

# アメリカのミーム株取引とデジタル・エンゲージメント

清水 葉子

はじめに

アメリカ証券市場では、昨年来、ソーシャルメディア等で話題になった株式に個人投資家の売買が集中する現象が起きて大きな話題になった。こうした株式は、はやりの銘柄という意味で「ミーム株」と言われ、インターネットやソーシャルメディア等での情報が売買のきっかけになって、これまででは考えられなかったほどの売買が集まる現象が起きている。ミーム株ブームは、いったん鎮火した後も何度か再燃が報じられたり、ミーム株に投資する上場投資信託（ETF）が組成されたりと、何かと報道をにぎわせている。<sup>(1)</sup>

ソーシャルメディアが背景となって大規模な売買につながるという点はいかにも現代的であるが、人目をひく話題をきっかけに、ハイリスク志向の個人投資家の売買が特定銘柄に集中することは昔からある現象で、珍しいことではなく、またアメリカに限ったことでもない。

近年のアメリカのミーム株ブームの特徴は、アメリカのリテール証券会社の手数料無料化が背景の一つになっていることにあり、そして、証券会社が手数料を無料にできるのは、顧客の注文を回送して執行してもらうことと引き換えに、店頭ディーラーからリベートを受け取るという利益構造が成立しているからである。この結果、顧客の取引が増えることが証券会社の利益につながるのと同じであるように見えても、従来のように顧客からの手数料収入が増えるからではなく、第三者である店頭ディーラーからのリベートが目当てになっていることが大

きな変化であると言える。

アメリカ証券取引監視委員会（SEC）は、こうした証券会社の収益構造の変化を踏まえて、個人を過剰な取引に向かわせる構造的な問題があるのではないかと懸念に注意を払い始めた。

## 1 ミーム株の取引とペイメント・フォー・オーダーフロ

ミーム株がアメリカで大きな話題になったのは、インターネット掲示板「Reddit」への書き込みにより、ゲーム会社「ゲームストップ」の株価が急騰したことがきっかけの一つであった。二〇二一年一月には、ファンドの空売りに対抗して個人投資家が大量の買い注文で株価を引き上げ、大掛かりなショート・スクイズ（踏み上げ）につながった。

また、ゲームストップ株を集中的に購入した個人投資家の多くが、手数料無料を売りにしているロビンフッド証券の顧客であったことから、ロビンフッド証券も含めて、オンライン掲示板の運営者、空売りファンド、個人投資家等に対して議会の公聴会が行われ、またロビンフッド証券の営業のあり方に対してはSECの課徴金が課されることにもなった。<sup>(2)</sup>

ミーム株の取引急増の背景として、コロナ禍で各国が大幅な金融緩和を行い、全体的に株価が上昇したり、リスク許容度が上がったこと、外出や消費が抑制され、個人の手元に滞留した資金の一部が株式投資に向かったことなどが指摘されている。また、証券市場の巨大資本に対抗して、小口の個人投資家が団結する、といったストーリーが語られたことも話題になった。

こうした経済的、社会的要因に加えて、証券業界では、ロビンフッド証券を皮切りに、二〇一九年には主要なオ

ンライン・リテール証券が相次いで取引を無料化していたことも重要である。どれだけ株式取引を行っても取引コストがかからないということで、個人投資家の過剰な取引を誘発しやすい下地ができていたと言えるだろう。

アメリカでは、リテール証券に出された個人投資家の注文のほぼ全てが証券取引所に回送されることはなく、取引所外で相対取引されている。相対取引の相手になつてゐるのは、リテール・ホールセラーとかインタナライザーと呼ばれる店頭ディーラーで、大手五、六社程度とされるこうした業者は、個人の注文だけに限定して取引の相手方となり、マーケット・メーカーとして売買スプレッドを収入にしている。リテール・ホールセラーは、この収入の中から、リテール証券会社に対して注文回送の見返りにリベートを払い戻しており、「ペイメント・フォー・オーダーフロー（PFOF）」と呼ばれている。

もつとも、アメリカでは価格による厳格な最良執行義務が課されているので、取引所外の相対取引であっても、取引所等で出されている全米最良価格と同じか、それより少し有利な価格での執行がなされており、取引の執行価格の面で個人投資家が不利益を被つてゐるわけではない<sup>(3)</sup>。

