

# 売買制度ワーキング・グループ報告

東京証券取引所  
2026年4月22日



# INDEX

はじめに	2
クロージング・オークション制度の改善	4
呼値の単位の更なる適正化	13
対応スケジュール	21

はじめに



- 東京証券取引所（東証）では、現物市場の利便性・透明性向上を目的として、クロージング・オークション制度の導入や取引時間の延伸、呼値の単位の適正化など、売買制度の改善に取り組んできた
- これらの制度導入後、一定期間が経過したことから、今般、多様な市場関係者<sup>1</sup>で構成するワーキング・グループ（WG）を設置し、制度導入後の効果検証や市場関係者からのフィードバック等を踏まえ、以下のテーマについて検討を行った

## クロージング・オークション制度の改善

- 2024年11月にクロージング・オークション制度を導入
- 制度の分かりやすさ等の観点からまずはシンプルな制度を採用したが、導入後の状況（ゲーミング行為の有無や終値形成の状況）等を踏まえ、制度改善の要否等について検討を行う<sup>2</sup>

## 呼値の単位の更なる適正化

- 東証では、投資家の執行コスト削減の観点から、2014年1月に指数区分（TOPIX100）に基づき呼値の単位を適用する制度を導入、その後、金融審市場制度WGの提言<sup>3</sup>等も踏まえ、2023年5月に中流動性銘柄（TOPIX Mid400構成銘柄）の呼値の単位を適正化<sup>4</sup>
- 市場関係者からは、銘柄によっては、依然として呼値の単位が粗過ぎる・細か過ぎるなど、指数区分を流動性の指標として用いることの課題に関する指摘もあることから、より適切な呼値の単位の在り方について検討を行う

<sup>1</sup> 取引参加者（対面証券、外資系証券、オンライン証券）及び機関投資家（国内・海外）の14社

<sup>2</sup> 2023年5月11日公表「次期売買システム稼働に伴う現物市場の機能強化に向けた売買制度の見直しについて」（制度要綱）において、「不適切な取引形態を防止するための追加的な枠組みの導入の必要性についても今後検討」するとしている

<sup>3</sup> 2022年12月21日公表『金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第二次中間整理』において、「取引参加者の状況や流動性等を勘案し、公正な価格形成や円滑な約定可能性を確保できるよう、適切に設定されることが求められる」とされている

<sup>4</sup> その他、ETF等についても投資家の執行コストの削減や株価上昇によって呼値の単位が変更されることに伴う急激な執行コストの増加の抑制等の観点から、呼値の単位の適正化を実施している

# クロージング・オークション制度の改善

## 現状の 評価

- 現状、終値形成の透明性を阻害するような悪質なゲーミング行為（大引け直前の注文変更・取消し）は確認されていない（予防的な観点から追加的なゲーミング対策の必要性を指摘する意見も）
- クロージング・オークション制度の目的である、**終値形成の透明性・信頼性向上の観点からは、新規注文等の発注タイミングの前倒しによる終値形成の早期化やプレクロージングにおける気配値段の急変動（ボラティリティ）の抑制等、更なる改善が必要**

## 対応の 検討

- 追加の施策導入に伴う大引け流動性や利便性への影響、市場関係者の負担等に配慮しつつ、**「終値形成の早期化やボラティリティの抑制に資するか」**を検討の軸として、以下の施策のメリット・デメリットを整理

### ランダムクローズ<sup>1</sup>

- 海外市場における先行研究等から、**終値形成の早期化やゲーミング抑止によるボラティリティ抑制・流動性向上が期待できる**
- 裁定取引の利便性低下に伴う流動性への影響を懸念（ただし、先行する海外市場ではそうした弊害は確認されず）

### ノンキャンセル・ピリオド<sup>2</sup>：NCP

- 終値関与率の予見性向上により、社内ルールの閾値超過を懸念する国内機関投資家の安心感に資する
- **発注行動の制約による利便性低下に加え、現状の課題である終値形成の早期化やボラティリティの抑制効果は限定的**

## 対応方針

- **「終値形成における透明性・信頼性の更なる向上」の観点から、海外市場の先行研究や国内外の市場関係者の意見を総合的に勘案し、ランダムクローズを導入する方針とする**
- 裁定取引の利便性低下を懸念する意見が寄せられたこと等を踏まえ、ランダム期間は30秒とする
- 制度導入に際しては、個人投資家をはじめ市場関係者へ十分な周知を図るべく、丁寧な情報発信を行う

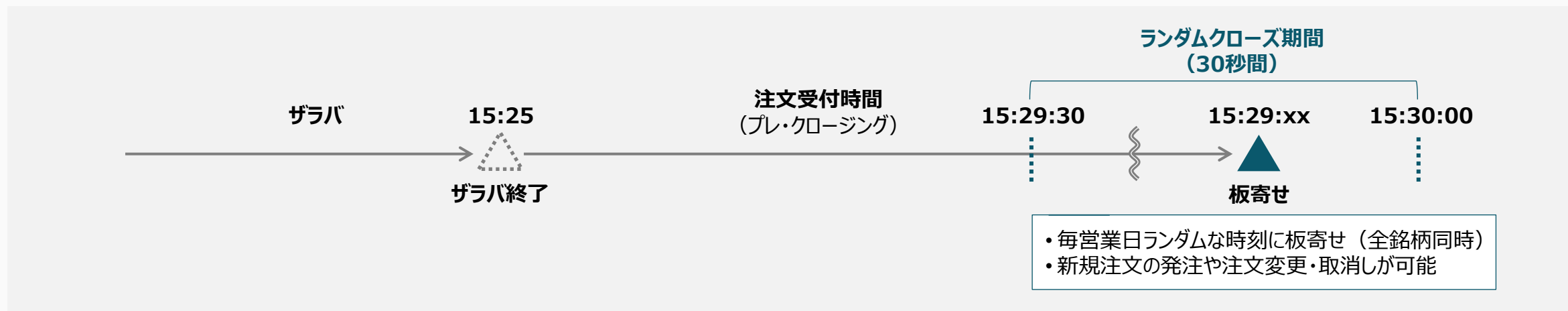
<sup>1</sup> ランダムクローズ：大引けの板寄せの時刻を、一定の範囲内で毎営業日ランダムに決定する仕組み

