

上場株式の売買単位と個人向け証券取引のイノベーション

岡田 功太、片寄 直紀

■ 要 約 ■

1. 米国の証券取引所では、100株を取引単位とする単位株制度がありつつも、上場株式及び上場投資信託（ETF）を1株から発注できる。ニューヨーク証券取引所の全取引に占める単位未満株取引の割合は約45%に達しており、少額取引の割合は増加傾向にある。更に、米国では、1株に満たない端株取引サービスを提供する金融機関も数多く存在し、創造的なサービス提供を行っている。
2. 例えば、フォリオ・ファイナンシャルは、投資家自身が投資対象及び配分を設定可能な「フォリオ」というバスケット取引サービスを提供し、モチーフ・インベスティングは、0.0001株単位でウェイト調整が可能なインデックス投資サービスを行っている。ストックパイルは、「〇株を〇ドル分」と記載されたギフトカード提供のサービスを展開している。これらのサービスは、全て端株の取引を基盤としている。
3. 他方、日本では、上場株式の売買単位は、単元株である100株に統一されているため、単元未満株や端株取引サービスは普及していない。例えば3万円の値が付いている上場株式を購入するには1単元分の300万円の資金が必要であり、このような銘柄は決して珍しくはない。累積投資などのサービスはあるものの、100株という売買単位は、少額投資家も含めた裾野拡大を追求する際の一つの障壁になっている。
4. 日本の売買単位を1株に引き下げることができれば、少額投資の選択肢の拡大に繋がる。また、それにより米国のような証券取引サービスの向上やイノベーションの創出を後押しできれば、日本の積年の課題である「貯蓄から投資」の促進、さらには日本の株式市場の活性化と競争力の向上に繋がるのではないかと考えられる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性和ロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号。
- ・中村仁「米国で誕生する次世代の金融系ウェブサイト」『資本市場クォーターリー』2010年春号。
- ・岩谷賢伸「容易になる個人のポートフォリオ投資—FOLIOfn社の新金融商品FOLIO（investing）—」『資本市場クォーターリー』2000年秋号。

I 株式取引の最小単位をめぐる日米の相違

米国の証券取引所では、上場株式及び ETF を 1 株から発注することができる。そのため、米国では個人投資家の少額投資も可能であり、これが米国株式市場における多様な投資家の参加や、高い流動性にもつながっていると考えられる。更に、米国では、売買単位が 1 株とされていることを活かして、1 株に満たない端株取引サービスを提供する金融機関が数多く存在し、創造的なサービス提供を行っている。

他方、日本では、上場株式の売買単位は単元株である 100 株に統一されており、100 株に満たない単元未満株での取引が普及しているとは言えない。まして、1 株未満の端株取引サービスを提供する金融機関は限られている。日本には、3 万円以上の値が付いている上場株式が複数ある。そのため、個人投資家が、それらの上場株式を購入するには、1 単元分の 300 万円以上の資金が必要になる。この金額は、日本人の平均年収が約 441 万円であり、50～54 歳の平均年収が約 528 万円であることを鑑みれば高額である¹。東京証券取引所（以下東証）上場銘柄の株価の単純平均値は 2,310 円であり、1 単元での取引には 20 万円以上の資金が必要になる（2020 年 1 月末時点）。平均的な株価の銘柄を複数購入し、分散投資しようとするれば、一般の個人にとっては相当程度の資金が必要であることが見て取れる。

確かに、株式累積投資や 10 株または 1 株といった単元未満の証券取引サービスを提供している金融機関はあるが、端株取引サービスの提供者は、ごく少数である。日本における上場株式の売買単位が 100 株に統一されていることが、結果的に投資家層の裾野拡大の障壁になり、日本の株式市場の競争力のマイナス要因になる可能性もある。

本稿では、上場株式及び ETF の売買単位が少数・少額であることを活用し、個人に対し特徴的なサービスを提供する、米国の金融サービス業者の事業概要を紹介する。具体的には、フォリオ・ファイナンシャル、モチーフ・インベスティング、ストックパイルの 3 社で、彼らは、独自の端株取引サービスを提供することで、ミレニアル世代の顧客化に成功している。このような実態を踏まえつつ、米国の単位株制度と日本の単元株制度について比較し、両国の制度設計の差異がもたらす影響について考察する。その上で、日本における上場株式の売買単位を 100 株から 1 株に変更し、少額からの投資をより行いやすくすることを提言する。オペレーション・コストの低減等の課題への対応は求められるものの、魅力的な端株取引サービスの開発や投資家層の裾野拡大に繋がれば、日本の株式市場の競争力強化にも有用と考えられる。

¹ 国税庁「平成 30 年分民間給与実態統計調査結果について」2019 年 9 月。

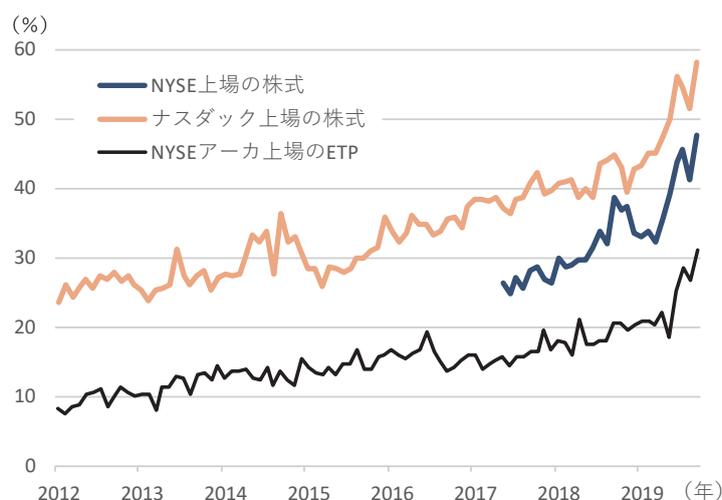
Ⅱ 米大手証券会社が注目する端株取引サービス

近年、米国では、100株に満たない単位未満株の売買が活況を呈している。ニューヨーク証券取引所（NYSE）の全取引に占める単位未満株取引の割合（取引数ベース）は、2017年5月末の約25%から、2019年9月末には約45%まで上昇している（図表1）。つまり、NYSEで成立した取引のうち、半数近くが単位未満株の取引となっている。ナスダックの全取引に占める単位未満株取引の割合（取引数ベース）は、2012年1月末の約25%から、2019年9月末には約56%となり、2倍以上になっている。更に、米国で最も流動性の高い上場取引商品（ETP）市場であるNYSEアーカに上場しているETPの全取引に占める単位未満株取引の割合（取引数ベース）は、2012年1月末の約8%から、2019年9月末には約30%に達している。

その背景として、高頻度取引（HFT: High Frequency Trading）業者等による単位未満株の取引の増加や、近年の株価上昇に伴って、単位株（100株）での取引に必要な金額が増加していることが指摘されている²。例えば、アマゾン・ドットコム（AMZN）の株価は、2,000ドル（2020年1月31日終値）を超えており、1単位（100株）での取引に20万ドル以上もの資金が必要となる。ただし、単位株という制度がありつつも、米国の上場株式及びETFは、以前より1株から証券取引所に発注することが可能である。そのため、たとえ手持ち資金が少額の個人投資家であっても、単位未満株の取引をすることで、自身が選好する上場株式を取引したり、自身に適したポートフォリオを構築したりすることが可能である。

米国の金融機関は、少額投資のニーズに応えるべく、単位未満株だけではなく、端株の取引サービスの提供にも注力している。例えば、フィデリティ・インベストメンツ（本拠

図表1 取引所全体の全取引数に占める単位未満株の取引数の割合



（注） NYSE上場の株式は2017年5月から開示

（出所） SECより野村資本市場研究所作成

² “Tiny ‘Odd Lot’ Trades Reach Record Share of U.S. Stock Market,” *The Wall Street Journal*, October 23, 2019.

