

# 現代的証券市場における最良執行義務

木村真生子

## 要 旨

取引所市場への集中義務が撤廃されるとともに吞行為の禁止も廃止されたことから、わが国は、その代替措置として、アメリカをはじめとする諸外国の制度に倣い、最良執行義務を導入した。現在、最良執行義務は金融商品取引法40条の2に規定されている。その目的は、金融商品取引業者等が顧客に対して最良執行を確保すること、つまり、最良の取引条件の獲得を目指す投資者の市場選択に関して、業者に一定の行為義務を課すものである。

しかし「最良の執行」とは何かが条文上明らかにされていないこともあり、本規定の目的に沿って義務を履行するために、金融商品取引業者等が何をすべきかは必ずしも自明ではない。またそもそも、市場間競争が起きていないわが国の証券市場は顧客に豊富な選択肢を提供していないため、わが国で最良執行義務がいかなる意味を持ちうるのかは判然としないところがある。

本稿は、母法があるアメリカの最良執行義務のルーツを検証し直し、市場分散が進む市場で同義務が、現在いかなる機能を果たしているのかにつき詳細な検討を行う。検討を通じて、信認義務に理論的基礎を置くとされる最良執行義務が、現代の証券市場においては、業者が個別の顧客に対して負う契約上の義務としての性質を帯び始め、また一方で、市場の公正性を確保するために業者が市場に対して負う義務という意味合いを持ち始めたことを明らかにする。

## 目 次

- |                   |                                  |
|-------------------|----------------------------------|
| I. 問題の所在          | V. 現代的証券市場における最良執行義務—アメリカ法からの示唆— |
| II. 最良執行義務に関する一般論 | VI. 結語                           |
| III. アメリカ法        |                                  |
| IV. 日本法           |                                  |

## I. 問題の所在

本稿は、最良執行義務のルーツを検証し直し、電子化が進む現代的証券市場での当該義務の諸相を捉えながら、その新たな意義・役割について検討を行うものである。

わが国では、従来、取引所市場に多数の自由な需給を統合し、競争原理に基づいて継続的な価格形成がなされる市場を基本としてその実現を目指してきた<sup>1)</sup>。同一銘柄の証券は複数の証券取引所に重複上場され、取引が行われてきたが、一方では市場集中義務が存在し、取引所の正会員は、原則として、取引所の市場外で上場有価証券の売買を行ってはならないという厳格な取引所の定款規定に服していた<sup>2)</sup>。市場集中義務は取引所市場に厚みを与え、公正・妥当な価格形成をもたらすと考えられていたからである<sup>3)</sup>。

しかし取引所市場内での効率的な執行が難しい大口・バスケット取引等が次第に拡大してきたことから、投資者の取引行動にとって市場集中義務が障害になり始めた。そこで、取引所取引原則（改正前証券取引法37条）が廃止されるとともに、取引所会員会社による店内執行が認められること、つまり吞行為の禁止（改正前証券取引法39条・129条）が廃止されることになった<sup>4)</sup>。そしてその代替措置として、アメリカをはじめとする諸外国の制度に倣い、証券会社等が顧客に対して最良執行を確保することを目的とする最良執行義務が導入された<sup>5)</sup>。

もっとも、投資者の市場選択が可能になるため、つまり、業者が最良執行を達成するためには、他市場でいかなる価格が存在しているのかをリアルタイムに入手し、比較できることが前

提になる。この点については、情報通信技術を活用すれば価格情報を集中することができ、仮に市場が分散したとしても結果として公正・妥当な価格形成が実現できることが予想され<sup>6)</sup>、かかる見通しがわが国に最良執行義務を導入する決定的要素の一つとなった。

しかしながらわが国では、現在、アメリカやカナダとは異なり<sup>7)</sup>、コスト等の問題から、売買執行が可能な全ての執行場所の情報、つまり金融商品取引所と全PTS（Proprietary Trading Systems：私設取引システム）<sup>8)</sup>の価格一覧情報が顧客に比較可能なかたちでリアルタイムに提供されていない<sup>9)</sup>。また、各執行場所<sup>10)</sup>の執行の質に関わる情報（価格、コスト、スピード等）やそのパフォーマンスに関する情報も投資者にわかりやすく提示されていない<sup>11)</sup>。つまり、現状では、執行場所について判断するための情報が市場に偏在ないし不足しているために、顧客が自ら執行場所を選択したり、市場選択についての期待を抱いたりすることは必ずしも容易ではないといえる。たしかに、PTSの中にはそのような価格情報をサービスとして投資者に提供しているところもあるが、あくまでも当該PTSと利用契約を結んだ投資者に限られるため、投資者の市場選択については一定の制限が加えられている。

他方で、金融商品取引法（以下、法または金商法とする）40条の2は最良執行義務について規定する。ただし、本条は金融商品取引業者が最良執行義務を果たすためのコアとなる「最良の取引の条件」に関する概念について明定していない<sup>12)</sup>。つまり、法は各金融商品取引業者に対して執行に関する情報を開示させるアプローチを採用しており<sup>13)</sup>、同義務の履行については、金融商品取引業者に一定の裁量が与えられ

ている。そこで現況をみると、金融商品取引業者等の多くが、上場株券等の売買注文については特に指定のない限り、国内の金融商品取引所の売買立会による市場に委託注文として取次ぎ、PTSへの取次ぎは行わないこととしている<sup>14)15)</sup>。それは以下のような理由に基づく。金融商品取引所市場と取引所外売買とを比較すると、前者の方が流動性、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、とりわけ、複数の金融商品取引所市場に上場されている場合には、最も流動性の高い金融商品取引所市場において執行することが、顧客にとって最も合理的だと判断されるからであると。

もっとも、一部の金融商品取引業者のなかには、より詳細な最良執行方針を定め、一定の条件の下でPTSへの回送を試みている者もある。例えば、スマート・オーダー・ルーティング(SOR)・システム(顧客注文の最良執行機会を金融商品取引所市場とPTSにおいて検索するシステム)というコンピューター・システムを用いて、PTSの最良気配と金融商品取引所市場の最良気配を比較し、一定の場合にはPTSへ取次ぐという方針を打ち出している<sup>16)</sup>。しかし、現状では、依然として金融商品取引業者等の多くが金融商品取引所市場で取引を執行することを最良執行方針の内容として掲げているため、その方針が却って金融商品取引業者等の執行義務を拘束し、PTSへの注文回送を阻害しているとも指摘されている<sup>17)</sup>。

このように、わが国では有利な取引条件を確保するために、金融商品取引業者等に対して一定の行為義務を課しているにもかかわらず、業者が投資者の市場選択の余地を実質的に狭めていると考えられなくもない。ところが、一方で、投資者側も、最良執行が市場選択に関わる

問題だと必ずしも認識しておらず、PTSでの取引が活性化し始めた現在でも、従来の金融商品取引所市場で取引を執行することこそが最良執行であるとの認識を持ち続けている機関投資家も少なくない。翻って、最良執行義務が市場選択に関わる義務であるとの前提に立てば、そもそも、市場間競争が起きていないわが国の証券市場は顧客に豊富な選択肢を提供できていないともいえ、米国から導入された法制度が実際にいかなる意味を持ちうるのかは必ずしも判然としない。つまり、わが国では最良執行義務に係る制度目的と運用実態とがうまくかみ合っていないのである。

そこで本稿では、まず、最良執行義務についての一般論を述べた後(II)、最良執行義務に関する規定を導入したアメリカ法を取材し、最良執行義務がどのように生成し、また市場間競争の激化する現在のアメリカ証券市場においていかなる機能を果たしているのかにつき、詳細な検証を行う(III)。その後、比較対象を相対化するために、わが国の最良執行義務について概観する(IV)。以上を踏まえたうえで、最良執行義務が、高速化・電子化の進む現代証券市場でいかなる意味を持ちうるのかについてアメリカ法からの示唆を踏まえて検討し(V)、最後に、わが国の最良執行法制の在り方について若干の私見を述べる(VI)。

## II. 最良執行義務に関する一般論

### 1. 最良執行義務の制度化に内在する問題

最良執行義務とは、取引の場が複数存在することを前提に、同一の銘柄が複数の市場で取引

されるとき、顧客から受けた注文を有利な市場で執行することを金融商品取引業者に義務づけることをさす<sup>18)</sup>。対象となる顧客の注文は成行注文の場合だけでなく、指値注文の場合も含み、原則として、顧客が市場について指示を与えない場合に最良執行の問題が生じる<sup>19)</sup>。

ところで、取引の場が複数存在するということは、市場ごとに異なる取引方法が存在していることを意味する。このため、同一銘柄の売買に際しては、業者が顧客注文の執行の公正性を害することがないように、規制者が何らかの手段を講じる必要が生じる<sup>20)</sup>。

