

No.097

Apr.26
2021

JIPS DIRECT

NEWS LINE

証券会社関連の動向 01

証券関連業務に関する行政の動き 01

JIPs LINER

導入事例のご紹介「SakSak口座開設」ペーパーレスサービス
～株式会社証券ジャパン様～ 02

PICK UP TOPICS ー証券トレンドー

MSワラントの是非を改めて問う ～ 注目される値動き 04

JIPs FOCUS

再考！最良執行のあり方
～ SORとダークプール・PTSの利用拡大の中で 05

NEWS LINE | ビジネスニュース

◆ 証券会社関連の動向

リート TOB 米投資ファンドによるインベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人へのTOBが開始(4/7)

ーリート側のTOBに対する事前同意はなく、TOB価格は時価近辺だったが、公表後市場価格上昇

AI運用 かんぽ生命は、海外社債投資で人工知能(AI)を本格的に活用へ(4/6)

ー海外企業の決算報告書を分析し、業績の先行きやM&Aなどを予測

AI活用 日本取引所自主規制法人は、上場審査業務にAIを活用(3/31)

ー新規上場を申請する会社の財務諸表の分析など、3月から利用を開始

マザーズ指数継続 東京証券取引所は、市場再編する2022年4月以降も東証マザーズ指数の算出を続ける案を発表(3/26)

ー存続希望が多かったため、廃止方針を転換

STO 取扱い SBI証券は、セキュリティトークンオフアリング(STO)の取扱いに必要な金融商品取引法上の変更登録を完了(3/26)

ーデジタル化された社債等のSTOを、個人に販売したり売買することも可能に

子会社 統合 岡三証券グループは、岡三証券と岡三オンライン証券を10月にも統合(3/17)

ー両社システム統合による効率化に加え、機能の集約で顧客に一体的なサービスの提供を目指す

SPAC 検討 政府の成長戦略会議は、新興企業が資金調達しやすい環境を整えるため、企業買収のみを目的に上場するSPACの解禁を検討(3/17)

ー今夏に策定する成長戦略に向けて議論を進める

◆ 証券関連業務に関する行政の動き

・金融事業者における顧客本位の業務運営のさらなる浸透・定着に向けた取組みについて(4/12)

ー顧客本位の業務運営に関する原則の改訂(2020年8月5日公表)を踏まえ、以下の方策を取る

▶金融事業者に対し、原則2～7に示されている内容毎に、取組方針等における記載内容との対応関係について報告を求める

▶原則2～7に示されている内容毎(共通KPI含む)に、対応した形で取組方針等を明確に示している金融事業者を、順次金融事業者リストに掲載

▶「顧客本位の業務運営の取組方針等に係る金融庁における好事例分析に当たってのポイント」の公表

▶「取組方針等の記載や金融事業者リストへの掲載等に関するQ&A」の公表

・「コーポレートガバナンス・コードと投資家と企業の対話ガイドラインの改訂について」の公表について(4/7)

ー以下、主なポイント

▶取締役会の機能発揮

▶企業の中核人材における多様性の確保

▶サステナビリティを巡る課題への取組み

・暗号資産の移転に際しての移転元・移転先情報の通知等(トラベルルール)について(3/31)

ー2019年6月のFATF(金融作業部会)基準の改訂により、暗号資産交換業者に対して、暗号資産の移転に際し、その移転元・移転先に関する情報を取得し、移転先が利用する暗号資産交換業者に通知することを求める規制(トラベルルール)を各国において導入・履行することが求められていることへの対応

◆ 導入事例のご紹介「SakSak口座開設」ペーパーレスサービス ～株式会社証券ジャパン様～

株式会社証券ジャパン様(以下、証券ジャパン様)には、2020年11月よりネット顧客向けの「SakSak口座開設」ペーパーレスサービスを導入いただいております。更に2021年4月からは、対面顧客向けの「SakSak口座開設」ペーパーレスサービスを開始されます。

今回は、インターネット営業部長 鹿野様に、導入の経緯や所感、導入後の効果等についてお伺いしました。

Q1 「SakSak口座開設」ペーパーレスサービスの導入に至った背景、経緯についてお聞かせください

- A. 口座開設につきましては、従来お客様から口座開設申込用紙を始めとして、マイナンバー、本人確認資料、その他各種申込について、書面にて申し込みを受け付けていました。
- お客様におかれましては、記載に係る手間、書面の不備により返送に係る時間効率の悪さ等ご不便をお掛けしていました。
- これらを解消し、お客様のお手続きを可能な限り容易にして申込みが行えることを考え、Webにてお申し込みが完結する「SakSak口座開設」ペーパーレスサービスを導入しました。

