

ゲームストップ株式をめぐる問題

～SECの報告書に見る実態～

吉川 真裕

二〇二一年一月二八日、アメリカでゲームストップをはじめとする個人投資家が買い進めた数銘柄の株式に対して、ロビンフッド等の数社の証券会社が新規買い注文を制限するという事態が生じ、株価は急落し、売り方のヘッジファンドが取引を制限させたという噂が個人投資家の間に広がった。そして、下院議会で二月一八日、上院議会で三月九日にそれぞれ公聴会が開かれ、事態の重要性を印象づけた。

二〇二一年一〇月一八日、アメリカの証券市場監督機関である証券取引委員会（SEC）は『二〇二一年初めにおける株式・オプション市場構造のコンデিশョンに関するスタッフ・レポート』と題する報告書を公表し、ゲームストップ株式をめぐる問題について見解を明らかにした。^① ゲンスラー委員長の指示に従って、これまでマスコミを通じて報じられてきたことを確認する作業であるが、マーケット・メーカーがブローカー・ディーラーに支払うリベートであるオーダー・フロー・ペイメントを禁止するとか、株式取引決済を短縮するとかいったSECがすぐにも規則変更を検討すべき問題は存在しないという暫定的な結論が示され、SECがすでに進めているレギュレーションNMSの見直し作業の中で今回の問題を取り扱おうとしていることが明らかになった。

本稿では、SECの報告書に基づいてゲームストップ株式をめぐる問題について考察する。

1 ゲームストップ株式をめぐる経緯

ゲームストップはアメリカで多くの販売店舗を要するゲーム機やゲーム・ソフトの販売チェーンであり、ソフトの販売方法のオンライン化に乗り遅れ、二〇一九年には株価が七〇%も下落するという状況にあった。二〇二〇年八月三十一日、チェミの共同創業者であるライアン・コーエン氏がゲームストップの株式を取得したことを公表し、株価は六・六八ドルまで二四%上昇した。二〇二二年一月一日にはコーエン氏の取締役就任が報じられ、株価は一時二〇・六五ドルまで一七%上昇した。そして、一月一日にはそれまでの七〇〇万株から一億四四〇〇万株に取引が急増し、株価も三一・四〇ドルまで上昇していた。一月二日には三時間で四三ドルから七二ドルまで七一%急騰し、一月二七日には株価は三四七・五一ドルに達していた。

一月二八日、コロナ感染拡大以後、個人投資家の口座開設が急増していたロビンフッドをはじめとする数社の証券会社がゲームストップ等の急騰した株式の新規買い注文を制限することが明らかとなり、一時は四八三ドルまで上昇したものの、ゲームストップの株価は急落することになった。

なお、ゲームストップ等の急騰がそれらを含んだETFに与えた影響についてはあまり報じられていなかったが、スパイダーS&PリテイルETFに占めるゲームストップの構成比は二月三十一日の一・五%から一月二七日の一九・九八%まで上昇し、一月二七日に純資産額の七六・三%に当たる五億六〇〇万ドル（過去二番目）が召喚されていたが、一月二六日から二八日までの平均スプレッドは〇・〇七三ドル（五二週平均〇・〇一ドル）、ウエドブッシュETF MGVビデオゲーム・テックETFに占めるゲームストップの構成比は二月三十一日の二・〇四%から一月二八日の一七%まで上昇し、一月二六日から二八日までの平均スプレッドは一・三二ドル（五二週平均〇・一八六ドル）であり、比較的落ち着いたものであったという評価がおこなわれている。

2 個人投資家

コロナ感染拡大以後、個人投資家の株式取引がアメリカで増えていることを多くのメディアが報じているが、アメリカでは個人投資家の注文の多くは取引所でマーケット・メーカーとの間で執行されており、個人投資家の取引増加は取引所外取引の増加をもたらしものと考えられる。報告書では取引所外取引の比率が六〇日移動平均で三月二三日の三八・四％から年末の四六・五％（十二月三日には五〇・四％）に上昇しており、取引所外取引株数も一月の平均一四七億株から一二月の平均五〇〇株に増加していたことが紹介されている。

