

東証市場における取引時間の変更及び クロージング・オークション導入について



東京証券取引所 株式部課長

若松 弘晃

1. はじめに

東京証券取引所（以下、東証）では、2024年11月5日に予定している現物売買システム（arrowhead）の更改に合わせて、現物市場の機能強化を図る観点から、取引制度の変更を予定している。本稿では、制度変更の中でも影響の大きい取引時間の変更とクロージング・オークション導入について紹介する。なお、本稿の内容及び意見は執筆者個人に属し、その所属する組織等の公式見解を示すものではない。

2. 制度導入の背景等

現物市場における取引時間の変更について検討を始めたきっかけは、2020年10月1日に東証で発生したシステム障害である。2020年10月1日の午前7頃に発生した機器の故障により、相場情報等が配信不可となり終日売買停止となった。

当該障害を受け、市場関係者の方々とともに、システム障害対応やルール整備の在り方について検討を行う目的で、東証が2020年10月23日に「再発防止策検討協議会」を設置（注1）。当該システム障害について市場関係者内外から様々な意見が寄せられ、システム障害が発生した場合でも、極力、当日中に取引の機会を提供する観点から、立会内取引の時間延伸についても議論したものの、影響が広範囲に及ぶことに鑑み継続検討となった。

立会内取引の時間延伸が継続検討項目とな

〈目次〉

1. はじめに
2. 制度導入の背景等
3. 制度概要
4. おわりに

(図1) 世界の取引時間等 (日本時間基準、冬時間)

(■はクロージング・オークション等)

	時差	現地時間	取引時間	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
東京	0	9:00-11:30 12:30-15:00	5時間																									
大阪(指数)	0	8:45-15:15 16:30-6:00	20時間																									
札幌、名古屋、福岡	0	9:00-11:30 12:30-15:30	5.5時間																									
韓国	0	9:00-15:30	6.5時間																									
シンガポール	-1	9:00-12:00 13:00-17:00	7時間																									
香港	-1	9:30-12:00 13:00-16:00	5.5時間																									
オランダ (Euronext)	-8	9:00-17:30	8.5時間																									
ロンドン	-9	8:00-16:30	8.5時間																									
ニューヨーク	-14	9:30-16:00	6.5時間																									

※東京、大阪、札幌、名古屋及び福岡については立会市場の取引時間を記載。その他についてはレギュラー・セッションの取引時間を記載
(出所) 各取引所等のホームページより、東京証券取引所作成

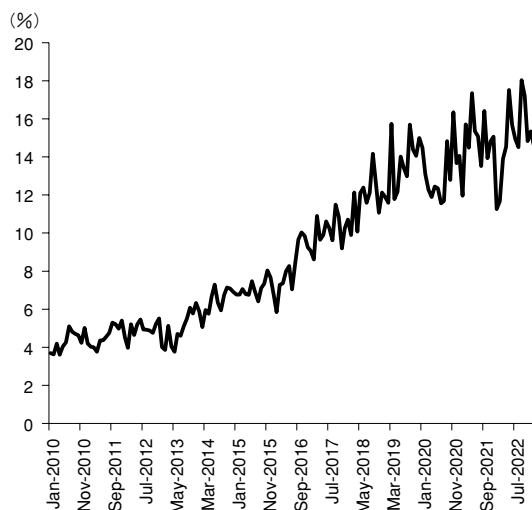
っていたことに加えて、現物売買システムの更改を2024年度に控えていることも踏まえ、市場環境の変化や多様化する投資家ニーズに対応するとともに、レジリエンスや市場利便性、国際競争力をさらに高めていく観点から、「市場機能強化に向けた検討ワーキング・グループ(以下、ワーキング・グループ)」を設置し、市場関係者ととも、2021年5月から2021年10月にかけて、現物市場の機能強化に向けた施策の検討を行った。

取引時間の変更については、ワーキング・グループ等において、「海外の取引時間等と比較すると東証の立会内取引の時間は相対的に短く、レジリエンスの向上や取引機会拡大の観点から立会内取引の時間延伸を検討すべき」という意見や、「立会終了後の後続処理等に与える幅広い影響等を考慮する必要がある」といった意見があった。また、東証の立会内取引には11時30分から12時30分の昼休みが存在しているが、取引時間を確保するという観点では「昼休みを廃止してはどうか」といった意見もあった。昼休みの廃止については、東証側で更にヒアリング等を行う中で取引参加者のシステムにおいて前場に生じたトラブル対応に、昼休みの時間を利用しているといった声が聞かれたことから、レジリエンス向上という観点から、検討のスコープ外とすることとした。

