

ブローカー・ディーラーの注文回送について

清水 葉子

1 はじめに

周知のように、アメリカでは証券市場間の競争を重視した市場構造デザインがとられているため、一つの銘柄を複数市場で上場（および非上場取引）することで、極めて分散的な取引が行われている。具体的に見ると、アメリカには、伝統的なメイン市場であるニューヨーク証券取引所、ナスダック証券取引所に続き、シカゴ証券取引所、ナショナル証券取引所などの地方証券取引所に加え、ニューヨーク証券取引所と同グループのNYSE Arca、NYSE MKT、ナスダック証券取引所と同グループのNASDAQ OMX PHILX、NASDAQ OMX BXなどがあり、さらに新興証券取引所（旧ATS）であるBAT証券取引所、EDGA証券取引所がそれぞれ一市場を持つなど、取引の場の分散が大きく進んでいる。

その結果、取引の場ごとの取引シェアをNMS銘柄（取引所上場銘柄に相当）で見ると、最大のナスダック証券取引所で一六％程度、ニューヨーク証券取引所で一二％程度、続いて数パーセント程度の取引を行う小規模証券取引所が多数続くという状態であり、残る四割程度がブローカー・ディーラーの取引所外取引（内部付け合わせなど）となっている。こうした点は、上場銘柄の取引の九割が東京証券取引所に集中する日本の証券市場構造と大きな対照をなしている。

このように分散した市場構造を持つアメリカの証券市場では、顧客注文をどの執行市場に回送するかという市

場選択も複雑化している。アメリカでは、価格による厳格な最良執行義務がブローカー・ディーラーに課されており、大口注文などの一定の例外を除き、全米最良気配（NBBQ）より劣る気配での執行が禁じられているため、一見市場選択の余地は少ないように見えるが、現実には、全米最良気配での執行という条件を満たしながら、手数料や、市場からブローカー・ディーラーへのリベート（ペイメント・フォー・オーダーフロー）、ブローカー・ディーラー自身の取引システム運営による注文内部化など、多様な戦略を使って市場どろしが注文獲得競争を行っており、ブローカー・ディーラーの利害も複雑にからみあっている。こうした中で、ブローカー・ディーラーによる顧客注文の回送先の選択が適切かどうかについて、規制の関心が集まっている。

2 アメリカ証券市場の注文回送

アメリカでは、前述のようにブローカー・ディーラーに対して価格による厳格な最良執行義務が課されていることから、大口注文などの例外を除いて、必ず全米最良気配（NBBQ）での執行が義務付けられている。したがって、ブローカー・ディーラーが顧客の売買注文を受けた場合に、劣った気配しか出ていない市場に注文を送ることはできない⁽¹⁾。このため、顧客注文の回送先は、一元的に決まるように思えるが、実際には同じ全米最良気配を提示しながら、気配値以外のところで注文獲得をめぐる市場間競争が行われている。

まずは市場ごとに手数料（場口銭）が異なっており、複雑な手数料とリベートを提示して、注文を獲得している。日本では、指値注文でも成行注文でも同じように手数料を徴収するのが一般的であるが、アメリカでは「メイカー・テイカー」手数料体系をとる市場が一般化している。こうした市場では、成行注文を出した側に対しては手数料を課す（市場に出ている指値注文とマッチングしてその指値を消化する）市場から流動性をとるため

のに対して、指値注文を出した側に対しては、市場に流動性を供給したと考えて逆にリベートを支払う。市場運営者は、受け取る手数料と支払うリベートの差額が収入になる。

一方、これとは逆の「テイカー・メイカー」型の手数料体系を採用する市場もある。こうした市場では、指値注文から手数料を徴収し、成行注文にリベートを支払う。ブローカー・ディーラーは、全米最良気配を提示する市場の中から、顧客注文の形態に応じてその時々で自分に有利な手数料体系の市場に顧客注文を回送していると考えられる。

