

2014年6月11日 全8頁

取引時間拡大で市場の厚みは増すか

質の高い資本市場構築の観点からは慎重な検討必要

調査本部
専務取締役 岡野 進
金融調査部長 保志 泰

[要約]

- 東京証券取引所は、2014年2月に「現物市場の取引時間拡大に向けた研究会」を設置し、夜間取引や夕方取引など取引時間拡大に係る論点整理に取り組んでいる。
- 取引時間拡大は、取引所の機能拡充策としてわかりやすいのは確かだが、その目的である売買高拡大や市場の厚み拡大をもたらすかどうかについて、実績や証拠の裏付けは薄弱である。むしろ、世界の経験から見て、あまり期待を抱けないのが客観的な現実と言えよう。
- また、成長戦略の要素としての取引所の機能拡充を考えるのであれば、取引参加者の裾野を拡大して「貯蓄から投資へ」の実現に資することが重要となるが、夜間取引などの取引時間拡大は、その目的には必ずしも合致しない可能性が指摘される。
- 本質的な意味で競争力が高く、長期的な成長戦略に寄与する質の高い資本市場の構築、という観点からは、取引所の取引時間拡大には様々な問題点があることから、慎重な検討が必要と言えよう。

1. はじめに

東京証券取引所（以下、東証）は、2014年2月に「現物市場の取引時間拡大に向けた研究会」を設置し、夜間取引や夕方取引など取引時間の拡大に係る論点の整理に取り組んでいる。2013年12月の「金融・資本市場活性化有識者会合」の提言の中で、東証の取引時間拡大について「拡大に取り組む必要がある」と言及されたことも、検討開始を後押しする形となった。

取引時間を拡大する効果について、新たな市場参加者を呼び込める期待が高まる、あるいは、これまで取引が行われていなかった時間帯に取引機会が提供されることによって既存投資家の利便性が向上する、などが挙げられることが多いだろう。それによって売買高の拡大、ないし

市場の厚みが増し、世界の取引所と競争する立場にある取引所の競争力向上、ひいては日本の成長戦略の一要素にもなり得る、といった期待感を抱く向きもある。

夜間取引の導入など取引時間の拡大は、取引所の機能拡充策としては極めてわかりやすく、東証のみならず、世界の取引所で折に触れ検討の俎上にのぼってきた。しかし、取引時間拡大が売買高を含めた市場の厚み拡大をもたらすというのは、実績や証拠に裏付けられたものではない。世界の経験から見て、あまり期待を抱けないのが客観的な現実と言えよう。

さらに、本質的な意味で競争力が高く、長期的な成長戦略に寄与する質の高い資本市場の構築、という観点からは、負の効果がもたらされる懸念も否定できない。取引所の取引時間拡大には様々な問題点があることから、慎重な検討が必要と言えよう。

2. 取引時間拡大で売買高は拡大するか

取引時間を拡大させる第一の目的は、新たな売買機会を提供して売買高を増やすことである。売買高が増加することにより、価格発見機能の向上が見込めることになる。逆に言えば、売買高すなわち市場の厚みが増さなければ、価格発見機能の向上も限定的なものとなるうえ、流動性が低く質が高いとは言えない市場が形成される結果にもつながりかねない。

(1) 世界でも模索された取引時間拡大

世界においては、これまで現物市場の取引時間の拡大を図った取引所がいくつもある。多くは夕方や昼間の時間帯における取引時間の延長であり、取引開始時刻を早めた市場もある。しかし、多くのケースでは取引時間を延長したにもかかわらず、狙い通りの売買高拡大には至らなかった。例えば、ドイツ取引所では、2000年6月に取引終了時刻を午後5時半から午後8時に2時間半延長したものの、十分に売買高が増加せず、3年後の2003年11月には、電子システム取引（クセトラ）については取引終了時刻を午後5時半に戻す結果になっている。

欧州では、そのほかにも一旦取引時間を延長したものの、結果的には取引高が低迷するなどして再び短縮するという事態に至った経験がある。例えばスイス証券取引所では、2001年に英国市場に合わせる形で取引時間を一旦延長したものの、取引額の減少を受けて30分短縮している。また、ノルウェーのオスロ取引所でも、2008年に取引終了時刻を1時間延長したものの、取引の質を高めるために、2012年8月に再び1時間短縮することとなった。

