

ロビンフッド証券のIPO書類から見る収益状況

清水 葉子

1 はじめに

手数料無料で注目を集めたアメリカのリテール証券会社、ロビンフッド証券が二〇二一年七月にナスダック市場への上場を果たした。上場にもなつて、財務関連の書類が開示されたことから、ロビンフッド証券の収入状況が一部明らかになったことから、ペイメント・フォー・オーダー・フローを主な原資にして顧客向けの委託売買手数料を無料にしているとされるロビンフッド証券の収入状況について見てみよう。

2 ロビンフッド証券の概要

前稿でも指摘したように、ロビンフッド証券は、二〇一三年にスタンフォード大学出身のフィンテック系の若者二人が創設した若い証券会社である。実際に取引を開始したのは、二年後の二〇一五年からである。

ロビンフッド証券は、Occupy Wall Street運動に触発されて、証券市場が一部の富裕層に独占されていることが格差拡大の原因と考え、誰でも株式取引ができることを目指して、顧客からは手数料を徴収しない証券会社を設立したと説明している（ロビンフッドのホームページ、各種報道など）。イギリス中世の義賊に因んだ社名は、こうした創業時のコンセプトによるものだと考えられる。この説明の通り、株式、オプション、ETFの全てが取引手数料無料である、また、顧客の口座資金を提携銀行との間でスワイプ・サービスによる自動振替すること

で現金に〇・三％(二〇一九年一〇月時点)の金利付与を行っている。さらに、決済サービスとしてデビットカードの発行や、月に五ドルのゴールド契約を行うことで調査レポートの提供、マージン取引、市場データの提供などの追加サービスが受けられ、後に暗号資産の取引(ビットコイン、イーサリアム、ドッジコイン)もサービスに追加された。

組織構成としては、持株会社であるロビンフッド・マーケットツ (Robinhood Markets, Inc.) の下に、イントロデューシング・ブローカー(顧客から注文を受ける部門)としてロビンフッド・フィナンシャル (Robinhood Financial) と、クリアリング・ブローカー(注文を回送、精算する部門)としてロビンフッド・セキュリティーズ (Robinhood Securities)、暗号資産を扱うロビンフッド・クリプト (Robinhood Crypto) の三社を持つ。アメリカでは、顧客の注文を受ける部門と、注文回送や精算を行う部門が別会社になっていることは珍しくなく、前者は日本でいう通常の証券会社として自主規制機関である金融業規制機構(FINRA)の会員であり、後者は精算機関の会員となっている。

ナスダックに上場したのは持株会社のロビンフッド・マーケットツであるが、本稿では、特段の支障がない限り、ロビンフッド証券という表現でロビンフッド・マーケットツおよびロビンフッド・セキュリティーズ他の三社をまとめて指すこととする。

ロビンフッド証券が大きな注目を集めたのは、委託手数料を無料にしたこともさることながら、二〇二〇年秋頃から、利用者がゲーム会社であるゲームストップの株式の取引に関わり、大きなニュースになったことがきっかけと考えられている。この出来事は、ゲームストップ社の業績の行方というよりも、ゲームストップ株を空売りしていた運用会社に対抗して、大勢の個人投資家が「団結」して株式を買い続け、運用会社の空売り戦略を敗

北に追いやったことの方が大きな話題になった。ゲームストップ株は、二〇二〇年の八月から十一月までにおよそ三倍に株価が上昇、翌年の一月に入ると連日五〇%以上の株価急騰となった時期もあり、最終的に年初に一八・八四ドルであった株価が一月末には六四倍の三四七・五一ドルまで上昇した後、二月三日に九二・四一ドルまで下落するという大きな変動となった。一月二六日の一日売買高は二二〇億ドル(約二兆四〇〇〇億円)に達した。

また、この間の取引急拡大で、精算会社への預託金が膨らんで払えなくなったために、ロビンフッド証券が一月二八日に取引を制限し、個人投資家が混乱したことも騒ぎを大きくした。一部の報道によると、ロビンフッド証券が空売りをしている運用会社の味方をして株価を抑制しようとしていると誤認した投資家もいたようである。このような騒動の背景には、格差問題、コロナ禍、インターネットの掲示板の書き込みによる相場操縦疑惑などさまざまなことが指摘されたが、なんといっても何度売買しても手数料がかからないロビンフッド証券のビジネスモデルが、個人投資家の過剰な売買を誘発したことが大きかったのではないだろうか。

二月一日には、ロビンフッド証券は三四億ドル(約三六〇〇億円)を転換社債によって調達しており、一部は精算機関への預託金に使われたことが報道されている。

また、これに先立って、二〇二〇年一二月に、ロビンフッド証券は証券取引委員会(SEC)に対して、六五〇〇万ドルの制裁金を支払うことにより和解をしている。SECの指摘によると、①二〇一五年から二〇一八年末にかけて、注文回送により得ているペイメント・フォー・オーダーフローが最大の収入源になっていることについて誤解を生じる説明をしていたこと、②ブローカーとして最良執行義務が果たせておらず、執行の質についての内部調査から、価格改善の機会を逸していることが経営陣にも報告されており、価格改善が得られなかったことから生じる顧客の損失は二〇一六年一〇月から二〇一九年六月の合計で三四一〇万ドルと推計されることが

