

米国におけるサーキット・ブレーカーの見直し

ニューヨーク証券取引所（NYSE）は、97年12月4日の理事会で、株価の急落が生じた場合に取引を一時停止する、いわゆるサーキット・ブレーカー制度の見直しを決定した。今回の見直しは小幅なものにとどまったが、近い将来、サーキット・ブレーカーの発動を一層限定的にするような大幅な見直しが行われる可能性もある。

1. これまでのサーキット・ブレーカー

米国の証券取引所や Nasdaq 市場は、ダウ工業株三十種平均が 508 ポイント下落し、市場に大きな混乱が生じた 1987 年 10 月 19 日の「ブラックマンデー」後、株価の大幅な下落が生じた場合に取引を一時停止する、いわゆるサーキット・ブレーカーを制度化した。NYSE の場合、以下のような内容であった¹。

- ①ダウ工業株三十種平均が、前日の終値に比べて 250 ポイント下落した時点で取引を 1 時間停止する。
- ②取引再開後、更に 150 ポイントの下落が生じた場合、取引を 2 時間停止する。

この規定が実際に発動されたことは一度もなかったが、96年3月8日に217ポイントの下落が生じたことなどから、96年7月に250ポイント下落時の取引停止を30分間、二度目の取引停止を1時間とする修正が加えられ、更に97年2月には以下のように修正された。

- ①ダウ工業株三十種平均が、前日の終値に比べて 350 ポイント下落した時点で取引を 30 分間停止する。
- ②取引再開後、更に 200 ポイントの下落が生じた場合、取引を 1 時間停止する。
- ③取引停止が東部時間午後 4 時以降に及んだ場合、当日の取引は再開しない。

また、90年7月には、この全面的な取引停止に関するルールに加えて、一定の場合における成り行き注文の制限（カラーと呼ばれる）が導入された²。これは、いわゆるプログラ

¹ 88年10月19日制定のNYSE規則80B。

² NYSE規則80A。

ム取引に基づく売り注文が、相場の下落を加速するという見方が強いことから、制限を加えようとしたものである。

具体的には、ダウ工業株三十種平均が前日の終値に比べて50ポイント以上下落した場合、インデックス・アービトラージのプログラム取引を行っているトレーダーは、小口注文の自動執行システムであるスーパーDOTシステムを通じて成り行き注文を出すことを一時的に制限される。また、シカゴ・マーカントイル取引所（CME）におけるS&P500指数先物が前日の終値に比べて12ポイント以上下落した場合には、プログラム取引に基づく成り行き注文の執行を5分間停止し、注文の内容をフロアに公開して需給の均衡化を図る措置がとられる³。

これらの制限は、株価の全般的な上昇もあって頻繁に発動されている。スーパーDOTを通じた注文の制限は、90年から96年にかけて246回、CME先物の変動に基づく5分間の停止措置は、同じ期間に21回発動された⁴。

一方、全面的な取引停止につながるサーキット・ブレーカーは、香港市場の下落に端を発して世界的な株式市場の動揺が生じた97年10月27日に初めて実際に発動された。この日の下落幅は、前日の終値に比べて554ポイントに達し、東部時間午後2時35分に最初の30分間の取引停止が実施され、いったん取引を再開した後、午後3時30分には二度目の1時間の取引停止が実施された。NYSEの通常の実行時間は午後4時までであり、この日の取引は、そのまま再開されなかった。

2. サーキット・ブレーカーの理論

サーキット・ブレーカー制度をめぐっては、これまで理論面から賛否両論が唱えられてきた⁵。

取引停止を正当化する論拠は、以下のようなものである。

①情報を十分に有しない取引者（uninformed trader）の間での売買注文の不均衡が、急激な価格変動の要因となっている場合、取引停止によって市場の混乱が回避できる上、市場機能の低下によって取引者が被る損失を小さくできる。また、情報を十分に有しない投資家の注文が価格変動を引き起こすと、情報を十分に有する取引者（informed trader）は自分の注文が正常に執行されるという確信を持たなくなり、注文を出さなくなってしまう。取引停止は、この状態を解消し、情報を十分に有する取引者が市場に流動性を供給する機会を提供する。

³ この仕組みは「サイドカー」と呼ばれ、88年10月に導入された。

⁴ NYSE Fact Book 1996, p.22.

