

「現物市場の更なる機能強化に向けた売買制度の見直しについて」に寄せられたパブリック・コメントの結果について

2026年8月6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」という。）では、現物市場の更なる機能強化に向けた売買制度の見直しについて、その要綱を2026年5月22日に公表し、2026年6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、本件の検討にご協力いただきありがとうございました。

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。

（＊）英文でご提出いただいたご意見については、当取引所において原文を和訳したうえで、その概要をご紹介します。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
1	- 今般公表された現物市場の更なる機能強化に向けた売買制度の見直しについて、以下に記載のとおり賛成いたします。 1. クロージング・オークション制度の改善（ランダムクローズ方式の導入） ・ クロージング・オークションにおけるランダムクローズの導入は、終値の公正性・信頼性を高める観点から有意義であると考えます。特に、板寄せ時刻まで新規注文の発注等を可能とする点や、IEP 及び IEV の配信を行うとする制度の改善は、マーケットのニーズに適ったものとして適切であると考えます。	貴重なご意見ありがとうございます。円滑な制度施行に向けて、引き続き丁寧な情報発信に努めるとともに、市場関係者の皆様と連携を推進してまいります。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	本件制度改善が、日本の証券市場の信頼性向上につながるものと考えます。 2. 呼値の単位の更なる適正化 - 呼値単位の見直しについても、一定期間の流動性指標（STR）に基づき適用する呼び値テーブルを定める方法は、実際の流動性に即した呼び値を決定することで市場の効率性や執行コストの削減に資するものと考えます。 - なお、制度導入に当たっては、ランダムクローズ制度が日本国内で、とりわけ個人投資家に十分浸透するよう JPX などによる周知活動が重要と考えます。加えて、今回の制度改正実施後もその効果を検証し、必要に応じた改善を行っていただきますようお願いいたします。	
2	呼値の単位の適正化についての質問なのですが、名、福、札についても STR に基づいた呼値に変更される予定でしょうか？	名古屋証券取引所、福岡証券取引所及び札幌証券取引所における取扱いにつきましては、2026 年 7 月 29 日公表のパブリック・コメント¹をご参照ください。

¹ 名古屋証券取引所：https://www.nse.or.jp/rule/files/PUB260729-1_1.pdf

福岡証券取引所：https://www.fse.or.jp/files/rul_pub/s20260729.pdf

札幌証券取引所：<https://www.sse.or.jp/wp-content/uploads/2026/07/public20260729.pdf>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
3	(ランダムクローズ) ・他の市場ではより長いランダムクローズ期間が設定されていますが、最後の30秒間にこのメカニズムを適用することにした背景は何でしょうか。 (ティック・サイズ) ・今回の見直しによって取引量は増加する可能性が高い一方で、ボラティリティの上昇に伴い、取引コストやデータ／メッセージのトラフィックも増加する可能性があります。こうした影響について東証として何か検討されている点がありますか。	・海外取引所のクローリング・オークションにおけるランダムクローズ期間については、30秒から2分程度まで幅があるものと認識しております。 ・今般の売買制度ワーキング・グループ（以下「WG」といいます。）において、ランダムクローズを導入した場合の影響として、大引け直前に発注されていた裁定取引の利便性の低下を懸念する意見が一定程度寄せられました。 ・先行してランダムクローズを導入している海外取引所においては裁定取引への影響は確認されていないものの、こうした懸念に配慮し、ランダムクローズ期間はなるべく短い期間とすべく、30秒と設定しています。 ・今般の呼値の単位の適正化は、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）を改善することを、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することを目的として行うものです。 ・呼値の単位が小さくなる銘柄については、注文件数やメッセージ量の増加を招く可能性があるものの、このうち

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
		注文件数の増加については、過去の制度見直しの事例等を参考に試算したところ、本年11月に予定しているキャパシティ増強も踏まえると、当取引所システムには懸念がないことを確認しております。 ・ 制度導入後においても、注文動向、執行コスト及びシステムキャパシティの観点から、継続的にモニタリングしてまいります。
4	1. クロージング・オークション制度の改善（ランダムクローズ方式の導入） （1）ランダムクローズの導入については、①現時点で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が確認されていない中で、なぜかかる制度導入が必要なのか、また、②NCP（ノンキャンセル・ピリオド）等との比較検討や、近年の市場構造の変化を踏まえた実証分析についてのご説明が、以下に示す理由で、不十分であると考えています。制度変更に伴うコストや市場参加者への影響を踏まえれば、本件見直しについて、より慎重に判断されることを要望します。 （2）貴取引所売買制度ワーキング・グループ報告では、現状について、終値形成の透明性を阻害するような悪質なゲーミ	・ 2024年11月に導入したクロージング・オークション制度は、制度のわかりやすさの観点からシンプルな仕組みを採用することとし、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）においても、制度導入後の効果検証を踏まえて、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について検討を行う旨公表しています。 ・ それを受けて、今般、国内外の機関投資家や証券会社など多様な市場関係者で構成する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を踏まえ、クロージング・オークション制度の改善について議論を行いました。WGでは、終値形成の透明性を阻害するような大引け直前の悪質な注文変更・取消し等（ゲー