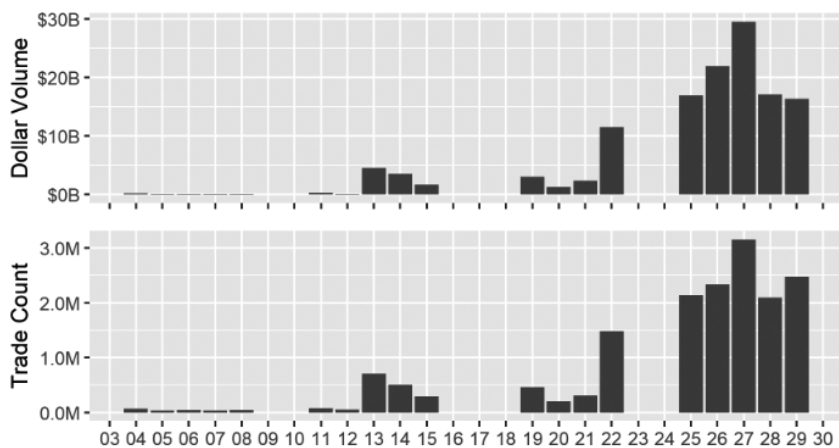
図表1は一月におけるゲームストップ株式の取引金額と取引口座数の推移を表わしており、取引金額の増減と取引口座数の増減が類似しており、数の多い個人投資家がゲームストップ株式を取引していたことを類推させる。そして、図表2は図表1の取引口座数を個人投資家・機関投資家（資産額五〇〇万ドル以上）・その他に分類しており、取引した口座数では圧倒的に個人投資家が多かったことが確認されている。

図表3は一月におけるゲームストップ株式の取引シェアの推移を、図表4は取引所外取引（図表3のTRF）の構成比をそれぞれ表わしており、一月二日までは取引所外取引（TRF）が多く、中でもマーケット・メーカーとの相対取引を表わすインターナライザーが圧倒的に多かったことが確認できる。一月二日以降に取引所取引のシェアが上昇していたことはこれまであまり報じられておらず、SECの報告書における新たな発見の一つと言えるであろう。この事実に対して報告書では、インターナライザーとして取引所外取引をおこなってきたマーケット・メーカーが株価乱高下のリスクを削減するために取引所やATS（取引所類似施設）に注文を回送したものと解釈している。かくして、個人投資家の取引増加、取引所外取引のシェア上昇、取引所取引のシェア上昇（取引所外取引のシェア低下）、ATSのシェア上昇（インターナライザーのシェア低下）が確認された。

