

SECによる最良執行ルール提案

清水 葉子

はじめに

アメリカ証券取引委員会（SEC）は、昨年一二月に三つの規則改定の提案をリリースし、全米市場システム（National Market System, NMS）のアップデートを図っているとされる。⁽¹⁾ そのうちの一つは、最良執行に関するルールである。アメリカの最良執行ルールは、FINRA規則として整備されているが、SEC規則として言及されるのは初めてであるため注目を集めているものの、この提案は、まだ漠然とした内容も多く、市場関係者のコメントを集めて引き続き議論がなされるものと思われる。

1 最良執行と市場間競争

証券会社は、顧客から受けた注文の執行にあたって顧客にとって最良の条件で執行する義務を負っている。アメリカでは、コモン・ロー上の受託者責任の一環として、証券会社は顧客の代理人であり、顧客にとって可能な限り有利な条件で注文を執行する義務を負うものと考えられている。代理人である証券会社は、最良執行義務を果たすよう相当の注意を払わなければならないものとされる。

証券会社の最良執行義務は、株式の売買取引が単一の証券市場に集中して行われている場合には、比較的単純である。単一の証券市場で価格優先・時間優先に基づいて注文が執行されているのであるから、証券会社の最良

執行義務は、顧客との関係の中でのみ果たされればよい。

これに対して、現在のアメリカの証券市場のような複雑な市場間競争が行われている場合には、最良執行の内容はそれほど単純なことではない。証券会社が最良執行を確保するためには、複数市場の中から、顧客にとって少しでも有利な価格で証券が取引されている市場を探して注文を執行することが必要となる。市場間競争のもとでは、ありとあらゆる執行市場の価格を自社で比較しないといけないのか、また現実問題としてそれはどこまで可能なのかが問題になるだろう。加えて取引コストや即時執行の可能性についても他市場との比較を念頭に置かなくてはならない。また、ペイメント・フロー・オーダーフローのように執行市場から一株あたりいくらといったキックバックを受けてしまうと、証券会社は顧客との間で利益相反の問題を抱えてしまう。

仮に最良価格での執行という点だけを取り上げても、市場間競争のもとでは他市場に優れた気配が出ていることに気づかずに、劣った価格で執行してしまうリスクが高くなる。個々の証券会社がすべての執行市場の価格を自社で比較して最良執行義務を果たすことは現実には難しいが、かといって頻繁に劣後執行のリスクのある市場では、投資家の信頼を失ってしまうだろう。アメリカの証券市場では、執行市場の側でどの市場でいくらの売買気配が出ているかを配信する情報システムを整備して、証券会社が全米最良気配にアクセスできる体制を整えている。具体的には、すべての市場を結んで最良気配を配信するシステム等を整え、証券会社がどの市場で取引している、他の市場で出ている最良気配にアクセスできるように体制をとっている。最良執行を証券会社側と市場側とで支える仕組みになっているといっても良いかもしれない。

一方、最良執行は、顧客との関係の中で注文の受託者としての証券会社の義務であるとともに、証券市場間の競争の秩序にも大きく関わっている。すなわち、証券会社が最良執行義務に基づいて市場選択をすることを通じ

て、健全な市場間競争が実現するという機能も果たしていると考えられる。他市場で優れた売買気配が出ている時に、それを無視して劣った価格で注文を執行してしまうと、市場どうしがより良い気配をめぐる競争を行うという市場間競争が損なわれてしまうからである。

このように、最良執行は、顧客と証券会社との間の相対での義務であると同時に、市場間競争を促進するドライブともなっており、二つの機能を果たしているという点で重要であると考えられる。

2 SECの最良執行に関するリリース

アメリカ証券取引委員会は、昨年一月一四日に、「Regulation Best Execution」と題する規則提案リリースを発表した。⁽²⁾このリリースは、他の二つのリリースと合わせて、全米市場システム(National Market System)の大きなアップデートと位置付けられている。