地はマサチューセッツ州ボストン)は2020年1月に、端株取引サービスを開始した。同サービスは、フィデリティ・インベストメンツのモバイルアプリを通じて、証券取引サービスを利用する個人投資家を対象としており、証券口座だけではなく、個人退職勘定(IRA)において、上場株式及びETFを0.001株単位で取引できるというものである。同社の個人向けブローカレッジ事業の責任者であるスコット・イグナル氏は、「個人投資家は端株取引サービスによって、株価や基準価額にかかわらず、少額から証券投資を行うことが可能となり、自らの選好する銘柄を、希望する金額だけ保有することができる」と述べている³。

フィデリティ・インベストメンツの長年の競合であるチャールズ・シュワブ(本拠地はカリフォルニア州サンフランシスコ)も、上場株式の端株取引サービスの開始を検討していると報じられた⁴。同社は2019年10月に、オンラインによる米国株、ETF、オプション取引等の売買を無料化した。チャック・シュワブ会長は、「私は常々、コミッションを無くしたかった。我々(チャールズ・シュワブ)は、約40年かけて、コミッションの無料化を実現した。」と述べており、創業当初から、首尾一貫して、「個人投資家が負担するコストを削減し、取引を望む全ての個人が利用可能な価格設定を行う」という考え方を保持している。

更に、チャールズ・シュワブは2019年11月に、TDアメリトレードを買収することを公表した。買収完了後のチャールズ・シュワブの預かり資産は約5.1兆ドル、証券口座数は約2,400万口座に達する見込みである⁵。その上で、同社が端株取引サービスを開始すれば、米国の個人投資家向けの金融サービス提供者の中でも最大級の顧客基盤に対して、端株を利用した少額投資サービスを提供できることになり、投資家層の裾野という同社の創業来の経営理念を実現することができる。

チャールズ・シュワブ及びフィデリティ・インベストメンツが、端株取引サービスを開始する背景として、フォリオ・ファイナンシャル、モチーフ・インベスティング、ストックパイル等のフィンテック企業が、端株取引のオペレーションを基盤として、それぞれ独自の証券取引サービスを提供することで、ミレニアル世代の顧客化に成功しているという実情がある。これらのフィンテック企業は、チャールズ・シュワブやフィデリティ・インベストメンツにとっても無視できない存在であるとも言える。以下では、当該3社の事業概要及びサービス内容について紹介する。

³ “Fidelity adds fractional share trading to retail online brokerage,” *InvestmentNews*, January 29, 2020.

⁴ “Schwab, in Bid for Younger Clients, to Allow Investors to Buy and Sell Fractions of Stocks,” *The Wall Street Journal*, October 17, 2019.

⁵ 詳細は、岡田功太、下山貴史「チャールズ・シュワブの経営理念と事業戦略」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号、岡田功太「チャールズ・シュワブによるTDアメリトレードの買収ー米国個人向け金融サービス業界への示唆ー」『野村資本市場クォーターリー』2020年冬号を参照。

Ⅲ テーマ型投資の先駆者であるフォリオ・ファイナンシャル

1. 端株取引によるきめ細かいポートフォリオ構築の実現

フォリオ・ファイナンシャル（本拠地はバージニア州マクリーン）は、1998年に創業したフィンテック企業である。持株会社であるフォリオ・ファイナンシャルは、フォリオ・インベストメンツというブローカーディーラーを傘下に有しており、複数のビジネスを運営している。例えば、フォリオ・インベスティングは、端株を活用した個人向けの証券取引サービスを提供しており、フォリオ・インスティテューショナルは、主に独立系ファイナンシャル・アドバイザー（IFA）会社向けの資産運用サービスを提供している。

フォリオ・ファイナンシャルの創業者は、スティーブン・ウォールマン氏である。同氏は、ビル・クリントン政権時代の1994年から1997年まで証券取引委員会（SEC）の委員を務めており、同氏は、SEC在任期間中に、デシマライゼーション（Decimalization）の実現に尽力したことで知られている。デシマライゼーションとは、最小ティックサイズを、それまでの1/16ドル単位から1/100ドル（0.01ドル）単位に変更することであり、株式取引の注文の小口化と電子化を進展させた。

ウォールマン氏は、SEC委員を務めていた当時からフィンテックに関心を持っており、フォリオ・ファイナンシャルの設立の背景について、「個人投資家がより賢く、簡単に分散投資できるよう、テクノロジーと金融を融合させ、インターネットを通じてでしか提供できないような革新的なソリューションを提供する」と述べている⁶。また、ウォールマン氏は、当時、富裕層ではない個人投資家が分散投資をするための商品としてはミューチュアルファンドが主流だが、ミューチュアルファンドはポートフォリオを完全にはカスタマイズできないことから、投資ニーズが満たされていない者が多く存在すると考えていた。そこで、同氏は、投資金額にかかわらず安価な手数料で、当時のミューチュアルファンドのように画一的ではなく、自分の選好に合った幅広い銘柄を保有できるサービスを提供することを目的として、フォリオ・ファイナンシャルを創業した。

2. 創業の理念を体現するフォリオ・インベスティング

フォリオ・ファイナンシャル傘下で、2000年1月に事業を開始したフォリオ・インベストメンツは、米国において、完全にカスタマイズできるポートフォリオの構築やテーマ型投資を提供した初の金融機関である。同社が提供するフォリオ・インベスティングは、創業当時から、端株取引サービスを提供しており、ドル・コスト平均法に基づく少額の積み立て投資を可能としている。

フォリオ・インベスティングの最大の特徴は、上場株式、ETF、ミューチュアルファン

⁶ フォリオ・ファイナンシャルのウェブサイト（<https://www.foliofinancial.com/news-regarding-limited-commission-free-trading>）等を参照。

