

ペイメント・フォー・オーダーフローと投資家の資産選択

清水 葉子

はじめに

アメリカでは、リテール証券会社を通じて出される個人投資家の株式売買注文のほとんどが取引所には出されずに、取引所外で証券会社によって相対執行されている。このようなリテール注文に特化して取引所外で相対取引を行う証券会社は、リテール・ホールセラーと呼ばれ、特定の数社による寡占化が進んでいる。リテール・ホールセラーは、リテール証券会社にペイメント・フォー・オーダーフローと呼ばれるリベートを払うことと引き換えに、個人投資家の注文を自社に回送させている。一方、リテール証券会社はこのペイメント・フォー・オーダーフローを主な原資にして、個人投資家の株式等の売買手数料を無料にしているとされる。

個人投資家の立場に立つてみれば、売買手数料の無料化は歓迎すべきことである。また、取引所外での相対取引であっても、アメリカでは厳格な価格に基づく最良執行義務があるため、執行価格が劣後することはない。リテール・ホールセラーの執行価格は、全米最良気配（NBBO）か、それよりさらに優れた価格であるため、執行価格の点で大きな不利益があるわけでもないように見える。個人投資家にとっては、手数料が無料で、取引所での最良価格で注文が執行されるのであれば、全く問題がないことのように思えるだろう。

また、リテール証券会社にとっても、取引所に顧客注文を回送せずにリテール・ホールセラーに回送すれば、最良執行義務を果たしながらリベートが得られて好都合である。リテール・ホールセラーは、リスクの少ない個

人投資家の注文だけに特化して執行することで、取引所等の最良気配より少しだけ優れた価格で執行し、さらにリベートを払っても、まだ十分な利益が得られる。

このように、アメリカでは、一見誰も損をしないように見える形で個人投資家の注文を取引所の競争から遠ざける構造が機能しており、その中心にあるのがペイメント・フォー・オーダーフローと呼ばれるリベート・システムであると言える。

1 ペイメント・フォー・オーダーフローと利益相反

ペイメント・フォー・オーダーフローをめぐるエコシステムでは、個人投資家は手数料無料の便益を得ながら十分な執行価格が得られ、リテール証券は最良執行義務を果たしながらペイメント・フォー・オーダーフローという新しい安定収益源を手に行っている。うまく機能しているように見える市場構造であるが、実際にはペイメント・フォー・オーダーフローには規制上の懸念が強く、欧州やオーストラリアなどの国では、すでに禁止されているか規制が検討されている。

ペイメント・フォー・オーダーフローに対する規制上の問題は多岐にわたっているが、改めて主なものをまとめると、

① リテール証券によっては、収入のかなりの部分がペイメント・フォー・オーダーフローによって占められるようになり、証券会社が顧客の利益よりもペイメント・フォー・オーダーフロー収入を優先して注文回送などを行うことで、顧客投資家との間に潜在的な利益相反構造が発生する。

② 全米最良気配（NBBO）は確かに全米の証券取引所等に出された気配の中の最も良い売り気配・買い気配

ではあるが、証券取引所にはNBBOを超えてさらに価格改善余地があり、リテール・ホールセラーが執行する場合、こうした改善余地が得られないので、やはり個人投資家は損をしている。例えば、NBBOは取引単位未満の取引の気配を反映しないが、アメリカではこの間の株価上昇にもなって少額取引を行うケースが増えており、そうした取引の中により優れた気配があるとされる。表面的なNBBOでの執行では、こうした価格改善の機会を逸していることになる。

③ リテール・ホールセラーは、リスクの少ない個人投資家の注文執行に特化することで、取引所等のNBBOで執行しても十分な利益が得られると考えられているが、こうして得られる利益のうち、自分の利益とするもの、ペイメント・オーダーフローとしてブローカーに渡すもの、執行価格の改善として個人投資家に還元するものの割合を恣意的に決めることができる立場に立っており問題がある。

④ ペイメント・オーダーフローがリテール注文の多くを取引所外に誘導した結果、取引所に個人投資家の注文が流れなくなり、取引所の取引主体が偏ってしまったり、流動性の分断や取引所の価格発見阻害の可能性がある。その結果取引所の板の売買スプレッドが拡大する可能性がある。

⑤ 手数料無料化により、そもそも個人投資家が過剰な売買をする傾向が強まっているところ、リテール証券もペイメント・オーダーフロー収入の拡大のために顧客の取引を増やそうとするインセンティブを持つことから、個人投資家の過当売買がさらに拡大する可能性があること。

などが指摘されている。リテール・ホールセラーが寡占状態にあり、加えて競争が少ない相対取引の環境を確保できたことから得られる収益をリベートとして分配し、それに依存するある種のシステムが出来上がっていることがわかる。

2 過当売買の誘発

ペイメント・フォー・オーダーフローが引き起こしているさまざまな懸念の中でも、近年SECが注目しているのが、過当売買の誘発に関するものである。売買手数料が有料である下でも、証券会社には、顧客の売買頻度を高くすることで手数料収入を増やそうとするインセンティブが存在したが、手数料が無料になっても、ペイメント・フォー・オーダーフロー収入を増やすためには顧客の取引頻度が高い方がよく、取引を誘発しようとするインセンティブは強いと考えられる。

加えて近年は、個人のインターネット取引のインターフェイスがウェブサイトからアプリケーションへと移行し、自由なデザインが可能になったこと、顧客投資家の取引履歴や関心を示した情報等を詳細に収集して、カスタマイズしたマーケティングが可能になったことなどで、取引の誘発はさらに巧みになっていくとされる。アプリケーションを利用した取引の誘発は、手数料無料化で有名になったロビンフッド証券のアプリケーションが紙吹雪をアプリケーションの画面に出していたことにちなんで、批判的に「Cofeetio（紙吹雪）取引」と呼ばれることもある。