図表 1 1 月におけるゲームストップ株式の取引金額と取引口座数の推移

Figure 3

GME Daily Dollar Volume and Trade Count, January 2021

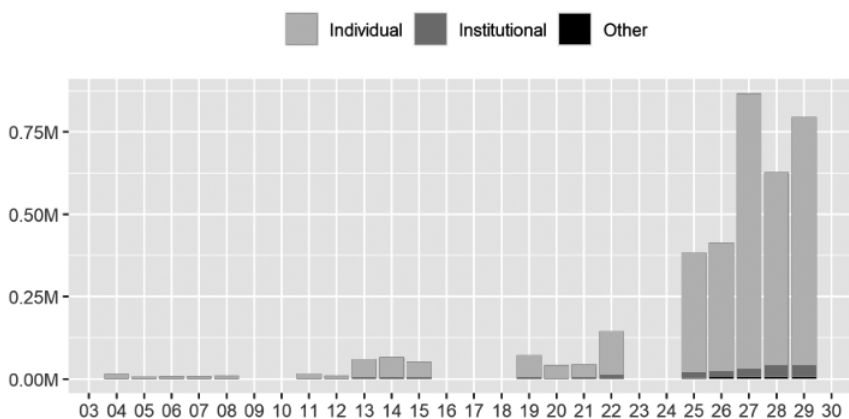


Source: NYSE TAQ

図表 2 1 月におけるゲームストップ株式の取引口座数の内訳

Figure 4

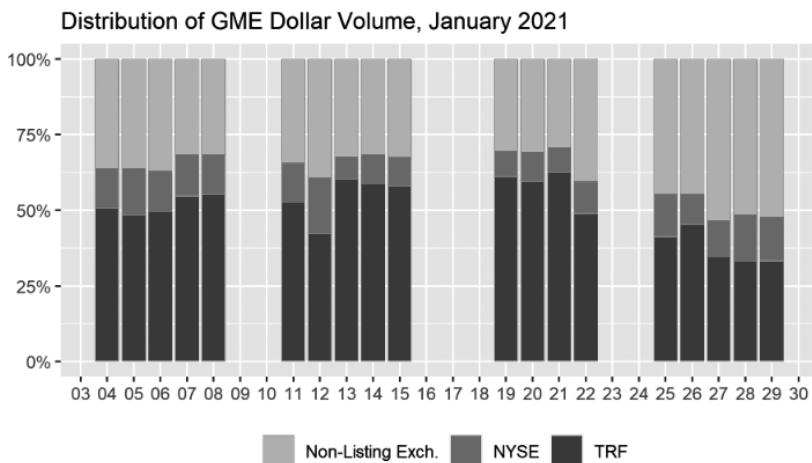
Daily Count of Unique CAT Accounts Trading GME, by Type
January 2021



Source: Consolidated Audit Trail

図表3 1月におけるゲームストップ株式の取引シェアの推移

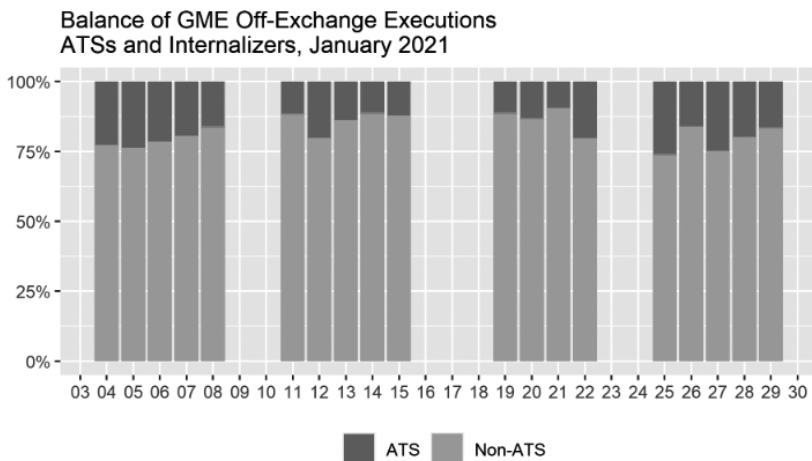
Figure 7⁹⁸



Source: NYSE TAQ

図表4 1月におけるゲームストップ株式の取引所外取引のシェア内訳

Figure 8



Source: Consolidated Audit Trail

3 空売りと踏み上げ

ゲームストップ株式は空売り比率が高く、空売りの買い戻しによる株価の上昇（踏み上げ）が生じたという報道が多く、空売りをしていたヘッジファンド（メルヴィン・キャピタル）が大きな損害を受け、新規買い注文の制限を働かかけたという噂が個人投資家の間に広まった。報告書によれば、確かに一月におけるゲームストップ株式の空売り比率は一二・九七%と高かったが、ゲームストップと並んで株価乱高下を演じたAMCエンターテインメントの空売り比率は一一・四%に過ぎず、空売りだけが株価乱高下の原因とは考えにくい。また、日中変動率では二〇二〇年以降でAMCエンターテインメントを含めた一三四銘柄がゲームストップの日中変動率を上回っていたことも紹介されている。

