

—連載（第38回）—

欧州証券取引所等に対する市場関係者からの売買時間の短縮要望について



■ 1. はじめに

欧州金融市場協会（AFME）^{（注1）}及び英国Investment Association（IA）^{（注2）}は、2019年11月7日、ロンドン証券取引所（LSE）をはじめとする、欧州の主要証券取引所及び多角的取引施設（MTF：Multilateral Trading Facility）に対して、トレーディング業界の慣習改善のほか、当該業界に従事する者の健康改善、さらには勤務する者の多様性を確保する観点から、証券市場をより一層、効率的なものとしていくために、欧州における証券市場の売買時間を短縮化するよう求める要望書を提出した^{（注3）}。

本稿では、前述の証券市場関係団体が要望を出した背景や、証券取引所等における反応、さらには関連して要望書に記載されている主要国における株式売買時間の状況等に関する情報について報告する。なお、本稿で示した見解はすべて筆者個人の見解であり、筆者の

所属する組織としての見解を示すものではないことをお断りする。

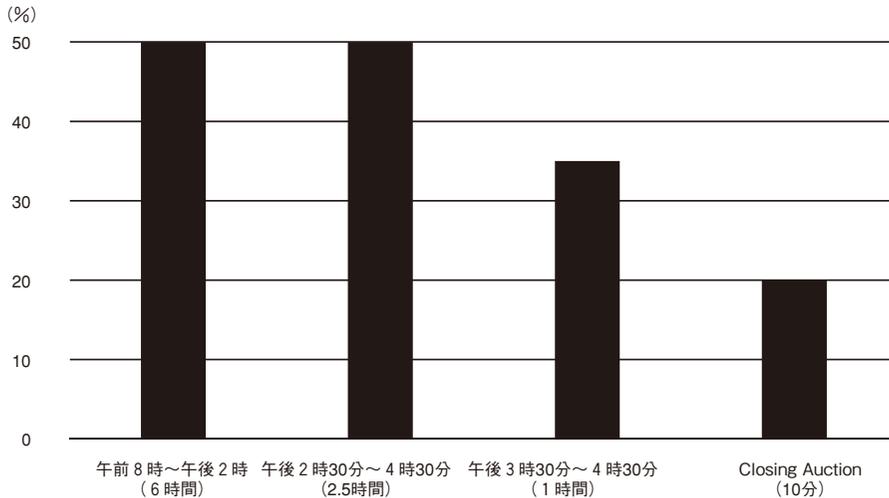
■ 2. 要望書の内容等について

両団体は、現在午前8時～午後4時半^{（注4）}の8.5時間となっている売買時間を、午前9時～午後4時の7時間へと90分短縮することを要望しており、当該要望の理由として、（1）売買時間を短縮することにより、売買の流動性が一層集中することとなり、取引コストの削減にもつながるため、（2）トレーディング業界における慣習を改善するとともに、当該業界に携わる者の多様性の確保及び健全な勤務環境等を実現させ、より効率的な市場形成を図るため、の2点を挙げている。

両団体は当該要望書を、英国を含むEUの証券取引所等に対して提出するとしており、具体的な提出先として、LSE, Euronext, NasdaqOMX及びドイツ取引所といった規制市場並びにTurquoise, Cboe Europe, Aquis



(図表) LSEにおける時間帯別売買高シェア



(出典) 要望書

及びLiquidnetといったMTFが掲げられている。

3. 売買時間短縮要望の根拠及び目的について

本項では、要望書において記載されている、今般の売買時間短縮要望の根拠及び目的について、記述することとする。

(1) 主要証券取引所における売買時間比較

要望書においては、欧州における証券取引所の売買時間がどの程度長いのかを比較する観点から、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) 及び東京証券取引所 (TSE) の売買時間や売買状況が示されている。それによると、

