

2022 年 7 月

最良執行方針等に係る政府令等改正を踏まえた実務対応

弁護士 戸塚 貴晴 / 弁護士 田中 智之 / 弁護士 村井 恵悟

私設取引システム(金商法第2条第8項第10号。以下「PTS」という。)のシェアの上昇や Smart Order Routing(以下「SOR」という。)の普及等を踏まえ、2021 年 6 月 2 日に金融審議会市場制度ワーキング・グループ「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」から報告書(以下「TF 報告書」という。)が公表され、金融商品取引業者等の最良執行方針等(金商法第 40 条の 2)に関する規制の見直しが提言された。TF 報告書を受け、2022 年 5 月 18 日に関係政府令等が公布されるとともに(以下「本改正」という。)、パブリックコメント結果が公表された(以下「パブコメ回答」という。))。

本稿では、重要なパブコメ回答に言及しつつ、本改正を踏まえ金融商品取引業者等に求められる実務対応について解説したうえで、残された論点(PFOF)についても簡単に言及する。

なお、本稿中、意見にわたる部分は、筆者らの個人的見解であり、筆者らが現在所属する組織又は過去に所属した組織若しくは部署の見解を示すものではないことを申し添える。

1 本改正を踏まえ金融商品取引業者等に求められる実務対応¹

2005 年の最良執行方針等に関する規制の導入当時と比較すると、PTS のシェアの上昇や複数の取引施設²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 SOR の普及等に伴い、価格を比較した注文執行が一定程度可能になっている。他方、注文執行における投資者保護と透明性確保の重要性も高まっている。

そこで、TF 報告書³では、大要、①SOR 導入済みの金融商品取引業者等については、SOR の注文執行ルール等を最良執行方針等に記載すること、②(個人顧客の注文に関し)SOR を導入しない金融商品取引業者等については、注文執行にあたり価格以外の顧客利益を主として考慮する旨及びその理由を最良執行方針等に記載すること(いわゆるコンプライ・オア・エクスプレイン)等が提言され、かかる提言を踏まえた本改正が 2022 年 5 月 18 日に公布された⁴。

¹ 本改正の概要及び経緯については、繁本＝村井＝佐藤「金融商品取引業者等の最良執行方針等に係る関係政府令の改正の概要」商事法務 2297 号(2022)13 頁も参照。

² 本稿では、取引所金融商品市場(金商法第2条第17項)、PTS、社内取引システム(金商業等府令第70条の2第7項。以下「ダークプール」という。)を総称して「取引施設」という。

³ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20210602.html

⁴ <https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220518/20220518.html>

本改正は 2023 年 1 月 1 日に施行されるが、施行の際現に存する最良執行方針等については、施行日から 1 年間の経過措置が設けられている(金商業等府令の一部を改正する内閣府令附則第 2 条第 1 項)。以下では、本改正の施行・適用に向けて、(1)SOR 導入済みの金融商品取引業者等、(2)SOR を導入しない金融商品取引業者等に分けて、求められる実務対応について解説する。

なお、日本証券業協会においても、最良執行方針等の参考モデルの改訂や参考モデルのあり方が検討されていることから(TF 報告書 13 頁注 26)、その検討結果も併せて参照されたい。

(1) SOR 導入済みの金融商品取引業者等に求められる実務対応

SOR 導入済みの金融商品取引業者等は、主に以下の実務対応が求められる。

- (ア) 最良執行方針等の変更(SOR の注文執行ルール等の追記)
- (イ) 変更後の最良執行方針等の公表、顧客への交付
- (ウ) 最良執行説明書の変更(価格改善状況等の追記)

(ア) 最良執行方針等の変更(SOR の注文執行ルール等の追記)