同時に発表された二つのリリースは、注文の競争に関するリリース(ホールセラーに競争を導入するもの)と、値刻みや市場のアクセスフィーに関するリリースである。三つのルール提案を合わせて全体で一六〇〇ページを超える大きなもので、市場関係者のコメントを受けてSEC規則が整えられていくと考えられる。

アメリカの最良執行義務は、これまでSECルールとしては規定が存在せず、一九六八年に当時のNASD(全米証券業協会(National Association of Securities Dealers))のルールとして導入され、現在はFINRA(Financial Industry Regulatory Authority)に引き継がれている自主規制ベースの規制である。債券に関しては、MSRB(Municipal Securities Rulemaking Board)に同様のルールが存在する。SECルールとして導入されるとしたら、今回が初めてとなると説明されており、その点でも注目を集めている。

とはいえ、最良執行そのものを定める規則案としては、本質的な変更はないものと考えられ、最良執行を実現するための書面による最良執行方針を確立・維持・実行すること、個人投資家との間で利益相反の可能性のある取引 (conflicted transactions) を行うブローカーには、より強固な最良執行方針を要求するとされている。後者は、報道等では、*“better than normal best execution (最良よりさらに良い執行)”*、*“super best execution (超最良執行)”*等と評されている。関連して証券会社は、四半期ごとに顧客注文の執行品質の評価を行うほか、最低でも一年ごとに、最良執行方針と、その手順について、評価と報告を提出する義務を負うこととされている。

このルールの対象は、株式、債券、オプション取引のブローカー・ディーラー、政府証券ブローカー・ディーラー等と規定されている。

SECルールの中心は、Rule 1100 (最良執行のスタンダード)と、Rule 1101 (最良執行方針と手順)の二条である。Rule 1100では、最良の市場を確認し、最良の市場で取引するために合理的な注意を払うことをブローカー・ディーラーに義務付ける。結果として得られる価格が、一般的な市況のもとで可能な限り有利であることを求める内容となる。

この規定には技術的な例外が設けられ、別のブローカー・ディーラーのために注文回送のみを行う場合、機関投資家の独立した判断のもとで注文執行を行う場合、顧客の指示で特定の市場に注文を回送し指示された条件で執行する場合を例外とすることが定められる。

Rule 1101では、書面により、合理的に設計された最良執行方針と手順を確立し、維持することが定められる。内容はFINRAとMSRBの現行ルールと同等と考えられるが、よりきめ細やかな内容を求めている。

Rule 1101(a)では、証券会社の最良執行方針が、合理的にアクセス可能でタイムリーな情報に基づく評価であ

ること、注文属性・取引特性・注文サイズ・執行の可能性・市場へのアクセス可能性を考慮すること、有利な価格が得られる可能性が最も高い市場を選択すること、顧客の指示を考慮すること、良い価格が得られる可能性と遅延により価格が悪化するリスクとの合理的なバランスを取ることを定めている。

SECは最良執行方針について、リテール・ホールセラーについては、NBBOの内側での執行を保証しているかどうかと、取引所のミッドポイントマッチとの比較をすべきことに言及している。加えて、大口取引のハンダリングの際の情報もれ、取引が成行か指値か、取引の成立可能性、ボラティリティの上昇等の市場状況の急変、顧客の指示の有無等も考慮するように求めている。

Rule 101(b)では、個人投資家との利益相反の可能性のある取引 (conflicted trading) とみなされると、ペイメント・フォー・オーダーフローに関してより厳しい取り決めの文書化を求めることを定める。利益相反の可能性のある取引とは、個人投資家に関連する自己勘定での取引執行、関連会社との注文回送、ペイメント・フォー・オーダーフローの受け取りを指す。SECは利益相反の可能性のある取引を禁止しているわけではなく、Rule 101(c)で要求されるよりもより広い範囲で市場での価格、出来高、執行品質に関する追加情報を考慮することが求められる。

