

# アメリカのリテール・ホールセラーについて

清水 葉子

## 1 はじめに

アメリカの証券市場を見るときに、証券会社の店頭取引（取引所外取引）の実態はあまり解明されていない。日本でも、一九九八年に取引所集中義務が廃止されてからは、証券取引所上場銘柄を証券会社が店頭取引することが可能となっているが、実際には顧客が明示的に求める場合以外は、原則として証券取引所で執行されること（ほとんど）である。また、ダークプールと呼ばれる事前の気配開示のない取引も、最終的には取引所の時間外取引（東京証券取引所のTOSTNetなど）を通じて執行されていると考えられている。

一方、アメリカでは、取引所外取引のうち、注文付け合わせの方法に裁量性のない取引仕法をとるものはATSとして登録され、レギュレーションATSに従う必要がある。レギュレーションATSは規模に応じて規制が厳しくなる仕組みになっているため、ATSとしてスタートした取引所外の取引システムは、一定以上の規模を越えれば取引所とあまり変わらない規制となることから、改めて取引所登録を行って新興取引所となっている。

これに対して、取引仕法に裁量性があるとみなされる取引の場合（その場で証券会社が自己資金などで仕切るもの）はATSとはみなされず、通常の証券会社の店頭取引に分類される。こうした証券会社の店頭取引は、アメリカの証券市場全体の二割程度を占めていると考えられるが、この中でも中心を占めているのは、「リテール・ホールセラー」と呼ばれる証券会社である。

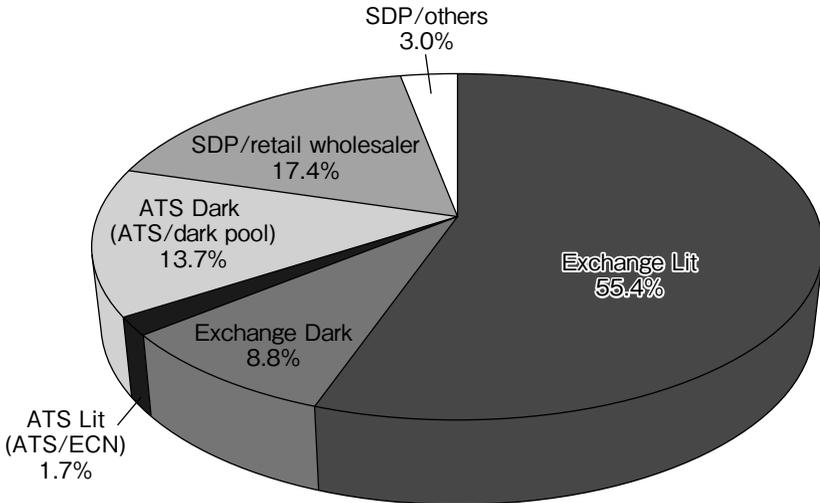
## 2 リテール・ホールセラー

図表1を参照すると、アメリカの証券市場は、証券取引所での取引が合計で約六四・二%を占め、ついでATSでの取引が合計で一五・四%を占めていることが分かる。証券取引所、ATSともに、取引前の気配情報の開示がある取引をLit（明るい）、取引前の気配情報の開示のない取引をDark（くらい）として分類されているが、通常は「明るい」と考えられる取引所取引にも、注文の出し方などによってはダークな取引があること（八・八%）、また、ATSは、「明るい」ATSが一・七%であるのに対して、取引前の価格が開示されないダークなATSが一三・七%と大きいことが分かる。

これに対して、証券会社が行う取引所外取引は、合計二〇・四%を占めており、証券会社の店頭取引であるので、価格情報が開示されることはないダークな取引である。図表1を見ると、証券会社の店頭取引の大半がリテール・ホールセラーによるもので、

図表1 アメリカの執行市場

<金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー DP2016-4 (2016年6月)>



\*データは、2015年第4四半期の売買高ベース。

(出所) 大埴(2016)「諸外国における市場構造とHFTを巡る規制動向」金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー

昔ながらの店頭取引はわずか三・〇%であることが分かる。証券会社の店頭取引の八割以上を占めているリテール・ホールセラーとは、証券会社の自己勘定での付け合わせ（内部化）をシステム化した店頭取引で、オンライン・ブローカーなどのリテール証券会社にリベートを支払って個人顧客の注文を回送させ、自己勘定で注文を執行しているとされる。

リテール・ホールセラーとしての業務は、上位八社から一〇社程度の会社の寡占状態にあるとされている。主なりテール・ホールセラーは、シタデル、KCG、UBS、GI X、トゥー・シグマ、ATD、BNYキャピタルマーケットツ、カンターフィッツジェラルドなどで、かつての取引所スペシャリストやその関連会社がかなりの割合を占めていることが分かる。

証券会社の自己売買といっても、実際の執行価格は証券取引所の最良気配で行われるため、個人投資家にとって価格の面で不利益があるわけではない。また、次で見えるように、リテール・ホールセラーからリテールの証券会社に支払われるリベートについては、二〇一九年から開示義務が課されることになったため、情報を得ることができるようになった。

とはいえ、少なくとも割合の個人投資家の注文が証券取引所等のオークションの市場に直接流れることがなく、リテール・ホールセラーがリベートを払って「買い上げ」て、自己売買で執行していることは、日本から見ると違和感の大きいところであろう。

### 3 オンライン・ブローカーの注文回送

リテール・ホールセラーの業務について見るために、アメリカの代表的なオンライン・ブローカーが、個人顧

客から入ってきた注文をどこに回送しているかを具体的に見てみよう。二〇一九年から、アメリカの証券会社は、SECルール六〇六により、顧客の注文回送先を四半期ごとに開示することが義務付けられた。これによって、従来は統計的に情報を得ることが難しかった証券会社の注文回送（顧客の注文をどの市場で執行しているか）を具体的に知ることができるようになった。<sup>(1)</sup>

ルール六〇六で義務付けられた開示内容は、以下の通りである。①執行市場を指定しない顧客注文の割合（指定されていないので、証券会社が最良執行義務を果たしながらどの市場に回送するかを決めることができる）、②執行市場を指定しない顧客注文の中で、指値注文・成行注文・その他の注文のそれぞれの割合、③執行市場を指定しない顧客注文を回送した市場のうち割合の大きい市場とそれぞれの回送割合、④回送先市場ごとの指値注文・成行注文・その他の割合、⑤開示した注文回送先市場との間で顧客注文を回送したことにより証券会社が得られるリベートである「ペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）」の取り決めやその他の利益シェアリングの取り決め。

本稿では、アメリカの経済雑誌Barron'sが定期的に行うオンライン・ブローカーのランキングを参照し<sup>(2)</sup>、ベスト・オンライン・ブローカーのランキングのトップ四にあたるオンライン・ブローカーのルール六〇六開示を確認する<sup>(3)</sup>。なお、Barron'sの調査では、預かり資産一〇万ドル（約一〇六〇万円）を想定して顧客が支払う手数料を算定し、オンライン・ブローカーの取引プラットフォーム、使いやすさ、モバイル対応、リサーチの提供、投資家教育、ニュース配信、情報提供、海外IPOへの対応、退職・個人年金関係のサービスをそれぞれ評価して、最高得点五〇ポイントのもとでポイント制のランキングを行なったものである。

二〇一九年のBarron'sによるベスト・オンライン・ブローカーのランキングは、図表2の通りである。

図表2 Barron'sのベスト・オンライン・ブローカー (2019)

1	インターアクティブ・ブローカーズ
2	フィデリティ
3	E*トレード
4	TDアメリトレード
5	メリル・エッジ
6	チャールズ・シュワップ
7	トレード・ステーション
8	テイスティ・ワークス
9	アリー・インベストメント
10	eオプショ
11	ソーゴ・トレード
12	オート・シェアーズ
13	ジャスト2トレード
14	トレーディング・ブロック