<sup>2</sup> ノンキャンセル・ピリオド：大引けの直前の一定時間において、注文取消し・変更を禁止する仕組み

# クロージング・オークション制度の改善案（ランダムクローズの導入）

## ランダムクローズの実装イメージ

項目	概要
ランダムクローズ期間	<ul style="list-style-type: none"><li>15:29:30から15:30:00までの30秒間</li></ul>
板寄せ時刻	<ul style="list-style-type: none"><li>毎営業日、ランダムクローズ期間中のランダムな時刻に板寄せを実施（大引けのみ）</li><li>クロージング・オークションを実施するすべての銘柄について、<b>板寄せ時刻は同時とする</b></li></ul>
注文種類による制限	<ul style="list-style-type: none"><li>注文種類による制限は行わず、大引けの板寄せ時刻まで新規注文の発注や注文値段や数量の変更・取消しが可能<sup>1</sup></li></ul>
予想対当値段の配信	<ul style="list-style-type: none"><li>プレ・クロージングにおいて、透明性向上の観点からIEP（予想対当値段:Indicative Equilibrium Price）/IEV（予想対当数量:Indicative Equilibrium Volume）を配信<sup>2</sup></li></ul>



<sup>1</sup> 「クロージング・オークションにおける注文取消し等の重点監視に関するガイドライン」（「重点監視ガイドライン」）の取扱いについても今後検討を行う

<sup>2</sup> 前場及び後場の寄り付き前の一定期間においても同様に配信予定

# WGでの議論① 市場関係者の意見（現状の評価）

- 主に機関投資家から、大引けの売買代金比率の増加やザラバ引け銘柄の減少により利便性が向上したとの評価
- 現状、悪質なゲーミング行為は発生していないものの、大引け直前に新規注文の発注が集中することによる気配値段の急変動等を踏まえ、**発注時刻の前倒しによる終値形成の早期化などの観点では更なる改善の余地があるという指摘が寄せられた**

論点	ご意見の概要
大引けの流動性向上	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 大引けの売買代金比率の増加やザラバ引け銘柄の減少により、機関投資家が参加しやすい環境となった</li> <li>• 大引けで確実に売買を執行するために流動性を重視しているが、まだまだ十分な水準ではない</li> </ul>
終値形成の早期化	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 銘柄の流動性に関わらず、プレ・クロージング開始直後に気配値が大きく動いた後、大引け直前に多数の新規注文によりザラバ最終値段付近に気配値を戻すようなケースが見られる点は課題</li> <li>• 大引け直前に新規注文が大量に入ることによる気配値段の急激な変動やシステム負荷を懸念</li> </ul>
ゲーミング行為 (大引け直前の注文変更・取消し等)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 現状の重点監視ガイドラインに基づく運用は、証券会社と取引所双方で対応コストはかかるものの一定の効果がある</li> <li>• プレ・クロージング中の予想対当値段を操作するような注文取消しについて顧客から大きな懸念の声はない</li> <li>• 国内機関投資家を顧客に持つ立場からすると、大引けの出来高（関与率）の予測が重要な要素</li> </ul>
プレ・クロージング	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 時間的余裕もクロージング・オークションの大事な観点であり、発注時刻の分散のため5分間の設定は妥当</li> <li>• プレ・クロージングを短縮化してザラバを延長すれば大引け直前の約定機会向上に資する</li> <li>• 透明性向上の観点からIEP/IEVの配信を希望</li> </ul>
ザラバ最終値段と終値の乖離	<ul style="list-style-type: none"> <li>• アクティブ運用が中心であり、ザラバ最終値段と終値の乖離について大きな問題は感じていない</li> <li>• ザラバと大引けの間にプレ・クロージングが入ることで一定の乖離が生じうることは理解しているものの、価格の連続性の観点からは、ザラバ最終値段と終値の乖離はなるべく抑えられることが望ましい</li> </ul>

- 制度導入後の効果検証において、国内外の機関投資家を中心に<sup>1</sup>、新規注文を含む発注タイミングの前倒しによる終値形成の早期化やプレ・クロージングにおけるボラティリティの抑制など更なる改善の必要性にかかる指摘があった
- 現状、悪質なゲーミング行為が確認されておらず追加の対応は不要との意見も寄せられたものの、予防的な観点から追加的な対応を講じることの重要性に加えて、制度導入時の目的に照らすと課題解決の優先度は高い
- なお、検討においては、個人投資家等にとっての制度のわかりやすさに加えて、追加の対応によって大引けの売買における流動性や利便性が損なわれないよう留意すべきとの意見も寄せられた



- こうした点を踏まえ、本WGにおいては、海外市場における先行研究等も参考に、大引けにおける流動性や市場関係者の利便性・対応負荷等に配慮しつつ、以下の観点から検討を実施した
  - ① 終値形成における更なる透明性の向上（終値形成の早期化）
  - ② 終値形成における更なる信頼性の向上（ゲーミング行為やボラティリティの抑制）