ドを「フォリオ (Folio)」という1つのバスケット (上限 100 銘柄) にして、一度に売買するサービスを提供している点である。同社は、あらかじめ 160 種類以上の「RTG (Ready-to-Go) フォリオ」を準備しており、地域別、セクター別、スタイル別等に基づいた「フォリオ」を公表している。

個人投資家は、RTG フォリオにそのまま投資するだけでなく、自身の意向を踏まえて銘柄やウェイトを自由に調整することが可能であり、仮に、気に入った RTG フォリオがなければ自ら「フォリオ」を作成することもできる。「フォリオ」には、最低投資金額の要件はなく、ほぼ全ての米国上場株式及び ADR (American Depositary Receipt)、2,000 種類以上の ETF、1,100 本以上の取引手数料の不要なミューチュアルファンドを組み入れることができる。つまり、「フォリオ」とは、ウォールマン氏の創業の理念を体現しているサービスであり、カスタマイズ可能なポートフォリオを提供することを通じて、全ての投資家にとって利便性の高いサービスを提供し、ひいては投資家の裾野を広げることを目的としている。

「フォリオ」の取引方法は、原則として午前 11 時と午後 2 時の 2 回、注文を取りまとめて執行する「ウィンドウ・トレード (window trade)」であり、その売買手数料は取引一回当たり 4 ドルである。単一の上場株式を売買する場合は、即時発注することも可能であり、その売買手数料は取引一回当たり 10 ドルである。すなわち、上限 100 銘柄で構成される「フォリオ」の方が、上場株式を取引するよりも安価であり、同社が、個人投資家に対して、自身に適したポートフォリオ構築をより容易にしていることが窺える。

更に、フォリオ・インベスティングは、「アンリミティッド・プラン (Unlimited Plan)」というコースも用意しており、同コース登録者は、月額 29 ドル (年払いなら 290 ドル) を支払えば、1 ヶ月に 2,000 回まで売買手数料無料でウィンドウ・トレードをすることができるため、取引回数を気にすることなく「フォリオ」を構築したり調整したりできる。

フォリオ・インベスティングは、2015 年時点で、100 億ドル規模の預かり資産を有していた⁷。2017 年 5 月にはオンライン・ブローカーであるロイヤル 3 (LOYAL3) を買収し、約 20 万口座を獲得することで更なる顧客基盤の増強を図っている。

3. IFA 会社の顧客化を図るフォリオ・インスティテューショナル

フォリオ・インスティテューショナルは、主に、登録投資顧問業者 (RIA: Registered Investment Advisor) 向けの資産運用サービスを提供している。RIA とは、IFA 会社の中でも、アドバイザー・サービス (投資アドバイスの対価として顧客から預かり資産残高に

⁷ “FOLIOfn eyes creation of a robo-adviser: CEO,” *Reuters*, June 17, 2015.

対して一定率の報酬を得るサービス)を提供している者である⁸。フォリオ・インスティテューショナルは、RIAに対して、RTG フォリオ等の運用商品だけではなく、手数料無料のウィンドウ・トレード、カスタディサービス、クリアリングサービス、RIA 向けの研修や独立サポートといった、証券取引を支援することを目的としたサービスも提供している。

実は、RIA 向けサービス事業は、チャールズ・シュワブ、フィデリティ・インベストメンツ、TD アメリトレード、パーシング (BNY メロン)、イー・トレードが、市場規模の80%以上(預かり資産額ベース)を有しており、競争が激しい。例えば、フィデリティ・インベストメンツは、より多くのRIAを顧客化すべく、2018年8月から9月にかけて、信託報酬を無料としたインデックス・ファンドを相次いで4本(フィデリティ・ゼロコスト・シリーズ)設定した⁹。同シリーズの運用資産総額は約89億ドル(2020年1月末時点)に達している。一方、チャールズ・シュワブは前述の通り、2019年11月に、TD アメリトレードを買収することを公表した。買収完了後のチャールズ・シュワブのRIA向けサービスの預かり資産は約2兆ドルとなり、市場規模の50%(預かり資産残高ベース)を超える と推定されている。

そうした競争の中でも、フォリオ・インスティテューショナルは、450社以上のRIAを顧客化することに成功している。同社は、RTG フォリオだけではなく、同社の顧客であるRIAが策定した「フォリオ」を公表し、他のRIAにも活用を促す等、端株取引を基盤とした同社のサービスを提供し、RIAやその顧客に適したポートフォリオを構築することで、チャールズ・シュワブやフィデリティ・インベストメンツ等の競合他社と差別化を図っていると見えよう。

IV 独自の顧客コミュニティを構築するモチーフ・インベスティング

1. 端株取引サービス提供者として著名なフィンテック企業

モチーフ・インベスティング(本拠地はカリフォルニア州サンマテオ)も、フォリオ・ファイナンシャルと同様に、端株取引サービスの提供者として著名である。同社は2010年6月に、マイクロソフト等に勤務経験があるハーディー・ワリア氏が創業したフィンテック企業であり、JP モルガンやゴールドマン・サックスから出資を受けたことで知られている(図表2)。同社の取締役には、アーサー・レビット元 SEC 委員長や、ボストン・コンサルティング・グループの元 CEO であるカール・スターン氏が名を連ねている。

モチーフ・インベスティングは、ブローカーディーラーとして SEC に登録する未公開

⁸ 詳細は、岡田功太「米国における投資アドバイスの行為基準規制を巡る議論の進展」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号(ウェブサイト版)、同「SECの米国個人投資家向け投資推奨行為の基準に係る規則案」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号(ウェブサイト版)、岡田功太、下山貴史「米国の独立系ファイナンシャル・アドバイザーを巡る近年の動向」『野村資本市場クォーターリー』2019年冬号を参照。

⁹ 詳細は、岡田功太、下山貴史「フィデリティの信託報酬ゼロ戦略と米国資産運用業界のメガトレンド」『野村資本市場クォーターリー』2019年春号を参照。

図表2 モチーフ・インベスティングの主な出資者

	出資額	主な出資者
2010年	約600万ドル	ノーウェスト・ベンチャー・パートナーズ、 ファウンデーション・キャピタル等
2011年	約2,000万ドル	イグニション・パートナーズや上記既存の出資者等
2013年	約2,500万ドル	ゴールドマン・サックスや上記既存の出資者等
2014年	約3,500万ドル	JPモルガン、ウィクロック・キャピタル、 バルデートン・キャピタルや上記既存の出資者等
2015年	約4,000万ドル	レンレン（中国でソーシャル・ネットワーキング・ サービス（SNS）を運営する企業）

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

企業であり、顧客数は35万名以上で、そのうち約40%（2016年9月時点）がミレニアル世代だった¹⁰。同社は、個人投資家に対して、「モチーフ（Motif）」と呼ばれる最大30銘柄の株式やETFのバスケットを策定するサービスを提供している。個人投資家は、「サイバーセキュリティ」、「SaaS」、「AI」、「癌治療」等の自身が選好する特定のテーマに関連する銘柄で「モチーフ」を構成することができる。