Q2 「SakSak口座開設」ペーパーレスサービスを導入いただいた利点についてお聞かせください

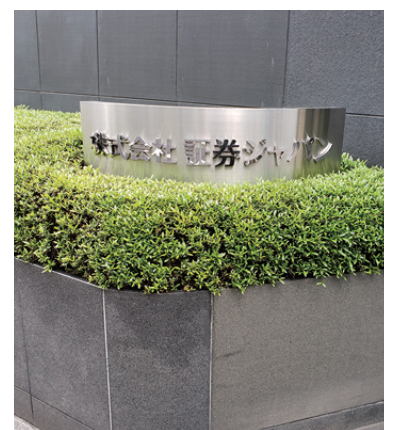
- A. これまで、お客様から口座開設申込用紙等資料を頂いても、一部書面に不備があったような場合、若しくはマイナンバー資料が頂戴できなかったような場合、全てが揃うまで口座開設が完了せず、数日から数週間時間を要していました。
- 「SakSak口座開設」ペーパーレスサービス導入後は、スムーズに口座開設が行われ、概ね2日以内に口座開設を完了することが出来るようになりました。



インターネット営業部長
鹿野様

Q3 口座開設に関して、変化したことがありましたらお聞かせください

- A. 今回、「SakSak口座開設」ペーパーレスサービスの導入にあたり、口座開設に係る申込内容の確認、登録業務をJIPに事務委託を行ったことにより、弊社の事務部門での業務も削減され、他の業務を行えるようになりました。また、Webでの申込となるため、印鑑レスを実現することが出来ました。



本社ビル

Q4 今後、JIPやJIPのサービスに期待することがあればお聞かせください

- A. 今回は、口座開設について導入致しましたが、お客様からの追加・変更に係る申込についても、Webによる申込を進めDXを加速化していきたいと思っていますので、共に協議・検討し、より良いシステムを構築していきたいと思っています。

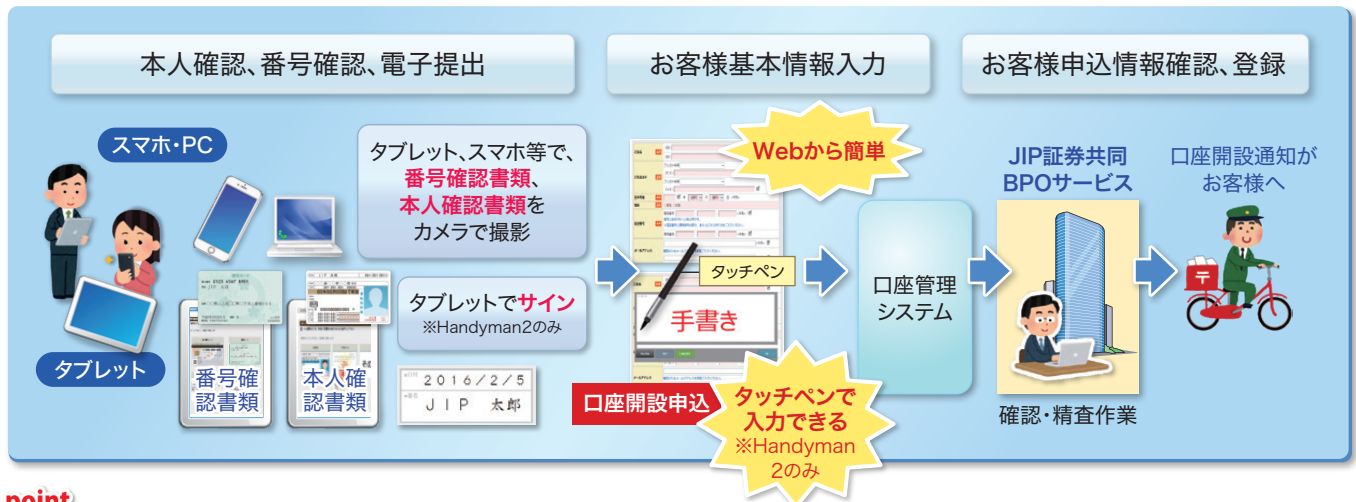
証券ジャパン様、取材にご協力いただき、ありがとうございました。

証券ジャパン様向け導入事例概要

この度、証券ジャパン様では、ネットで口座開設を申込されるお客様向けの利便性向上や事務手続きの省力化のために、JIPの「口座開設フルペーパーレス」サービスを導入することで口座開設業務をDX化し刷新しました。