⁵ 以下の記述は、主としてLawrence Harris, “Circuit Breakers and Program Trading Limits: What Have We Learned?”, October 21, 1997, <http://Lharris.USC.edu/Acrobat/Circuit.PDF>, pp. 5-7による。

②取引停止によって、マージン取引の証拠金の追加や株価が一定以下になった場合に売り注文となるストップ・オーダーの撤回などを行う時間が与えられるため、一時的な価格変動が小さくなる⁶。取引が継続していると、取引者は、証拠金の追加に応じることができず、ストップ・オーダーによる損切りを行い、相場の下落を加速する可能性がある。

③オーダー・ドリブン方式の市場では、流動性の源泉は、指値注文を出す取引者の存在にある。取引が一時停止された後に再開される際には、寄り付きと同じ板寄せ方式によって取引が行われる。ザラバ方式で売買が継続している中で株価が下落すると、指値の買い注文を出している取引者は、直ちに損失を被ることになる。これに対し、板寄せが行われると、大量の売り注文が出て価格が低位に決まったとしても、指値の買い注文を出している取引者は低い株価で購入することができ、利益を受ける。従って、取引停止が行われると、指値の買い注文がより積極的に出され、流動性が高まる。

これに対して、サーキット・ブレーカーは、むしろ市場の混乱を助長するという議論もある。

①株価下落の原因が、情報を十分に有しない取引者の注文によるものでなく、ファンダメンタルズに関する新たな情報である場合には、取引停止は、不可避的な価格の修正を延期するだけに過ぎない。むしろ、停止時間中は、情報の質や量が低下し、再開時の価格水準が不確実になりやすい。更に、取引停止は、情報を十分に有しない取引者をパニックに陥れ、取引再開時の一時的な価格変動を拡大する恐れがある。

②取引停止が発動されると予想される場合、自分の注文が執行されなくなることを恐れる取引者は、できるだけ早く注文を処理させようとするため、価格の一時的な変動が拡大する。取引所の裁量で取引停止が行われる場合には、取引停止が発動が予想できない上、取引が停止されたという事実が、単なる価格変動に関する情報以上の意味を持ち得るため、より弊害が少ない⁷。

③情報を十分に有する取引者は、取引停止が告知されると知っている場合には、市場の様子を注視しなくなる。この結果、情報の質や量が低下し、価格の一時的な変動が拡大する。

南カリフォルニア大学のローレンス・ハリス教授は、こうした議論や部分的な取引停止に関する経験的証拠の分析などを踏まえて、以下のように結論づけている⁸。

①価格変動という現象には様々な理由付けが可能であり、ブラック・マンデー以来サー

⁶ 価格変動（ボラティリティ）には、ファンダメンタルズに関する新たな情報を反映して生じる基礎的な価格変動とファンダメンタルズに関する新たな情報を有しない取引者の注文内容が偶々一致しないことによって生じる一時的な価格変動とがある。

⁷ Avaniidhar Subrahmanyam, "On Rules Versus Discretion in Procedures To Halt Trade", *Journal of Economics and Business*, 1995, v.47, pp.1-16.

⁸ Harris, op. cit., pp.26-27. なお、①～④は、サーキット・ブレーカー否定論を根拠付け、⑤は肯定論の根拠となるものと言える。

キット・ブレイカーが発動されていないという事実をもって、この制度が価格変動を和らげていると結論づけることはできない。理論的な議論も曖昧な結論しか導けていない。

- ②投資家、ヘッジを行うトレーダー、資産の入れ替えを図る人などの功利的な動機からの市場の利用こそが市場を支えており、取引費用を増大させるような政策は、長期的には問題が多い。
- ③情報を十分に有しない取引者への流動性供給が十分でなくとも、そうした流動性の欠如は、情報を十分に有する取引者に収益機会をもたらすため、特に政策的な対応を講じなくとも自ずと是正される。
- ④正確な価格情報は経済活動にとって非常に重要であり、価格発見のプロセスを遅らせたり複雑にしたりすることは、恐らく望ましくない。
- ⑤指値注文を出す取引者は、他人に取引に応じるかどうかのオプションを無償で与えているようなものである。こうした外部性 (externalities) を有する行為は重要であり、指値注文を出す取引者の利益を保護するような政策は、流動性の向上につながる。

