

日本における個人投資家向け株式夜間取引の動向

研究員 河野 敏

- ・はじめに
- ・株式夜間取引の実態
- ・今後の課題と展望

・はじめに

2001年に入ってから株式市場は、景気先行き悪化懸念や米国株安(特にNASDAQ総合指数の急落)などを受け軟調に推移し、3月13日に日経平均株価が終値で11,819円とバブル崩壊後の最安値を付けた。その後は小泉新政権への期待感等からやや持ち直してきてはいるものの、依然として株価先行き不安は残ったままである。

このように、投資環境としては必ずしも恵まれているとはいえない環境の中、個人投資家を中心にインターネットを利用した株式取引は着実に拡大している¹⁾。日本証券業協会が5月11日に発表した調査によると、2000年度下期(2000年10月~2001年3月)のネット取引の売買代金は個人取引全体の3割を超えた。また、オンライン口座数は3月末時点で約193万4千となっており、4月、5月も着実に増加していることから、既に200万口座を超えたものと思われる。株式相場が低迷している中であっても、オンライン証券取引は手数料の安さと利便性の高さから個人投資家の人気を集めており、ネットは個人の取引手段として浸透し、株価形成など株式市場での影響力が今後も一段と強まることが予想される。

こうした中、インターネットを利用し証券取引所外で売買を成立させる、個人投資家向けの株式夜間取引が2001年1月から開始されている。株式夜間取引は、証券取引所の閉まっている時間帯にも株式売買が可能になることで、個人の取引形態の多様化が進み新たな投資を喚起するとの見方も広がっている。

本稿では、オンライン証券取引サービスの一環としての株式夜間取引に焦点を当てて、夜間取引の仕組みや取引動向を整理し、今後の課題と展望について検討する。

．株式夜間取引の実態

1．株式夜間取引の仕組み

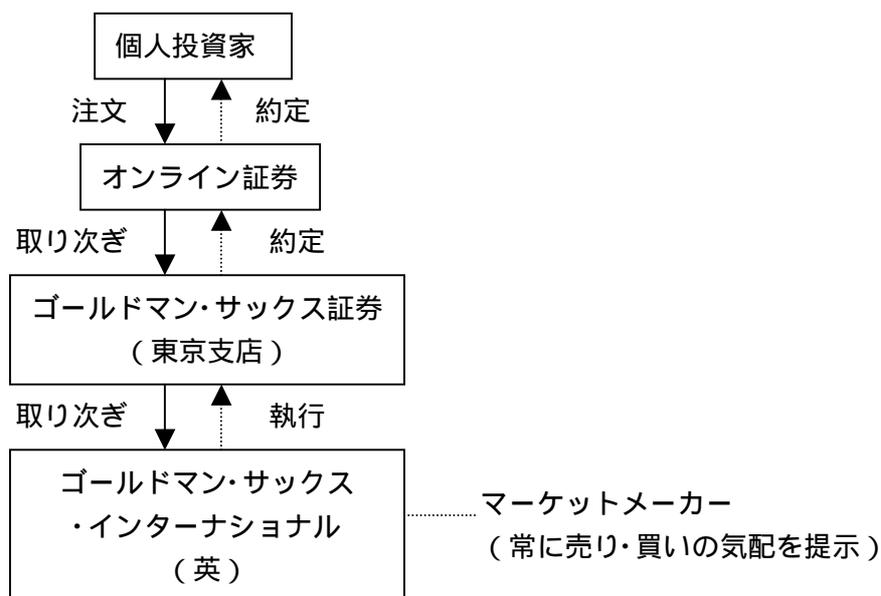
現在、株式夜間取引を提供している証券会社は、米国系証券会社のゴールドマン・サックス証券とインターネット専門証券会社のマネックス証券の2社である。まず、ゴールドマン・サックス証券が、2001年1月22日に個人投資家向け株式夜間取引「ムーン・トレード」を開始し、マネックス証券も、同じ週の1月26日に「マネックスナイター」を開始している。ここでは、「ムーン・トレード」と「マネックスナイター」の仕組みを整理する。

(1)「ムーン・トレード」の仕組み

「ムーン・トレード」は、ゴールドマン・サックス・インターナショナルが売り気配・買い気配を提示するマーケットメーカー方式²である。1回1銘柄の取引上限は700万円までであり、価格条件の合った注文は原則として自動執行される。