今後は、対面口座開設業務をタブレットまたはWeb申込による電子化へ切り替え、業界初となる完全ペーパーレスを実現していきます。

サービスの概要、フロー



point 口座開設申込画面のデザインを自由に構成

point タブレットへの入力は、タッチペンを利用してキーボードレス (Handyman2のみ)

point 書類等のコピーをいただく必要がなく、情報漏洩等のリスクを100%回避

point 申込内容の確認、精査、本登録作業は、JIP証券共同BPOセンターに委託

お客様自身スマホで申込された場合の画面遷移イメージ

(1) 口座開設ページ入口 (2) 画像アップロード (3) 規程・約款等同意 (4) お客様基本情報入力 (5) 完了



point スマホでサクッと簡単申込み

point 最短3分で申込完了

point 最短2日で口座開設通知受領→取引開始へ

◆ MSワラントの是非を改めて問う ～ 注目される値動き

新型コロナ禍に上場企業も大きな影響を受けた2020年度は、発行市場において行使価額修正条項付新株予約権（いわゆるMS(Moving Strike)ワラント）の発行が増加した。2019年度の発行件数が50件弱だったものが、110件・調達希望額3,451億円（発行決議時の資金調達予想額で、実際の調達額は大幅に減少する）まで増えている。MSワラントは幾つかの留意点があるので触れておきたい。

【基本的なスキーム】

行使価額は発行時における当該企業の株式の時価相当に一旦決められるものの、その後は時価の1割程度下方に修正される条項の付いた新株予約権が、証券会社など第三者に割当てられる。割当てられた者は、大株主などから株式を借りて市場で売却、時価より下方に修正された行使価額で新株予約権を行使する。その結果、企業は新株発行により資金調達ができる。

【スキーム上の課題】

割当てを受けた者は、MSワラントの行使期間中は常に売りニーズを持つことになる。そのため、割当てを受けた者は、当該株式を売りから入りMSワラントを行使することで利益を得る可能性が相当に高い。よって、潜在的な売り圧力が発生するので、既存株主にとって好ましくないと考える市場関係者も多い。但し、資金調達により企業価値が向上するのであれば、結果として株主のメリットは期待できる。

【スキーム上の課題への対応】

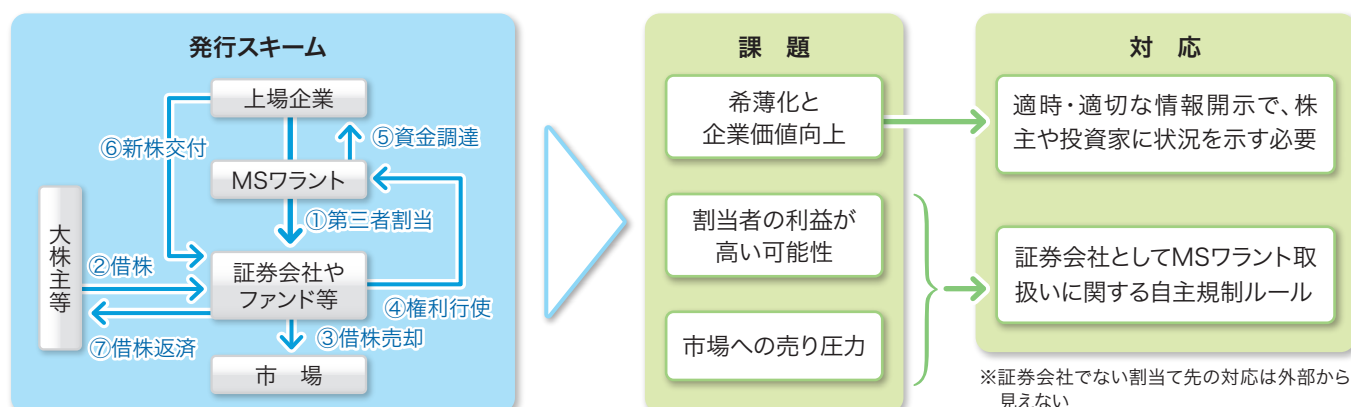
発行により市場での需給関係に影響を与えることに配慮する目的で、修正される行使価額について下限を定めたり、新株予約権の行使を一時的に停止したりする条項や契約（割当てを受けた者）を結ぶことも行われる。また、株価が上昇した場合にも行使を促すため、割当てを受けた者に新株予約権の行使を促す条項が付されるケースもある。