もっとも、このような最良執行義務を法が明定することについては議論がありうる。すなわち、ブローカーとしての証券業者等はプリンシパルである顧客の取引を支援するエージェントであり、顧客からは誠実に行動することを通常期待されている。とりわけ、相場変動を伴う有価証券等の売買では、ブローカーは取引を迅速に成立させるとともに、価格変動から生じる損益をすべて顧客に帰する必要があることから<sup>21)</sup>、有利な条件で取引を執行することはブローカーとして受任者が負うべき当然の義務であり、その義務違反は結果として、ブローカー・ビジネスの存続を左右しかねない要因になる。このため、法が強制せずとも当然に最良執行義務は果たされるべき性質のものであると考えられなくもない。

また、例えばわが国では、金融商品取引業者(法2条8項2号9項・133条)は商法上の問屋として(商法551条)取引の公正を害さないよう努める一般的な信義則上の義務を負い(民法1条2項)、また金商法上の誠実公正義務にも服している(法36条)。したがって、過剰規制を回避する観点からは、かかる一般的・抽象的

な義務を法的に具体化する必要性が別途見出される必要がある。

そこで一旦視点を変え、経済学的な観点から「最良の執行(best execution)」とは何かについて考察を加えてみる。

## 2. 「最良の執行」の一般的な意義

一般に、「最良の執行」とは何かについて正確に答えることはできないとされているが<sup>22)</sup>、L.ハリスは、「最良の執行」とは投資者の属性や注文の種類によって異なる概念であると説明する<sup>23)</sup>。すなわち、経験の浅い投資者(unso-phisticated customer)にとって最良の執行条件は成行注文の場合は価格で決まり、指値注文の場合はスピードで決まるという。通常、米国株式市場ではかかる基準が「最良の執行」の一般的な意味を形成している。

これに対して、機関投資家などプロの投資者は、最良の条件は各取引の条件や流動性の多寡などによって一義的には決まらないことを熟知していることから、執行の質についてより大きな関心を抱く。敷衍すれば、プロ投資家は各ブローカーが取引執行のために有する資源、すなわちその業務上の努力や技術、利用するシステム等によって決まることを知っており、その資源をもとにブローカーが期待するサービスを十分に提供しているか、あるいはかかるサービスの質を監査するためにコストがどの程度かかるかという観点から最良の執行条件を判断しているという。

また、W.ワグナーとM.エドワードによれば、証券業者と同様に、機関投資家自身も顧客との関係で最良執行を果たすことに留意する必要があるところ、その際の最良執行とは、ポートフォリオの価値を最大にするための投資決定

を行う業務手順であるとしている<sup>24)</sup>。

### 3. 最良執行義務の制度上の意義

以上によれば、最良の条件、つまり有利な条件による執行とは何かについては一義的には定まらないものの、とりわけ小口投資家の注文はサイズが小さいことから、証券業者が取引を容易にコントロールできるため、業者は顧客に対して高度の信認義務を負うといえるだろう<sup>25)</sup>。一方、プロ投資家に対しては、業者は最良執行義務を果たすために、業務手順の洗練化やシステムの構築・運用上の問題に配慮を尽くす必要があるだろう。

いずれにしても、取引手法の高度化や電子化が進む現代的な市場において、取引を最良の条件で執行しようと思えば、豊富な知識や経験を有し複雑な取引システムを運営する専門家としての証券業者の判断に、顧客は概して大きく依存しなければならない。しかし他方で、業者が受けた注文がいかにして処理されるかについては、投資者にとってはブラックボックスであり、その適正性について投資者が判断を下すことは容易ではない。さらに、証券業者らはブローカー業務のみならずディーラー業務も営むことから、取引で顧客よりも自らの利益を優先させるおそれを潜在的に有している。そうだとすれば、最良執行義務は、売買執行業務の高度化と業者の裁量性ないし利益相反性の観点から、証券会社らが負う誠実公正義務のなかでも特別な考慮を要する義務として、明示すべき義務だといえそうである<sup>26)</sup>。

もっとも、次章で見るように、最良執行義務は、取引手法の高度化や電子化が進む前の市場において、市場の分散が懸念される以前から、アメリカに存在していた義務でもある。そこで

次章では、アメリカの状況についてみる。

## Ⅲ. アメリカ法

### 1. 自主規制としての最良執行義務

アメリカでは、連邦証券法ないし行政規則の中に最良執行義務 (the duty of best execution of securities transaction) に関する明文上の規定が存在しない。しかし自主規制機関が最良執行義務に関するルールを定めている<sup>27)</sup>。例えば、ニューヨーク証券取引所は、成行注文の取扱いは取引所の定めた手続きに従い最良価格で執行するよう相当な注意を払うこと (use due diligence) としている<sup>28)</sup>。ただし、この規定はブローカーの注意義務 (due diligence requirement) を喚起するにとどまる点で限界がある。取引所は他市場と競争関係に立つために、執行に際し、他市場で出されている気配に留意して最も良い価格を求めよう積極的にブローカーを促すことができないからである。

また、NASD (National Dealers and Securities Association : 全米証券業協会) も、最良執行を求めて行動することが期待されるブローカーに対して行為規範を定めており、最良の取引条件で執行するための「相当な注意 (reasonable diligence)」の基準についても一定の解釈を示している<sup>29)</sup>。しかし例えば、最良執行に関する規則を自主規制機関が強化して、ブローカーがその規則に違反した場合に、個人投資家はブローカーに対して当該規則違反を理由に損害賠償責任を追及することができるかどうかは不透明であり、一般的には否定的に解されている<sup>30)</sup>。

## 2. 「最良執行」という概念の生成

他方で、最良執行義務は判例法上認められた概念でもある。そのルーツはコモン・ロー上の代理原則 (agency principles at Common Law) や信認義務 (fiduciary obligation) にあるとされている<sup>31)</sup>。それでは、「最良執行」という概念はいつ頃からどのようにして認識され始めたのだろうか。

19世紀のアメリカにはすでに250もの取引所が存在し、複数の市場で同一銘柄が上場されるという点で、現在の市場分散と類似した状況があった<sup>32)</sup>。なるほど、顧客は豊富な市場選択の機会を与えられ、他方でブローカーは顧客に対して最良の条件で売買を執行する義務を負っていたと考えられそうである。ところが1930年代になるまでは、以下のような2つの理由から最良執行をめぐる問題が生じていなかったといわれている<sup>33)</sup>。

第一に、価格情報がティッカー・テープ (株式相場の電信プリント) を通じて顧客にすばやく伝わるようになるまでは、ブローカーの売買執行を監視できる手段が顧客の側になく、最良執行という概念が芽生えていなかったとされている。第二に、株式投資は主として機関投資家もしくは富裕層、または外国人投資家が行っており、前者は最良執行という概念によって保護される必要性に乏しく、後者については訴訟を通じた救済の仕組みが存在しなかったためだとされている<sup>34)</sup>。

しかし、20世紀初め頃から個人投資家が株式を保有するようになると、投資者保護に関する問題が徐々に顕在化し始めた。これに対してSEC (Securities and Exchange Commission : 証券および取引所委員会) は詐欺防止条項

(1934年証券取引所法 (Securities Exchange Act 以下、34年法とする) 規則10b-5) 違反を根拠に行政処分を下すようになり、処分の理由づけとして「最良執行」という概念を持ち出すようになった。また、価格情報が迅速・広範に市場に行きわたるようになると、異なる市場間の裁定取引が活発化し、手数料体系をめぐり取引所間の争いが起きたため、投資者の側にも取引における「最良執行」という概念が芽生え始めた。

しかし、後述するように、判例法上明確に最良執行義務という概念が現れたのは、1940年代後半以降だと推察される。たしかに、当時の価格情報の伝播力はそれ以前の市場に比べて優れてはいたが、現在の市場に比べればはるかに劣り、同一銘柄の証券に関して複数の市場で出される買い値や売り値をすばやくブローカー相互間で連絡し合うことは、技術的に困難であったからである。これについて、F. ファッチョロも、1933年証券法 (Securities Act) 及び34年法の2つの連邦証券諸法が制定される1930年代以前のアメリカでは、ブローカーが顧客に対して誠実に行動する義務 (duty of good faith) のような、漠然とした義務の範囲を超えて負う義務を、判例法上言及したものは見当たらないとしている<sup>35)</sup>。すなわち、かかる誠実義務の存否をめぐり、特定の証券の売買に関して民事訴訟になったケースはないようであり、当時のブローカー相互あるいは証券市場での取り決めでも、このような義務がブローカーに課されることについては特に言及されていなかった<sup>36)</sup>。

### 3. 判例法における「最良執行義務」の受容

#### (1) SECによる行政手続き

SECは34年法上、15条b項4号及び6号、15A条、19条(h)に基づき、ブローカー・ディーラーおよびその関係者に対し懲戒処分を行い、また、15条(c)項4号に基づき、12条から14条、15条(d)項等の適用者に対し聴聞を行い、重要な点に関し規則に従わなかった者を認定・公表しまたは命令を発することができるほか、19条に基づき、国法証券取引所に対する懲戒手続きを行う権限を有する<sup>37)</sup>。