取引時間の変更の影響は大きく、証券会社や投資信託委託会社、信託銀行等、市場関係者の現状の実務の枠組みを大きく変えない前提で対応可能な範囲内とすべきという考えから、立会内取引の時間を現状の9時～15時(11時30分から12時30分の昼休みを含む)から9

る」といった意見があった。また、東証の立会内取引には11時30分から12時30分の昼休みが存在しているが、取引時間を確保するという観点では「昼休みを廃止してはどうか」といった意見もあった。昼休みの廃止については、東証側で更にヒアリング等を行う中で取引参加者のシステムにおいて前場に生じたトラブル対応に、昼休みの時間を利用しているといった声が聞かれたことから、レジリエンス向上という観点から、検討のスコープ外とすることとした。

(図2) 立会終了時(大引け)の売買代金比率(東証1部/プライム)



(出所) 東京証券取引所

時～15時30分(11時30分から12時30分の昼休みを含む)とすることとした。

次にクロージング・オークションの検討の背景として、まず2019年11月1日以前の終値形成について述べる。2019年11月1日以前においては、大引けにおける売買成立可能値幅はザラバ最終値段から更新値幅^(注2)の範囲内としており、投資のパッシブ化が進展する中で、より重要性が高まるインデックスのりバランス時等においてザラバ引け(対当値段が売買成立可能値幅を超えることで、引けの板寄せが行われずに立会終了となること)となることもあり、大引けでの円滑な売買に支障が生じていた。そのような状況を受け、2019年11月5日から、大引けの売買成立可能値幅を「更新値幅の1倍」から「更新値幅の2倍」に拡大し、その結果、ザラバ引けとな

る銘柄数が1営業日あたり9.4銘柄^(注3)から0.9銘柄^(注4)まで減少した。

一方、取引のパッシブ化の進展等により、引き続き大引けにおける売買比率が上昇する中、ザラバから直ちに大引けに移行するという現在の制度では、板寄せの直前に対当価格を確認したうえで発注することが困難であり、終値で売買の執行を望むものの、一部を大引け前のザラバで一定程度執行しているケースも存在していることから、海外取引所でも広く導入されているクロージング・オークションの導入を検討することとなった。ワーキング・グループ等で広く議論を行い、「ザラバからの価格の連続性」「注文を幅広く集約するといったバランス」「制度のわかりやすさ」等を総合的に勘案し、2024年11月の現物売買システム更改時にシンプルな形でクロ

(図3) 取引時間の変更—現物市場

■ 取引時間が変更される時間帯

	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
arrowhead (立会内)		9:00~11:30			12:30~15:30※			※ 15:25~15:30は クロージング・オークション			
ToSTNeT-1 (立会外：単一銘柄/バスケット)	8:20~18:00										
ToSTNeT-2 (立会外：終値取引)	8:20~8:45					11:30~12:15		15:30~16:30			
ToSTNeT-3 (立会外：自己株式立会外費付) ※立会外分売も同様	8:45										

※クロージング・オークションを実施しない商品（債券、転換社債型新株予約権付社債券及び交換社債券）の立会時間については、15：30までザラバ継続とする。

※ToSTNeT-1における売買契約締結の日から起算して2日目に決済を行う取引の取引時間については、現状と同様、8：20～12：30までとする。

※債券のうち国債証券の立会時間については、現状と同様、12：30～14：00までとする。

※札幌証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所における取引時間については、現行のまま変更はない予定。

ージング・オークション（ザラバ終了後一定間隔後に板寄せ）を導入することとした。

これらの検討結果については、2021年10月27日に東証より「現物市場の機能強化に向けたアクション・プログラム」として公表^(注5)を行っている。

3. 制度概要

(1) 取引時間の変更

変更後の取引時間は以下の図のとおりであるが、現物市場の立会内取引については、上記の通り、30分の延伸となり、取引時間終了時刻が現行の15時から15時30分（15時25分から15時30分はクロージング・オークション）に変更される（札幌証券取引所、名古屋証券取引所、福岡証券取引所については現行の立

会内取引の取引終了時刻が15時30分であるが当該時刻を変更しない旨、また東証と同様にクロージング・オークションを導入する旨の公表がなされている）。また、立会外市場のToSTNeT-1（単一銘柄取引、バスケット取引）^(注6)の取引時間について、利用者等からの要望もあり、取引終了時刻について、現行の17時30分から18時への変更を予定している。ToSTNeT-2（終値取引）の立会内取引終了後の取引時間については、現行の15時～16時から、15時30分～16時30分への変更を予定している。

