

ペイメント・フォー・オーダー・フローはどこから来るか

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、ロビンフッド証券が始めた委託売買手数料を無料とするビジネスモデルが大きな話題となり、これとともに手数料無料化の原資となったペイメント・フォー・オーダー・フロー (Payment For Order Flow, PFOF) が注目を集めている。

PFOFは、証券会社が、顧客注文を執行の場合（証券取引所や取引所外取引システム、取引所外で相対で執行するディーラーなど）に回送することに対して、執行側から証券会社に支払われるリベート（キックバック）である。⁽¹⁾同様の慣行が日本では見られないためなかなか理解しにくい⁽¹⁾が、PFOFそのものはアメリカの証券市場に古くからある業界慣行で、これまでも何度も是非が議論されてきたものの、禁止されることはなく、情報開示の強化と利益相反の回避のための方策がとられて継続してきた。本稿では、ロビンフッド証券やゲームストップ株式の高騰をめぐるこの間の話題とは切り離して、昔から行われてきた注文回送に対するリベートとしてのPFOFについて検討してみたい。

1 委託売買手数料無料のビジネスモデル

委託売買手数料無料のビジネスモデルは、二〇一三年にロビンフッド証券が採用したことで注目を集めたが、

その後二〇一九年一〇月には大手リテール証券のチャールズ・シュワブが手数料無料化を発表し、これに追随してTDアメリトレード、E*トレードなど主要リテール証券があいついで無料化を打ち出すなど、急速に広がっている。手数料無料化の広がりにもなつて、チャールズ・シュワブがTDアメリトレードの買収を発表し、リテール証券会社の再編にもつながる激しい競争となっていることは周知の通りである。

アメリカのリテール証券がどのようにして委託売買手数料を無料にしているかについては、前稿で検討したように、情報通信技術やAIの活用によるコスト削減に加え、信用取引からの金利収入や、提携先銀行のスイープ口座資金の効率的な運用などにより、手数料以外の収入源を多様化していることが挙げられる。しかし、アメリカの証券会社が手数料無料化に踏み切ったのは、こうした収入源の多様化に加えて、執行市場から得られるPFOFというアメリカ独特の収入があることがより特徴的であると考えられる。

ロビンフッド証券のビジネスモデルは、PFOF収入の獲得を前提に委託売買手数料の無料化に踏み切った点が先駆的であったと考えられるが、注文回送に対するリベートやキックバックは決して新しいものではなく、以前からアメリカ証券市場に存在する業界慣行である。

2 注文回送へのリベート

アメリカの証券会社の手数料無料のビジネスモデルを支える原資の一つとなっているのはPFOFである。PFOFそのものは古くからあり、かつては地方証券取引所のスペシャリスト（市場ディーラー）が、証券会社からの注文回送を獲得するために手数料のキックバックを行い、ニューヨーク証券取引所よりも安い執行手数料を武器にすることで注文を集めていた。また、取引所外で相対付け合わせをするディーラーも、注文回送に対して

リベート（キックバック）を行っていた。

アメリカの証券取引委員会（SEC）が最初にPFOFに関心を寄せ始めたのは、一九八四年頃であるとしている。⁽³⁾この頃は、PFOFをめぐる、顧客との利益相反をはじめとするさまざまな懸念が指摘されていたことから、PFOFをテーマに関係者を集めた円卓会議の開催や、全米証券業協会NASD（当時）に対してルール変更の検討要請、議会公聴会などを行ってPFOFの是非を検討している。また、この頃に、ミッドウエスト証券取引所から、ブローカーが受け取ったPFOFをそのまま顧客に支払うルールが提案されたが、後にこの提案は撤回されたようである。

またこの頃には、PFOFが顧客利益にどのような影響を与えるかに関して実証研究が多く行われた。PFOF擁護派からは、PFOFを受け取るブローカーを通じて、手数料の割引などの形で顧客投資家との間である種の利益折半が行われているとする研究が発表され、PFOFの一部は顧客に還元されていると主張された。また、当時は、執行市場側が証券会社に対して非金銭的な便宜提供を行うことが稀ではなく（当時の詳細な状況は分からないものの、オフィスのスペースの提供といった便宜がはかられたようである）、金銭リベートと非金銭的リベートとの間に違いはないとする擁護側の意見も出された。