2020年度発行のMSワラントの内、証券会社が割当てを受けた案件は57件で全体の52%だが、証券会社がMSワラントの割当てを受ける場合について、自主規制ルール（「第三者割当増資等の取扱いに関する規則」）が定められている。まず、MSワラント及び類似したスキームの有価証券の割当てを受ける場合、①財政状態及び経営成績、②調達する資金の使途、③株価等の動向、④市場及び既存株主への影響、⑤企業内容等の適切な開示、などについて確認する必要がある。また、株式を売却して新株予約権を行使する際には、当該株式を売り下がってはならず、終値関与を避けるために、終了15分以内の注文発注を禁じている。市場需給への過大な影響を避けるため、出来高シェアは25%未満に抑えることも求められている。新株予約権の行使についても、原則、月間で発行済み株式数の1割以下とされている。

上記の自主規制ルールの適用を受けないファンドや事業会社などがMSワラントの割当てを受ける場合、スキーム上の課題にどのように対応しているかについては、割当てを受ける側の制約が外部から見えないので、企業側の情報開示に頼ることになる。なお、上場会社である以上、2014年10月に東証が定めた「エクイティファイナンスのプリンシプル」により、①企業価値の向上に資する、②既存株主の利益を不当に損なわない、③市場の公正性・信頼性への疑いを生じさせない、④適時・適切な情報開示により透明性を確保する、が企業側に求められている。

2020年度に発行されたMSワラントについて、発行決議後の3か月後の株価（対象は83件）動向を見ると、株価下落が66%(55件)となっている。市場での売り圧力を超える企業価値を向上させることは、資金調達を行う企業に課せられた大事な課題だが、株主や市場に参加する投資家が判断できるように、適時・適切な情報開示を努めていくことがMSワラントの発行者に求められている。

MSワラント発行スキームと課題への対応



◆ 再考！最良執行のあり方 ～ SORとダークプール・PTSの利用拡大の中で

■ 最良執行義務強化の背景

■ 個人投資家にとってのSOR

■ 執行先としてのPTS・ダークプール・HFT業者について

■ 最良執行義務強化がもたらす変化について

■ 最良執行義務強化の背景

証券会社が顧客の売買注文を取り次ぐ際に求められる、投資家保護のための「最良執行義務の導入」は、2005年の改正証取法で、「取引所集中義務の撤廃」や「気配情報等のリアルタイム公表の整備」とともに導入された。この法改正の主旨は代替市場としてのPTS(私設取引システム)利用を促す目的だったが、現在、金融審議会において「最良執行のあり方に関するタスクフォース」が立ち上げられ、最良執行義務強化のための議論が行われている。背景としては、次のような状況がある。

1点目は、PTSの利用状況についてである。2019年8月末から信用取引の取り扱いが解禁され、PTSの取引は増加傾向にあるものの、過去1年間では金額ベースで日本株取引全体の8%前後(今年2月は8.6%)に留まっている。欧米に比べて取引所取引のシェアが高い状況(2019年1月以降の取引金額月間ベースで平均85.8%)はあまり改善していない。昨年10月の東証のシステムトラブルによる取引終日停止の際には、代替市場としてPTSが機能しなかった(PTSの取引自体は可能)とされている。これはPTSに注文を取り次ぐ証券会社が限られていたことや、取引所取引が停止した場合の売買注文回送ルール(SOR(smart order routing)なども含む)が、投資家や証券会社間で徹底されていなかったのではないかとされている。