また、ブローカー・ディーラーの中には、個人投資家の小口注文に限定して、全ての注文を自己勘定でその時々全米最良気配で買い取るサービスを行うものもある。こうしたビジネスモデルは、「パーチェイサー」あるいは「リテール・ホールセラー」と呼ばれ、多くは買い取った小口注文を自社の取引システムで内部付け合わせ（店内付け合わせ）をしているほか、自社の機関投資家の大口注文と付け合わせをする場合もあると考えられている。シタデル、ナイト、UBSなどが代表的な「パーチェイサー」である。個人投資家を顧客とするブローカー・ディーラーは、「パーチェイサー」に注文を流して消化させるところも少なくなく、その際には「パーチェイサー」からブローカー・ディーラーへ「ペイメント・フロー・オーダーフロー（Payment for Order Flow, PFOF）」と呼ばれる利益のキックバックが支払われるのが通例である。

このように市場側の手数料体系の複雑化や、パーチェイサーへの注文回送を前提にして、ブローカーはどのような注文をどのような執行の場に回送しているか、とりわけブローカー・ディーラーの注文回送慣行と顧客利益との間に利益相反が生じていないかに関心が集まっている。投資家は、一定のコミッションを前提にブローカー・ディーラーに注文を出しているが、発注後の注文回送によって、市場（執行の場）とブローカーとの間で、

手数料削減やリベート支払いが発生しても、それが投資家の手に渡るわけではなく、またどの程度のリベート支払いが行われているかが開示されるわけでもない。したがって、全米最良気配での執行という条件は満たしているにしても、異なる局面の利益相反が発生している可能性がある。

3 ブローカーの注文回送の開示規制

もつとも、ブローカー・ディーラーの注文回送については、レギュレーションNMSのルール六〇六により、一定の開示規制がかけられている（二〇〇〇年）。開示規制の趣旨は、市場が分散している状況では、ブローカー・ディーラーの注文回送慣行は注文を出した投資家にとっても、また市場構造の効率性全体にとっても重要であり、注文回送慣行に対して情報開示規制を行うことで、より効率的な回送が行われることが期待できるというものである。

現在の開示規制は、小口注文（NMS証券で二〇万ドル未満、オプションで五万ドル未満）を対象にしており、それ以上の大口注文は一律の開示規制の対象とならない。これは、小口注文は取り扱いが定型的であるのに対し、大口は執行が個別的で人手を介した取り扱いも残っており、標準化した情報開示は現実的でないためである。大口については、顧客の要求があれば、規定事項を個別に開示するという規定になっている。

現行規制による開示の本身は、先述の小口注文（これをリテール注文とみなす）について、すべてのブローカー・ディーラーが四半期ごとに、NMS証券の注文で顧客による回送先指定のない注文（non-directed order）について、次のような内容のレポートを公表するというものである。すなわち、①小口・回送指定なし注文について、成行注文、指値注文、その他の割合、②回送した先を多い順に一〇市場（パーチェイサーも含めた広義の執

行の場) および五%以上回送した市場、それぞれの市場に回送した注文の割合(成行、指値、その他ごとに)、
③ブローカー・ディーラーとそれらの市場との間の関係(ペイメント・フォワードフローや利益シェア契約など)。

ルール六〇六については、利益相反の懸念の高まりをうけて、二〇一六年に開示を拡大する規制提案が行われている。⁽²⁾ 規制提案では、開示頻度を四半期より頻繁にすること、ウェブサイトで開示を義務付けること、指値注文をさらに細かく分類して、即時に執行可能な指値と、注文板に残る指値(リベートが得られる)とに分けて開示すること、執行の場との間のリベートや利益シェアの取り決め内容をより詳細に開示することなどが盛り込まれている。また大口注文についても、従来の顧客の求めに応じた個別開示に加え、開示内容を細かくして公開範囲を拡大することが述べられている。

