

# 米国株式市場の構造変化

～ゼロ・コミッション化の進展と店頭市場の拡大～

志馬 祥紀

## 1 はじめに

米国の資本市場では、新しい変化が継続的に発生している。近年では、ペイメント・フォー・オーダー・フローと呼ばれる個人投資家とブローカー間の利益相反可能性を巡る動きが改めて話題となり、SECが投資家利益を重視した新しい証券市場構想を提示する等様々な動きがみられる。この契機となったのは、ロビンフッド社等のリテール・ブローカーによる委託取引手数料の無料化（ゼロ・コミッション化）である。これは一時的なトピックに止まらず、ゼロ・コミッション化の進展によって、個人投資家の投資家行動が変化し、結果として株式市場の構造が変化した可能性がある。以下では、ゼロ・コミッションが株式市場に与えた影響について説明する。

## 2 米国株式市場の状況米国株式市場の構造変化（量的変化、注文執行市場の変化）

図表1は、米国株式市場全体の株式取引高と、取引所市場の市場シェアの推移状況を示している。

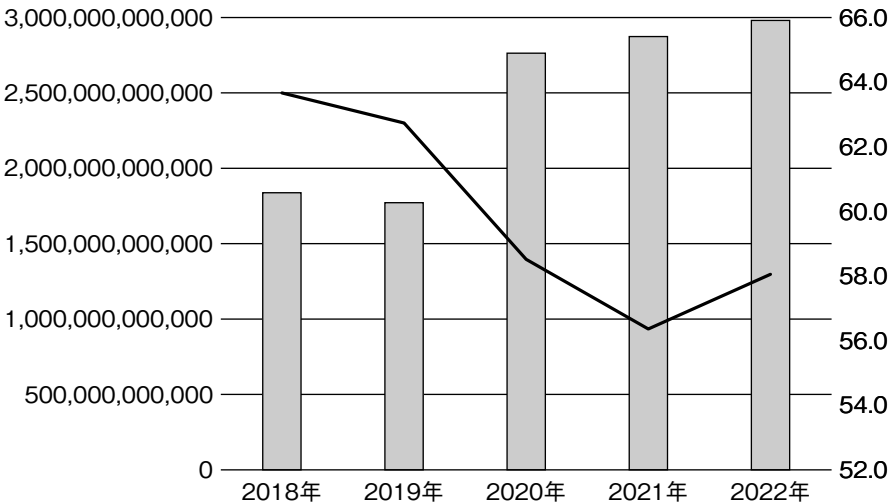
取引所市場と店頭市場を合わせた、株式市場全体の取引高は一兆八三七七億株（二〇一八年）から二兆九八〇三億株（二〇二二年）へ拡大（一・六倍）した。

同期間中の取引所取引高は一兆一七〇〇億株から一兆七三〇一億株へ拡大（一・四倍）し、同期間中の店頭市場（取引所以外の証券会社内部における店内付け合わせや代替的取引システム（ATS）等）の取引高は六六七億株から一兆二五〇二億株へと拡大（一・八倍）した。

取引所市場・店頭市場共に拡大しているが、店頭市場の伸び率が高いことから、取引所シェアは低下（六三・七%↓五八・一%）、店頭市場シェアは拡大（三六・三%↑四一・九%）した（なお、店頭市場のシェアは二〇二一年が四三・六%とピークをつけ、二〇二二年には四一・九%へと減少している）。

注目されるのは、二〇一九年〜二〇二〇年にかけての取引所取引の低下である。同時期には、ゼロ・コミッション化が進展しており、その拡大を指摘する意見（「ゼロ・コミッションは市場構造を変化させた」）が出されている。

図表1 全市場取引高と取引所シェア  
(2018-2022年、棒グラフ：取引高(株数、左軸)、折れ線：取引所市場シェア(%、右軸))



(出所) CBOE "U.S. Equities Market Volume Summary" (以下同じ)。

### 3 リテール・ブローカーによるゼロ・コミッション化の影響（株式）

(1) ブローカーの顧客委託手数料無料化（ゼロ・コミッション）の進展状況

ブローカーによる顧客の委託手数料無料化の動き（ゼロ・コミッション化）は、二〇〇〇年代末頃より普及し始めた。

初期の動きとしては、一九九二年七月にチャールズ・シュワブが投資信託会社八社のミューチュアルファンド（八〇本）の販売手数料、取引手数料を無料化する「ファンド・スーパーマーケット」を発表している。

