



現物市場の機能強化に向けた
アクションプログラム
(参考資料)

2020年1月30日
株式会社東京証券取引所

アクションプログラムの全体像

1. 市場の信頼性・安全性向上

自動取引や高速取引の進展等による市場の構造変化の中で、市場の信頼性・安全性の向上のため、新たな規制の導入や売買監理・審査の高度化等に取り組む

- (1) マーケット・アクセス・ルールの導入等【2021年初実施予定】
- (2) 自己対当取引防止機能の導入【2021年度中実施予定】
- (3) 売買監理・審査の高度化
- (4) ダークプール規制への対応【2020年8月実施予定】

2. 投資しやすい取引環境の整備

取引ニーズの多様化・高度化とともに、長期分散投資や新たな投資家層の裾野拡大が必要となっていることから、売買制度の改善、新たな受け皿や情報の提供等により、様々な投資家にとって利便性が高い取引環境を整備する

- (1) E T F 市場の活性化【2020年度中実施予定】
- (2) 個人投資家への個別銘柄投資の魅力訴求等
- (3) 新たな投資家層の受け皿となる環境整備
- (4) 呼値の単位の適正化【2020年度中実施予定】
- (5) 投資家向け情報の拡充
- (6) 信用取引の利便性向上
- (7) ToSTNeT市場における多様な取引ニーズへの対応【2020年8月実施予定】

3. 市場環境の変化を踏まえた売買制度の検討

投資家ニーズや取引執行の多様化に加え、市場環境や市場構造自体も大きく変化する中で、今後の売買制度の在り方等を検討する

- (1) パッシブ化の進展による売買制度の検証等
- (2) 次世代マーケットに係る検討

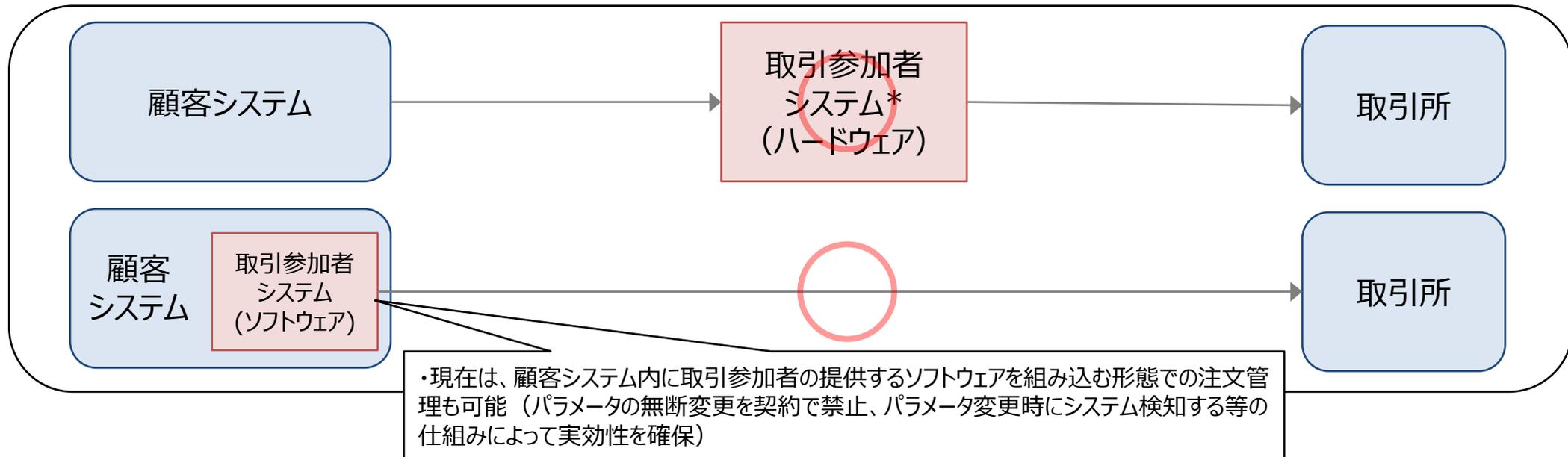
マーケット・アクセス・ルールの導入等

- 昨今の取引の自動化・高速化等を背景として、取引参加者による適切な注文管理の重要性が益々高まっている状況
- 東証では、2018年10月に発生したarrowheadの障害を踏まえ、高速取引行為者及びその受託証券会社に対し、注文管理態勢・通信管理態勢に関する一斉点検を行ったほか、ストームコントロール機能の導入を順次進めるなど、安定した市場運営のための取組みを実施
- より一層の市場の安定性・信頼性向上に資するよう、顧客注文の管理に関し、取引参加者の直接的かつ排他的な管理形態のもとでの実施の義務化等を柱とする以下の見直しを行う

