

資料2

# 事務局説明資料

(金融商品取引業者等の最良執行方針等について)

令和2年12月18日(金)

金融庁

# 目次

---

## I 取引所・PTSに関する制度等

- 1 過去の主な改正等・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・1
- 2 市場間競争についての考え方・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・10
- 3 マーケットシェアの概況等・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・13
- 4 参考(個人投資家の証券投資に関する意識調査)・・・・・・・・・・17

## II 最良執行方針等

- 1 最良執行方針等に関する規制の導入の経緯・・・・・・・・・・・・19
- 2 最良執行方針等に関する現行の規制等・・・・・・・・・・・・・・21
- 3 Smart Order Routing(SOR)について・・・・・・・・・・・・・・24
- 4 各国における最良執行方針等に関する規制・・・・・・・・・・・・26

## III 検討課題・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・・30

# I 取引所・PTSに関する制度等

## I-1-(1) 過去の主な改正等のまとめ

年	取引所	私設取引システム(PTS)	
1998	<ul style="list-style-type: none"> <li>取引所集中義務の撤廃</li> <li>取引所による複数市場の開設の解禁</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PTS認可制の導入</li> <li>証券業協会を通じた約定情報等の公表</li> </ul>	
2000		<ul style="list-style-type: none"> <li>売買価格決定方式の拡充(「顧客注文対当方式」、「売買気配提示方式」の追加)</li> <li>気配情報等の公表</li> <li>取引高シェアに基づく数量基準の導入</li> </ul>	
2005	<ul style="list-style-type: none"> <li>取引所取引の原則の撤廃</li> <li>気配情報等のリアルタイム公表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>売買価格決定方式の拡充(「競売買方式」の追加)</li> <li>証券業協会を通じた気配情報等のリアルタイム公表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>最良執行方針等に関する規制の導入</b></li> </ul>
2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダークプールがPTSに該当しないことを明確化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PTS信用取引の禁止</li> <li>空売り規制に抵触することとなる空売り等を排除する方法及び態勢の確立</li> </ul>	
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダークプールの認可制の導入見送り</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>高速取引行為の登録制の導入</li> </ul>
2019		<ul style="list-style-type: none"> <li>PTS信用取引の解禁</li> </ul>	
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>ダークプール取引の透明化等</li> </ul>		

## I-1-(2) 過去の主な改正等①

### 【1998年】(「金融システム改革法」の施行)

(主な具体的措置)

#### (1) 取引所集中義務の撤廃

市場間競争を促進し、投資家の取引ニーズの多様化等に対応するため、取引所の定款により義務付けられていた取引所集中義務を撤廃し(取引所の定款の改正)、上場銘柄の取引所外取引を認めた。ただし、米国と異なり、顧客にとって最良の執行となる市場に注文を自動回送するシステムが存在しないことなどから、顧客が取引所外と明示しないかぎり取引所において執行する(取引所取引の原則)こととした。

#### (2) 私設取引システム(PTS)の認可制の導入

取引所集中義務の撤廃に伴い、私設取引システム(伝統的な取引所とは異なる私的な組織が電子的技術を活用して取引サービスを提供する取引システム)の開設が予想されたところ、当面、私設取引システムでは、基本的に取引所の価格形成機能を活用し、取引所と同程度の高い価格形成機能は有しないと考えられたため、売買価格決定方式を「市場価格売買方式」及び「顧客間交渉方式」に限定したうえで、取引所ではなく、証券業として整理したうえで認可制を導入。

#### (3) 約定情報等の公表

取引所外取引について、証券業協会を通じた約定情報等の公表に関する規定を整備。

#### (4) 取引所による複数市場の開設の解禁

従来、需給の統合を図り公正な価格形成と円滑な流通を図るため、取引所が複数の市場を開設することは禁止されていたが、PTSの導入により取引所外での取引も認められることを踏まえ、取引所が複数の市場を開設することを許容。

## I-1-(2) 過去の主な改正等②

### 【2000年】(「私設取引システム(PTS)開設等に係る指針」策定、内閣府令・事務ガイドライン改正)

(主な具体的措置)

(1) PTS業務における売買価格決定方式の拡充

PTS業務における売買価格決定方式として、従来の「市場価格売買方式」、「顧客間交渉方式」に加え、一定の価格形成機能を有するものの、高度な価格形成機能を有しないものと整理された「顧客注文対当方式」、「売買気配提示方式」の二つの方法を認めた。

(2) 公正な取引の確保のためのルールの整備

証券会社は自主規制機能を有しないことから、PTS業務において、新たに売買価格決定方法を追加すること等により一定の価格形成機能が生ずることとなれば、公正な取引の確保や投資者保護の面で問題を生じる恐れがあるため、不公正取引を防止する等の観点から、取扱有価証券の性質も含め、その取引が行われる場の性質に応じた以下のルールをPTSの認可の条件として課した。

① 気配情報等の外部公表

② 取引高シェアに基づく数量基準の導入

### 【2005年】(改正証券取引法の施行)

(主な具体的措置)

(1) 取引所取引の原則の撤廃

取引所とPTSの競争条件のイコールフットイングを確保するため、取引所取引の原則を撤廃した。

**(2) 最良執行方針等に関する規制の導入**

**投資家保護のため、最良執行方針等に関する規制を導入(後述)。**

(3) 気配情報等のリアルタイム公表

最良執行の検証を可能にするため、取引所市場外を含めた各市場での有価証券等取引について、気配や成立した売買価格等のリアルタイム公表(PTSについては証券業協会を通じた公表)に関する規定を整備。

(4) PTS業務における売買価格決定方式の拡充

- ・ 投資家が自身の取引ニーズに従って市場を選択する幅が広がり、その結果、市場間競争が促進され、投資家の利便性が一層向上することを期待して、PTS業務における売買価格決定方式として、「競売買方式(オークション方式)」の方法を認め、PTSに取引所と同様の機能を認めた。
- ・ 一方で、取引所とPTSの区別について、取引量という量的基準による区別を導入し、一定以上の取引量となる場合に取引所の免許取得を義務付けた。

## I-1-(2) (参考)PTSの売買価格決定方式と取引量基準

売買価格決定方式	概要	取引高シェアに基づく措置 (過去6ヶ月間の日次平均)
市場価格売買方式 (金商法2条8項10号ロ)	金融商品取引所上場銘柄を、その銘柄が上場されている金融商品取引所市場におけるその銘柄の売買価格を用いて売買する方式。	全取引所等の売買代金の合計額に対する当該PTSの売買代金の合計額の比率
顧客間交渉方式 (金商法2条8条10号ニ)	いわゆるネゴシエーション方式。PTSにおいて顧客同士が価格や数量等の条件について交渉していき、双方が合意に達した条件のもとで売買する方式。	<p>(第1段階) 個別銘柄のいずれかについて<u>10%以上</u>、かつ全体について<u>5%以上</u></p> <p>⇒次の体制を整備しなければならない。 ①売買管理、審査態勢の拡充・整備 ②違約損失準備金制度と同様の制度整備 ③システム容量等の定期的なチェック</p>
顧客注文対当方式 (定義府令17条1号)	顧客が提示した指値が、取引の相手方となる他の顧客の提示した指値と一致する場合に、その指値を用いて売買する方式。成行注文や板寄せといった手法が行われず、あくまでも顧客が提示した指値を突き合わせるところが金融商品取引所での売買方式と大きく異なる。	<p>(第2段階) 個別銘柄のいずれかについて<u>20%以上</u>、かつ全体について<u>10%以上</u></p>
売買気配提示方式 (定義府令17号2号)	いわゆるマーケットメイク方式。金融商品取引業者(マーケットメイカー)が一つの銘柄に対して複数の売り気配・買い気配を提示し、これらに基づく価格を用いて売買する方式。マーケットメイカーに対して恒常的な気配提示やそれに基づく約定義務は課せられていない。	<p>⇒免許を取得し、金融商品取引所となる必要。 <u>(金商業等監督指針IV-4-2-1③ロa)</u></p>
競売買方式 (金商法2条8項10号イ)	金融商品取引所と同様のオークション方式により売買を行う事が可能で、成行注文や板寄せを行うことも可能。	<p>全取引所等の総取引高に対する当該PTSの総取引高の比率 ①<u>1%であること</u></p> <p>全取引所等の銘柄毎の総取引高に対する当該PTSの総取引高の比率 ②<u>10%であること</u></p> <p>⇒上記の基準(のいずれか)を超えた場合は、取引を停止するか、免許を取得し、金融商品取引所となる必要。<u>(金商法施行令1条の10)</u></p>