こうしたブローカー・ディーラーの注文回送慣行をめぐる懸念は、アメリカだけでなく、ヨーロッパも含めて国際的に共有されており、アメリカでの開示規制拡大提案と前後して、国際的な証券監督者の組織であるIOSCOでもコンサルテーション・ペーパーが発出されている。⁽³⁾ IOSCOでは、注文回送をめぐる利益相反として、
(1) 金銭的なインセンティブを目的に、特定の市場・特定のブローカー(マーケット・メーカー)に注文を送るタイプの利益相反として、①ペイメント・フォワードフローとして、ブローカーが顧客注文を第三者マーケット・メーカーなどに回送・執行させて金銭などを得るもの、他のブローカー・ディーラーに顧客注文を「売って」金銭を得るもの(「パーチエイサー」にあたると思われる)。⁽²⁾ ②メイカー・テイカー・モデルなど、市場側からブローカー・ディーラーにリベートを支払われるもの。⁽²⁾ ブローカーによる顧客注文の内部化(内部付け合せ)や自社の関連市場へ回送して、注文を囲い込むものが挙げられており、同様の懸念がヨーロッパ

パなど他の地域でも生まれていることを示している。

4 リテール注文の回送事例

続いて、本稿では、二〇一六年に発表された研究をもとに、アメリカの実際の注文回送慣行を検討してみよう。この研究は、二〇一二年の経済雑誌『Barron's』と『Smart Money』によるブローカーズ・サーベイ特集に掲載された上位一〇社の人気ブローカーを対象に、ルール六〇六に基づいて開示された二〇一二年第4四半期の注文回送先を分析したものである。対象サンプルが限定的であるものの、この研究からアメリカのブローカーの注文回送が、手数料やリベートなどにより影響されていると推察することができる。

なお、ルール六〇六では、上位一〇市場と五%以上の注文回送先市場を開示することになっているため、五%未満の小規模回送先は特定できない。また、リベートは指値注文のうち、即時執行されずに注文板に残る注文(non-marketableな指値)が執行された時に支払われるため、即時執行されてしまう指値注文(marketableな指値)や、注文が執行されない場合には支払われない。リベート目的の注文回送を特定するためには、指値の中でもmarketableかnon-marketableかの区別が欲しいところであるが、ルール六〇六ではこの区別は義務付けられていない(先述の新しい規制提案では区別して開示することが盛り込まれている)。

分析結果は図表1に示されているが、

① 対象となった一〇社のブローカー・ディーラーが対象期間に注文回送を行った執行の場は一〇挙げられている。手数料体系を見ると、図表の上から六市場はメイカー・テイカー市場であり、成行注文から手数料を取り、指値(のうち即時執行されずに注文板に残るmarketableな指値)にはリベートを出すことが分かる。一方、下

図表 1 リテール・ブローカーの注文回送先（ニューヨーク証券取引所上場銘柄）

回送先市場	手数料・リベート	注文の種類	チャールズ・シュワズ、モルガン・スタンレー、ジャスト2トレーダー、EDジョーンズ、ロー・トレーダー					インターアクティブ・ブローカーズ
			アメリカトレード	E*トレード	ライテリテイ	スコットトレン	ブローカーズ	
ダイレクトエッジA	+0.30ドル	成行注文						
	-0.23~-0.32ドル	指値注文	0%	0%	0%	0%	0%	
ナスダック	+0.30ドル	成行注文						3%
	-0.20~-0.29ドル	指値注文						7%
NYSE Arca	+0.30ドル	成行注文						2%
	-0.21~-0.30ドル	指値注文						23%
BYX	+0.29ドル	成行注文						5%
	-0.25~-0.29ドル	指値注文						14%
Lava	+0.28ドル	成行注文						0%
	-0.24~-0.27ドル	指値注文						51%
ニューヨーク	+0.23ドル	成行注文						23%
	-0.15~-0.21ドル	指値注文						47%
パーチェイサー	0ドル	成行注文	96%	98%	97%	66%		
	0ドル	指値注文	45%	51%	57%	21%		
BYX	-0.02ドル	成行注文						
	+0.03~+0.02ドル	指値注文						
ダイレクトエッジX	-0.04ドル	成行注文						
	+0.06~+0.05ドル	指値注文						
BX	-0.14ドル	成行注文						
	+0.18~+0.15ドル	指値注文						

