

ペイメント・フォー・オーダーフローの規制について

清水 葉子

はじめに

アメリカでは二〇二〇年頃から、ペイメント・フォー・オーダーフロー (Payment for Order Flow, PFOF) の規制の是非が大きな話題になっている。⁽¹⁾ PFOFとは、広義では、ブローカーが顧客注文を取引所や店頭ディーラーなどの執行の場に回送した際に、執行市場側からブローカーに支払われるリベートのことである。

そもそも、ブローカーが執行市場側に手数料(場口銭)を支払うはずのところを、執行市場側からブローカーにリベートが払われることがあるというのは違和感のある取り決めであるが、オークション市場が原則である日本と異なり、ディーラー市場が原則であるアメリカでは、PFOFは古くからの慣行となっている。また、後で見ると、顧客との利益相反などが繰り返し問題にされてはきたものの、これまで一度も禁止されることはなく継続されてきた。

ところが、二〇二〇年頃から、アメリカの証券業界全体で支払われるPFOFの総額が一気に大きくなり、これにもなってロビンフッド証券のように、PFOFを大きな収入源にすることで顧客の委託売買手数料を無料にする新たなビジネスモデルのリテール証券が現れたことで、PFOFはにわかに関心を集めるようになった。アメリカでは、もっぱら情報開示が強化されるだけで禁止されずにきたPFOFであるが、ヨーロッパでは禁止の方向で議論が進んでいる。本稿では、イギリスの規制当局の対応について見てみよう。

1 ペイメント・フォー・オーダーフローとその規制

そもそもブローカーが顧客注文を取引所等へ回送して執行する場合には、ブローカー側がいわゆる取引所手数料（場口銭）を支払うのが通例であるが、市場間競争が定着しているアメリカでは、一九八〇年代、あるいはもっと以前から、地方証券取引所のスペシャリスト中心に、注文を出してくれたブローカーにリベートを払う慣行が定着してきた。アメリカでは長年にわたってニューヨーク証券取引所の取引シェアが極めて大きく、地方証券取引所がニューヨーク証券取引所に対抗して注文を集めるための手段としてこうしたリベートが使われることは珍しいことではなかった。P F O F は、スペシャリストが利益として得ている売買スプレッドからのキックバックという形で支払われており、また、取引所スペシャリストだけでなく、取引所外で相対取引を行う店頭ディーラーも、類似のリベート慣行を以前から持っていたと考えられている。

P F O F は、日本では違和感のある取り決めであるが、取引所のオークション制度が基本になっている日本と異なり、取引所であってもディーラー（スペシャリスト）の出す売買気配に対して注文が執行されることが基本になっているアメリカでは、売買スプレッドからのキックバックというやり方は、受け入れられやすい慣行であると考えられる。ディーラーが売買スプレッドを狭くして良い気配で他のディーラーと競争することと、スプレッドからキックバックを行うことで利益を還元して競争を行うこととは、経済的な効果としては同じことであるので、P F O F も売買気配競争（売買スプレッド競争）の一つとして理解されやすい。

もつとも、売買スプレッドからのキックバックとして競争を行うと、表面上の売買気配（売買スプレッド）と、キックバック込みの実質の売買気配が異なることになり、市場の透明性を損なう。顧客から見える取引コスト（売買スプレッド）を広げにしながら、裏でブローカーが得たP F O F を顧客に還元も開示もせず自分の懐に入れて

しまうことには問題がある。このため、P F O Fは顧客に還元すべきであるとか、還元しないまでも顧客に開示する必要がありといったことについては、この問題が指摘され始めた一九八〇年代からすでに議論が行われている。また、P F O Fを目当てに特定の執行市場に固定的に顧客注文を回送すると、顧客にとっての最良執行が損なわれる可能性があることにも早い段階から懸念が示されている。

このように、P F O Fは規制の是非が繰り返し議論されてきた問題であるが、これまでは、開示義務が強化されるだけで、P F O Fそのものが禁止されることはないままとなっており、こうしたこと背景には、P F O Fをディーラー市場のスプレッド競争の一環と見る市場構造があるのではないかと推測される。

2 リテール・ホールセラーとP F O F

前述のようにアメリカ証券市場に古くから定着してきたP F O Fであるが、二〇二〇年頃から改めて問題視されるようになってきた。その理由の一つに、アメリカ証券業全体で、支払われるP F O Fの総額が急増したことがある（図表1参照）。

P F O F急増の背景には、「リテール・ホールセラー」「インターナライザー」などと呼ばれるアメリカ独特の店頭ディーラーの存在が挙げられる。リテール・ホールセラーは、個人投資家の注文だけを取引所外で相対執行する特徴的な店頭ディーラーで、旧スペシャリストの系譜を引くものもあり、ほとんどが高頻度取引（ハイ・フリクエンシー・トレーディング）を行っているとされる。リテール・ホールセラーは、取引所外で個人投資家の注文の回送先となり、回送されてきた注文を機械的に全米最良気配で相対執行して、注文回送してくれた証券会社にリベートであるP F O Fを支払っている。このことから、個人投資家の注文を「買って」と表現される