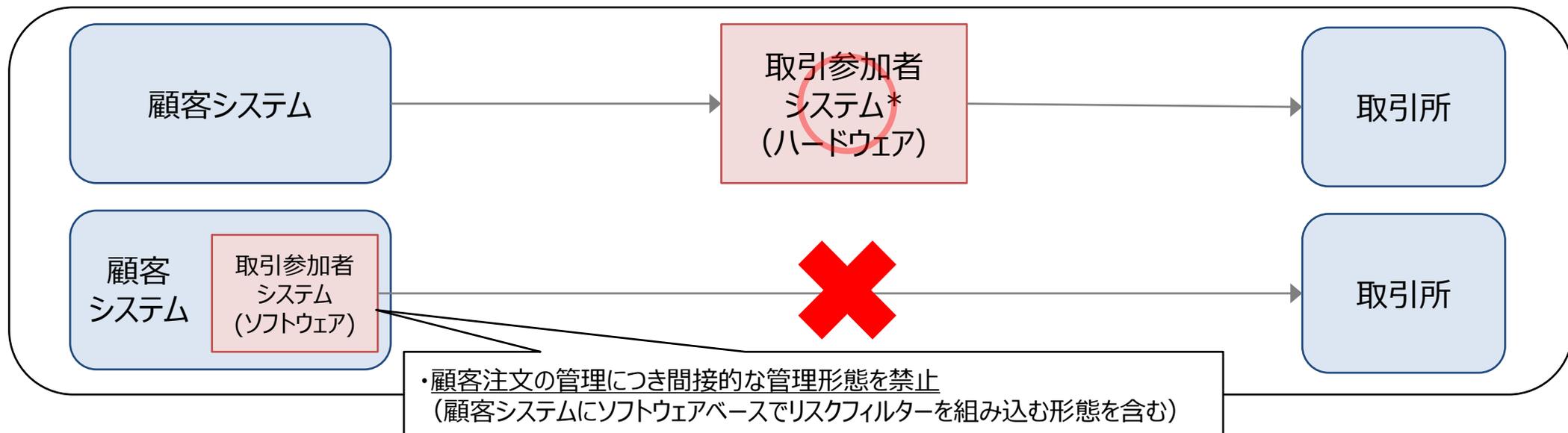
項目		内容	規則対応等
①	直接的かつ排他的な管理形態の義務付け (マーケット・アクセス・ルール)	<ul style="list-style-type: none"> 取引参加者における顧客の注文管理に係る制限または措置に関して、取引参加者の直接的かつ排他的な管理権限のもとで行うことを義務化 	<ul style="list-style-type: none"> 取引参加者における注文管理体制に関する規則を一部改正
②	発注抑止機能の導入の義務付け	<ul style="list-style-type: none"> 取引参加者において、発注システムの誤作動等により予期しない異常な注文の発注等がなされた場合、直ちに当該取引所に対する新規注文の発注を抑止する措置を講じることを義務化 	<ul style="list-style-type: none"> 取引参加者における注文管理体制に関する規則を一部改正
③	意図的なエラー注文の発注等を利用した注文管理形態の禁止	<ul style="list-style-type: none"> 取引参加者が定めた発注制限値等に抵触した注文について、取引参加者のシステムにおいて適切に対処しなければならない旨を明確化 	<ul style="list-style-type: none"> 注文管理に関するガイドラインにおいて、取引参加者システムにおいて、取引所システム側で明らかにエラーとなるように、パラメータ等を書き換えた上で取引所へ発注する手法を利用した注文管理形態等を禁止する旨を明記

<参考> マーケット・アクセス・ルール（直接的かつ排他的な管理）のイメージ

<現行>



<マーケット・アクセス・ルール導入後>



*独立した第三者（取引所を含む）が提供するリスクソリューションの利用も可能

自己対当取引防止機能（Self-Trade Prevention）の導入

- プログラムによる取引において生じる自己対当取引は、それが意図せず発生したものではないが、外形的に仮装売買等の疑念を招いてしまう可能性もあり、主に欧米の主要取引所を中心に、自己対当取引防止機能（Self-Trade Prevention）の導入が進んでいる
- 東証においても、こうした自己対当取引を抑止する機能を提供することで、投資家の利便性向上を図る
- なお当初の導入段階においては、特に投資家からの要望が大きいSTPN（STP Cancel Newest）及びSTPO（STP Cancel Oldest）の実装を想定

<主要現物取引所におけるSTP導入状況>

地域	米国			欧州	アジア（日本除く）			日本	
取引所	NYSE	NYSE Arca	NASDAQ	LSE	SGX	ASX	HKEX	TSE	(参考) OSE
STPの有無	○	○	○	○	×	○	×	×	○
STP種別*	STPN STPO	STPN STPO STPC STPD	STPN STPO STPD	STPN STPO	—	STPO	—	—	STPO
導入時期	2013年	2009年	2009年	不明	—	2013年	—	—	2019年