その後二〇〇九年一月にチャールズ・シュワブが自社ETFの取引手数料（ネット取引）を無料化。その後、フィデリティによるブラックロック社ETFの取引手数料無料化が追随（ネット取引）した。

二〇一三年一月にロビンフッド社が株式・ETFの取引手数料無料化を発表（ネット取引における取扱銘柄の全面無料化を二〇一四年に開始）し、二〇一七年二月にチャールズ・シュワブが株式・ETFの（ネット取引）委託手数料の値下げを発表した（八・九五ドルを六・九五ドルへ）。

そして、二〇一九年九月にインタラクティブ・ブローカーズが株とETFの手数料無料化を発表（ネット）したことが反響を呼び、二〇一九年一月一日にシュワブが株式・ETF・オプションの手数料無料化発表（ネット）、二〇一九年一月二日にTDアメリトレード、E\*トレードが、二〇一九年一月一日にフィデリティが株式・ETF・オプションの手数料無料化を発表、二〇一九年一月二日にバンカメが株式とETFの取引手数料無料化を発表（ネット取引、対象は証券及び預金残高が二万ドル以上の顧客）。二〇一九年二月九日に、資産残高の制限条件を撤廃、二〇一九年二月一日にウェルズ・ファargoが株式・ETFの委託売買手数料の無料化を発表（ネット）、二〇二〇年一月二日にバンガードが株とオプションの委託売買手数料の無料化を発表（ネット）

ト取引)する等、多くのインターネット・ブローカー(リテール・ブローカー)間に、ゼロ・コミッション化の動きが広がった(以上、窪田(二〇二〇)より引用)。

## (2) 理論的考察

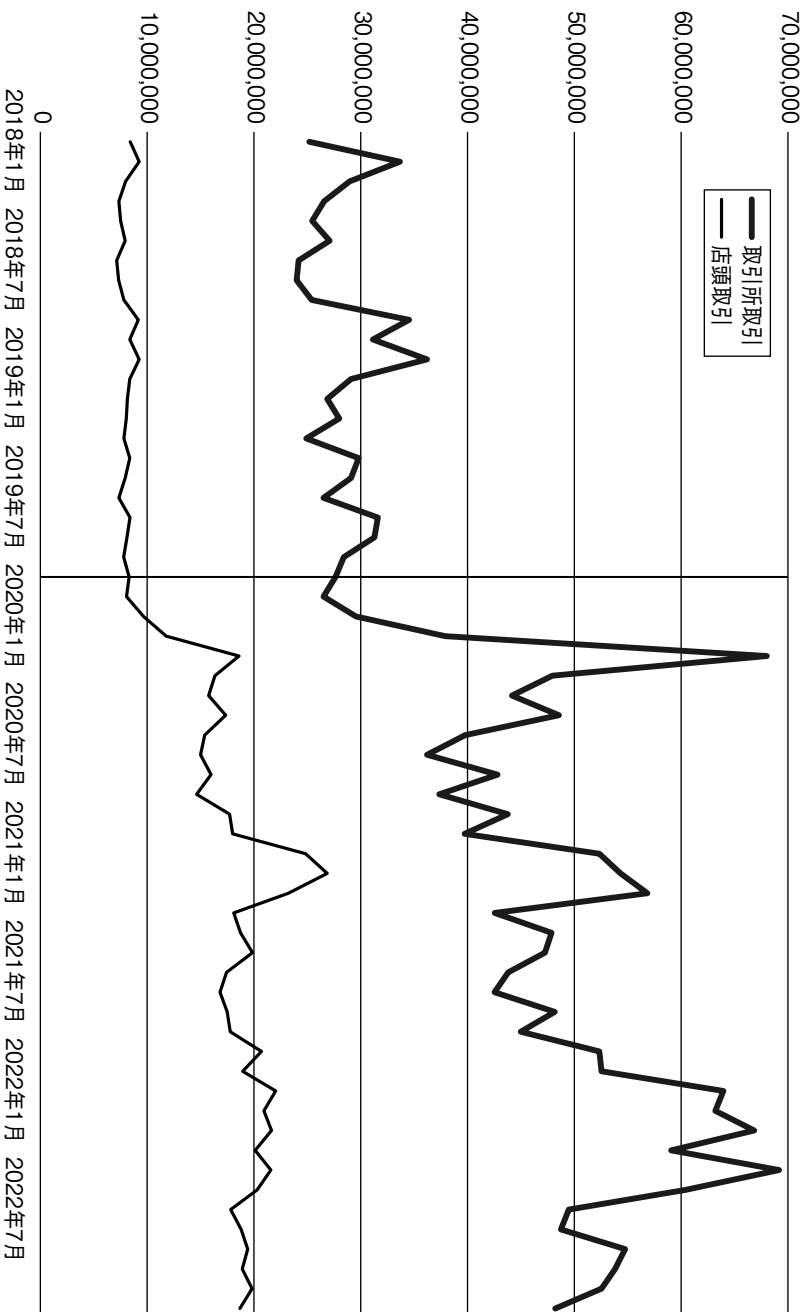
ブローカーによるゼロ・コミッション化の動きについて、複数の分析がなされているが、興味深い内容として、Pankaj K. Jain, Suchsmita Mishra, Shawn M. O'Donoghue, and Le Zhao (2021), "Trading Volume Shares and Market Quality: Pre- and Post- Zero Commissions"の考察がある。

