

複雑化した米国の株式市場構造と「フラッシュ・クラッシュ」

2010年5月6日の「フラッシュ・クラッシュ」は、米国の株式市場に対する信頼を大きく揺るがした。個別銘柄ベースのサーキット・ブレーカーなど再発防止策の検討が進む一方、未解明の点も多く残されている。

株価が乱高下した米国市場

2010年5月6日、米国の株式市場は大きな混乱に陥った。この日の午後2時40分以降、ダウ工業株30種平均株価指数（ダウ平均）が5分間に573ドルも急落したのである。前日終値からの下落幅995.55ドルは、2008年9月のリーマン・ショックを上回り過去最大となった。

ところが、安値を記録した午後2時47分からダウ平均はわずか1分半で543ドルも急騰した。これほどの短時間に株価が乱高下することはきわめて珍しい。米国のメディアは、この出来事を「フラッシュ・クラッシュ」と命名した。

この日のダウ平均の下落率は、1987年10月のブラック・マンデーには及ばない前日比9.16%にとどまる。しかし、個別銘柄では40ドルだった株価が数分間で1セントにまで暴落するといった異常なケースが続出した。

取引終了後、ニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダックなど主要市場は、株価が異常な動きを示した午後2時40分から3時までの取引について、2時40分時点の最新の価格を60%以上割り込んだ約定をすべて取り消すと発表した。約定取消しの対象は、326銘柄2万件以上に及ぶ。これは市場の実勢からかけ離れていると判断される約定を取り消すことができるという取引所の権限に基づく決定だが、これほど広範な取消しは過去に例がない。

この日、ギリシャの債務問題や英国の総選挙などが市場に不安感を与えていたことは確かだが、リーマン・

ショックのような明確な理由もなく株価が乱高下したことは関係者に衝撃を与えた。米国の株式市場に対する信頼感は大きく揺らぐこととなった。

謎が残る急落の要因

事態を重くみた証券取引委員会（SEC）など市場監督当局と各取引所は、早速この日の事態を解明するための調査に乗り出した。

当初、株価急落の原因は発注単位を取り違えたことによる大量の売り注文だという憶測もなされた。2005年12月に東証市場で起きたジェイコム株誤発注事件を想起させるような話である。しかし、その後の調査で、少なくとも誤発注が主要な要因であったという見方は否定された。

関係者が注目しているのは、コンピュータ・プログラムを駆使して短時間に多数の売買を行うHFT（高頻度取引）といったトレーディング手法を用いるトレーディング会社などの市場参加者が、株価急落時に一時的に取引を停止したことや株価指数先物の価格下落が現物市場の急落に先行して生じたことなどだが、現時点では全容が明らかにされたとは到底言えないだろう。

現物市場との価格の乖離が生じれば裁定を狙った新規設定や解約が行われる上場投資信託（ETF）の価格が、現物株価をはるかに上回る勢いで急落し、多数の銘柄で1セントといった常識では考えられないような水準で取引が成立したことも理解しがたい点である。

米国株式市場の構造は過去15年で激変した。NYSE、ナスダックの自市場上場銘柄の取引シェアは3割程度にまで落ち、電子取引所や証券会社が運営するダークプー

図表 サークット・ブレーカー制度の内容(新制度導入後)

	発生時刻	取引停止時間
ダウ平均が10%下落	午後2時以前 午後2時から2時30分まで 午後2時30分以降	1時間 30分 取引継続
ダウ平均が20%下落	午後1時以前 午後1時から2時まで 午後2時以降	2時間 1時間 当日の取引をすべて停止
ダウ平均が30%下落	発生時刻を問わず取引停止	
S&P500採用銘柄の株価が5分間で10%下落	9:45 ~ 15:35に発生した場合、当該銘柄の取引を5分間停止	

(出所) 筆者作成

ルなど40以上の「市場」で取引が行われる。この市場構造の変化が今回の事態にどう影響したのかが、真相解明に向けた調査での重要なポイントとなろう。

サーキット・ブレーカー見直しと今後

米国の株式市場では、ブラック・マンデーの教訓から、パニックによる株価急落時に取引を一時的に停止するサーキット・ブレーカー制度が導入されている。しかし、今回の急落では、ダウ平均の下落率が最大でも発動基準の10%に満たなかったことから取引の全面停止には至らなかった。

そこで、SECや取引所は、今回のような事態の再発を防止するための方策として、個別銘柄の株価が急落した場合にも当該銘柄の取引を一時的に停止する新たな制度の導入を提案している(図表参照)。

日本では個別銘柄の株価の変動幅を15~20%程度に限定する値幅制限制度が採用されている。個別銘柄ベースのサーキット・ブレーカーは、一見すると値幅制限に似た制度だが、前者があくまで一時的に取引を停止して市場参加者のパニック心理の解消と正確な情報の浸透を図る制度であるのに対し、後者は市場が混乱してい

ない状態でも一定の幅を超える価格形成を認めないという制度であるという大きな違いを見逃してはならない。

個別銘柄ベースのサーキット・ブレーカーが、従来のダウ平均ベースのものと相まって、一種の市場のセーフティネット的な役割を果たすことは間違いない。加えて、異常な取引が行われてしまった場合の約定取消基準の明確化や個人投資家が大きな損失を蒙る要因となったと指摘されているストップ・ロス・オーダー(逆指値の売り注文)や成り行き注文に対する規制の導入なども今後検討される見通しである。

他方、HFTなどの電子取引については、市場混乱の要因となったとの見方がある一方、流動性の向上とより効率的な価格発見につながっており、今回の市場混乱時に一部のトレーダーが取引を停止したとしても、それはプログラムを用いる市場参加者に限った話ではないという意見もある。今後、何らかの規制が検討されるのかどうかが一つの注目点となろう。



Writer's Profile



大崎 貞和 Sadakazu Osaki

未来創発センター
主席研究員
専門は証券市場論
focus@nri.co.jp