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	ング行為は確認されていないと評価しつつ、透明性・信頼性をさらに向上させる観点からランダムクローズを導入する方針とされています。 しかし、現行のクロージング・オークション制度は、導入されてから短期間し経っていないものの、終値形成の透明性を阻害するような行為が確認されていないのであれば、現行制度が適切に機能していることを示していると評価されるべきです。また、金融商品取引法上の相場操縦規制や貴取引所による取引監視システム等の既存の制度的枠組みが、既に十分な抑止効果を発揮している可能性も考えられます。 そのような状況において、実際に確認された問題への対応ではなく、潜在的风险のみを理由として、なぜ新たな制約を課する必要があるかについての説明が不十分です。そもそも、市場参加者の負担において投資家の取引の自由に対して新たな制度的制約を導入することについては常に慎重であるべきです。加えて、実務的にも、クロージング・オークション制度は 2024 年に導入されたばかりであり、ブローカー、マーケットメーカー、機関投資家等はその際にシステムや運用変更に係る一定のコストを負担しています。さらにランダムクローズが導入されれば、追加	ミング行為）が確認されていない一方で、予防的な観点から追加的な施策の必要性を指摘する意見もありました。 • 加えて、主に国内外の機関投資家を中心として、クロージング・オークション制度の導入目的である、「終値形成の透明性・信頼性向上」の観点からは、現状はプレ・クロージングにおける発注時刻が大引け直前に偏っており、大引け直前に気配値段が急激に変動するなど終値形成の予見性が低い点が課題であり、更なる利便性向上に向けて改善が必要との意見が多く寄せられたところです。 • こうした問題意識を前提として、WG では、終値形成における透明性・信頼性の更なる向上を解決すべき課題と設定した上で、海外取引所でも導入されているランダムクローズやノンキャンセル・ピリオド（NCP）について、導入に伴う市場関係者の負担も踏まえつつ、制度導入に係るメリット・デメリットについて慎重に検討を重ねてきました。 • その検討内容については「売買制度ワーキング・グループ報告」として公表しているとおりですが、既にこれら

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	的なシステム改修や執行手法の見直しが必要となり、その負担は小さくなく、最終的にはかかるコストが投資家に転嫁される可能性があります。 (3) また、仮に、何らかの対応をとるとしても、その手段としてランダムクローズを採用することが妥当であるかについても、慎重に判断されるべきと考えます。上記報告(5頁)によれば、ランダムクローズについて終値形成の早期化やボラティリティ抑制が期待できる一方、NCP ではその効果が限定的であるとされています。しかし、引け間際のゲーミング行為の抑制という目的であれば、NCP によっても対応可能なはずであり、ランダムクローズがNCP よりも優れた制度であると評価する根拠について、より具体的な説明を求めます。 ランダムクローズには、終値形成時刻が不確実になることにより、機関投資家・個人投資家を問わず、市場参加者の予見可能性を低減させ、発注リスクを高めるというデメリットがあります。実際、米国市場においては、引けの公式価格が証拠金や投資信託の基準価額 (NAV) の算出基準となることから、固定時刻での終値形成 (固定時間での引け) がトラッキングの正確性や公平性にとって不可欠である	の施策を導入している海外取引所における先行研究も参考に、当取引所におけるクロー징・オークション制度導入後から直近までの取引動向とその分析に加えて、(米国を含む) 国内外の多様な市場関係者へのヒアリング結果等を総合的に勘案し、終値形成の早期化やボラティリティの抑制効果が期待されるランダムクローズを導入することが適当であると判断しました。 ・ 具体的には、NCP については、ゲーミング行為の抑止の観点では一定の効果が期待されるものの、今般の施策導入の目的である、プレ・クローjingにおける新規注文を含む発注タイミングの早期化に係る効果は限定的であり、むしろ注文値段・数量の変更や取消しを行うことができなくなることから発注時刻が更に後ろ倒しになる可能性を懸念する意見もWGでは寄せられました。 ・ また、NCPを導入した場合、誤発注のようなやむを得ない注文についても取消しを行うことができなくなることから、個人投資家を含む幅広い投資家にとってリスクが大きいとの意見もありました。 ・ NCPやランダムクローズ導入に伴うメリット・デメリットの比較においては、今般のWGにご参加いただいた

