

## 米国における株式夜間取引の実態と問題点

近年、株式市場のグローバル化や投資ニーズの多様化を反映して、取引所市場などの通常取引時間帯以外での株式取引をめぐる議論が盛んになっている。わが国においても、2000年7月に東京証券取引所が「夜間取引市場に関するワーキング・グループ」を設置するなど、本格的な検討が始められた。しかし、夜間取引には、流動性の欠如や不公正な価格形成といった弊害が生じる懸念もあり、米国においても、その是非や規制上の問題点について慎重な検討が行われている。本稿は、2000年6月に発表された証券取引委員会（SEC）の報告書に基づきながら、米国における株式夜間取引の実態と問題点を紹介する。

### 1. 米国における株式夜間取引をめぐる検討の経緯

現在、ニューヨーク証券取引所（NYSE）やナスダック市場など米国の主要な株式市場は、東部時間午前9時半から午後4時までを通常取引時間帯としている。

しかし、機関投資家や証券会社を取引参加者として、コンピュータ・ネットワーク上で売買注文を付け合わせる電子取引システム（法令上はATS、代替的取引システムと呼ばれる）や個々のマーケット・メーカーは、必ずしも通常取引時間帯にはとられない形で取引を行ってきた。また、1997年以降登場したATSの一類型であるECN（電子証券取引ネットワーク）は、インターネットを通じて個人投資家の株式売買注文を集めるオンライン証券会社と連携しながら取引高を拡大させており、個人投資家の取引ニーズに焦点を当てながら時間外取引サービスの導入を図っている<sup>1</sup>。中には、ネクストレードのように、24時間取引を行うECNも現れた。

NYSEを始めとする各取引所やナスダック市場も、こうしたECNの動きに対抗すべく、取引時間の延長や夜間取引セッションの開設を検討し始めた（表1）。とりわけ、NYSEとの競争にもさらされている地方取引所は、時間延長に積極的である。既に、パシフィック、フィラデルフィア、ボストン、シカゴの4証券取引所が取引時間を15分から30分延長している。また、シカゴ証券取引所は、1999年10月から、午後4時半から6時半までの間、上場銘柄及びナスダック市場登録銘柄の指値注文を付け合わせる「Eセッション」を導入した。この仕組みは、当初、SECによって期限付きのパイロット・プログラムとして認可されたが、2000年9月26日付けで恒久的なものとする事が承認された。

<sup>1</sup> 大崎貞和「米国における株式の個人投資家向け時間外取引」『資本市場クォーターリー』1999年秋号参照。

表 1 各市場、ECN による取引時間延長の検討、実施状況

証券取引所・ナスダック		ECN	
ニューヨーク証券取引所	17:00 クロス取引	インスティネット	E*Trade の注文受付時間は 16:00～18:30
	夜間取引案 17:00～20:00		
アメリカン証券取引所	17:00 クロス取引	アイランド	7:00～20:00
		アーキペラーゴ	8:00～20:00
ボストン証券取引所	16:00～16:15	ブルームバーグ・トレードブック	65 カ国の市場間リンクで 24 時間稼働 米国市場での取引提供時間は NA
フィラデルフィア証券取引所	16:00～16:15		
パシフィック証券取引所	16:00～16:30	レディブック	(上場銘柄)8:00～9:15、 9:30～16:00、16:15～ 22:00 (NMS・Small Cap Stocks) 8:00～22:00
シカゴ証券取引所	16:00～16:30 E-Session : 16:30 ～18:30 に指値 注文のみ処理		
ナスダック	16:00～18:30 (2001.3 までの実 験プログラム) ----- 夜間取引案 17:00～20:00	アッテイン	NA
		ブルット	NA
		ネクストレード	24 時間 (NYSE 銘柄は 17:15～21:00)
		マーケット XT	6:00～9:00 16:01～20:00

(出所) 各ホームページより野村総合研究所作成

このように、米国では、取引時間の延長や夜間取引の導入が、積極的に検討あるいは実施されているようにも見受けられる。しかしながら、より立ち入ってみると、証券会社が運営する私的な取引システムである ECN はともかくとして、自主規制機関によって運営される公的な市場、すなわち取引所市場やナスダック市場における時間延長や夜間取引については、社会的な影響も大きいことから、様々な観点から慎重な検討が求められており、問題点についての議論が深められているのである。

当初、競い合うようにして取引時間の延長計画を発表していた NYSE と NASD (全米証券業協会、ナスダック市場の運営者) も、1999 年 6 月になって、西暦 2000 年問題への対応など緊急性の高いシステム面での課題への取り組みを優先するとの名目の下に、時間延長

に関する検討をいったん棚上げすることにした。実際には、システム面の対応のみならず、夜間に取引監視などの人員を配置することによる人件費の問題なども障害になったものと考えられる。

しかも、時間延長や夜間取引に伴う問題は、システム面や人件費などのコストに係わる点のみにとどまらない。通常取引時間外の取引は、注引量が相対的に少なくなることから、流動性の欠如や価格変動の増大が予想される。とりわけ個人投資家が取引に参加する場合には、そうした取引の特徴を十分に理解させることが投資家保護上不可欠であろう。また、流動性の低さや市場参加者の少なさに付け込むような不正取引の防止にも目を光らせておく必要がある。