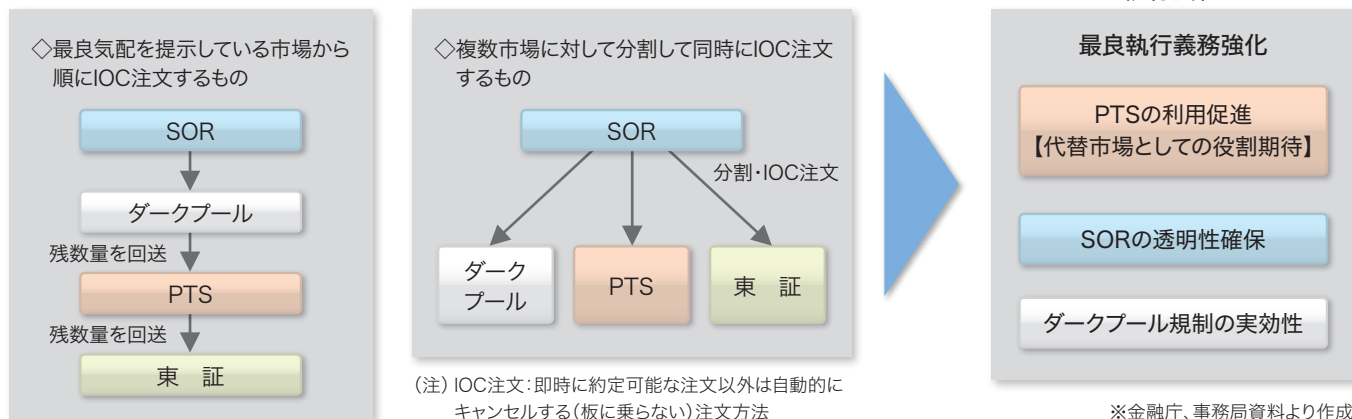
2点目は、個人投資家においてもSORの利用が進んできたことである。大手ネット証券5社での導入が進

み、個人投資家の売買注文がSORにデフォルト設定されているケースが多く、各社での利用実績は積み上がっている。SORそのものは、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である。但し、一部問題視された(2019年11月の日経記事等)のは、注文回送されるダークプールの参加者である一部HFT業者(高速取引行為者)などが、SORを利用する投資家の注文を推計し易い仕組みになっていることだった。そのため、SORを利用した投資家が不利益を被る可能性がある指摘されている。

3点目は、ダークプール規制についてである。2020年の内閣府令や金商業等監督指針の改正でダークプール取引の透明化等に向けた次の措置が取られたことだ。(1)ダークプールへの回送条件・運営情報の説明(2)価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管(3)価格改善効果の顧客説明、が必要となり、(1)は2020年9月から適用され、(2)と(3)は2021年9月から適用される。なお、2018年に施行された改正金商法において、ダークプールの主要参加者であるHFT業者は登録制となったものの、ダークプールそのものの認可制は導入を見送られている。

以上、PTSの利用促進によって、代替市場としての役割を果たすこと、個人投資家を意識したSORの透明性を高めること、ダークプール規制の実効性を上げることなどについて、最良執行義務強化の議論を通じて、各課題が解消されていくことが期待されている。

SORによる注文執行パターンと課題



■ 個人投資家にとってのSOR

SORはアルゴリズム取引における顧客向けの取引注文の発注部分が進化したもので、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と言われているが、その様式は多様だ。5頁の下图は、SORが概ね2つの注文発注パターンに分かれることを示しており、各社は顧客注文の分割方法や発注タイミングなどを独自のロジックで処理することができるので様々なケースが想定される。

下表は、金融庁が市場関係者に対するヒアリング結果をまとめたものである。注文発注のための主要要素は、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、の4つに分けることができる。

PTSに参加している証券会社（現在35社、内28社がPTS2社の取引参加者）のほとんどは、SORサービスを顧客若しくは自己取引において利用しているが、個人投資家の取引に利用しているのはネット証券5社となっている。最良執行との関係で言えば、機関投資家はSORの効果を自ら検証することができるし、そもそも大口の取引を行う彼等にとって、価格や取引コスト以外にも取引所価格にあまり影響を与えないことを重視する傾向もある。一方、個人投資家は、SORのコスト削減効果の報告を受けることができるが、その取引注文執行が最良で執行されたかどうか現状では検証することができない。個人のSOR利用については、次のようなことが金融審議会のタスクフォースでの論点となっている。

◇プリファレンシングと言われている顧客の注文を証券会社の系列・友好関係にある特定のPTSやダークプールに優先して回送するルールがSORに組み込まれている場合、顧客の利益と特定の回送先の間で利益相反が生じる可能性があるが、その場合、証券会社としてどのような対応が必要か。

◇SORの利用が進むということは、投資家の注文を最良執行することに繋がるはずだが、それが本来の目的に従った機能を果たしているか否かについて、証券会社が最良執行義務の視点から注文発注システムとしての内容を検証し、投資家（特に個人）に説明する必要があるのではないか。