(注) Battalio, Corwin, and Jennings (2016) ルール606では5%以上の回送先のみ開示するため、合計は100%とまらない。
 手数料・リベート欄は、ブラスが手数料、マイナスがリベート。
 上から6市場は、マイカー・テイカー手数料、網掛けした下の3市場はテイカー・マイカー手数料の市場。
 ナスダック上場銘柄の分析は省略。

の三市場（網掛け）は、逆のテイカー・メイカーの手数料体系であり、成行注文にリベートを出し、指値注文から手数料を取っている。回送先には「パーチェイサー」が含まれている。

② SECは手数料の上限を一〇〇株あたり〇・三〇ドルと定めているが、この最大手数料を取る市場は、ダイレクトエッジEDGX、ナスダック、NYSE Arcaの三市場である。一方、リベートが最大額なのは、EDGX（一〇〇株あたり〇・三三ドル）。

③ 網掛けをしたテイカー・メイカー手数料制の市場で手数料・リベートが最大なのは、ナスダックOMX BX⁵⁾、成行注文を出すとき〇・一四ドルを市場からブローカーへ支払い、指値を出すとき〇・一五〜〇・一八ドルをブローカーから徴収する。

④ 以上の手数料条件を前提に指値注文をメイカー・テイカー市場へ回送する場合は、リベート目的である可能性が高いと見ることができる。

⑤ チャールズ・シュワップ他六社は、成行注文と指値注文の両方を全てパーチェイサーに回送している。パーチェイサーはブローカー・ディーラーであり、取引所ではないが、全米最良気配を保証して注文を買取り、オーダー・フロー・ペイメントや利益シェアリングなどのキックバックをしていると見ることができ、これはこの図表には表されない。⁵⁾パーチェイサーがリテール注文の執行で大きな存在感を示していることがわかる。

⑥ アメリトレード以下の四社は、パーチェイサー以外に、メイカー・テイカー手数料制の取引所EDGXに注文を回送しているが、回送は指値注文のみ（リベートが得られるnon marketableな指値を選別している可能性が推測されるが、図表には表れない）で、成行注文の多くは「パーチェイサー」に回送している。

⑦ スコットトレードは、指値注文の五一%をリベートの多いIbiza（取引所ではなく、日本のPTSに相当する

A T Sとして登録) に回送している。

⑧ インターアクティブ・ブローカーのみが、複数の取引市場に回送しており、手数料が高いところにもかなり回送(ナスダックとNYSE Arca)している。同社は、コンピューターが自動的に最適条件を選んで注文を回送するスマート・オーダー・ルーティングを利用して、その時々で最適の市場に回送していることを自社ウェブサイトで開示している。本研究の著者は、インターアクティブ・ブローカーの回送判断が顧客利益に資するものだとすれば、ニューヨーク証券取引所が価格改善などの手数料以外の面で優位とみなせるかもしれないことを指摘している(リベートは低いが、手数料も低い)。

分析結果を見ると、リベートが低めのニューヨーク証券取引所以外の市場は、相対的に見てリベートで注文を惹きつけていると考えられ、実際にも指値注文が選択的に回送されていることが推察できる。また、「パーチェイサー」が大きな存在感を示しており、個人投資家の注文の多くが直接的に証券取引所に出されていない状況であることも見て取れる。