これらの規定に基づいて、最良執行の義務違反行為が行政処分の対象とされる場合、SECは看板理論(shingle theory)か受託者理論(fiduciary theory)のいずれかを理論的根拠とした<sup>38)</sup>。そして、その看板理論と受託者理論は、顧客の注文を迅速に執行しない場合や許可なく顧客の証券を担保に入れた場合など、ブローカーのさまざまな不正行為を規制の網の中へと捕らえようとして発展してきた。また、顧客注文を最良の条件で執行することができなかった場合にも、これらの理論は応用された。

#### (2) 最良執行義務の登場— Harry Marks に関する事件

しかし1947年のHarry Marksに関する事件<sup>39)</sup>は看板理論や受託者理論によらずに、最良執行義務自体が独自の義務として存在することを示唆する行政手続事件となった。同事件は、無登録ブローカーのHarry Marksが顧客にLime Cola株式を売却した際に、自らは代理人として行為することを告げながら、密かに入手

していたLime Cola株式を顧客の買い注文に向かわせ、売買手数料のほかに個人的な利益を得ていたという吞行為の事案である。SECは、注文を取引所に出さず、顧客のために可能な限り最良の価格を入手しなかったことが詐欺防止条項違反にあたる主張した<sup>40)</sup>。そして、Harry Marksらは、本人のために可能な限り最良の価格を求めるという代理人の基本的な義務に違反したとした<sup>41)</sup>。

このように、最良執行義務は吞行為という利益相反行為を糾弾するための根拠として使われ始めた。

#### (3) 最良執行概念の展開(1950年代から1960年代)

その後、1952年の不正取引(unauthorized transaction)<sup>42)</sup>に関するFirst Anchorage Corp.に関する事件<sup>43)</sup>で、SECは最良執行という言葉を明示的に使わなかったにせよ、より高い価格で取引を執行できたにもかかわらずその事実を顧客に知らせなかったことを業者の義務違反として捉えた<sup>44)</sup>。また、1960年のNed J. Bowmanに関する事件<sup>45)</sup>は、株式の譲渡手続を不当に遅らせ、相当な期間に取引を完結させなかったことが、SECによって最良執行義務違反と捉えられた事案と解されている<sup>46)</sup>。さらに、顧客の注文を執行する際に不要なブローカーを取り込んで追加的なコストを負担させた事案についても、SEC規則15c1-7が定める過剰売買(churning)<sup>47)</sup>では捉えられない類型として、SECは最良執行という概念を持ち出して、その義務違反を追及している。例えば、Delaware Management Co.に関する事件<sup>48)</sup>では、引受けに関する利権を得て顧問料を跳ね上げようとした当該投資信託会社が、あえて他の

証券会社にポートフォリオ売買を行わせたという事案である。SECは、かかる行為は投資顧問会社が顧客に対して負う「最良の価格を得る」義務と相いれず、34年法規則10b-5に違反するとした<sup>49)</sup>。

このように、売買執行の場面で業者の行為義務違反を捉えた「最良執行義務」の概念は、SECによる行政処分を通じて独自の類型を持ち始め、看板理論や受託者理論に拠らない独自の責任原因としての意味を持つようになっていく<sup>50)</sup>。ただし注意を要するのは、最良執行義務に関するこれらの事案は、いずれも利益相反の問題が背後にあることである。つまり、単なる注意義務違反が原因で最良執行に違反した場合には訴訟にまで至っていない<sup>51)</sup>。1975年の証券諸法改正法制定前、つまり市場統合を目指す全国市場システム(National Market System: NMS)構想が打ち出される以前の市場環境では、ブローカーが最良の価格で取引を執行することは容易ではなく、不可能ではないにせよ、ブローカーと顧客は双方ともに、最良価格で執行できたかどうかをそもそも究明する手段を持ち合わせておらず、注意義務違反を訴訟原因にすることは相当な困難を伴っていた<sup>52)53)</sup>。

#### (4) 電子証券市場の発生と最良執行義務

アメリカでは、1960年代頃より、上場株式を取引所外で売買する「第三市場」や電子証券取引ネットワーク(ECN)の起源であるインスティテットが登場するなど、既存の取引所以外で、株式の取引を執行できる私的な場が複数現れ始めていた<sup>54)</sup>。

しかしアメリカでは売買執行が可能な場、つまり市場を、そのままの状態で競争させるのではなく、コミュニケーション・システムを通じ

て相互の市場を連携させるべきだという考え方が支配的となっていく<sup>55)</sup>。競合する市場に関連を持たせれば、取引の効率性と流動性が向上するからである。たしかに、市場を競争させると、同一の銘柄について様々な執行価格が現れる可能性は否定できないが、他方で、プライシングにおける競争が促されるメリットがある。

そこでSECは、市場の効率性を保証するために、ブローカーに最良執行を要求することが市場の運営上重要であると考えた<sup>56)</sup>。最良執行方針を採用すれば、投資者の信頼が醸成され、資本形成機能が高まると考えられるだけでなく、公正な市場という概念を市場全体に広く行き渡らせることにもつながるからである<sup>57)</sup>。

このようにして、1975年の証券諸法改正法は、最良の市場で取引を執行するための実行可能性を確保するために、SECに必要な権限を与えた<sup>58)</sup>。しかし法の制定にもかかわらず、SECは最良執行に係る規則を直ちに導入することができなかった。当時の取引環境等を考慮すると、顧客の注文を、最良気配を表示する市場に回送するよう証券会社らに要求することは適切ではなく、市場選択との関係で最良執行義務を課すことは、段階的に実施する必要があったからである。そこで、SECは市場全体に強制的に最良執行義務を課すことは時機尚早であると判断した<sup>59)60)</sup>。

#### (5) 市場の効率的運営と最良執行義務

ところが、1979年にオハイオ州北地区の地方裁判所に提訴されたLesko v. Merrill Lynch事件<sup>61)</sup>は、未公開の事例ではあるが、SECの行政処分ではなく、投資者から業者の民事責任が追及され、しかも、市場選択との関係で最良執行義務が争われた初めての裁判例となった。

(i) Lesko v. Merrill Lynch 事件〔請求棄却〕

Lesko (原告 X) は、メリル・リンチ (被告 Y) が意図的に全注文をアメリカン証券取引所 (American Stock Exchange) に出し、他に利用可能な市場で最良価格を得ようとしなかったため、結果として最良価格を入手することができなかったと主張し、この事実が34年法規則10b-5違反に該当するとして、Y に対し損害賠償を請求した。

これに対して裁判所は、Y による訴えの取下げの申立てを審理する際、顧客はブローカーの行為が認識ある過失 (reckless) または詐欺的 (fraudulent) 行為に相当することを証明すれば34年法規則10b-5違反となる可能性があるとして判示した。そして、最良の市場価格を求めない回送手順を意図的にとらないことは、ブローカーの詐欺的な行為に該当する可能性があることを示唆した。

これを受けて学説も、全米市場システムを通じてブローカーが最良の価格を得ようとしなければ、ブローカーは詐欺を行ったことになるという指摘を行った<sup>62)</sup>。しかしながら、その後本件を踏襲する裁判例はなく、次に注目すべき事件が起こるのは1995年の Newton v. Merrill Lynch 事件 (以下、ニュートン事件とする)<sup>63)</sup> である。

(ii) Newton v. Merrill Lynch 事件〔請求棄却〕

本件は、メリルリンチら証券会社 (被告 Y) が顧客の注文を執行する際に、インスティテットなどの私設取引システムで提示されている取引所外取引の価格を調査せずに、最良売買気配 (NBBO) で自動的に執行したことが、最良執行義務違反に該当するかどうか争われた事案

である<sup>64)</sup>。

ニュートン (原告 X) らは、Y らが技術的に NBBO よりも有利な価格を得ることが可能になっているのに、それを怠ったために損害が生じたとして、Y らに対し34年法規則10b-5に基づき損害賠償請求をした。これに対して Y らは、取引所外取引で執行するにはコストがかかるだけでなく、執行が遅れる可能性があるため、有利な価格がそのような市場で得られる可能性があるという理屈だけでは最良執行義務を怠ったとはいえないと主張した。

原審は、34年法規則10b-5違反を構成する信頼 (reliance) と重要性 (materiality) の要件が存在しないため被告の当該規則違反は認められないと判示したが、控訴審は原審を破棄し、次のように述べて、大口取引システムが小口取引でも合理的に利用可能であったかを審理するよう、原審に差戻した。すなわち「最良執行義務は、ブローカー・ディーラーが顧客注文のために、諸般の事情の下で合理的に利用可能な最も望ましい条件を求めるものである」とし、さらに最良の価格については「特定の取引の文脈で確認できる内容を持たないほど不明確なものではない」とした。また、最良執行概念は技術の進歩と共に変化するため、証券会社は最良執行義務の基準を高めていくよう努める必要があると判示した。