## I-1-(2) 過去の主な改正等③

### 【2010年】(改正金商業等監督指針の施行)

(主な具体的措置)

- (1) ダークプールがPTSに該当しないことを明確化
- (2) PTS信用取引の禁止
- (3) PTSにおいて空売り規制に抵触することとなる空売り等を排除する方法及び態勢の確立

(参考) 金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針

IV-4-2-1 認可

(略)

① 私設取引システムに該当するか否かを判断する際には、次の点に留意するものとする。

イ. 取引所金融商品市場又は店頭売買有価証券市場における有価証券の売買の取次ぎを行い、又は他の単一の金融商品取引業者に有価証券の売買の取次ぎを行うシステムについては、私設取引システム及び取引所金融商品市場等に該当しないものとする。

(注) たとえば、2の顧客の同数量の売り注文及び買い注文を、売買立会によらない取引を行う取引所金融商品市場に同時に取り次ぐシステムは、基本的に、私設取引システム及び取引所金融商品市場等に該当しない。一方、顧客注文を売買立会によらない取引を行う取引所金融商品市場に取り次ぐシステムであっても、システム内で注文の集約または相殺等を行うような場合は、私設取引システム又は取引所金融商品市場等に該当する可能性がある。

ロ・ハ. (略)

② 当該業務の認可に当たっては、次の点に留意するものとする。

イ. 内部管理

当該業務に係る内部管理の態勢について、次の事項が整備されているか。

a. b. (略)

c. 当該業務において信用取引を取り扱わず、また、インサイダー取引、相場操縦、作為的相場形成、取引所金融商品市場で行えば空売り規制に抵触することとなる空売り等の取引の公正を害する売買等を排除する方法及び態勢が確立していること。また、当該方法及び態勢が、金商業等府令第17条第12号に規定する「取引の公正の確保に関する重要な事項」として、認可に係る業務の内容及び方法に記載されていること。

d. e. (略)

ロ. ~ニ. (略)

③・④ (略)

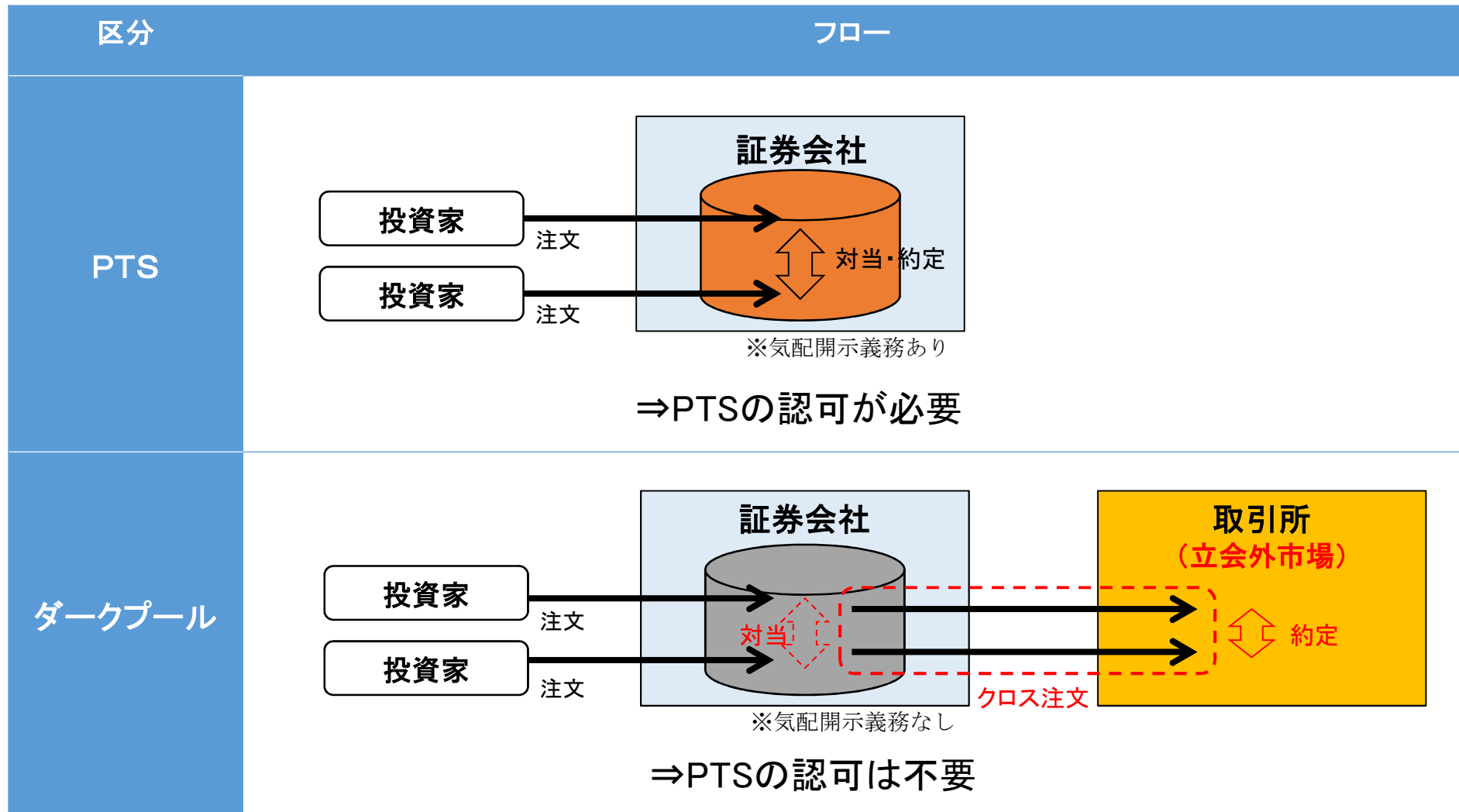
(参考) 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針の一部改正(案)」に対するパブリックコメントの結果等について(2010年3月4日)(抜粋)

「私設取引システム(PTS)を提供する業者自身が信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を行うことは、①市場開設者としての立場(取引状況に異常又はそのおそれがある場合において、信用取引の制限・禁止等の規制措置を講ずべき立場)と、顧客への資金・株券の提供者としての立場との間の利益相反の問題が在化するおそれがあること、②こうした観点から、取引所においても、信用取引に伴う資金貸付・株券貸付を実施していないこと等を踏まえると、認められないと考えられます。

また、(取引所における信用取引と同様に)参加証券会社が資金貸付・株券貸付を行うこととする場合であっても、当該貸付業務の適切性を確保するため、私設取引システム(PTS)を提供する業者に対して取引所と同等の自主規制機能(参加証券会社に対する監査・処分等)の発揮を求めることは現実的ではなく、認められないと考えられます。今回の改正では、こうした考え方について、私設取引システム(PTS)業務の認可に係る留意点として明確化するものです。なお、今後、自主規制機関等において、こうした考え方を踏まえた新たな枠組みを検討すること自体は妨げられませんが、その実施の適否については、実態に即して実質的に判断されるべきものと考えられます。」



