

No.113

Aug.26
2022

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

【DX事例】NTTデータ(金融分野)による
「畜産DX」への取り組みのご紹介 02

PICK UP TOPICS ー証券トレンドー

統合報告書とは何か 04

JIPs FOCUS

最良執行義務とSOR・PTSの課題
～ 市場仲介者として問われているもの 05

NEWS LINE | ビジネスニュース

◆ 証券会社関連の動向

業務提携 ウェルスナビは、ロボアドバイザーの地銀への提供を進める(8/12)

ー七月に千葉銀行や東邦銀行へのロボアドバイザーサービスの提供を行い、提携先数は計8機関となる

地域創生 野村証券と福島県は、地方創生・SDGs推進目的で連携協定を締結(8/10)

ー県内での起業・創業を後押しし、学生向け金融経済教育なども実施

銀証連携 長野証券は、アルプス中央信用金庫と業務提携(8/8)

ー信金から顧客の紹介を受け、手数料を支払う。県内の金融機関との提携は5件目

SPAC中止 マネックスグループは、証券子会社の米トレードステーショングループが予定していたSPACとの合併中止を発表(8/3)

ーSPACとの合併でニューヨーク証券取引所への上場を目指していたが株式市場の低迷で中止へ

中堅企業投資 投資会社のWMパートナーズは、スタートアップに加え、中堅企業に資金を投じるファンドを立ち上げ(8/2)

ー組成額120億円を目指し地銀などと連携、成長を期待できる地方の有望企業などを発掘へ

ロックアップ違反 6月23日に新規上場した坪田ラボの大株主である慶應義塾が売却判明(7/22)

ー制度上の認識相違から、上場直後の株式売却を制限する「ロックアップ」に違反して、全株を売却

メタバース活用 みずほフィナンシャルグループは、金融サービスにメタバース活用を検討へ(7/19)

ー資産形成の相談や商談会への活用、Jコインペイなど決済手段の提供などを想定

◆ 証券関連業務に関する行政の動き

・ NISA・ジュニアNISA口座の利用状況に関する調査結果の公表について(8/8)

ー以下、2022年3月末時点のNISA口座利用状況

▶ NISA口座数1,699万口座(内、つみたてNISA 586万口座)、ジュニアNISA80万口座

▶ 買付額の合計は、NISA27兆699億円(内、つみたてNISA1兆8,043億円)、ジュニアNISA5,620億円

・ 株式会社エスコンアセットマネジメントに対する行政処分について(7/15)

ー投資法人のために忠実に投資運用業を行っていない状況につき、行政処分を実施

▶ 不動産鑑定業者の独立性を損なう不適切な働きかけ

▶ 不適切な不動産鑑定業者選定プロセス

ー以下、行政処分内容水準

▶ 新たな資産運用委託契約の締結禁止及び不動産の取得に係る運用指図禁止(令和4年7月15日から令和4年10月14日までの間)

▶ 業務改善命令

・ 「サステナブルファイナンス有識者会議第二次報告書」の公表について(7/13)

ー以下、市場機能の発揮としての課題

▶ 資産運用会社に適切な態勢構築や開示の充実等を一層求めていくため、本年度中の監督指針改正を検討

▶ ESG評価機関等の行動規範を夏頃までに最終化し賛同を呼びかけ

▶ 情報プラットフォームについて、今後の機能拡充などについて検討(企業のESGデータ集約、プラットフォームの利便性向上、対象金融商品の拡大等) 等

◆【DX事例】NTTデータ(金融分野)による「畜産DX」への取り組みのご紹介

今回は、株式会社NTTデータ(以下、NTTデータ)第二金融事業本部による、「畜産DX」への取り組みについてご紹介します。

異業種である畜産業界に対し、どのようなアプローチでDXを推進しているのか、その将来構想に至るまでをご紹介します。

■ 取り組みの背景

NTTデータ 第二金融事業本部オファリング推進室ビジネス企画担当は、金融分野における新たな先進的なビジネスの創出をお客様とともに推進していく役割を担っています。そのテーマの1つである「異業種との連携」の検討を進める中で、金融機関様と畜産農家様の間には多くの課題があることがわかりました。それらの課題をDX化により解決するとともに、畜産農家様はもちろん家畜市場のデジタル化に至るまで、将来性のある改革に寄与できると考え、「畜産DX」を推進するに至りました。

