

ホールセラーへの競争導入提案

清水 葉子

はじめに

アメリカの証券市場では、個人投資家の株式売買注文を証券取引所に回送して執行するのではなく、ホールセラーと呼ばれる店頭ディーラーが取引所外で相対執行することが一般化している。ホールセラーは、注文回送のたびに証券会社にリベートを支払っており、証券会社はこのリベートを原資にして、個人投資家の売買手数料を無料にしているというのが近年のアメリカの証券市場の形である。

一見すると、売買手数料の無料化で個人投資家は恩恵を受けているように見えるが、この背景には、複雑化しすぎたアメリカの市場間競争の構造と、競争から生まれる種の内部補助的な関係があり、市場間競争の持つ必ずしも健全ではない側面が現れていると言える。証券取引委員会（SEC）は、一二月にホールセラーの相対執行に競争を持ち込むための規則提案を行ったので、概観してみよう。

1 ホールセラーとPFOF

アメリカの証券市場では、個人投資家の株式売買注文について、証券取引所に回送して執行するのではなく、店頭ディーラーが取引所外で相対執行することが一般化している。こうした店頭ディーラーは、ホールセラー（リテール・ホールセラー）と呼ばれており、数社程度の寡占状態で、個人投資家の注文のおよそ九割を店頭付け合

わせしているとされる。ホールセラーは、高頻度取引業者（HFT）でもある。

注文を取引所外で相対執行しているといっても、アメリカには価格に基づく厳密な最良執行義務があり、全米の証券取引所等の売買気配の中の最も良い気配である全米最良気配（NBO）より劣った価格で執行することはできない。つまり、全米最良気配か、それより少し良い価格で取引が執行されることは保証されているわけであるから、一見すると個人投資家に不利益はないように見える。

また、ホールセラーは個人投資家の注文を自らに回送してくれることと引き換えに、リテール証券会社に対してペイメント・フォワードオーダーフロー（PFOF）と呼ばれるリベートを支払っている。このリベートは業界全体ではかなりの額に達しており、二〇二〇年には大手リテール証券四社が得たリベートの合計は二五億ドルにも達しているとされる。アメリカのリテール証券は、二〇一九年頃から相次いで売買手数料の無料化を始めたが、無料化の背景にはホールセラーからのリベートがあると考えられている。

このように、アメリカでは個人投資家の売買注文の九割が証券取引所に回送されず、取引所外でディーラーによつて相対執行されているものの、執行価格が劣っているわけでもなく、また証券会社に支払われるリベートを原資に売買手数料が無料化されていることから、個人投資家にとっては不利益はないように見えなくもない。

しかし、よく考えてみると、ホールセラーが全米最良価格で注文執行しつつ、加えてリベートまで支払うことができる以上、やはりどこかに見えない余剰が生じていて、ホールセラーはそこから収益を得ていると言わざるを得ない。

2 ホールセラーの収益

ホールセラーが最良価格で相対執行しつりベートを支払うことができるのはなぜだろうか。一つは、個人投資家の注文執行が低リスクであり、ホールセラーが取引の相手方になっても思わぬ損失を抱える可能性が低いことである。いわば取引のリスクプレミアム分に余剰が生じていることになる。ホールセラーは最良価格で執行しつつ、この余剰の一部をリベートとして払い戻していると考えられる。

ホールセラーが得る収益のもう一つは、全米最良気配が完璧ではないことである。全米最良気配は、確かに全米の全ての証券取引所（および気配を開示しているATS）の取引の中の最も有利な売り気配・買い気配を統合したものである。全米最良気配で執行するということは、最も有利な市場と同じ条件で取引が執行されているということである。とはいえ、さまざまな技術的な理由で、全米最良気配には含まれない取引がかなり生じてしまう。たとえば、端株取引はアメリカで近年増加しているとされるが、こうした取引の気配は技術的理由で全米最良気配に含まれない。市場には、こうした見えない価格改善の機会が存在しているので、ホールセラーとの相対執行では、証券取引所に注文回送していれば得られたであろう見えない価格改善を捨てていることになる。

このような余剰は、リスクプレミアムや機会損失の形をとって明示的でないこと、さらに一株あたりでは極めて少額であることから、事実上「見えない」収益機会となっており、ホールセラーは巧みにそうした収益機会を利用しているということが出来る。