# I-1-(2) (参考)PTSとダークプールのフローの比較



## I-1-(2) 過去の主な改正等④

### 【2018年】(改正金融商品取引法の施行)

(主な具体的措置)

(1) 高速取引行為の登録制の導入 (なお、登録済みの高速取引行為者は55者(2020年10月15日現在))

- ・体制整備・リスク管理に係る措置として、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確保
- ・当局に対する情報提供等に係る措置として、高速取引を行うこと・取引戦略の届出、取引記録の作成・保存等、当局による報告徴求・検査・業務改善命令等
- ・その他、無登録で高速取引を行う者等から金融商品取引業者等が取引を受託することの禁止、高速取引を行う者の法令等の遵守の状況の取引所による調査その他の必要な措置

(2) ダークプールの認可制の導入見送り

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ため、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とした。

※ 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が行われた。

「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>)

※ また、その後、近年の自動取引・高速取引環境における取引参加者による適切な注文管理の重要性を踏まえ、日本取引所グループにおいて、マーケット・アクセス・ルールの導入等が検討されている。

「マーケット・アクセス・ルールの導入等について」

(<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d8/20200130-01.html>)

(<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d8/20200130-02.html>)

## I-1-(2) 過去の主な改正等⑤

### 【2019年】(改正内閣府令等、金商業等監督指針の施行)

(具体的な措置)

(1) PTS信用取引の解禁 (2019年3月施行)

利益相反防止措置を講じること及び取引所の自主規制機能と同等の措置を講じることを前提に、PTS信用取引を解禁

(2) PTS信用取引に係る所要の措置 (2019年6月施行)

PTSにおける信用取引について、空売り規制(ネイキッド・ショートセリングに係る裏付け確認及び価格規制)の適用除外とする等、金融商品取引所における信用取引に係る規制と同等の手当。

(参考)金商業等監督指針IV-4-2-1②f

「当該業務において金融商品取引業者が信用取引を取扱う場合は、以下の措置が講じられていること。

i) 当該金融商品取引業者やそのグループ会社等が実質的な資金・株券の提供者とならない等、利益相反防止の観点からの適切な措置

ii) 日本証券業協会の自主規制規則を踏まえ、当該業務における信用取引の取扱いに係る規則を整備するとともに、当該整備した規則を当該業務における信用取引に参加する者に遵守させること等を通じて、当該業務における信用取引の取扱いに関し、金融商品取引所における信用取引に係る自主規制機能と同等の措置」

(参考)日本証券業協会・PTS信用取引検討会

([https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/pts\\_shinyou/index.html](https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/chousa/pts_shinyou/index.html))

### 「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)(抜粋)

- 例えば、以下のような形で適切なスキームが構築された場合には、PTSにおける信用取引を認めることも考えられる。
  - ・ PTSを提供する業者自身やそのグループ会社等が実質的な資金・株券の提供者とならないなど、利益相反の防止の観点から適切な措置が講じられていること
  - ・ 自主規制機能については、信用取引について過当投機といった弊害を可能な限り排除する観点から、取引所において、①信用取引残高の集計・報告、②信用取引に係る規制措置(日々公表銘柄の指定・信用取引残高の日々公表、委託保証金率の引上げ、信用取引の制限・停止等)、③取引参加者の上記措置の遵守状況の調査・処分等の対応が行われているところ、PTSの信用取引についても、これと同等の措置が講じられること
- 上記の自主規制機能について、基本的にはPTSを提供する業者において対応すべきものではあるが、信用取引残高の集計・報告及び信用取引規制等の措置(上記①②)を実効的に行っていくためには、取引所・PTS間で必要な連携を図っていくことが求められる。また、取引参加者に対する調査・処分(上記③)については、PTSを提供する業者自身が金融商品取引業者である以上、当該業者が直接行うことは困難であると考えられる。このため、これらの対応については、取引所・日本証券業協会・PTS間で適切な協力を図っていくことが適当である。
- 他方、市場全体の公正性・透明性を確保して投資家保護を図る観点からは、例えば、投資判断に重大な影響を与えるおそれのある情報が生じ、その内容が不明確である場合等には、適切に売買停止措置等が講じられることが求められ、PTSに信用取引が認められれば、その必要性は更に高まると考えられる。このため、取引所、PTS等の関係者において所要の態勢整備を行うとともに、売買停止等に至るまでの判断や連携の手順等について具体的に検討が進められるべきである。

## I-1-(2) 過去の主な改正等⑥

### 【2020年】(内閣府令、金商業等監督指針改正)

個人投資家向けダークプールの拡大が見込まれる中で、ダークプールの実態把握を行うために、ダークプール取引の透明化等に向けた措置を講じた。

(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

※ 改正内閣府令・金商業等監督指針は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。

※ 日本取引所グループにおいても、ダークプール・フラグの導入及び信用取引が可能な取引類型の明確化が行われた。

「ToSTNeT市場における利便性向上のための売買制度の見直し等について」

(<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d2/20200220-01.html>)

「J-NET市場の取引制度の整備について」

(<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d2/20200220-02.html>)

## I-2 市場間競争についての考え方①

### 「証券市場の総合的改革」証券取引審議会(1997年6月13日)(抜粋)

- 取引が行われる「場」においては、効率と公正の確保が何よりも重要となる。従来は、市場で資金調達ができる企業を選別し、かつ、取引を証券取引所等に集中させることが、効率・公正の両面で最も効率的と考えられてきた。
- しかし、電子通信技術の発展、金融技術の革新に伴い、様々な取引形態が可能となっており、また、新規産業の育成のためにも、幅広い企業に証券市場での資金調達の機会を認めていくことが必要になる。公正という観点からも、従来のような取引所を中心とした仕組みでなくとも、取引の公正性を担保できる仕組みが構築し得る環境になってきている。さらには、市場のグローバル化によって、国内における制約があれば、取引が海外に流れてしまい市場が空洞化し、結局は効率も公正も実現できない結果になり得る点にも留意が必要である。
- 公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定めた上で、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である。
- 一連の施策の結果、様々な資金調達者、投資家が、それぞれの多様なニーズに従って市場を選択する幅が広がるとともに、そうした市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られることが期待される。

### 「市場機能を中核とする金融システムに向けて」金融審金融分科会第一部会(2003年12月24日)(抜粋)

- 東証への取引の集中傾向が続いているのは、市場参加者が流動性、利便性を求めたが故の自然な帰結という側面がある。上場企業も、東証以外での取引が成立しにくいために重複上場を見直す傾向にあり、一極集中が加速する循環構造になっている。
- 一方、市場間競争を促進するためには、有効な対抗勢力が存在した方が、東証自身も効率経営に向けた不断のインセンティブが働き、ガバナンス上有効と考えられる。
- こうした観点から、ジャスダックの取引所化を契機に、ジャスダックと東証以外の取引所との連携が重要との指摘や、ジャスダックを含む新興市場間の取引ルールの統一や統合を目指すべきとの指摘があった。市場間競争の担い手の具体的な姿を推奨することは行政の任ではないが、こうした課題については、今後関係者間で、利用者利便を踏まえた前向きな検討が行われることが望ましい。