本取り組みにおいては、デザミス株式会社が提供する、IoTやAI(人工知能)といった最新技術を活用した牛の行動モニタリングシステム「U-motion」と連携し、牛の畜産農家様のDX化を実現します。また、金融機関様においては、畜産IoTデータを活用した効率的なABL(牛を担保とした動産担保融資)の実現等を通して、融資業務の高度化を推進いたします。

金融機関様におけるABL実現の課題

- 物件の担保としての適性について判断ができない
- 自行・自社内で評価できる体制・ノウハウがないが、外部評価会社の評価費用が高い
- 融資実行モニタリングの業務負荷が大きい

畜産農家様の課題

- 経営計画を立てる上での情報量が不足しており、経験則に基づいて管理しているケースが多い
- 十分な管理をするためには負荷が大きい



DX化により課題を解決

■ 「畜産DX」主要ソリューションのご紹介

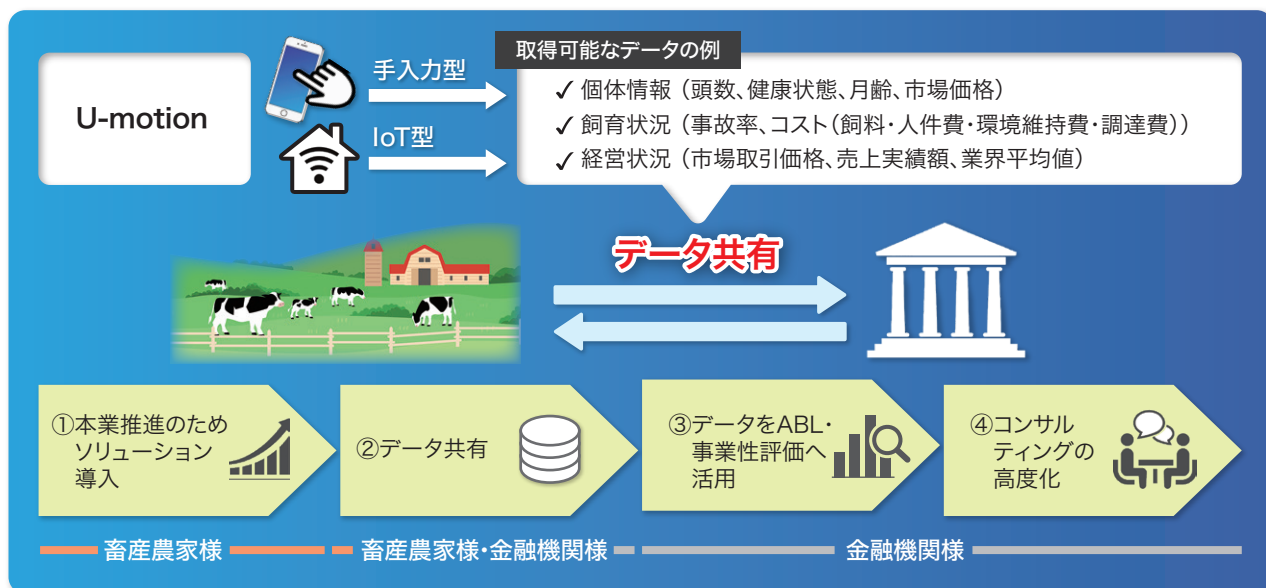
1. 「U-motion」を活用した畜産農家様の経営管理・原価管理の高度化

バラバラに管理されていた情報を集約し、必要な情報を算出することで、原価管理や決算作業、経営計画検討の効率化に寄与します。



2. 「U-motion」を活用した融資の高度化

上記「1.」をはじめとする「U-motion」のデータを金融機関様と畜産農家様が共有できる環境を構築することで、実態に即した動産(牛)担保価値の算出・事業性評価を実現し、コンサルティングの高度化につなげます。また、畜産農家様が本業推進のために導入するソリューションを流用することで、追加コストの発生も抑制します。



■ 将来計画(今後について)

豚の畜産農家様や畜産市場への拡大のほか、海外展開や飼料会社の連携等、畜産全体のDX化を目指して推進してまいります。

■ 製品・サービスに関するお問い合わせ先

<p>株式会社NTTデータ</p>	<p>第二金融事業本部 オフアリング推進室</p>	<p>ビジネス企画担当 乙間、岡本、前田、森</p>	<p>TEL : 050-5546-9642</p>
--------------------------	-------------------------------	----------------------------	----------------------------