まず、以下のとおり、最良執行方針等に SOR の注文執行ルール等を追記することが求められる。

追記事項(概要)	関連する重要パブコメ回答等(概要) ⁵
● SOR⁶を使用して注文執行する旨(金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号柱書) ● SOR を使用して注文執行する理由(金商法施行令第 16 条の 6 第 2 項)	—
● SOR により価格を比較する取引所金融商品市場・PTS・ダークプール(金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号イ)	● PTS については、PTS 認可業者ではなく、PTS 市場を指す(パブコメ回答 5 番)⁷ ● 他の取引施設と価格比較しないで注文回送するダークプールは含まない(パブコメ回答 6 番)⁸ ● SOR によりいずれの取引施設における価格を比較するかは、各証券会社等において、顧客の利益を考慮して個別具体的に検討されるべき(パブコメ回答 49 番、55 番)

⁵ 本稿では、説明の便宜のためパブコメ回答等の概要を記載しているが、実際の検討にあたっては、パブコメ回答等の原文(<https://www.fsa.go.jp/news/r3/shouken/20220518/01.pdf>)を参照されたい。

⁶ 本改正において「SOR」という定義語が用いられているわけではないため、注文執行に用いる当該システムを「SOR」と呼称しているか否かにかかわらず、金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号柱書の「当該執行の方法が複数の取引所金融商品市場等(社内取引システムを含む。以下この号において同じ。)から最も有利な価格で執行するための取引所金融商品市場等を電子情報処理組織により自動的に選択する方法を用いるものである場合」に該当するか否かを個別具体的に判断する必要がある点は留意する必要がある。なお、金商業者等監督指針Ⅳ—3—1—2(11)②では、当該電子情報処理組織を「最良価格検索システム」と定義している。

⁷ PTS 認可業者が注文のマッチングの場を複数提供している場合に、当該マッチングの場の名称をすべて列挙することが求められるかは、必ずしも明らかではない。なお、従来、最良執行方針等において、たとえば東京証券取引所(以下「東証」という。)の市場区分をすべて列挙することは求められていなかったように思われる。

⁸ 本稿1(1)(ア)—2 参照。

● 当該取引施設を比較先として選択する理由(金商法施行令第16条の6第2項)	● 比較しない取引施設について、比較しない理由の記載は不要(パブコメ回答7番～8番) ● 自社と関係会社の関係にある場合のほか、客観的に自社と同一の企業グループに属すると認められる程度に系列・友好関係が認められる証券会社等が運営するPTS又はダークプールを比較先として選択している場合には、選択する合理的な理由について、資本関係の有無を含め、具体的に記載する必要(パブコメ回答51番、金商業者等監督指針Ⅳ—3—1—2(11)④イ) ● 比較先として自社が運営するダークプールを選択する場合、例えば、価格改善の可能性等の点で比較先とする他の取引施設よりも顧客にとってメリットとなる等の理由を記載する必要(パブコメ回答53番、金商業者等監督指針Ⅳ—3—1—2(11)④イ)
● SORによる取引施設の選択方法及び順序(金商業等府令第124条第2項第1号口) ※ 複数の取引施設で同値の場合の取引施設の選択方法及び順序を含む ● 当該方法及び順序を選択する理由(金商法施行令第16条の6第2項)	● 例えば、提示されている気配等を比較し、順次に回送するのか、複数に分割して同時に回送するのかを決定するといった、基本となる注文回送ルールについて、顧客の属性に応じて分かりやすく記載(金商業者等監督指針Ⅳ—3—1—2(11)③)⁹ ● どの程度具体的に記載すべきかは、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、当該選択の方法及び順序をどの程度具体的に公表すると、当該顧客以外の者によりレイテンシー・アービトラージが容易になるか等も踏まえ、個別に判断(パブコメ回答11番等)
● レイテンシー・アービトラージ¹⁰への対応方針及び対応策¹¹の概要(金商業等府令第124条第2項第1号ハ)	● レイテンシーを利用しないアービトラージ戦略はレイテンシー・アービトラージに含まれない(パブコメ回答14番～15番) ● レイテンシー・アービトラージへの対応方針及び対応策の概要をどのように記載すべきかは、採用する対応方針及び対応策に即して個別具体的に判断されるべきだが、顧客にとっての分かりやすさに十分配慮したうえで、実際に採用する対応方針及び対応策の概要が記載されるべき(パブコメ回答19番等) ● 実際に採用する対応方針及び対応策が示されているのであれば、「SORにより各市場等に分割発注を行う場合、それぞれ