オンライン証券会社（現時点で既に参加しているのはDLJディレクトSFG証券と松井証券）³が個人顧客の注文をゴールドマン・サックス証券東京支店に取り次ぎ、ゴールドマン・サックス証券東京支店が、マーケットメーカーであるゴールドマン・サックス・インターナショナルに取り次いでいる（図表 - 1）。値付けについては、株価指数先物や海外市場の動向などのマクロ要因、その銘柄が属するセクターの海外市場動向などミクロ要因、外国市場での売買価格など個別要因、等を考慮して、銘柄ごとに株価を決めるモデルを作りほぼ自動化しており、ゴールドマン・サックス・インターナショナルが値段を決定している。

図表 - 1 「ムーン・トレード」での取引の流れ



また、取引所上場銘柄については、取引所の通常取引時間外での取引であるため、原則として値幅制限は適用されない。店頭銘柄については、JASDAQ 通常取引最終価格をベー

スにした値段から上下7%以内での気配提示としている。

決済日は取引所での通常の取り引きより1日遅く、取引日から起算して5営業日目の決済となる。

図表 - 2 「ムーン・トレード」での主な取引ルール

項目	内容
取扱銘柄数	306 銘柄 (2001 年 5 月 21 日現在)
注文受付時間	17:00 ~ 23:50 (DLJ ディレクト SFG 証券) 20:00 ~ 23:50 (松井証券)
注文方法	フィル・オア・キル方式の指値注文 ⁴ (DLJ ディレクト SFG 証券) 指値注文 (松井証券)
1 取引あたりの注文数量	当該銘柄の最低売買単位の株数 (例えば、最低売買単 位が 1000 株の場合、3000 株の注文は 1000 株を 3 回 に分けて注文を出すことになる。)
約定の優先順位	時間優先
約定日	注文を出した日
決済日	約定日を起算日として 5 営業日目。 但し、約定日が権利・配当落ちとして定められた期日 に当たる場合は 6 営業日目。

(出所) ゴールドマン・サックス証券、DLJ ディレクト SFG 証券、
松井証券のホームページより作成

(2) 「マネックスナイター」の仕組み

「マネックスナイター」では、取引値を原則として各銘柄ごとに売り注文・買い注文ともに、証券取引所及び店頭市場における翌営業日の取引所取引基準値となる当日の最終値段に固定している。なお、権利落ち銘柄の権利付最終日大引け後の夜間取引は、権利落ち後の価格(一本値)での取引となる。注文は指し値(通常は証券取引所または店頭市場における最終値段)のみとし、成行注文は受け付けていない。このように、「マネックスナイター」が夜間の取引価格を一本値で固定したのは、「プロと個人の間の情報格差は夜間により大きく、マーケットメイク方式だと個人投資家に不利になる可能性がある」との考えによる。

「マネックスナイター」に参加しているのは、現在のところマネックス証券だけであるが、リテラ・クレア証券(旧今川三澤屋証券)や丸三証券も近々参加を予定しており、その他にも7、8社が参加を検討しているとみられている。

約定方法は、マネックス証券が売買の相手方となり顧客の注文の約定を行うが、その際は、売り注文と買い注文の双方が発注された都度、売り又は買いの一方の少ない方の株数全部について売買を成立させる。したがって、売り注文または買い注文の一方のみがマネックス証券の運営する私設取引システムに発注されている時には取引は成立しない。

約定の成立は、時間優先で、注文受付時刻が早い注文から約定が成立する。買付・売却

注文画面に、銘柄ごとに注文受付時刻順上位 10 本の注文が板表示されるので、入力した注文を画面で確認できる。また夜間取引で約定しなかった場合には、翌営業日の通常取引での成り行き注文か、指値注文を選び発注することもできる。

決済日は、約定日を起算日として 4 日目であるが、「マネックスナイター」の約定日は注文日の翌営業日となるので、事実上は、「ムーン・トレード」同様、取引所での通常の取り引きより 1 日遅く、取引日から起算して 5 営業日目の決済となる。

図表 - 3 「マネックスナイター」での主な取引ルール

項目	内容
取扱銘柄数	約 3,300 銘柄
注文受付時間	17:00 ~ 23:59
注文方法	指し値のみ。取引値である指し値は、証券取引所または店頭市場における終値とする。
1 取引あたりの注文数量	証券取引所（東証・大証・名証）上場株式の場合は、1 売買単位の 99 倍まで。 店頭登録株式の場合は、1 売買単位の 10 倍まで。
約定の優先順位	時間優先
約定日	注文日の翌営業日。
決済日	約定日を起算日として 4 営業日目。 但し、約定日が権利・配当落ちとして定められた期日に当たる場合は 5 営業日目。