「モチーフ」を活用する個人投資家は、最低投資金額の250ドル以上であれば、自身に合った金額で銘柄毎のウェイトを調整した上で投資及びリバランスすることができる。

「モチーフ」には、米国の主要証券取引所に上場されている全ての株式、ADR、ETFを組み入れることが可能である。0.01株単位の端株取引を認めているので、個人投資家は細かいウェイト調整をすることができる。例えば、「自動運転技術」という「モチーフ」に250ドル投資したいとした場合、金額指定欄に250ドルと入力すると、構成銘柄をそれぞれ何株購入できるのか計算されるという仕組みである。

ワリア CEO は、1980年代から年金基金や富裕層向けには提供されているテーマ型投資を、個人投資家向けに普及させることを目的として、モチーフ・インベスティングを創業した。同氏は、データ・サイエンスや自動化というイノベーションを通じて、時代の変化を捉えるようなトレンドに投資するテーマ型投資を広く個人投資家に普及させるという考え方を有している¹¹。

2. SNSのように個人投資家同士を繋ぐ証券取引サービス

モチーフ・インベスティングの顧客は、自身で作成した「モチーフ」や、同社があらかじめ提供している「プロフェッショナル・モチーフ（Professional Motif）」に加えて、他の投資家を作成した「モチーフ」である「コミュニティ・モチーフ（Community Motif）」にも投資可能である。現在、同社ウェブサイトには、140種類以上のプロフェッショナル

¹⁰ “A drastic pivot for Motif as it sees big changes in advisory trends,” *Financial Planning*, September 27, 2016.

¹¹ モチーフ・インベスティングのウェブサイト (<https://www.motif.com/about/our-story>) を参照。

ル・モチーフと、1万種類以上のコミュニティ・モチーフ¹²が登録者の間で共有されており、同社ウェブサイトに登録すれば、それぞれの運用実績や構成銘柄を確認できる。

更に、モチーフ・インベスティングは、「クリエイター・ロイヤリティ・プログラム (Creator Royalty Program)」を提供している。同プログラムは、自分が作成した「モチーフ」に、他の投資家が投資した場合、毎回1ドルのロイヤリティを受け取ることができるというサービスである。仮に、個人が世の中の構造を根本的に変化させるようなトレンドやイノベーションを捉えており、かつ、運用実績が良好な「モチーフ」を作成してコミュニティ・モチーフとして共有すれば、キャピタルゲインだけではなく、ロイヤリティも取得できる。

つまり、モチーフ・インベスティングは、単なるテーマ型投資サービスの提供者ではなく、証券投資に関する独自のコミュニティであり、あたかも、フェイスブックやインスタグラム等の SNS のように個人投資家同士を繋ぎ合わせることで顧客化を図っている。

「モチーフ」の方が、プロのファンド・マネージャーやファイナンシャル・アドバイザーが運用・推奨するポートフォリオよりも良好な運用実績を創出することも、場合によってはあり得る。そのため、モチーフ・インベスティングは、証券及び資産運用業界に変革を迫るフィンテック企業として評価されている。

3. Amazon プライムやネットフリックスのようなサブスクリプション・モデル

モチーフ・インベスティングは、ミレニアル世代の顧客化を図るにあたって、同世代に適した手数料体系を設定している。売買手数料は、翌営業日の寄り付きで発注する場合、単一銘柄及びプロフェッショナル・モチーフは無料で、コミュニティ・モチーフは1取引当たり 9.95 ドルである。即時発注する場合、単一銘柄は1取引当たり 4.95 ドル、プロフェッショナル・モチーフは1取引当たり 9.95 ドル、コミュニティ・モチーフは1取引当たり 19.95 ドルである。つまり、モチーフ・インベスティングは、単一銘柄及びプロフェッショナル・モチーフの売買手数料を安く設定することで投資家を誘致しており、同サービスを利用した個人投資家が、その後、コミュニティ・モチーフを取引することを期待している。

更に、モチーフ・インベスティングは2016年9月、「モチーフ・ブルー (Motif Blue)」という月額制のサブスクリプション・モデルを導入した。モチーフ・ブルーの登録者は、月額 19.95 ドルで、全ての「モチーフ」について、3回の即時発注と5回の寄り付き発注が可能である。モチーフ・インベスティングは、Amazon プライムやネットフリックスと同様に、月額制のサブスクリプション・モデルを導入することで、ミレニアル世代の顧客化を図っていることが窺われる。

¹² モチーフ・インベスティングのウェブサイト (<https://www.motif.com/search#selected=professional>) を参照。

4. 預かり資産の増加を目論むモチーフ・インベスティング

モチーフ・インベスティングは、更なる成長に向けて、預かり資産を増加させるべく、「モチーフ」以外にも様々なサービスを提供している。例えば、「ダイレクト・インデックス (Direct Index)」は、完全にカスタマイズされたインデックス (最低 500 銘柄以上で構成) を組成し、全銘柄に対して 0.0001 株単位で直接投資を行えるサービスである¹³。個人投資家は、上場株式や ETF の端株を活用して、自身に適したポートフォリオが組成できるため、あたかも、インデックス・ファンドのファンド・マネージャーのように、自分の意思でポートフォリオを構築できる。同サービスの最低投資金額は 1 万ドルで、残高フィーは原則として年率 0.15% である。

加えて、モチーフ・インベスティングは、「インパクト・ポートフォリオ (Impact Portfolio)」を提供している。同サービスは、ロボ・アドバイザー・サービスであり、米国株式、先進国株式、新興国株式、米国債、グローバル債券等を投資対象とする¹⁴。インパクト・ポートフォリオは、ターゲット・デート型の運用手法を採用している。すなわち、運用当初は、ポートフォリオにおける上場株式への配分比率を高く維持し、投資家のゴールに近づくにつれて、債券の ETF の構成比率を高めるというアセット・アロケーションである¹⁵。

インパクト・ポートフォリオの最大の特徴は、オンライン上で投資期間やリスク許容度を入力するだけでなく、ESG (環境・社会・ガバナンス) ファクターを考慮してポートフォリオを構築できる点にある。ポートフォリオ策定時に、「持続可能な地球 (Sustainable Planet)」、「公正な労働 (Fair Labor)」、「優良な企業活動 (Good Corporate Behavior)」等を選択すると、指数提供者である MSCI の ESG レーティングを反映して組み入れ銘柄を自動的にスクリーニングできる。同サービスの最低投資金額は 1,000 ドルで、残高フィーは年率 0.25% である。

¹³ 「ダイレクト・インデックス」の中でも、あらかじめ、モチーフ・インベスティングが用意しているインデックスとして、「モチーフ 500 インデックス (Motif 500 Index)」が挙げられる。同インデックスは、時価総額加重平均した米国の上位 500 銘柄で構成される指数であり、モチーフ・インベスティングが策定している。最低投資金額は 1 万ドルで、同インデックスにそのまま投資する場合には残高フィーはかからないが、カスタマイズして投資する場合には年率 0.15% の残高フィーを徴収する。