◆ 統合報告書とは何か

統合報告書が注目されている。それは、東証の市場区分変更に伴い、グロース市場の企業中心に作成する企業が増え、2021年は前年比2割以上増加し700社を超えており、統合報告書に対する企業側の関心が高まっていることが挙げられる。また、2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、上場企業がESGやSDGsに対する取り組みを求められていることも影響している。

この統合報告書とは何かについては、一般的な説明としては決算短信や有価証券報告書などの財務情報とCSR報告書やSDGsレポートなど非財務情報を統合したものと説明もあるが、定まった様式はない。統合報告書の在り方としては、投資家から見た場合、財務内容などの企業内容がどのような状況にあり、それがどのような理由によるもので、今後どのように変化するかを一連で説明する部分や、企業の抱える問題や強みなどが今後の中期計画などで、どのように変わっていくのかまで関連付けて記載されていることが理想的とされている。

現時点で統合報告書を作成する企業の多くは、VRF (Value Reporting Foundation: 価値創造財団) のフレームワークや経済産業省が作成した「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」(2017年5月)を参考にしているケースが多い。

本誌では、より投資家視点に立っているということでVRFのフレームワークを取り上げるが、VRFによると統合報告書の定義とは、外部経営環境を背景として組織の戦略、ガバナンス、実績及び見通しが、どのように短・中・長期の価値の創造、保全又は破損に繋がるかについての簡単なコミュニケーションとしている。また、統合報告フレームワークにおいては、企業の持つ6つの資本が、7つの指導原則によって報告書の内容及び情報の表示

方法として提供され、その結果記載される8つの内部要素については、内部要素間の結合性をもって報告するものとされている。(それぞれの関係は下図に記載)

一方、有価証券報告書などの金融商品取引法上の法定開示についても非財務情報の記載内容を強化する動きが強まっており、2019年1月に企業内容等の開示に関する内閣府令の改正が実行され、2021年3月期以降は次に掲げる事項について、記述情報の充実が求められている。

- ・ 経営方針・経営戦略等は、市場の状況、競争優位性、主要製品・サービス、顧客基盤等に関する経営者の認識
- ・ 事業等のリスクでは、顕在化する可能性の程度や時期、リスクの事業へ与える影響の内容、リスクへの対応策
- ・ 会計上の見積りや見積りに用いた仮定について、不確実性の内容やその変動により経営成績に生じる影響等に関する経営者の認識の記載

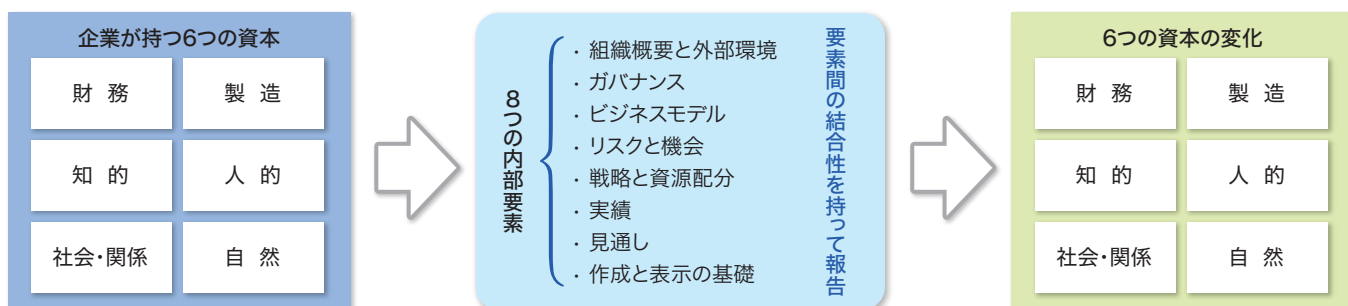
また、金融庁による記述情報の開示の充実に向けた取り組みとして、2022年5月から「経営方針、経営環境及び対処すべき課題等」「事業等のリスク」「経営者による財政状態、経営成績及びキャッシュ・フローの状況の分析(MD&A)」「コーポレート・ガバナンスの状況等」等の項目について、解説動画の配信を始めている。