発表された (SEC Release)。

3. ロビンフッド証券のForm S-1報告

ロビンフッド証券は、取引所外の店頭ディーラーに個人投資家から受けた注文を回送し、店頭ディーラーからペイメント・フォワードフロー (PFOF) と呼ばれるリベートを得ることで、委託売買手数料を無料にしているとされてきたが、その収入状況は十分把握されていなかった。ロビンフッド証券が二〇二一年七月に上場したことで、財務状況が開示され、収入が明らかになった。ロビンフッドが新規株式市場 (IPO) に際して SEC に届け出た Form S-1 報告を確認してみよう。

図表 1 は、二〇二一年七月二七日に SEC に届け出られた Form S-1 書類である。図表では、二〇一九年一二月末と二〇二〇年一二月末までの一年間の収入および費用と、二〇二〇年三月末と二〇二一年三月末までの三ヶ月間の収入および費用が掲載されている。

まず収入であるが、二〇一九年一二月末と二〇二〇年一二月末の一年間で比較すると、約二億七八〇〇万ドルから、約九億五九〇〇万ドルへおよそ三・五倍に増加していることが分かる。収入の内訳を見ると、取引関係収入として、二〇一九年には約一億七一一〇〇万ドル、二〇二〇年には約七億二〇〇〇万ドルの収益となり、四・二倍の増加となっているが、手数料が無料であることから、これは店頭ディーラーからのリベートであるペイメント・フォワードフローと、暗号資産の取引、月に五ドルのゴールド契約からの収入と推測される。金利収入も七一〇〇万ドルから一億七七〇〇万ドルに二・五倍の増加を見ている。

一方、費用の方は二〇一九年の三億八四〇〇万ドルから九億五〇〇〇万ドルへおよそ二・五倍の増加を見てい

る。

この結果、収入の中で特にペイメント・フォー・オーダーフローなどの収入の伸びが功を奏して、二〇一九年は税引前で約一億八〇〇万ドルの赤字であったが、二〇二〇年には約一億四〇〇〇万ドルの黒字、最終損益で約七〇〇万ドルの黒字を達成していると考えられる。

直近の三ヶ月での比較では、二〇二〇年三月までの三ヶ月の収入は一億二八〇〇万ドル、二〇二一年三月までの三ヶ月で五億二二〇〇万ドルと、四倍以上の大きな増加となっている。収入の中でも取引関係収入に注目すると、九六〇〇万ドルから四億二〇〇〇万ドルへ、四・四倍とやはり大きな伸びを見せている。

また費用は一億八〇〇〇万ドルから四億六四〇〇万ドルへ、二・六倍の増加で、収入の増加が費用の増加を大きく超えている。一方、この時期には、二〇二一年二月に精算機関への預託金が支払えず、急いで資金調達をした転換社債のワラントの費用が発生し、一四

図表1 ロビンフッド・マーケッツ社の連結財務諸表

(単位:1,000ドル)

	2019年12月末	2020年12月末	2020年3月 までの3ヶ月	2021年3月 までの3ヶ月
収入				
取引関係収入	170,831	720,133	95,631	420,439
純金利収入	70,639	177,437	24,016	62,497
その他収入	36,063	61,263	7,903	39,238
合計収入	277,533	958,833	127,550	522,174
費用				
ブローカレッジと取引関係	45,459	111,083	20,404	41,004
テクノロジーと開発	94,932	215,630	33,205	116,858
運営費用	33,869	137,905	21,813	66,564
マーケティング	124,699	185,741	69,922	102,248
一般管理費用	85,504	294,694	34,651	137,114
合計費用	384,463	945,053	179,995	463,788
転換社債とワラント	—	—	—	1,492,269
その他損益	657	(50)	143	(859)
税引前損益	(107,587)	13,830	(52,588)	(1,433,024)
純損益	(106,569)	7,449	(52,502)	(1,444,803)

(出所) ロビンフッド・マーケッツ社のForm S-1より。2021年7月27日。

億九二〇〇万ドルもの損失を計上した結果、収入の増加にもかかわらず税引前の損益は一四億三三〇〇万ドルの赤字となつてしまつたことが分かる。

もしこの損失がなければ、計算上は、この三ヶ月の税引前の損益は六億ドル近い黒字になつていたはずである。

4 ペイメント・フォー・オーダーフローに対する規制対応

報道等によると、ロビンフッド証券の収入のうち、店頭ディーラーからのリベートであるペイメント・フォー・オーダーフローが八割程度を占めるとされ、一件あたりは少額であつてもリベートの合計では非常に大きな金額になると推測される。また図表2のように、業界全体では、約二五億ドルのペイメント・フォー・オーダーフローが支払われているともされている。