一方、米国では1990年代から時間外においても取引機会を提供するECN（電子取引ネットワーク）が発達してきたが、あくまで主市場とは別の位置付けである。現在、NYSE Arca（NYSE Euronext グループの電子取引所）において午後8時までの時間外取引が行われているが、あくまで主市場であるニューヨーク証券取引所とは異なる位置付けになっている。米国SECが2000年6月に公表した時間外取引に関する報告書は、午後4時以降の売買高は日中の売買高に対して3%程度にとどまったと指摘している。とくに午後4時からの30分間に取引が集中しており、

それ以降は取引量が大きく減ってしまう現象も指摘された。こうした状況は現在においても、大きくは変わっていないと考えられる。

また、東京市場の競争相手とされるアジアの各市場でも、現物市場の取引時間を拡大する動きはあったものの、それはアジア市場間の競争に対応するためのものであり、例えば昼休みの短縮（香港証券取引所）や廃止（シンガポール取引所）が行われた。いずれの市場も取引終了時刻は据え置かれている。取引終了時刻の延長については、香港証券取引所やオーストラリア証券取引所などでも一旦は検討の俎上に上った模様だが、実現はしなかった。

東証の立会時間は1日5時間と、世界の主要市場と比較して少ないことは事実である。ロンドン証券取引所やドイツ取引所など欧州主要市場では1日8.5時間、ニューヨーク証券取引所では6.5時間、香港証券取引所では5.5時間、シンガポール取引所は8時間、などとなっている。東証の取引時間拡大の必要性として、“他国と比較して明らかに短い”ことが挙げられることが多いが、それでも、欧州市場などと比較してすでに高水準の売買が行われており、取引時間が長い市場の売買が相対的に活発という関係にあるわけでないことは明らかだ。

（2）経験的には確認できない取引時間拡大の効果

取引時間と売買高の関係を定量的に見たとき、取引時間が増えれば単純に売買高が増えるとは言えない。過去、東証では1991年と2011年の2度、昼休み時間を短縮して取引時間を延長させた経緯がある。まず、1991年4月の際は、取引時間は30分、増加率にして+12.5%の増加となったが、前後60営業日の1日平均売買代金がどう変化したかをみると▲48.3%と大幅な減少となっている。もちろん、バブル崩壊直後の相場低迷の中という環境が寄与していることはある。しかし、2度目となる2011年11月の際（取引時間は30分延長、増加率にして+11.1%）の際も、売買代金は▲9.1%と減少した。2度目の際は、売買株数でみれば増加してはいるものの、増加率は+3.0%とわずかなものである。つまり、いずれのケースも直後の売買高増加効果があったとは言えないことになる。

さらに、より長期のデータを用いて取引時間と売買代金の関係を観察しても、密接な関係は確認できない。具体的には、1980年第1四半期から2014年第1四半期までの四半期毎に、東証1部における取引時間と総売買代金をそれぞれ累計して相関関係を調べると、相関係数は0.23と低く、両者の間に密接な関係があるとは必ずしもいえないことがわかる。取引時間の長さや取引量の関係は同時的であるため、統計的な方法での因果関係の確認を行うのは困難である。勿論、取引量の変動には市場環境の変化による影響が大きいため、取引時間だけの影響を抽出するのはもともと困難であるが、客観的にプラスの効果を確認することはできないのが現実である。

取引時間延長の効果が確認できないことは、段階的に取引時間を拡大させた香港証券取引所でも同様である。同市場では、第1段階として2011年3月に昼休みの短縮と取引開始時間の繰り上げにより取引時間を1時間（増加率にして25%）延長し、第2段階として2012年3月にさ

らに昼休み短縮により取引時間を30分（増加率にして10%）延長させた。この際の前後の売買代金の変化を観察すると、2011年3月の際の1日平均売買代金は、前後60営業日の比較で+7.3%の増加にとどまり、2012年3月の際はほぼ変化がなかった。しかも売買株数でみると、2011年3月は▲0.3%と減少し、2012年3月は▲5.8%とやはり減少という結果であった。前出の欧州市場でも同様の傾向が見られたと考えられ、時間延長が必ずしも売買高の拡大をもたらさないという認識は共有されているのではないかと思われる。