このように、本件は、証券会社らに最良執行義務違反と認められる行為があれば、34年法規則10b-5に基づき顧客に対して損害賠償責任を負う可能性があることを示唆した点で意義を有すると思われる。しかし以下の3つの点で問題が残された<sup>65)</sup>。

第一は、義務違反を認めるための前提として、より有利な価格を得るためにブローカーが

支払うべきコストや費やす時間の妥当性を具体的に裁判所が判断する<sup>66)</sup>ことの可否である。第二は、義務違反が認められる場合が制限的になる点である。すなわち最小限の手間をかければ有利な価格を得られる可能性が頻繁にあるにもかかわらず、常にNBBOで注文を自動的に執行しているような場合に限られる。第三は、顧客が取引所外取引で執行をする意思を表明しているにもかかわらず、注文を受け付けると、実際にはその意思を無視してNBBOでシステムに自動的に執行させているような場合をブローカーの詐欺と捉えるならば<sup>67)</sup>、ブローカーが事前にNBBOでしか執行しない旨を表明しておけば、義務違反が問われないことである。すなわち、ブローカーはその明示した範囲でのみ最良執行義務を負うことになり、最良の価格を得られる機会を積極的に追求しなくなるおそれもある。

しかしながら、アメリカでは、利用可能な最も望ましい条件を得るために、取引所外取引の価格を調査することについては、1997年から段階的に施行された注文執行義務規則 (Order Handling Rule)<sup>68)</sup>によって、ECNがナスダックに接続され、システムが注文を自動的に最良の市場に回送されることをもって解決された。つまり、証券会社らがより良い価格を入手するために、業務手順を策定し、それを確実に履行してさえいれば、米国株式市場でいう通常の「最良執行」の義務は果たされることになった。この点については、たしかに、最良執行義務を果たすために、証券会社らは電子的に接続されていない市場価格まで参照すべきであるという議論もありうるが、それは証券会社らの義務であるとまではいえないだろう。つまり、執行コストなど様々な要素を考慮したうえで、その時

点で最善の判断であれば、証券会社らの注意義務違反では問われないということなのだろう。

#### 4. 最良執行義務の精緻化

アメリカでは取引所以外の執行の場である私設取引システム (Alternative Trading System; ATS わが国のPTSと同義であるため、本稿ではPTSとして扱う) を法的な概念の上では平等に扱っており、また両者に対して合理的な規制が行われていることから<sup>69)</sup>市場の分散が進んでいるが、一方で、それぞれの市場は電子的に繋がれ、ヴァーチャルな一つの市場を形成している。このため、顧客は市場分散の弊害を意識することなく、取引の場を自由に選択できる環境を享受している。

他方で、PTSは新たな情報技術を株式取引メカニズムに取り入れながら発展していることから<sup>70)</sup>、市場では取引執行のプログラム化や高速化が進み、個別の顧客に対する信認義務を理論的根拠とした従来の最良執行義務の概念は変化を生じてきている。すなわち、売買執行のまさにその局面で、人間自身の判断ではなく、その意思を反映したコンピューター・プログラムを通じて取引の執行が行われる。その際、意図的ではないにせよ、最良気配が提示されていない場所や方法によって売買を設立させる行為、いわゆるトレード・スルーという現象も増加しやすくなる。このため近年の市場では、取引の透明性、つまり業者の最良執行義務の態様を可視化することが重要視されるようになった<sup>71)</sup>。

これについてアメリカでは、注文の回送と執行方法に関する情報開示を充実させることで、取引の自動化が生じさせた最良執行義務の履行上の障害に対処をしている。すなわち、証券取引所やECNのような市場運営機関に対象証券

の価格、執行スピードなど執行の質に関する情報を各市場に開示させるとともに（レギュレーション NMS 規則605）、証券会社に対しても注文回送に関する情報の開示を求めている（同規則606）<sup>72)</sup>。また、最良執行を促進するためのルールとして、注文保護ルール（同規則611）、公平な市場アクセスルール（同規則610）、最良呼び値のルール（同規則612）などがあり、これらの規則は段階的に導入され、2007年に完全施行された<sup>73)</sup>。

## 5. ニュートン事件後の最良執行義務を巡る動き

34年法規則10b-5の要件を明示し、業界で広く行われている慣行に疑義を呈した点など、ニュートン事件の控訴審判決の一般論に従う下級審裁判例はその後も散見される一方で<sup>74)</sup>、市場選択に関わる最良執行義務違反を理由に、証券会社らの民事責任が追及された事件は起きていないようである。たしかに、2009年の *Kurz v. Fidelity Management Research Co FMR* で、原告は被告の最良執行義務違反を主張しているが、業者の利益相反が取引コストを押し上げる結果を招いた点が最良執行義務違反だと主張された事件である<sup>75)</sup>。

一方、SEC の最良執行義務違反に基づく行政処分は、顧客に対する忠実義務の程度が高い割には、抽象的な行為規則しか定めていない1940年投資顧問業法（the Investment Advisers Act of 1940）に服する投資顧問業者に対する事例が多い。しかも、*Jamison, Eaton & Wood, Inc.* に対する業務停止命令<sup>76)</sup>や、*Fidelity Management Research Co FMR* に対する業務停止命令<sup>77)</sup>など、いずれも最良執行義務違反の中身は利益相反である。

なお、2004年の *Knight Securities, L.P.* に対する行政手続きで、SEC は、大口投資家の注文執行の際にフロント・ランニングがあったとして、*Knight Securities* の最良執行義務違反を主張したが、本件では、不正なデータ処理問題（あるトレーダーが自らの大口顧客を優遇して処理した）などのその他の行為義務違反があったことも影響して、同社に課徴金が課された事案だった。ただし、SEC の最良執行義務違反の主張に対しては、*Knight Securities* が別訴で争い<sup>78)</sup>、法外な利益を得たことをもって最良執行義務違反を構成しようとした SEC の主張が、判決により覆されている<sup>79)</sup>。

## 6. 小括

「最良の執行」という概念は情報技術の進展に伴って生まれ、SEC の行政手続きを通じて、まず、業者の吞行為を捉えるものとして登場したあと、取引執行の局面で問題となる、証券業者らの様々な利益相反行為を広くとらえる概念として発展していった。

しかし NMS 構想が打ち出された後の市場では、市場の効率化のために市場の運営上不可欠な概念とされ、市場の分散が進むに連れて市場選択に関わる義務という意味を持ち始めた。さらに、取引の自動化や高速化が進行すると、取引の透明性が最良執行にとって不可欠な要素とされたことから、現在は最良執行にかかるプロセスの開示に重点が置かれ、その義務内容はより精緻化されてきている<sup>80)</sup>。

## IV. 日本法

### 1. 沿革

多面的な要素を持つアメリカの最良執行義務の概念に比べて、わが国の現行の制度は、市場選択に係わる義務にその射程が限定されている。すなわち、本稿I章で述べたように、取引所市場への集中義務の撤廃などを受け、最良執行義務は、金融商品取引法上の業者が負う一般的・抽象的な義務である誠実公正義務（法36条）や、民法の委任契約に関する善管注意義務（民法644条）を具体化し、取引執行の公正さを確保するために、平成16年の証券取引法改正時に導入され（旧証券取引法43条の2）、金融商品取引法に引き継がれた<sup>81)82)</sup>。

### 2. 制度の仕組み

#### (1) 定義

法40条の2第1項および同法施行令16条の6第2項は、金融商品取引業者等が、政令で定めるものを除く有価証券の売買及びデリバティブ取引に関する顧客の注文について、有利な取引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、公表するとともに（同条第2項）、当該方針に従って執行することを義務づけている（同条第3項<sup>83)</sup>。

本条の制定が検討された平成15年、識者は当時の市場の状況等を考慮し、「有利な取引条件」、すなわち、最良執行義務の具体的内容については金融商品取引業者等が定めるものであり、各業者等の判断に委ねられるべきだとする共通の認識を示した<sup>84)</sup>。つまり、投資者保護上

重要な規制として位置づけられる最良執行義務の履行については、金融商品取引業者等に一定の裁量権が与えられた。

もつとも、最良執行とは何かについては、各金融商品取引業者等は最良執行義務を判断するための要素として、価格、コスト、スピード、執行可能性など、価格以外の要素を総合考慮して独自の最良執行方針を定めれば足りると解されている<sup>85)</sup>。したがって、たとえある取引が価格のみに着目して事後的に最良でなかったとしても、そのみをもって当局から義務違反を指摘されることはない<sup>86)</sup>。すなわち、金融商品取引業者等の一連の手続きが合理性に欠ける場合や明白な手続違反等がないかぎり、金融商品取引業者等が義務違反を問われたり、監督上の処分の対象とはならないと解されている<sup>87)</sup>。