<sup>1</sup> 個人投資家から見ても、終値形成の透明性や信頼性など終値の品質向上は恩恵があるものだという意見も寄せられた

# WGでの議論③ 市場関係者の意見（ランダムクローズ）

- 海外の先行研究に基づくと、新規注文等の発注時刻の前倒しに伴い、**終値形成の早期化だけでなくゲーミング抑止効果**も期待できる
- 裁定取引にかかる利便性の低下による流動性への悪影響を懸念する意見もみられたものの、先行してランダムクローズを導入している海外市場でも取引を行う市場関係者からは大きな影響はないとのフィードバックも

論点	ご意見の概要
終値形成の早期化	<ul style="list-style-type: none"> <li>• IEP/IEVが早期に大引けの状況に近づけば、終値の予見性が高まり透明性や信頼性が向上</li> <li>• 大引け直前に新規注文の発注が偏っていることへの改善策として効果的</li> </ul>
海外での導入実績	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ランダムクローズを導入した海外市場において、終値形成の早期化や終値の予見性向上、ボラティリティ抑制等の効果が実際に確認されている点は重要</li> <li>• 海外でも導入されていて制度面で馴染みが深く、アルゴの実装実績もあることから推奨できる</li> </ul>
ゲーミング対策	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 大引け直前の価格操作を防ぐことに繋がり（変更取消のみ制御するNCPに比べて）公平性の観点からも望ましい</li> </ul>
裁定取引	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ランダムクローズ導入によって裁定取引の利便性が低下してフローが減少した場合、ボラティリティ抑制に寄与しない可能性</li> <li>• 欧米や香港の関係者に確認したところ裁定取引への影響は特段ないとの評価であり、流動性向上やボラティリティ抑制を実感している</li> <li>• 豪州などプログラム売買が主流で大引けの取引割合が高い市場でも安定的に機能しており、現地の投資家やブローカーからも裁定取引の流動性への影響を懸念する意見は特段寄せられなかった</li> </ul>
ランダム期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ランダム期間は短いほどマーケットメーカーが取る価格変動リスクが減ることから、裁定取引への影響を考慮するのであれば短い方がよい</li> <li>• 30秒程度のランダム期間であれば裁定取引やシステム負荷への影響も限定的</li> </ul>

# WGでの議論④ 市場関係者の意見 (NCP)

- 主に機関投資家の大引けの売買参加等の観点から、**大引け直前の取消し等が発生しないことの安心感を評価**
- 発注行動の制約による利便性低下に対する懸念に加え、現状の課題である**終値形成の早期化やボラティリティ抑制への寄与は限定的**
- ルールベースのNCPに対してはシステム対応・運用コストの高さや抑止効果の有効性を懸念する意見

論点	ご意見の概要
終値形成の早期化	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 新規注文の発注タイミングはこれまでどおりとなることが予想されるため、終値形成の早期化という観点では効果は限定的</li> <li>• 大引け直前にオポチュニスティックな発注を行うクオンツ投資家のフローは変わらないため、大引け直前のボラティリティ上昇は抑えられない</li> </ul>
機関投資家の大引け参加	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国内機関投資家が安心して取引に参加する観点からは、キャンセルが発生しないことによる大引けにおける関与率の予見可能性が重要</li> </ul>
裁定取引	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 裁定取引への影響はNCPについてもゼロではないが相対的にはランダムクローズより影響が小さい</li> </ul>
やむを得ない場合の変更取消	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 日本のような成熟したマーケットでは自由度を下げるだけであり望ましくない</li> <li>• 誤発注等も取消し等できないのは極端な対応でありリスクが大きい</li> <li>• 引けにかけての注文板状況を見ながら関与率を調整したい顧客もあり、NCPの制約が効果的な執行を阻害してしまう</li> </ul>
NCP (規則による制限)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 国内機関投資家は取消し等が一切生じないことの安心感を重視しており、例外が認められる対応では信頼性が低い</li> <li>• 様々な理由を付けて取消し等を行い、ゲーミングを助長するリスクがあるため中途半端な対応</li> <li>• 取引参加者側で顧客の変更取消をコントロールする必要があり、システム負荷が大きい</li> </ul>
NCP期間	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 誤発注等のリスクを低減するためNCP期間は短ければ短いほどよい</li> </ul>