(出所) マネックス証券のホームページより作成

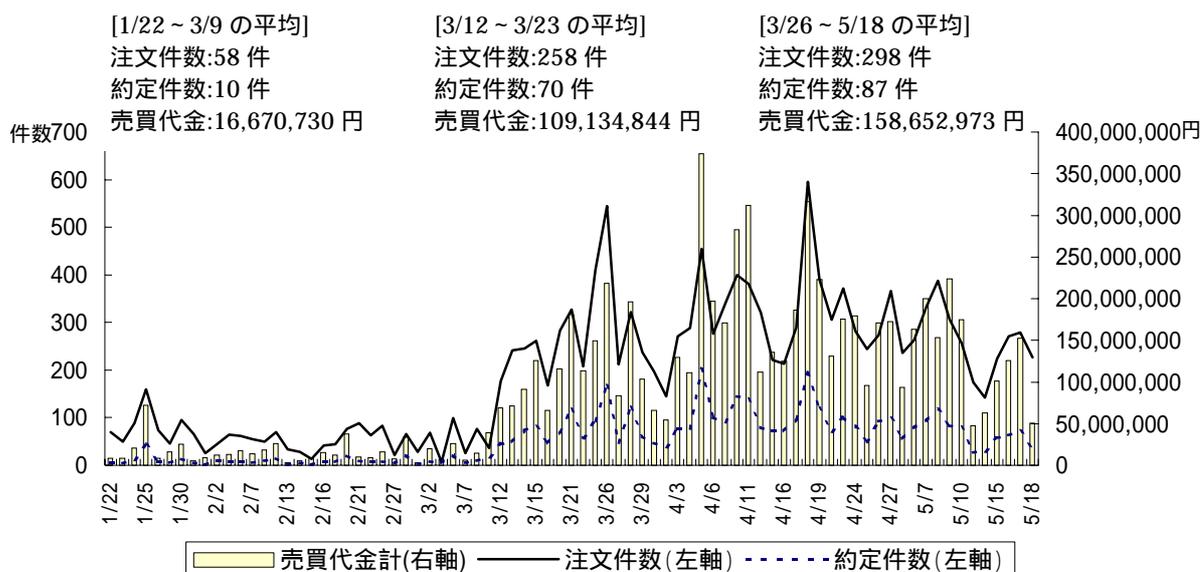
2. 夜間取引における取引動向

夜間取引が実際どれほど利用されているのかを把握するため、「ムーン・トレード」に参加している DLJ ディレクト SFG 証券、松井証券と、「マネックスナイター」に参加しているマネックス証券における取引状況をそれぞれみる。

DLJ ディレクト SFG 証券での夜間取引の状況を示したのが、図表 - 4、図表 - 5 である。DLJ ディレクト SFG 証券では、夜間取引を始めた 2001 年 1 月 22 日から 3 月 9 日までは、注文受付時間が 17:00 ~ 19:00 の 2 時間と短かったことや対象銘柄が売買高の大きい主要 25 銘柄に限られていたことから、この期間は 1 月 25 日に注文件数が 160 件となった以外は、注文件数、約定件数、注文参加者数、約定者数がすべて 1 桁か 2 桁と低調であった。3 月 12 日からは注文受付時間が 17:00 ~ 23:30 の 6 時間半とそれまでの 3 倍以上に伸びたことで、急激に取引件数、売買代金が増え始めた。3 月 26 日以降は終了時間がさらに 11:50 まで延長されている。このように夜間取引時間の延長によって、米国株の取引開始の時間帯での夜間取引が可能になったことから、米国マーケットの動きを確認しながら注文を出す個人投資家が増えているものと思われ⁵、米株相場の底入れ観測も相まって夜間取引での売買が増加している模様である。