(出所) 本文注2参照

4 オンライン・ブローカーの注文回送先  
 Barron'sのベスト・オンライン・ブローカーに  
 選ばれた一四社の中の四社について注文回送先を  
 見てみよう。注文回送先は、ニューヨーク証券取  
 引所上場銘柄、ナスダック証券取引所上場銘柄、  
 アメリカンその他地方証券取引所上場銘柄の三つ  
 に分けて開示されるが、本稿では全二者のみ検討  
 する。

図表3 インターアクティブ・ブローカーズの注文回送先 (2019年2Q)

①  
 ニューヨーク証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	95.20%	7.50%	73.60%	18.80%
ニューヨーク	60.50%	20.10%	58.30%	85.30%
ナスダック	18.20%	7.10%	22.80%	4.90%
IB ATS	8.30%	35.80%	6.50%	4.20%
NYSE ARCA	2.90%	1.80%	3.50%	0.70%
BATS EDGA	1.60%	7.40%	1.30%	0.60%

ナスダック証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	97.10%	7.40%	77.60%	15.10%
ナスダック	75.20%	22.80%	78.40%	84.50%
IB ATS	9.90%	43.60%	7.40%	6.60%
NYSE ARCA	4.50%	3.10%	5.20%	1.60%
BATS DirectEdge	1.50%	2.70%	1.50%	1.20%

(注1) 市場ごとの回送割合の合計が100%とならないことについては、最初に注文を受けたブローカーから、別のブローカー・ディーラー(複数)を経由して注文が回送され、最終的に取引所、ATS、ブローカー・ディーラーの店内付け合わせなどで執行される場合に、「注文執行の場所」の定義を巡って重複カウントがあるためのものである。ルールの解釈をめぐる混乱により、本ルールの実施は2019年10月まで延期されている模様である。

(注2) IB ATS (インターアクティブ・ブローカーズATS) はこのオンライン・ブローカーが自社で運営しているATSである。

(出所) 各社ウェブサイト。

次ページへ続く

インターアクティブ・ブローカーズ

1株あたりリベート (Payment for Order Flow)、セント

BATS DirectEdge	0.14
BATS EDGA	0.24
BATS Z	0.21
IB ATS	0.00
ジェーン・ストリート	0.00
ナスダック	0.30
ニューヨーク	0.20
NYSEアメリカン	0.00
NYSE Arce	0.25

図表4 フィデリティの注文回送先 (2019年2Q)

②

ニューヨーク証券取引所上場銘柄

フ  
イ  
デ  
リ  
テ  
イ

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	99.27%	50.00%	41.46%	8.54%
シタデル	41.78%	54.00%	24.90%	52.17%
バーチュ	18.05%	18.32%	14.29%	34.70%
ニューヨーク	10.78%	0.02%	25.97%	0.01%
G1エクゼキューション	8.72%	13.80%	3.73%	3.16%
ナスダック	5.77%	0.00%	13.91%	0.00%
CBOE EDGX	5.23%	0.00%	12.62%	0.00%

ナスダック証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	98.60%	47.83%	43.66%	8.51%
シタデル	75.20%	22.80%	78.40%	84.50%
バーチュ	9.90%	43.60%	7.40%	6.60%
ナスダック	4.50%	3.10%	5.20%	1.60%
G1エクゼキューション	1.50%	2.70%	1.50%	1.20%

(注1) 同上

1株あたりリベート (Payment for Order Flow)、セント

ニューヨーク	0.12
ナスダック	0.30
CBOE EDGX	0.28

図表5 E\*トレードの注文回送先 (2019年2Q)

