	豪州	日本
最良執行	機関投資家・個人投資家問わず、価格のみを考慮	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考慮 個人投資家については、価格と手数料等のコストを考慮	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考慮 個人投資家については、価格と手数料等のコストを考慮	機関投資家・個人投資家問わず、価格のみならず、さまざまな要素を総合考慮 (※本タスクフォースにおいて、個人投資家について、価格重視への見直しを検討)
PFOF	投資家への情報提供を前提に許容	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関する規定に反する報酬、割引、非金銭的な対価の受領は禁止	PFOFによるリベートが、投資家がブローカーに対して支払う手数料を上回る場合には禁止	—

Ⅲ-3 PFOFに関する日本における取扱い等①

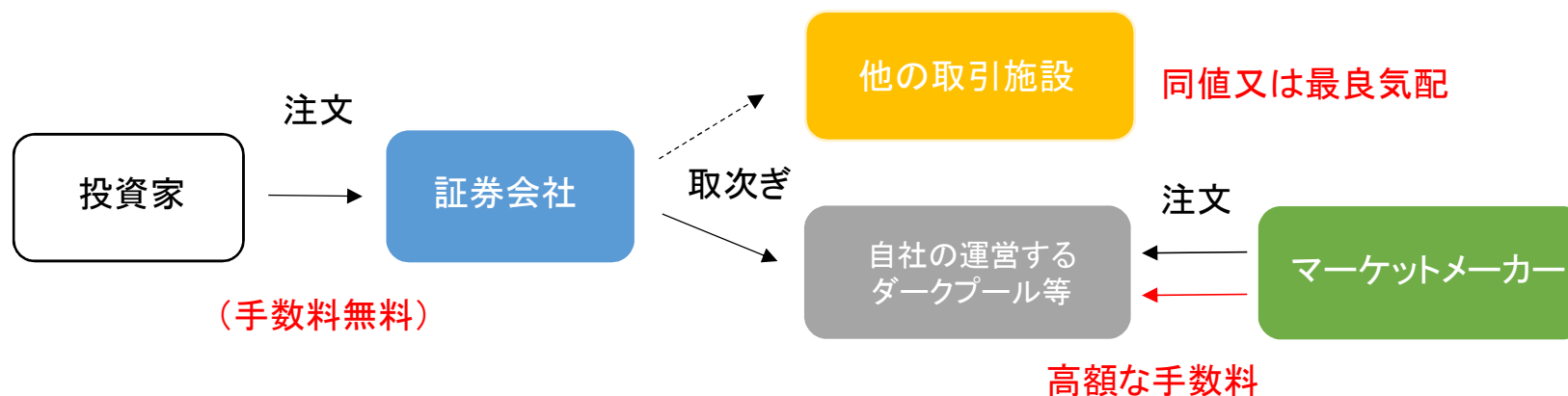
- 現時点において日本で有価証券等取引についてPFOFを実施している例は認められない。
- この点、日本でPFOFを実施した場合、以下のとおり、顧客の利益になる場合があり得るという主張が考えられる。
 - ① 手数料の値下げ又は無料化に繋がる。
 - ② 東証の立会市場における最良気配と比較して価格改善効果がある場合がある。
 - ③ 約定可能性が高い場合がある。
- 他方で、以下のとおり、最良執行の観点から問題が大きいとも考えられる。
 - ① 証券会社が自己の利益のために(=リベートの提供を受けるために)顧客の利益に反してマーケットメーカーに対して注文を回送し得るという利益相反構造がある他、証券会社が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。
 - ② SORにより注文執行する場合と比較すると、顧客にとって最良の価格で約定するとは限らない。