*STPN（STP Cancel Newest）…同一IDの注文の対当時に、Incoming Order（新たに発注された注文）が全量キャンセルされ、Resting Order（既に板に登録済の注文）はそのまま板に残る

*STPO（STP Cancel Oldest）…同一IDの注文の対当時に、Resting Orderが全量キャンセルされ、Incoming Orderはそのまま板に残る

*STPC（STP Cancel Both）…同一IDの注文の対当時に、Incoming Orderの全量及びResting Orderの全量がキャンセルされる

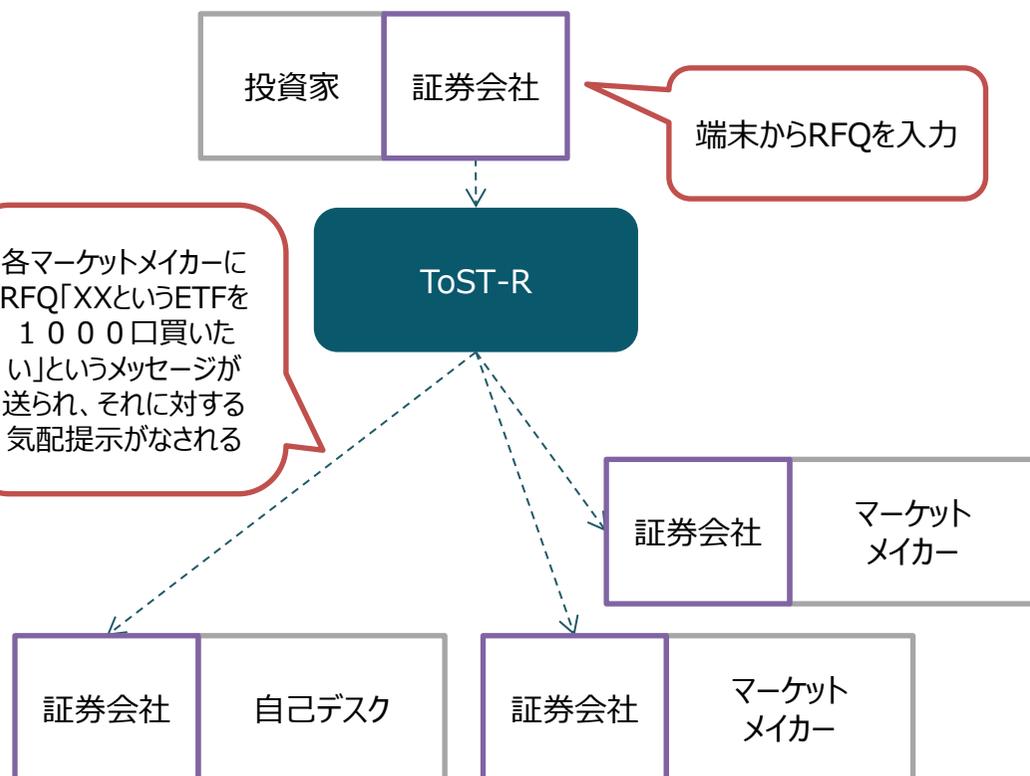
*STPD（STP Decrement and Cancel）…同一IDの注文の対当時に、Incoming OrderとResting Orderの重複数量部分が両者からキャンセルされ、差引数量部分が板に残る

ETF市場の活性化（RFQ機能の提供）

- 一部のETFについては、十分な数量の気配提示がない等の理由により、市場における機動的な売買が困難な状況が見られている
- こうした大口の取引を行う機関投資家のニーズに応えるべく、ETFの売買におけるRFQ（Request for Quote）機能の提供について検討