⁹ 当該監督指針は、パブリックコメントを経て、「順次に回送する場合にどのような順序で回送するのか」との文言が削除されている(パブコメ回答50番)。なお、パブコメ回答10番も参照。

¹⁰ 本改正において「レイテンシー・アービトラージ」という定義語が用いられているわけではないが、金商業等府令第124条第2項第1号ハは、TF報告書における「レイテンシー・アービトラージ」に係る議論を踏まえたものであることである(パブコメ回答14番)。なお、TF報告書では、レイテンシー・アービトラージは、高速取引行為者(金商法第2条第42項)により採用される取引戦略を念頭に、「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」と定義されている(TF報告書3頁)。金融審議会市場制度ワーキング・グループ「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」(以下「最良執行TF」という。)(第3回)事務局説明資料12頁(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sairyō-tf/siryou/20210407/01.pdf)も参照。

¹¹ レイテンシー・アービトラージへの対応策としては、たとえばIOC注文や、複数の取引施設への同時発注等が考えられる(TF報告書10頁注20)。最良執行TF(第3回)事務局説明資料13頁～15頁も参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sairyō-tf/siryou/20210407/01.pdf)

● 当該対応方針及び対応策を選択する理由(金商法施行令第16条の6第2項)	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(いわゆるレイテンシー・アービトラージ)が介入する余地を極力排除する。」との記載も可能(パブコメ回答17番～18番) ・ 必ずしも注文を分割する際の具体的な回送先ごとの比率の記載を求められるものではない(パブコメ回答50番) ・ レイテンシー・アービトラージへの対応策を講じることは義務付けられておらず(パブコメ回答19番)、当該対応策を講じない場合は、「対応方針」としてその旨、及びその理由の記載が必要(パブコメ回答16番、19番)
---	---

従来は、SORを導入している場合であっても、顧客からの執行方法に関する指示に基づく注文執行であるとして、最良執行方針等にSORの注文執行ルール等を記載していなかった金融商品取引業者等も多かったと思われる(TF報告書7頁)。しかし、本改正により、顧客からの執行方法に関する指示に基づく注文執行であるとして最良執行方針等にSORの注文執行ルール等を記載しないという取り扱いは認められなくなり(パブコメ回答3番)、SORの注文執行ルール等を記載することが求められるようになったことに留意する必要がある。

また、既に最良執行方針等にSORの注文執行ルールを記載していた金融商品取引業者等も、たとえばSORの注文執行ルール等に係る「理由」(金商法施行令第16条の6第2項)や、レイテンシー・アービトラージへの対応方針及び対応策の概要(金商業等府令第124条第2項第1号ハ)は最良執行方針等に記載していなかったと思われる。そのため、現状の最良執行方針等の記載が、本改正により追加される事項を網羅しているかを、改めて確認する必要がある。

以下では、最良執行方針等の記載を見直すにあたり、実務上、特に検討を要すると思われる点について、解説したい。

(ア)ー1 SORの注文執行ルール等の記載の粒度

まず、SORの注文執行ルール等をどの程度具体的に記載するかが特に悩ましい点であると思われる。この点、パブコメ回答(10番～13番、17番～19番、50番)では、以下の2つの着眼点が見られている¹²。

- ① 顧客にとっての分かりやすさ
- ② SORの注文執行ルール等を公表することにより当該顧客以外の者によりレイテンシー・アービトラージがどの程度容易になるか

①に関しては、個人顧客か否か等、顧客の属性に応じて求められる記載の粒度は変わり得ると思われるが、特に個人顧客に対しては分かりやすい記載を心掛ける必要があると思われる(TF報告書8頁参照)。また、②に関しては、採用するSORの注文執行ルール等に即して個別に検討する必要がある。たとえば、気配が公表されないダークプールにまず回送し、その後取引所金融商品市場及びPTSのうち最良気配