#### (2) 対象と義務負担者

有価証券の売買およびデリバティブ取引のうち、政令で定めるものを除いたものが最良執行義務の対象となる。具体的には、①上場株券等の売買、②店頭売買有価証券の売買、③取扱証券の売買に限って適用され（施行令16条の6第1項）、デリバティブ取引は対象外とされている<sup>88)</sup>。また、条文上「有価証券の売買」と規定されていることから、最良執行義務を負うのは金融商品取引業者のうち第一種金融商品取引業者に限られ、投資運用業者は除かれるというのが金融庁の解釈だとされる<sup>89)</sup>。「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（平成23年9月）では、第二種金融商品取引業者や投資運用業者についても取引の執行において最良執行義務に配慮すべきものとされている<sup>90)</sup>。

### (3) 私法上の義務

金融商品取引業者が顧客から証券の売買の委託を受ける場合、金融商品取引業者は、証券売買の受任者として、委任の本旨に従い善良な管理者の注意をもって顧客のために証券の売買をする義務を負う。すなわち、金融商品取引業者は、善良な管理者の注意義務の一環として、顧客のための証券の売買に当たり、当該顧客にとって最も有利な条件で執行するよう合理的な注意を尽くす義務を負うと解されている。このため、金商法上、業規制としての最良執行義務が課されない場合においても、私法上の義務は免れない場合がある<sup>91)</sup>。

例えば、法40条の2の適用対象<sup>92)</sup>とならないデリバティブ取引については、私法上、最良執行義務を観念できることになり、金商法上の義務履行者ではない金融商品仲介業者についても、同様に、善管注意義務の一環として最良執行義務が適用されると解されている<sup>93)</sup>。

他方で、金商法の立案担当官は、アメリカのニュートン事件を参照し、最良執行義務違反が問われる場合について次の2つを例示している<sup>94)</sup>。第一は、PTSを利用することによってより良い価格を示すことが技術的に可能であるのに、顧客に対してこれより不利な市場の最良気配を示して自らが相手方となり、かつ、この自らのポジションについてはPTSを利用してより良い価格で解消することによりリスクを取ることなくスプレッドを享受するような執行方法を定める場合である。第二は、具体的な執行方法に利益相反のある可能性（店内化、ペイメント・フォー・オーダーフロー、プリファレンシング<sup>95)</sup>）がある場合を挙げている。

## V. 現代的証券市場における最良執行義務 —アメリカ法からの示唆—

「最良の執行」とは投資者の属性や注文の種類によって異なる概念であることから、その内容を特定し、条文上明定することは容易ではない。このため、アメリカでは最良執行義務についていうとき、かつては単に最良価格で執行する (execute) という表現を使用していたが<sup>96)</sup>、現在では利用可能なもっとも望ましい条件を得ようとする (seek) という表現を用いており<sup>97)</sup>、最良執行義務を履行する局面では、そのプロセスに重心があるという考え方が共有されてきている。

一方、市場が分散化し、オンライン・トレードが多用される今日においては、市場選択における顧客の自由度が高まり、情報の非対称性もさほど深刻ではない<sup>98)</sup>。そうだとすれば、市場選択の局面で最良執行に係る義務を観念するとき、プリンシパル-エージェント関係に基づく信認義務を強調する必要性は小さいともいえる。さらにいえば、顧客の自由な市場選択に関する最良執行義務は、業者の顧客に対する信認義務という側面よりも、契約上の義務としての側面を強めてきている<sup>99)100)</sup>。ただし、この点については、信認義務と契約上の義務を峻別するアメリカとは異なり、日本は大陸法由来の義務補填機能を備えた契約法を有しており<sup>101)</sup>、わが国において最良執行義務の契約的な性質と信認義務としての性質を別個に論じることには実益がないかもしれない。いずれにせよ取引の自動化や高速化が進んだことで、コンピューター・システムへの依存が高まり、証券会社の

義務が高度化・専門家し、証券会社の裁量性が高まっている<sup>102)</sup>。このため、最良執行義務の履行プロセスの開示強化が行政によってなされておき、株式市場での売買は、いわば監視システム付きの委任契約<sup>103)</sup>へとその様相を変えているともいえる。

他方で、最良執行義務に付随する義務の一つとして、証券業者や市場運営者は、市場の効率性を確保すると同時に、システムの設計や運用・管理を適切に行う義務を問われてきているように思われる。この付随的な義務は、市場を適切に運営するための市場参加者として遵守すべき義務の一つとなりうるかもしれない<sup>104)</sup>。つまり、最良執行義務は、法1条の目的との関係で、市場参加者全体が公器としての市場の機能を守るために負う義務という側面を含んできたといえるのではないだろうか<sup>105)</sup>。

## VI. 結語

アメリカは、最良執行義務を顧客の市場選択に係る義務と解しているだけでなく、判例法上、従来の行為規制の枠組みでは捉えられない業者の売買執行上の行為義務違反を捉える概念として用いていた。とりわけ、最良執行義務が市場選択との関係でいわれる場合、判例法上の信認義務から導かれる義務というよりも、市場の効率的な運営のために、市場参加者に対して課す政策的な色彩を帯びた義務と解していたように思われる。

これに対してわが国の現行法上の最良執行義務は、顧客の市場選択に関わる義務をさすと思われるが、アメリカ法のように市場の効率性を強く意識した制度設計とはなっていない。しかし、電子化の進む現代的な証券市場の変容を捉

えた場合、今後、わが国は最良執行義務の適用対象を証券会社が取り扱う委託注文に限定するのではなく、市場の公正性を確保するという観点から、市場運営者など幅広い市場参加者にその対象を広げていくことが望ましいといえるのではないだろうか。

なお、本稿では市場を取引所と私設取引システムに限って検討を加えてきたが、取引所の機能のアンバンドリング化を思えば、売買執行の場は証券会社の店内化やダークプールなどにも広がりうる。拡大した市場の概念の下で<sup>106)</sup>最良執行義務をどう捉えるべきかについての検討は他日を期したい<sup>107)</sup>。

(本研究は、全国銀行学術研究助成の成果である。)

### 注

- 1) 鈴木=河本 [1984] 433頁。
- 2) 鈴木=河本 [1984] 514頁以下。例外的場合として、売買取引停止中の上場有価証券のうち、正会員が取引所の市場外でその売買を行うことが顧客のために必要であると取引所が認めた者の売買を行うときなど、取引所の定款が規定する一定の場合には店頭売買が認められていた(東京証券取引所・大阪証券取引所各23条1項)。しかしその対象が上場証券であり、売買主体が会員であることから、売買の約定値段は取引所の時価を基準とした適正なものでなければならず(定款23条2項等)、その売買について取引所に対し報告義務が課されていた(定款23条4項等)。
- 3) 証券取引審議会・総合部会 [1996]、Ⅲ。具体的な改革2. 市場を参照。
- 4) 行澤 [2004] 14-15頁。
- 5) 近藤=吉原=黒沼 [2011] 234頁。
- 6) 証券取引審議会・総合部会、前掲注(3)。
- 7) 米国ではCQS (Consolidated Quotations System: 総合取引情報システム)によって各市場の取引情報が統合的に表示され(佐賀 [2004] 16-17頁等参照)、カナダではトロント証券取引所が、TMX Information Processorによって、ATS (PTSに相当する)を含めたカナダの売買執行場所の統合されたリアルタイムの取引前・取引後情報を様々なかたちで提供している。
- 8) 日本証券業協会によると、PTS運営会社はカブドットコム証券株式会社、SBI ジャパンネクスト証券株式会社、チャイエククス・ジャパン株式会社などを中心に7社があった。平成22年7月より、これら3社が運営するPTSの有価証券の売買の債務引受けを日本証券クリア