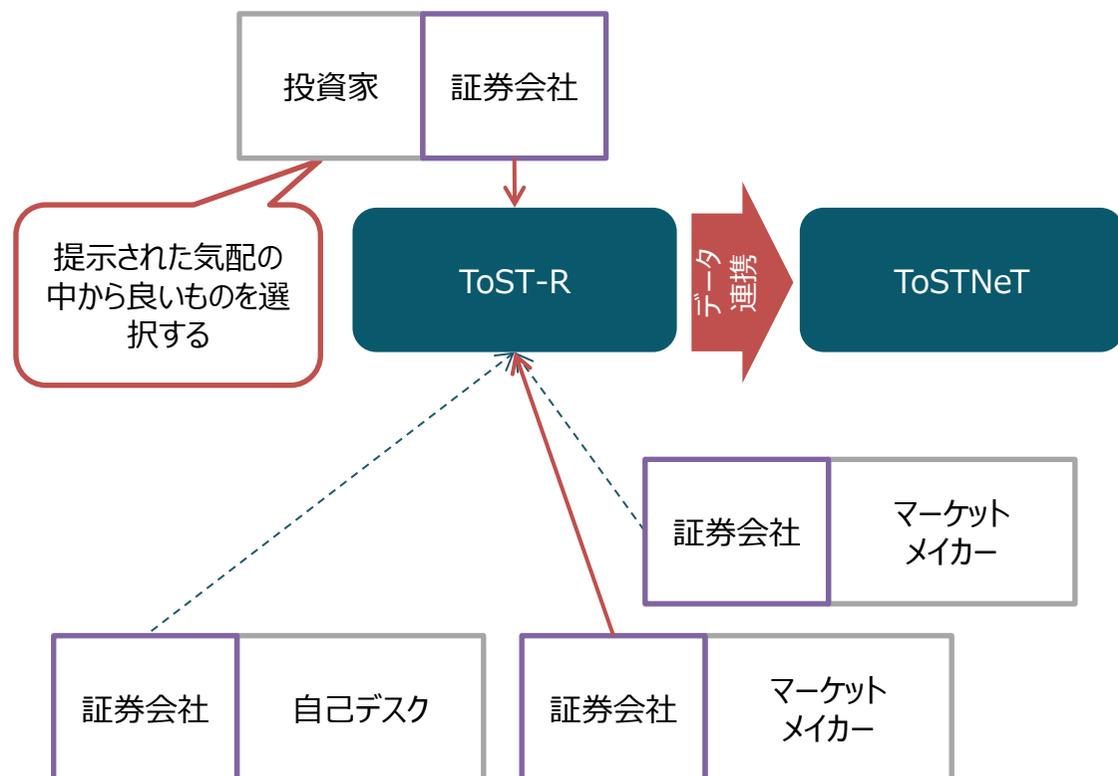
①RFQの送付

- 投資家は、ETFを取引したい場合には、ToST-R（仮称）を通じて、マーケットメイカーに対して一括で気配提示依頼（=RFQ: Request For Quote）を送付



②ToSTNeTへの発注

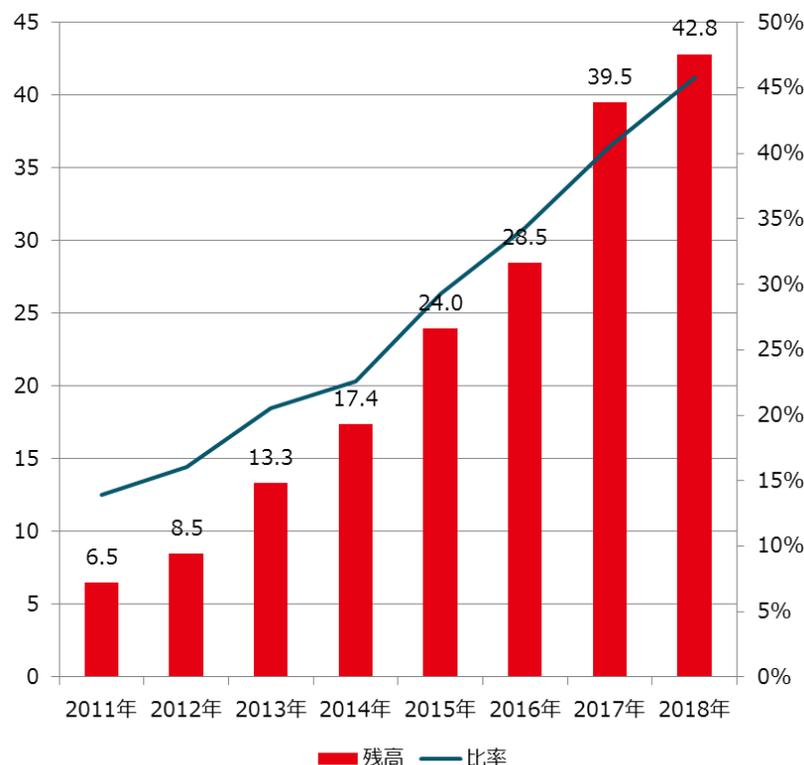
- 投資家はマーケットメイカーから提示された気配から取引したい注文を選択し、双方が同意した場合には、自動的にToSTNeTへ発注される



個人投資家への個別銘柄投資の魅力訴求

- 株式市場においてパッシブ化が進展しているが、元来、個々の企業の価格発見や流動性の厚みという観点では、多様な投資判断をもとにした個別銘柄投資、とりわけ個人投資家の参加は重要である
- 今般、一般NISA終了後、個別株の投資を対象とする「新NISA」の導入が予定されており、税制面でも個人投資家の個別企業への投資を後押しする環境整備が図れている
- 昨今では市場関係者からも、株式投資の魅力を訴求する取組みを積極化すべきとの意見も寄せられており、あらためて関係者とも連携しながら、株式投資の魅力を訴求する取組み等を推進することとしたい
- なお、金融庁は、インサイダー取引規制への過度な懸念により株式投資に萎縮することのないようQA等を公表しているが、こうした規制面の正しい理解への啓蒙活動等も行ってゆく