3. サーキット・ブレイカーの見直し

1) サーキット・ブレイカー発動に対する批判

今回の NYSE によるサーキット・ブレイカーの全面的な発動に対しては、その直後から様々な批判が寄せられた。多くの市場関係者は、下落時の取引は混乱なく進んでおり、むしろ取引停止によって混乱が惹起されたと主張した。

とりわけ強く批判されたのは、二度目の取引停止によって、当日の取引が再開されないまま終了してしまった点である。この結果、終値での売買を希望する投資家の多数の注文が処理されないまま残されてしまい、翌日の 12 億株（一日の出来高としては過去最大）という記録的な取引高と上昇幅 337 ポイントという株価の急騰、ディスカウント・ブローカーの提供するインターネット取引機能がつながらなくなるといった市場の混乱、などの要因となったと指摘された。

実際、取引が停止された 27 日の出来高は 6 億 8 千万株と前週金曜日とほとんど変わらず、しかも、そのうち 8 千万株は、一回目の取引停止後の取引再開時に売買されていた。また、ニューヨークでの取引停止のニュースが、その意味合いが十分に理解されないまま報道され、翌日の各国市場における大幅な下落につながったという指摘もなされた。

ブラック・マンデー後にサーキット・ブレイカーの導入を提案したブレイディ報告書の作成にかかわったロバート・グラウバー氏（ハーバード大学講師）ですら、サーキット・ブレイカーは、本来非常に稀にしか起きない市場の混乱に際して発動されるべきで、今回

はそうした状態ではなかったと批判的な見解を述べた⁹。

こうした批判が生じたのは、株価の上昇を背景に、87年10月19日のブラックマンデー時に比べて下落率から言えばはるかに小さな下落であったにもかかわらず、サーキット・ブレーカーが発動されたためである（表1）。

表1 ダウ工業株指数の下落率

年月日	下落率 (%)	下落幅 (絶対値)
①1987年10月19日	-22.6	-508.00
②1929年10月28日	-12.8	-38.33
③1929年10月29日	-11.7	-30.57
④1929年11月6日	-9.9	-25.55
⑤1899年12月18日	-8.7	-5.57
⑥1932年8月12日	-8.4	-5.79
⑦1907年3月14日	-8.3	-6.89
⑧1987年10月26日	-8.0	-156.83
⑨1933年7月21日	-7.8	-7.55
⑩1937年10月18日	-7.7	-10.57
⑪1917年2月1日	-7.2	-6.91
⑫1997年10月27日	-7.2	-554.26

(出所) WSJ, 1997-10-28 より作成。

これに対して、NYSE 関係者は、当初、「サーキット・ブレーカーは非常にうまく働いた」（ウィリアム・ジョンストン理事長）とか「取引停止がなければダウは1,000ポイント下落していただろう」（ジェイムズ・ジェイコブソン副会長）などと述べていた。しかし、リチャード・グラッソ会長は、サーキット・ブレーカーの発動に対して多くの抗議が寄せられたことを認め、規則の見直しに着手すると表明した。

2) 規則改定をめぐる検討

NYSE 当局は、直ちにサーキット・ブレーカーの見直しに着手し、97年11月21日に開かれた SEC と各市場当局者のミーティングにおいて、以下のような改定を提案した。

- ①ダウ工業株三十種平均が、前日の終値に比べて10%下落した時点で取引を停止する。
- ②二回目の取引停止は、下落幅が20%に達した時点とする。
- ③二回目の取引停止が、午後二時半以降に発動された場合、当日の取引は再開しない。
- ④10%、20%にあたる具体的な下落幅は、毎年12月のダウ指数の平均値に基づいて改定される。

この提案に対しては、①10%、20%の下落（ダウの現在の水準からすれば800ポイント

⁹ WSJ, 1997-10-29.