こうした観点から、2000年1月には、NASDが会員通知を発出し、会員業者に対して、個人投資家向けに時間外取引での注文執行サービスを提供する場合には時間外取引に伴うリスクについて十分に説明するよう要請した<sup>2</sup>。この会員通知では、時間外取引に伴うリスクとして、①低流動性、②大きな価格変動、③価格の変化、④市場の分断、⑤ニュースや発表への過剰反応、⑥売買スプレッドの広さ、の6点があげられている。また、時間外取引に関する説明に際して、誇張や誤解を生じさせるような内容を含まないよう留意することが求められている。

一方、SECは、1999年6月末にNASD、NYSEに加えて、証券会社、決済機関、ECN、消費者団体などに呼びかけて時間外取引の是非や規制上の問題点を検討する「サミット会議」を開催した。この会議での議論を踏まえて、①投資家保護と投資家教育、②受渡・決済及び業務オペレーション、③取引慣行、④オプション取引、の4つのワーキング・グループが設置され、1999年10月には、時間外取引を実施する場合に直面する様々な問題点と対処方法に関する提言が取りまとめられた<sup>3</sup>。次いで、2000年6月には、議会の要請に基づき、SECの市場規制局が、時間外取引の実態と問題点に関する報告書を取りまとめたのである<sup>4</sup>。以下では、この報告書の内容を紹介したい。

なお、取引所やナスダック市場による本格的な時間外取引の実施時期については、受渡・決済及びオペレーションに関するワーキング・グループが、呼び値の10進法への変更が行われる翌四半期以降とすべきと提言している。2000年7月26日に取引所等がSECに提出した計画では、10進法への変更は、2000年8月28日から2001年4月9日にかけて段階的に進められることになっており、全ての銘柄の10進法への移行は早くとも2000年12月以降になる。従って、NYSEやナスダック市場による時間外取引の本格的な開始は、仮に実施されるとしても、2001年前半以降となる見込みである。

<sup>2</sup> NASD Notice to Members 00-07, "Trading- Extended Hours, Disclosure to Customers Engaging in Extended Hours Trading", January 2000.

<sup>3</sup> ワーキング・グループの提言内容については、大崎、前掲論文参照。

<sup>4</sup> "Electronic Communication Networks and After-Hours Trading", A Report by the Division of Market Regulation U.S. Securities and Exchange Commission, June 2000.

## 2. SEC 報告書の内容

時間外取引に関する SEC 市場規制局の報告書は、1999 年 11 月、議会が SEC に対して、ECN と時間外取引に関する実態を報告するよう要請したのに応じて作成されたものである。本文 48 ページ、多数の図表やワーキング・グループ報告書、NASD 会員通知などの関連資料が添付されている。報告書は三部構成から成り、第一部で報告書の概要を述べた後に、第二部で ECN の仕組みや規制、最近の動向について触れ、第三部で時間外取引の取引状況、規制、既存の証券取引所の取り組みを説明するとともに主要なマーケットが時間外取引サービスを提供する場合に検討すべき論点を取り上げている。

本稿では、報告書第三部の内容、とりわけ時間外取引に関する分析内容を詳しく紹介することにした。

### 1) SEC による分析の対象

SEC の報告書は、主として、2000 年 1 月 18 日から 21 日にかけてのニューヨーク証券取引所上場、ナスダック市場登録銘柄の取引状況について分析している。この週は、多くの大企業が 1999 年度の決算発表を行っており、時間外取引が比較的活発に行われることから、分析対象として選択された。なお、分析データは、証券会社による取引報告に用いられる統合テープシステム (CTS) のデータを SEC 経済分析部が加工したものであり、CTS が稼働している午後 6 時半までの取引内容が含まれている。

報告書では、このデータに基づく分析を補完するために、経済分析部が行った別の調査の結果も活用されている。これは、2000 年 1 月から 2 月にかけてナスダック市場の主要 15 銘柄を対象に行った調査で、CTS が稼働していない午後 6 時半以降の取引をも含んでいる点に特色がある。

### 2) 時間外取引の状況

#### (1) 取引が行われる市場

報告書によれば、NYSE 上場銘柄の時間外取引は、主として取引所市場で行われている。2000 年 1 月 18 日の例では、午後 4 時から 6 時半までの上場銘柄出来高の 92%以上が証券取引所で処理されていることになる。これは、地方取引所の時間延長 (15 分から 30 分) や NYSE 等でのクロッシング取引が行われているためだが、中には、通常取引時間の引けに行われた取引のうち報告が遅れたために午後 4 時以降の取引として記録されたものがかなり含まれているものと考えられる。この影響を除去するために、NYSE で午後 4 時から 4 時 15 分までに処理された注文を除いて計算したとしても、時間外取引に占める証券取引所のシェアは 69%に達する。

このように、NYSE 上場銘柄の時間外取引において ECN や第三市場の果たす役割が小さい背景には、NYSE 規則 390 など、取引所集中原則に関するルールが残されてきたことや取引所のスペシャリスト（マーケット・メーカー）が参加する注文回送システムである市場間取引システム（ITS）に ECN がリンクしていないといった事情がある。このため、SEC は、1999 年 12 月、NYSE による規則 390 撤廃に関する決議を受ける形で ITS プランを改訂し、取引所集中原則の対象となっている証券を含む全ての上場株式を ITS による注文回送の対象とすることを決定した。また、2000 年 6 月には、NASD の CAES（Computer Assisted Execution System）を通じる形で ECN の ITS への接続が実現することになった<sup>5</sup>。こうした改善が行われたことで、今後は、ECN や取引所外のマーケット・メーカーによる NYSE 上場銘柄の取扱いシェアが、時間外取引においても、現在よりも拡大する可能性がある。