# WGでの議論⑤ 各施策案の比較<sup>1</sup>

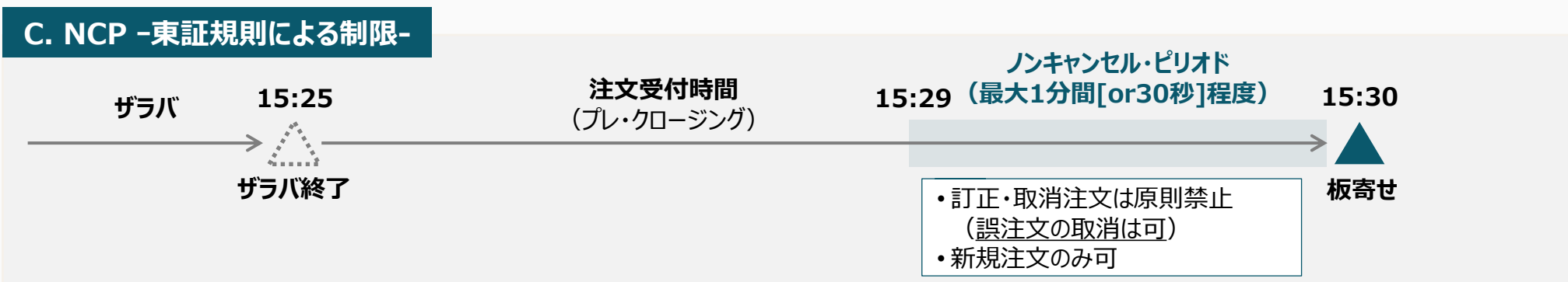
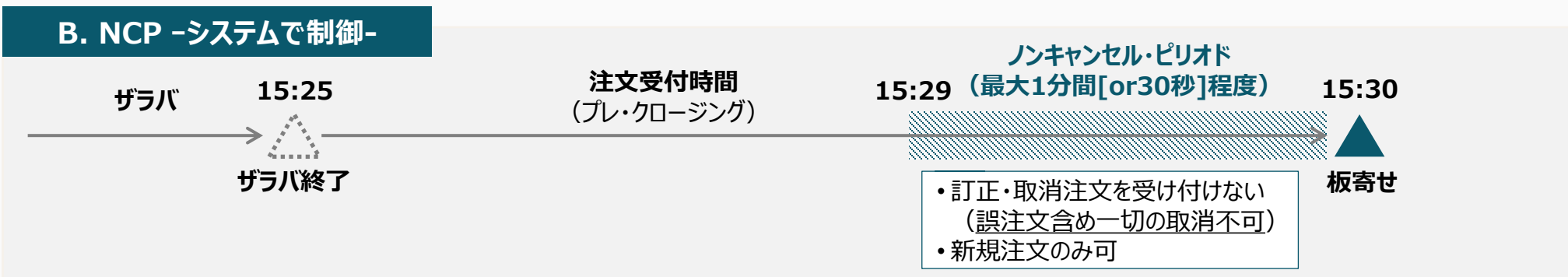
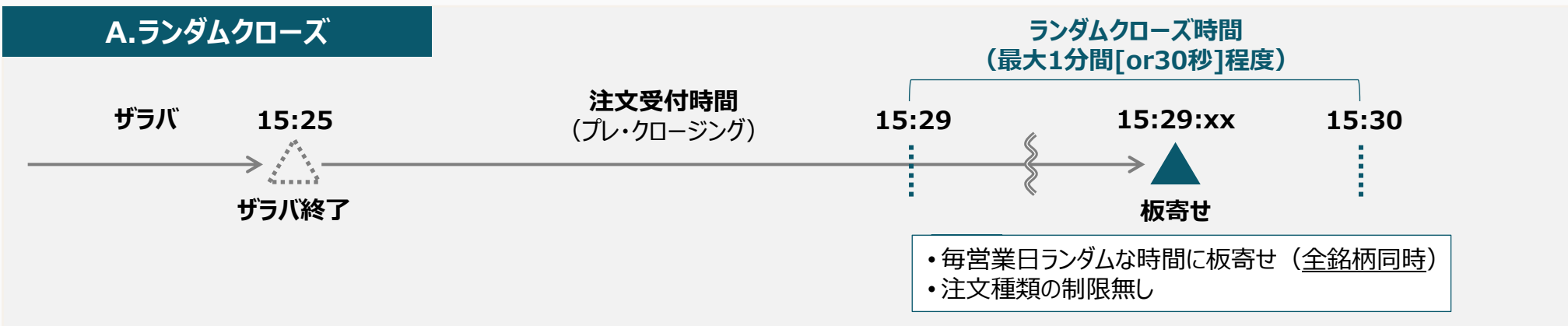
- 検討の軸に据えた「終値形成における透明性や信頼性の更なる向上」の観点に照らして、ランダムクローズを導入する方針とする

【観点】		【終値形成の透明性・信頼性】		【大引けの流動性】		【市場関係者の利便性】		
#	対策案	終値形成の早期化 (プレ・クローリング期間の ボラティリティ抑制)	ゲーミング対策の有効性 (大引け直前の変更取消)	裁定取引の利便性低下 <sup>2</sup>	マーケットメイクの 利便性低下	プレ・クローリングの 注文変更・取消可否	機関投資家の大引け参加 (終値高関与への懸念)	市場関係者の負荷 (制度理解・システム・運用)
A	ランダムクローズ	ランダムクローズ(RC)開始 までにIEP/IEVが安定	大引け時刻が予見できず ゲーミングは困難	RC開始までに発注が必要 (RC後の価格変動リスク)	大引けの直前まで 気配値段を修正可能	大引けの直前まで 変更取消が可能	他者の取消しにより 関与率が高まる可能性	丁寧な制度周知が必要 海外導入実績あり (システム・アルゴとシナジー)
B	NCP (システム制御)	新規注文は NCP開始後に偏る可能性	変更取消が不可のため ゲーミングは困難	NCP開始後は 変更取消は不可	NCP開始後は スプレッドがワイドになる	NCP開始後は いかなるケースも不可	NCP開始後は (最大)関与率が予見可能	丁寧な制度周知が必要
C	NCP (規則による制限)	新規注文は NCP開始後に偏る可能性	変更取消が不可のため ゲーミングは困難 (誤注文のみ取消し可能)	NCP開始後は 変更取消は不可	NCP開始後は スプレッドがワイドになる	NCP開始後は 誤注文に限り 変更取消が可能	他者の取消しにより 関与率が高まる可能性	丁寧な制度周知が必要 システム・運用負荷が高い
参考 <sup>3</sup>	ランダムクローズ + NCP	RC開始までに IEP/IEVが安定	大引け時刻が予見できず 変更取消も不可のため ゲーミングは極めて困難	RC開始までに発注が必要 (RC後の価格変動リスク)	NCP開始後は スプレッドがワイドになる	NCP開始後は いかなるケースも不可	NCP開始後は (最大)関与率が予見可能	制度が複雑となり 特に丁寧な周知が必要

<sup>1</sup> WGで指摘の多かったメリットを青字・デメリットを赤字で記載

<sup>2</sup> 裁定取引の利便性低下に関しては、ランダムクローズを導入した海外市場では弊害は確認されておらず、流動性が増加したとの検証結果も報告されている