- リング機構が始めたことなどもあり、取引所金融商品市場外取引に占める PTS 取引の割合は、2011年7月に57.976%（前年同月は12.920%）を占め、取引所銘柄取引合計に占める PTS 取引の割合も4.037%（前年同月は0.920%）に上昇した（<http://pts.offexchange.jp/>）。しかし2011年9月および10月にそれぞれ松井証券、カブドットコム社が PTS 業務を終了している。
- 9) 日本証券業協会による価格情報の提供上の問題については、木村 [2010a] 125頁を参照。
- 10) 金融商品取引所と PTS は公開の執行場所であるが、非公開の執行場所としてダークプールないし内部取引（店内化・内部化：internalization）がある。わが国では、金融商品取引所と PTS は執行場所として機能的に同質であるにもかかわらず、法的には PTS を「市場」として扱わず、金融商品取引業の認可業務と位置づけている（法2条8項10号）。しかし米国では法的にも PTS のような私設取引システムを取引所と同視し（34年取引所法規則3b-16(a)）、EU ではさらに証券会社の内部取引も、機能的同質性から同じ執行の場と位置付けている（金融商品市場指令 [MiFID] 4条1項15号）。詳細は、木村 [2010b] 179-181頁を参照。
- 11) 梅本 [2005] 12-13頁。
- 12) 欧州では、MiFID（金融商品市場指令）21条1項において最良執行義務に関して明示的な定めを置くとともに、証券会社に対して最良執行義務を遵守するための効果的な予防的措置を確実に講ずるよう、各加盟国に義務付けている（神作 [2004] 198頁以下）。カナダの最良執行義務の概要については木村 [2010b] 168-169頁を参照。
- 13) 梅本 [2005] 12-13頁。
- 14) なお、これらの証券会社は、複数の金融商品取引所市場に上場（重複上場）されている場合は、執行時点において、株式会社 QUICK の情報端末において対象銘柄の証券コードを入力・検索した際に最初に株価情報が表示される金融商品取引所市場へ取次ぐとしている。
- 15) みずほ証券株式会社や野村証券株式会社、大和証券株式会社等の各ホームページに掲載された最良執行方針を参照した（平成23年8月1日参照）。
- 16) SBI証券では、スマート・オーダー・ルーティング（SOR）・システムを用いて、顧客の上場株券に係る注文が SOR 対象銘柄に係るもので、別途定める時間内の注文である場合に、PTS の最良気配と金融商品取引所市場の最良気配を比較し、金融商品取引所市場での失効が有利となる一定の場合以外は PTS へ取次ぐとしている（平成23年8月1日参照）。
- 17) 大崎 [2009] 15頁。
- 18) 指値注文の場合、より有利な価格を得るうえで市場選択が関係するが、不確定性の要素が多い成行注文に比べて顧客の利益が害される程度は低くなる（梅本 [2005] 13頁）。なお、神崎 [1997] 7-8頁も参照。
- 19) 梅本 [2005] 11頁。
- 20) 河本=大武 [2008] 278頁。
- 21) 江頭 [2009] 232頁。
- 22) Wagner & Edwards [2003] at 65.
- 23) Harris [2003] at 160-161.
- 24) Wagner & Edwards [2003] at 69.
- 25) Wagner & Edwards [2003] at 65.
- 26) なお、受託者責任の明確化の必要性については、神田 [2001] 107頁を参照。
- 27) 取引所や自主規制団体は、取引の公正さを確保することや、投資者保護と公益の保護の観点から、詐欺的な行為や相場操縦的な行為を防ぐためのルールを制定することを34年法上認められている（Securities Exchange Act of 1934, § 6(b)(5) and 15A(b)(6), 15 U.S.C. § 78f(b)(85)）。
- 28) New York Stock Exchange Rule 123A.4I, NYSE Guide, available at <http://rules.nyse.com/NYSE/Rules/>.
- 29) NASD Rules of Conduct Rules 2320 (a) (adopted on June 19, 1969, the latest amendment approved on November 8, 2006), FINRA Manual, available at <http://finra.complanet.com/>.
- 30) Colonial 判決 (358 F.2d 178 (1966)) は、自主規制機関の規則が SEC 規則の代用として機能している場合にかぎり、個人投資家は自主規制機関の定める規則違反を根拠とした損害賠償請求権があると示唆したが、3年後に起きた Buttrey 事件判決 (410 F.2d 135 (1969)) ではその解釈が覆されている。
- 31) SEC [1996] at 171. Also, see NASD [2001], at 201. For fiduciary duties owed by securities brokers, Frankel, T [2010] at 45 ff.
- 32) 例えば、1940年代頃までには、NYSE に上場された銘柄のうち、多くが17の地方証券取引所のうち1つまたはそれ以上の取引所で売買されていた (Facciolo [2005] at 166-167, and note 65)。
- 33) Facciolo [2005] at 169-178.
- 34) See, Coffee [2001] at 29-30.
- 35) Facciolo [2005] at 162-165.
- 36) ファッチョロによれば、この時期に「最良執行」という概念が定着しなかったことは近年の投資理論の観点、とりわけ効率的市場仮説からも裏付けが可能であるという。すなわち、市場は効率的であり、いかなる情報を利用して、他人ないし平均よりも高い投資成果を一貫してあげることはできないので、最良執行とはつまるところ一種の取引コストの問題に逢着する。そうだとすれば、売買執行の際に市場価格はそれほど問題とはならず、むしろ手数料や税などの種々のコストを考慮することにこそ最良執行問題の重要性があるという。つまり、市場参加者が意識を向けるのは市場メカニズムであり、最良執行という考え自体、そもそも市場参加者の間に觀念されることはなかったとしている (Facciolo [2005] at 158, 162-165)。
- 37) 日本証券経済研究所編 [2008] 212-228頁及び321頁以下、黒沼 [2004] 230頁等を参照。
- 38) SEC [1994] 等を参照。看板理論とは、ブローカー・ディーラーがその看板を掲げて営業を行う場合、顧客を公正に扱い、証券業界の規範や慣行に従って行為することを黙示的に表示しているとみなして、当該表示違反が不正取引や不当勧誘に当たるとする考え方をさす (*In re Duker & Duker*, 6 S.E.C. 386, 388-389 (1939))。ま

- た、受託者理論は、ブローカー・ディーラーが業界の基準を満たさない場合、顧客に対して偽りの行為を行ったとみなして、これを連邦証券法の詐欺防止条項違反として捉えるものである (Lipton [1982] at 464, note 68)。
- 39) *In re Harry Marks*, 25 S.E.C. 208 (1947),
- 40) *Id.*, 215.
- 41) *Id.*, 220. なお、同様の判断枠組みを用いたものとして、*In re Kidder, Peabody & Co.*, 43 S.E.C. 911 (1968)がある (Lipton[1982] at 468 and note 67)。
- 42) 顧客の保有口座における無権限取引をさし、権限外の取引を行うことはコモン・ロー上の代理原則に違反するほか、自主規制機関が定める各種の行為規範に違反する。しかし詐欺や不实表示などの事実を伴わなければ、無権限取引が直ちに34年法規則10b-5違反に当たるとは解されていない (Poser [2011] at § 20.01 [D], 20-3-20-4)。
- 43) 34 S.E.C. 299.
- 44) 34 S.E.C. 299, at 300, 303.
- 45) 39 S.E.C. 879.
- 46) *See*, Ferrell [2001] at 1068.
- 47) *See*, Hazen [2009] § 14.20.
- 48) *In re Delaware Management Co.*, 43 S.E.C. 392 (1967).
- 49) 同種の事案に1969年の *Folger, Nolan, Fleming & Co.* に関する事件 (Exchange Act Release No. 8489 [1969 SEC LEXIS 2930]) などがあつた。
- 50) *Fogel v. Chestnut*, 533 F.2d 731 (2d Cir. 1975), cert. denied, 429 U.S. 824 (1976), *Moses v. Burgin*, 445 F.2d 369 (1st Cir.), cert. denied, 404 U.S. 994 (1971).
- 51) Lipton [1982] at 470.
- 52) 最良執行義務違反に基づく民事訴訟が提起されなかったことについては、当時の市場環境に内在する特殊な要因とは別に、以下のような理由があつたとされている (Lipton [1982] at 471-472)。第一は、訴訟コストの問題である。最良の価格が実際の執行価格とわずかな差しかない場合も多く、訴訟を提起しても費用倒れとなると判断されるケースが多い。第二に、原告に十分な訴訟原因があり訴訟を提起しても、先例が作られることを阻む被告ブローカー側によって、訴訟上の和解に持ち込まれるケースが少なくなつた。第三に、最良執行義務違反により被害を受けた投資者が、34年法規則10b-5違反に基づき、詐欺を理由に訴訟を提起するには立証負担が極めて大きい。とくに、同規則違反には概して被告側の欺罔の意図 (scienter) を立証することが要件だとされるため (Ernst & Ernst v. Hochfelder 425 U.S. 185 (1976), *Aaron v. SEC* 444 U.S. 914 (1980)等を参照。)、最良執行義務を果たさなかつたブローカーの内心を顧客が立証することは概して困難を伴う。なお、*Newton* 事件では、顧客と証券会社の関係性をプリンシパル・エージェントモデルによって経済学的に分析することで、scienter の存在を判断している点特徴的である (Poser [2011] at § 17.01 [D], 17-57))
- 53) 最良執行義務違反は訴額が小さく、被害が広範に及ぶため、クラス・アクション制度がなじむところ、1960年代にクラス・アクションが増加していたことも最良執行義務の法理が発展する重要な役割を果たしたという (Perino [1998] at 284)。
- 54) アメリカのATS規制の沿革については、大崎 [2004a] 48頁以下が詳しい。
- 55) SEC, *Future Structure of the Securities Markets*, 37 Fed. Reg., at 5286 (1972).
- 56) Lipton [1982] at 455.
- 57) *Id.*, at 454.
- 58) リプトンの見解によれば、コモン・ロー上の信認関係に基づく忠実義務を最良執行義務の根拠とする定説には曖昧さが残っており、むしろ、証券市場の技術的再編を受けて市場間競争のコンセプトを打ち出した1975年の証券諸法改正法 (1975 Securities Amendments) の制定以後、初めて最良執行義務は具体化されたという。すなわち、代理人としてのブローカーの義務 (英米法では代理と取次の区別がなく、ともに agency と呼ばれる法領域で扱われるが [大塚 [1975] 1221頁]、大陸法の概念に照らせば、委託者と取引相手方間の直接の法律関係に引き直せるという [江頭 [2009] 231頁]) は広範なコモン・ロー上原則の中に表されていることは確かだが、大量高連売買が行われ拡大する証券市場において、ブローカーが個々の顧客のために最良価格を確保するということがコモン・ロー原則のうちのどの項目と具体的に関係づけられるのかは必ずしも明白ではないという。
- たしかに、第二次代理法リステイトメント424条では、本人に代わって売買を行う代理人の義務を定め、本人が明らかにした意向を満足させるため最善を尽くすよう相応の注意を払わなければならないとし、また、売買価格についていえば、本人にとって最も有利な条件で執行することが求められている (Restatement of the Law, Second, Agency, § 424, esp. see, Comment (b) (1958))。さらに、かかる義務を果たすために、ブローカーは受託者として高度な技能と品位を保持し、通常の注意義務を払わなければならない (Lipton [1982] at 482, note 160)。しかしこの条文によるとしても、コモン・ローがブローカーの最良執行義務を決定付ける指導的な法理だと断言するには絶対的な説得力に欠ける。つまり、SEC が行政処分を通じて最良執行義務の概念を論拠とし、裁判所がSECの立場を支持することを通じて、しだいに最良執行義務という概念は確立されていったとされている。
- 59) *See*, Securities Exchange Act Release No. 14415, 43 Fed. Reg. (1978) at 4347.
- 60) もっとも、SECは、技術の進歩によって最良執行を得る機会は自然に改善されることや、ブローカーの負う信認義務との兼ね合いから、早急に規則化する必要はないと考えていたとされている (Lipton [1982] at 462)。
- 61) *Lesko v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, No. C78-1740 (N.D. Ohio June 22, 1979).
- 62) Lipton [1982] at 477.
- 63) *Newton* 事件は複数の争点をめぐって比較的訴訟が長期化した。地方裁判所の最初の判決では被告らにサマリ・ジャッジメント (summary judgment) を認めたが (911 F. Supp. 754 (D.N.J. 1995))、続く連邦第3巡回区控訴裁判所は *Basic* 判決 (*Basic v. Levinson*, 485 U.S.