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	との考え方の下、NCP が採用されています。引けの公式価格が市場全体の基準価格として機能する以上、時間的に明確で予測可能な終値形成には、それ自体大きな意義があるものと考えます。市場開設者による恣意性が働いているとの疑念を生じさせてはなりません。この点は、日本市場においても十分参考にされるべきです。同報告（5頁）では、海外の先行研究を根拠としてランダムクローズの効果が説明されていますが、当該研究において、この点まで踏まえて、ランダムクローズが NCP よりも優れた制度であることまで実証されてはいないのではないのでしょうか。 さらに、根拠とされている研究データが1996年から2017年までの取引データに基づくものであるとすると（同報告（参考資料）13頁）、近年の急速な市場構造の変化を踏まえると、現時点での制度変更の根拠として不十分であると考えます。コロナ禍以降、アルゴリズム取引やダークプールの利用が進展し、機関投資家や個人投資家の発注行動も大きく変化しています。こうした変化を十分に反映しないまま過去データのみに依拠して結論を導くことは、現在の日本市場における制度効果を見誤るおそれがあります。	海外機関投資家（運用会社）や外資系取引参加者から、実際にこれらの施策が導入されている海外市場で取引を行う現地担当者へのヒアリング結果も紹介いただいたほか、当取引所において国内外の市場関係者へのヒアリングも実施しておりますが、ランダムクローズ導入に伴う発注リスクの増大や証拠金・NAV算出の観点での影響を懸念する意見は特段寄せられておりません。 • 加えて、今般導入を予定しているランダムクローズは、クロージング・オークションの売買成立時刻について、個別銘柄や特定の市場状況に関わらず、ランダムクローズ期間の中でシステム上ランダムに決定する仕組みとするため、当取引所の裁量が介在する余地はない仕組みとしております。 • なお、米国市場においては、一定時刻以降の注文の訂正・取消しを単純に一律禁止する、いわゆる純粋なNCPとは異なり、大引けに向けて、Market On Close/Limit On Close 注文の入力締切、注文の訂正・取消し制限及びインバランスを解消する方向のみの注文受付等を組み合わせた制度となっていますが、これは NYSE においては Designated Market Maker 制度を採用しているなど米国市場特有の制度に合わせた形で採用されていることによ

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	(4) 以上のとおり、市場参加者が負担するコストや予見可能性の低下といった不利益の可能性も踏まえれば、まずは現行のクロージング・オークション制度の運用状況の検証を継続させ、制度の見直しについては、最新の市場取引データに基づく再分析や幅広い市場参加者との議論を行った上で、慎重に判断されることを要望します。 2. 呼値の単位の更なる適正化 (1) 本件見直し案については、以下の通り、①STR を中心指標として採用する合理性、②STR1.5～5.0 という基準の根拠、③売買単位1口のETF・ETN等に対する例外的取扱いの合理性、④制度変更による便益と市場参加者が負担するコストとの比較衡量について、なお十分な説明がなされているとは言い難いと考えます。制度変更を行うのであれば、市場参加者本位の業務運営方針を念頭に、最新の市場実態を踏まえた実証分析と幅広い市場参加者との対話を通じて、その必要性和有効性を十分に検証した上で、慎重に判断されることを要望します。 (2) 貴取引所売買制度ワーキング・グループ報告では、流動性	るものと理解しております。これと同様に、我が国市場においても、その特徴を踏まえた制度を採用することが重要だと考えております。 - あらゆる投資家が参加する東証市場において、近年のパッシブ運用の高まり等を受けて、より一層重要性を増している大引けの売買の利便性・透明性を向上させていくことは当取引所の重要な課題であると認識しています。 - 当取引所では、円滑な制度導入に向けて市場関係者とのコミュニケーションを継続するとともに、個人投資家をはじめとする多様な投資家に対する情報発信を強化してまいります。 - 今般の呼値の単位の更なる適正化は、国内外の機関投資家や証券会社など多様な市場関係者で構成されるWGにおける検討の結果を受け、銘柄ごとの流動性等に応じた適切な呼値の単位を設定する制度を導入するものであり、市場参加者の更なる利便性向上に資するとともに、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』（市場制度WG第