## I-2 市場間競争についての考え方②

### 「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) (抜粋)

- 我が国では、取引所集中義務の撤廃後、市場間競争を促進する観点から、PTS(私設取引システム)制度が創設され、上場株式を取り扱うPTSには合計8社が参入したが、現在でも存続しているのは2社となっている。現物取引に関する取引施設毎のシェアを見ると、東京証券取引所のシェアが9割程度を占める一方、PTSのシェアは2社合計でも5%程度となっている。
- 他方、米国では、50以上の取引施設が存在し、全上場銘柄の取引シェアは、取引所外取引が30%以上を占める一方、取引所については最大のNASDAQでも15%程度となっている。英・独・仏においても、我が国に比して取引所のシェアが相当程度低く、取引所外取引のシェアが相当程度高い状況となっている。
- 市場間競争については、平成9年証券取引審議会報告において、
  - ・ 公正取引ルールを含む投資家保護ルールを定めた上で、できるだけ自由に取引ができるよう、様々な市場間で競争が行われていくことが必要である
  - ・ 市場が相互に競争し合うことにより、全体としての市場システムの効率化・機能強化が図られることが期待されるとの整理がなされ、このような考え方を踏まえ、市場間競争を促進する観点から、取引所集中義務が撤廃され、取引所外取引が解禁されるとともに、PTS 制度の導入等の制度整備が行われた。
- その後、我が国では、大口・バスケット取引等の様々な取引ニーズに応えるため、取引所立会外市場(ToSTNeT)の整備が進められた。また、PTSがティック・サイズ(呼び値の刻み幅)を先行して縮小し、取引所が追随することにより、市場参加者の利便性向上が図られてきたとの指摘もある。
- このような点を踏まえると、我が国においても、市場間競争により期待されるイノベーションの喚起や利用者のニーズに合った取引手法の提供促進といった効果が一定程度認められ、市場間競争の意義は今日においても失われていないと考えられる。
- 他方、取引所取引と取引所外取引が全体として我が国の市場を構成していることを踏まえれば、取引所とPTSが適切に連携することにより、市場全体として、公正性や透明性を確保することが重要である。

## I-2 市場間競争についての考え方③(IOSCO報告書より)

---

### メリット

- ✓ 独占的慣行の打破、効率性の向上
- ✓ 取引手数料の引下げ効果
- ✓ イノベーションの喚起、より利用者のニーズに合った様々な取引手法の提供促進

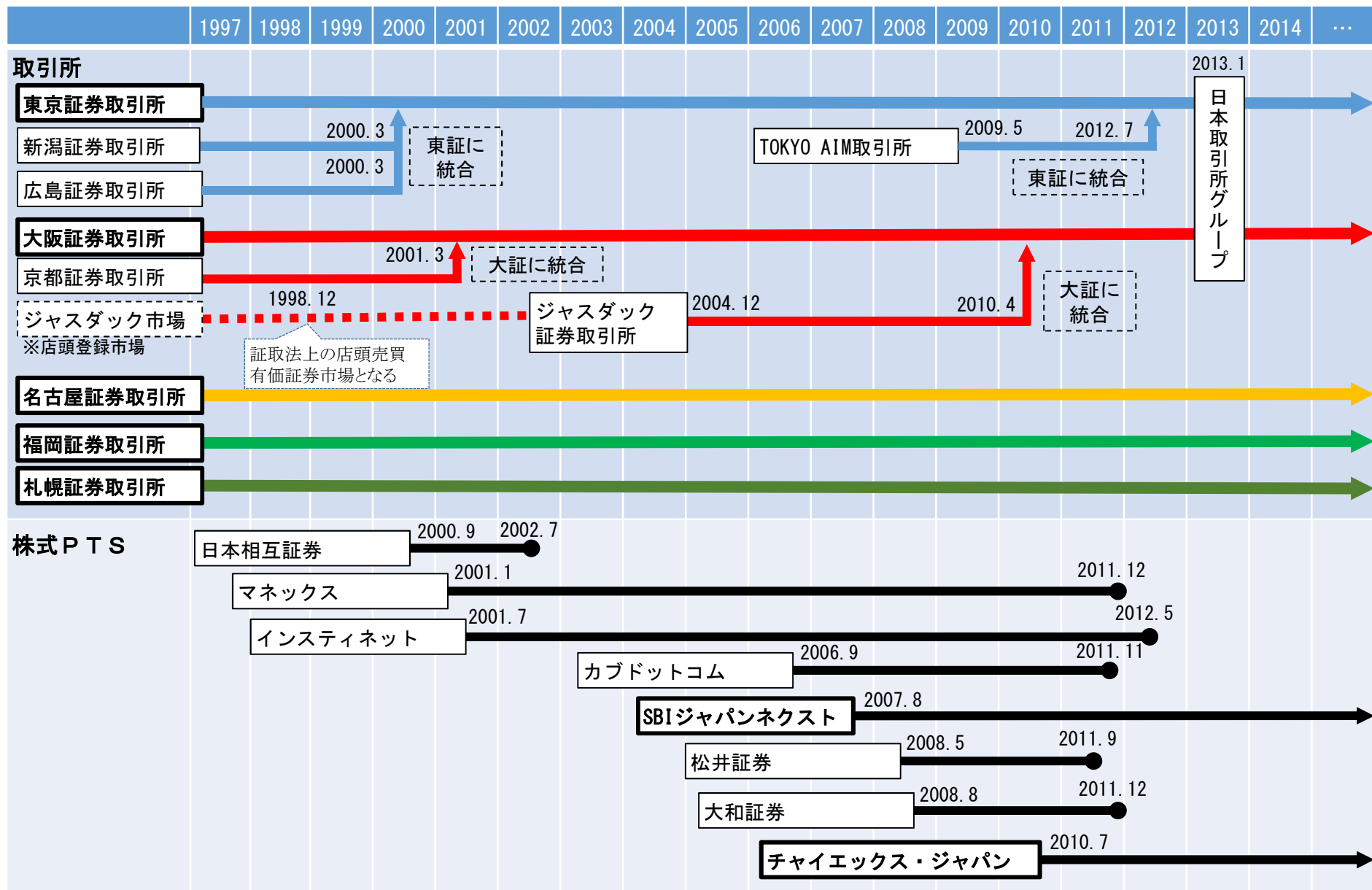
### デメリット

- ✓ 流動性と情報の面で市場の分断が発生し、最良価格の探索に係るコストが増大するおそれ
- ✓ 新たな取引方法やビジネスモデルの導入が、効率性を低下させ、市場全体の利益にならない可能性
- ✓ 流動性の拡散が、価格競争を減少させ、時間優先の概念を弱体化させ、ボラティリティを増大させる結果を招くおそれ

出典：「Transparency and Market Fragmentation」IOSCO(2001年11月)

「Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency」IOSCO(2011年10月)