統合報告書は、企業による任意の情報発信であるため、法定開示や適時開示のように定まった情報開示項目や開示プロセスがあるわけではないが、その分、自社の企業価値創造の要因やプロセスを経営者の言葉を使い投資家に伝えることもできる。また、統合報告書作成の過程において、企業が持つ資源(資本)が事業戦略によって、どのような変化をしたのか企業側が再認識する効果もあり、株主や投資家・取引先などステークホルダーとの関係改善にも役立つことが期待されている。

VRFの統合フレームワーク概要

7つの指導原則(情報の表示方法)

戦略的焦点と将来志向、情報の結合性、ステークホルダーとの関係性、マテリアリティ、簡潔性、信頼性と完全性、首尾一貫性と比較可能性



長期にわたる価値の創造、保全又は毀損

※2022年4月、東証セミナー資料より作成

◆ 最良執行義務とSOR・PTSの課題 ~ 市場仲介者として問われているもの

■ 最良執行義務の強化について

■ PTSの動向と課題

■ SORとダークプールについて

■ 市場仲介者の課題と可能性

■ 最良執行義務の強化について

取引の高速化や機能拡張などが個人の取引にも影響を与えるようになってきており、金融審議会で議論されていた最良執行義務の見直しについて「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」報告書(2021年6月)がまとめられたことを受け、関連法令等が2022年5月に整い2023年1月1日から施行される。

最良執行義務は2005年に導入されており、現状では価格のみならず、コスト、スピード、執行可能性等様々な要素を総合的に勘案した執行方針を示すとされているが、今回の改正では原則として、より価格を重視したものとしている。価格面以外の顧客の利益を考慮する場合及びダークプールを利用する場合については、そのことを最良執行方針に分かり易く記載しなければならない。

また、複数の取引施設から最良価格を提示している取引施設を検索し、注文を執行するシステムとして、SOR(Smart Order Routing)の利用が個人の取引まで広がってきたが、一部に系列や資本関係などがあるPTS(私設取引システム)やダークプールへの注文回送を優先させる利益相反構造や、一部の高速取引行為者による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(レイテンシー・アービトラージ)の可能性が指摘されている。このことを受けて、SORの透明化のために、注文執行ルールを最良執行方針等に記載することを義務付けており、顧客が求める場合は、交付する最良執行説明書にSOR利用の価格改善状況の記載も義務付けている。なお、現行の最良執行方針等については、1年間の猶予期間が設けられており、証券会社が今後行う必要があるシステム等

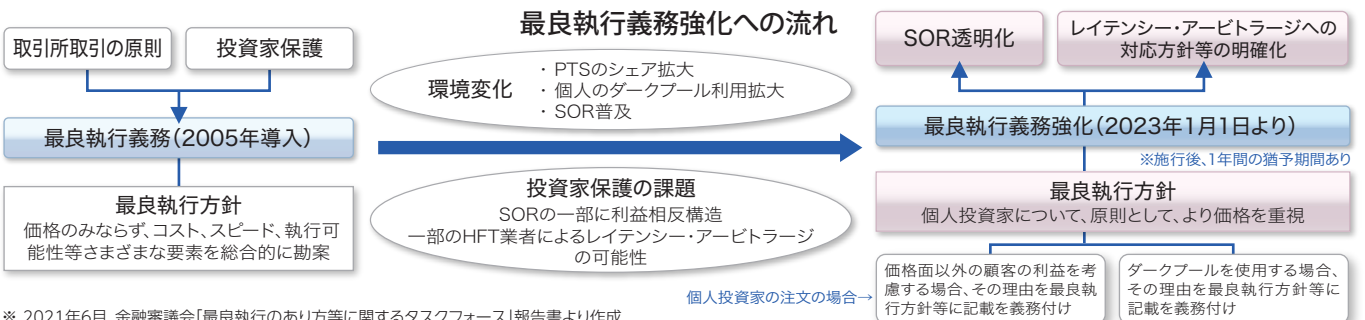
の変更配慮して、施行日から起算して1年を経過する日までの間は新たな規程は適用されない。

今回の改正により証券会社が顧客に示す最良執行方針については、金融商品取引業等に関する内閣府令第124条第2項に記載の具体的内容として、次のように定められている。

- ①最も有利な価格で顧客注文を執行するためにSORを利用する場合は、価格を比較する市場として取引所やPTS等を示す
- ②価格が同一の場合も含めて選択の方法及びその順序を示す
- ③レイテンシー・アービトラージへの対応方針及び対応策を示す