現在、個人投資家へのサービスとしてSORを提供しているネット証券では、SOR、PTS、ダークプールの説明書をそれぞれ提供しているケースもあるが、顧客への交付義務がある最良執行方針を記載した書面では、その内容が限られている。また、SORを利用しないリテール証券会社においては、2005年の最良執行義務の導入に際して、日本証券業協会が取りまとめた「最良執行方針（参考モデル）」で示されている記載内容を参考にしているところも多い。その後のPTSやダークプールの進化など、取引環境の変化を取り入れた上で、最良執行に関して顧客に説明すべきとの考え方がタスクフォースの大勢だ。SORの機能をチェックするとともに、現状に合わせた最良執行方針を示すことが、今後、リテール証券会社にも求められる可能性もある。

SORの基本構造様式

注文発注のための主要要素	最良執行義務のための証券会社の執行先選択ポイント	
① 執行先等	取引所	- 東証において執行可能 - 東証及び地方取引所において執行可能
	PTS	- PTS2社において執行可能 - PTS1社において執行可能 - PTSにおいては執行不可
	ダークプール	- 自社の運営するダークプールにおいて対当可能 - 他社の運営するダークプールにおいて対当可能 - 自社及び他社の運営するダークプールにおいて対当可能 - ダークプールにおいては対当不可
② 基本となる注文執行のルール	- 最良気配を提示している市場から順にIOC注文するもの - 複数市場に対して分割して同時にIOC注文するもの	
③ 同値の場合の処理	- 最も流動性がある市場で執行 - 顧客の支払う手数料が安い市場で執行 - 事前に指定された市場で執行 - 事前に指定された順番で市場を回送	
④ SOR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	- 最も流動性のある市場で執行 - 事前に指定された市場で執行 - 最良気配を提示している市場を再検索	

※金融審議会、事務局資料より作成

■ 執行先としてのPTS・ダークプール・HFT業者について

最良執行義務を市場関係者で議論する際、かつては米国と日本は違うという指摘があった。米国では同一銘柄が複数の取引所やATS(Alternative Trading System)で取引することができ、統合気配情報(SIP feed)に基づき、最良気配のある市場に注文を回送する制度が整備されているが、日本では取引所かPTSの選択しかないというものだった。しかし現状では、個人投資家の注文取次ぎにおいても6頁の下表①の執行先等にあるように、取引所2×PTS3×ダークプール4で24通りの選択があるので、その中の1つを証券会社が選択した理由は、最良執行の視点から投資家に丁寧に説明すべき、というのがタスクフォースでの議論の中核になっている。

リテール証券会社の一部では、同じ個人投資家でもSOR利用が前提のネット取引と、対面や電話などでの発注を行う取引では、最良執行の考え方が違って良いのではないかと意見もある。確かに、最良執行を構成するものとしては、価格、コスト、スピード、執行可能性が4大要素とされているが、注文執行のスピードはネットと対面・電話では前提条件が大きく異なる。また同じ個人投資家でも、各々の投資目的によっては重視する要素に差異があることも考えられる。

PTSについては、取引スピードや呼値・取引時間などで取引所取引より優位性を示そうとする努力が行われてきており、そのことが取引所における取引機能改善を促してきた面もある。また、SBIホールディングスと三井住友フィナンシャルグループが共同で、2022年春目途に新たなPTSの開設を目指す動きや、シカゴ・オプション