続いて大阪取引所及び東京商品取引所におけるデリバティブ市場についてであるが、現物市場の取引時間の変更に伴い、こちらも変更を予定している。立会市場については、指数先物取引、指数オプション取引、商品先物

(図4) 取引時間の変更—デリバティブ市場

■ 取引時間が変更される時間帯

	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
指数先物・OP (立会内)	8:45~15:45								17:00~30:00														
指数先物・OP (立会外)	8:20~16:30								16:45~30:00														
商品先物・OP (立会内)	8:45~15:45								17:00~30:00														
商品先物・OP (立会外)	8:20~16:30								16:45~30:00														
国債先物・OP (立会内)	8:45~11:02				12:30~15:02				15:30~30:00														
国債先物・OP (立会外)	8:20~15:15								15:25~30:00														

上表の例外として、以下の商品の取引時間は記載のとおり。

- | | | |
|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 1 有価証券オプション | 【立会内】9:00~11:35、12:30~15:45 | 【立会外】8:20~16:30 |
| 2 日経平均V先物、ゴム先物 | 【立会内】9:00~15:45、17:00~19:00 | 【立会外】8:20~16:30、16:45~19:00 |
| 3 電力先物 (TOCOM) | 【立会内】8:45~15:45、17:00~19:00 | 【立会外】8:20~16:30、16:45~19:30 |
| 4 台湾加権指数先物 | 【立会内】8:45~15:45 | 【立会外】なし |
| 5 フレックスオプション (個別株) | 【立会内】なし | 【立会外】8:20~16:30、16:45~18:00 |

取引及び商品先物オプション取引について、日中立会の終了時刻を15時15分から15時45分への変更を予定している。また、これに伴い、夜間立会の開始時刻も変更し、現行の16時30分から17時となる。一方、国債証券先物取引、国債証券先物オプション取引及び金利先物取引の取引時間については、変更を行わない。

また、立会外市場 (J-NET市場) については、指数先物取引、指数オプション取引、商品先物取引及び商品先物オプション取引について、立会市場と同様に日中取引の終了時刻を30分後ろ倒しにし、現行の16時から16時30分に、また夜間取引の開始時刻も現行の16時15分から16時45分に30分の後ろ倒しを予定している。

(2) クロージング・オークション

① 制度概要

制度概要については以下の表のとおりとなっている。海外取引所では終値の操作や円滑な終値形成を阻害する注文の変更・取消等を防ぐ目的で、①注文受付後の板寄せ時刻をある一定時間幅内でランダムにする、②板寄せ前の一定時間は注文の変更・取消を不可とする等の対応を行っているが、今回、東証で導入するクロージング・オークション制度は、現行の制度から終値形成の透明性が向上することが見込まれていることや現行の制度から大きな変更となるため、投資家等にとってのわかりやすさ等を考慮して、そういった対応策を今回の制度変更時には導入しない予定である。ただし、クロージング・オークション導入後の状況を分析し、必要に応じて更なる

(表1) クロージング・オークションの制度概要

項目	内容	備考
注文受付時間 (プレ・クロージング)	15:25~15:30までの5分間	不適切な取引形態(予想対当値段に影響を与えるような注文値段の変更・取消)への対応方針に関するガイドラインを公表予定(重点監視対象や問題のない取消形態等の類型化)
売買成立可能値幅	直前約定値段等から更新値幅の2倍まで成立可能	現行の大引けの板寄せにおける売買成立可能値幅と同様
注文の取扱い (引け条件付注文)	引け条件付注文及び不成注文(ザラバで指値注文が約定しなかった場合の引け成行注文)は、プレ・クロージング開始時(15:25)に板登録	引け条件付空売り指値注文の価格規制チェックについては、プレ・クロージング開始時に実施
注文の取扱い (同時呼値注文)	プレ・クロージング中に板登録された注文は同時呼値として扱う	プレ・クロージング開始時に板登録された引け条件付き注文及び不成注文を含む
特別約定 (終値成立機会の向上)	売買成立可能値幅内で板寄せ要件を充足しない場合でも、当該値幅の上限(下限)値段において約定処理の対象となる注文が存在する場合は、当該値段を約定値段として約定処理を実施	約定処理の対象となる注文は、①売買成立可能値幅の上限(下限)値段に発注された注文及び②当該値段に優先する値段に発注された注文 制限値幅の上限(下限)値段で売買が成立する場合は、現行と同様、ストップ配分を実施