③

E\*  
トレード

ニューヨーク証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	93.30%	45.09%	43.85%	11.06%
シタデル	34.90%	39.46%	32.17%	27.08%
G1エクゼキューション	31.66%	38.10%	22.62%	41.28%
バーチュ	20.95%	18.93%	21.77%	25.91%
CBOE EDGX	6.61%	0.00%	15.07%	0.00%
ナスダック	3.35%	0.00%	7.63%	0.00%
トゥーシグマ	2.53%	3.50%	73.00%	5.73%

ナスダック証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	88.96%	43.41%	46.31%	10.28%
G1エクゼキューション	31.51%	38.35%	23.15%	40.29%
シタデル	27.96%	38.70%	18.17%	26.73%
バーチュ	21.94%	19.53%	23.02%	27.31%
CBOE EDGX	9.18%	0.00%	19.82%	9.00%
ナスダック	7.06%	0.00%	15.24%	0.00%
トゥーシグマ	2.34%	3.41%	59.00%	5.66%

(注1) 同上

1株あたりリポート (Payment for Order Flow)、セント

シタデル	0.15
G1エクゼキューション	0.15
バーチュ	0.15
CBOE EDGX	0.27
ナスダック	0.26
トゥーシグマ	0.15

図表6 TDアメリカトレードの注文回送先 (2019年2Q)

④

TD  
アメリカ  
トレード

ニューヨーク証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	99.00%	31.00%	63.00%	6.00%
シタデル	44.00%	45.00%	43.00%	46.00%
バーチュ	28.00%	19.00%	34.00%	19.00%
G1エクゼキューション	18.00%	34.00%	9.00%	32.00%
CBOE EDGX	5.00%	0.00%	7.00%	0.00%

ナスダック証券取引所上場銘柄

注文回送先	執行先非指定	成行注文	指値注文	その他
合計	99.00%	27.00%	67.00%	6.00%
シタデル	43.00%	45.00%	42.00%	46.00%
バーチュ	30.00%	19.00%	35.00%	19.00%
G1エクゼキューション	16.00%	34.00%	7.00%	32.00%
CBOE EDGX	5.00%	0.00%	8.00%	0.00%

(注1) 同上

次ページへ続く

1株あたりリベート (Payment for Order Flow)、セント

シタデル	0.15
バーチュ	0.14
G1エクゼキューション	0.15
CBOE EDGX	0.32/0.265

5 おわりに

先述した通りルール六〇六は解釈をめぐって混乱があり、施行が一〇月に延期されている模様で、全ての資料を取ることができなかつたため、少し時間をおいて検討が必要であるが、インタラクティブブローカーのように、自社でATSを運営しつつ、顧客注文の多くをニューヨーク証券取引所やナスダックのような伝統的な取引所に回送して執行しているオンラインブローカーもある一方で、フィデリティ、E\*トレード、TDアメリトレードなどのオンラインブローカーは、シタデル、バーチュ、G1エクゼキューションなどのリテール・ホールセラーに個人注文のかなりの割合を回送していることが分かった。

前述のように個人投資家の注文をリテール・ホールセラーが執行する際には、証券取引所の最良気配と同じ価格で執行することになり、個人顧客には執行価格の面で直接の不利益は発生しない。とはいえ、オンラインブローカーが個人投資家の注文のかなりの部分を、リベートと引き換えにリテール・ホールセラーに回送し、リテール・ホールセラーのところで自己勘定で執行されている可能性が高い。現時点で、開示資料がそろっていないため、改めて検討が必要であるが、個人投資家の注文が証券取引所での付け合せに直接参加していないことをどう判断するかは難しいところである。

注

(1) ルール六〇六は二〇一八年一月に採択され、二〇一九年五月から施行されるはずであったが、

二〇一九年一〇月まで延期されている。執筆時点で開示資料が見つからないものがあるのはこのためかと推測される。

(2) *Barron's 2019 Best Online Broker Survey, February 22, 2019*

(3) オンライン・ブローカーランキングの第五位メリルエッジは、開示資料を見つげることができなかったため割愛した。  
右記(注1)を参照。

(しみず ようこ・客員研究員)