から 1,600 ポイントの下落) を基準とするのでは現行ルールに比べて許容される下落幅が 3 倍にもなってしまう変化が激しすぎる、②下げ幅の絶対値の改定が年 1 回では市場の変化を十分に反映できない、といった意見が出されたほか、取引停止の期間をどの程度にするかについても、様々な意見が出されたという¹⁰。

結局、NYSE は、12 月 4 日の理事会で、規則の改定について最終的な決定を行った。その内容は、以下の通りである。

- ①サーキット・ブレーカーの発動基準となる下げ幅は現行通り 350 ポイント、550 ポイントとする。
- ②550 ポイントの下落が午後二時以降に発生した場合、取引停止の期間は 1 時間でなく 30 分間とする。
- ③午後三時以降に 350 ポイントの下落が発生しても取引は停止しない。但し、下落幅が 550 ポイントに達した場合、取引は停止され、当日はそのまま再開しない。

すなわち、発動基準となる下げ幅の大幅な拡大については、当面決定を見送り、特に大きな混乱の要因となったとされる取引終了近くにおけるサーキット・ブレーカーの発動について制約を加えるに留めたわけである。

今回の改定は当初予想されたよりも小幅な見直しにとどまったが、それでも改定が必要とされたのは、現行ルールが 98 年 1 月末で失効することから、全く手を加えないでルールの有効期限を延長すると強い批判を浴びかねないという事情があったからである。もっとも、NYSE のグラッソ会長は、サーキット・ブレーカー発動の基準となる下げ幅の拡大については概ね合意が得られているとして、早期に再度の規則改定を行う意向を表明した。

今回の改定が、土壇場になって小幅なものに留められた理由としては、10%、20%を基準としたサーキット・ブレーカーの発動後の取引再開のあり方などについてコンセンサスが得られなかったためとされているが、いま一つ明確ではない。憶測を逞しくすれば、規則の文言に 10%、20%といった下げ率を明記することを嫌った NYSE 理事会が、97 年 12 月のダウ指数の動きを基準として、98 年に改めて数値を算出しようとしたということであろうか。

年明け後、NYSE は、SEC との間で、10%、20%の下落を取引停止措置発動の基準とすることで原則的に合意した¹¹。早ければ 2 月 5 日に開かれる理事会において、改めて規則改正が審議される見込みである。

¹⁰ WSJ, 1997-1124, Calgary Herald, 1997-11-27.

¹¹ 1998-1-8 の Bloomberg による。

おわりに

今回のサーキット・ブレーカーをめぐる議論の中では、発動の基準となる下落幅を株価水準との関係で柔軟に見直すという方向が、ある程度明確になってきた。これは、比較的小幅な下落で市場の混乱もないままにサーキット・ブレーカーが発動されてしまったという批判に応えるという面では、評価することができよう。

しかし、NYSE は、依然として下落率ではなく下落幅の絶対値に基づいてサーキット・ブレーカーの発動基準を定めるという方法にこだわっている。これは、NYSE が、ルールの分かりやすさを重視するという立場をとっているためである。実際、グラッソ会長を始めとする NYSE 首脳が、株価の持続的な上昇と SEC による再三の指摘にもかかわらず 88 年 10 月の規則制定時から 97 年 2 月まで発動基準を変更しなかったのは、「250 ポイントの下落が生じるかどうかを気にしている個人投資家を守るため」であった¹²。今回検討された新しい基準の決定方法が実施されても、一年の間に株価水準が大幅に切り上がった場合、サーキット・ブレーカーが安易に発動されかねないという懸念は残る。

既に触れたように、サーキット・ブレーカーの発動が事前に容易に予想される場合、注文の処理を急ぐ取引者の行動によって、一時的な価格変動が拡大されるという指摘もある。こうした観点からは、発動基準を事前に固定してしまうのではなく、取引所の裁量によって市場の状況に合わせて発動できるような柔軟な規定を設けることも検討されてもよいかも知れない。

わが国の株式市場では、サーキット・ブレーカー制度は採用されていないものの、各銘柄ごとに値幅制限が行われている。また、NYSE における大幅下落を受けた 10 月 29 日の取引では、東京証券取引所が、気配の更新値幅を縮小すると共に気配の更新時間を延長するという臨時措置を実施し、一部の銘柄でかなりの買い注文があったにもかかわらず商いが成立しないという状況が生じ、市場関係者の間から不満の声が上がった¹³。

流動性の源泉である指値注文が市場に反映されないのでは、市場の機能は大いに損なわれる。ハリス教授も指摘しているように、価格発見のプロセスを遅らせたり複雑にしたりすることを目的とした規制は、望ましいものとは考えられない。わが国においても、今後、市場の不必要な混乱を防止するための市場管理のあり方をめぐる議論が、一層深められることが期待される。

(大崎 貞和)

¹² WSJ, 1997-1029.

¹³ 『日本経済新聞』1997-10-29。