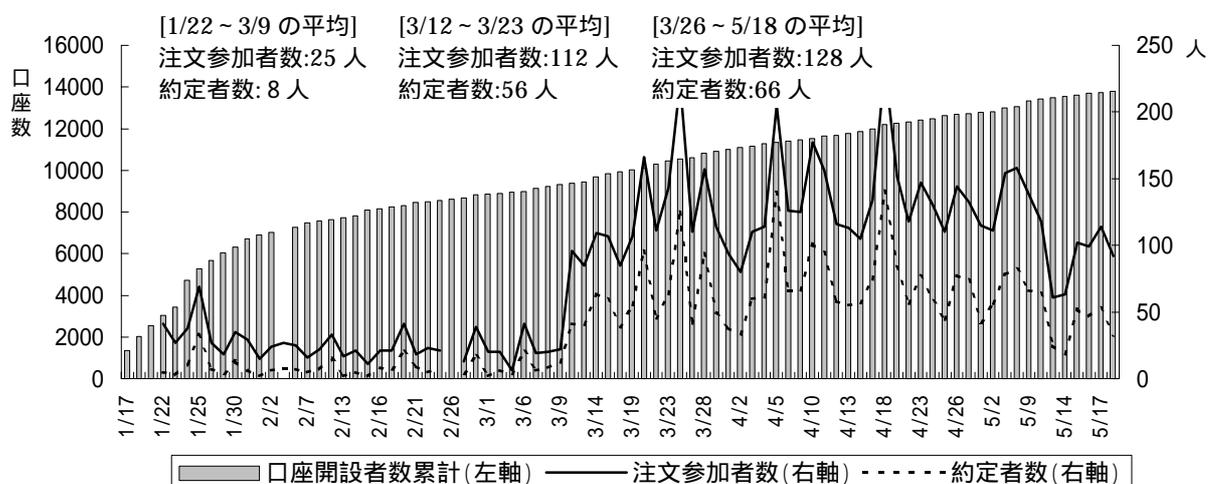
夜間口座開設者数の累計をみると、取引を開始した1月22日には3,020口座であったが、その後は2月22日(8,503口座) 3月22日(10,297口座) 4月23日(12,416口座)と順調に推移し、5月18日現在は13,792口座となっており、伸び率はやや鈍化しているものの、依然として月間伸び率は2桁の水準にある。

図表 - 4 DLJ ディレクト SFG 証券での夜間取引の状況 (その1)
【「ムーン・トレード」経由】



(出所) DLJ ディレクト SFG 証券のホームページより作成

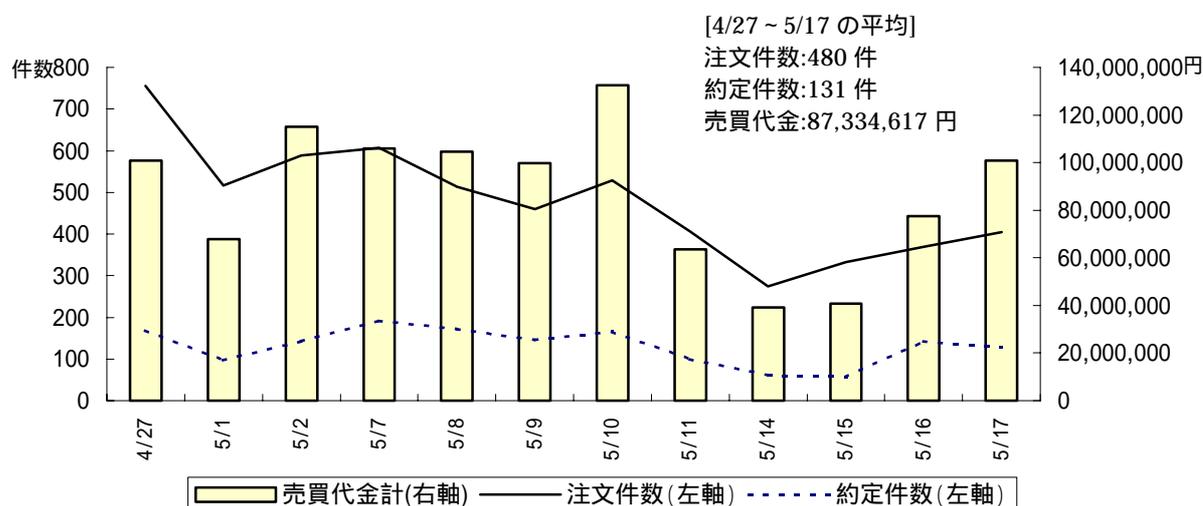
図表 - 5 DLJ ディレクト SFG 証券での夜間取引の状況 (その2)
【「ムーン・トレード」経由】