一方、報告書によれば、ナスダック銘柄の時間外取引に関しては、ECN による取引が多いが、セレクトネット等の情報システムが午後 4 時の取引終了以降も稼働しているため、マーケット・メーカーや一般の証券会社による取引も少なくない。この点については、ECN における取引の項で更に詳しく触れている。

## （2）売買高の推移

報告書によれば、時間外取引の売買高は、通常時間内の取引に比べて非常に小さい。2000 年 1 月 18 日の例をとれば、午後 4 時から午後 6 時半にかけての売買高は、NYSE 銘柄とナスダック銘柄のいずれもが、一日の売買高全体の 3%程度にとどまった。しかも、それらの取引のほとんどは通常取引時間の終了直後に行われている。

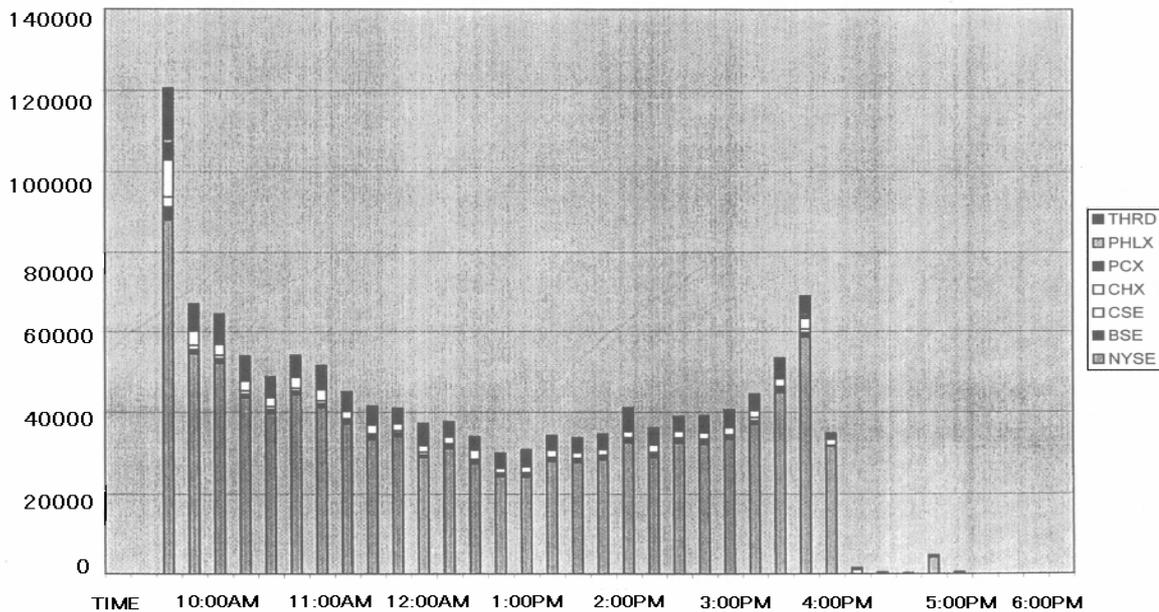
### ①NYSE 銘柄の売買高推移

NYSE 銘柄の売買高は、取引開始時と終了時に大幅に拡大し、午後 4 時直後にやや小さくなった後、4 時 15 分以降、大きく落ち込む（図 1）。そして、NYSE でクロス取引が行われる午後 5 時に再び拡大する。その後の売買は不活発で、午後 5 時半から午後 6 時半の取引高は、時間外取引全体の 1%以下を占めるにとどまっている。つまり、この時間帯の取引高は、一日の売買高の 0.03%に過ぎない。

<sup>5</sup> 従来、取引所上場銘柄を取引所外で取引する「第三市場」のマーケット・メーカーは、CAES を通じて上場株式の注文執行を行ってきた。すなわち、CAES 上で気配値を表示し、他の NASD 会員から注文を受け付けるというナスダック取引システムと同じような仕組みで上場銘柄を取り扱ってきたのである。CAES は、ITS/CAES リンクと呼ばれる仕組みを通じて ITS に接続されており、マーケット・メーカーは、ITS 上で各取引所のスペシャリストが示す気配値を見ながらマーケット・メイクを行うことができる。2000 年 3 月 16 日に認可された NASD の規則変更によって、この ITS/CAES リンクへの ECN の接続が認められた。NASD は、NYSE 規則 390 の撤廃を機に、上場銘柄の取引所外取引が拡大するものと期待しており、2000 年 6 月に ECN の ITS/CAES リンクへの接続実施を発表するとともに「第三市場」を「ナスダック・インターマーケット」と改めることを明らかにした。NASD が運営する上場銘柄取引市場として育成していく姿勢を示したのである。2000 年 8 月 7 日には、アーキペラーゴの ITS への接続が実現した。今後、ブルームバーグ・トレードブック、BRUT、マーケット XT も ITS との接続を行う予定である。