同論文では、ゼロ・コミッションの影響について、様々な角度から検討している。注目されるのは、「取引手数料のゼロ・コミッション化により、リテール投資家は、取引注文を集約する必要が無く、それまで一取引にまとめて執行されていた注文が、より細分化して執行されている」との可能性を指摘した点であり、これは「取引執行回数拡大、一取引あたり株数の低下」を意味している(その他には、個人投資家は、(PIM(価格改善)等によらずに)執行価格が悪化しても、手数料ゼロのブローカーによる注文執行を好む、すなわち明示的コストである有料のコミッションよりも不透明なコスト(例えば価格改善(PIM))を得られないことによるビッド・アスク・スプレッドの拡大)を好む傾向を指摘している)。

## (3) 市場全体への影響

図表2は、取引所市場・店頭市場の月次取引回数(売買マッチング回数)を月別に、二〇一八年一月から二〇二二年二月に示している。

図表2 取引所市場・店頭市場の月次取引回数（期間：2018年1月～2022年12月）



(注) 図中縦線は2019年11月を示す（図表3について同じ）。

ゼロ・コミッション化が大きく進展した、二〇一九年一月以降、取引所市場及び店頭市場取引の双方について、取引回数が上昇したことがわかる。とりわけ、二〇二一年頃には、二〇一九年末の約二倍の水準まで拡大している。

図表3は、取引所市場及び店頭市場について、一取引あたりの平均取引株数を二〇一八年一月から二〇二二年一二月にかけて示している。一取引あたりの株数は、二〇一九年末に比して、取引所・店頭の双方について減少傾向を示しており、二〇二二年半ばには2/3程度まで減少している。