【 株式投信に占めるパッシブ投信 】



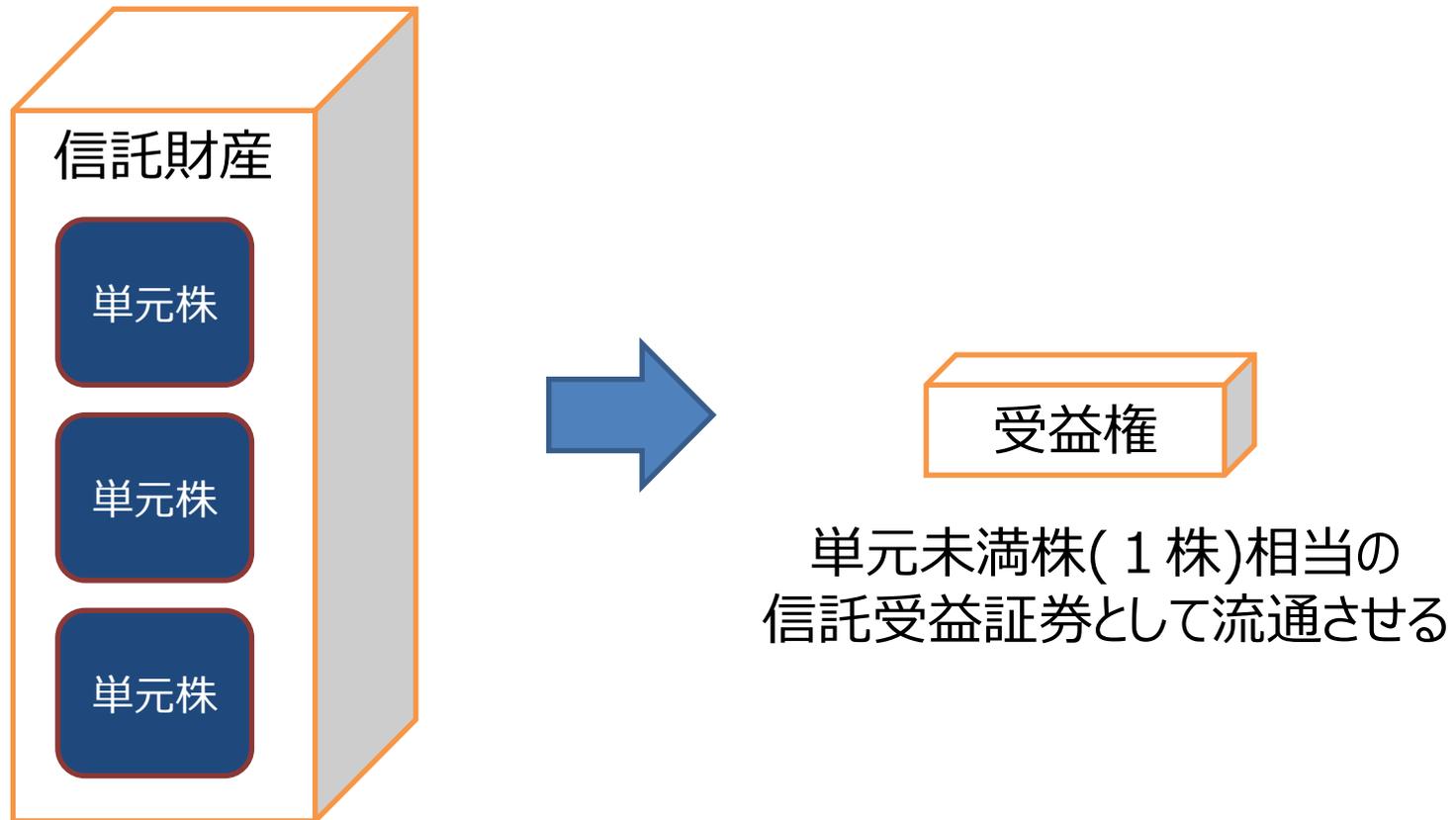
※投資信託協会統計より東証作成

【 株式投資の魅力訴求に向けた市場関係者からの主な意見 】

- 長期分散投資は重要であるが、インデックス投信だけでなく、本来の株式投資の促進への取組みも重要である
- 株式投資は、値上がり益・配当・株主優待・株主総会等さまざまな魅力があり、資産形成のうえでも重要な柱
- 東証を中心に様々な取組みを行ってきたが、あらためて業界と一体となって株式投資の魅力を訴求することが必要
- 株式投資の魅力や意義を発信するリーフレット等を提供してほしい
- 企業を身近に感じてもらえる取組みとして、IRイベントだけでなく、工場見学等も取引所・業界で連携して行うことを期待
- 個別企業の情報として、企業トップのインタビュー等の情報発信やアナリストレポートの発信等を期待
- 東証が提供する「人生やり直し体験ゲーム」などのツールやSNSを活用して、これまで投資をしていない層をターゲットに取り組みることが重要
- 若年層には、業界内だけでなく、むしろ業界以外とのタイアップでの訴求が重要