¹² TF報告書においても、同様の着眼点が見られていた(TF報告書8頁、同頁注15、10頁注22)。

のある取引施設に回送するような SOR の場合、ダークプールにまず回送する旨を公表しても、直ちに当該顧客以外の者(たとえば高速取引行為者(金商法第 2 条第 42 項))によりレイテンシー・アービトラージが容易になるとは思われない¹³。

②の着眼点からは、本改正に伴い最良執行方針等を変更した後に、変更前後の顧客の価格改善状況を比較し、SOR の注文執行ルール等の公表が顧客の価格改善状況に悪影響を与えていないかを事後的に検証することが可能であれば、そのような取組みも有益であると思われる。その結果、仮に顧客の価格改善状況に悪影響を与えていた可能性がある場合には、最良執行方針等における SOR の注文執行ルール等の記載の見直しや、さらには採用する SOR の注文執行ルールやレイテンシー・アービトラージへの対応策自体の見直しをすることも考えられる。

なお、記載が必要とされる SOR の注文執行ルール等を最良執行方針等に記載したうえで、更に詳細にわたる事項について、別途顧客に対して情報提供することは妨げられないとされている(パブコメ回答 3 番)。

(ア)ー2 最良執行方針等におけるダークプールの記載の要否

ダークプールを利用した注文執行方法には、実務上、以下の2つの類型がある¹⁴。

- ① SOR のシステム上でダークプールと他の取引施設における価格を比較することが可能なシステムを採用している場合、SOR のシステム上で、ダークプールも含めた各取引施設の価格を比較し、最良価格を提示している取引施設に注文を回送する。
- ② SOR のシステム上でもダークプールと他の取引施設における価格を比較できないシステムを採用している場合、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回送する。

上記①の場合、当該ダークプールも、SOR により価格を比較する「取引所金融商品市場等」(金商業等府令第 124 条第 2 項第 1 号イ)に含まれ、最良執行方針等に記載しなければならない。

他方、上記②の場合は、当該ダークプールは「取引所金融商品市場等」に含まれない(パブコメ回答 6 番)。ただし、上記②の場合も、当該ダークプールを使用する旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等に記載することが「適当」とされていることに留意する必要がある(パブコメ回答 6 番)。

なお、個人顧客に対しては、上記①か②かにかかわらず、ダークプールを使用する場合には、当該ダークプールを使用する旨及びその理由を最良執行方針等に記載しなければならない点に留意する必要がある(金商業等府令第 124 条第 2 項第 2 号イ及び金商法施行令第 16 条の 6 第 2 項)。

(ア)ー3 顧客の属性によって SOR を導入しない場合

全ての顧客に対して一律に SOR を導入するのではなく、たとえば機関投資家に対しては SOR を導入し、個人顧客に対しては SOR を導入しないという対応も否定されない(パブコメ回答 3 番～4 番、46 番、56 番～58 番参照)。この場合、顧客の属性ごとに最良執行方針等を定めることが考えられるが、いずれにせよ、

¹³ ダークプールでは気配が公表されないため、取引所金融商品市場や PTS に回送する場合と比較すると、(特に小口の注文の場合は)レイテンシー・アービトラージへの対応策を講じる必要性は一般的に高くないと考えられるが、レイテンシー・アービトラージへの対応策が常に不要になるものではなく、当該対応策を講ずべきか否かは、採用する執行方法の仕組みを踏まえ実態に即して判断されるべきものとされていることに留意する必要がある(パブコメ回答 16 番)。

¹⁴ 最良執行 TF(第 2 回)事務局説明資料 23 頁参照。
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sairyo-tf/siryou/20210216/2.pdf)