図表1 取引時間拡大と現物株式の売買高・売買代金変化

	取引時間 増減率	売買高(1日平均)			売買代金(1日平均)		
		直前 60営業日	直後 60営業日	増減率	直前 60営業日	直後 60営業日	増減率
<東証1部>		(万株)			(億円)		
(1991年4月30日) 昼休み短縮 1日 4時間→4時間30分	+12.5%	58,342	28,896	▲50.5%	7,066	3,655	▲48.3%
(2011年11月21日) 昼休み短縮 1日 4時間30分→5時間	+11.1%	171,010	176,139	+3.0%	10,944	9,953	▲9.1%
<香港証券取引所>		(百万株)			(百万HKドル)		
(2011年3月7日) 取引開始繰上げ・昼休み短縮 1日 4時間→5時間	+25.0%	153,051	152,630	▲0.3%	69,028	74,086	+7.3%
(2012年3月5日) 昼休み短縮 1日 5時間→5時間30分	+10.0%	152,172	143,360	▲5.8%	56,488	56,460	▲0.0%

(出所) 東京証券取引所、香港証券取引所より大和総研作成

(3) 売買高の時間分布から見た取引時間拡大の意味

次に、株式現物取引の実態から時間拡大の効果を考えてみる。

世界の主要取引所における共通の実態だと考えられるが、株式現物取引において、日々の取引開始直後（いわゆる寄り付き）と取引終了間際（いわゆる引け）に取引が集中する傾向が確認できる。これは東証における時間帯別の売買高分布からも観察できる。日経225銘柄について、東証における2014年4月各営業日の15分毎の時間帯別売買株数を合計し、1日のウェイトを計算し平均すると、最初の15分間と最後の15分間で、それぞれ1日売買株数の14.2%と14.5%、合わせて28.7%を占めていた。その他の時間帯では、概ね2%から4%程度であり、それに対して両時間帯は4倍弱の密度で取引が行われている計算になる。また、後場の開始直後15分間が5.2%とやや高い水準になっている。すなわち、厚い取引が行われているのは、取引開始と終了というイベントに付随しているものである。仮に取引時間を延長したとしても、比較的密度の薄い時間帯が増えるにとどまる可能性が高いということが言えるだろう。

ニューヨーク市場のケースでも見てみる。NYダウ構成銘柄のうちニューヨーク証券取引所

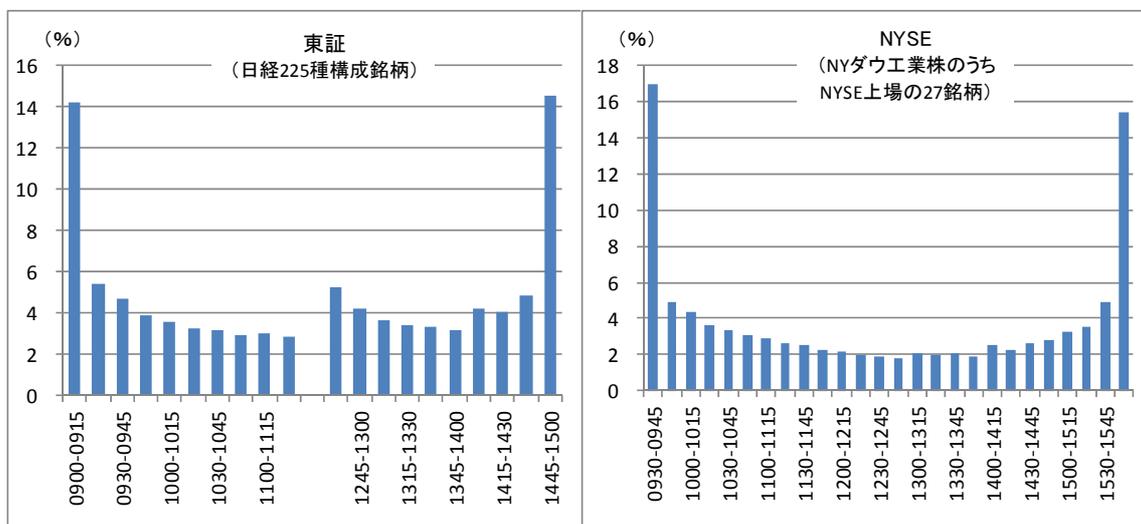
上場 27 銘柄に関して、同様に 15 分時間帯別売買株数のウェイトを 2014 年 4 月で平均すると、取引開始直後 15 分間で 17.0%、取引終了前 15 分間で 15.4%と東京よりさらに顕著な集中化の傾向が確認された。密度の低い時間帯では 15 分刻みで 2%前後にとどまった。