<sup>3</sup> 制度の複雑性が大きく増すことからランダムクローズとNCPの両方を導入する案については検討のスコープ外とした



# 呼値の単位の更なる適正化

# 呼値の単位の更なる適正化に向けた対応方針（概要）

- 東証では、これまでもSTR<sup>1</sup>（Spread to Tick Ratio）を参考に呼値の単位の適正化を進めてきた
- 現在は分かりやすさの観点から、流動性の指標として指数区分に基づき適用するテーブルを決定しているが、市場関係者からは以下の課題が指摘されていることから、WGにおいて、銘柄ごとの流動性に応じた適切な呼値の単位を設定するという見直しの方向性について確認

## 課題①

- 同じ指数区分でも流動性は銘柄により様々であり、必ずしも流動性に適した呼値の単位が設定されないことによる弊害が存在
  - 流動性に対して呼値の単位が小さく板が薄いため、注文執行時に細かな約定で価格が変動したり取引意図が露呈するリスク
  - 流動性が高いにも関わらず呼値の単位が大きいと、最低スプレッドの制約を受けるため、価格改善の機会を逸失

## 課題②

- 株価に対する呼値の単位の割合（ティック・ウェイト）が株価水準で大きく異なり、呼値の単位が変わる価格帯で執行コストが急増

- あらゆる投資家がアクセスできる東証市場において、流動性に応じた適切な呼値の単位を設定することは、我が国資本市場の一層の利便性向上の観点から重要であることから、市場関係者の負荷や制度のわかりやすさに配慮しつつ更なる適正化を進める
- 具体的には、指数区分に代わり、銘柄ごとの一定期間の流動性に基づき呼値の単位を設定することで、以下の課題解決を図る

### 課題①への対応

- 流動性に対して呼値の単位が小さい銘柄の呼値の単位を大きくすることで、注文執行時のボラティリティや取引意図の露呈（シグナリング）を改善
- 流動性に対して呼値の単位が大きい銘柄の呼値の単位を小さくすることで、投資家の執行コストを削減

### 課題②への対応

- 一部の価格帯における呼値テーブルを見直すことで価格変動に伴う急激な執行コストの上昇を抑止

## 対応方針

<sup>1</sup> STR: 名目スプレッド（最良売気配値段-最良買気配値段）を呼値の単位で除した値で、Best Bid Offerスプレッドがティック何本分離れているかを示す。欧州ではMiFID IIのもとSTRを参考に呼値の単位を設定

# 呼値の単位の更なる適正化に向けた見直し案①（制度概要）

- 金融審市場制度WGにおける提言や市場関係者からの意見を踏まえ、銘柄ごとの流動性に応じた呼値の単位を適用する
- 市場関係者の負担を踏まえ、呼値テーブル数へ配慮するとともに、適用する呼値テーブルの見直しは現行制度（TOPIX構成銘柄の定期入替え）と同様に年1回程度とする

項目	概要	備考
対象銘柄	<ul style="list-style-type: none"> <li>東証に上場するすべての株式</li> <li>STRに基づき以下の呼値テーブルを適用               <ul style="list-style-type: none"> <li>① <u>テーブルA (Active, 超高流動性テーブル)</u></li> <li>② <u>テーブルB (Basic, 高流動性テーブル)</u></li> <li>③ <u>テーブルC (Calm, 中流動性テーブル)</u></li> </ul> </li> <li>ETF及びETN（売買単位1口除く）は、STRに関わらず商品性等を踏まえテーブルAを適用</li> <li>売買単位1株（口）の銘柄（※）は、STRに関わらずテーブルOを適用               <ul style="list-style-type: none"> <li>④ <u>テーブルO (One Unit, 売買単位1株（口）用テーブル)</u></li> </ul> </li> </ul>	<p>（※）ETF、ETN、REIT、インフラファンド、優先出資証券等</p> <p>売買単位が1株（口）の銘柄は円未満の約定が発生しない専用テーブルを適用</p>
定期見直し	<ul style="list-style-type: none"> <li>毎年8月に評価期間のSTRに応じて適用する呼値テーブルの見直しを行う</li> <li>評価期間は8月～4月の9か月間とし、当該期間におけるSTRの期間中央値で評価               <ul style="list-style-type: none"> <li><b>[STR&lt;1.5]</b> <u>1段階小さい呼値テーブルへ移行（②→① or ③→②）</u></li> <li><b>[1.5≤STR≤5.0]</b> <u>変更なし</u></li> <li><b>[5.0&lt;STR]</b> <u>1段階大きい呼値テーブルへ移行（①→② or ②→③）</u></li> </ul> </li> <li>見直し銘柄は変更日の2か月前を目途に公表予定</li> <li>各銘柄に適用する呼値テーブルは、前営業日夕方のFLEX配信に加え、東証ウェブサイトでも公表予定</li> </ul>	<p>新制度移行時に適用する呼値テーブルは、原則として、現行テーブルに基づく一定期間のSTR等に基づき決定<sup>1</sup></p>
その他	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場関係者の予見性を担保する観点から、各銘柄のSTRについて定期的な公表も検討</li> <li>新規上場銘柄は、原則として、呼値テーブルCを適用する予定</li> </ul>	