このように、アメリカで証券の売買手数料が無料になつてゐるのは、リテール注文のほとんどが取引所外で相対執行されているという、アメリカ証券市場の市場構造と密接につながつてゐるのである。

アメリカのリテール証券は、顧客から委託売買手数料を得なくなつた代わりに、PFOFという新たな収入源を得たことになる。PFOFは、一株あたりで見ると極めて少額で、商品の種類（現物株か、オプションかなど）や、注文の出し方（指値の種類）によつても金額が異なり、市場動向等を反映して頻繁に変更される。このため、リテール証券としては、できるだけリベート額を最大化するような注文が出されるほど、利益が増えるというビジネス環境に置かれてゐると言える。

## 2 個人投資家の取引インターフェイスの変化

さらに、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変化している。アプリケーション化したことで、ウェブサイトよりもさらに多様で自由なデザインが可能となったことに加え、パーソナライズした顧客の行動履歴の収集がより容易になっている。これは私たちが電子商取引のサイトで経験していることと同じであって、過去にどのような取引を行ったか、どのような情報に関心を示したかなどの履歴を収集して、次のマーケティングに活かすことができるようになる。

このような取引アプリケーション技術の向上は、顧客の利便性に資する一方で、インターフェイスのデザインをうまく使えば、顧客の取引が増えるように誘導することにつながる可能性もある。

取引を誘導するデザインの一つとして有名になったのは、ロビンフッド証券の紙吹雪 (confetti) のデザインで、これは顧客が取引を行ったときに、お祝いするような紙吹雪がアプリケーションの画面に表示されるというものである (このアプリケーション・デザインは、批判を受けて後に中止したとされている)。

こうした比較的単純なものにとどまらず、取引アプリケーションは、行動科学等の知見を利用して、値動きの激しいものや人気のある銘柄を強調して表示する、過去の取引履歴から顧客の好みを把握して次のおすすめ銘柄を表示する、アプリケーションからプッシュ型の通知を送って顧客を常に証券投資に惹きつけておく、ポイントやくじの当選を取引のインセンティブにするなど、私たちが普段の電子商取引で経験しているようなデザインが多く取り入れられているとされる<sup>(4)</sup>。

このように、リテール証券会社の取引アプリケーションは、無料であり、簡単に操作でき、楽しい雰囲気を作ることに加え、次の取引を促すようなデザインが取り入れられるようになってきている。これまでは、証券会社が売

買手数料を稼ぐために顧客に過大な売買をさせることに規制の注意が向けられたが、現在では、顧客の手数は無料であって、第三者である店頭ディーラーからのリベートを稼ぐために顧客の売買を増やそうとする時代に移っている。

アメリカでは、証券会社が個人投資家の取引を過剰に「煽って」いる結果、個人投資家の取引が増えているのではないかと、いう懸念も報道等で見られるようになってきた。

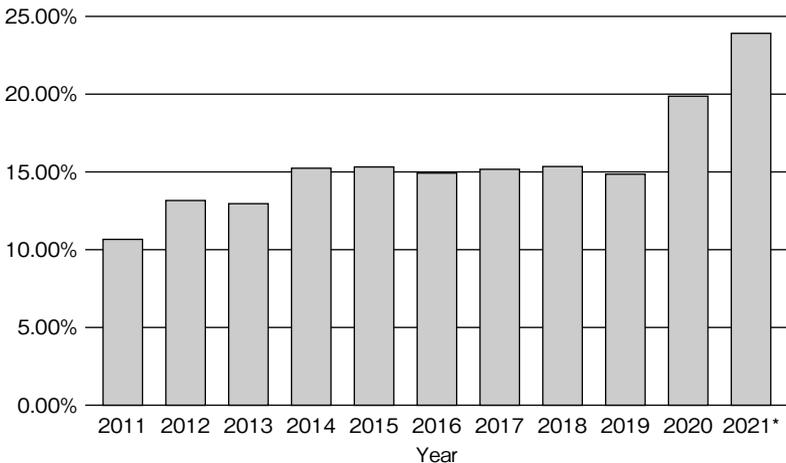
### 3 デジタル・エンゲージメント

SECは、こうした顧客が利用する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 (Digital Engagement) と呼び、リリースを出して情報収集を始めている<sup>(5)</sup>。