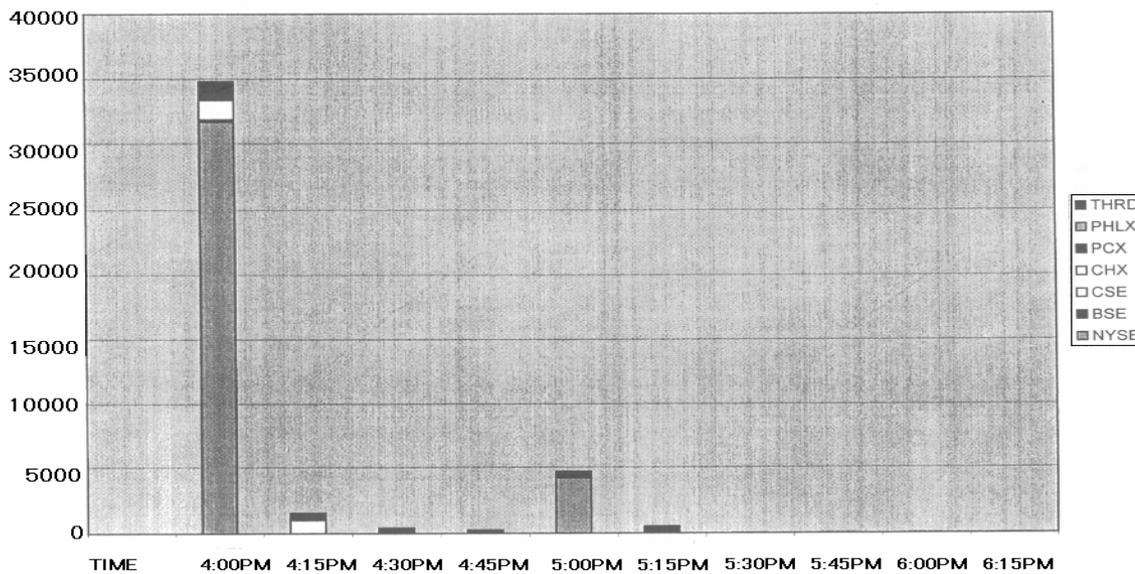
図1 NYSE 銘柄売買高の推移 上：終日 下：時間外のみ

NYSE-Listed Share Volume on Jan. 18, 2000



(出所) SEC 市場規制局報告書 付属書 B-1

NYSE-Listed Share Volume from 4:00p.m. to 6:30p.m. on Jan. 18, 2000



(出所) SEC 市場規制局報告書 付属書 B-5

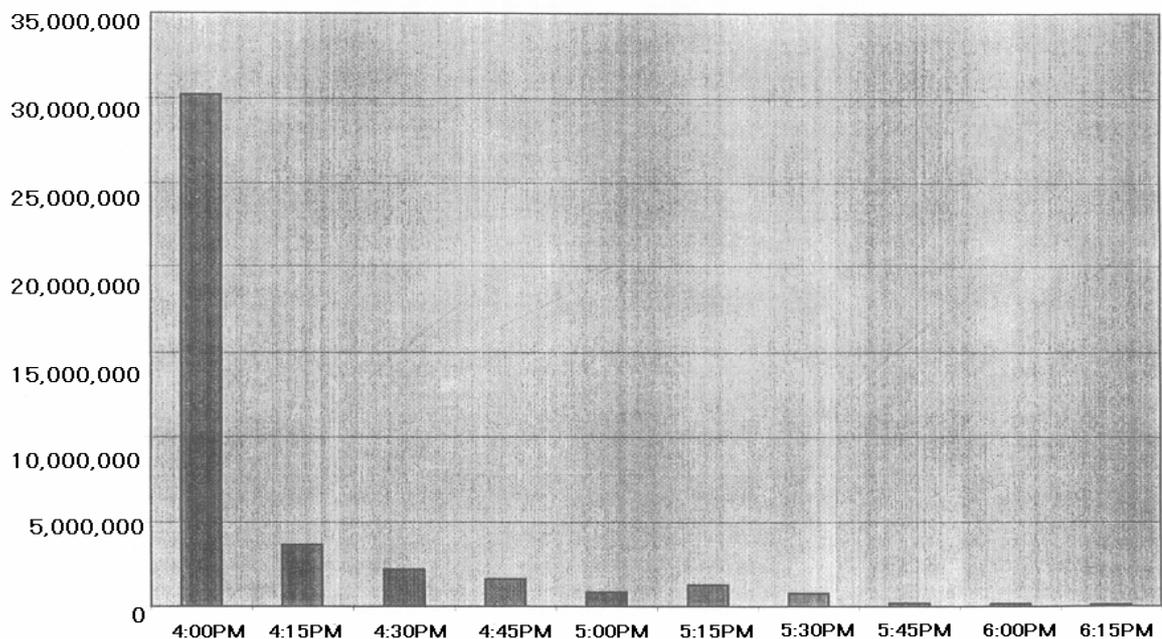
②ナスダック銘柄の売買高推移

一方、ナスダック銘柄についても、時間外取引出来高の73%が午後4時から4時15分の間に集中している（図2）。午後4時15分以降の売買高は小さいが、売買の落ち込み方はNYSE銘柄に比べればやや緩やかである。それでも、午後5時半から6時半までの売買高は、時間外取引出来高の3%、すなわち一日の売買高の0.09%程度に留まっている。