(出所) DLJ ディレクト SFG 証券のホームページより作成

図表 - 6 は、松井証券における夜間取引の状況を示したものである。松井証券は、DLJ ディレクト SFG 証券に 3 ヶ月強遅れの 4 月 27 日から「ムーン・トレード」に参加した。注文受付時間は 20:00～23:50 と、17:00 から注文を受け付けている DLJ ディレクト SFG 証券よりも 3 時間短い。5 月 17 日までの取引を見ると、松井証券は注文件数、約定件数ともに DLJ ディレクト SFG 証券を上回っている。その一方、売買代金は DLJ ディレクト SFG 証券の方が松井証券よりも多いといった傾向があるが、これは各社の手数料体系の違いからきているものと思われる。すなわち、図表 - 7 に示すように各社の手数料を考慮し、DLJ ディレクト SFG 証券では比較的購入株価の高い銘柄を取り引きし、逆に松井証券ではボックスレートの範囲に収まる株価の株式を取り引きする個人投資家が多いものと考えられる。

図表 - 6 松井証券での夜間取引の状況
【「ムーン・トレード」経由】



(出所) 松井証券のホームページより作成

図表 - 7 各社の手数料体系

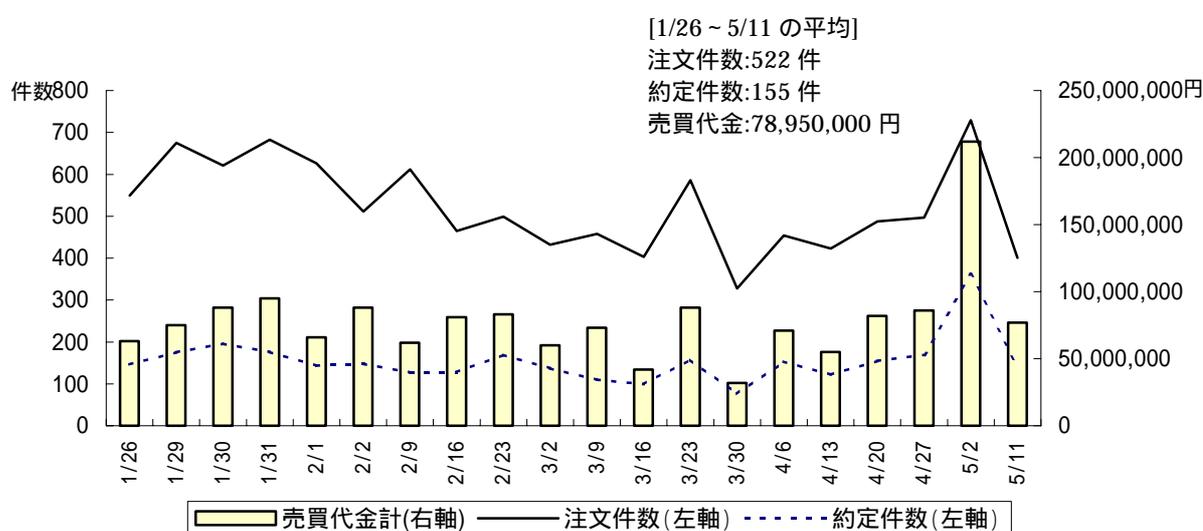
証券会社名	手数料体系の概略
DLJ ディレクト SFG 証券	約定代金 1,000 万円まで一取引につき 2,500 円。 (但し、1 回 1 銘柄の取引上限は 700 万円。)
松井証券	ボックスレート制 (1 日の約定代金 300 万円までなら手数料は売買回数に関係なく 3,000 円) 注) 夜間取引と翌日の日中取引の約定代金を合算した額でボックスレート制を適用。
マネックス証券	約定金額 120 万円までは 1,500 円。 約定金額 120 万円超 200 万円までは約定金額の 0.125%。 約定金額 200 万円超は 2,200 円+約定金額の 0.015%。

(出所) DLJ ディレクト SFG 証券、松井証券、マネックス証券のホームページより作成

また、図表 - 8 はマネックス証券での夜間取引の状況を示したものである。マネックス証券では、DLJ ディレクト SFG 証券の「ムーン・トレード」開始から 4 日遅れの 1 月 26 日に「マネックスナイター」を開始した。当初から注文受付時間を 17:00～23:59 までの約 7 時間とし、取扱銘柄数も約 3,300 銘柄と利便性の面で優れていたことなどから、注文件数や約定件数はコンスタントに入っている。