前述したように、ニューヨークの時間外取引において行われる売買が、1 日の 3%程度だとすると、日中の密度の薄い時間帯の 15 分間から 30 分間に行われる取引量を 4 時間かけてこなしている、という計算になる。

なお、日本で稼働している PTS（私設取引所）の夜間売買代金は 1 日 10～15 億円程度だとされている。東証が夜間取引を開始したと仮定して、この取引額が 10 倍に膨らんだとしても、日中売買代金の 1%に満たない水準であり、日中の最も密度の薄い時間帯の 15 分間の取引量にも届かない計算となる。

市場の質や競争力、という観点では、どの時間帯においても一定の厚みが確保されることが望ましいだろう。その意味では、現状の東証の現物株式取引は、ニューヨーク市場と比較して密度の高い取引が行われているように見受けられる。時間拡大によって密度の薄い市場が出来るようになることがあれば、それは避けるべきではないだろうか。

図表 2 日米取引所における時間帯別の現物株式売買高分布



(注) 1 日の総売買株数に対する 15 分毎の合計売買株数の割合。2014 年 4 月平均。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

(4) いかなるタイプの投資家を呼び込むかで変わる売買高拡大効果

取引時間を長くしたことで取引量が増えるかどうか、取引の性質という点から考察してみたい。まず取引の種類を 2 つに分けて考えてみよう。1 日のうちに売り買いを繰り返す取引、つまり証券会社のディーラー部門やデイトレーダーと呼ばれるような個人、そして近年勃興してきたハイフリークエンシー・トレーディング (HFT) を行う運用業者の売買がこれにあたるだろう。

これらの取引は取引時間が長くなればある程度は増加する可能性がある。しかし一方で、これらと一線を画す取引も多い。それは、中長期的な観点から投資を行う個人投資家や、市場環境を考慮、反映させながらポートフォリオ運用する機関投資家の取引である。これらは1日のうちに売買を繰り返すわけではないから、取引時間が長くなっても売買を増加させる動機があまり生じない。価格変動が大きくなって売買を希望する価格が市場で実現する機会が生まれた時には取引が増えるかもしれないが、その取引は翌日以降の取引を先取りしているに過ぎないと言えるかもしれない。つまり、後者のタイプの取引は時間拡大ではあまり増加が期待できないだろう。

1日のうちに売買を繰り返すような取引が増加することは、市場に流動性を与えるという点で効用があり、否定されるものではない。しかしそれが、本質的な資本市場の機能強化に資するかと言えば疑問なしとしない。取引時間拡大は、様々な関係者に負担がかかってくる事項であり、金銭的成本のみならず、様々な社会的コストの考慮が求められる。1日のうちに売買を繰り返すような取引を増加させるために、そうしたコストをかけるべきなのか、慎重な判断が必要であろう。

3. 取引時間拡大の目的は適切か

(1) 適時開示を消化する市場の導入

夜間取引導入論につながる問題意識の一つとして、適時開示への対応の問題がある。決算発表など適時開示が後場の引け直後に集中しており、それを消化する場を設けたいというものである。ニューヨーク市場にADRが上場している銘柄などは、発表された情報を最初に消化するのは東京市場ではなく米国市場になり、その場合、東京市場における当日終値と翌日始値の値段に大きなギャップが生じてしまうこともある。適時開示があった時間以降に東京市場で取引の機会が設けられれば、取引ニーズは大きいとの見方である。しかし、この事情に対して、仮に夜間取引で対応した場合には、機関投資家の活発な参加は見込めないため、開示情報の適切な価格への反映が行えない可能性が高まるだろう。夜間取引の主体は個人投資家だと見込まれるが、投資家がニュースの影響を客観的に評価できず、過敏に反応してしまうリスクが指摘できる。

そうしたリスクを避けるために、夕方に取引機会を設けるという考え方がある。その場合、機関投資家が参加しやすくなり、相対的に高い流動性が見込まれると同時に、客観的な情報分析も行われて、価格発見機能がより効率的に行われると言える。午後3時の後場引け後に企業が適時開示を行うための時間をおいた後に夕方セッションを開くことが議論されている。

