

ロビンフッド証券のビジネスと注文回送リベートプログラム

清水 葉子

はじめに

前稿⁽¹⁾で、アメリカのリテール証券会社の手数料無料のビジネスモデルについて検討した。アメリカでは二〇一九年一〇月に大手ブローカーのチャールズ・シュワブが株式の委託売買手数料の無料化に踏み切ったことに続いて、TDアメリカトレード、E*トレードなどの主要ブローカーが相次いで手数料無料化を発表し、リテール業務をめぐる競争が激化したことが報じられている。また、日本でもSBI証券を皮切りに、取引金額に上限を設けるなどしつつ、現物株式や信用取引の売買手数料無料化が発表され、ETFや投資信託の販売手数料の無料化（ノーロード化）も進んでいるところである。

アメリカのリテール証券会社は手数料を無料にしながら利益を確保するためには、手数料以外の収入源を安定的に確保しておく必要がある。アメリカでは、顧客から預かった運用余資をスweep口座を通じて短期金利で運用して利ざやを安定的に確保できることに加え、個人投資家の注文をリテール・ホールセラーに回送することで、リテール・ホールセラーから注文回送リベート（ペイメント・フォー・オーダーフロー、PFOF）を得ており、こうした代替的な収入が手数料無料化の原資の一つとなっていることが指摘されているが、実際にアメリカの証券会社がどの程度のPFOF収入を得ているのか、ロビンフッド証券を例にとって紹介しよう。

1 ペイメント・フォー・オーダーフロー

委託売買手数料を無料化するためには、証券会社としてはコスト構造が変わるにせよ収入源が変わるにせよ、ビジネスモデルの変化を伴っているはずである。コスト構造の面からは、すでに指摘されている通り、口座管理システムの高度化、人工知能を使ったロボアドバイザーの登場、決済も含めた複数の金融サービスを横断的に提供するサービスプラットフォームの登場など、フィンテックを利用した新しいサービスによってコスト構造を変える工夫がされていることが指摘されている。

一方、収入の方では、信用取引からの金利収入に加え、リテール証券会社が預かる顧客の総合証券口座の余資をグループ内や提携先の銀行口座にスweepし、決済サービスとともに短期市場金利で運用し、安定した利ざやを稼ぐことができると思われる。スweep口座の現金は決済性預金であるので預金金利は非常に低く、運用によって安定的なビジネスモデルを確保している。

さらに、アメリカのリテール証券は、日本とは事情の異なるアメリカ特有の市場構造から来る収入として、ペイメント・フォー・オーダーフロー（Payment for Order Flow、PFOF）からかなりの収入を得ており、PFOFはリテール証券のビジネスモデルを考える上で、無視できない存在になっている。

PFOFは、古くは、地方取引所のスペシャリスト（市場ディーラー）が、リテール証券などから顧客注文を回送してもらうために、ニューヨーク証券取引所などの主要取引所との競争上、執行手数料の割戻しを行っていた慣行である。リテール証券会社からすると、主要証券取引所ではなく地方証券取引所に顧客注文を回送することで執行手数料の一部がキックバックされるので、それを目当てに地方証券取引所を利用していただけとされる。

地方証券取引所での執行価格については、主要取引所と同じ価格を保証していたので、執行価格の面で顧客に

は不利益はなく、また主要取引所のスペシャリストが大きな売買スプレッドをとって注文執行しているのに対して、地方取引所が競争のためにスプレッドの一部をキックバックしていると考えれば、アメリカが標榜している市場間競争の成果とも見ることができると、顧客とリテール証券の間の利益相反の可能性が指摘されながらも、慣行として存続してきた。

その後、アメリカの市場構造が複雑化し、ニューヨーク証券取引所の取引シェアが大きく低下し、多くのハイテク市場や、ダークプールなどに取引執行の場が分かれてきたことや、高頻度取引業者（HFT）がミリ秒、ナノ秒などの速い速度で取引を行う環境になったことで、PFOFの性格も複雑化している。主要取引所も流動性を集めるために、注文回送に対して様々な条件付きでPFOFを出す一方で、市場で頻繁な高速取引を行ってマーケット・メイクをしているHFTもリテール証券からの顧客注文回送に対してリベートを支払っている。こうしたHFT業者はリテール・ホールセラーと呼ばれ、主に個人投資家からの発注を自己勘定で執行しつつ、高速取引によるポジション処分をして利益を上げていると考えられる。執行価格は全米最良価格を保証するので顧客に不利益があるわけではないものの、リベートの多寡や条件によって注文回送先が左右されることに対して、顧客との間で利益相反の可能性があることが指摘されている。