NYSEの売買時間は午前9時30分～午後4時の6.5時間、TSEの売買時間は1時間の昼休みを含めて計6時間 (午前9時～11時30分、午後0時30分～3時) であり、これらの証券取引所の売買時間は、欧州証券取引所の売買時間 (8.5時間) と比較すると短いものの、売買高や流動性等を踏まえると、売買を行うには現行でも十分な時間がとられているとしている。

(2) 日中における時間帯別売買量の傾向

次に、日中における取引時間帯別売買高について調査が行われている。要望書においては、LSEを一例として、日中における時間帯別売買高シェアが示されており (図表参照)、それによると、Closing Auctionにおける売買高は、既に1日の売買高の20%を超えている



としている。その一方で、1日の売買高のうち50%に相当する売買については、午前8時～午後2時の6時間もの時間をかけて執行されており、当該時間帯における1時間当たりの売買頻度等は、他の時間帯と比較しても少ないとしている。

加えて、要望書によると、テクノロジーの急速な進化とともに、執行速度が高速化したことにより、これまでのような売買時間が提供されなくとも、売買を行うことは十分に可能だとしている。一例として、LSEにおいて、2019年8月に発生したシステム障害により、売買開始が通常は午前8時であるところ、これを1時間40分延刻し、9時40分とした際の事例を分析し、売買開始時に売買が停止した場合においても当該日全体で見た場合に売買高が著しく減少することはなかったとしている。

こうした傾向については、売買開始時間を1時間遅らせるべきとの根拠材料となっており、要望書によると、売買時間を短縮化することで、これまで以上に流動性を集中させることができ、価格発見機能を向上させることができるとしている。

(3) 業界文化の向上

要望書では、売買時間の短縮要望に関して、市場流動性に関する分析等に加えて、トレーディングに携わる者の業界文化等についても記載がなされている。

特に、トレーダーは、売買開始1時間以上

前には入社し、準備を開始し、売買終了後も少なくとも1時間はポストトレード業務支援等を行うことが多く、1日8.5時間の売買時間が提供される現状において、実際の勤務時間は非常に長時間になっているとしている。IAによると、平均的なトレーダーの勤務時間は午前6時30分～午後6時30分の1日12時間、週単位では60時間にも相当するとしており、トレーダーは過酷な労働環境下にさらされていることが改めて示されており、こうした長時間労働が、トレーディング業界に優秀な人材を引きつけ、これを維持するうえにおいて大きな障害となっていると主張している。

また、英国における上場会社の適時開示は、売買開始の1時間前に行われることが多く、トレーディング業界からすると、株価にも影響を与え得るこうした開示資料の確認等のために早期入社することも多いとしている。

こうした長時間労働による、個々の従業員に与える精神面への影響についても記載されており、従業員は昼休み休憩を取得することなく、連続してデスクにいる傾向があるとのことで、長時間労働は、体力面において勤務時間が長いのみならず、心身面まで含めた健康維持にもつながらないとしている。

(4) 多様性の向上

要望書によると、(3)に記載した長時間勤務は、トレーディング業界における雇用者の人材の多様性を確保し、これを維持するうえで



大きな障害になっていると主張している。

今回の要望書を提出した両団体は、女性の経営上級職への就任支援及び業界における男女間の賃金格差の排除並びに人材の多様性の推進等に注力してきたことから、要望書提出団体にとっては、売買時間の短縮は、単なる市場流動性向上といった「テクニカルな」側面のみならず、当該業界の雇用従事者の多様性とインクルージョン^(注5)の拡大を促進する面からも、重要な施策の一步であるとしている。要望書にもあるとおり、特にトレーディング部門においては、近年、電子トレーディング等の普及に伴い、プログラミングスキルが求められ、こうしたスキルの観点からも、男性の雇用者比率が高くなる傾向にあり、他の業種と比較しても、ダイバーシティの観点において大きく遅れをとっている。こうした点を背景に、両団体は、売買時間を短縮することにより、女性に対する業界への門戸を広げ、トレーディング部門における多様性を少しでも改善していきたいとしている。