しかしながら、夕方セッションを設けた場合に、企業側が、そのセッションの後に発表時間をさらにずらしたりするケースが多く出てくるかもしれない。現在引け後に決算発表などを行っている企業側からすれば、決算を十分に分析して翌日から売買してもらいたいとの思いも強いかもしれない。

本来は、開示情報を消化する市場を作るという考え方の前に、決算発表などの開示が引け後に集中しないように、昼休みや場中に行うことを奨励することを粘り強く行うほうがよいのではないだろうか。実際に東証の努力もあって、決算発表を含め企業が引け前に開示を行うケースは増加している。はじめから分散化は無理と決めつけた議論はすべきでないだろう。

(2) 欧米市場とオーバーラップする市場の導入

夜間取引などの導入の動機として、欧米市場と重なる時間帯で取引機会を提供し、海外市場の変動を東京市場に反映させる、あるいは海外の投資家の参入を促す、という狙いもある。海外市場の変動を反映することを目的とした場合、現実的に影響の大きいニュースフローが生成されるのは欧州市場というよりは米国の日中時間帯であり、それと重なる深夜にセッションを提供しなくては、あまり意味がないことになる。もっとも、日本の個別株式に特有の影響があるニュースフローが生まれるケースは稀だと言って良いだろう。むしろ、マクロベースのニュースフローが市場全体に影響するケースが多いと言える。こうしたマクロベースの変動に対しては、現在の指数先物取引の夜間セッションで対応可能と考える投資家も機関投資家を中心に多いと考えられ、現物株式の取引を行う動機付けとしては必ずしも強いとは言えない。

また、海外投資家の参入可能性に関しては、一定の需要は生まれる可能性はあるだろうが、一定規模の投資家はアジア株式運用に関してはアジア圏に運用担当者を置いているケースも多い。

東証で検討の対象とされた夜間取引は夜 9 時以降が想定されているが、そのような夜間の時間帯に現物株式の取引を行っている市場は現時点で世界に例がない。株価指数先物などデリバティブ取引については、日本（大阪取引所）を含め夜間に行われているケースは少なくなく、夜間の相場変動への対応は先物などで行うのが一般的かつ効率的ということではないだろうか。

(3) 取引参加者の裾野拡大と「貯蓄から投資へ」の実現

夜間取引導入の目的の一つとして、サラリーマン層など個人に対する投資機会の提供が挙げられることが多い。それによって株式投資家層の裾野が拡大すれば、わが国の持続的成長に向けた「貯蓄から投資へ」の実現に資するものとなる、という期待である。確かに時間帯としては参入しやすいと言えるだろうが、経験値の少ない個人を、流動性が薄く、価格のボラティリティが高いような市場へと誘導することが適切かどうかについては、疑問が生じよう。

前述した米国 SEC による 2000 年 6 月の報告書においては、時間外取引について、一般投資家の参加を前提とした場合には、適切な投資者保護や市場の公正性確保の対応が必要との指摘を行っている。個人投資家を参加させる際には、リスクに関して顧客へ説明することが求められている。

仮に、経験の少ない個人投資家が広く参加した場合、想定外のリスクの発生が「貯蓄から投

資へ」の芽を逆に摘んでしまうようなことが、ないとは言えない。一方、より経験値の高い投資家を対象とした場合には、デイトレーダーのように短期売買を前提とする投資家が多くを占める可能性が高まり、「貯蓄から投資へ」の実現という目的からは逸れることになる。

4. おわりに

わが国の資本市場の問題点として、リスクマネーの供給が円滑に行われていない、ということが言われて久しい。1600兆円に及ぶ家計金融資産を、いかに企業の成長資金へと誘導していくかが大きな課題である。その際、株式市場の役割は、資金調達を行う企業と、長期の資金運用を行う投資家が出合う場を提供し、本質的な企業価値を見出すこと（価格発見機能）である。その論点に関しては取引時間の長短は大きな問題ではない。投資家の利便性向上と言うと聞こえは良いが、短期的な価格変動のみに着目する短期投資家の利便性を過度に重視すべきではない。それを重視するあまり、一般投資家が参入しにくい市場が形成されるようなら、全くの逆効果となろう。社会の公器ともいえる取引所が追求すべきは、厚みのある取引機会の提供であり、ここは、慎重かつ冷静な検討を要するのである。