#### (4) 店頭市場におけるゼロ・コミッションの効果

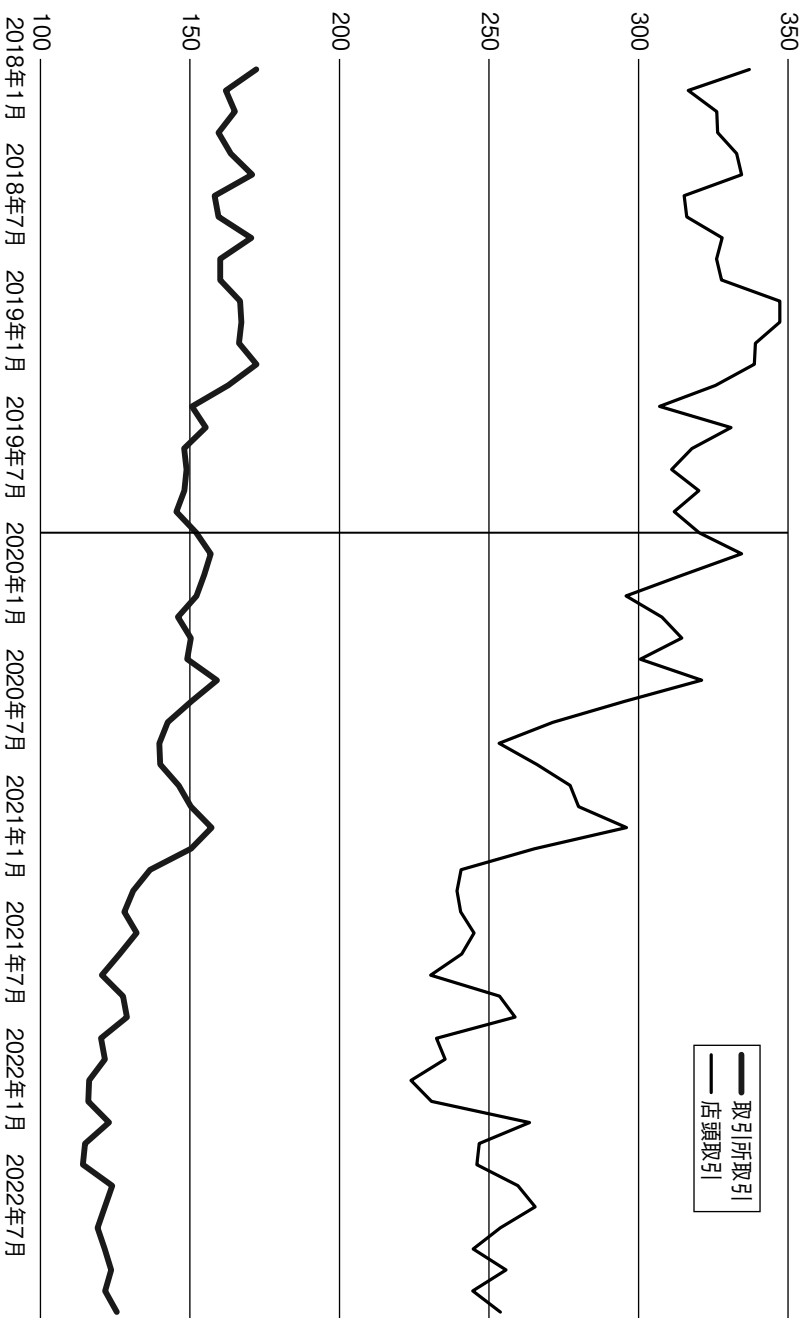
図表4はゼロ・コミッション採用の有無をめぐるブローカーにおける顧客資産残高の推移（中央値、%）を示している。

直線はゼロ・コミッションを導入したブローカーの顧客資産残高の変化率であり、破線は手数料を求めるブローカーの顧客資産残高の変化率を示している。

Pankaj, et. al (2021)の計測では、個人投資家は、金融仲介業者間の利益相反の可能性を意識しながらも、ゼロ・コミッション・ブローカーに資産を移しており、二〇一九年半ばから二〇二〇年第一四半期にかけて、その資産は七%増加した。一方、手数料を徴収するブローカーの預かり資産残高は九%減少していた。この変化は、個人投資家は注文の執行価格が（価格改善（PIM）等によらず）悪化しても、手数料ゼロのブローカーによる注文執行を好む傾向を示唆している。