SECとしては、こうしたPFOF擁護の意見が少なくない中で、PFOFに関する情報開示の必要性、証券会社の最良執行に対する疑義の問題、顧客との間の利益相反などを問題にしていた。また、市場構造の観点からは、PFOFを目当てに注文執行先を選択することが複数市場間の価格効率性を阻害したり、健全な市場間競争という目標との間で齟齬をきたしたりしないか、あるいは気配競争の減退やディーラーの過度な介入を招いたりしないかといったことを問題にしている。PFOFをめぐるこうした問題意識は、基本的に現在と変わらないと

いつてよいだろう。

一方で、注文回送に対してリベートやキックバックを出すための資金がどこから来ているかに着目すると、時代を通じて大きな変化があったと考えられる。注文回送へのリベートは、六〇年代から七〇年代にかけては、ニューヨーク証券取引所が課していた高い固定手数料がもたらした超過利潤が原資となったと考えられる。その後八〇年代から九〇年代にかけては広い呼値（チックサイズ）に起因する売買スプレッドがリベートの原資となり、さらに、二〇〇〇年代に入ってデイシマライゼーション（呼値の刻みの一セント化）によってスプレッドが縮小してからは、小さなスプレッドや少額の手数料格差を高頻度取引（High Frequency Trading）が増幅することからもたらされる利益がリベートの原資になっているのではないかと考えられる。つまり、市場間競争のもとでは、常にどこかに存在する差分がリベートの原資になり続けてきたと言えるのではないだろうか。

3 固定手数料制と手数料割戻し

六〇年から七〇年代にかけての手数料割戻しについて、伊豆（一九九七a、一九九七b）⁽⁴⁾に依拠して検討してみよう。伊豆は、委託売買手数料の自由化前には、市場間競争がブローカー間競争の形をとって現れたことを指摘している。すなわち、一九六〇年代には、ニューヨーク証券取引所の固定手数料制の下で、機関投資家の注文が取引所外に流出し、これが証券取引所と取引所外取引との間の市場間競争として認識された。確かに、この頃から取引所非会員業者が上場証券を取引所外で相対執行する「第三市場」や、後に機関投資家同士の注文を直接付け合わせる「第四市場」が出現し、ニューヨーク証券取引所の相対的地位の低下とともに、市場間競争がクローズアップされた時代であった。

伊豆によると、この時代の市場間競争（取引所から取引所外取引への流出）の実態は、固定手数料制をめぐるブローカー間の競争であるとしている。つまり、当時のニューヨーク証券取引所の固定手数料制のもとでは、取引所会員業者は手数料の割引をすることができないため、固定手数料制にしばらくは取引所非会員業者の方に競争上の優位性がある。当時は、機関投資家の大口取引が拡大していた時期であり、非会員業者が提供する手数料割引が大きな魅力となつて、大口取引がニューヨーク証券取引所から流出していた。その証拠に、七〇年代になると取引所の固定手数料制が廃止され、会員業者の手数料が自由化で割引可能になると、非会員業者の優位性は失われ、取引はニューヨーク証券取引所に戻つていった。このように六〇年代から七〇年代には、高い固定手数料がもたらしていた超過利潤に相当する部分を非会員業者が機関投資家へキックバックしており、手数料間の差分が割戻の原資になつていたといふことができる。

固定手数料制が廃止されると、注文執行側はキックバックの原資を失つてしまふかに見えたが、その後もリベートは続く。これが八〇年代にSECが認識し始めたPFOFである。当時の呼値の刻みは八分の一ドル（二・一五セント）と、現在から見ると非常に広く、その結果売買スプレッドも大きかつたため、投資家の負担になつてゐることが指摘されてゐた。九〇年代になるとスプレッドの広さが厳しく批判されるようになり、呼値は一六分の一ドルに縮小され、最終的には二〇〇一年のデイスマライゼーションによつて一部の例外を除いて呼値は一セントに統一されて、売買スプレッドも縮小する。

呼値の刻みが大きかつた九〇年代までは、取引所スペシャリストや取引所外のマーケット・メーカーなどの注文執行側は、労せずして大きな売買スプレッドを得ることができた。この大きなスプレッドから、注文回送に対して一定のリベートを払うことは容易であつたと考えられる。このように、手数料自由化後の八〇年代から九〇

年代は、注文回送に対して支払われるリベートの原資が売買スプレッドに移り、広い売買スプレッドがもたらす超過利潤をP F O Fとして割り戻していたということができないのではないだろうか。デシマライゼーション後は、売買スプレッドは顕著に縮小し、リベートの原資は再び失われてしまう。