個人投資家に関して、ダークプールを利用して注文執行する場合、若しくは最も有利な価格で執行すること以外を最良執行の方法とする場合については、それぞれ具体的にその内容を最良執行方針に記載しなければならない。

証券会社が個人投資家の注文を取り次ぐ場合に、価格を最優先に市場を選択するためには、結果としてSORなどのシステム対応に頼ることになると想定されるが、SORを利用しない証券会社にとっては比較する価格以外で顧客の利益となる事項を最良執行方針へ記載する必要がある。5月に公表されているパブリックコメントでは、この場合の記載内容について、より具体的な顧客メリットの記載が必要との金融庁の見解が示されている。例えば、取引所のみ顧客注文を取り次ぐ場合に、具体的にどのように顧客の利益となるのか説明することなども求められている。



※ 2021年6月、金融審議会「最良執行のあり方等に関するタスクフォース」報告書より作成

■ PTSの動向と課題

最良執行義務の強化によって、PTSの利用が拡大する可能性がある。PTSそのものについては、市場間競争の推進や取引所の代替市場としての機能が期待されており、ダークプールとは異なり取引価格の透明性が高い。そのため、PTSの利用拡大を目的とした政策も取られている。

左下グラフは、日本株取引全体に占めるPTSのシェアで、2019年8月のPTSにおける信用取引解禁を契機にそれまでの5%程度から最近は10%程度まで増加している。現在、日本株のPTSを運営しているのは、ジャパンネクスト証券(2007年8月から。2020年3月まではSBIジャパンネクスト)と、2021年4月に世界的規模で取引所運営ビジネスを展開するCboeグローバル・マーケットツが買収したCboeジャパン(2010年7月から。2022年1月まではチャイェックス・ジャパン)、そして2022年6月に新たに日本株の取り扱いを開始した大阪デジタルエクスチェンジがある。

PTSの法的枠組みとしては、金融商品取引法上は認可制であり、第一種金融商品取引業者と同様に業務範囲が規制されている。また、毎日の取引量・価格等については日本証券業協会に報告しなければならないが、同協会と連携することで不正取引排除のための内部管理態勢を整備することも求められている。価格決定方式については、市場価格売買方式など複数の方式が可能だが、取引所での立会内取引と同様のオークション方式は2005年4月から認められている。このPTSでの取引については、数値基準が設けられており、①オークション方式については、過去6か月間の1営業日あた

りの総取引高が取引所の総取引高の1%以下であること、かつ銘柄毎に10%以下であること、②その他の価格決定方式では、過去6か月間の1営業日あたりの総売買代金が10%未満であること、かつ銘柄毎に20%未満であること、となっている。

PTSが取引所との投資家の取引獲得競争において取り組んできたことは、主に呼値の細分化、発注から取引実行までのスピード、そして取引時間の3つがある。呼値と取引スピードについては取引所がPTSをキャッチアップしているものの、取引時間については大きな差がある。(現物株取引において、取引所は9:00~11:30と12:30~15:00、PTSは8:20~16:00と16:30~23:59)

現在、金融審議会市場ワーキンググループでは、市場インフラの機能向上としてPTSに関する検討が進んでいるが、中間報告(2022年6月)においては次のような方向性が示されている。