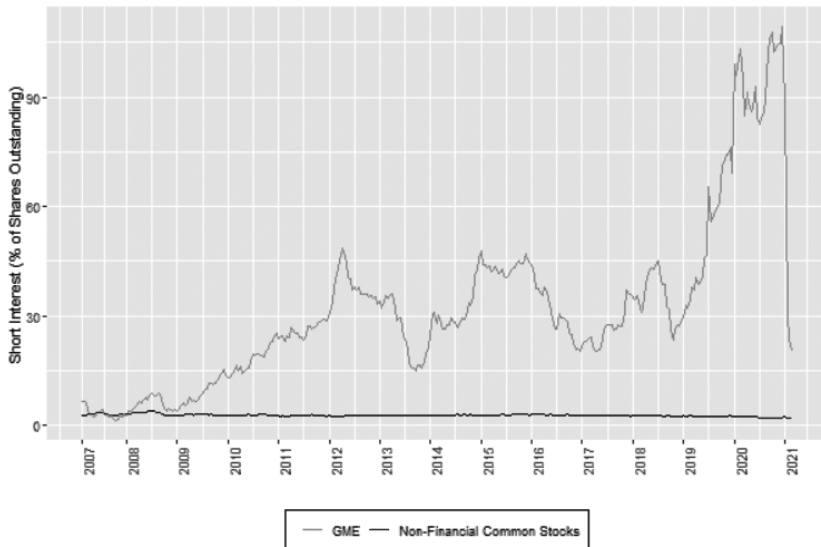
図表5はゲームストップ株式の空売り比率の推移を、図表6はゲームストップ株式の買い戻し金額等の推移をそれぞれ表わしている。ゲームストップ株式の買い戻しは一月二日と二五日に多く、一月二七日以降の株価急騰にはあまりかわつていなかったことが図表6から明らかとなった。空売り比率が高くないAMCエンターテインメントの株価急騰からも明らかのように、踏み上げをゲームストップ株価急騰の最も重要な原因とは考えにくく、踏み上げを狙った投資家心理が関係していたかもしれないが、買い戻しそのものは最大の要因ではないと報告書は解釈している。

なお、ゲームストップ株式等を空売りしていたヘッジファンドの損失が報じられているが、ヘッジファンド全体のパフォーマンスは一月に悪化したわけではなく、空売りによる損失を被ったヘッジファンドがある一方、買入方として利益を上げたヘッジファンドや乱高下で利益を上げたヘッジファンドもあったはずであり、流動性の危機やカウンターパーティ・リスクを意識したファンドは観察されていないと報告書は解説している。

図表5 ゲームストップ株式の空売り比率の推移

Figure 5

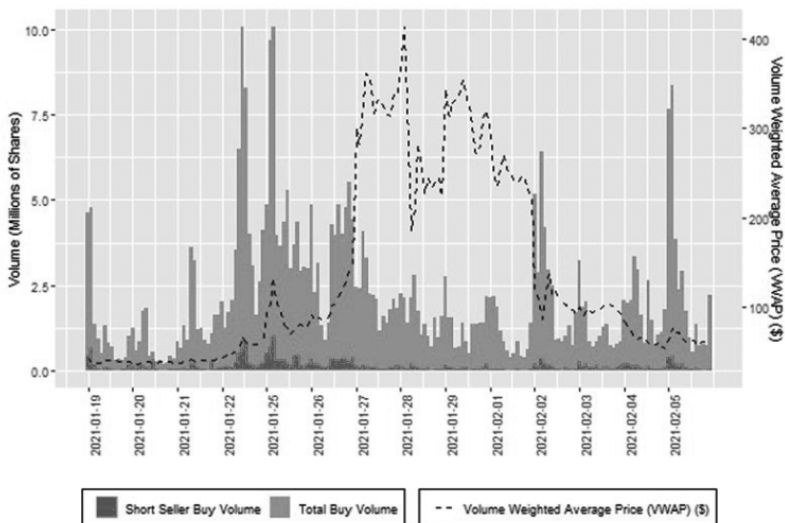
Short Interest in GameStop vs. Market, Jan. 2007 – Feb. 2021⁷⁷



図表6 1月におけるゲームストップ株式の買い戻し金額等の推移

Figure 6

Buying Activity of Traders with Large Short Positions in GameStop,
Jan. 19 – Feb. 5, 2021⁷⁸



4 オプション取引

ゲームストップ株式の急騰については踏み上げと並んで、コール・オプションを売り建てたマーケット・メーカーによる株式のヘッジ買い（ガンマ・スクイーズ）が報じられているが、ガンマ・スクイーズが株価を急騰させたという証拠も見当たらないと報告書は解説している。