顧客が自身が SOR の対象顧客であるか否かが理解できるように、SOR の対象顧客を分かりやすく明記する等、最良執行方針等の記載ぶりには留意する必要がある(パプコメ回答 3 番～4 番参照)。

(イ) 変更後の最良執行方針等の公表、顧客への交付

最良執行方針等を変更した場合、変更後の最良執行方針等を公表し、顧客に交付する必要がある(金商法第 40 条の 2 第 2 項、同条第 4 項・同法施行令第 16 条の 6 第 3 項・金商業等府令第 124 条第 3 項)。

なお、最良執行方針等の顧客への交付については、電子交付によることも可能であるが(金商法第 40 条の 2 第 6 項・第 34 条の 2 第 4 項)、電子交付による場合も、顧客から承諾を得る等の一定のコストがかかることには変わらない。こうした電子交付に伴うコストを考慮して、たとえば、電子交付によらずに、他の法定書面と一緒に顧客に郵送できるようなタイミングで、最良執行方針等を変更することも考えられる。

(ウ) 最良執行説明書の変更(価格改善状況等の追記)

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、3 か月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 20 日以内に、当該顧客に交付する必要がある(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)。

本改正により、最良執行説明書に以下を追記することが求められる。

追記事項(概要)	関連する重要パプコメ回答(概要)
● ダークプールを使用して執行したときは、そのダークプール(金商業等府令第 124 条第 6 項第 3 号括弧書) ● SOR を使用した場合、約定価格及び SOR により価格を比較した各取引所金融商品市場・PTS¹⁵における最も有利な価格(同項第 4 号)	• SOR により価格を比較した全ての取引所金融商品市場・PTS のそれぞれについて最も有利な価格を記載する必要(パプコメ回答 41 番) • 価格を比較したものの回送しなかった PTS における最も有利な価格についても記載する必要(パプコメ回答 42 番) • 時刻の記載は不要(パプコメ回答 43 番)

従前どおり、最良執行説明書について法定の書式はない(パプコメ回答 44 番、平成 16 年証取法改正パプコメ回答¹⁶)。

また、最良執行説明書に加えて、顧客の属性やニーズに応じて、金融商品取引業者等が顧客に対して任意で価格改善状況に関する情報を追加的に提供することは可能である(TF 報告書 8 頁)。

¹⁵ TF 報告書 8 頁を踏まえたものと思われるが、ダークプールは含まれていない(金商業等府令第 124 条第 6 項第 4 号の「取引所金融商品市場等」は、同条第 2 項第 1 号の「取引所金融商品市場等」と異なり、「社内取引システム」が含まれていない。)。

¹⁶ <https://www.fsa.go.jp/news/newsj/16/syouken/f-20050215-1.html>

なお、ダークプールについては、本改正以前から、金融商品取引業者等は、最良執行説明書の交付とは別に、業務管理体制整備の一環として顧客に対する価格改善状況の説明を行うための措置を採ることが求められていた(金商法第 35 条の 3・金商業等府令第 70 条の 2 第 7 項・金商業等監督指針Ⅳ-3-1-2(10)⑤)。

本改正では、顧客の求めに応じて最良執行説明書を交付した場合であって、当該最良執行説明書に当該ダークプールを利用したことによる個々の取引に係る価格改善状況が記載されているときは、重ねてダークプールに関する価格改善状況を説明することは不要とされており(金商業等監督指針Ⅳ-3-1-2(10)⑤括弧書、パブコメ回答 45 番)、両者の重複が一定程度解消されている。

なお、本改正に基づく最良執行説明書における価格改善状況の記載と、ダークプールに係る価格改善状況の説明について、顧客の理解に資するよう、両者の記載をそろえることも考えられる(パブコメ回答 43 番)。

(2) SOR を導入しない金融商品取引業者等に求められる実務対応

個人顧客の注文に関し¹⁷、従前どおり原則として取引所金融商品市場の立会市場のみで注文執行し、SOR を導入しない金融商品取引業者等は、主に以下の実務対応が求められる(最良執行説明書の変更は不要)¹⁸。

