

## 金融システム研究フォーラム 概要

第 29 回 2010.7.9 (金)

-----

今回は、野村総合研究所の大崎貞和氏から、「米国の株式市場構造と『フラッシュ・クラッシュ』」と題する報告を受けて討議した。Flash Crash とは、2010 年 5 月 6 日の米国株式市場で、とりわけ午後 2 時半以降に発生した株価の乱高下に与えられた通称である。2 時 42 分から 47 分にかけて 573 ドル 27 セント急落し、47 分からの 1 分半で 543 ドル暴騰した。安値までの前日比下げ幅 995 ドル 55 セントはリーマン・ショックを上回り史上最大の下落幅であり、2 時 40 分から 3 時まで成立した約定のうち、2 時 40 分時点の価格を 60% 以上下回った 326 銘柄 20,761 件の約定が取り消された。

当初流れた誤発注引き金説はほぼ否定されている。原因解明のための検討の報告（暫定的なもの。最終報告にはさらに 1 年程度の期間が必要の模様）が公表されている。このケースに顕在化した一連の現象に焦点を合わせながら、最近の米国株式市場の状況に関して議論した。最終的には日本の株式市場との比較を念頭に置いた。今後金融システムと実体経済との関わり、より中長期的な関連に、焦点を合わせた話題をより多く取り上げ、その一環として株式市場関連の話題を取り上げる本フォーラムの計画の一環である。

もとより、日本でも 1998 年の証券取引法（当時）改正で取引所集中原則が撤廃されており、2004 年の法改正でオークション方式を採用する電子取引システムの開設が認められている。いくつかの理由から日本では注文執行の場の多様化や市場運営者間の競争がさほど進んでおらず、さらに個別銘柄の値幅制限があるなどの理由から Flash Crash のような現象は起こりえないと見られる。アメリカ市場で発生した現象と発生メカニズムに照らすと、日本市場の問題点・今後の課題もクローズアップされるだろうとの期待からもこの話題を取り上げた。当然、東京証券取引所のような圧倒的ものが存在するわけではないし、このようなものが存在することもあって最良執行義務が形式化することもない。

1996 年の注文取扱い規則(Order-handling Rules)の採択を契機に電子取引システムのシェアが拡大し、NYSE やナスダックなど取引所が対抗策として電子取引の強化や経営戦略を積極化し、その後の 10 年強の期間に米国株式市場は大きな変貌を遂げた。NYSE とナスダックなどの上場銘柄は 40 余りの「市場」で取引され、主要市場の取引シェアは 3 割程度に低下した。

市場間競争の弊害として注文約定の分散による価格発見機能の低下が指摘され、その弊害防止のために、気配情報の公表と市場間の迅速な注文回送による最良執行の確保が必要だとされることがある。他方、その帰結として、回送された注文の集中による混乱の発生・

激化が発生するかもしれない。象徴的に「市場の分裂か多様化か」と表現される検討課題である。(もっとも、こういう現象・論点は、株式市場にかぎらず、市場と規制に関連して数百年にわたって繰り返された「神学論争」の再現のようにも見える。) おそらくは、個別検討課題に即して具体的に検討されるべきものであろう。

少なくとも潜在的には発生・存在が予想されてきた現象・検討課題が *flashy* な現象として観察され、しかも、とりあえずは大変な実害を伴ったというほどのものではなかったという点で、絶好の検討課題が具体的に示された可能性がある。このため、当面は。サーキット・ブレーカー制度(取引を中断して落ち着かせようとするものであって、日本の値幅制限とは異なる)やマーケット・メーカーの役割・義務の見直し、各取引所システム・電子取引システム及び相互関係に関する規制の見直しなどが「再発防止策をめぐって」議論されるとしても、今後公表される予定の検討結果を含めて、豊富な情報が提供されて、日本でも現状の評価と今後の課題に関する検討が深まることを期待したい。発生場所が日本でなくてよかったと安堵するとしても、どうやら日本では発生しようがない状況であつたらしいことにも関心を持つ必要がある。プールで溺死する子供がいないのは、子供が入れるプールがないからだ・・・というのでは喜べない。

最近の興味深い現象に焦点を合わせながら、近年の株式市場の大きな変化とその帰結に関わる多くの話題を提供し、今後の多様な検討課題への関心にもつながる活発な議論を喚起していただいた大崎さんに深謝します。