前稿でも述べた通り、ペイメント・フォー・オーダーフローには長い歴史があり、リベートの原資は、七〇年代以前は、ニューヨーク証券取引所の固定手数料から生まれた超過利潤の割戻しが、手数料自由化後は広いスプレッドからの割り戻しが充当されてきたと考えられる。

これに対して、すでに手数料が自由化され、デシマライゼーションによつてスプレッドも縮小した二〇〇〇年代以降に、これだけの大きな額のリベートがどこから生まれているのか、またペイメント・フォー・オーダーフローは制限ないし禁止すべきことなのかこれからますます議論されることになるだろう。

他地域を参照すると、ペイメント・フォー・オーダーフローにあたるリベート慣行は、EUではMIFID II二七条二項によりすでに禁止されている。このほか、オーストラリアではブローカーが受け取るリベートの額が、投資家から受け取る手数料を上回る場合には禁止（ブローカーが信任関係を結ぶべき顧客の利益よりもP F O F

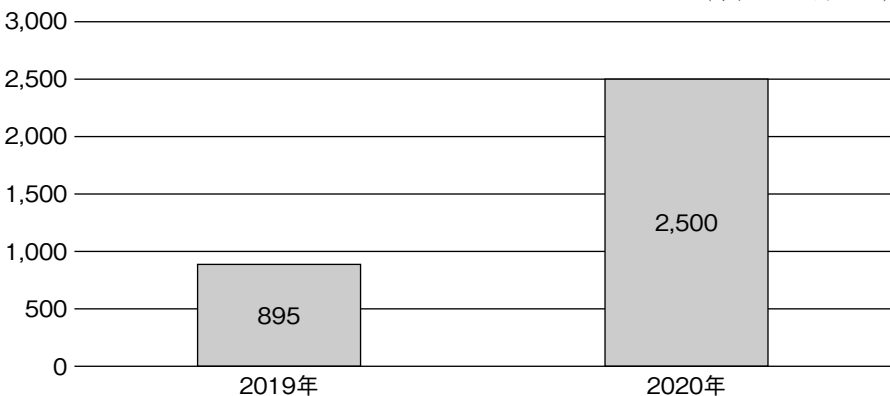
の方に傾くことを防ぐ」となっている。カナダでもリベートは禁止されている。

アメリカ規制当局である証券取引委員会（SEC）は、ブローカーと顧客との利益相反を主な懸念事項としつつも、禁止せずに情報開示を進めることで利益相反を防止する姿勢を維持してきた。今年に入ってから、SECからペイメント・フォー・オーダーフローに対する規制の見直しを示唆する発言が続いているが、一方で、ブローカーに最良執行義務がある以上、個人投資家の注文が劣った価格で執行されることはないとして、ペイメント・フォー・オーダーフローを擁護する意見も多い。また、ペイメント・フォー・オーダーフローを禁止して、個人投資家の取引が取引所外ディーラーの相対執行から取引所に戻ることになれば、機関投資家などのプロの投資家に混じって取引が執行されることでかえって個人投資家の取引コストが拡大するという意見も見られる⁽²⁾。

経済学では、「無料のランチはない」ということが言われる。この言葉は、アメリカのある飲食店が、飲み物を頼んだらランチが無料になるというサービスを始めたことに由来してお

図表2 大手リテール証券が受け取るPFOF収入の合計

(単位：100万ドル)



(注) 大手リテール証券はTDアメリトレード、ロビンフッド、Eトレード、チャールズ・シュワブの4社

(出所) 議会調査局2021年4月

り、飲み物の代金を高く設定してその中にランチの代金が含まれているにしろ、ランチの費用は事実上の広告費用として店の負担で賄われ誘客に使われているにせよ、表面上は無料に見えても、経済的な実態としては無料ではないということの意味している。現代の私たちは、テクノロジーの進展により無料の動画サイト、無料のアプリに囲まれて生活しているが、これらが巧みな形で収益を生んでいることは周知の事実となっている。証券市場の「無料化」は、規制の隙間が産んだ一時的な現象なのか、あるいは費用構造の変化によってもたらされた永続的なもので、何らかの形で費用が賄われて収益を産む新しいビジネスモデルなのか、慎重な検討が必要ではないだろうか。

注

- (1) Philip Stafford (2021) "Gensler says SEC to review payment for order flow" *Financial Times*, June 10, 2021. Avi Salzman (2021) "SEC Chairman says banning payment for order flow is 'On the Table'" *Barron's*, August 30, 2021.
- (2) Hal Scott (2021) "Why US Regulators should allow payment for order flow to continue" *Financial Times*, September 20, 2021. スティーブ・スコット

(しみず ともこ・客員研究員)