4 デシマライゼーション後のP F O F

それでは、現在アメリカのリテール証券の収入源になっているとされるP F O Fの原資はどこから来ているのだろうか。六〇年代のような固定手数料がもたらす超過利潤は手数料自由化によって消滅し、また九〇年代まで存在した広い売買スプレッドもデシマライゼーションによって失われてしまったことから、注文回送に支払われている巨額のP F O Fがどこから生み出されているのか理解しにくい。とはいえ、リテール証券が相次いで手数料を無料にするだけの額のP F O Fが支払われている以上、乾いた雑巾を絞っているように見えても、まとまった差分がどこかにはあるはずである。

仮説ではあるが、現在のP F O Fの原資は情報技術革新がもたらした高頻度取引 (High Frequency Trading) が生み出していると言えるのではないだろうか。すなわち、現在の証券市場では、確かに売買スプレッドは極めて小さくなっているが、たとえ一〇〇分の一ドルのスプレッドであっても、一秒間に数千回、数万回の頻度で取引を行うことで、少額の資本を高速回転して大きな利益を生むことができる。いわば小さなスプレッドが高頻度取引によって増幅されているということができよう。

こうした高速・高頻度の取引環境のもとで、小さな差分が増幅されることを前提に、注文執行側である取引所等が、メイカー・テイカー手数料のような以前には存在しなかった細かな手数料体系を提示していると考えられ

る。メイカー・テイカー手数料とは、すぐに執行できない (non marketable) 指値注文を板に置いた取引参加者は「流動性を供給した」とみなされてリベートを受け取り、成行注文を出して置かれた指値を消化した参加者は「流動性を費消した」とみなされて手数料を支払うという執行手数料のあり方である。取引市場側は、成行注文から受け取る手数料と指値注文に支払うリベートの差額を収入とする⁽⁵⁾。

これとは逆に、テイカー・メイカー手数料の市場も存在し、指値を出して待っている注文に対して成行を出して執行した参加者がリベートを受け取り、指値を出していた参加者が手数料を支払う手数料体系である。現在では、ニューヨーク証券取引所の手数料でさえも非常に複雑化しており、注文の形態別の手数料表だけで一九ページにも及ぶほどである。

こうしたリベートは一株あたり千分の一ドル単位で極めて少額であるが、高速・高頻度の取引を行うこととまとった利益にすることができ、この一部をP F O Fとして還元していると考えられる。また、スマート・オーダー・ルーティングによる自動の注文回送システムを用いることで、どの市場に回送することで少しでも多くのリベートを得ることができ、自動的に判別して、効率的に受け取りリベートを最大化している。

このように、小さな差分を高速取引が増幅することで大きな利益にしており、現代のP F O Fの原資はテクノロジーによって生み出されているということができないのではないだろうか。

おわりに

P F O Fの規制については、現在S E Cが再検討を行っているところであるが、アメリカのような市場構造のもとでは、常にどこかの差分からキックバックの原資を作り出して、注文回送に対して何らかのP F O F的なも

のが支払われ続けてきたといえることができる。こうした複雑な構造がアメリカの市場の活力であり、また一方で複雑で規制のコストの高い市場のあり方を生んでいるといえるのではないだろうか。

注

- (1) 広義のリベート(キックバック)のうち、取引所が支払うものと、店頭ディーラーが相対で執行して支払うものとは、性格が異なるので検討を要する。
- (2) 清水葉子(二〇二〇)「アメリカの証券委託売買手数料無料のビジネスモデル」『証研レポート』一七二〇号、二〇二〇年八月。
- (3) Securities and Exchange Commission (1993) "Payment for Order Flow", Remarks Of Richard Y. Roberts.
- (4) 伊豆久(一九九七a)「委託手数料ゼロ!—米国のオンライン・ブローカーとオーダー・フロー・ペイメント」『証研レポート』一五四四号、一九九七年三月。
伊豆久(一九九七b)「注文の大きさ・手数料自由化・市場間競争」『証研レポート』一五四五号、一九九七年四月。
- (5) SECルールにより手数料の上限が定められており(一株あたり〇・〇〇三ドル)、メイカー・テイカー手数料によるリベートがこの額を超えることはない。

(しみず ようこ・客員研究員)