制度改正も検討する。

制度としてシンプルな形としつつも、終値の操作等への対応として、表1の注文受付時間の備考に記載しているとおり、クロージング・オークションにかかる不適切な取引形態への対応方針に関するガイドライン(重点監視対象となる注文変更・取消等)を公表する予定である。

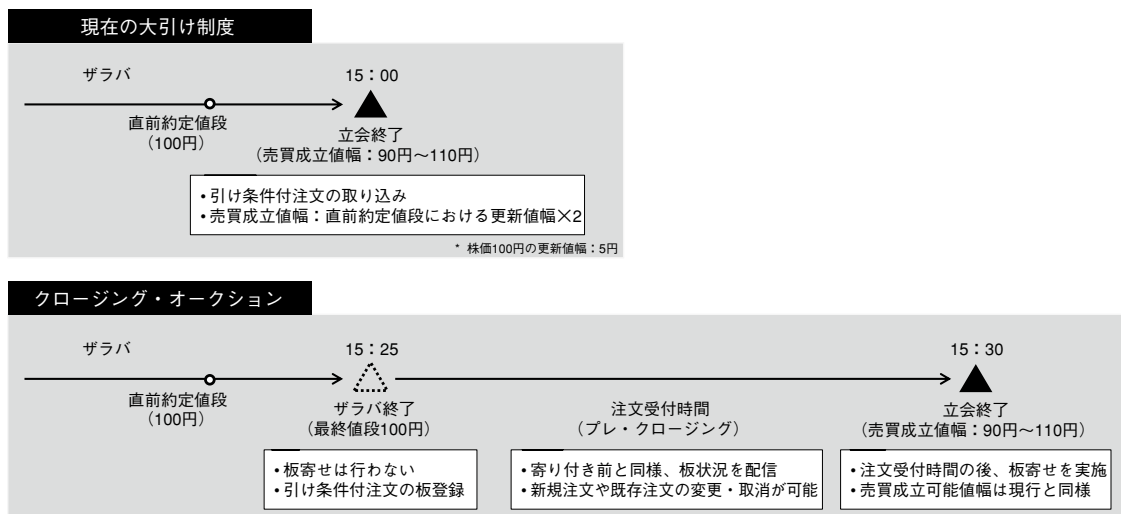
売買成立可能値幅については、現行の大引けの板寄せと同様であるが、現行の売買成立可能値幅においても①ザラバ引けとなる銘柄が1銘柄/営業日も存在しないこと、②ザラバ最終約定値段から売買成立可能値幅の上下限値段の乖離率が2.8%から6%程度であり、海外取引所のクロージング・オークション制度と比較しても値幅は同程度であること等から、現行の売買成立可能値幅を維持することとしている。

また、これまで継続的に終値で可能な限り約定を成立させたいとの要望が寄せられており、終値成立機会の向上という観点から、特別約定方式の導入を予定している。

② プレ・クロージングにおける注文取消し等への対応

クロージング・オークションにかかる不適切な取引形態への対応方針に関するガイドラインについて触れたが、取引参加者や投資家等がどのような発注形態に留意すべきかについて明確化するため取引所としては、一定の基準を示す必要があるとも考えている。例えば、終値決定の板寄せ(15時30分)直前の1分間における、予想対当値段へ影響を与える注文取消し等を重点監視対象とする案などを検討している。「予想対当値段へ影響を与える注文取消し等」については、例えば、終値決定の板寄せ直前における①予想対当値段よ

(図5) 現行の大引け制度とクロージング・オークションの比較イメージ



(出所) 東京証券取引所

りも低い値段の売注文又は高い値段の買注文(売り・買いとも予想対当値段の注文を含む)の取消し、②予想対当値段よりも低い値段から高い値段への売注文の変更又は高い値段から低い値段への買注文の変更等が考えられる。

一方で、今回、大引け時の売買の重要性の高まりに対応するべく、より高い透明性をもって終値形成が可能となるクロージング・オークション導入を予定していることから、これまで終値形成の不透明性等^(注7)の原因により、大引けの売買に参加できなかった投資家の参加を見込んでいる。上記のクロージング・オークションにかかる注文取消し等の重点監視対象等を公表するだけでは、投資家等の投資行動を過度に制限することとなってしまう可能性もあるため、そのようなことがな