SECはPFOF慣行について以前から懸念を表明しており、証券会社に対して顧客注文の回送先や、リベートの金額、回送先との資本・契約関係を開示させるためのルール改正を行い、二〇一九年から施行された（延期措置あり）。現在は、証券会社ごとに顧客注文の種類ごとにどこに注文回送し、どのくらいのリベートを得ているかを開示資料から調べることができるようになっていく。

2 ロビンフッド証券のビジネス

アメリカでこうした手数料無料ビジネスで大きな話題になった新興の証券会社がロビンフッド証券である。二〇一三年にスタンフォード大学を出た二人のフィンテック系の技術者の若者が設立し、二〇一五年から取引を開始したとされる。彼らは、当時の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ることが格差拡大の原因になっていると考え、だれでも株式取引ができることを目指して手数料無料の証券会社を設立したとされている。

ロビンフッド証券のWEBサイトによると、株式、オプション、ETFの取引は全て手数料無料とし、銀行との間でスweep・サービスを行うことで現金に〇・三%の金利付与するとともに、決済のサービスとしてデビットカードを発行している。また、月に五ドル徴収するゴールド契約をすれば、調査レポートの提供、マーケティング、市場データの提供などの追加サービスも受けることができる。加えて、ビットコイン、イーサリアム、ドッジコインなどの暗号資産の取引も手掛けている（本稿執筆時点）。

3 ロビンフッド証券のPFOF収入

図表1は、ロビンフッド証券のPFOF収入を見たものである。まずPFOF収入の総額に注目すると、二〇二〇年上半年期で二億七一〇〇万ドル、二〇二〇年に入って半年で四倍以上に急伸している。日本では中堅証券会社の委託売買手数料を超える金額であり、費用構造についての検討を脇に置くとすると、アメリカの特殊な市場構造の下ではPFOFが委託手数料に代わる大きな収入源になりうるということが分かる。

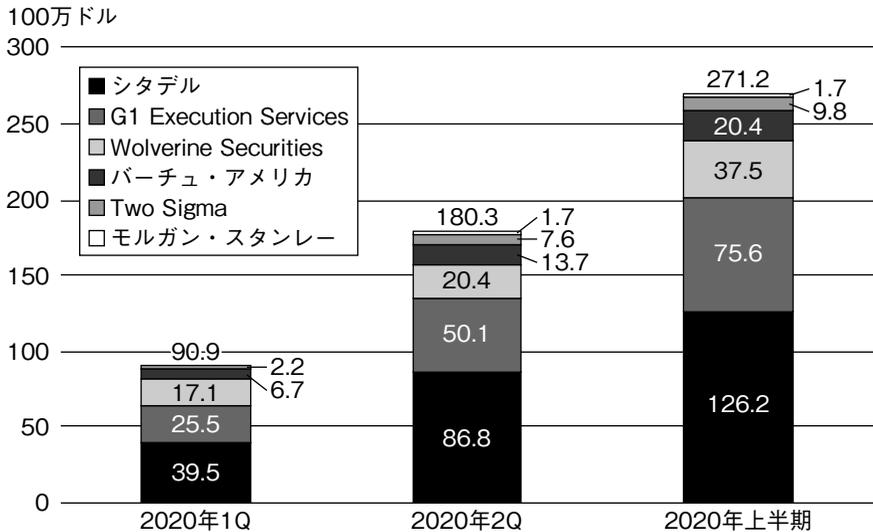
注文回送先となっているリテール・ホールセラー（市場ディーラーでありHFT業者でもある）は、シタデル、

G1 Execution Services、バーチュ、Two Sigmaなどの有名HFT業者となっており、Wolverineなどのオプション業者やモルガン・スタンレーの名前も上がっている。もっとも大きなシェアを占めているのはシタデルで、PFOF収入の約四七%を占めている。

図表2は、商品ごとのPFOF収入の内訳である。一般個人投資家向けの安価な証券サービスというロビンフッドの看板とはイメージが異なり、S&P500のような大手企業の現物株式はわずかで、オプションからのPFOFが約六三%ともっとも大きく、続いて小型銘柄のシェアが大きいことが分かる。