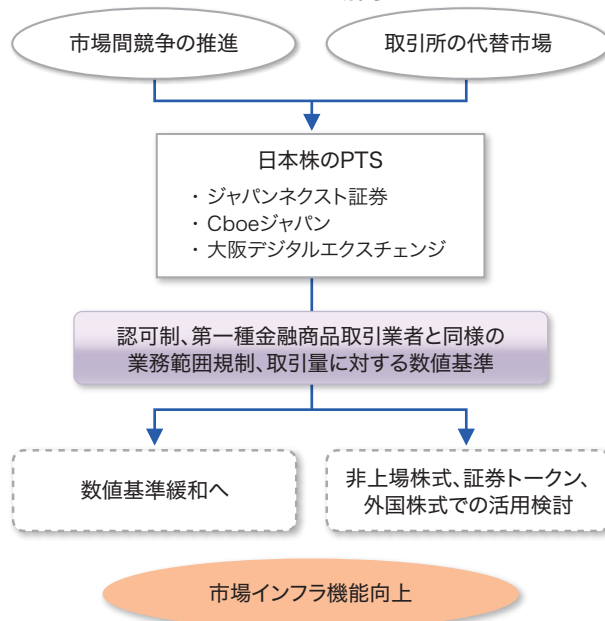
- ・上場株式等の取引プラットフォームとして、PTSのオークション方式に係る売買高上限の緩和を検討する。そのため、不公正取引への対応として、自主規制機関との連携による売買審査の枠組みや、価格の透明性を確保するために法令上もPTSに対して取引情報の公表を義務付ける。
- ・非上場有価証券等の取引プラットフォームとして、非上場株式、証券トークン、外国株式といったより多様な有価証券の流通にPTSを活用するため、投資家保護に配慮しつつ、取扱商品に応じたPTS認可審査の柔軟化・迅速化等の環境整備を進める。

全取引に占めるPTS取引シェア (金額ベース)



※PTS Information Networkの統計資料より作成

PTSの動向



■ SORとダークプールについて

顧客の取引注文に対して、取引所・PTS・ダークプールの中から最良の注文執行場所を選択するのがSORで、法令上は電子情報処理組織により自動的に選択する方法とされている。証券会社が個人投資家の取引においてSORを利用する場合、改正された内閣府令により定められる具体的な内容を、最良執行方針に記載しなければならないことは、5頁で述べたとおりである。2022年6月に改訂されたSBI証券の最良執行方針では、来年から強化されている最良執行義務の内容がある程度まで記載されているので、参考までに以下にその概要を紹介する。(ダークプールは利用していない)

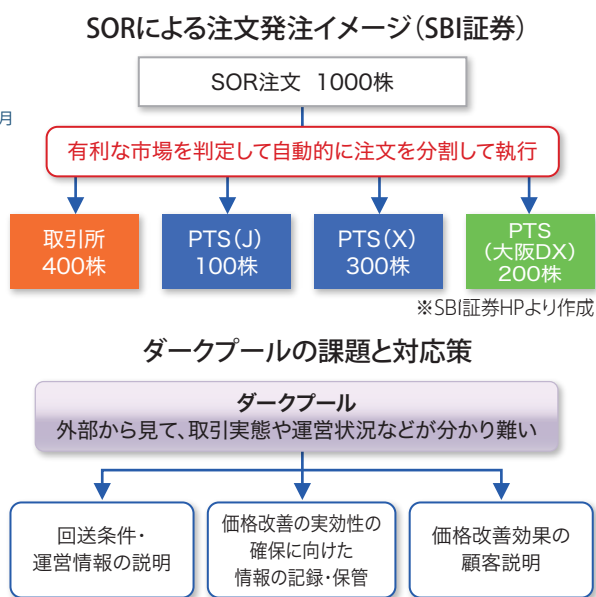
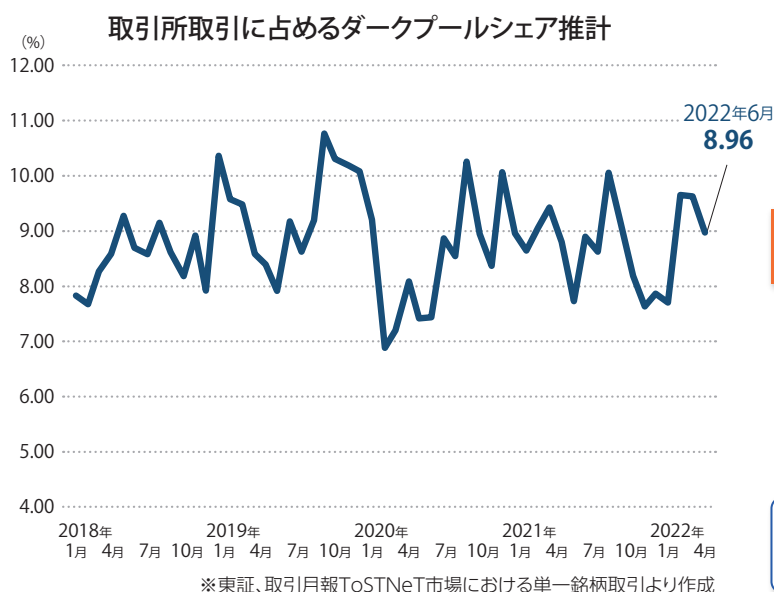
まず、対象とする市場は、取引所、ジャパンネクスト証券の第1市場(J-Market)と第2市場(X-Market)、大阪デジタルエクスチェンジとし、取引所とPTS市場で提示されている気配価格等を監視し、原則最良気配価格を提示する取次ぎ先を判定して自動的に執行としている。次に、最良気配価格が同一である場合の取次ぎ先の優先順位はX-Market、大阪デジタルエクスチェンジのPTS、J-Market、取引所の順としている。その理由は、注文執行時に適用される取引コストなどを総合的に考慮して、前述の優先順位とすることが最終的に顧客の合理的なメリットになるとしている。なお、同社がPTS2社に出資している旨の記載がなされている。また、レイテンシー・アービトラージへの対応策としては、SOR判定により各市場に分割して取次ぐ場合、それぞれ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が介入する余地を極力排除するとしている。