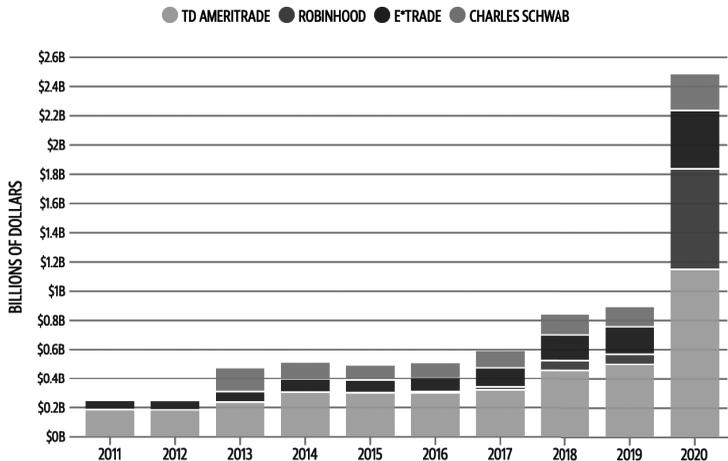
こともある。

リテール・ホールセラーは、証券取引所等で出ている最も良い売買価格で注文を執行するため、個人投資家としては、自分の注文が取引所外で執行されても損をすることはない。一方、リテール・ホールセラーが提示する全米最良気配は、証券取引所等で機関投資家も参加する取引を前提に成立している売買価格であるため、リスクプレミアムの分だけ相対的に広めのスプレッドとなっている。このため、個人投資家の低リスクの注文処理に、こうした広めのスプレッドの売買気配を用いると、当然ながらリテール・ホールセラーにある種の超過利潤が生じる。リテール・ホールセラーは、個人投資家の注文だけを専門で執行処理することによってリスクプレミアム分の利益が平均的に手に入るの、PFOFをキックバックしても利益が出る仕組みになっていると推測される。

図表1 アメリカの主なリテール証券各社が得ているPFOF
(現物株と株式オプションの合計)

ANNUAL ORDER ROUTING REVENUE

Selected brokerages, U.S. cash equity and equity option markets



SOURCE: ALPHACUTION, SEC, COMPANY DATA

yahoo!
finance

(出典) アメリカYahoo! news
(原資料) Alphacution, SEC他

全米の執行市場に占めるリテール・ホールセラーのシェアについてはまとまった統計がないが、二〇一五年の数字として一七・四%とされており、取引所外取引が三割強と考えられていることから、取引所外取引のおよそ半分がリテール・ホールセラーによって占められていると推測できる。主なリテール証券会社に出された個人投資家の注文は、ほぼ全てがリテール・ホールセラーによって執行されていることから、アメリカの証券市場では、リテール・ホールセラーという証券ビジネスの登場によって、個人投資家の注文の大部分はもはや取引所では執行されておらず、P F O F によって機関投資家の取引と個人投資家の取引が分断されているということを意味している。⁽³⁾ また、ロビンフッド証券を嚆矢に二〇一九年秋から、チャールズ・シュワブ、T D アメリトレード、E*トレードなど主要リテール証券が雪崩をうって手数料無料化に踏み切った背景にもP F O F が大きな影響を及ぼしており、少なくとも一部の証券会社にとっては、P F O F が顧客からの委託売買手数料にとつて代わる大きな収入源になっているということが出来る。

3 P F O F の規制

先述したように、アメリカではP F O F は古くから定着した市場慣行となっているものの、同じくらい古くからさまざまな問題が指摘されてきた。その中でも最大の問題は、顧客との間の利益相反の可能性である。すなわち、ブローカーがP F O F を目当てに特定の執行市場に顧客注文を回送し、その結果、顧客が最良執行を得られないという形で顧客の利益が損なわれることが懸念される。

これに対して、イギリスの金融行為規制機構 (Financial Conduct Authority, F C A) がどのような対応をしているかについて見てみよう。

二〇一九年にFCAが発表した報告書⁽⁴⁾では、PFOFは、顧客に追加の負担をかける慣行であることが明言されている。すなわち、執行市場側がPFOFを支払う分だけ、当然広いスプレッドが要求されることになるのであって、個別の銘柄のスプレッドが目に見える形で見える形で拡大するわけではなくても、市場全体のスプレッド(aggregate spread)が拡大し、これが隠れたコスト(hidden cost)となることに加え、PFOFを前提としたスプレッド形成がなされることで、価格の透明性を下げることが指摘されている。