実際、リテール証券とホールセラーとの間で、利益配分を顧客の執行価格の改善と自らに対するリベートとにどう振り向けるかについて取り決めをしていたことが知られており、ホールセラーは価格改善のレベルを事実上コントロールすることができたと考えられる。顧客投資家との間で利益相反を生んでいるとされるのはこうした

事情による。

さらに近年では、金融商品の選択の際にも利益相反が起きることが指摘されている。ホールセラーがリテール証券に渡すリベート額は、現物株よりオプション取引の方が大きく、即時執行されない指値注文の方が即時執行可能な注文より大きい。このため、証券会社は、個人投資家をオプション等のリスクの高い商品に誘導することが利益になる。リテール証券会社は、執行市場の選択に加え、執行価格（価格改善）、金融商品の選択等においても、利益相反の可能性を抱えていることになる。

リベートの金額は、問題が指摘されるようになってからも減ることはなく、報道ベースでは、ロビンフッド証券の二〇二二年第一四半期のリベート収入は二億三五〇〇万ドルに達しており、二〇二〇年第一四半期の九〇〇万ドル、第二四半期の一億八〇〇〇万ドルと比較しても年々増加を続けている。

3 リベートの規制

アメリカでは、リテール証券が執行市場側からリベートを得る慣行は非常に古くからあり、証券取引委員会（SEC）が関心を持ち始めたのは一九八〇年代とされる。この頃は、市場間競争の中心はニューヨーク証券取引所と、シカゴ証券取引所などの地方証券取引所との競争であって、地方証券取引所がニューヨーク証券取引所に對抗するために執行手数料の一部を割引（キックバック）して、証券会社に渡していた。この慣行は、地方証券取引所が巨大なニューヨーク証券取引所に対抗するための競争手段と認識され、是認されていたと考えられる。

また、リベート擁護派は、こうしたリベートの一定部分は顧客投資家に何らかの形で還元されるので、投資家の利益になるという主張をしていたようである。こうした考えは現在でも、リベートによって投資家の売買手数

料が無料になっているのであるから望ましいことだという考えに引き継がれていると考えられる。

その後も、アメリカでは、リベート情報を開示する必要性、最良執行の内容を点検する必要性、顧客投資家と証券会社との利益相反の問題、市場間競争が生んだ複雑な市場構造への問題提起など、さまざまな議論が繰り返し行われてきたが、結果として、アメリカではリベートが禁止されたことは一度もなく、情報開示の強化で対応されてきた。

現在のリベート規制は、主に次の三つで対応されている。①証券会社が投資家向けにリベートに関する方針を書面で交付 (SEC Rule607)、②約定報告書にリベートの情報を記載 (Rule10b-10)、③四半期ごとに注文回送先とそこからのリベートの詳細を開示 (Rule606)。

個人投資家にとって中心になるのは、③であって、証券会社ごとに、注文回送先シェアの大きな一〇市場について、指値・成行・その他の注文の種類ごとに回送先市場のシェア、回送先ごとにリベートの額、回送先との関係 (資本関係やリベート以外の取り決めなど) が開示されている。

4 リベート規制の困難

リベートについては古くから問題が提起されてきたにもかかわらず、また、ヨーロッパやオーストラリアなどの国々では禁止あるいは制限が行われているにもかかわらず、アメリカでは規制の中心は情報開示であって、直接規制には及び腰であると言わざるを得ない。

それにはいくつかの理由があると考えられるが、おそらく最も大きな理由は、リベートがアメリカの証券市場にすっきり根付いていて、個人投資家の手数料無料化の主要原資になっている以上、禁止した時の影響が大きす

ざることが考えられる。

また、全米市場システムに限界があることも影響している。全米市場システムは、アメリカの全ての取引所と気配開示をしている取引所外取引システムを結んで、劣後執行（他市場より劣った価格での執行）を起こさせないようにする仕組みであるが、技術的な問題等により、ありとあらゆる取引を網羅し尽くすことには限界がある。例えば極めて短時間しか注文板に表示されない取引や、端株の取引、市場参加者からも見えない価格改善の機会等を全て取り込むことができないため、こうした収益機会を利用して生じているリベートを問題にすることは、全米市場システム全体を改めて問うことにつながってしまうと考えられる。

5 「注文競争ルール」の提案

とはいえ、リベートが拡大しているということは、その裏に大きな利益相反の可能性があると考えられる以上、現状を放置することもできない。このため、SECはこれまでの検討をもとに、二〇二二年一二月に規制提案を行って、ホールセラーに回送された個人投資家の注文を改めて競争にさらすという計画を発表した。⁽¹⁾