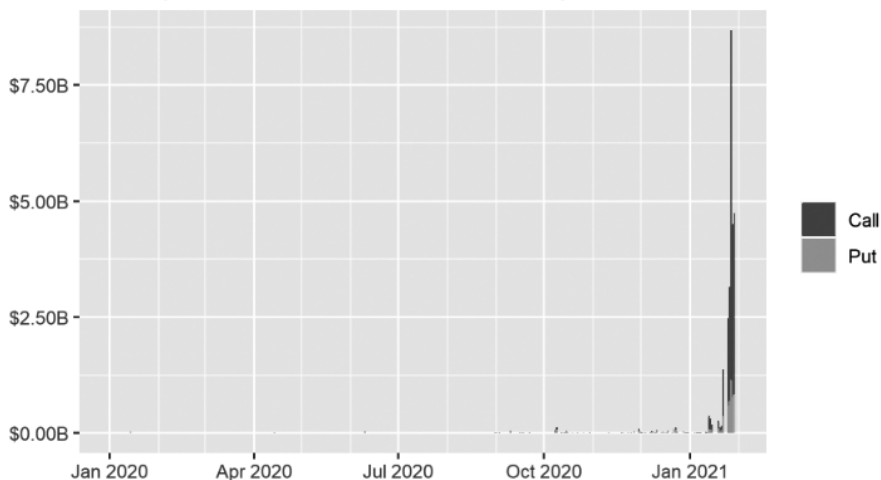
図表7はゲームストップ株式を対象としたオプション取引金額の推移を、図表8は一月におけるゲームストップ株式を対象としたオプション取引の契約数の推移をそれぞれ表わしている。図表7の取引金額ではコール・オプションがプット・オプションを大幅に上回っているが、図表8の契約数ではコール・オプションとプット・オプションの間に大きな違いは見られない。報告書に説明はないが、これはコール・オプションの取引が値段の高いニア・ザ・マネー（権利行使の可能性の高いオプション）を中心としており、プット・オプションの取引は値段の安いアウト・オブ・ザ・マネー（権利行使の可能性の低いオプション）を中心としているからだと考えられる。図表8の契約数で見ればコール・オプションよりもプット・オプションの方が多く取引されているが、高い代金を払って値上がりに賭けるよりも安い代金で値下がりに賭けるオプションの買い手が多くいたことが推測される。

報告書では図表としては示されていないものの、個人投資家によるオプション取引金額は一月二一日に五八五〇万ドルから一月二二日に五億六五四〇万ドル、一月二七日には二四億ドルに急増していたが、値下がりに賭けるプット・オプションの買いが中心であったと解説されている（図表7の取引金額に比べると非常に小さく、個人投資家はオプション取引では主役ではなかった）。そして、マーケット・メーカーは値上がりに賭けるコール・オプションを売っているのではなく、買っており、ガンマ・スクイーズのシナリオと整合的でない結論付けている。