なお、既に触れたように、ナスダック銘柄については、経済分析部が午後6時半以降のデータについても集計を行っている。データは、2000年1月28日、1月31日、2月7日の3日間の取引に関するものである。それによれば、午後6時半から11時59分までのナスダック銘柄の取引高は、平均すれば時間外取引出来高の5.4%を占める。また、午前0時から午前8時までの売買高は、時間外取引出来高の1.9%であった。このことから、報告書では、午後6時半にCTSが停止した後に、活発な時間外取引が常に行われていると考えるべき証拠はほとんどない、と結論づけている。

図3 ナスダック銘柄売買高の推移（時間外取引）

Nasdaq Share Volume from 4:00p.m. to 6:30p.m. on Jan.18 , 2000



(出所) SEC 市場規制局報告書 付属書 B-12

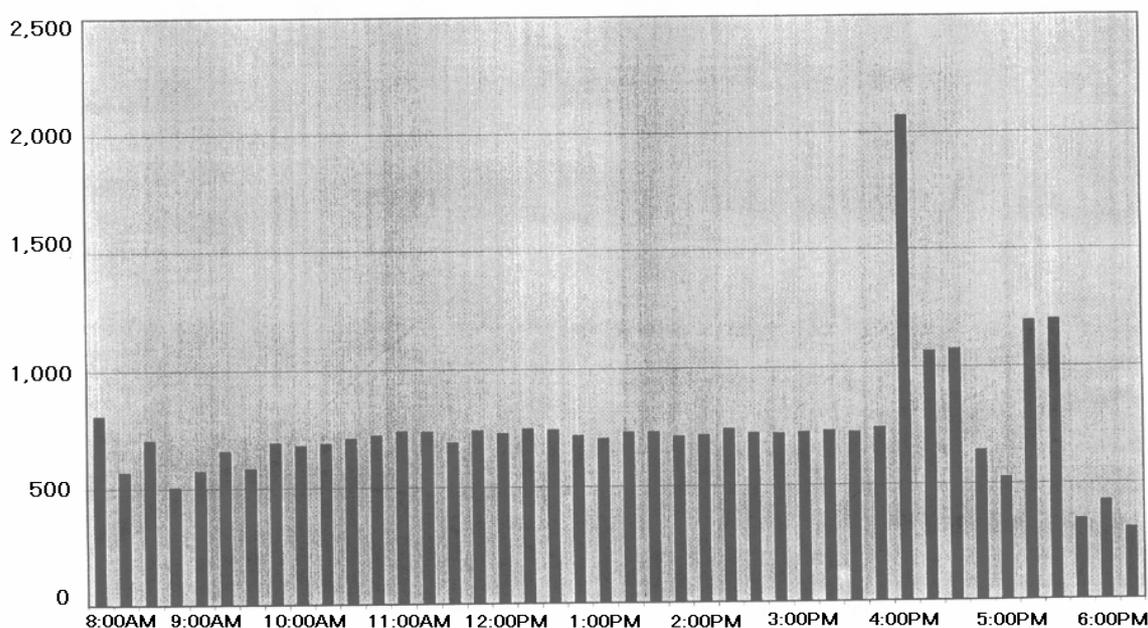
(3) 注文のサイズ

報告書によれば、時間外取引における売買注文のサイズについて分析すると、ナスダック

ク銘柄の場合、午後4時の通常取引時間終了直後の取引の大半は機関投資家によるもので、その後個人投資家による取引が顕著になっていると考えられるという。2000年1月18日の例では、通常取引時間帯である午前9時半から午後4時までの間においては、一件当たりの売買高が平均714株であったのに対し、午後4時から4時15分までの間は、2,000株以上となり、その後午後5時15分までは1,000株以上のレベルを維持したという。その後、午後5時45分から6時半の間になると、平均358株にまで低下し、個人投資家によるとみられる比較的小口の取引が目立つようになる（図4）。市場分析局が調査を行った1月18日から21日までの4日間の平均では、午前9時半から午後4時までの取引一件当たりの平均株式数は735株、午後4時から5時までは2,242株、午後5時から6時半にかけては496株であった。