- (ア) 最良執行方針等の変更(エクスプレイン)
- (イ) 変更後の最良執行方針等の公表、顧客への交付

(ア) 最良執行方針等の変更(エクスプレイン)

SOR の導入は義務付けられておらず、従前どおり原則として取引所金融商品市場の立会市場のみで注文執行する旨の最良執行方針等とすることは妨げられない(パブコメ回答 35 番～36 番)。ただし、個人顧客の注文に関し、従前どおり原則として取引所金融商品市場の立会市場のみで注文執行し、SOR を導入しない場合は、以下のとおり、最良執行方針等に追記(エクスプレイン)することが求められる(金商業等監督指針Ⅳ-3-1-2(11)②、パブコメ回答 29 番)。

なお、本改正の前後において注文の執行方法に変更がないことを理由に、最良執行方針等を変更しないことは認められない点に留意する必要がある(パブコメ回答 67 番参照)。

追記事項	関連する重要パブコメ回答等(概要)
● 注文の執行方法が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旨(金商業等府令第 124 条第 2 項第 2 号ロ)	● 以下の場合、基本的に「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とき」に該当しない ✓ ある取引所金融商品市場の価格と、以下の価格のいずれか1つ又は複数を比較する場合(パブコメ回答 47 番、金商業等監督指針Ⅳ-3-1-2(11)②) ① 他の1つの取引所金融商品市場 ② 他の複数の取引所金融商品市場 ③ 1つの PTS

¹⁷ 委託の取次ぎ(金商法第 2 条第 8 項第 3 号イ)の場合の「個人である顧客の注文に係るものである場合」(金商業等府令第 124 条第 2 項第 2 号柱書)への該当性については、パブコメ回答 22 番及び 62 番参照。

¹⁸ 個人顧客の注文を執行しない金融商品取引業者等については、これらの実務対応は不要である。

● 当該対応方針及び対応策を選択する理由(金商法施行令第16条の6第2項)	④ 複数のPTS ⑤ 1つのダークプール ⑥ 複数のダークプール ✓ 取引所金融商品市場の取引時間外において特定のPTSにおいてのみ売買が行われており、価格比較せずに当該PTSで執行する場合(パブコメ回答28番)¹⁹ ✓ 信用取引に関し、ダークプールにおいて対当させた注文を取引所金融商品市場において執行することが、金融商品取引所の業務規程により認められていない場合²⁰において、信用取引に限りダークプールにおける価格を比較することなく注文執行する場合(パブコメ回答29番～31番)²¹ ● 以下のみをもって、「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とき」に該当するものではない ✓ SORで注文執行したが、結果として最も有利な価格で執行できなかったこと(パブコメ回答23番、24番) ✓ 取引所金融商品市場の取引時間外においてPTSにおける信用取引の取扱いが認可金融商品取引業協会の規則により認められていない²²ために、信用取引に係る注文を執行することができないこと(パブコメ回答29番) ✓ SORによる通常の注文回送ルールにより注文を回送すると顧客にかえって不利益が生じる例外的な場合に限り異なる取扱いをすること(パブコメ48番)²³ ● 顧客からの執行方法に関する指示に基づき寄り付き前の注文及び引け注文を執行する場合、「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とき」に該当しない(パブコメ回答27番)²⁴ ● 「理由」を最良執行方針等に記載すれば顧客の利益を考慮しないことが許されるものではない(TF報告書5頁注9)
---	--

¹⁹ この場合、「その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示すことが適当」とされている(パブコメ回答28番)。

²⁰ 東証は、ToSTNeT市場において、ダークプールを経由した信用取引を禁止している(ToSTNeT市場に関する業務規程及び受託契約準則の特例(東京証券取引所)第24条第2項)。