図表7 ゲームストップ株式を対象としたオプション取引代金の推移

Figure 11

GME Options Dollar Volume 2020 - January 2021

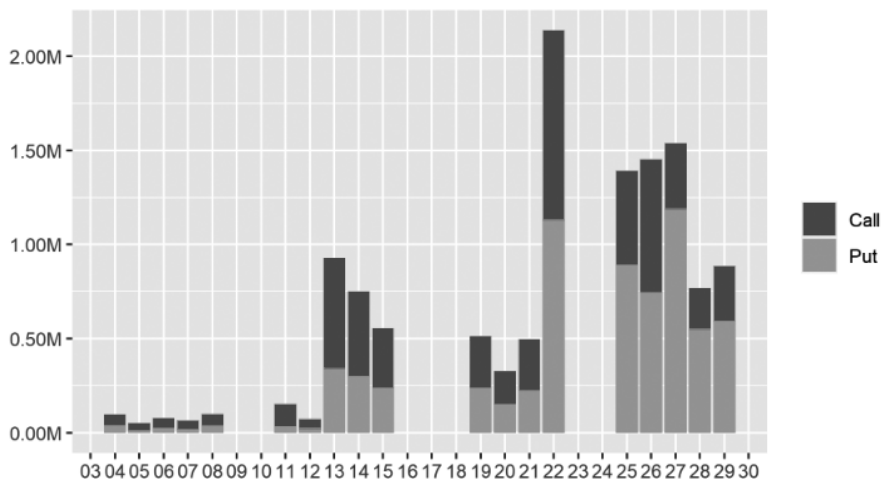


Source: OPRA, MIDAS Vendor-Supplied Summaries

図表8 1月におけるゲームストップ株式オプション契約数の推移

Figure 12

GME Options Contract Volume January 2021



Source: OPRA, MIDAS Vendor-Supplied Summaries

5 クリアリングと取引制限

株式取引のクリアリングをおこなうNSCCとオプション取引のクリアリングをおこなうOCCはともに一月二七日に過去最高のクリアリング金額を記録していた。

一月二七日にNSCCは三六社のクリアリング・メンバーに対して総額六九億ドルの日中マージン・コールを追加請求し、全クリアリング・メンバーに対して二五五億ドルの証拠金を請求した。この六九億ドルの日中マージン・コールは二億ドルの値洗いマージン・コールとルールに基づいた四八億ドルの特別ECPチャージに分かれる。NSCCは一八社のクリアリング・メンバーに対して特別ECPチャージを請求し、支払いを受けた。他方、OCCの証拠金請求も規則上はNSCCと同様なものであったが、OCCは追加請求をおこなわなかった。OCCが追加請求をおこなわなかった理由は明らかではないが、NSCCの追加請求は余裕のないブローカー・ディーラーに一月二八日の新規取引を制限させるという異例の事態をもたらした。報告書によれば、

- ① あるブローカー・ディーラーは一月二八日にゲームストップを含めた八銘柄の株式に対する新規買い注文を制限し、一月二九日には五〇銘柄の株式に対してポジション制限を実施した。

- ② 別のブローカー・ディーラーは一月二八日にゲームストップとAMCエンターテインメントに対する買い注文を制限し、一日限りの追加証拠金を請求した。

- ③ また別のブローカー・ディーラーは一月二八日にゲームストップとAMCエンターテインメントに対する新規買い注文を制限し、引け前の九〇分間に新規のオプション・ポジションを制限した。

NSCCはブローカー・ディーラーに対してポジション制限を要請した事実はないと説明しているが、NSCCの提案に応じて取引を制限したとロビンフッドのテネフCEOは下院議会公聴会で証言していた。

ゲームストップ株式をめぐる問題で特筆すべきは多くのブローカー・ディーラーが顧客の新規取引を制限したという事実であって、取引を継続させることのできない現行の制度の問題点が浮かび上がった。ロビンフッドのテネフCEOはブロック・チェーン技術を用いて決済をリアルタイムでおこなえばこうした問題は解消されるはずだといち早く提案していた。NSCCを傘下に持つアメリカの決済機関DTCCは現行の二日後決済(T+2)を翌日決済(T+1)へと移行する計画を進めている。⁽²⁾

世界で最も活発な株式市場を持つアメリカは同時に個人投資家の注文が取引所には向かないという他国では見られない市場構造を有している。新たなビジネス・モデルを生み出すアメリカの株式市場が今回の事件を経てどのように変わっていくのか、興味深いところである。

注

- (1) U.S. Securities and Exchange Commission, "Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021," 14 October 2021 (<https://www.sec.gov/files/staff-report-equity-options-market-structure-conditions-early-2021.pdf>).
- (2) The Depository Trust & Clearing Corporation, "SIFMA, ICI AND DTCC LEADING EFFORT TO SHORTEN U.S. SECURITIES SETTLEMENT CYCLE TO T+1, COLLABORATING WITH THE INDUSTRY ON NEXT STEPS: A Shorter Settlement Cycle Will Benefit Investors and Market Participant Firms by Reducing Systemic and Operational Risks," 28 April 2021 (<https://www.dtcc.com/news/2021/april/28/sifma-ici-and-dtcc-leading-effort-to-shorten-us-securities-settlement-cycle-to-t1>), The Depository Trust & Clearing Corporation, "SIFMA, ICI AND

DTCC LEADING EFFORT TO SHORTEN U.S. SECURITIES SETTLEMENT CYCLE TO T+1,
COLLABORATING WITH THE INDUSTRY ON NEXT STEPS. New report details changes market participants
need to consider and implement to move to T+1," 1 December 2021 ([https://www.dtcc.com/news/2021/
december/01/sifma-ici-and-dtcc-lay-out-path-to-shorten-us-securities-settlement-cycle-to-t1](https://www.dtcc.com/news/2021/december/01/sifma-ici-and-dtcc-lay-out-path-to-shorten-us-securities-settlement-cycle-to-t1)).

(よつなむ ちやひる・証券研究員)