図4 ナスダック銘柄 取引一件当たりの平均売買高

Average Share Size for Nasdaq Issues on Jan. 18, 2000



(出所) SEC 市場規制局報告書 付属書 B-14

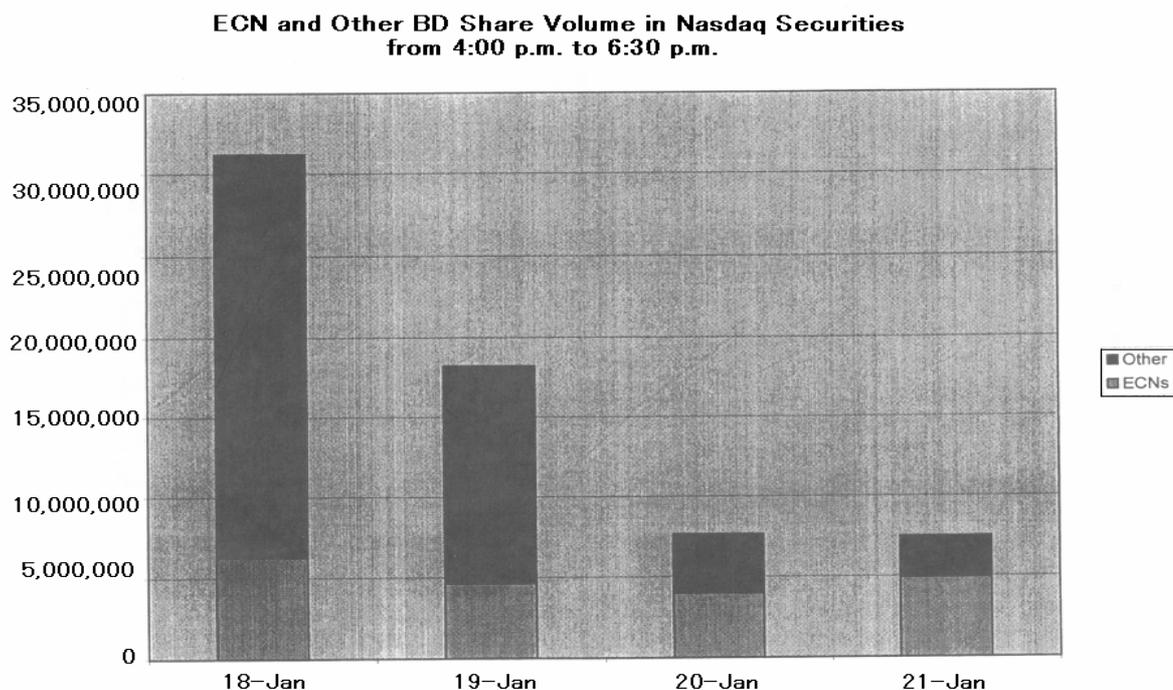
#### (4) ECN における取引

報告書によれば、ECN が時間外取引において中心的役割を果たしているという見方は誤っている。ナスダック銘柄のうち、取引頻度が高い上位10銘柄のデータを分析したところ、時間外取引に占める ECN 上での取引の割合は、日によってばらつきがあることが分かった

という。すなわち、1月18日から21日までの4日間では、20%（18日）から66%（21日）と大きな開きが生じた（図5）。調査対象となった4日間の平均では、41%であった。

また、ECNでの時間外取引は、午後4時から4時半の間に集中してはいるものの、ナスダック市場の出来高に占めるECNの取引シェアをみると、その後の時間帯にむしろ高まっているのが特徴である。1月18日から21日の例では、ナスダック銘柄のECN上での出来高が午後4時から4時半の200万株から午後5時15分から6時半にかけては150万株に減少する一方で（図6a）、取引全体に占めるECNのシェアは36%から63%に上昇した（図6b）。これは、午後5時15分以降の取引が、個人投資家による取引を中心としているという分析結果とも一致するものと考えられる。オンライン証券会社を通じて出される個人投資家の売買注文は、ECN上で処理されることが多いからである。

図5 ナスダック銘柄 ECNの売買高



（出所）SEC 市場規制局報告書 付属書 A-5

## （5）流動性の低さと価格のボラティリティ

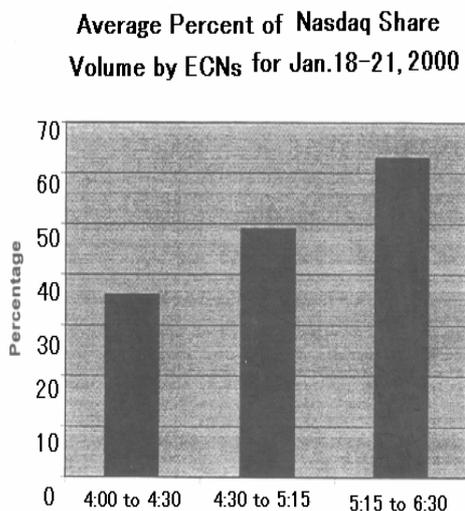
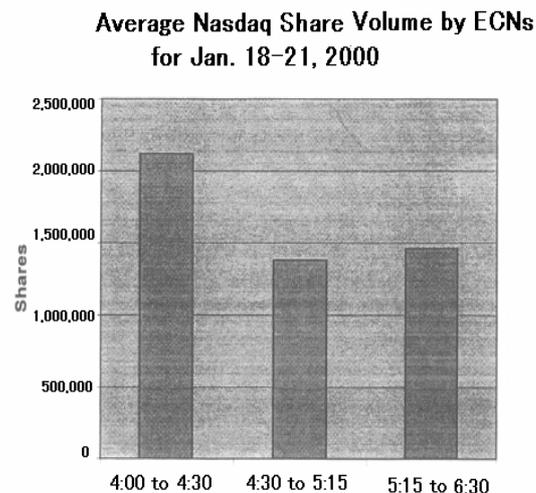
### ① 売買される銘柄の偏り

時間外取引で取引される銘柄の大半は、午後4時の通常取引終了直後にしか売買されな

い。1月18日の例では、午後4時から6時半までの間に取引されたナスダック銘柄は2,077銘柄で、当日取引されたナスダック銘柄の43%に相当した。しかし、午後4時から4時15分にかけて取引された銘柄数が1,994銘柄だったのに対し、4時15分から4時半は469銘柄、午後5時15分以降は100銘柄にまで減少した（図7）。