Ⅲ-3 PFOFに関する日本における取扱い等②

(参考)ダークプール等との比較

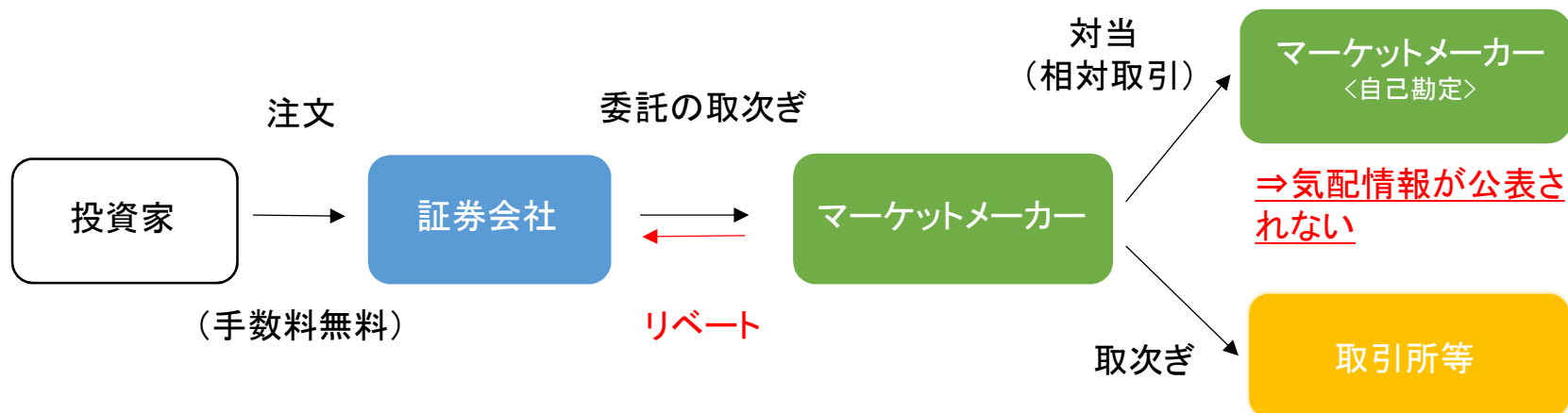
- たとえば、仮に、自社の運営するダークプール等において、マーケットメーカーの手数料を高額に設定し、投資家の手数料を無料に設定する場合には、PFOFと類似の利益相反構造があるといえる。
- ただし、ダークプール等の場合、証券会社は顧客であるマーケットメーカーから手数料を受領している点が、顧客の側である証券会社がマーケットメーカーからリベートを受領しているPFOFと異なる。

(※) 証券会社の手数料は自由化されている。また、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等が見送られ、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。



Ⅲ-3 PFOFに関する日本における取扱い等③

- マーケットメーカーとの相対取引によるPFOFを実施した場合、気配情報が公表されないため、市場における価格発見機能が低下する可能性があるとの指摘がある。



- 同様の問題点は、気配情報の公表義務のないダークプールについても指摘されている。

(金融審議会「市場ワーキング・グループ」2019年2月19日・第19回事務局説明資料・抜粋)

- (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

IV 検討課題

IV 検討課題

1. 高速取引行為と最良執行のあり方

- 高速取引行為者とその他の投資家との間のスピード格差を踏まえ、一部の証券会社においてレイテンシー・アービトラージへの対応策が採用されているが、こういった取組みを促すことについてどう考えるか。
- レイテンシー・アービトラージへの対応策を採用している場合、顧客に対してどう説明すべきか。(最良執行方針等にどのように記載すべきか。)

2. PFOFの取扱い

- PFOFについて、最良執行の観点(本資料21頁)及び市場における価格発見機能の観点(本資料23頁)から指摘されている点に加えて、検討すべき点はあるか。
- PFOFを禁じていない米国においても規制の見直しが進められており、我が国においても諸外国における今後の規制動向等を踏まえ、機動的に検討を進めることについてどう考えるか。

V 取りまとめの方向性

V 取りまとめの方向性

1. 個人投資家にかかる注文執行における価格の重視

- 顧客が個人である場合について、最良執行方針等の法定記載事項に「主として価格以外を考慮する場合には、その旨及びその理由」を追加(コンプライ・オア・エクスプレイン)
- 顧客が個人である場合について、最良執行方針等の法定記載事項に「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

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

(1) SORによる注文執行のルール等の透明化

- 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による注文執行のルール(※)」を追加

※ SORによる注文執行のルール

- 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 ①～③のルールを採用する理由

- 最良執行説明書(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に交付)の法定記載事項に「SORを使用した場合は、価格改善状況(※)」を追加(ただし、経過措置を設ける)

※ 価格改善状況

- ① 約定価格、約定日時、執行等がされた取引所・PTS・ダークプール
- ② SORの使用に際して比較した取引所・PTSにおける価格

(2) 高速取引行為と最良執行のあり方

- (第3回会合における議論を踏まえて検討)

(3) PFOFの取扱い

- (第3回会合における議論を踏まえて検討)