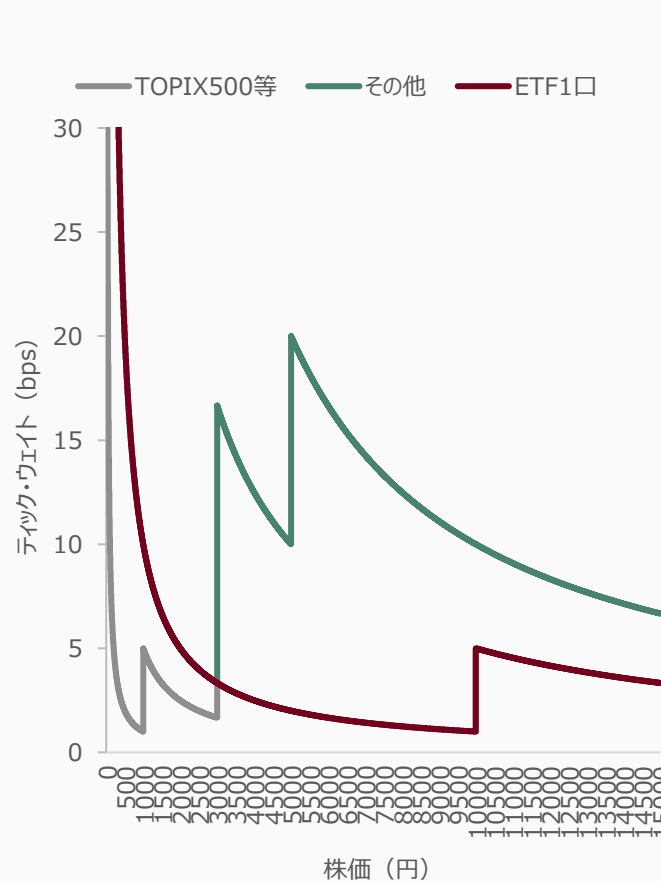
# 呼値の単位の更なる適正化に向けた見直し案②（新テーブル案）

- 各呼値テーブルにおいて、価格変動による急激な執行コストの上昇を抑えられるよう、全体としてティック・ウェイトを平準化する方向で調整

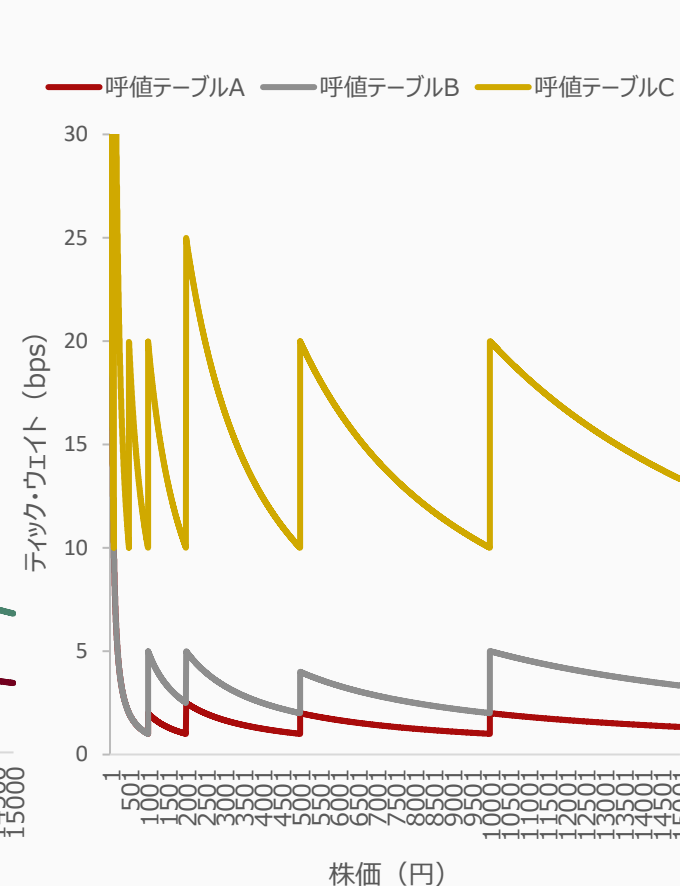
新呼値テーブル案

株価	現行			見直し後			
	TOPIX500 構成銘柄	その他の 銘柄	売買単位1口 ETF等	呼値テーブル A	呼値テーブル B	呼値テーブル C	呼値テーブル O
1 ~ 100 以下	0.1	1	1	0.1	0.1	0.1	1
100 超 ~ 500 //				0.5	0.5	0.5	
500 // ~ 1,000 //				1	1	1	
1,000 // ~ 2,000 //	0.5	5	1	0.2	0.5	2	1
2,000 // ~ 3,000 //				0.5	1	5	
3,000 // ~ 5,000 //	1	10	5	1	2	10	2
5,000 // ~ 10,000 //				2	5	20	
10,000 // ~ 20,000 //	5	50	10	5	10	50	5
20,000 // ~ 30,000 //				10	20	100	
30,000 // ~ 50,000 //	10	100	50	10	20	100	10
50,000 // ~ 100,000 //				20	50	200	
100,000 // ~ 200,000 //	50	500	100	50	100	500	50
200,000 // ~ 300,000 //				100	200	1,000	
300,000 // ~ 500,000 //	100	1,000	100	100	200	1,000	100
500,000 // ~ 1,000,000 //				200	1,000	100	
1,000,000 // ~	(略)			(略)			

ティック・ウェイト<sup>1</sup>（現行）



ティック・ウェイト（見直し後）



<sup>1</sup> ティック・ウェイト=呼値の単位÷株価

# WGでの議論① 市場関係者の意見（現状の評価と見直しの方向性）



- ・ 銘柄ごとの流動性に応じた適切な呼値の設定という見直しの方向性については妥当な対応であると、賛同する意見が寄せられた
- ・ 制度の見直しには、システム・運用面の市場関係者の負担への配慮や個人投資家をはじめとした投資家への丁寧な周知が必要との指摘