いよう、プレ・クロージング(15:25~15:30)における合理的な理由に基づく注文取消し等の類型も同時に示すことを検討している。

合理的な理由に基づく注文取消し等の具体例としては、例えば、板寄せの直前に明らかに相場状況が大きく変わるようなニュースの発生により、やむをえず行われた注文変更・取消しや、東証上場銘柄間や国外の様々な商品間での裁定取引を目的とした取引の片方の商品の値段等の急変等により行われた注文変更・取消し等が考えられる。

(3) 取引時間の変更に向けた東証の取り組み

現物市場の機能強化に向けたアクション・プログラム(2021年10月公表)において、投

資信託の後続業務に関して対応が必要とされた各種業務プロセスの効率化等につき、基準価額の配信やウェブサイト等での現行の公表時間の据え置きを前提に、業界横断での対応検討を行っている。円滑な制度施行に向け、東証・投資信託協会・信託協会の3者間で定例会議体を設置し、進捗共有・情報連携を実施している。

具体的な取り組みの例として、ベンダーからの時価データに係る配信時間の調整が挙げられる。基準価額算出に用いられている各種時価データの配信時刻について、取引時間の変更による影響を抑えるため、東証と各ベンダーで2024年11月に合わせてシステム改修を実施する予定である。これにより、時価データの配信について30分そのまま後ろ倒しにするのではなく、半分程度の影響に留めることが可能と考えている。投資信託の後続業務については、関係する業界が幅広く、またそのプロセスについても各社各様となっている。東証は個別ヒアリング等を通して可能な限り、今回の取引時間の変更による業務の影響等の把握に努めているが、2024年11月5日の規則施行日に向け、引き続き情報周知、課題の把握・解決に向け活動を行っていく予定である。

また、取引時間の変更にかかる情報等について、JPXのホームページ^(注8)でまとめているので、必要に応じて参照いただければ幸いである。

(4) 今後の予定

今回の規則改正にかかる制度要綱を2023年5月11日に公表するとともにパブリックコメント（意見募集期間：5月11日～6月10日）を実施。2023年9月中までを目途（執筆時現在）に規則改正案（新旧対照表）を公表し、2024年11月5日の現物売買システムの更改に合わせて制度施行を予定している。

4. おわりに

今回の制度変更にあたっては再発防止策検討協議会、ワーキング・グループの委員等をはじめ、各業界団体、個別にヒアリング等をさせていただいた取引参加者、投信委託会社、信託銀行等の皆様に多大なご協力をいただいた。この場を借りて感謝を申し上げたい。特に取引時間の延伸については、投資信託の後続業務をはじめ様々な業界への影響も大きく、関係者の皆様に多大なご負担をかけていると認識している。円滑な制度施行に向け、今後とも継続的に関係各所とコミュニケーションをとりつつ進めてまいりたいと考えているので、引き続きご協力いただければ幸甚である。

クロージング・オークションについては、上記のとおりシンプルな制度での導入を考えているが、制度施行後の状況等を分析し、必要に応じてよりよい制度へと改正を行ってまいりたい。また、大引けでの取引の重要性を認識しつつも、決してザラバの流動性を軽視

するものではなく、幅広い投資家層を呼び込む努力を続け、全体として流動性の厚みのある魅力的な市場となるよう引き続き努めてまいります。

(注1) <https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/system-failure/> (JPXウェブサイト_システム障害に係る「再発防止策検討協議会」)

(注2) <https://www.jpx.co.jp/equities/trading/domestic/05.html> (JPXウェブサイト_内国株の売買制度 (特別気配の更新値幅))

(注3) 2019年8月1日から2019年11月1日の1営業日あたり平均値

(注4) 2021年1月4日から2021年4月27日の1営業日あたり平均値

(注5) [https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-](https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/1030/20211027-01.html)

[releases/1030/20211027-01.html](https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/1030/20211027-01.html) (JPXウェブサイト_「現物市場の機能強化に向けたアクション・プログラム」の公表について)

(注6) <https://www.jpx.co.jp/equities/trading/tostnet/02.html> (JPXウェブサイト_ToSTNeT取引 (取引の概要))

(注7) 機関投資家の中には、現状、立会終了直前の売買における発注時限や数量等について、旧金融商品取引業者等検査マニュアル (<https://www.fsa.go.jp/sesc/kensa/manual/kinyusyuhin.pdf>) (金融庁ウェブサイト_金融商品取引業者等検査マニュアル (令和2年6月26日に廃止)) 等を参考に保守的な運用を定めているケースもあると聞いている

(注8) <https://www.jpx.co.jp/equities/strengthening/index.html> (JPXウェブサイト_現物市場の機能強化に向けた取組み (取引時間の延伸等))