# I-3-(1) 日本の取引施設等の変遷

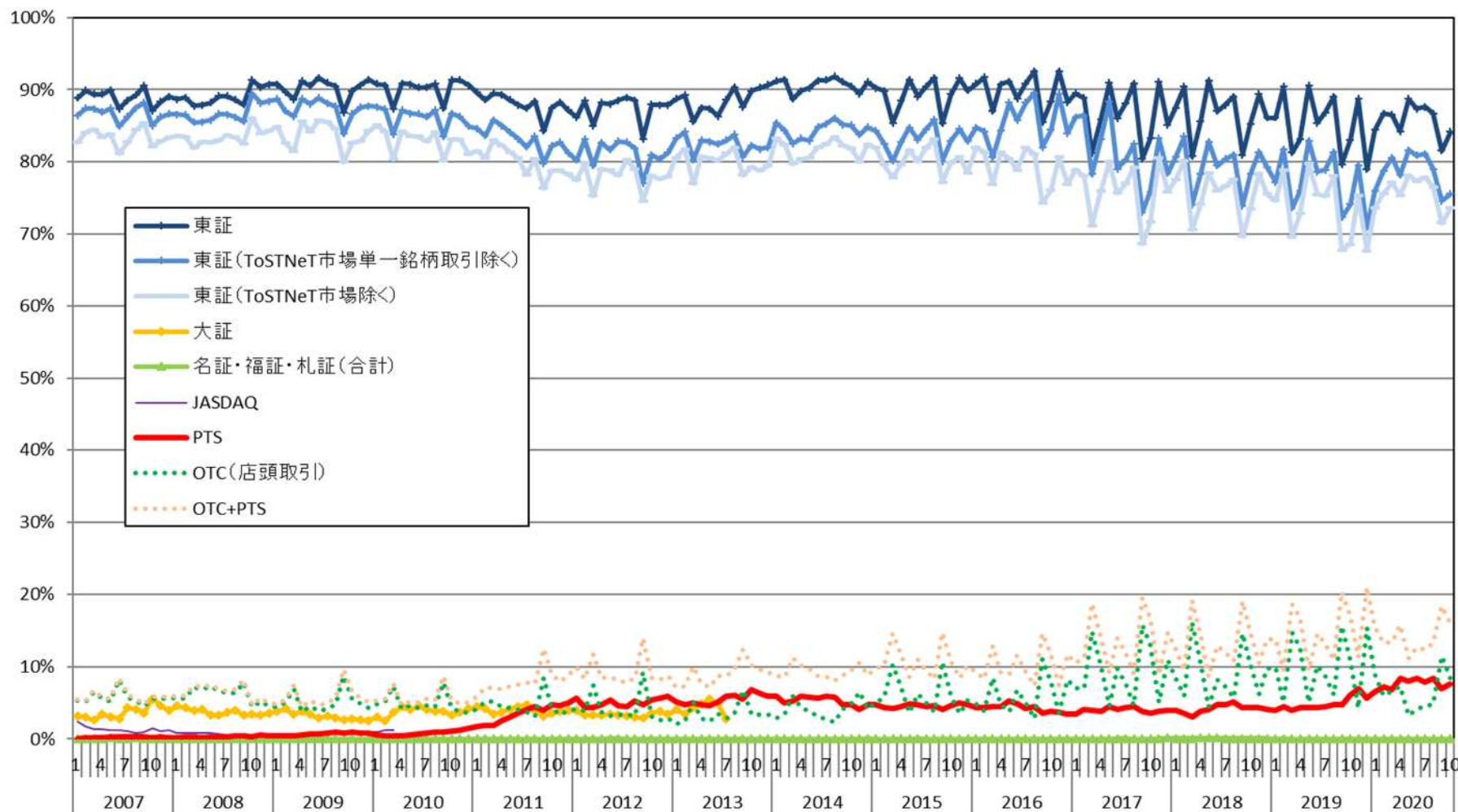


(注) SBIジャパンネクスト証券は、2020年4月に「ジャパンネクスト証券」に社名変更



## I-3-(2) 日本における現物取引のマーケットシェアの概況

○ 日本では、東証のシェアは70%から90%程度で推移。また、PTSのシェアは、2011年以降5%程度で推移した後、直近では7~8%程度に上昇。

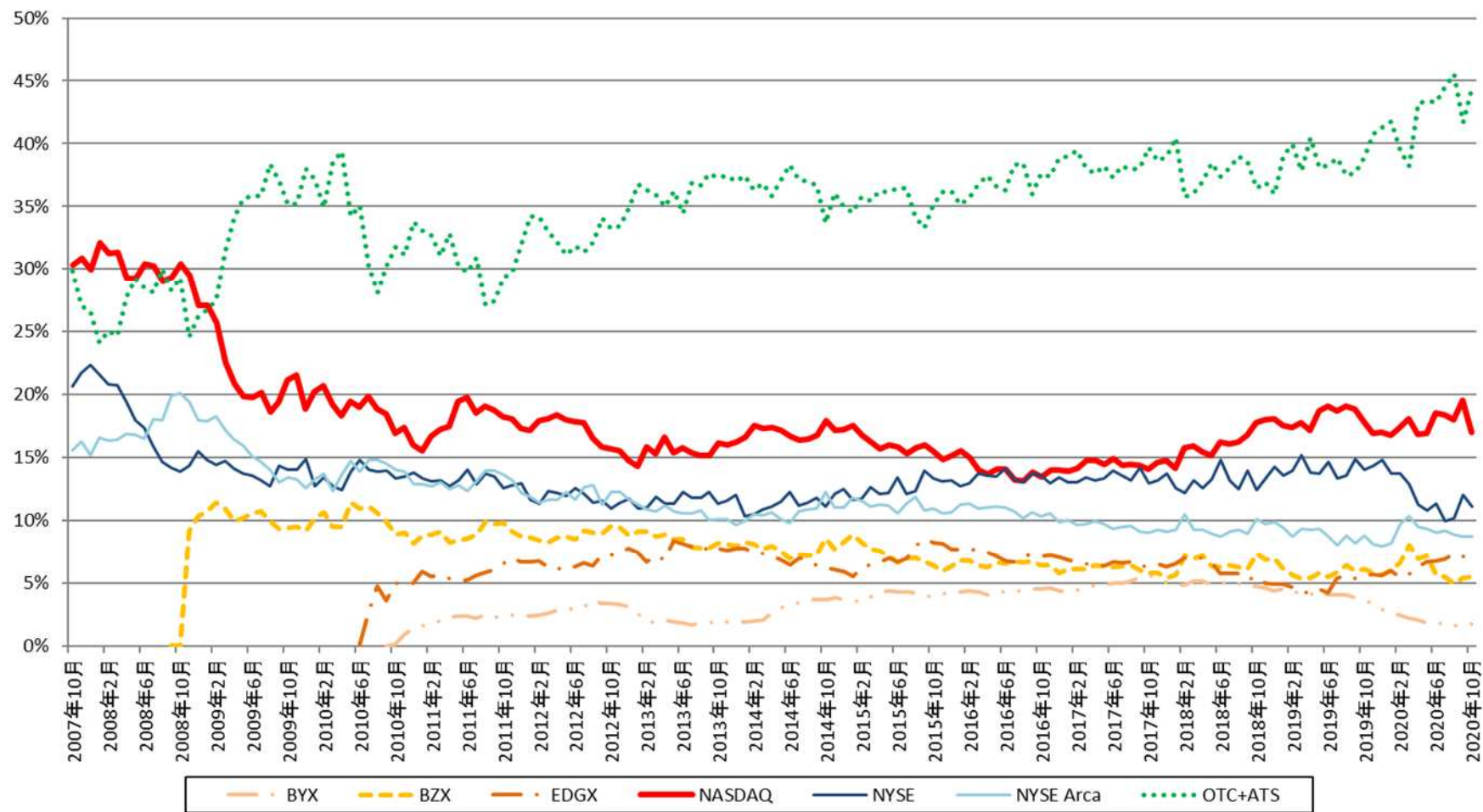


(注) 全上場銘柄における取引所金融商品市場及び取引所外取引における売買代金に占めるシェア

(出典) 取引所、PTS Information Network公表データより作成

## I-3-(3) 米国におけるマーケットシェアの概況

○ 米国では、取引所全体のシェアは60%から70%程度で推移。また、OTCと取引所外取引システム(ATS)を合わせたシェアは30%から40%程度で推移。(注1)



(注1) 取引所の個別のシェアは最大のNASDAQで15%程度。なお、取引所の数は16、ATSの数は51 (FINRAへの登録数、2020年8月31日現在)