この論文では、この他に機関投資家の注文の回送事例についても検討している。機関投資家については、特定のブローカー・ディーラー社の協力を得て、そのブローカー・ディーラーが受けた機関投資家(ヘッジファンド、ミューチュアル・ファンドなど)の注文を私的に入手して分析したもので、対象サンプルはさらに限定的であるものの、やはり注文回送が手数料やリベートに影響されている可能性が推測できる結果となっている。先述したように、メイカー・テイカー制の市場では、指値注文のうち即座に執行されずに注文板に残る注文が執行された場合にリベートが支払われる。このため、リベート目当ての注文回送は、全米最良気配より良い価格の指値(即時に執行されてしまい注文板に残らない)や、全米最良気配からかなり遠い価格の指値(注文板には残るが

執行されにくいのでリベートが得にくい）は対象になりにくい。

実際のサンプルでも、リベートの多い市場には、現在の全米最良気配と同じ価格の指値注文が多く出されており（すぐには執行できないため注文板に残り、しかもまもなく執行されてリベートが得られる可能性が高い）、リベート目的の回送が行われていると推測できる。一方、ニューヨーク証券取引所は手数料もリベートも低い市場だが、全米最良気配の外側（劣る）気配が最も多く出されており特徴的である。また、他市場と比べて全米最良気配より優れた気配（すぐに執行されて全米最良気配を更新する）も多く、価格改善が活発であると推測できる。一方、指値注文から手数料を取り成行注文にリベートを出すティーカー・メイカー市場には、全米最良気配と同じ価格の指値が多く、リベートがもらえる成行注文が多いというわけでもないという結果であった。

5 まとめ

本稿では、市場分散が進んでいるアメリカの証券市場で、ブローカー・ディーラーの注文回送慣行について述べている利益相反の懸念と、限定的なサンプルではあるが実態の分析を紹介した。

アメリカでは、厳格な最良執行義務があるため、価格面で劣った執行がなされることは原則としてないが、全米最良価格での執行の範囲内では、手数料の低さやリベート、利益のキックバックなどを目的に注文が回送されていることが否定できない状況であると言える。こうしたリベート等の金額が細かく顧客に開示されることは現行規制では義務づけられていないが、ブローカーが顧客注文をどの市場に回送するかは、投資家保護上重要である。また、同様の利益相反の懸念は、ヨーロッパなど国際的にも共有されている。

サンプル事例の分析では、リテール注文はかなり手数料・リベートに回送先が左右されている可能性が示唆さ

れており、機関投資家の注文についても、リテールほどではないが一定程度の影響があることが示されたと考えられる。こうしたブローカー・ディーラーの注文回送慣行は、長期的には市場構造そのものにも影響を及ぼす可能性がある。

アメリカは、こうした問題に対して、回送先についての情報開示を拡大することにより一定の規制効果を期する政策をとる模様である。また、IOSCOでは、現時点で各国の対応状況の整理のみで、具体的な次のステップを示唆する意図がないことを明言している。注文回送の全体的な実態は、サンプルの制限などの困難が多く簡単には判明しないと考えられるが、分散した市場構造では引き続き重要な問題として関心が集まると考えられる。

注

- (1) 全米最良気配は、「全米市場システム(NMS)」を構成する各市場の価格情報・気配情報を集中化して公表するシステムの中で、最も高い買い気配、最も安い売り気配を指す。したがって全米市場システムに接続する義務のない市場での気配は対象とならない。こうした価格公表義務のない市場は、「ダークプール」などと呼ばれる。
- (2) SEC, "Disclosure of Order Handling Information" Proposed Release, July 2016.
- (3) IOSCO, "Report on Order Routing Incentives", Consultation Report, Dec. 2016.
- (4) Battalio, Corwin, and Jennings (2016) "Can Brokers have it all? On the Relation between Make-Take Fees and Limit Order Execution Quality" *The Journal of Finance*, VOL.LXXI, No5, October 2016.
- (5) ルール六〇六開示では、ロー・トレードとジャスト・2・トレードはバイメント・フォー・オーダーフローを受け取っ

ていない、EDジョーンズはマーケットメーカーとの資本関係はない、モルガン・スタンレーはペイメント・フォ
ーオーダーフローについての開示をしていないとしている。

(しみず ようこ・客員研究員)