¹⁴ 詳細は、岡田功太、杉山裕一「米国の家計資産管理ツールとして注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年春号 (ウェブサイト版)、岡田功太、幸田祐「米国ミレニアル世代顧客化の重要性とロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号、同「米国の資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号、和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号を参照。

¹⁵ 詳細は、岡田功太「米国のターゲット・デート・ファンドを巡る動向」『野村資本市場クォーターリー』2019 年秋号 (ウェブサイト版) を参照。

V 株式取引が可能なギフトカードを提供するストックパイル

1. 米国のギフト文化に着目したストックパイル

ストックパイル（本拠地はカリフォルニア州パロアルト）も、端株取引の仕組みを活用することで、独自の証券取引サービスを提供するスタートアップ企業として著名である。同社は、長らく弁理士として活躍していたアビー・レール氏が2010年12月に創業したブローカーディーラーである。

レール氏は、ある日、クリスマス・プレゼントとして、株式を甥や姪に贈ろうと考えたが、彼らのソーシャル・セキュリティ・ナンバー（社会保障番号）等の情報を集める必要があったり、手続きが煩雑であったりしたことから、株式をプレゼントすることを諦めた。その後、レール氏は、当時ペイパルに勤務していたダン・シャット氏と出会い、株式をプレゼントすることを断念したという自身の経験を話したが、それを契機に、両名は株式を購入できるギフトカードを簡単に第三者に贈ることができるサービスを開発し、起業することを思いついた¹⁶。

米国にはギフト文化が根付いている。全米小売業協会が2018年10月に行った調査によると、ギフトカードは「貰いたいギフト」として12年連続で1位であった¹⁷。実際に、米国では、ドラッグストアやスーパーマーケットには必ずといって良い程、iTunesカード、Amazonギフトカード、スターバックスカード等のコーナーがある。コンサルティング会社のメルカトル・アドバイザリー・グループによると、米国において、2019年にギフトカードにロードされた金額は約950億ドルを超える¹⁸。そこで、レール氏は、株式を購入できるギフトカード・サービスを提供できれば、投資家の裾野を広げることができると考えた。

ストックパイルのビジネスアイデアは、大手ベンチャー・キャピタル・ファンドから共感を得た。同社は、2015年のシリーズAファンディングにおいて、著名なベンチャー・キャピタル・ファンドであるメイフィールドやセコイア・キャピタル、スタンフォード大学、俳優のアシュトン・カッチャー氏らから合計で1,500万ドルを調達した。2017年のシリーズBファンディングにおいては、フィデリティ・インベストメンツ傘下のベンチャー・キャピタル・ファンドであるエイト・ローズ・ベンチャーズ等から合計で3,000万ドルの調達に成功している。

¹⁶ “Dan Schatt – Board Member and CCO of Stockpile,” *ideamensch*, January 28, 2017.

¹⁷ National Retail Federation, “Consumers will spend 4.1 percent more than last year during winter holidays,” October 24th 2018.

¹⁸ Mercator Advisory Group, “Digital Gift Cards: U.S. Market, 2019,” January 9th 2019.

2. ギフトカード・サービスの概要

ストックパイルは、1,500 銘柄以上の株式、ADR、ETF を対象銘柄として取り扱っている。この対象銘柄は、日次平均取引ボリュームが 50 万株以上であり、取引価格が 6 ドル以上の銘柄に限定されているため、ペニーストック等の流動性が低い銘柄はサービスの対象外である。同社が取り扱っている対象銘柄は、ウェブサイトにおいて、ティッカーシンボル（ティッカーコード）だけではなく、「ポケモン（任天堂）」や「Halo（マイクロソフト）」等、視覚的に判別が付きやすいアイコンでも表示されており、未成年や株式取引に馴染みがない者にもわかりやすいよう工夫されている。

ストックパイルが提供するギフトカードには、例えば「ナイキ株を 50 ドル分」、「ディズニー株を 20 ドル分」といった具合に銘柄と金額が記載されており、事前に決められている額面（25 ドル、50 ドル、100 ドルの 3 種類）で市販されている。つまり、ストックパイルのギフトカード自体は有価証券ではなく、所謂、ギフトカードであり、その保有者は、同社に口座を開設し、同社を通じて当該銘柄を購入できる。ギフトカードによっては、「あなたの好きなファッション関連銘柄を選んでください」や「あなたの好きなセクターETFを選んでください」と記載されており、銘柄指定ではなくセクター別に購入できるものも販売されている。紙のギフトカードの購入手数料は、額面 25 ドルに対して 4.95 ドル、額面 50 ドルに対して 6.95 ドル、額面 100 ドルに対して 7.95 ドルである。

ストックパイルは、紙のギフトカードだけでなく e ギフトカードも提供している。e ギフトカードは、同社のウェブサイトやモバイルアプリを通じて、1 ドルから 2,000 ドルの範囲で購入可能であり、その手数料は 1 銘柄 2.99 ドル（複数の銘柄を同時に購入する場合、1 銘柄追加するごとに 0.99 ドル）と 3% のクレジットカード使用料である。これらの手数料には売買時の取引手数料も含まれるため、ギフトカードを受け取った人は、額面どおりの金額分の株式を購入することができる。

ストックパイルで対象銘柄を購入する場合、当日の引け（15 時以降の注文は翌営業日の引け）で発注される。ギフトカードを経由せず、直接ストックパイルの口座で株式の取引を行うこともでき、その場合には 0.99 ドルの取引手数料がかかるが、最低投資金額や口座維持手数料はない。つまり、ストックパイルの顧客であるギフトカードの受け取り手は、自身の好きな投資対象銘柄を金額指定で購入でき、実質的に端株取引を行っていることになる。

3. 全米で広く販売されているストックパイルのギフトカード

ストックパイルは 2015 年 10 月、25 万店舗以上を運営するスーパーマーケットや食料雑貨店に、プリペイド及び決済サービスを提供するブラックホーク・ネットワークと提携した。ブラックホーク・ネットワークは、同社が実施した調査において、18 歳から 34 歳の若年層のうち、73% が「株式を保有していない」と回答した一方で、53% は「ギフトカー

ド等の購入によって株式を保有できるのであれば興味がある」と答えたことを踏まえて、ストックパイルのギフトカード・サービスには潜在的な成長可能性があると考えた¹⁹。

そして、ストックパイルは、ブラックホーク・ネットワークのビジネス・パートナーであるスーパーマーケットや食料雑貨店において、紙のギフトカードを販売できるようにした。当初、その販売店は、老舗の小売店であるKマートやセイフウェイ、食料品店のジャイアント・イーグルやウェグマンズ・フード・マーケット等の一部の店舗であった。しかし、現在、ストックパイルは、全米第5位の規模を誇る小売店のクルーガー、住宅リフォーム・生活家電チェーンのロウズ、事務用品店のステイプルズ等、提携社数を約55社まで増加させており、その一部の店舗において紙のギフトカードを販売している²⁰。