新たな投資家層の受け皿となる環境整備：信託を利用した少額投資

- 上場株式については、投資金額が依然として高い銘柄がみられるなど、特に若年層にとって資産形成を行うにはハードルが高い状況
 - 新たな投資家層の裾野を拡大する観点から、信託の仕組みを活用した少額投資が可能な上場商品・売買制度の検討を行う
- ※ 信託を利用することで、単元未満株の取扱いによる上場会社の管理コスト増加を回避する

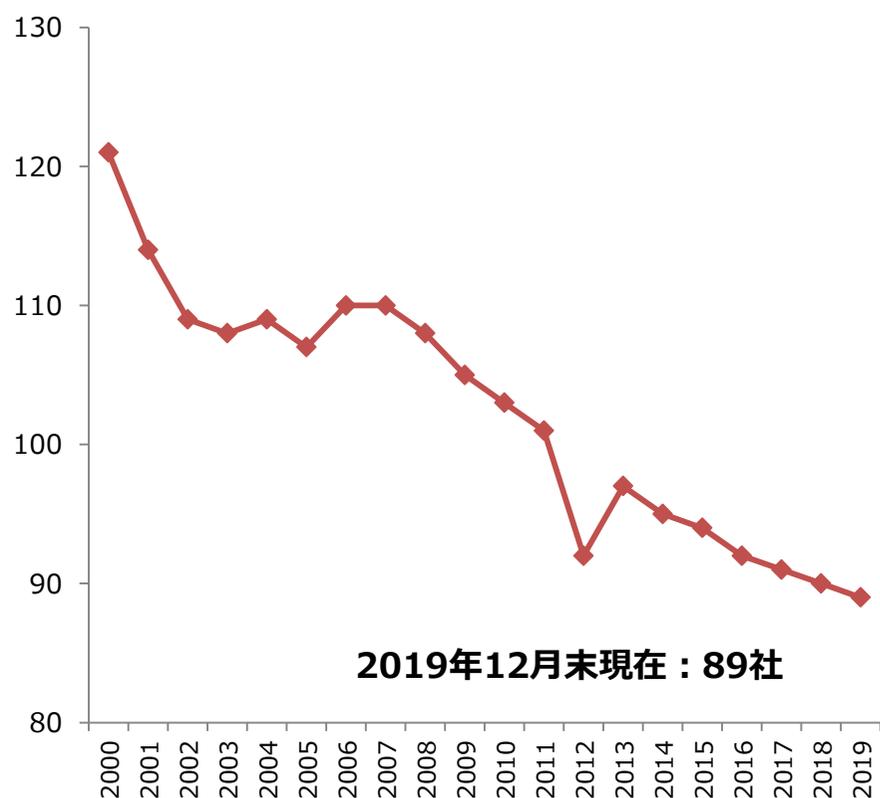


単元株（100株）のまま預託、
信託財産として保持

新たな投資家層の受け皿となる環境整備：取引参加者の多様化

- 近年、主に対面系中小証券会社の統廃合などを背景に、取引参加者数の減少傾向が見られており、今後も、既存顧客の高齢化等に伴い、この傾向は継続するものと推測
- 一方で近年、ロボ・アドバイザーやスマートフォンを用いた証券ベンチャーなど、新たなビジネスモデルの証券会社が登場し、主に若年層投資家の新たな受け皿として期待されているところ。こうした環境変化を踏まえ、取引資格取得要件（「入会金」及び「安定した収益力」要件）の見直しを検討

総合取引参加者数の推移



取引資格取得要件の概要【現在】

項目		要件
財務 基盤	資本金	3億円以上
	純財産額	5億円以上、かつ、資本金の額を上回っていること
	自己資本規制比率	200%超
	安定した収益力	経常収支率が良好（100%目途）であること 又は 経常損益及び当期純損益が直近2期連続黒字、かつ、当期においても安定的な収益が見込まれること（いずれかの要件に適合すること）
経営の体制		取引所市場の運営に鑑みて適当でないと認められる者の支配又は影響を受けていないことなど、健全な経営の体制であること
業務執行体制		取引所市場における取引の受注、執行及び受渡決済、損失の危険の管理及び法令・諸規則の遵守に関し適切な業務執行の体制を備えていること
入会金		1億円

呼値の単位の適正化

- 中流動性銘柄や一部のETFは、国際的にみても、呼値に伴うコストが高くなっていることから、すべての投資家がアクセスし、取引が行われる東証において呼値の単位を適正化することで、個人投資家や長期投資家を中心に多様な投資家が、より良い価格で執行が可能となるよう環境を整備する
- ※ 見直しにあたっては、投資家の分かりやすさを重視するとともに、過度に細かい呼値にならないように対応する