(注2) 全上場銘柄における売買高に占めるシェア

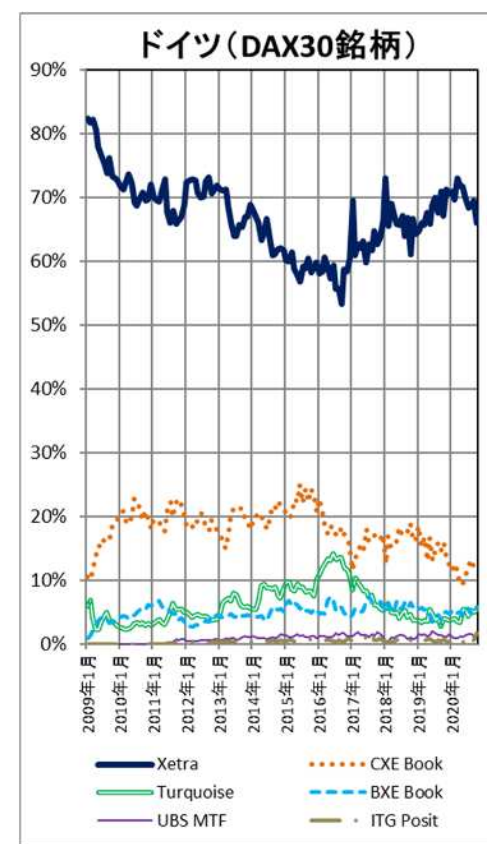
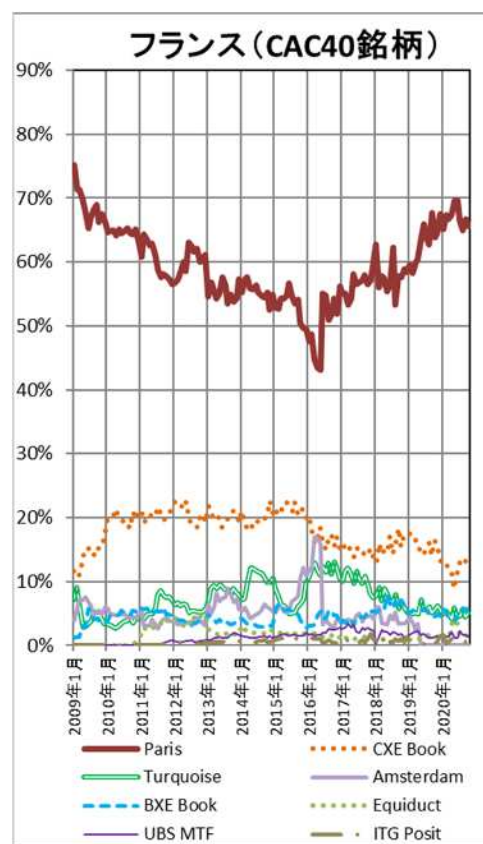
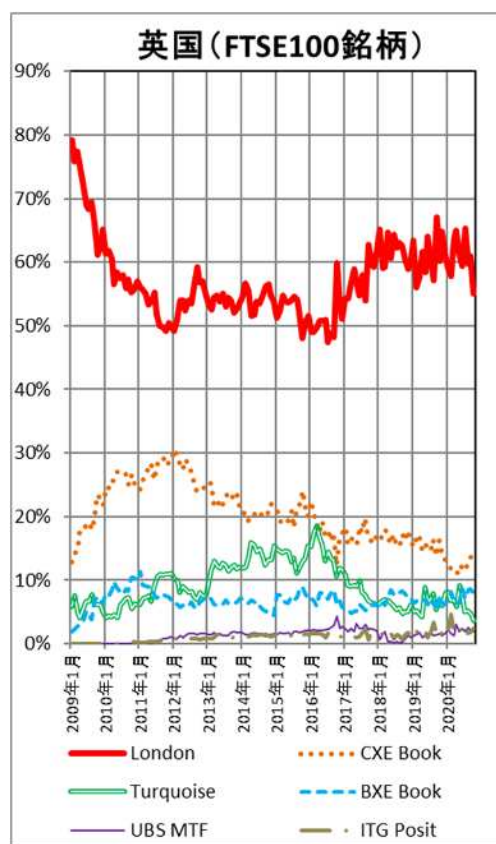
(出典) Cboe公表データより作成

## I-3-(4) 欧州におけるマーケットシェアの概況

○ 欧州では、取引所全体(注1)のシェア(OTCを除く)は60%から70%程度で推移。残りをいくつかのMTFが占めている。但し、欧州では、OTCが30%から50%程度を占めるといわれている。

(注) MTF (Multilateral Trading Facility) :

システム内で非裁量的規則に基づき、投資サービス業者の認可及び運営条件の規定に従って契約を構成する仕方で、金融商品に関する多数の第三者の買い需要と売り需要を突き合わせる投資サービス業者又は市場運営者により営まれるマルチラテラル・システム



(注1) 取引所全体のうち、主要取引所(英国=LSE、フランス=Euronext Paris、ドイツ=Xetra)が大半を占める。

(出典) Cboe公表データより作成。

## I-4 (参考)個人投資家の証券投資に関する意識調査(抜粋)(※)

調査方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 調査対象: 日本全国の20歳以上の証券保有者</li> <li>➢ 標本数: 5,000</li> <li>➢ 調査方法: インターネット調査</li> <li>➢ 調査時期: 2020年6月30日～7月5日</li> </ul>	
有価証券(株式、投資信託、公社債)の保有額(個人・時価)、保有状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 300万円未満が52.3%、1,000万円未満が77.9%</li> <li>➢ 推計の平均保有額は、881万円</li> <li>➢ 「株式」保有率は79.0%、「投資信託」は55.3%、「公社債」は13.8%</li> </ul>	
有価証券への投資について検討したり、興味・関心を持ったきっかけ	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 「株主優待があることを知った」が34.9%</li> <li>➢ 「投資に関する税制優遇制度(NISA・つみたてNISA・確定拠出年金制度)があることを知った」が33.5%</li> <li>➢ 「今の収入を増やしたいと思った」が33.4%</li> </ul>	
投資方針等	株式	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 「概ね長期保有だが、ある程度値上がり益があれば売却する」が51.3%</li> <li>➢ 「配当・分配金・利子を重視している」が19.0%</li> <li>➢ 「値上がり益重視であり、短期間に売却する」が13.2%</li> </ul>
	投資信託	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 「安定性やリスクの低さ」が57.7%</li> <li>➢ 次いで、「成長性や収益性の高さ」「購入・販売手数料の安さ」「分配金の頻度や実績」</li> </ul>
平均保有期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 株式の保有期間は、10年以上が25.3%。5年以上が43.0%、1年未満が21.2%、1か月未満が3.8%</li> <li>➢ 株式の推計の平均保有期間(全体)は、4年11か月</li> </ul>	
主な注文方法	株式	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 「証券会社のインターネット取引」(「パソコンやタブレット」「スマートフォン」の合計)が75.7%(本調査はインターネット調査であるため留意が必要)。</li> <li>➢ 年齢が若い層ほど「店頭」での注文が少なく、「スマートフォン」での取引が多くなる傾向</li> </ul>
	投資信託	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 「証券会社のインターネット取引」(「パソコンやタブレット」「スマートフォン」の合計)が59.6%(本調査はインターネット調査であるため留意が必要)。</li> <li>➢ 年齢の若い層ほど「スマートフォン」の割合が高く、年齢の高い層ほど「証券会社の店頭」での取引が多い</li> </ul>

(※)出典: 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))

## Ⅱ 最良執行方針等

## Ⅱ－1 最良執行方針等に関する規制の導入の経緯①

### 「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告(2003年12月9日)(抜粋)※

※ 金融審議会金融分科会第一部会の下に設置されたワーキング・グループ

- JASDAQの取引所化やPTS等の制度整備が進むことにより、同一の銘柄が複数の市場においてより活発に取引され、投資家が取引を行う市場等の選択肢が広がることから、投資家保護のため、最良執行を確保することが必要である。
- 我が国においては、取引所市場において取引を行うことが透明性が高く、投資家利益にかなう執行方法であるとの指摘がある一方、証券取引法第37条、第38条の規定の存在が取引所に有利に働き、PTS等の発達を妨げ、市場間競争を抑制しているとの指摘もある。
- 投資家にとって取引を行う市場等の選択肢が広がることに対応し、証券取引法第37条に規定する取引所取引原則を見直し、我が国の現状に即した最良執行の確保に関する規定を整備すべきである。