4. 実は投資意欲があるミレニアル世代の顧客化

ストックパイルの顧客は、約3分の2が35歳未満であり、未成年も対象にしている(2017年時点)。18歳以下の子どもの後見人は、子どもを受益者として同社にカストディアル口座(Custodial Account)を開設することができ、子どもは両親などの管理の下で取引できる。その開設要件は、①有効なソーシャル・セキュリティ・ナンバーを保有していること、②適法な米国居住地があること、③米国市民、米国永住者、ビザ保有者であること、④受益者となる子供が①、②、③の要件を満たすことであり、ストックパイルのアンチ・マネーロンダリングのガイドラインに則って口座が開設される。また18歳以上の者は個人口座(Individual Account)を開設することが可能であり、その口座開設要件は、上記①、②、③を満たすことである。カストディアル口座の受益者である子供が18歳以上になった際には、当該カストディアル口座を個人口座に移行することができる。

要すれば、両親の許可があれば、未成年であっても、ストックパイルのギフトカード・サービスを利用して、対象銘柄を購入することが可能であり、ストックパイルの口座を保有する未成年同士で、気軽にギフトカードをプレゼントし合うこともできる。レール CEO は、「ミレニアル世代等の若年層は、投資に必要なお金や知識が不足しているせいで今まで投資を積極的に行っていなかったが、当社の口座保有者の多くが若年層であるということ踏まえると、若年層は、実は投資したい、と考えていることが分かる」と述べている²¹。つまり、ストックパイルは、米国に根付いたギフト文化に則ってミレニアル世代の顧客化を図っており、その戦略の根幹には、端株取引のオペレーションの構築がある。今後、ストックパイルが、ギフトカード市場と共に継続的な成長を遂げるのか注目に値する。

¹⁹ “Blackhawk Network Launches Stockpile's "Gift Cards for Stock" at Select U.S. Retailers,” *CISION PR Netwire*, October 14, 2015.

²⁰ スtockパイルのウェブサイト (<https://www.stockpile.com/find-stockpile-gift-cards>) を参照。

²¹ “Do Teenagers Need an App for Playing the Stock Market? Fidelity Thinks So,” *The Wall Street Journal*, September 28, 2017.

VI サービス開発の基盤となる単位株制度と端株取引の概要

1. 米国の単位株制度の特徴と証券取引所における売買単位・議決権との関連性

前述のように、米国において、端株取引のオペレーションを基盤とした独自の証券取引サービスが普及している背景には、米国の株式取引単位をめぐる制度がある。米国では、原則として 100 株を単位とする単位株 (Round lot) 制度が採用されており、100 株未満の株式は単位未満株 (Odd lot) と呼ばれる。これは証券取引所が運用する制度であり、NYSE のルール 7.5 やナスダックのルール 4703(b)において規定されている。ただし、両ルールには、米国の証券取引所における取引は、1 株を取引単位として注文を出すことが可能であるとも規定されている。つまり、単位株及び単位未満株は、証券取引所において、注文を出すことが可能という点においては違いがない。

米国の単位株制度が証券取引所のルールにおいて規定されている一方で、米国の議決権付与基準は、各州の会社法において定められている。米国の上場企業のうち、約 80% (企業数ベース) の上場企業が登記しているデラウェア州を例に挙げると、同州の会社法 (Delaware General Corporation Law) 212 条(a)において、普通株を発行する場合、1 株に対して 1 議決権が付与されることが規定されている。すなわち、米国では、原則として 100 株と定められている単位株制度の存在に関わらず、個人投資家は 1 株単位で議決権を持つ株式の取引が可能である (図表 3)。

図表 3 米国の単位株制度・最低売買単位・議決権付与基準の比較

	株数	規定する法律・規則
単位株制度	1 単位=原則として 100 株	米国証券取引所のルール
証券取引所における最低売買単位	1 株	米国証券取引所のルール
議決権付与基準	1 株につき 1 議決権	各州の会社法

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

2. 単位株と単位未満株が異なる点

単位未満株の取引については、単位株とは異なる点もある。米国の株式市場は、複数の証券取引所が並立している。ただし、米国の各証券取引所は、全米市場システム（NMS: National Market System）によってネットワークが連結されており、どの取引所に発注された注文でも、その時点で最も優れた価格である全米最良気配（NBBO: National Best Bid and Offer）を提示している証券取引所に注文が回送される仕組みになっている。この仕組みは、NBBO より劣った価格で注文を執行する行為（トレード・スルー）を禁止することで担保されており、オーダー・プロテクション・ルールという。

実は、単位未満株の注文は、単位株と同じ注文板には乗るものの、単位株とは異なり、NBBO として採用されず、オーダー・プロテクション・ルールの適用外である。そのため、仮に、単位未満株の売買を発注した際に、たとえ NBBO よりも有利な価格を提示していたとしても、その注文は NBBO として採用されず、単位株を発注する他の投資家の注文が NBBO を提示している証券取引所に回送されて約定に至ることもあり得る。そのため、単位未満株の注文は、単位株を発注するケースと比べて、約定機会が少なくなる可能性がある。

それでも、前掲図表 1 が示す通り、NYSE で成立した取引のうち、半数近くが単位未満株での取引となっている。SEC は 2018 年 10 月、株式市場構造に関する議論をすべく、業界関係者を募ってラウンドテーブルを開催した。その中で、証券業金融市場協会（SIFMA）は、SEC に対して、単位未満株を NBBO にも含むよう、オーダー・プロテクション・ルール等の諸規則を変更することについての検討を要請している。

3. 米国の端株取引に関するオペレーションの特徴

米国における端株の取引に関しては、単位株や単位未満株とは異なる特徴がある。第一に、端株取引は、顧客からの注文を集約して執行するという性質上、原則として指値での注文は受け付けていない。端株は、そのままでは NYSE やナスダック等の証券取引所において発注することが出来ないため、証券会社が社内にて注文を取りまとめて、一定時に市場に取り次ぐ必要がある。例えば、ストックパイルは、15 時までに出された顧客の注文を集約して、その日の引けに証券取引所に発注している。

第二に、端株取引は、証券会社にとって、単位株や単位未満株の取引と比べて、オペレーション・コストが高い。米国の証券会社は、証券預託機関である DTC（Depository Trust Company）に有する自社の口座において、顧客の保有分を一括して保管するが、DTC では端株を取り扱えない。そこで、端株取引サービスを提供する証券会社は、自社の管理の下で各顧客の保有株式数を把握し、その合計分を 1 株単位に切り上げられるように自己保有分を調整する、という形で対応している。