■ 4. 証券取引所及び関係者の反応について

今般の証券取引所等に対する売買時間短縮に関する要望書提出については、Financial Times (FT) をはじめ英国の複数紙にて報じられた。

要望書によると、LSEは売買時間短縮要望について前向きに検討する旨を示している旨

の記載がみられるが、2019年12月10日には、売買時間に関して、LSEが要望書記載の売買時間短縮案や現状維持案を含め、5つの案を提示する形で、市場関係者に対するコンサルテーションを開始した^(注6)。また、FTによると、スペイン取引所を除き、主要証券取引所は今般の売買時間短縮化に関する要望に対して、前向きに検討する旨をコメントしている^(注7)。

BBC (英国放送協会) の電子版記事においては、本件記事に関連し、証券会社に勤務する女性のコメントが紹介されており、証券会社における勤務と家庭の両立が難しく、業界を去った人も多いとの記事が掲載されている^(注8)。一方で、要望書を提出した団体に所属する一部ブローカーからは、匿名を条件として、売買時間の短縮により、収益がさらに減少するのではないかと、との懸念なども寄せられているとのことである^(注9)。

■ 5. 最後に

今般の売買時間短縮に関する要望書提出と、それに伴う市場関係者の反応等をみると、以下の点において興味深い動きであると考えている。

- ・市場関係者が、証券取引所を中心とした複数の取引施設に対して、同時に売買時間短縮に関する要望書を送付しており、業界を巻き込んだ大きな動きになりつつある点
- ・要望内容が、証券市場業界において、最近

の売買時間拡大の動きからは一線を画し、売買時間の短縮化を求めている点

・また、こうした市場関係者による要望に対して、LSEがコンサルティングを行っているほか、主要な証券取引所が検討を前向きに進めていく旨コメントするなど、証券取引所等もポジティブな受止めをしている点

・売買時間短縮に関する要望が、市場の流動性向上等といった証券市場の機能に関する観点のみならず、トレーディング業界の雇用従事者の多様化を促進させる観点等といった、いわゆるESGの観点からも検討がなされている点

本件を受けた売買時間短縮化に関する議論が今後どのように進展していくのか、業界文化の改善に向けた動き等を含め、引き続き注視をしていきたい。

Review%20of%20Market%20Hours%20in%20Europe%20(06-11-2019)%20PRESS.PDF

(注4) 英国標準時。本レポートにおいて、特段の記述がない限り、以下も同様。

(注5) 組織内の誰にでもビジネスの成功に参画・貢献する機会があり、それぞれに特有の経験やスキル、考え方が認められ、活用されていること(ウェブサイト「日本の人事部」キーワード集より)。

(注6) https://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/stock-exchange-notices/2019/n1819_attach1.pdf

(注7) 2019年11月9日付 Financial Times 「Trading faces up to its long – hours culture」

(注8) <https://www.bbc.co.uk/news/business-50323972>

(注9) <https://www.cityam.com/changing-times-market-leaders-and-investor-groups-call-for-shorter-working-day-on-trading-floors/>



(注1) Association for Financial Markets in Europeの略称。グローバルな銀行、主要地域銀行、ブローカー、機関投資家等約180社から構成。欧州のホールセール金融業界の声の発信役として、幅広い規制や資本市場の問題に関する専門知識を提供し、欧州の市場参加者と政策立案者との橋渡し役を担う。

(注2) 機関投資家、商業銀行、ブローカー及び保険会社を中心に約250社から構成された、英国の貯蓄者、投資家及び企業における資産運用をサポートする団体。

(注3) <https://www.theia.org/media/press-releases/traders-call-shorter-eu-market-hours-improve-diversity-market-efficiency>
http://cdn.roxhillmedia.com/production/email/attachment/770001_780000/Proposal%20for%20