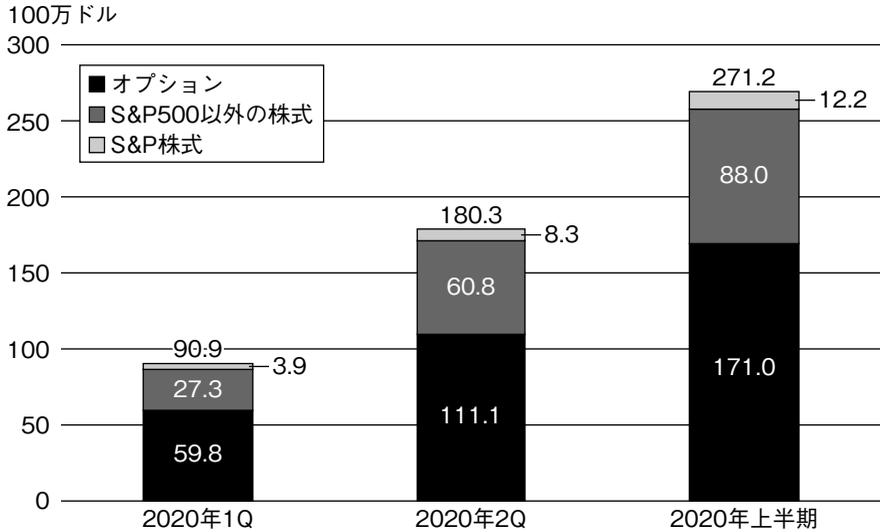
また図表3は注文形態別のPFOF収入を見たものであるが、即時執行できない（注文板に残る）指値注文からのPFOF収入が一億一七〇〇万ドルと約四三%を占めており、続いて最良気配かそれより優れた指値注文（即時執行される）からのPFOF収入が約三五%と続いている。注文板に残る指値注文が多いことについて、調査会社はストップロス注文が多くを占

図表1 ロビンフッド証券の注文回送先別のPFOF収入



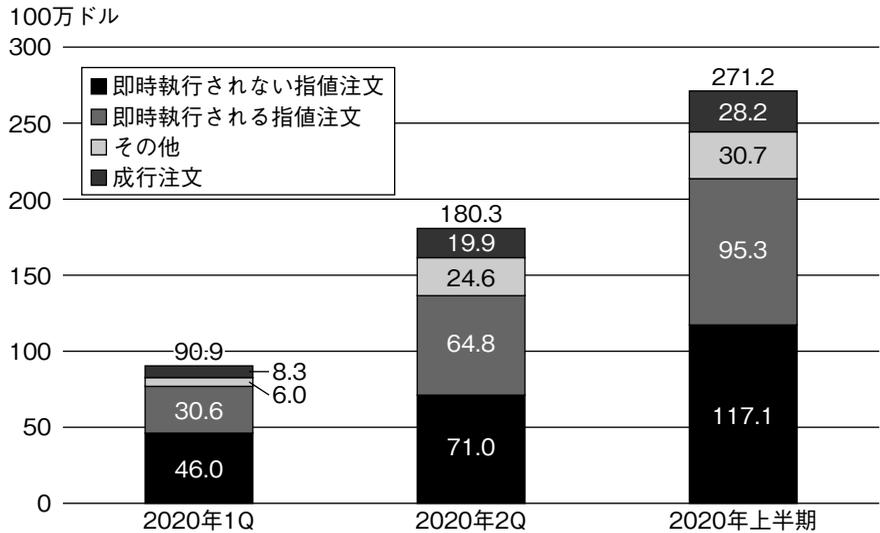
(出所) Alpacution
<https://alphacution.com/q2-pfof-craziness-robinhood-becomes-parody-of-ettrade-commercial-competes-with-tiktok-for-attention/>