同時に、ゼロ・コミッションを採用したりテール・ブローカーは、手数料の損失を補うためにより多くのPF

図表3 一取引あたり取引株数（期間：2018年1月—2022年12月）



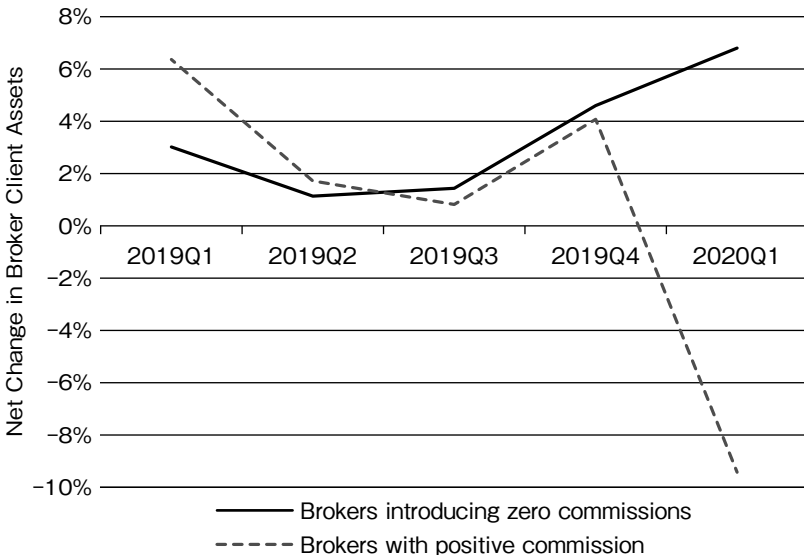
OFを得る可能性があるため、注文をホールセラー・マーケットメイカーへ回送し、取引所市場から遠ざける傾向が強まる。

同種行動は早期から観察されており、Battalio, et al (2016)は、ブローカー大手四社が、ほぼ全ての即時性のある注文をホールセラー・マーケットメイカー（ホールセラー業務及びマーケットメイカー業務を行う単一ブローカーあるいはブローカー・グループ）に売却し、即時性のない指値注文をホールセラー・マーケットメイカー（または最大の流動性リベートを支払う取引所）に回送するという、ペイメント・フォー・オーダー・フローを最大化する注文回送行動を指摘している。

(5) ホールセラーの収益推移事例

図表5は代表的なホールセラー・マーケットメイカーであるヴァーチュ社 (Virtu Financial) の取引関連収入の推移を示している。

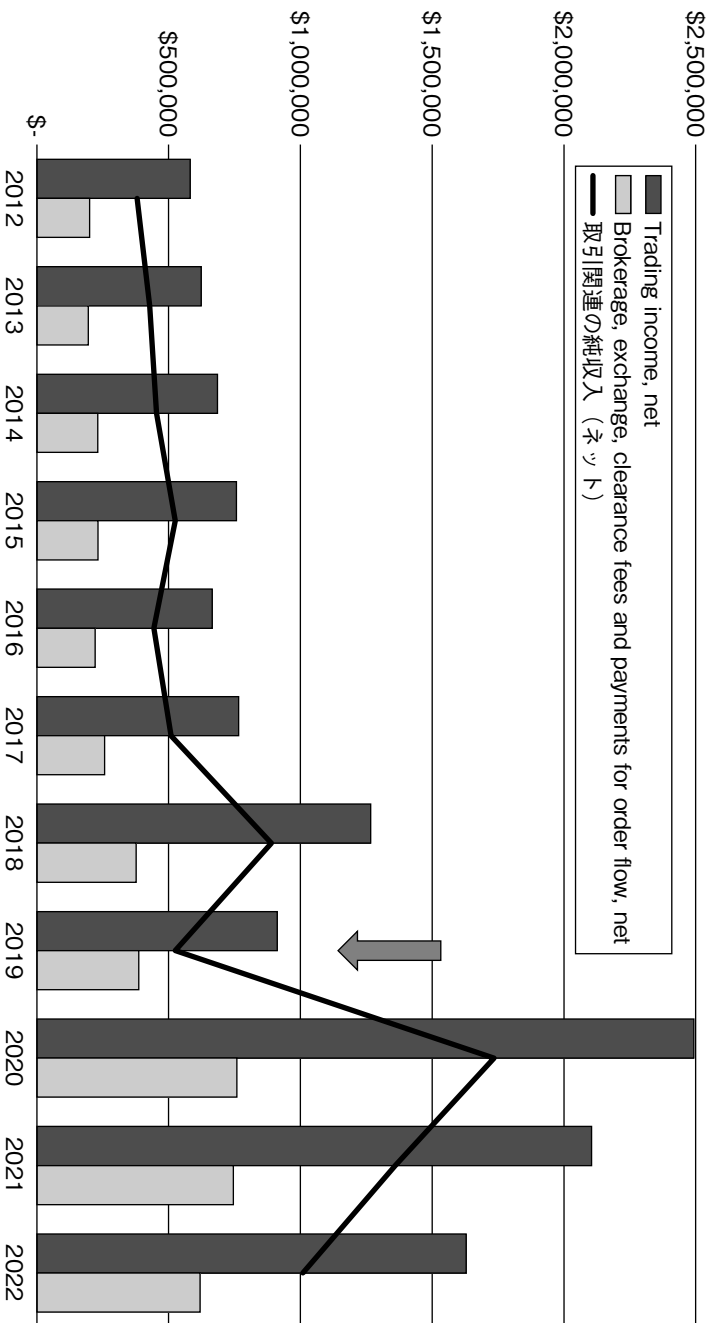
図表4 ゼロ・コミッション採用の有無をめぐるブローカーの顧客資産残高増減率の推移 (中央値、%)