一方、他のネット証券においては、SORとダークプールを利用しており、現時点では従来の最良執行方針と

なっている。その内容について、SORの利用で対象とする市場は、①取引所とPTSに加えてダークプールのケースと、②取引所とダークプールとするケースに分かれている。現状において顧客に説明されているSORの機能としては、①の場合においては、取引所とPTSの価格より有利な価格でダークプールにIOC注文(即座に一部又は全数量を約定させ、成立しなかった注文数量を失効させる注文方法)を行い、約定しなかった部分は取引所とPTSを比較して顧客の有利となる方に発注する。②の場合においては、取引所の価格より有利な取引が可能な場合、ダークプールで取引を実行させるものだ。このダークプールは、自社内で顧客同士の注文をマッチングさせるものと、他社が運営するダークプールに発注するものがある。なお、ダークプールで約定された取引は、東証の立会外取引システム(ToSTNet)にてクロス取引が執行される。

ダークプールについては、機関投資家などの大口の取引において市場でのマーケットインパクトを抑えるために証券会社などの社内取引システムとして発達したが、市場の価格発見機能の低下や流動性の分散、ダークプールの取引や情報へのアクセスの公平性の阻害、ダークプールにおける取引の執行方針等に関する情報が十分に提供されないおそれがあることなどの問題から、関係法令等の改正が2020年6月にされた。2020年9月からは運営する証券会社等に対して、ダークプールへの回送条件・運営情報の説明と、価格改善の実効性の確保に向けた情報の記録・保管が、2021年9月からは、価格改善効果の顧客説明が義務付けられている。

個人の取引においてもダークプールの利用が増えてきているが、個人投資家から見てダークプールを運営する証券会社等の信頼性も重要となっている。



■ 市場仲介者の課題と可能性

今回の最良執行義務の強化が、市場仲介者としての証券会社に与える影響について考えたい。

まず、個人の投資家に対する最良執行が原則、価格重視とされたことで、証券会社が複数の取引場所確保のためにPTSやダークプールを利用し、SORを導入して注文執行することが、ある程度予想される。

一方、対面営業を行うリテール証券(以下、対面リテール証券)の一部においては、システム開発や体制整備のコストに対して自社収益や個人顧客のメリットが大きくないと判断すれば、従来どおり取引所のみへの取引注文取次ぎとなるだろう。この場合、最良執行方針については今までより記載内容を一段と踏み込み、取引所のみでの注文取次ぎがどのように顧客利益に繋がるのか具体的な記載が求められる。また、一口に対面リテール証券といっても、大手・中堅・地方・銀行系証券などビジネスモデルは多様なため、自社の実情に合わせて最良執行方針の記載内容を検討する必要がある。

個人の株式への投資行動全体の中で、市場仲介者の機能を考えてみると下図のようなイメージで、個人投資家に対する証券会社の最良執行義務の強化は、取引執行の部分に大きく影響する。個人の投資活動全体の中で、投資家が自ら判断することが前提になっているネット証券と、ある程度営業員によるアドバイスが行われている対面リテール証券では投資家の投資行動への関与が大きく異なっている。そのため、ネットやスマホ証券と対面リテール証券では、最良執行方針が異なって当然の部分があるが、今回の改正により証券会

