

「T o S T N e T市場における利便性向上のための売買制度の見直し等について」
に寄せられたパブリック・コメントの結果について

2020年6月2日
株式会社東京証券取引所

東京証券取引所（以下、当取引所）では、T o S T N e T市場における利便性向上のための売買制度の見直し等について、その要綱を2020年2月20日に公表し、3月21日までの間、広く意見の募集を行いました。ご意見をご提出いただいた皆様には、本件につきましての検討にご協力いただきありがとうございます。

本件に関してお寄せいただいたコメントの概要及びそれに対する当取引所の考え方は以下をご覧ください。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
1	<ul style="list-style-type: none"> T o S T N e T取引は大口の顧客間で予め約している注文同士の執行や自己対当でスプレッドの存在する値段での執行が競争売買の行われている立会市場では行えないために、立会外で執行を可能とするよう導入され、当初から信用取引が利用可能な制度として既に20年以上の運用が行われている。 この間、元々のニーズであった顧客間での引け値での対当取引や証券会社が交渉の間に入って引け値やVWAP値などを基準にして値決めを行う取引、終値での取引へのニーズに応えるために引け値を基準にした自己対当取引、VWAP ギャランティー取引などが普及しており、日々多くの一般投資家が20年近くにわたって利用している。 また、自己の信用売り及び信用買いは証券金融会社から自己売買のために融資・貸株を受ける行為であり、金商法で定められた信用取引に該当しないと理解しており、顧客の現物取引に対して自己での在庫が無い場合やザラ場中 	<ul style="list-style-type: none"> 本見直し（2. 信用取引が可能な取引類型の明確化）は、金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、金融庁より、ダークプールを経由した信用取引に関して利用者保護や市場の公正性への懸念が示されていることを受け、また、価格形成機能の向上に資するという信用取引制度の趣旨を鑑み、T o S T N e T市場において信用取引（弁済のための取引を含む。以下同じ。）並びに自己の信用買い及び自己の信用売り（決済のための取引を含む。以下同じ。）が可能である取引類型を明確化するものであり、従前からの信用取引の利用方法を一律に制限するものではありません。 お寄せいただいたご意見のうち以下の取引（いずれも社内取引システムを経由して呼値がなされる取引（顧客が

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>で自己ポジションが確定していないときに顧客のバスケット取引に応じる場合や個別株の引き合いに応じる場合に広く使われ、証券会社が投資家に流動性を供給するための重要な道具である。</p> <ul style="list-style-type: none"> これらの理由から、T o S T N e T取引での信用取引の利用及び自己の信用売り・自己の信用買いを一律に禁止することは適当ではなく、市場の価格形成や金商業者の財務の健全性に影響が出ること、以前よりご利用になられていた一般投資家の利便性を大きく棄損すること、所謂「ダークプール」とは全く関係がなく、過去に市場の価格形成や取引所による信用取引の管理に問題が生じたこともないから、以下の類型等について、禁止の対象から除外とすべきと考える。 <ul style="list-style-type: none"> 顧客と予め価格を定めた（終値や VWAP 値（事後に第三者により客観的に公表される数値に基づき一定の算式で計算される場合）を含む。以下同じ。）上で顧客と対当するために行う自己の信用買い及び自己の信用売り（金商業府令第 70 条の 2 第 6 項で定める社内取引システムを通じて行うものを除く）。 予め定めた価格で証券会社自己と対当する顧客の信用取引（金商業府令第 70 条の 2 第 6 項で定める社内取引システムを通じて行うものを除く）。 売り方の顧客と買い方の顧客があらかじめ合意した価格・数量で行う信用取引（内閣府令第 70 条の 2 第 6 項で定める社内取引システムを通じて行うものを除く） 	<p>取次者である場合は、当該取次者の顧客の取引を含む。）を除く。）については、「当取引所が適当と認める取引」となります。</p> <ul style="list-style-type: none"> 当事者間で予め定めた価格（VWAP 値等公表数値に基づき一定の算式で計算されるものを含む。以下同じ。）・数量で顧客と対当するために行う自己の信用買い及び自己の信用売り 当事者間で予め定めた価格・数量で証券会社自己と対当する顧客の信用取引 当事者間で予め定めた価格・数量で行う顧客同士の信用取引 信用取引を利用したバスケット取引 過誤訂正のための信用取引
2	<ul style="list-style-type: none"> T o S T N e T市場での信用取引が許容される「東証が適当と認める取引」の類型が、信用取引の期日ロールオーバーのための同一顧客クロス取引や、取引参加者の自己勘定による信用取引に限定されており、狭すぎる 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<ul style="list-style-type: none"> ・ T o S T N e T市場での信用取引の禁止は、ダークプール経由の注文（ダークプール・フラグを付した注文電文）に限定すべきである。 ・ 例えば、顧客の信用取引を用いた VWAP 価格による自己勘定と顧客のクロス取引や、信用取引を利用する機関投資家と金融商品取引業者の間のバスケット取引など、ダークプールができる以前から投資家が行っている取引ができなくなる。制度要綱の「1. 趣旨」に説明のある「ダークプール取引の透明性向上」の範囲を超えており、また「取引参加者及び投資家の利便性向上」の趣旨にも反している。 	
3	<ul style="list-style-type: none"> ・ 「2. 信用取引が可能な取引類型の明確化」に関して、T o S T N e T市場で禁止される信用取引として、ダークプールを経由したものに限定しない理由があればご教示いただきたい。 ・ また、次のような理解で良いかご教示いただきたい。①顧客が立会取引時間外に信用取引で参加証券会社の自己勘定と取引したい場合も、当該取引は禁止される、②参加証券会社において何らかの理由で顧客の信用取引の注文が執行できなかった場合、顧客の同意があってもT o S T N e T市場での原状回復は認められず、過誤訂正による取引のみ可である。 	
4	<ul style="list-style-type: none"> ・ 『2. 信用取引が可能な取引類型の明確化』については、ダークプールを経由した信用取引の規制を目的としていると理解している。 ・ 現状、ダークプールを経由していない信用取引の利用形態がT o S T N e T市場で現状複数見受けられており、それらの利用形態については、今般の改正によっても規制を受けないと理解している。 ・ ここで、貴取引所が適当と認める取引を除いてT o S T N e T市場における信用取引を禁止した場合には、ダークプールと無関係な利用形態が『貴取引所が適当と認める取引』に漏れなく網羅されない恐れがあるので、端的にダ 	

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	ークプールを経由した信用取引を禁止するという具合に貴所の規程を改正するよう提案する。	
5	<ul style="list-style-type: none"> 3. 決済日の柔軟化で、「信用取引において、売買契約締結の日から起算して4日目から6日目のいずれかの日を決済日として指定する場合であっても、顧客による委託保証金の差入れは、売買契約締結の日から起算して3日目の正午までの取引参加者が指定する日時までに行うものとします。」との記載があるが、これは「当取引所が適当と認める取引」の備考にあるような信用取引に係る乗換クロスを想定されているのか。 信用取引に係る乗換クロスに「売買契約締結の日から起算して4日目から6日目のいずれかの日を決済日として指定する場合」とは、どのような事由を想定しているのか。 	<ul style="list-style-type: none"> 「信用取引において、売買契約締結の日から起算して4日目から6日目のいずれかの日を決済日として指定する場合」について、乗換クロスにおける利用も可能ですが、特に当該取引類型を想定したものではありません。

提出者：1＝野村證券株式会社、2＝三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社、3・5＝楽天証券株式会社、4＝UBS証券株式会社

以 上