このリリースの中で、SECは顧客の行動促進や差異化されたマーケティング、ゲーム的な特性など、リテール投資家を惹きつけるようなデザイン要素や特徴をデジタル・エンゲージメント慣行と定義して、顧客の行動履歴のデータ分析や、パーソナライズされた投資勧誘アルゴリズム、モニタリングテスト、

投資行動を変えさせるようなデザインを含めて、

図表1 株式取引に占める個人投資家の割合



(出所) Bloomberg

情報収集を行うとしている。

## おわりに

証券業界では、委託売買手数料を稼ぐために、証券営業員が必要以上に個人投資家に回転売買をさせることが長年の問題になってきた。顧客投資家の利益にならない取引であっても、取引が行われることで証券会社に手数料収入が入ってくるという収益構造がもたらしている問題であると言える。こうした問題に対して、証券会社が資産管理型営業に注力したり、営業員の報酬体系を変えたりすることで、慣行の元になる収益構造そのものを転換することにつながり、長期的な顧客利益を重視した営業スタイルが重視されるようになると考えられている。

一方で、アメリカの証券会社は、委託売買手数料の無料化が広がったことから、一見すると個人投資家に回転売買をさせるインセンティブ

図表2 SECのリリースでのコメント募集の項目（抜粋）

### （投資家向け）

- ・ ソーシャル・ネットワーキング・ツール
- ・ 賞品（金）を伴うゲームその他のコンテスト
- ・ ポイント、バッジ、リーダーボード（スコアボード的なもの）
- ・ 通知（メール、テキスト、スマートフォンのプッシュ通知、株価の変化、値動きの大きさ、取引してからの日数など）
- ・ 取引後に出る紙吹雪などの表示
- ・ 視覚的な強調（特定の取引を目立たせるもの、パーソナライズした強調など）
- ・ 投資アイデアやキュレーション
- ・ サブスク、メンバーシップのランキング
- ・ チャットボット

### （デジタル・エンゲージメント慣行に関わるツール）

機械が行う学習のあり方（ディープラーニング・スーパーバイズド／アンサーバイズドラーニング、強化学習）、行動心理学の利用のあり方（その他多数）

### （規制のあり方）

（略）

### （今後検討が必要な課題）

- ・ ロボアドバイザー
- ・ インターネット投資アドバイザー
- ・ 人工知能（ディープラーニング等）が提供する投資アドバイス
- ・ 潜在的なベネフィットとリスク

はなくなったように見える。しかしながら、委託売買手数料の代わりに、リテール・ホールセラーから得られるリベートがリテール証券にとって新たな収入源の一つとなり、形を変えて個人の過当売買を誘発しやすい収益構造が存続している。さらに、勧誘のためのメディアがアプリケーションに移り、取引アプリケーションのデザインが規制の関心の対象になり始めている。

こうした懸念は、まだ明確な規制につながるほど深刻な問題になっているとは言えないが、アメリカの手数料無料のビジネスモデルは、長期的に見て個人投資家のためになっているのか、冷静な検討が必要であるだろう。また、取引アプリケーションのデザインの問題は、デジタル時代に何が望ましい投資勧誘なのか、規制のあり方はどうあるべきかについて、難しい問題を提示する可能性があると言えるだろう。

#### 注

- (1) 日本経済新聞（電子版）二〇二二年四月四日『「ミーム株」再燃、米個人マネーが流入、くすぶる投機熱』など、各種報道。
- (2) ゲームストップ株に関する一連の経緯は、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、に詳しい。
- (3) リテール・ホールセラーがリベートを払いながら利益を得ているビジネスモデルについては、清水（二〇二〇）参照。
- (4) こうしたデザインはナッジと総称され、強制を伴わずに人の行動を変化させるアーキテクチャーとして知られている。自然な形で良い方向に人の行動を促すやり方として、環境政策をはじめ、公共政策への広い応用が期待されている一方で、悪用される悪いナッジ（スラッジ）も存在する。

- (49) 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 Nos. 34-92766; IA-5833; File No. S7-10-21

(2024年 4月11日・密蔵研究員)