ペイメント・フォー・オーダーフローの場合、文書化にあたって、リベートを受ける側も支払う側も、取り決めに關するすべての質的および量的条件、および取り決めに対する変更の日付と条件等を記し、結果として最良執行が実現していたとしても、文書化された最良執行方針や手順を整えていない場合はルール違反となることを説明している。

このほか、SECはRule 101(c)で執行の質の評価を報告することを求めており、執行の質を評価する際には、

証券会社が現在利用していない執行市場での潜在的な執行の質も考慮することを求めるとしている。Rule 1102では、最良執行に関する記録保持義務を定めるとしている。

3 ルール提案の背景

今回のSECによる三つのルール提案は、二〇〇五年のRegulation NMS以降、全米市場システムのあり方が大きく変わったことを反映していると考えられる。二〇〇五年の時点では、国法証券取引所以外に、取引所外取引システムであるATSが多く設立され、証券取引所と取引所外取引システムとの間の公平な競争条件を定めることに主眼があった。

これに対して、今回は、個人投資家の注文の九割以上が、六つの寡占的な取引所外ディーラー（リテール・ホールセラー）に回送されていることに対する問題意識が大きいと考えられる。リテール・ホールセラーは、個人投資家の注文だけに限定して、リテール・ブローカーから注文の回送を受け、自己勘定で相対執行している。リテール・ホールセラーは、注文回送の見返りに、リテール・ブローカーにペイメント・フォア・オーダーフローと呼ばれるリベートを支払っており、リテール・ブローカーがリベート目当てに顧客注文の回送先を選んでいる可能性があることが利益相反として問題になっている。

リテール・ホールセラーは、取引所での最良気配と同等かそれ以上になるよう個別に価格改善をしており、証券会社はリテール・ホールセラーに注文を回送しておけば、最良執行の条件を形式的に満たすことになる。しかし、この状況に対してSECはホールセラーの執行にも競争を導入すべしとするリリースを今回同時に発表するとともに、リテール・ホールセラーに固定的に注文を回送していることの機会損失は年間一五億ドルとの推計も

公表している。

リテール・ホールセラーが価格改善をしながらリベートを出すことができるための収益の源泉がどこになるのかについては、さまざまな議論があり、主なものとして、①個人投資家の注文は低リスクであるため、個人投資家の注文だけに限定して執行することで、リスクプレミアムの分だけ収益が発生しているとするもの、②アメリカの最良執行が依拠する最良気配の定義が甘いとするもので、具体的には、最良気配はCQSを通じて配信される気配の中の最良価格として定義されるため、opt log取引が除外される、表示時間が一秒未満の注文が除外される、ダークプールに出される気配は反映されないなど、形式的なの最良価格との差が利益になるとするもの、③リテール・ホールセラーが行う価格改善がうわべだけのものであり、実際にはペイメント・フォー・オーダーフロー等により、表面的な売買スプレッドと市場側から見た実質的なスプレッドに乖離が発生しており、表面的なスプレッドからの価格改善に過ぎないとするものなど、さまざまな説明が行われている。

4 ルール提案の評価

報道ベースでは、最良執行ルールの内容そのものは、現行のFINRA等のルールと大きく変わらないが、最良執行が価格に基づいたより厳密なものになる可能性が指摘されており、このため、取引サイズ、執行市場の流動性、注文形態等に基づいて市場を選択することが制約されるとする報道もある。

また、最良執行義務が価格重視になる結果、証券会社はより小さな流動性の中にも良い価格がないか、探す義務を負う可能性が発生するなど、証券会社の経営にとってかなりの負担になることも指摘されている。最良執行方針については、詳細な書面での方針・手順が求められることから、市場状況に応じた柔軟な判断ができなくな

る恐れを指摘する声もある。

今回のリリースに対しては二五〇〇通を超えるコメントが寄せられているとしており、その分析には時間がかかると考えられ、推移を見守りたい。

注

(1) Securities and Exchange Commission プレスリリース等による。

(2) Securities and Exchange Commission (2022) "Regulation Best Execution" Release No. 3496469; File No. S7-32-22.

(しみず ようこ・客員研究員)