(参考)旧証券取引法第37条

証券会社は、顧客から証券取引所に上場されている株券、新株予約権付社債券その他の有価証券で内閣府令で定めるもの(第79条の2から第79条の4までにおいて「上場株券等」という。)の売買に関する注文を受けたときは、当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない。

(参考)旧証券取引法第38条

証券会社は、顧客から有価証券の売買又は有価証券店頭デリバティブ取引に関する注文を受けたときは、あらかじめ、その者に対し自己がその相手方となつて当該売買若しくは取引を成立させるか、又は媒介し、取次ぎし、若しくは代理して当該売買若しくは取引を成立させるかの別を明らかにしなければならない。

### 「市場機能を中核とする金融システムに向けて」金融審議会金融分科会第一部会(2003年12月24日)(抜粋)

- 取引所外取引の拡大は、取引所自身の効率経営に向けたインセンティブを高め、市場間競争を実効あらしめることが期待される。このため、制度面でビッグバン改革を一步進め、取引所とPTSの競争条件のイコールフットイングを確保する必要がある。具体的には、取引所取引原則を見直して証券会社の最良執行義務を導入する

➤ 市場間競争を促進するために取引所取引の原則が見直された際に、投資家保護のために最良執行方針等に関する規制が導入された。

## Ⅱ－1 最良執行方針等に関する規制の導入の経緯②

### 「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告(2003年12月9日)(抜粋)

- 我が国における市場インフラの現状を踏まえれば、最良執行について、開示されている気配・取引情報に基づき、価格、コスト、スピード、執行可能性といった条件を勘案しつつ、顧客にとって最良の条件で執行する義務として規定することが考えられる。
- 当然ながら、例えば価格のみに着目して事後的に最良の条件でなかったとしても、そのみを理由に義務違反が指摘されるような性格のものではないことに留意する必要がある。

### 「市場機能を中核とする金融システムに向けて」金融審金融分科会第一部会(2003年12月24日)(抜粋)

- 最良執行義務の内容としては、大多数の投資家にとって取引所で執行することが利益に合致している実情を踏まえ、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して執行する義務とし、具体的な執行方法は証券会社自らが定めて顧客に示す、そしてその通りに執行されているかどうか検証するための報告・公表を一層充実させることが考えられる。

### 「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一百六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)(抜粋)

- 現在のわが国の証券市場の状況に鑑みれば、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つに該当する

## Ⅱ－2－(1) 最良執行方針等に関する現行の規制等①

- 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(最良執行方針等)を定めなければならない(金融商品取引法第40条の2第1項)。

【有価証券等取引】(金融商品取引法施行令第16条の6第1項・金融商品取引業等に関する内閣府令第124条第1項)

- ・ 上場株券等の売買
  - ① 株券
  - ② 新株予約権付社債券
  - ③ 新株予約権証券
  - ④ 特別法人出資証券(金融商品取引法第2条第1項第6号に掲げる有価証券)
  - ⑤ 優先出資証券
  - ⑥ 投資信託又は外国投資信託の受益証券
  - ⑦ 投資証券又は外国投資証券で投資証券に類する証券
  - ⑧ 新投資口予約権証券又は外国投資証券で新投資口予約権証券に類する証券
  - ⑨ 信託法に規定する受益証券発行信託の受益証券
  - ⑩ 外国又は外国の者の発行する証券又は証書で①から⑤まで又は⑨に掲げる有価証券の性質を有するもの
- ・ 店頭売買有価証券の売買
- ・ 取扱有価証券の売買

【最良執行方針等の記載事項】(金融商品取引法施行令第16条の6第2項)

- ・ 取引銘柄ごとに最良の取引の条件で執行するための方法
- ・ 当該方法を選択する理由

- 金融商品取引業者等は、最良執行方針等を公表しなければならない(金融商品取引法第40条の2第2項)。
- 金融商品取引業者等は、最良執行方針等に従い、有価証券等取引に関する注文を執行しなければならない(同条第3項)。



## Ⅱ-2-(1) 最良執行方針等に関する現行の規制等②

- 金融商品取引業者等は、上場株券等及び店頭売買有価証券の売買に関する顧客の注文を受けようとするときは(※)、あらかじめ、顧客(特定投資家を除く。)に対し、当該取引に係る最良執行方針等を記載した書面を交付しなければならない(金融商品取引法第40条の2第4項本文・同法施行令第16条の6第3項、同法第45条第2号)。

(※)最良執行方針等に関する規制の対象となる有価証券等取引のうち、一般投資家も参加の機会が特に多いと考えられた上場株券等及び店頭売買有価証券の売買についてのみ、最良執行方針等を記載した書面の事前交付義務の対象とされた。

- ただし、既に当該書面(当該最良執行方針等を変更した場合にあっては、変更後のものを記載した書面)を交付しているときは、この限りでない(同法第40条の2第4項ただし書)。

- 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)。

【最良執行説明書の記載事項】(金融商品取引業等に関する内閣府令第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

- 最良執行方針等を記載した書面及び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(金融商品取引法第40条の2第6項・第34条の2第4項)。
- 最良執行方針等を記載した書面及び最良執行説明書の交付義務違反は、30万円以下の過料の対象(同法第208条第6号)。

## Ⅱ－2－(2) 日本証券業協会「最良執行方針(参考モデル)」(抜粋)

---

□ 「2. 最良の取引の条件で執行するための方法  
(中略)

(1) 上場株券等

当社においては、お客様からいただいた上場株券等に係る注文はすべて国内の金融商品取引所市場に取り次ぐこととし、PTSへの取次ぎを含む取引所外売買の取扱いは行いません。」

□ 「3. 当該方法を選択する理由

(1) 上場株券等

金融商品取引所市場は多くの投資家の需要が集中しており、取引所外売買と比較すると、流動性、約定可能性、取引のスピード等の面で優れていると考えられ、ここで執行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。」

□ 「4. その他

(1) 次に掲げる取引については、2. に掲げる方法によらずに、それぞれ次に掲げる方法により執行いたします。

① お客様から執行方法に関するご指示(当社が自己で直接の相手方となる売買のご希望、執行する金融商品取引所市場のご希望、お取引の時間帯のご希望等)があった取引  
当該ご指示いただいた執行方法」

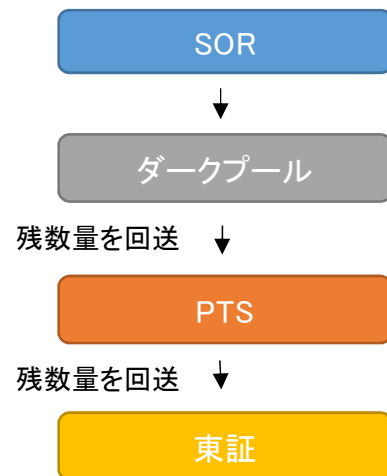
□ 「最良執行義務は、価格のみならず、例えば、コスト、スピード、執行の確実性等さまざまな要素を総合的に勘案して執行する義務となります。

したがって、価格のみに着目して事後的に最良でなかったとしても、そのみをもって最良執行義務の違反には必ずしもなりません。」

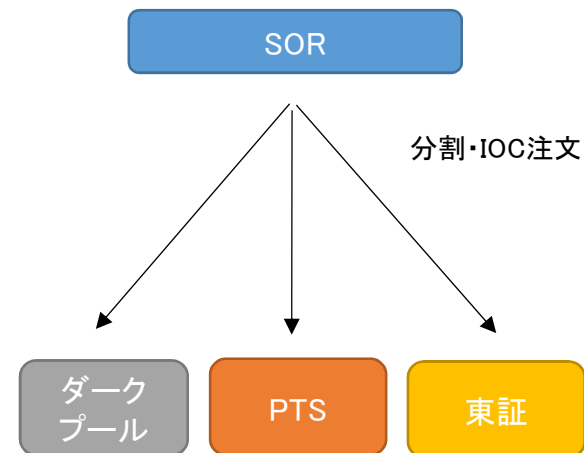
## II - 3 Smart Order Routing(SOR)について① (※金融庁による市場関係者に対するヒアリングに基づく分析による)