論点	ご意見の概要
現状の呼値の単位の水準	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 現状のSTR分布に基づく、呼値の単位が細か過ぎて板が薄かったり、反対に粗過ぎて板が詰まっている銘柄が見られ改善が必要</li> <li>・ 呼値の単位が細か過ぎて板が薄い銘柄は、細かな約定が発生してボラティリティが増大したり、シグナリングに繋がることを懸念</li> <li>・ 顧客からは、現状も呼値が粗い銘柄が存在しており、更なる適正化に向けて、①TOPIX Mid400構成銘柄について呼値の単位を小さくする、②TOPIX Small構成銘柄についてもMid400と同様の呼値の単位を適用すべき、との要望を受けている</li> </ul>
流動性に基づく呼値の単位の設定	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 現状の指数区分に基づく対応も複雑化してきており、流動性に応じた適切な呼値の単位を設定すべきという方針に賛成</li> <li>・ STRを基にした呼値の設定は、呼値の単位を細かくするだけでなく、粗くする銘柄も存在しており妥当な対応</li> <li>・ 低流動性銘柄にとっては呼値の単位を粗くする対応となることからデプスの改善に期待したい</li> </ul>
市場関係者の負担	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ システム対応のコストなどの負担を踏まえると、あえて変更する必要性は乏しいのではないか</li> <li>・ 呼値テーブル数が大きく増加したり、見直し対象となる銘柄数が多すぎると、対応負担が増大するため配慮が必要</li> <li>・ 呼値テーブルが頻繁に変更されると対応負担が大きい、現状と同様の1年に1回程度の頻度の見直しであれば問題ない</li> </ul>
市場間の呼値の単位の差異	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ SORを使ってPTSやダークプールで細かい呼値の単位で約定している投資家もあり、東証で呼値の単位を細かくするメリットは小さい</li> <li>・ 執行ベニュー間で呼値の単位が異なることが市場の複雑性や対応コスト増加を招いており、海外市場のように統一すべき</li> </ul>
ティック・ウェイトの平準化（株価分布の縮小）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 価格帯によってティック・ウェイトが大きく異なる問題は解消すべき</li> <li>・ 日本は銘柄ごとの株価レンジが広すぎる点も問題であり、呼値テーブルの見直しに加えて、こうした課題への対応も必要</li> </ul>
個人投資家への周知	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 呼値の単位は個人投資家にも影響が及ぶ話であり制度変更を行う場合にはしっかり周知する必要がある</li> </ul>

# WGでの議論② 市場関係者の意見（採用する流動性指標について）

- これまでもSTRを参考に呼値の単位の適正化を図ってきた経緯に加えて、指標としての適切性や安定性の観点から、STRの測定結果を基に適用する呼値テーブルを調整することが適当という意見が多く寄せられたことから、**流動性指標としてはSTRを採用する**
- STRという指標のわかりやすさや市場関係者における検証しやすさの観点では課題も存在

論点	約定件数	売買高	STR
指標の適切性 <sup>1</sup> (STRとの関係)	○ 欧州での採用実績もあり指標として機能 (STRとも一定の関係性)	△ STRとの関係性は弱い	◎ スプレッドを適正範囲に収めるとい趣旨に合致 (一方で呼値の単位の依存)
指標の安定性 <sup>1</sup> (日々の変動性)	○ 一定の安定性はあるものの株式分割等の コーポレートアクションの影響を受ける	△ 3つの指標のうち最も安定性が低い (定期見直し時の銘柄数が多く負担増加)	◎ 3つの指標のうち最も安定的 (定期見直し時の銘柄数を抑制)
指標のわかりやすさ (制度理解)	△ 日常的に目に触れるものではないものの 直感的でわかりやすい指標	○ 広く公表されており 個人投資家にも浸透している指標	× 欧州で採用されている概念ではあるものの 特に国内投資家にとっては馴染みがない
指標の検証性 (データの取得)	△ 情報の取得は比較的容易	○ 広く公表されており情報の取得は容易	× 市場関係者側で指標を 算出・取得する難易度は高い

# WGでの議論③ 市場関係者の意見（個別の論点）

- 銘柄ごとに適用される呼値テーブルを把握しやすくする観点から、銘柄と呼値テーブルを紐づける情報（銘柄リスト）の公表やテーブル名称の工夫が重要との指摘
- 制度の詳細については、引き続き市場関係者の負担軽減にも配慮しつつ東証において検討を進める

## 個人投資家への配慮

- STRは個人投資家にとって馴染みのない指標であることから、丁寧な周知に加えて、「どの銘柄がどのテーブルに属しているか」を直感的に想起しやすいようなテーブル名称なども工夫してもらいたい
- 対面の証券会社としては、「同じような株価水準なのに銘柄によって呼値の単位が異なる」状況が、投資家の誤解や不要な勧誘トラブルに繋がることを懸念
- 東証ウェブサイトと呼値の単位の設定ルールやSTRに関する情報を集約して公表して欲しい
- 多くの個人投資家はSOR<sup>1</sup>を利用して取引しており、どの呼値テーブルが適用されているかについては強い関心はなく、あくまで適切な呼値の単位が設定されているかどうか重要

- わかりやすさに配慮した呼値グループ名称を検討
- 円滑な制度移行のためウェブサイトの情報拡充や継続的な情報発信を検討

## STRの定義

- STRを指標として採用する場合に東証がどのような定義を用いて計算するか、また市場関係者が定期見直し銘柄を推定・検証する際にどのデータを使えばよいか明確にってもらいたい