- 224 (1988) を踏襲し、信頼の推定を拡張して、最良執行義務違反により証券会社が民事責任を負う可能性を示唆した (135 F.3d 266 (3d Cir. 1998))。しかし差戻審では、クラス・アクションの要件充足性が新たな争点となり (191 F.R.D. 391 (D.N.J. 1999))、原告のクラスの範囲に明確性が欠けたとしたため再び控訴審で審理され (259 F.3d 154 (3d Cir. 2001))、判決が修正される結果となった。
- 64) 本件については大崎 [1998] 5-9頁が詳しい (なお、梅本 [2005] 22-24頁も参照)。また、34年法規則10b-5違反に関するクラス・アクションとして本件を批判的に考察したものに Wanamaker [2002]がある。
- 65) See, Ferrell [2000] at 38, Ferrell [2001] at 1069-1070.
- 66) 135 F.3d 274 (3d Cir. 1998).
- 67) 135 F.3d 271 (3d Cir. 1998).
- 68) 注文執行義務規則は、マーケット・メーカーが顧客から優れた指値注文を受け取った場合に、ディーラー市場で執行ないし気配変更を行うか、そうでなければ ECN に回送することを定めている。
- 69) アメリカの ATS 規制の概要については木村 [2010b] 177-179頁を参照。
- 70) 福田 [2009] 33頁以下を参照。
- 71) SEC [2001] § VII (A).
- 72) Disclosure of Order Execution and Routing Practices, Exchange Act Release No. 43590 (Nov. 17, 2000), 65 Fed. Reg. 75413 (Dec. 1, 2000).
- 73) SEC, Regulation NMS, Release No. 34-51808 (Jun. 9, 2005), 大崎 [2004b], 井上 [2007] 等を参照。
- 74) 34年法規則10b-5の構成要件を採用した判決として Graham v. Taylor Capital Group, 135 F. Supp. 2d 480, 2001, 業界の慣行について検討した判決として Berkeley Inv. Group, Ltd. v. Colkitt, 455 F.3d 195, 2006などがある。
- 75) 556 F.3d 639 (7th Cir. Feb 23, 2009). 被告の従業員の一部に Jeffries & Co. (投資銀行業務と証券業務を営む) から賄賂を得ていた者がいたために、顧客の取引を故意に Jeffries & Co. に流していたことが NASD の最良執行義務に違反しているとされた。なお、原告は被告の州法上の契約法違反についても争った。
- 76) IA-2129 (May 15, 2003), SEC File No. 3-11126. 一部のサービスについて、手数料体系が違っていたことを開示しなかったことが、最良執行義務に違反するとされた。
- 77) IA-2713 (March 5, 2008), SEC File No. 3-12976. See also, Barbash & Massari [2008].
- 78) SEC v. Pasternak and Leighton, 561 F. Supp.2d 459 (D.N.J. 2008).
- 79) ニュートン事件後の裁判例の詳細な検討は別稿 (筑波ロージャーナル) に譲る。
- 80) アメリカの動きについては、「最良執行義務の問題を、証券会社の行為規範として、その内容を規則等で明確にすることはあまり有意義ではないということなのかもしれない」と評価されている (梅本 [2005] 24頁)。
- 81) 河本=大武 [2008] 278頁。
- 82) 店頭有価証券の売買については、かつて日本証券業協会が公正慣習規則で最良執行義務を明定し(店頭売買規則22条)、理事会決議で「適正な価格」について一定の解釈基準を示していた。
- 83) なお、金融商品取引業者等は、顧客に対しあらかじめ書面の形でこれを交付しなければならず (法40条の2第4項)、注文執行後も、顧客からの求めに応じて、当該注文が最良執行方針に従って失効された旨を説明した書面を顧客に交付する義務を負う (同条第5項)。
- 84) 平成15年の金融審議会金融分科会第一部会は、最良執行義務について、「大多数の投資家にとって取引所で失効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が自ら定めて顧客に示す、そしてその通りに施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」としていた (金融審議会金融分科会第一部会 [2003] 5頁, 高橋 [2005] 77頁)。
- 85) 学説では、最良執行の履行に関してどのような要素が重要性を有するかは、顧客の指示または売買執行に関する顧客の期待によって決まるとしている。例えば、顧客が金融商品取引業者に対して、売買注文の執行に当たりスピードと執行の確実性が最も重要であると指示した場合には、顧客にとってより有利な価格を得られる可能性を排除し、迅速かつ確実に売買注文の執行ができる市場を金融商品取引業者が選択することは可能であるとしている (神崎 [1997] 10頁)。
- 86) 金融審議会金融分科会第一部会 [2003] 5頁, 有吉 [2009] 405-406頁。
- 87) 書面交付義務 (法40条の2第4・5項) に違反した場合は過料の対象となる (法208条5号) り、業務改善命令 (法51条等) や監督上の処分の対象ともなりうる (法52条1項6号等)。
- 88) アメリカでは、債券や為替等に関する最良執行の概念は理論的にはあるが、実務的にはないものとされている (Schnase [2010] at 2)。
- 89) 金融庁 [2007] 421頁, 大崎 [2007] 80頁。
- 90) 金融庁 [2011]。
- 91) 神崎 [1997] 8頁, 行澤 [2004] 22頁。
- 92) 金融商品取引法施行令16条の6第1項は、同法40条の2の適用対象を上場証券等の売買、店頭売買有価証券の売買、取扱有価証券の売買に限定している。
- 93) 有吉 [2009] 407頁。
- 94) 高橋 [2005] 77頁。
- 95) ペイメント・フロー・オーダーフロー (Payment for order flow, POF) は、スペシャリスト等がブローカーにキックバックを提供して売買注文を集めることをいう。POF はとりわけ大量注文を扱うことができない比較的小規模の証券会社にとってメリットが大きい。プリファレンシングは、ブローカーが特定業者と系列関係に入り、注文を当該業者に全て回送することをいう。店内化とは、顧客の委託注文に対して自己で向かうことをいう。米国は34年法規則10b-10や11Ac1-3により、証券業者に対し POF について顧客に対する開示義務ないし説