第三に、端株の口座移管については、証券会社によって取り扱いが異なる。米国では、証券会社間における単位株及び単位未満株の口座移管は、清算機関である NSCC

(National Securities Clearing Corporation) が運営する ACATS (Automated Customer Account Transfer Service) 等を利用して行うことができる。ただし、端株については、制度的には移管をすることが可能であるものの、移管先の証券会社で自己保有分を調整する必要が生じるため、大部分の証券会社が受け入れていない。

例えば、ストックパイルの場合、端株の移管を受け入れている証券会社に対しては端株も含めて証券口座を移管することが可能であり、端株を受け入れていない証券会社に移管する場合には、移管手続き中に、端株部分については売却するという方針を採用している²²。一方で、フォリオ・ファイナンシャル等の端株取引サービスを提供する証券会社であっても、他社から端株の移管を受け入れてはいない。実際のところ、端株は移管時に元の証券会社に残されるか、あるいは清算される場合が多い。

VII 日本の単元株制度と売買単位統一の取り組み

1. 日本の単元株制度の概要

日本の単元株制度は、米国の単位株制度と比較すると、複数の点で異なる特徴がある。日本では会社法第 105 条において、原則として 1 株以上の株式を有する株主は、自益権と共益権を有することが規定されている。また、会社法第 188 条以下では、定款において「一定の数の株式」を 1 単元 (単元株式数) と定め、1 単元の株式に対して 1 議決権を付与することができるという単元株制度についての規定を設けている。つまり、ある上場企業が、「一定の数の株式」として 100 株を単元株と定めた場合、99 株を保有する株主は、配当を受け取ることはできるが、議決権を行使することはできない。

このような法制度の下、東京証券取引所は、業務規程第 15 条(1)a において、売買単位が単元株式数 (単元株制度を採用していない場合は 1 株) であると規定している。単元株式数は、会社法施行規則第 34 条により、1,000 株以下 (発行済株式の総数が 20 万株以下の場合には発行済株式総数の 200 分の 1 以下) の範囲で、それぞれの企業が独自に定めることができるため、過去には証券取引所における売買単位は複数存在した (詳細は後述)。しかし、投資家の利便性向上や誤発注リスクの低減等を目的²³として売買単位を集約する取組みが進められた結果、2018 年 10 月以降、日本の証券取引所に上場している企業については、原則として、売買単位は 100 株で統一されている。

すなわち、日本の上場企業においては、単元株制度、証券取引所における最低売買単位、議決権付与基準が一致している。100 株という 1 単元に対して 1 議決権が付与され、単元株式数である 100 株が証券取引所における最低売買単位である。これは、米国とは異なる制度設計である。特に、証券取引所における最低売買単位が、日本では 100 株であるのに

²² スtockパイルのウェブサイト (<https://help.stockpile.com/en/articles/3075884-transferring-stock-to-another-brokerage>) を参照。

²³ 全国証券取引所「売買単位を集約に向けた行動計画」2007年11月27日。

図表 4 米国の単位株制度と日本の単元株制度の比較

	米国の上場銘柄	日本の上場銘柄
単位（単元）	1 単位＝原則として 100 株	1 単元＝100 株
証券取引所における最低売買単位	1 株 （単位株数に関わらず一定）	100 株 （単元株数＝売買単位）
議決権付与基準	1 株につき 1 議決権 （単位株制度と独立）	1 単元につき 1 議決権 （単元株制度＝議決権付与基準）

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

対して、米国では 1 株である点が、両国における単位（単元）未満株・端株取引サービス提供者の存在感の差につながっている可能性がある（図表 4）。

2. 日本における単元未満株・端株取引サービス

日本では単元株のみが市場で取引可能なため、単元未満株の取引については、証券会社によって取扱いが異なる。例えば、株式累積投資を提供している場合、顧客は指定した金額の範囲内で毎月継続的に株式を買い付けることできるため、端株も含めた株式投資が可能である。10 株単位での取引が可能な株式ミニ株投資や、それより細かい単位での証券取引サービスの提供者もいる。LINE 証券、SBI ネオモバイル証券、au カブコム証券、FOLIO 等は、1 株単位での証券取引サービスを提供している。

他方で、日本における端株取引サービスの提供者は、ワンタップパイや SMBC 日興証券の「日興フロッギー」等、ごく少数である。単元未満株や端株の取引サービスを提供する証券会社が限られているのは、顧客に提供する株式を、市場取引を通じて単元株で仕入れてくる必要があり、100 株（単元株）以上に切り上がるまで自己保有分を調整しなければならず、その価格変動リスクを負うためである。このオペレーション・コストは、売買単位を 1 株とする米国で端株を取り扱う場合と比べて相対的に高い。

すなわち、日米の単位（単元）未満株・端株取引サービスの普及度合の差は、証券会社が負うオペレーション・コストの差であり、それは、突き詰めると、両国の単位株（単元株）制度、証券取引所における最低売買単位等の制度設計の差異に起因していると言える（図表 5）。

図表 5 株数別の証券取引所における発注の可否に関する分類

株数	米国	日本
100 株以上	単元株 （証券取引所に発注可能）	単元株 （証券取引所に発注可能）
100 株未満	単元未満株 （証券取引所に発注可能）	単元未満株 （証券取引所に発注不可）
1 株未満	端株 （証券取引所に発注不可）	端株 （証券取引所に発注不可）

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

3. 証券取引所による売買単位統一

前述の通り、東証をはじめとする日本の証券取引所は、2007年11月より、売買単位を100株に統一する取り組みを進めてきた。当初、8種類（2000株、1000株、500株、200株、100株、50株、10株、1株）あった売買単位は、2014年4月に2種類（1000株と100株）になり、2018年10月以降に100株に統一された。

2013年4月1日以降に、単元株式数を1,000株から100株に変更した1,130社超のうち、約7割は株式併合を行った²⁴。つまり、多くの上場企業は、株式併合を行うことで、同企業の株式の金額ベースでの投資単位を引き上げて、少数の株主が増加することを回避した。100株以下（50株、10株、1株）の売買単位を設定していた上場企業も、同時期に、100株に統一するために単元株式数を引き上げた。それらの企業の中には同率の株式分割を行わなかった企業もあり、むしろ、投資単位は引き上げられる場合もあった。結果的に、潤沢な資金を有する個人投資家でなければ、値がさ株等の取引は難しい状況になったとも言えた。

VIII 日本の上場株式の売買単位引き下げの意義

1. 株主数の増加に伴う上場企業の管理コストという論点

東証によると、売買単位を100株に統一した2018年度において、日本の個人株主数は株式分割・売買単位引下げ実施会社で年間約67万人増加したが²⁵、仮に、売買単位を100株とせずに1株に引き下げていれば、結果的に株主数がさらに増加していた可能性があるのではないだろうか。

売買単位を1株に引き下げるにあたっての懸念点として、「株主数の増加に伴う上場企業の管理コスト」の増加がしばしば指摘される。東証が2011年2月に行ったアンケートによると、株主が1人増加することにより、上場企業が負うコストは年間1,000円程度増加する²⁶。これは、上場企業にとって、売買単位を1株に引き下げる際のデメリットとなる。