個人投資家の取引量とリターンに負の関係があることは以前からよく知られており、個人投資家には過剰な取引をさせるインセンティブ構造には本来であれば一定の規制が必要であると思われる。SECは、こうした取引アプリケーションのデザインや、それが顧客に及ぼす影響を広い意味でデジタル・エンゲージメントと呼んで、情報収集を始めているが、⁽¹⁾具体的な規制は簡単ではないと思われる。

3 オプション取引拡大の誘因

ペイメント・フォー・オーダーフローを目当てにした取引の誘発は、株式という単一の商品の取引頻度を高めることだけにとどまらず、よりペイメント・フォー・オーダーフローの多い商品の方に取引を誘導することにつながる可能性がある。これがペイメント・フォー・オーダーフローのもう一つの利益相反として着目されている。実際、アメリカでは現物株式のペイメント・フォー・オーダーフローよりも、個別株オプションのペイメント・フォー・オーダーフローの方が、取引あたりで見ても、総額で見ても高いことが知られており、リテール証券は顧客投資家をオプション取引に誘導する潜在的なインセンティブを持つ。全米のペイメント・フォー・オーダーフローの総額の約六割はオプション市場で発生したものであるとされる。⁽²⁾

これは、一般的な株式の価格に比べてオプション取引は単価が少額であるので、同じ金額を投資したときに得られるペイメント・フォー・オーダーフローが相対的に大きくなることに関係している。また、原物株式に比べてオプションは一般的にスプレッドが大きいことから、これに比例してペイメント・フォー・オーダーフローの余地も大きくなる。

このようにオプション取引の方がより大きなペイメント・フォー・オーダーフローを生み出す可能性が高いことから、ブローカーは顧客をオプション取引に誘導することに強い潜在インセンティブを持つことになる。ペイメント・フォー・オーダーフローは単純な過当売買の誘因となることにとどまらず、商品を越えた取引誘導につながる可能性がある。

4 オプション市場の構造

オプション取引は、すべての取引が取引所で執行されるので株式におけるリテール・ホールセラーのような取引所外での相対執行は存在しない。このためペイメント・フォワードフローにあたるリベートは生まれなように見えるが、実際には、取引所のマーケット・メーカーが自己取引として個人投資家の注文を執行しており、他の市場参加者や個人投資家の注文との間で競争関係になりにくい内部化が行えるため、そこに発生する利益をリベートとして払い戻す余裕が発生している。

また、オプション取引所の中で気配を出しているマーケット・メーカーの間にも非対称的に有利な立場が存在し、有利な立場に立ったマーケット・メーカーにはペイメント・フォワードフローを支払うだけの収益がもたらされやすい。例えば、オプション取引所の価格改善メカニズムでは、指定マーケット・メーカーに独占的に有利な取引執行の権利が与えられるほか、注文フローを持ち込んだマーケット・メーカーと、後でその取引に参加しようとするマーケット・メーカーとは、取引所の手数料が大きく異なり、競争的な参加がしにくい構造になっている。⁽³⁾

こうしたオプション市場の特徴をとらえたオプション市場のペイメント・フォワードフローについての新しい研究の一つとして、Ernst and Spatt (2022)⁽⁴⁾では、個別株オプションの銘柄の指定マーケット・メーカーが、オプション取引所ごとに異なることを利用して（例えばコカ・コーラの指定マーケット・メーカーが、CBOEではGlobal Trading Systemであるが、マイアミ・オプション取引所ではCitadelであるなど）、マーケット・メーカーがペイメント・フォワードフローを払っていることと、指定マーケット・メーカーとしてより多くの取引を執行して大きなスプレッドを得ていることとの間に相関があることを示している。取引所のルールによつ

て、収益を生み出す余地の大小が決まっているとも言えるだろう。

ペイメント・オーダーフローの問題点は、株式市場を中心に議論されることが多いが、オプション市場でより大きな影響力を持っていることが明らかにされつつあると考えられる。

おわりに

アメリカの証券市場は高い取引高を維持して状況を呈しているが、その市場構造はますます複雑化している。この複雑な市場構造は、ペイメント・オーダーフローなどのリベートを含むさまざまな利益の配分によって絡まり合ったエコシステムになっており、簡単には解きほぐせなくなっているように見える。ペイメント・オーダーフローの潜在的な利益相反関係はたびたび指摘されている中で、二〇二〇年以降、証券会社が得ているペイメント・オーダーフロー収入は以前の数倍に達しており、リテール証券がペイメント・オーダーフロー収入に依存する傾向が強まっている。手数料無料化のベネフィットと引き換えに、個人投資家が何を失っているのか、実証面からもさらなる検討が必要だと思われる。

注

- (1) Securities and Exchange Commission (2021) "Request for information and Comments on Broker-Dealer and Investment Adviser Digital Engagement Practices, Related Tools and Methods, and Regulatory Considerations and Potential Approaches: Information and Comments on Investment Adviser Use of Technology to Develop and Provide Investment Advice" Release No. 34-92766. 清水葉子(二〇二二)「アメリカのミーム株取引とデジタル・エ

- ンダージメント」『証研レポート』一七三二二号。
- (2) Gary Shorter (2021) "Broker-Dealers and Payment for Order Flow", Congressional Research Service.
- (3) 詳細は志馬祥紀(二〇二二)「米国株式オプション市場におけるPFOFを巡る議論〜その始まりから現在まで〜」『証研レポート』一七三三〇号。
- (4) Thomas Ernst and Chester S. Spatt (2022) "Payment for Order Flow and Asset Choice", working paper 29883, National Bureau of Economic Research

(しみず ようこ・客員研究員)