- 明義務を課している (大崎 [1998] 2-3 頁等を参照)。
- 96) See, e.g., Securities Brokerage and Research Services, Release No. 34-23170 (April 23, 1986).
- 97) SEC, Investor Tips: Trade Execution, available at <http://www.sec.gov/investor/pubs/tradexec.htm>. See also, 135 F.3d 266.
- 98) Chiu [2007] at 338.
- 99) 同旨につき, Chiu [2007] at 339-340.
- 100) 最良執行義務違反の根拠として用いられてきた看板理論のルーツが fiduciary law ではなく, むしろ contract law にあるという Frankel の指摘は大変興味深い (Frankel [2010] at 48).
- 101) 大村 [2000] 101-102頁。
- 102) 能見 [1994] 5-6 頁を参照。
- 103) 大村 [2000] 107-111頁を参照。
- 104) ジェイコム株誤発注事件 (東京地判平成21年12月4日判例タイムズ1322号149頁) では, 過失相殺の認定を行う場面において, 注文誤入力をした原告の態様や, 不完全なシステムを提供した被告の行為を「市場を混乱させた」として非難し, 業者の発注管理体制の構築義務や市場運営者の安全なシステム提供義務を示唆している (同184-186頁)。
- 105) Macey & O'Hara [2005] at 44-46, 54.
- 106) 「市場」という概念をどのように捉えるかについては各国で相違があり, カナダは「市場概念」を最も広く捉えている (木村 [2010a] [2010b] を参照)。
- 107) 本稿校了前に, 日本証券経済研究所で行われた株式会社市場研究会で報告の機会を得, 柿崎環先生, 清水葉子先生, 野下保利先生, 横山淳先生, 吉川真裕先生をはじめ多くの先生方から貴重な助言をいただいた。
- センター。
- 大崎貞和 [2004b] 「レギュレーション NMS 提案について」『資本市場クォーターリー』, Spring, 1-8 頁。
- 大崎貞和 [2007] 『解説金融商品取引法』, 弘文堂。
- 大崎貞和 [2009] 「株式市場間競争と日本市場の課題」『金融危機後の金融・資本市場をめぐる課題』, 金融庁金融研究研修センター, <http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20090722/06.pdf>。
- 大村敦志 [2001] 「現代における委任契約—「契約と制度」をめぐる断章—」中田裕康 = 道垣内弘人編『金融取引と民法法理』, 有斐閣, 95-121 頁。
- 大塚龍児 [1975] 「問屋の委託実行行為により生じる法律関係の視点から見た agency の法理」竹内昭夫編『鈴木竹雄先生古稀記念・現代商法学の課題 (下)』, 有斐閣, 1219-1249 頁。
- 河本一郎 = 大武泰南 [2008] 『金融商品取引法読本』, 有斐閣。
- 神崎克郎 [1997] 「投資者の注文の最良執行の確保」『インベストメント』50巻2号, 大阪証券取引所, 7月, 6-15頁。
- 神作裕之 [2004] 「欧州における証券規制統合の現状と課題」証券取引法研究会編『近年の証券規制を巡る諸問題』, 日本証券経済研究所, 11月, 178-211頁。
- 神田秀樹 [2001] 「いわゆる受託者責任について: 金融サービス法への構想」『財務省財務総合政策研究所ファイナンシャル・レビュー』56号, 財務総合政策研究所, 98-110頁
- 木村真生子 [2010a] 「市場・取引所概念の再構築 (上)」『証券経済研究』71号, 日本証券経済研究所, 9月, 121-140頁。
- 木村真生子 [2010b] 「市場・取引所概念の再構築 (下)」『証券経済研究』72号, 日本証券経済研究所, 12月, 167-188頁。
- 黒沼悦郎 [2004] 『アメリカ証券取引法』, 弘文堂。
- 金融審議会金融分科会第一部会 [2003] 「市場機能

## 参 考 文 献

- 有吉尚哉 (岸田政雄編) [2009] 『注釈金融商品取引法 [第2巻]』, きんざい。
- 井上武 [2007] 「米国株式市場間競争のもう一つの側面」『資本市場クォーターリー』, 野村資本市場研究所, 冬号, 123-135頁。
- 梅本剛正 [2005] 『現代の証券市場と規制』, 商事法務。
- 江頭憲治郎 [2009] 『商取引法 [第5版]』, 有斐閣。
- 大崎貞和 [1998] 「最良執行義務とは何か」『資本市場クォーターリー』, 野村資本市場研究所, 春号, 1-10頁。
- 大崎貞和 [2004a] 「インターネット時代の証券取引規制」『比較法制研究シリーズ』第5号, 東京大学大学院法学政治学研究科附属比較法制国際

- を中核とする金融システムに向けて（平成15年12月24日公表）, [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031224\\_sir/02.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryoku/kinyu/dail/f-20031224_sir/02.pdf).
- 金融庁 [2007] 「コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方」, <http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070731-7/00.pdf>.
- 金融庁 [2009] 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（平成23年9月）, <http://www.fsa.go.jp/common/law/guide/kinyushohin/06.html>.
- 近藤光男 = 吉原和志 = 黒沼悦郎 [2011] 『金融商品取引法入門〔第2版〕』, 商事法務。
- 佐賀卓雄 [2004] 「市場間競争の論理と現実——レギュレーションNMSによせて——」『証券経済研究』48号, 日本証券経済研究所, 12月, 13-22頁。
- 証券取引審議会・総合部会 [1996] 「論点整理（平成8年11月29日）」, [http://www.fsa.go.jp/p\\_mof/singikai/shoken/top.htm](http://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/top.htm)。
- 高橋康文編著 [2005] 『平成16年証券取引法改正のすべて』, 第一法規。
- 日本証券経済研究所編 [2008] 『新外国証券関係法令集アメリカ（Ⅲ）証券法, 証券取引所法』, 日本証券経済研究所。
- 能見善久 [1994] 「専門家の責任 - その理論的枠組みの提案」『別冊NBL』28巻, 商事法務研究会, 4-12頁。
- 福田徹 [2009] 「情報技術の発展と株式取引メカニズム」『証券経済研究』67号, 日本証券経済研究所, 9月, 27-46頁。
- 前田雅弘 [2002] 「私設取引システムの規制と投資者保護」『市場改革の進展と証券規制の課題』, 日本証券経済研究所, 87-102頁。
- 行澤一人 [証券取引法における最良執行義務]『旬刊商事法務』1709号, 商事法務研究会, 9月, 14-23頁。
- 横山淳 [2000] 「わが国における取引所外取引の現状と課題」『証券経済研究』26号, 日本証券経済研究所, 7月, 75-100頁。
- Barbash, B.P. & Massari, J., [2008] “The Investment Advisers Act of 1940: Regulation by Accretion”, *Rutgers Law Journal*, volume 39, Summer, at 627-656.
- Chiu, I. H. [2007] “Securities Intermediaries in the Internet Age and the Traditional Principal-Agent Model of Regulation: Some Observations from European Union Securities Regulation”, *Virginia Law and Business Review*, volume 2, Fall, at 307-361.
- Coffee, J.C. [2001] “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, *Yale Law Journal*, volume 111, October, at 1-82.
- Elderfield, M. [2002] “The Regulation of Market Infrastructure” in Frase, D. and Parry, H. (editors), *Exchange and Alternative Trading Systems*, Sweet & Maxwell, at 37-53.
- Facciolo, F. J. [2005] “A Broker’s Duty of Best Execution in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries”, 26 *Pace Law Review*, at 155-182.
- Ferrell, A. [2000] “The Allocation of Investors’ Order and Inefficient Market Competition: at Proposal”, *Law, Economics and Business Discussion Paper Series*, Harvard Law School, no. 281, April, at 1-55.
- Ferrell, A. [2001] “A Proposal for Solving the “Payment for Order Flow” problem”, *Southern California Law Review*, volume 74, at 1027-1088.
- Frankel, T. [2010] *Fiduciary Law*, Oxford University Press.
- Harris, L. [2003] *Trading and Exchanges - Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press.
- Hazen, T.L. [2009] *Treaties on the Law of Securities Regulation*, 6<sup>th</sup> edition, volume 5, West.

- Lipton, D.A. [1982] "Best Execution: The National Market System's Missing Ingredient", *Notre Dame Law Review*, volume 57, at 449-509.
- Macey, J. and O'Hara, M. [2005] "Best Execution Regulation: From Orders to Markets", *Journal of Financial Transformation*, volume 13, at 43-55.
- NASD [2001] Notice to Members 01-22, April.
- Perino, M.A. [1998] "Fraud and Federalism: Preempting Private State Securities Fraud Causes of Action", *Stanford Law Review*, volume 50, at 273-338.
- Poser, S. & Fanto, J.A. [2007] *Broker-Dealer Law and Regulation*, 4<sup>th</sup> Edition, Aspen.
- Schnase, L.A. [2010] "Best Execution - Legal and Practical Consideration for Investment Advisers and Funds", available at <http://www.40actlawyer.com/Articles/Link9-Best-Execution-Paper.pdf>
- SEC [1994] Best Execution, in *MARKET 2000: An Examination of Current Equity Market Developments*, at V-1.
- SEC [1996] Securities Exchange Act Release No. 34-37619A, September.
- SEC [2001] Report of the SEC Advisory Committee on Market Information: Blueprint for Responsible Change, available at <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/marketinfo/finalreport.html>.
- Wagner, W.H. & Edwards, M. [1993] "Best Execution", *Financial Analysts Journal*, Jan./Feb., at 65-71.
- Wanamaker, B.J. [2002] "Class Action and Rule 10b-5: A Critique of *Newton v. Merrill Lynch*", *Washington University Law Quarterly*, volume 80, Fall, at 997-1015.

(筑波大学大学院ビジネス科学研究科准教授)