【日米欧のティック・ウェイト（流動性別）】

	呼値方式	高流動性銘柄	中流動性銘柄	低流動性銘柄
日本	流動性別テーブル	1～5bps	10～15bps	10～15bps
米国	単一テーブル	1.04bps	1.46bps	4.55bps
欧州	流動性別テーブル	1～2bps	2～5bps	5～10bps

※ ティック・ウェイト＝呼値の刻み÷株価、1bps＝0.01%

※ 日本については、高流動性銘柄：TOPIX100構成銘柄、中流動性銘柄：TOPIX Mid400構成銘柄、低流動性銘柄：その他の銘柄として、各銘柄群の平均的な呼値レンジを記載

※ 米国については、高流動性銘柄：ダウ平均構成銘柄、中流動性銘柄：S&P500構成銘柄、低流動性銘柄：Russell2000構成銘柄として、各銘柄群の平均的な呼値を記載

※ 欧州については、高流動性銘柄：一日平均約定回数9,000回～、中流動性銘柄：一日平均約定回数2,000～9,000回、低流動性銘柄：一日平均約定回数600～2,000回として、各銘柄群の平均的な呼値レンジを記載

投資家向け情報の拡充

- 投資家における新たな投資機会やビジネスの創出、海外投資家の利便性向上及び日本株投資促進等の観点から、取引所が有するデータの利活用に向けた取り組みを推進する
- 現在、新たなデータやサービスコンテンツの利用可能性や技術的な課題の検証を行うための実証実験を実施中

<現在実施している実証実験>

項目	内容	実施期間
① 信用取引及び 空売りデータ	<ul style="list-style-type: none"> 取引の利便性やリスク管理等の観点から有用と考えられる信用取引・空売りデータについて、その有用性等に係る検証を行う 提供するデータは以下 ※ 5年分のヒストリカルデータ <ul style="list-style-type: none"> － 銘柄別の約定数量及び約定代金について、信用新規・弁済・非信用ごとに集計したもの － 売り約定数量及び約定代金について空売り(価格規制あり・なし)・非空売りごとに集計したもの 	2020年3月 まで
② 中小型株の英文ア ナリストレポート配信	<ul style="list-style-type: none"> 海外投資家やブローカーに対して、オルタナティブデータを活用した中小型株の英文アナリストレポートを配信する 国内のフィンテックスタートアップ企業であるFinatextと共同実施 	2020年2月 まで
③ 上場企業の IR説明会等の スクリプト配信	<ul style="list-style-type: none"> 上場企業のIR説明会等の内容のトランスクリプト（書き起こし）配信データ（日本語・英語）を提供 アジア企業による投資家向けイベントの作成・配信を行うSCRIPTS Asia株式会社と共同実施 	2020年3月 まで

信用取引の利便性向上

- 信用取引は、主に個人投資家に利用され、流動性の供給及び円滑・公正な価格形成に貢献
- 一方で、FX等を含め他の証拠金取引の商品との制度上のアンバランス等が顕在化している状況
- 信用取引の利便性向上に向けて、信用取引制度の改善のための検討を行う

信用取引制度の概要

仕組み	<ul style="list-style-type: none">● 投資家が証券会社に委託保証金を差し入れ、資金又は有価証券を借りて売買● 保証金率は、法令で30%以上（最低限度額30万円）と規定
利用実態	<ul style="list-style-type: none">● 信用取引のシェアは、市場全体の約15%（※1）● 信用取引全体のうち個人投資家によるものが90%以上を占める（※2）
管理	<ul style="list-style-type: none">● 信用取引の過度な利用を防止するため、取引所及び証券会社等において様々な管理を実施● 例えば、取引所では、規制措置等に関するガイドラインを設置するなどして管理を行い、信用取引の適正な利用を確保

規制措置等に関するガイドラインの概要

趣旨	<ul style="list-style-type: none">● 信用取引の過度な利用を未然防止・是正し、投資家保護を図るため、「ガイドライン」を設け、信用取引残高の日々公表や規制措置等を実施
内容	<ul style="list-style-type: none">● 信用取引の残高や売買状況、株価など数値要件を明記● 要件に該当した銘柄について、信用取引残高の「日々公表」による投資家への注意喚起や「委託保証金率の引上げ」等の規制措置を実施（実施後の解除基準も同様に数値要件を明記） <p>→ <u>近時の信用取引の利用状況を踏まえ、より適時に規制措置の実施・解除を行うなど、機動的、かつ、きめ細かい信用取引管理についても検討</u></p>