また、PFOFを目当てにした注文回送が行われて、特定のマーケット・メーカー(ディーラー)に回送が集中すると、マーケット・メーカー間の競争が損なわれ、市場の健全性(integrity)が損なわれることを指摘している。こうした指摘は、アメリカのリテール・ホールセラーが上位数社の寡占状態となっていることを念頭に置いたものである可能性がある。

さらに、FCAはこの報告書に先立って二〇一八年から二〇一九年にかけて監督調査を行ったとしてその結果も報告している⁽⁵⁾。調査では、ブローカー側と、店頭ディーラー(liquidity provider)側との両方を含む一五社を対象とし、そのうち一二社は実際に訪問したとしている。

報告書では、調査の結果として以下のような点を挙げている。

- ・ほとんどの会社がPFOF契約をしなくなっていること。
- ・PFOF慣行を続けている会社の中には、取引所マーケット・メーカーへの注文回送に際してはPFOFをやめたものの取引所外の店頭ディーラーとの取引で継続しているというケース、マーケット・メーカーとの間で価格交渉を行う場合に限定してPFOFを受け取っているケース、マーケット・メーカー側が提示する気配で執行するのではなく顧客側の指値を提示してそれに対して執行させることで、マーケット・メーカーの方が流動

性を消費したとして受け取っているケースなどがあつたとしていふこと。

・ブローカー側は顧客との間の利益相反の認識があり、また自分たちの慣行が法律に照らして問題がないかについて、はつきりしない部分があると考へていること。

・ブローカー側の注文処理のシステムや注文管理に改善の余地があること。

・顧客注文を海外の関連会社に回送し、回送先の関連会社が海外でP F O Fを受け取っているケースがあること。
F C Aとしては、今後も調査を続けるとしつつ、投資銀行のほとんどがすでにP F O Fを受け取る慣行をやめており、一部のブローカーが慣行を継続しているものの、この慣行に関して顧客との利益相反を効果的に防止できている事例はないとする厳しい見解を示している。また、M i F I D IIにおいても利益相反の防止は強化されており、利益相反そのものを回避すべきであつて情報開示だけに頼るべきではないこと、P F O Fは直接的な利益相反であり利益相反を自ら作り出す契約であるので、そもそもそうした契約を結ぶべきではないことを明言しており、情報開示に重点を置いてきたアメリカとは対照的であると言へる。

ただし、英米では市場のあり方が異なる点には注意が必要である。アメリカで二〇二〇年以降に問題化したP F O Fの議論は、ロビンフッド証券の問題に端を發して、個人投資家のリテール注文に対して支払われるP F O Fがもつぱら問題になつた。これに対して、イギリスの場合は、むしろ機関投資家の注文執行の方に焦点が当てられている可能性が高い。アメリカで問題になつた個人投資家の注文は、リテール・ホールセラーに送られて全米最良気配で機械的に執行されているので、少なくとも表面上の執行価格の点で顧客利益が大きく損なわれることは想定されていないと思はれる。これに対して、機関投資家の注文の場合は、マーケット・メーカーとの間で価格交渉が行われることもあり、利益相反がより厳しく問はれる可能性があることに加へ、P F O Fを受け取る

ことがスプレッドの拡大につながるという認識もより明確に示されているのではないだろうか。

4 アメリカSECはPFOfを禁止できるか

アメリカの証券取引委員会（SEC）はロビンフッド証券の問題以降、何度かPFOfの禁止に言及しているが、二〇二〇年秋以降は禁止の方向は後退し、一般的な報道でも禁止には至らないだろうと見るものが増えている。報道等では、法律上の議論として、SECがPFOfを禁止する法的権限を持つかどうかが明確でないとする意見や、個別の運用アドバイスをしているわけではないリテールブローカーに利益相反を禁じる受託者責任を問うことはできないとする意見を紹介するものや、現状でPFOfの情報開示は強化されており、今後も情報開示の強化を進めることで利益相反の抑制が期待できるとするもの、PFOfはあまりにも長く続いた業界慣行であって禁止することの影響は大きく、禁止するとしても何年もかかるとする考えを紹介するものが目立つようになってきた。

総じて、SECの態度が後退するにつれて、禁止は実現しないという見方が強くなっているように思われる。

注

- (1) 吉川真裕（二〇二二）「ゲームストップ株式をめぐる問題―SECの報告書に見る実態―」『証研レポート』一七二九号、二〇二二年二月、清水（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、二〇二〇年六月、同（二〇二〇）「ロビンフッド証券のビジネスと注文回送リポートについて」『証研レポート』一七二二号、二〇二〇年一〇月。

- (2) 大墳 (二〇一六) 「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』DP2016-4
- (3) 吉川真裕 (二〇一一) 前出。
- (4) Financial Conduct Authority (2019) "Payment for Order Flow (PFOF)", April 2019.
- (5) 同 "Market Watch 56", September 2018

(しみず ようこ・客員研究員)