²¹ この場合も、「その旨及び当該方法を選択する理由を最良執行方針等の記載において示すことが適当」とされている(パブコメ回答29番～31番)。

²² 日本証券業協会「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」第6条の7第3項により、PTS信用取引を取り扱う時間は、午前9時から午前11時30分まで及び午後0時30分から午後3時までの間とされている。

²³ この場合、「あらかじめ想定される例外的な取扱いについて、最良執行方針等に記載するなどして、顧客に十分な情報提供をすることなどが考えられます。」とされている(パブコメ回答48番)。

²⁴ この場合、「顧客から執行方法に関する指示がある場合には当該執行方法により執行する旨を最良執行方針等の記載において示す必要がある」とされている(パブコメ回答27番)。

	- 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、当該方法を選択する理由として記載する必要(パブコメ回答 32 番) 「理由」の記載として、「SOR の導入により期待される価格改善効果と、顧客が追加的に支払うことになる売買手数料を比較して、後者の方が大きいと見込まれるため」との記載が可能(パブコメ回答 33 番) - SOR のシステム開発に時間を要する場合、SOR のシステム開発に時間を要する旨の記載に加え、SOR の導入の目標時期や当該システム開発が完了するまでの間において採用する執行方法を選択する理由を記載する必要(パブコメ回答 34 番)
--	---

(イ) 変更後の最良執行方針等の公表、顧客への交付

最良執行方針等を変更した場合、変更後の最良執行方針等を公表し、顧客に交付する必要があるのは、SOR 導入済みの金融商品取引業者等と同様である。

2 残された論点(PFOF)

TF 報告書においては、いわゆるペイメント・フォー・オーダー・フロー(Payment For Order Flow)(以下「PFOF」という。)について議題として取り上げられていた(TF 報告書 11 頁～12 頁)²⁵。PFOF とは、ブローカーが顧客の注文をマーケットメーカー(リテール・ホールセラー等)に回送し、マーケットメーカーが自己勘定により相対取引をするか又は取引施設に取り次ぐことを前提に、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受領する金銭である²⁶。

本改正には PFOF に係る改正は含まれていないが、TF 報告書では、特に以下の 2 つを踏まえ、「今後の状況・事情の変化に応じて、必要に応じ、法令による規制を含め、適切かつ機動的に対応」することとされている。

- ① 諸外国における金融規制の動向
- ② ダークプールを含めた実態把握の進捗

このうち、①については、米国や EU においても規制強化の検討が行われており²⁷、今後の規制動向に注視する必要がある。

以上

²⁵ 最良執行 TF(第 3 回)事務局説明資料 17 頁以下も参照。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/sairyo-tf/siryou/20210407/01.pdf)

²⁶ TF 報告書では、マーケットメーカーから受領する金銭のみならず、ダークプール及び PTS から受領する金銭も PFOF に該当するとされていることに留意する必要がある(TF 報告書 11 頁注 23)。

²⁷ 米国については、2022 年 6 月 8 日の米国証券取引委員会(SEC)委員長ゲンスラー氏の講演を参照。

(<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-piper-sandler-global-exchange-conference-060822>)

EU については、2021 年 11 月 25 日に公表された MiFIR 改正案 39 条 a を参照。

(<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52021PC0727>)

-
- 本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供であり、具体的な法的アドバイスではありません。お問い合わせ等ございましたら、下記弁護士までご遠慮なくご連絡下さいますよう、お願いいたします。
 - 本ニュースレターの執筆者は、以下の通りです。
弁護士 戸塚 貴晴 (takaharu.totsuka@amt-law.com)
弁護士 田中 智之 (tomoyuki.tanaka@amt-law.com)
弁護士 村井 恵悟 (keigo.murai@amt-law.com)
 - ニュースレターの配信停止をご希望の場合には、お手数ですが、[お問い合わせ](#)にてお手続き下さいますようお願いいたします。
 - ニュースレターのバックナンバーは、[こちら](#)にてご覧いただけます。