- STRの詳細定義の公表
- 各銘柄のSTR値の定期公表を検討

## 見直し時期 公表時期

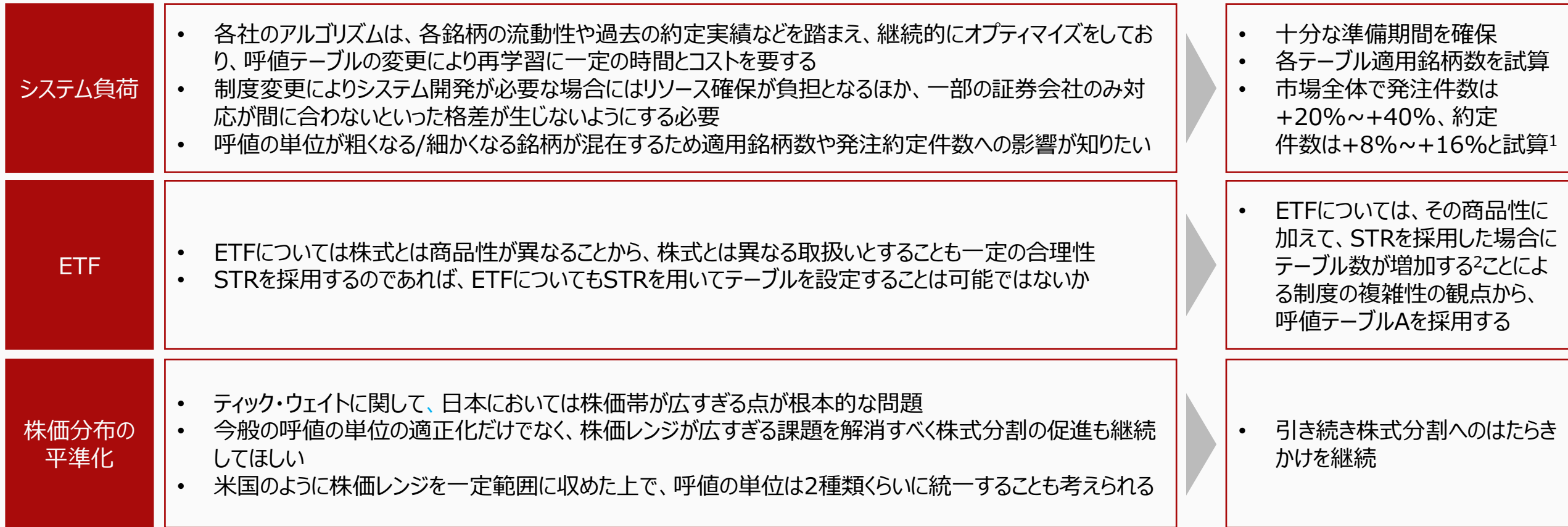
- 証券会社の繁忙期（指数リバランス等の大型イベント・期末や年度初近辺）やシステムトラブル発生時の影響が大きい時期は避けてもらいたい
- アルゴリズム修正やシステム対応期間を確保するため、定期見直しの対象銘柄は早期に公表して欲しい

- 以下の方針とし、市場関係者の意見等も踏まえ決定
  - 見直しは毎年8月
  - 対象銘柄の公表は変更日の遅くとも2か月前

<sup>1</sup> SOR（Smart Order Routing）：複数の取引市場から最良価格を提示している市場を検索し注文を執行するシステム

# WGでの議論④ 市場関係者の意見（個別の論点）

- 制度移行に際しては、各種の試算値なども提供しつつ市場関係者の十分な準備期間を確保
- ETFについては、マーケットメイクの状況により銘柄ごとのSTRの状況には差がある（板が薄い銘柄も存在）ものの、ETFの商品性や制度のわかりやすさ、マーケットメイク制度により手当て可能な側面もあることを踏まえ、一律で呼値テーブルA（超高流動性テーブル）を採用する方針



<sup>1</sup> 過去のデータを用いて、一定の前提条件等を置いた上で試算を行っている

<sup>2</sup> 売買単位が1口のETFについては、円未満の約定が発生しないよう専用の呼値テーブルを適用する運用としており、STRに基づいて適用する呼値テーブルを決定する場合、流動性（超高流動性、高流動性、中流動性）×売買単位（1口、それ以外）で合計6種類のテーブルが必要となる

# 対応スケジュール

# 制度見直しに向けた対応スケジュール<sup>1</sup>

- 今後、東証において制度の詳細検討を進めていく予定
- 制度施行時期については市場関係者の準備期間等も勘案のうえ決定する

2025年度	2026年度		2027年度		
後半	前半	後半	前半	後半	
	★ WG報告 公表	★ 制度要綱公表 (パブリック・コメント)	★ 規則改正新旧 公表	制度施行時期は市場関係者の 準備期間等を勘案のうえ決定	
	制度の詳細検討		市場関係者等への説明・情報連携等		
	★ システム更新に係る 接続仕様開示				
			各種システムテスト		

<sup>1</sup> 制度要綱公表、規則改正新旧公表については想定される最も早いタイミングのものを記載



Copyright © Japan Exchange Group 2026 All rights reserved.

The description in this document is intended solely for the purpose of providing information for discussion purposes. While every effort is taken to ensure the accuracy of the information contained in this document, Japan Exchange Group (JPX) does not guarantee, nor assume responsibility for any damages caused by any errors, misunderstanding or omissions.

JPX reserves the right to change the contents of this publications without notice. Without consent of JPX, this document is available only for internal usage.

These materials are prepared solely for the purpose of providing information regarding Japan Exchange Group Inc., and as such, they are not intended as any offer or sale of securities or other similar action whether inside or outside Japan. Our securities have not been and will not be registered under the United States Securities Act of 1933, as amended (the “Securities Act”), and may not be offered or sold in the United States absent registration or an applicable exemption from registration requirements.

These materials contain forward-looking statements. These statements are based on our assumptions and beliefs in light of the information currently available to us and are subject to risks and uncertainties. Should one or more of these risks or uncertainties materialize, or should underlying assumptions prove incorrect, our actual results may vary materially from those we currently anticipate. Given these risks and uncertainties, you are cautioned not to place undue reliance on forward-looking statements, which speak only as of the date of these materials. We disclaim any obligation to update any of the forward-looking statements contained in these materials to reflect future actual events or developments.