図 6a 時間外取引における ECN の売買高

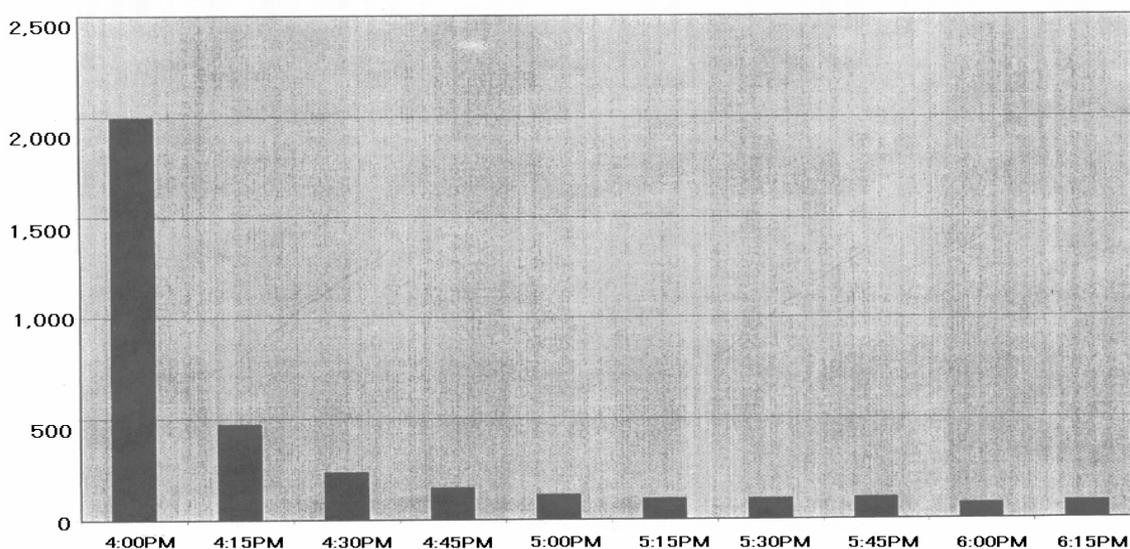
図 6b 時間外取引における ECN のシェア



(出所) SEC 市場規制局報告書 付属書 A-7

図 7 時間外取引におけるナスダック売買銘柄数

Number of Nasdaq Issues Traded from 4:00 p.m. to 6:00 p.m. on Jan.18, 2000



(出所) SEC 市場規制局報告書 付属書 B-16

報告書によれば、時間外取引の売買は、通常取引時間終了後に大きなニュースが流れた会社の株式など、少数の銘柄に集中するという。1月18日には、マイクロソフトとコーレルの決算発表があったため、前者は同日の売買高全体の7.2%、後者では32%にあたる売買が時間外取引で行われた。株価は、マイクロソフトの場合、午後6時半までに終値に比べて2.2%下落し、コーレルの場合、18.6%上昇したという。この価格変動もかなり大きいですが、時間外取引では、流動性が低いペニー・ストックの価格変動の大きさが特に目立つという。例えば、1月18日の取引では、ウェスタン・ウォーターの株価は終値1ドル1/32から午後6時半には1ドル15/32にまで上昇し、42%の上昇率を示した。

## ②市場のクオリティ

時間外取引における取引費用の上昇や価格のボラティリティの問題に関しては、経済分析部の調査結果でも分析されている。それによれば、時間外取引は、通常取引時間帯に比べて流動性が低く株価の変動性が大きいということが指摘されている。例えば、売買気配値のスプレッドは通常取引時間の平均8セントから26セントに広がり、執行価格のスプレッドは13セントから36セントに広がった。また、直前の取引価格との変動幅も、5セントから15セントに上昇した。

## 3) 時間外取引への規制機関の対応

SEC 市場規制局の報告書では、時間外取引の実態分析に続いて、SEC や自主規制機関 (SRO) による規制・監督面での取り組みについても整理している。既に触れた「サミット会議」や地方取引所での時間延長の試みなどが紹介されている。

従来、通常取引時間外の売買については、顧客の指し値注文の取扱いに関するルールなど、NASDの取引規則が適用されないケースがあった。しかし、SEC、NASDでは、取引所の時間延長などに対応して、通常取引に適用されるルールの多くを時間外取引についても適用するよう対処を進めている。また、既に触れたように、時間外取引に伴うリスクを顧客に説明する義務については、NASDの会員通知が出されている。

### 3. わが国への示唆

わが国では、1997年以降、東京、大阪の証券取引所による立会時間外の取引システム整備が進められたほか、1998年12月の取引所集中原則撤廃に伴って、証券会社が自己勘定で注文を受ける形での時間外の取引も可能となっている。

最近では、米国でECNが急成長を遂げていることもあって、電子取引システムを通じた時間外取引に対する関心も高まっている。2000年初めには、三井物産がオンライン証券会社等とともに夜間取引に焦点を当てた日本版ECNを開設するという構想が明らかになった。また、7月には、東京証券取引所が、夜間取引市場に関するワーキング・グループを設置して、投資家の利便性向上といった観点から夜間取引市場の導入に関する本格的な検討を開始した。三井物産の構想は、その後、事実上棚上げされたようだが、6月30日に認可されたわが国初の株式私設取引システム（PTS）である日本相互証券の「BB株式 Super Trade」が機関投資家や証券会社を取引参加者として9月4日から通常取引時間外の取引を行っている<sup>6</sup>。