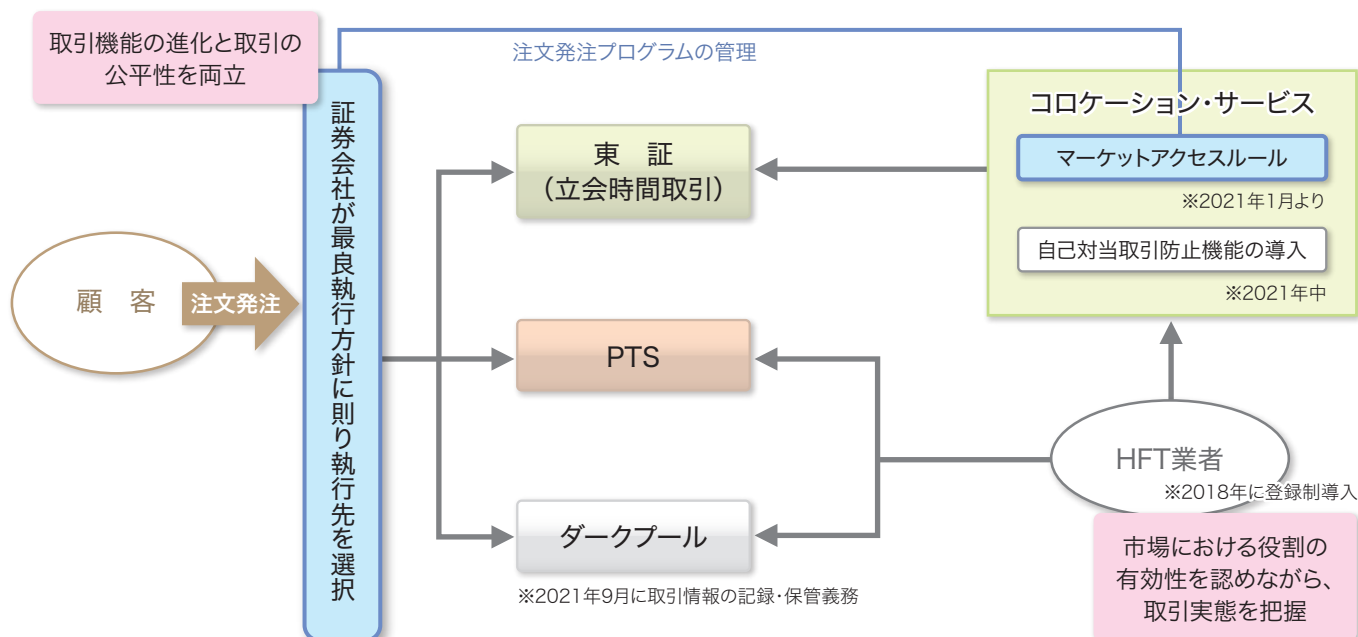
取引所を傘下に持つCboe・グローバル・マーケットツによるチャイエク・ジャパンの買収も伝えられていることなどから、日本におけるPTS業務拡大への期待は金融業界でもあるようだ。

現在20社程度あるダークプールについては、機関投資家が大口取引を行う際、取引所における価格への影響をできるだけ小さくしたいとのニーズを背景に機能が発達してきたが、最近はスマホ証券の一部も取り組んでおり、個人投資家が意識せずとも利用しているケースも増えている。今年9月からは、顧客の取引において価格改善を検証するためのデータの記録・保管や、その効果の顧客への説明が義務化される。いずれにしても、取引所・PTS・ダークプールは密接に繋がっており、また相互に影響を及ぼしていることも否定できない。

また、SORは、顧客の注文を最良執行する目的で取引所・PTS・ダークプールでの取引を選択するが、HFT業者も自らのアルゴリズムを持って取引所・PTS・ダークプールでの取引を実行している。そのため、SORでの取引においても、市場全体でのHFT業者取引の影響が大きいと見られる。2018年に登録制が導入されたHFT業者は、マーケットメイク機能は評価されながらも取引実態が分かりにくい部分もある。なお、現在55社あるHFT業者の内、日系は1社に留まっている。

今回の動きは、最良執行義務の強化という新たな枠組みを証券会社が負うことで、ダークプールやHFT業者の取引実態をより多くの市場参加者が知ることに繋がりたいとの政策意図を見ることができる。

最良執行義務とPTS・ダークプール・HFT業者の関係



■ 最良執行義務強化がもたらす変化について

今回の最良執行義務強化がもたらす影響について考えてみたい。

まず、投資家にとって議論の中心になった観があるSORに関しては、最良執行と言う視点から機能改善が進むと、個人投資家・機関投資家ともにメリットがある。特に、日本株売買を頻繁に繰り返す個人トレーダー層においてはメリットを実感できる可能性がある。また、機関投資家はダークプール規制等により、その運営実態が明確になることでダークプール間の比較が容易になる。