図表2 商品別のPFOF収入



(出所) 図表1に同じ

図表3 注文形態別のPFOF収入



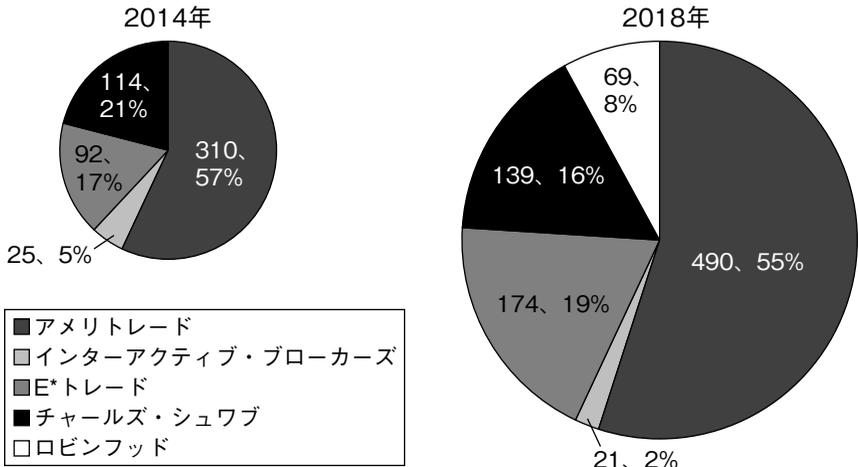
(出所) 図表1に同じ

めると推測しており、オプション取引が多いこととあわせて見ると、オプションの売りを出した個人投資家が、価格が上がって損失を出さないように、いわゆる逆指値をしていると考えられ、かなりリスクの高い取引が行われている可能性がある。また、P F O F 収入が増えた時期が、コロナウイルスの感染拡大にともなって株価変動が大きくなった時期と重なるとの指摘もなされている。⁽²⁾

このように、ロビンフッド証券は近年急激に口座数や取引量を拡大するとともに、とりわけ二〇二〇年に入ってからP F O F 収入を大きく伸ばして、P F O F 収入を原資に手数料無料化をしているとして注目を集めたが、実は他のリテール証券でもP F O F 収入に依存している業者は少なくない。

図表4は、リテール証券会社の一つであるインターアクティブ・ブローカーズが発表している資料であるが、二〇一四年に主なりテール証券で合計五億四一〇〇万ドルであったP F O F 収入が、二〇一八年には八億九三〇〇億ドルに増えていること、アメリカトレードが一社でその過半にあたる四億九〇〇〇万ドルを得ており、E*トレードやチャールズシュワブのP F O F 収入

図表4 主なりテール証券のPFOF収入（100万ドル、%）



(出所) インターアクティブ・ブローカーズの年次報告書 (2019年)

もそれぞれ一億七四〇〇万ドル、一億三九〇〇万ドルと大きな額であることが示されている。二〇一三年設立で二〇一五年から業務を開始したロビンフッドは、二〇一八年時点では年間六九〇〇万ドルのP F O F収入を得ていたことが分かる³⁾。

このように、P F O F収入は、注文執行市場が分裂して、同じ銘柄の証券を多くの市場で執行できるアメリカ特有の市場構造のもとで、顧客注文を回送することで執行側から得られるリベートとしてリテール証券会社の収入に組み込まれていることが分かる。また、執行市場は、日本で考えるようなオークションタイプの市場だけとは限らず、マーケット・メーカーやディーラーによる取引所外の執行も含まれており、また、頻繁なディーリング活動をしているリテール・ホールセラーのような業者は、シタデルなどを筆頭に、当然ながら高頻度取引業者(H F T)でもあることになる。

おわりに

市場の構造がアメリカとは異なる日本から見ると、P F O Fからの収入は分かりにくいですが、P F O Fのもとになるのは、取引所の注文執行サービスの手数料の割引(割り戻し)である。この点ではP F O Fそのものは合法であり、リテール証券側が執行手数料の安い市場を選んで注文回送することに問題はなく、また最良執行が保証されていれば、顧客との利益相反も大きな問題にならないように見える。しかし、アメリカの証券市場の構造が複雑化し、高頻度取引業者(H F T)が市場の内外でマーケット・メイク活動をしている現在の状況では、顧客注文が取引所に回送されるのか、ダークプールに回送されるのか、リテール・ホールセラーのもとで執行されるのかをP F O Fが左右する問題の構造はかなり複雑である。さらに、アメリカの証券市場は、取引所であつても

ディーラー・マーケットの性格を強く持つており、オークションのメカニズムで議論されることが多い日本とは市場の性格が異なることから同列に論じることはできない。

こうした中で、ロビンフッド証券をはじめとするアメリカのリテール証券会社が得ているP F O F収入は、市場構造がもたらしているアメリカ市場特有の収入源であると見るしかなく、日本で同様の収入を期待することは難しい。日本の証券会社の手数料無料化は、アメリカより厳しい条件の中で進むことになるのではないだろうか。

注

(1) 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、二〇二〇年六月。

(2) ロビンフッド証券に対しては、SECの調査が行われていることが報道されている。「注文処理非開示」投資家不利に」、米当局、ロビンフッドを調査、フィンテック拡大のひずみ」、日本経済新聞電子版、二〇二〇年九月四日など。

(3) インターアクティブ・ブローカー自身は、顧客注文をリテール・ホールセラーに回送するのではなく、取引所に回送してそこから得られるリベートのみを得ていることが注記されている。

(しみず ようこ・客員研究員)