(出所) Pankaj, et. al (2021)



図表 5 Virtuの取引関連収入・費用・粗利益（縦線は2019年、単位：千ドル、矢印：2019年を示す）



ヴァーチューは、ホールセラー業務及びマーケットメイカー業務を行う金融グループ企業であり、当該業種の代表的存在である。図表5のデータは、同社の年次報告書から、取引関連収入から取引に係るP F O Fや手数料等

を差額として控除し、取引に基づく純収入を算出している（同データには、株式の他、オプション取引も対象に含まれる）。

ヴァーチュの取引関連収入・純収入は、二〇一九年以降拡大しており、上述のゼロ・コミッション・リテール・ブローカーがホールセラーへ積極的に顧客注文を回送しているとの指摘と整合的である。

ヴァーチュにとって、リテール・ブローカーから回送される注文は、情報の経済学における逆選択の可能性の低い（いわゆる「毒性」の低い）取引であり、その傾向はゼロ・コミッションの拡大に伴い取引回数が増加・一取引あたりの株数が小口化したことで、より価値のあるものとなる（ホールセラーにとっては、リテール・ブローカーへ支払うP F O F金額を増額してでも注文回送を受けるインセンティブが高まる）。その結果、リテール・ブローカーは、取引所ではなく、ホールセラー・マーケットメイカーへの回送行動が増加し、ホールセラー・マーケットメイカーの代表であるヴァーチュはリテール・ブローカーから回送された注文を執行することで、その収益を拡大させたと考えられる。

店頭市場の取引シェア拡大は、これらヴァーチュ等のマーケットメイカーが相対取引で個人投資家注文の執行に積極的に応じた結果である。

#### 4 おわりに

本内容においては、米国株式市場における店頭市場シェアの拡大について述べ、その要因として、リテール・ブローカーが顧客の注文執行に関する委託手数料を無料とするゼロ・コミッション化の影響について説明した。具体的には、ゼロ・コミッション化の結果、投資家行動に変化がみられ、注文あたり取引単位の縮小等が発生し

ている。

ゼロ・コミッション化の結果、株式市場においては、店頭取引比率が上昇傾向を示す一方で、取引所比率は低下傾向を示している。そして、ホールセラーの一例としてヴァーチュ社の業績をみたところ、ゼロ・コミッション化の進展に対応し、二〇二〇年以降利益を拡大している様子が窺えた。

#### 参考文献

- ・ Battalio, Robert, Shane A. Corwin, and Robert Jennings. "Can brokers have it all? On the relation between make - take fees and limit order execution quality." *The Journal of Finance* 71, no. 5 (2016): 2193-2238.
- ・ Pankaj K. Jain, Suchismita Mishra, Shawn M. O'Donoghue, Le Zhao (2023), "Trading Volume Shares and Market Quality: Pre- and Post- Zero Commissions", February 2023, (SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3741470>)
- ・ 窪田真美 (二〇二〇)、「ネット証券手数料無料化で先行する米国で進んできた機関投資家・アドバイザー（ラップ口座／SMA等）向け投信、ETF、保険、そして、非上場REITへのシフト〜無料化した手数料に代わる代替収益源〜」【投信調査コラム】日本版ISAの道、三菱UFJ国際投信、二〇二〇年一月二七日 ([https://www.am.mufg.jp/text/oshirase\\_200127.pdf](https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200127.pdf))
- ・ 志馬祥紀 (二〇二二)、「米国株式オプション市場の現状」、日本証券経済研究所、「証券経済研究」、二〇二二年一月、第一二〇号、pp. 65-77.

(しま よしのり・客員研究員)