一方、取引を仲介する証券会社として、以下3つの課題と可能性が生じる。

1. 顧客注文の最良執行を行うために執行先の取引実態を把握し、日本株取引全体の中で各執行先の優先順位を決めていく必要がある。ネット取引ではSORの利用が進み、店頭や電話での顧客注文でも、PTSやダークプールの利用が進む可能性もある。
2. 顧客に伝える最良執行方針等の内容について、現状を踏まえて見直す必要があるかもしれない。例えば、日本証券業協会の参考モデルの見直しや、現状ではほとんど利用されていない「最良執行説明書」（取引後に顧客の求めに応じて交付義務がある）の記載事項の変更などが考えられる。
3. 費用対効果の問題がある。リテール証券会社においてPTSやダークプールを利用するためには、システム対応コストが必要になり、ネット証券においては取引手数料無料化の圧力がかかる中、他社との競争上SOR対応を強化する必要がある。その上で、効果をどう考えるかが各社の事業戦略になってくる。

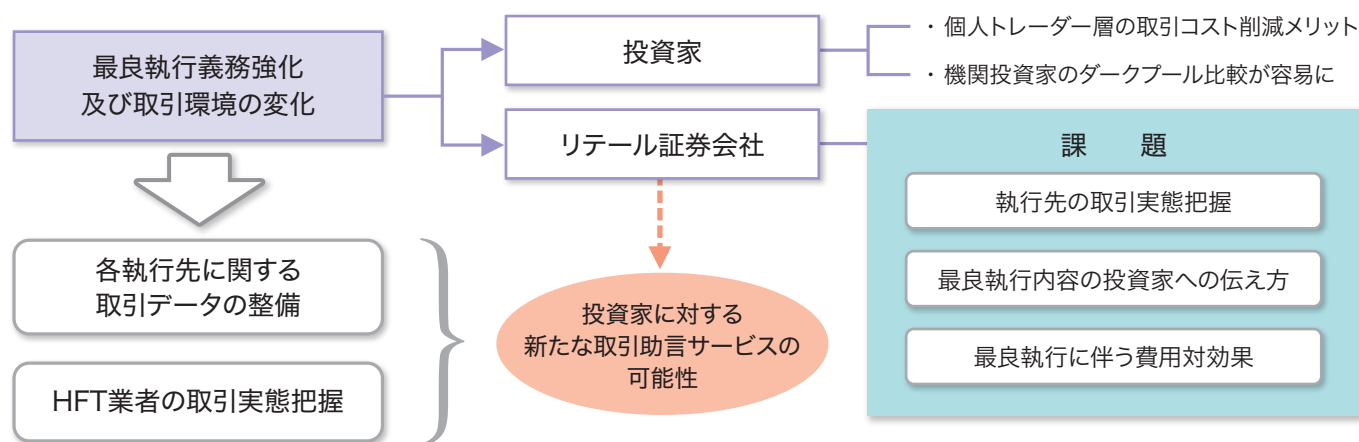
なお、リテール証券会社における新たなサービスの可能性に関しては、最良執行義務強化の中で日本株取引環境が変化していくことにあるのではないかと考える。例えば、上記の課題を検討していく中で、各執行先の取引データの整備が進み、市場取引に影響が大きいHFT業者の取引実態などが把握し易くなる可能性がある。これをリテール証券会社自らが利用して、取引執行に関する助言を新たなサービスとして行うことが考えられる。

資本市場における大きな流れとして、市場取引における超高速化やアルゴリズム取引の進化など取引技術の進歩があるが、SORやダークプールのように以前は機関投資家が利用していたサービスが、ICTの進化の中で小口化され個人投資家まで利用可能となっている。今回の最良執行義務強化について、顧客本位の業務運営で求められる顧客の最善の利益追求や重要な情報の分かり易い提供などが、投信販売のみならず日本株取引分野にもおよび、証券会社としてその対応を求められていることに繋がっている。

最良執行義務強化は、まずSORやダークプール利用に関する投資家への情報提供の充実から始まりそうだ。簡単に言い換えると、機関投資家並みの取引機能を個人投資家にも提供する場合、その注文執行方法が投資家にとって最良であることや利益相反の可能性について、個人にも分かり易く説明することが求められる。

今後、進歩した取引技術を導入して最良執行義務の強化を進める中で、リテール証券会社の新たな取引サービスが生まれることにも期待したい。

最良執行義務強化がもたらす変化



【編集・発行】日本電子計算株式会社 証券事業部

URL <https://www.jip.co.jp/> 〒102-8235 東京都千代田区九段南1丁目3番1号

【お問い合わせ・ご要望】TEL:03-5210-0153 FAX:03-5210-0221

E-mail shoken_contact@cm.jip.co.jp

Trusted Global Innovator

NTT DATA Group

NTT DATA