SECはこの規則提案の背景を次のように説明している。個人投資家の株式注文の九〇%以上が六社の取引所外ディーラーに回送されており、こうしたディーラーはホールセラー等と呼ばれている。ホールセラーは、個人投資家の注文を店内化し自己勘定で相対で執行する。ホールセラーは、取引所でのラウンドロットの最良気配と比較すればある程度の価格改善をしているが、競争の拡大によって個人投資家が得られるものもっと大きいと信じる。試算によると、個人投資家の損失（競争がないことによる潜在的な損失）は年間一五億ドルにのぼる。ホールセラーによって相対執行されるのではなく、他の市場参加者も執行に参加させるべきであって、ホールセラー

は個別に価格改善しているのは確かだが、競争が行われた結果として改善されたわけではない。

規則提案の内容は技術的には複雑であるが、一日平均取引回数が過去六ヶ月で四〇件未満で、市場価値が二〇万ドル以下の注文について（この条件を満たすものを個人投資家からの注文とみなす）、注文がホールセラーに出されても、いったん証券取引所等が運営するオークションの場に一定時間さらした後でないと、相対執行してはならないとするものである。ホールセラーは、このリリースの中では競争が制限された市場と位置付けられ（競争制限市場）、取引所等の「公開競争市場」での執行をまずは優先しなくてはならず、公開競争市場で執行されなかった場合のみ相対執行が可能となる。

具体的には、ホールセラーが受けた注文は、先に公開競争市場（証券取引所）のオークションに三〇〇マイクロ秒だけさらして、その間に優れた価格での対当注文が出されれば、そちらに約定の優先を与える。約定は価格優先で行われるが、価格が同じであればブローカー・ディーラーが出した注文よりも顧客同士の注文のマッチングが優先される。対当注文がこの三〇〇マイクロ秒以内の間に出されている間は、時間優先ルールは採らない。そして、注文が公開競争市場のオークションで執行されなかった場合には、ホールセラーが適正に早いタイミングで、公開競争市場のオークションの価格かそれより良い価格で執行するよう義務付けられる。

このルールには例外も設けられており、公開競争市場でのオークションが行われていない時間帯の注文（夜間など）、注文を受けた時の全米最良気配の中値と同じか有利な価格で執行される場合（ホールセラーが際立って良い条件で執行する場合）、端株の注文で、公開競争市場のオークションが行われていない時間帯の注文などを例外としている。

この規制変更は、三月末までコメント受けを行うことになっており、まだ帰趨は見通せないが、報道等の評

価では、リベートを直接的に禁じているわけではないもののホールセラーに出された個人投資家の注文をいったんオークションにさらすことになり、個人投資家は見えない価格改善の機会が得られると好評価するもの、規制の導入によってホールセラーの利益が減少し、その結果リベートも抑制される可能性を指摘するもの、とはいえアメリカの個人投資家は手数料が無料であることに慣れてしまっておりいまさら手数料を有料化することは大きな摩擦を生じるとするもの、ホールセラーが手持ちの注文をオークションに開示するとホールセラーが先回り取引の標的になってしまうとするもの、リベート抑制・禁止の方策としては諸外国と比べて複雑すぎるものなど、多様な意見が見られる。また、個人投資家の注文の識別、管理の実務負担を心配する意見や、流動性の低い証券の取引や市場の変化が早い時の取引に問題が生じることを懸念する意見なども見られる。

日本のように、オークション市場に慣れた眼から見ると、ディーラーであるホールセラーの注文をいったん取引所オークションにさらし、執行されなかったものを取り戻して相対執行させるというステップはあまりに煩雑に見え、市場構造をさらに複雑にするように思われる。とはいえ、市場間競争が生んだとも言えるリベートから手数料無料化への流れを大きく変えることも難しく、市場構造の複雑化に伴って規制の複雑化の弊害が生じているのではないだろうか。規則提案の内容は、アメリカの市場構造全体に大きな影響を与えると考えられるだけに、議論はまだ成熟していないと推察され、三月末のコメント期間終了まで多くの意見が提示されると考えられる。

注

(一) Securities and Exchange Commission, (2022) "Order Competition Rule", proposed rule, Release No.34-96495, File No. S7-31-22. (しみず よういち・客員研究員)