（※1）2019年4月～10月の売買を基に計算 （※2）出典：投資部門別株式売買状況

ToSTNeT市場における売買制度の見直し（ダークプール規制への対応を含む）

- 昨年6月の金融審議会市場WGでは、ダークプール取引の透明化等に向けた対応策の一つとして、取引所におけるダークプールを経由した注文の把握の必要性が提言された
- また、最近の取引手法の多様化に伴い、売買執行時に通常よりも長い決済サイクルを指定する取引など、現在の制度では応えきれない取引ニーズも顕在化している状況
- こうした状況を踏まえ、ダークプールの利用状況の把握並びに取引参加者及び投資家の利便性向上の観点から、ToSTNeT市場における売買制度について以下の見直しを行う

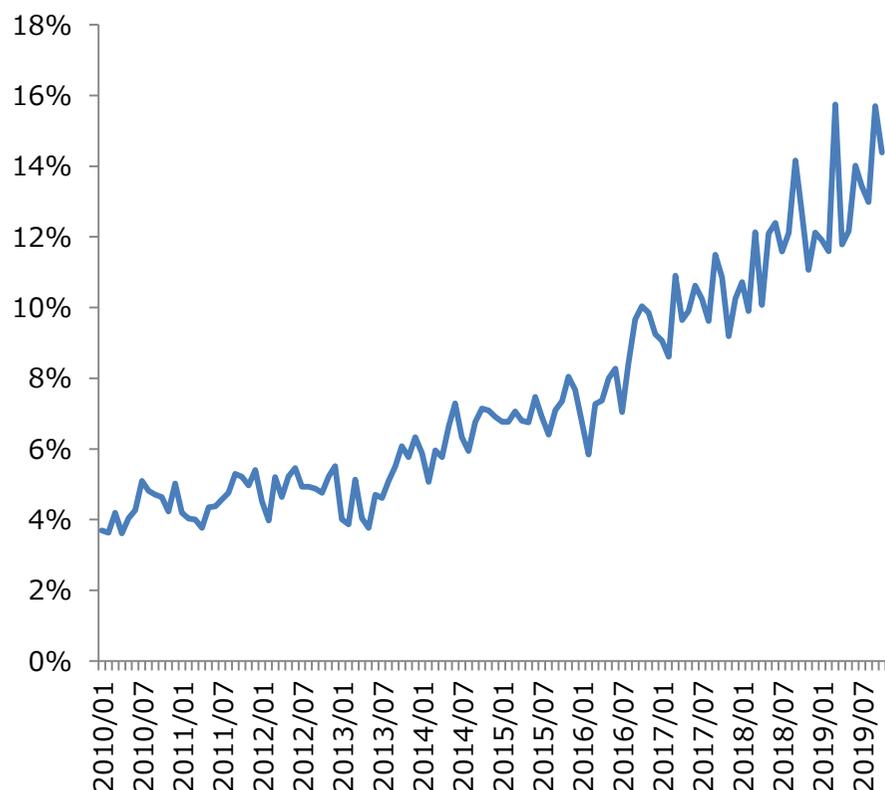
項目		内容
①	ダークプール・フラグの導入	<ul style="list-style-type: none"> 取引参加者が単一銘柄取引又はバスケット取引に係る呼値を行う場合、それがダークプールで対当した注文であるか否かを明示することを義務化 ダーク・プールにおける取引状況を定期的に金融庁に報告するための対応を予定
②	決済日の柔軟化	<ul style="list-style-type: none"> 設定交換を伴うETFの取引や貸株に供している銘柄の売却等、通常よりも長い決済サイクルを指定した取引を行いたいといったニーズが存在 単一銘柄取引及びバスケット取引の決済日について、現在のT+2（売買日から起算して3営業日目）決済に加えて、T+3～T+5までの任意の決済日の指定を可能とする。
③	委託間VWAP取引の導入	<ul style="list-style-type: none"> VWAPが指標として定着したことで、顧客間でもVWAPを指標とした取引が増加 単一銘柄取引において、売り、買いのいずれも顧客の委託による呼値を対当させるVWAP取引を導入（同一参加者のクロス取引のみ） <p>※現在は売り、買いのいずれか一方が取引参加者自己であることが必要</p>

パッシブ化の進展による売買制度の検証等（大引けの検証）

- 大引けで需給が集中した場合でも、終値の約定を成立しやすくするため、2019年11月5日より大引けにおける約定可能な値幅を従来の2倍に拡大
- これにより、メジャーな株価指数の銘柄入替の際も、ザラバ引けとなることなく、円滑な終値約定が可能となっている
- 一方で、パッシブ化が引続き進展している状況を踏まえ、今回の制度改正の効果や市場関係者の評価等について検証を行う

※ 海外の長期投資家を中心に海外で主流となってきている売買制度（大引けのクローリングセッション導入）等を求める声も強い

大引け約定代金の比率（市場一部銘柄）



2019年11月の制度改正