他方、日本の主要な上場企業の現物株は、米国において1株の売買単位で流通している。米国には、グレー・マーケットと呼ばれるOTCマーケットがある。同市場は、OTCマーケット・グループ（本拠地はニューヨーク）が運営するものであり、1万社以上のベンチャー企業等の株式が値付けされている。その中で、OTCマーケットにて登録している外国企業の株式は、Fシェアーズと呼称されており、日本の上場企業も含まれている。例えば、トヨタ自動車、NTT、日本たばこ産業（JT）、コマツ、日立製作所、東京ガス、資生堂、アステラス製薬、三井物産、旭化成、三菱UFJフィナンシャル・グループ、任天

²⁴ 東京証券取引所「単元株式数（売買単位）の変更会社一覧（2018年10月1日現在）」

²⁵ 日本の全国4証券取引所が公表した「2018年度株式分布状況調査の調査結果について」より取得。

²⁶ 東京証券取引所「『売買単位の集約に関するアンケート』の集計結果（概況）」2011年2月4日。

堂、ファナック、キヤノン等である。これら F シェアーズは、ADR ではなく普通株であり、1 株単位で売買されている。日本企業の株式が、外国市場において 1 株単位の現物株で取引される一方で、母国市場である日本市場において 1 株単位の現物株で流通できないという状況である。

仮に、日本において、上場企業が、ステークホルダーに対する利益の最大化を図るべく、自社の株主数を増加させようとしても、少額投資、少額取引ができなければ困難であり、結果的に、日本の証券取引所の売買単位が上場企業の戦略の自由度に対する制約になっているとも言える。「株主数の増加に伴う上場企業の管理コスト」とは、株主名簿の管理や株主向けの法定書類の作成や送付等にかかるものを指すと考えられるが、これらはデジタル化が期待できる分野である。同コストを低減させることができれば、売買単位の 1 株への引き下げや、その結果としての株主数の増加、ひいては流動性の向上なども期待できるのではないだろうか。

2. 日本株市場の競争力向上と少額投資促進への期待

現在、日本の株式市場には、競争力の向上という喫緊の課題がある。米国では、過去 30 年間で、上場企業数は約 2,200 社減少する一方で、時価総額は約 10 倍となった。つまり、米国株式市場においては、M&A の活発化、優良な上場企業の選別という中で、高い付加価値を創出可能な企業のみが上場維持を戦略的に選択していると言える²⁷。他方、日本では、過去 30 年間で、上場企業数は 1,900 社以上増加したが、時価総額は不変であった。両市場の上場企業の時価総額は大きく差が開き、例えば、GAF A（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン・ドットコム）の時価総額は東証 1 部上場企業全体の約 7 割に匹敵している。

東証は 2020 年 1 月、現物市場の機能強化に向けたアクションプログラムを公表した²⁸。その中で、「投資しやすい取引環境の整備」を促す方策として、信託を活用した少額投資制度が示された。すなわち、国内株 JDR（Japanese Depositary Receipt）の活用である。これは日本で上場している単元株（100 株）を信託財産として保持し、日本において単元未満株（1 株）相当の信託受益証券として流通させるというアイデアである。

国内株 JDR には複数の課題が指摘できる。信託財産である現物株と信託受益証券とは、別々の有価証券である。そのため、①企業 X の普通株から成る単元株、②信託銀行 A 社が組成した企業 X の信託受益証券（単元未満株相当）、③信託銀行 B 社が組成した企業 X の信託受益証券（単元未満株相当）といった具合に、同じ企業について複数の有価証券が乱立し得る。また、仮に、国内株 JDR 組成者のカウンターパーティーリスク（またはクレジットリスク）が顕在化した場合、既存の上場企業のレピュテーション・リスクにもな

²⁷ 詳細は、岡田功太「米国の株式公開市場の活性化に係る施策を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号（ウェブサイト版）を参照。

²⁸ 日本取引所グループのウェブサイト（<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/0060/20200130-01.html>）を参照。

り得る²⁹。これらを踏まえると、JDR による小口化を目指すよりも、現物株の売買単位を 1 株に引き下げの方が、よりシンプルに取引単位を少額化し、少額投資を容易にすることができるのではないだろうか。

3. 若年世代の生活スタイルに訴求する証券取引サービスの開発

近年、日本では、「人生 100 年時代」と呼ばれる長寿社会を迎えるなか、自助努力による資産運用の必要性が指摘されており、少額投資非課税制度（NISA）や、個人型確定拠出年金（iDeCo）等の資産形成支援制度が拡充されている。

また、投資信託の販売手数料等の無料化や、スマホ証券によるユーザーインターフェース（UI）及びユーザーエクスペリエンス（UX）を重視したモバイルアプリの開発など、投資家層の裾野拡大を目指す動きも活発化している。今後は、UI/UX の向上やスマートフォンを通じた取引の促進だけでなく、如何にして、株式及び ETF 投資を若年世代の生活に密着させることができるのかという観点で、証券取引サービスを開発する必要がある。実際、米国では、ストックパイルが、ギフトカード文化に則ったサービスを展開し、ミレニアル世代の顧客化に成功している。モチーフ・インベスティングの「モチーフ」のような、個人に適したポートフォリオ構築サービスの提供も一案であろう。少数・少額の売買単位は、これらのクリエイティブな証券事業や革新的な証券取引サービス開発の根幹を成している。

売買単位の引き下げにより、米国のような証券取引サービスの向上やイノベーションの創出を後押しできれば、日本の積年の課題である「貯蓄から投資」の促進、さらには日本の株式市場の活性化と競争力の向上に繋がるのではないだろうか。

²⁹ その他の国内株 JDR に係る課題として、以下の指摘ができる。①現物株と国内株 JDR の売買を分けることによって、本来であれば同一の有価証券の流動性が分散し、証券取引所の価格発見機能を劣化させる可能性がある。②国内株 JDR を組成している信託銀行が破綻した場合、信託財産は分別管理されているので個人投資家の資産は保全されているが、信託受益証券（単元未満株相当）は解約されて、個人が市場取引できない単元未満株を保有することになることから、「投資しやすい取引環境の整備」を促しているとは言えない。③国内株 JDR の組成に係るコストを考慮した場合、米国 F シェアーズのような 1 株単位の取引に比べたコスト効率の低下を正当化できない。④以前より、外国株 JDR については金商法上の一部の規制の適用関係が明確にはなっていないと指摘されていたが、国内株 JDR にも、同様の課題が指摘できるのか検証する必要がある。詳細は、樋口航「受益証券発行信託の活用事例と法的論点—JDR を中心に—」商事法務 2006 号、小川宏幸「受益証券発行信託の機能的可能性」信託研究奨励金論文集第 37 号を参照。