こうした時間外取引、とりわけ夜間の時間帯における株式取引に対する関心の高まりは、社会、経済の変化によって、24時間取引に対する投資家のニーズが生まれているという判断を背景にしている。グローバルに投資を行う機関投資家の取引ニーズとともに、最近拡大の著しいインターネットを利用したオンライン証券取引において、日中仕事を持っているサラリーマンなどが帰宅後の夜間に売買注文を入力するケースが多いといった事実も、そうした判断を補強するものとされている。とりわけ、東証における検討では、取引時間帯を午後8時半からとすることが想定されており、機関投資家よりもむしろ個人投資家の取引ニーズを取り込もうとする姿勢が打ち出されている。

こうした議論の中で、しばしば、持ち出されるのは、コンビニエンス・ストアとの連想である。つまり、24時間営業のコンビニエンス・ストアというアイデアが提起された当時、「夜中に買い物する人なんかいない」という見方もあったが、実際に営業してみたら多くの客が訪れた。夜間の株式取引に対しても、潜在的な取引ニーズを掘り起こすという大きな効果が期待できるというのである。

<sup>6</sup> 大崎貞和「株式会社形態の取引所を認める証券取引法改正」『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照。

しかし、夜間取引、時間外取引の先進国である米国の実態を詳細に分析した SEC 市場規制局の報告書の内容を見る限り、夜間の株式取引に対する「ニーズ」が本当に存在するのかどうかは疑問である。特に、時間外取引のほとんどが取引終了直後に集中しており、午後5時半以降の取引はほとんど取るに足らない規模に過ぎないという事実は注目に値する。また、ナスダック市場取引高の30%（売買高ベース）から40%（売買金額ベース）を占めるまでに拡大している ECN の取引においてすら、時間外、とりわけ深夜の時間帯の取引は無視できる程度の規模でしかないことが明らかにされた。あえてコンビニエンス・ストアの比喻に絡めて言うならば、カップラーメンやおにぎりを「いますぐ食べたい」というのと同じように、「いますぐ株式を売買したい」といういわゆる「即時性（immediacy）」に対するニーズが、投資家の間でどの程度存在するのかについては、大いに疑問があると言わざるを得まい。

株式取引の場合、昼間と夜間で取引の条件がほとんど変わらないコンビニエンス・ストアとは異なり、情報の不足や流動性の不足によって、投資家が不利な取引条件を押し付けられる危険性が極めて大きい。SEC 報告書を見ても、夜間取引の価格変動の大きさや取引費用の増大に対する懸念は、事実によって裏付けられたという観がある。そもそも、取引の即時性に対するニーズは、中長期的な観点からの投資を行う場合には重要ではないという見方も強い<sup>7</sup>。

もっとも、これらの問題点を十分に理解した上で、それでも夜間取引を行いたいという投資家の意思を無視するべきではあるまい。そうした観点からは、日本相互証券の時間外取引システムのような民間企業による独自の動きは、大いに歓迎されるべきであろう。米国においても、私設の取引システムである ECN は、時間外の取引サービス提供に力を入れており、一定程度までは利用されているのである。

しかしながら、ECN における夜間取引と自主規制機関という法的地位を与えられ、高度の公益性を担うものと位置づけられている証券取引所や証券業協会の運営する市場における夜間取引では、事情は大いに異なる。米国でも、SEC が、「サミット会議」を開催したり詳細な検討を行うワーキング・グループを設置したりしたのは、高度の公益性を担う取引所市場やナスダック市場の取引時間延長がアジェンダとなったからである。わが国においても、仮に取引所市場等における夜間取引を議論するのであれば、「サミット会議」やワーキング・グループ報告書で論じられた様々な論点について、十分な検討を経ていく必要がある。

昨今、取引所の株式会社化が検討されるなど、公共的な機関としての取引所や証券業協会に対する一般の見方は大きく変化しつつある。とはいえ、2000年5月に成立したわが国の改正証券取引法においても、株式会社という組織形態をとる取引所の存在が認められる

<sup>7</sup> 一定の時刻に売買注文を集中して価格決定を行うコール・オークション方式の電子取引システムは、機関投資家が執行の即時性よりもマーケット・インパクトの回避や価格向上を重視するという考え方に基いて導入された。実例として、アリゾナ証券取引所（AZX）などがある。

ことになっただけで、取引所の公益性や自主規制機関としての機能については、これまでとほぼ同じ制度がとられていることも忘れてはならない。民間のビジネスとしての私設取引システムが時間外取引という領域にチャレンジすることの是非はともかくとして、取引所市場や株式店頭市場のような公的市場における夜間取引については、投資家保護や市場の効率性の観点から大きな疑問符が付くということを改めて銘記すべきであろう。

なお、東証による夜間取引構想に関しては、10月に入って、東証正会員協会の証券経営委員会第一部会が導入の見送りを求める要望書を提出したと報じられている<sup>8</sup>。本レポートで指摘したような様々な疑問や課題に加え、取引がスタートすれば参加者となる会員自身の反対も強いということであれば、あえて導入に踏み切ることが妥当かどうか、大いに疑問があると言わざるを得まい。

(大崎 貞和、平松 那須加)

---

<sup>8</sup> 『朝日新聞』2000年10月17日付け。