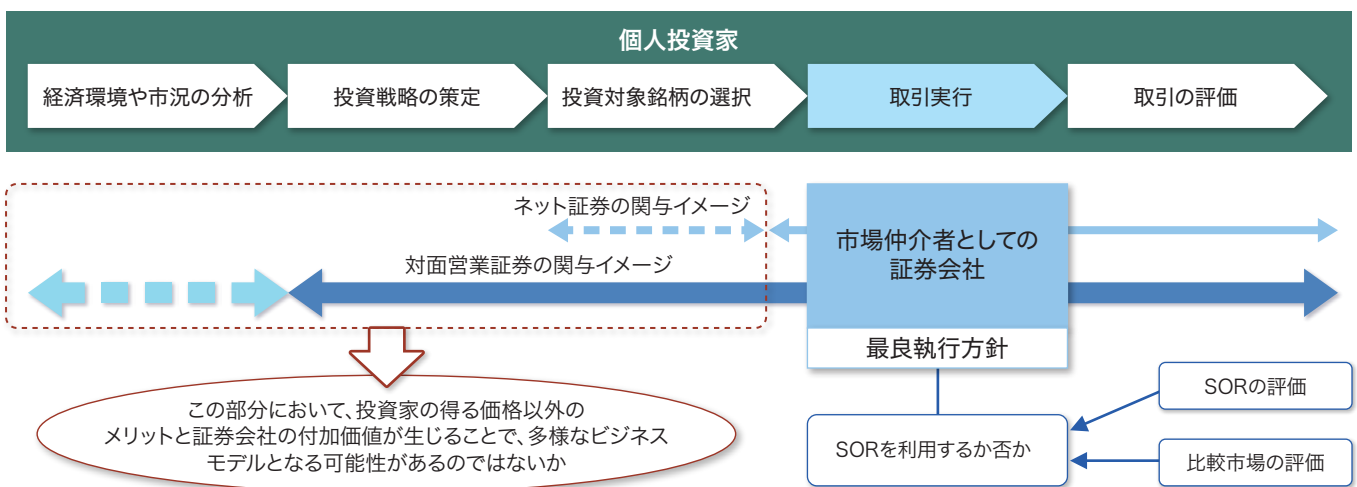
社としては、まずSORやPTS・ダークプールを利用するか否かという選択が求められている。

SORは、元々機関投資家などが大量の売買注文執行時において、市場の価格変動インパクトを低減させるために利用しているアルゴリズム取引が、機能を絞り個人向けに進化したものだが、SOR毎の配分ロジックや機能は異なっている。その理由は、提供する証券会社の注文執行の考え方が反映されていると思われるが、今後このSORそのものの機能を評価する動きが強まることも考えられる。既に一部のネット証券においては、QUICKなど外部機関によるSOR執行評価を月次で公表しているところもある。

また、投資家から見てPTSなどの市場機能と取引所機能を比較評価する動きが強まるのが予想されるが、これは取引所の機能に影響を与えることになる。例えば、取引所取引における呼値の細分化が更に進む可能性や取引時間延長の問題などが、今後議論される可能性がある。

最良執行義務の強化は、市場仲介者としての証券会社の在り方を改めて問うものだが、PTSの利用推進政策や個人投資家のSOR・ダークプールの利用拡大、取引の高速化や業務全般におよぶDXなど市場仲介者としての環境も大きく変わってきている。市場仲介機能は今後も証券会社の中核となる役割だろうが、最良執行義務の強化を踏まえて、それぞれの顧客層や社内資源の活用を考慮した上、個人顧客の満足度向上と収益性確保を両立させる独自モデルの確立が期待されるところだ。

個人の株式への投資行動と市場仲介者の役割について



【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**

●掲載される情報は日本電子計算(株)(以下JIP)が信頼できると判断した情報源を基にJIPが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性について、JIPは保証を行っておらず、また、いかなる責任を持つものでもありません。●本資料に記載された内容は、資料作成時点において作成されたものであり、予告なく変更する場合があります。●本文およびデータ等の著作権を含む知的財産権はJIPに帰属し、事前にJIPへの書面による承諾を得ることなく本資料および複製物に修正・加工することは固く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは固く禁じられています。●JIPが提供する証券・金融業界情報、市場情報は、あくまで情報提供を目的としたものです。以上の点をご了承の上、ご利用ください。