- Smart Order Routing(SOR)とは  
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
- SORによる注文執行のルール
  - ・ 大別すると以下の2パターンが考えられるが、各社によって多種多様である。

① 最良気配を提示している市場から順にIOC注文するもの



② 複数市場に対して分割して同時にIOC注文するもの



(※)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

- ・ 最良の条件を提示している市場を検索する際は、通常、東証の立会市場における最良気配を基準として、より良い気配を提示している市場はないか検索する。

## Ⅱ－3 Smart Order Routing(SOR)について② (※金融庁による市場関係者に対するヒアリングに基づく分析による)

### ○ SORのサービスの提供状況

現在、PTSの取引参加者である証券会社の多くは、SORのサービスを提供。

※ このうち、ネット証券の多くは、個人投資家に対してのみSORのサービスを提供。

※ 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。

- 最良執行方針等に関する規制の導入時と比較すると、全体的にみれば、PTSの取引参加者である証券会社においては、価格を重視した注文執行が可能になっている。
- 他方で、SORによる注文執行のルールを個別に見ていくと、執行可能性等の価格以外の要素も考慮していると思われるものもあるため、更なる分析が必要。  
(例)・複数の市場の最良気配が同値である場合において、東証の立会市場で注文を執行することとされているもの  
・発注後、約定前に執行先の市場に気配がなくなっていた場合において、最良気配を提示している市場を再検索せず、東証の立会市場で注文を執行することとされているもの

### ○ 最良執行方針等との関係

- ・ SORのサービスを提供している証券会社のうち、SORに関して最良執行方針等に記載がある証券会社がある一方、SORに関する記載がない証券会社もある。
- ・ 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。

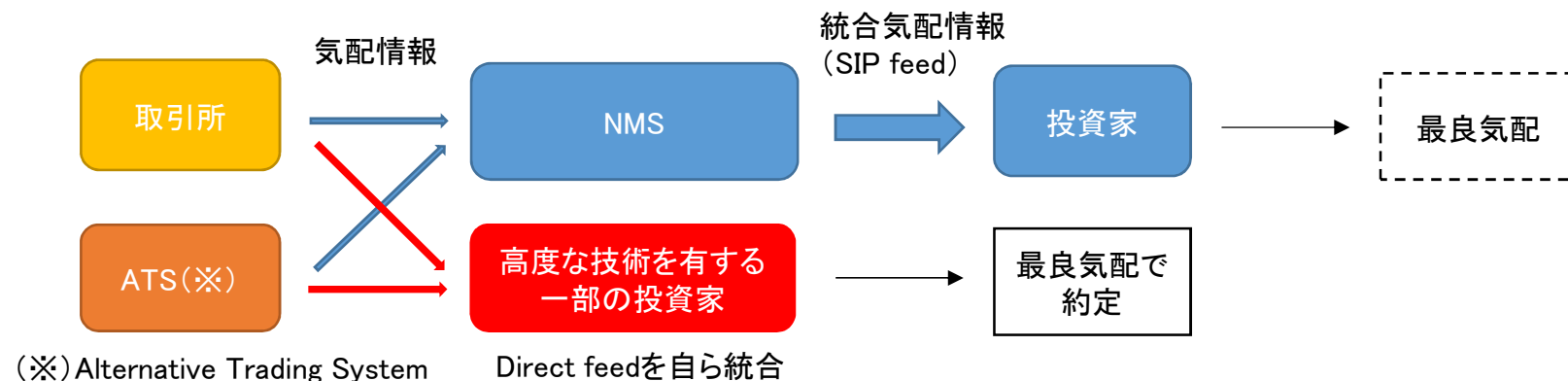
## Ⅱ-4-(1) 各国における最良執行方針等に関する規制(米国)

### 米国

- コモンロー上の忠実義務を根拠に、ブローカーに最良執行義務があると解されてきた。
- 1975年に、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た。
- 1978年には、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た。
- 米国では、これらの制度に基づいて注文執行する場合、原則としてブローカーの最良執行義務違反は問われない。



- HFTなどの高度な技術を有する一部の投資家は、各市場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。
- HFTなどによるDirect feedに依拠した注文が執行され、既に最良気配がなくなっていたとしても、最良気配がなくなったことは、Direct feedよりも速度の遅いSIP feedには反映されていない状況が生じる。この間にSIP feedに依拠した投資家による注文を執行しようとする、SIP feedに表示されていた最良気配では執行できないという事態が生じる。



## Ⅱ-4-(2) 各国における最良執行方針等に関する規制(EU・豪州)

### EU

- 2007年に金融商品市場指令(MiFID:Markets in Financial Instruments Directive)が施行され、取引所集中義務が撤廃されブローカーに対して最良執行義務が課されたが、現在にいたるまで、米国におけるNMSやITSのような制度は採用されていない。
- 最良執行義務は、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して執行する義務とされている。
- 他方で、個人投資家については、2018年に第二次金融商品市場指令(MiFID II:Markets in Financial Instruments Directive II)が施行され、価格と手数料等のコストを考慮して執行すべきものとされた。

### 豪州

- ブローカーに最良執行義務は課されているものの、米国におけるNMSやITSのような制度は採用されていない。
- 最良執行義務は、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して執行する義務とされている。
- 他方で、個人投資家については、価格と手数料等のコストを考慮して執行すべきものとされている。

## II-4-(3) 各国における最良執行方針等に関する規制(各国の比較)

	米国	EU・豪州	日本
根拠	コモンロー上の忠実義務	(EU) MiFID II Article 27  (豪州) Market Integrity Rules 3.8.1 (Securities Markets)(ASIC)	金融商品取引法第40条の2
注文執行にあたっての考慮要素	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・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
(最良執行を確保する制度的な手当て)			
気配情報の統合配信制度	あり	なし	なし
注文の回送制度	あり	なし	なし

### Ⅲ 検討課題



### Ⅲ 検討課題

---

#### 1. 注文執行のあり方

- 投資家の利益を踏まえて注文を執行するにあたり、証券会社が考慮すべき要素にはどのようなものがあるか(価格、コスト、スピード、執行可能性など)。
- 投資家から執行方法に関する指示がある場合について、証券会社は当該指示に基づいて執行すれば足りると考えられるか。

#### 2. 機関投資家に対する最良執行方針等

- 「最良執行義務の内容としては、大多数の投資家にとって取引所で執行することが利益に合致している実情を踏まえ、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して執行する義務」とあるという制度導入当時の考え方について、SORの普及やPTSのシェアの上昇等の環境変化を踏まえて、見直すべき点はあるか。

#### 3. 個人投資家に対する最良執行方針等

- 「最良執行義務の内容としては、大多数の投資家にとって取引所で執行することが利益に合致している実情を踏まえ、価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性などさまざまな要素を総合的に勘案して執行する義務」とあるという制度導入当時の考え方について、SORの普及やPTSのシェアの上昇等の環境変化を踏まえて、見直すべき点はあるか。
- たとえば、以下の点についてどのように考えるか。
  - SORのメリット(価格改善等)・デメリット(システムコスト等)
  - 個人投資家に対してSORのサービスを提供しない証券会社やPTSの取引参加者ではない証券会社における最良執行について、どのように考えるか。
  - 個人投資家と高速取引行為者との間のスピード格差が市場に与える影響について、どのように考えるか(時間差から生じる価格差を利用した投資戦略について、どのように考えるか)。