マネックス証券の利用者は、株取引の初心者が比較的多いと考えられていることなどもあり、売買代金は約定件数の割にはそれ程多くない。

図表 - 8 マネックス証券での夜間取引の状況
【「マネックスナイター」経由】



(出所) マネックス証券のホームページより作成⁶

．今後の課題と展望

株式夜間取引は、特にビジネスマンなど昼間は取引する時間がない投資家の間でニーズがあると考えられ⁷、取引所での取引終了後に株価に影響を与える材料が出た場合でも、翌朝に取引所が開くのを待たずに売買できる機会が生まれるなど、個人投資家の利便性の向上に一役買っている。

一方、夜間取引の問題点として、取引所等における日中の通常時間の取引と比較して一般的に注文件数、売買代金が少なく、流動性が低くなることが挙げられる。そのため、マーケットメイク方式を採用している「ムーン・トレード」では、取引所上場銘柄は 1 日の値動きの上限である値幅制限がないことから、通常取引における終値と価格が乖離し、夜間取引中に価格が大きく変動する可能性があるので注意が必要である。また、夜間取引のルールにはまだ未整備な面が多い。例えば、取引所内の売買では不明確な情報が市場に出ると、取引所が売買を停止し企業に情報開示をさせるが、取引所外売買となる夜間取引ではこうした運営の取り決めが明確でなく、一部の投資家が不利益を被る可能性もぬぐいき

れない。こうした問題を解決するためにも、夜間取引に関するルールを早期に整備する必要がある。

現在は、株式夜間取引を導入している証券会社は3社のみであるが、今後、急速に増える予定であり、夜間取引の増加ペースはさらに上がることが予想される。

また、夜間市場としては「ムーン・トレード」と「マネックスナイター」以外にも、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター証券がマーケットメーカーとして夜間取引に参入する予定であり、今後は夜間取引が個人投資家にとってより使いやすいものとなっていくであろう。現在、マーケットメーカーはゴールドマン・サックス証券の1社のみであるが、適正な値付けという観点からみても、複数のマーケットメーカーが競い合い、売り気配と買い気配のспредが縮小する方向に向かうことが望ましい。

なお、東京証券取引所は、2000年7月に「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、独自の夜間市場開設を検討していたが、「ニーズが少なく時期尚早」との会員証券会社の反対で開設計画が凍結されている。夜間取引は東証にとっても魅力的であったと思われるものの、従来型の証券会社は営業員や店舗とインターネットの活用の折り合いに腐心しており、多くの証券会社が強く反対している。しかし、夜間取引が個人投資家のすそ野を広げ、証券取引所を軸とする株式流通市場に構造変化をもたらす可能性を秘めていることは間違いなく、多くのオンライン証券会社は東証が夜間取引を実施することを望んでいることから、今後、東証の夜間市場開設案が再び浮上してくることも十分に考えられよう。

¹ 日本では、99年10月1日に株式売買委託手数料が完全自由化されたことを機に、インターネットの急速な普及も手伝い、オンライン証券取引が本格化し始めた。

² 投資家同士の注文が合致した場合のみ売買が成立するオークション方式（証券取引所で通常行われている方式）に対し、マーケットメーカーが投資家からの注文の相手方となり売買を成立させるのが、マーケットメーカー方式である。「ムーン・トレード」は個人投資家のみを対象としたサービスであるため、オークション方式では、売買が成立しにくくなる可能性があることを考慮し、ゴールドマン・サックスがマーケットメーカーとして流動性を供給するマーケットメーカー方式を採用した。

³ 「ムーン・トレード」のサービスは、現時点では、DLJディレクトSFG証券、松井証券、オリックス証券、イー・トレード証券、日興ビーンズ証券の5社にて行う予定である。

⁴ フィル・オア・キル方式の指値注文とは、価格条件が合わず直ちに取引が成立しない場合、執行不可能とみなされ、即時にキャンセルされる指値注文。

⁵ 時間帯別注文状況（4/2～4/13）をみると、米国市場がオープンする22:30以降が全件数の約45%を占めている（日経ネットトレーディング調べ）。

⁶ 2月2日以降のデータに関しては、各週最終日（通常は金曜日）のデータを利用。

⁷ オンライントレードの利用者は、特に会社員など日中に仕事をしている人々の占める割合が高い。そのため、DLJディレクトSFG証券では株式注文うち50%強が取引所等の取引時間外に行われている。

（かわの さとし kawano@research-soken.or.jp）