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	に応じた適切な呼値単位の設定を目的として、従来の指数区分に基づく呼値テーブルに代えて、銘柄ごとの流動性指標としてSTR (Spread to Tick Ratio) に基づく呼値テーブルの導入が提案されています。 しかし、STR はスプレッドと呼値単位との関係を示す指標であり、市場における流動性や約定可能性を評価する上で重要な要素である約定回数、出来高、板の厚み、マーケットメーカーの行動等を直接反映するものではありません。例えば、同じSTR 値であっても、板の厚みや約定可能性が大きく異なるケースは十分に考えられます。その意味で、流動性や円滑な約定可能性を評価する上で、STR のみを中心指標として制度設計を行うことには慎重であるべきではないでしょうか。 また、(6) で引用した当局の考える「ティック・サイズのあり方」を踏まえると、呼値の単位は市場システム全体の機能強化の観点から検討されるべきと考えられるところ、市場参加者による貴取引所とPTS との間の裁定取引が市場システム全体としての流動性を高めていることなども加味して制度設計を行うことが望ましいと考えられます。	二次中間整理) における提言にも沿った対応であると考えます。 - まず、流動性指標としてSTR (Spread to Tick Ratio) を採用する点については、「売買制度ワーキング・グループ報告」にて公表しているとおり、当取引所では、これまでもSTRを参考に呼値の単位の適正化を進めてきたという経緯に加えて、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を踏まえたものとなります。 - 国際的に見ても、STRは流動性を測る指標として欧州MiFID IIにおけるティック・サイズ制度にも採用されているほか、米国においても、原則として、銘柄ごとの一定期間の時間加重平均気配スプレッドに基づいてティック・サイズを決定する制度への見直しが予定されており、スプレッドを基準として呼値の単位を決定する考え方は一般的なものと考えます。 - なお、海外では、過去に取引市場間で呼値の単位を利用した競争が行われたことで、細かすぎる呼値の単位には弊害もあることが指摘されています。本邦においては、

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	(3) さらに、STR の適切な範囲を 1.5 から 5.0 と位置づける根拠が、同報告では明らかではなく、おそらく「呼値の単位変更による投資家の執行コスト等に与える影響」(JPX ワーキング・ペーパーVol140)6 頁の脚注 7(「Huang et. al (2017) を参考に、STR が 1.5 以下のものを呼値の単位が過大、STR が 1.5 以上 5.0 未満を適切な範囲としており、本稿でも同様の考え方を採用している」) によっているものと推察します。しかし、同脚注にて引用されている Huang et al. (2017) の論文は、「How to Predict the Consequence of a Tick Value Change? Evidence from the Tokyo Stock Exchange Pilot Program」と題された論文であり、その目的は、Dayri and Rosenbaum (2015) において示された呼値単位の変更の影響を予測する方法の効果を、貴取引所で 2014 年に実施された呼値単位の変更を題材に検証することとされております。このため、貴取引所における適切な呼値単位を、STR を用いて特定することは目的ではありません。したがって、同論文を参考に、なぜ 1.5～5.0 という水準が日本市場において妥当であると判断したのかについては、より丁寧な説明が必要と考えます。	P T S が取引所よりも細かい呼値の単位を採用していますが、市場システム全体の機能強化・複雑性解消という観点からは、過去に実施した呼値の単位の適正化におけるパブリック・コメントでも市場関係者から意見が寄せられたように、市場間における呼値の単位の統一も必要であると考えられます。 - 次に、適切な S T R の範囲については、WG において、欧州 M i F I D I I における考え方を基に、海外取引所等の市場関係者による最近の研究結果²等に加えて、東証市場における実際の取引データの分析結果を踏まえて慎重に検討を行い、1. 5 ～ 5. 0 と提示しております。WG における議論等を通じて、幅広い市場関係者から合意を得ており、一定の合理性があるものと考えます (W G 報告「参考資料編」にて、WG で使用した資料を一部追加しました³)。 - また、E T F ・ E T N 及びレバレッジ商品 (以下「E T F 等」といいます。) の取扱いについては、「売買制度ワ

² Nasdaq, Inc. 「Research on What Ticks Make Spreads Trade Best」 (Mar 2, 2023) (<https://www.nasdaq.com/articles/the-tick-spreads-that-help-stocks-trade-best>)

³ 「「売買制度ワーキング・グループ報告」の公表について」 (<https://www.jpx.co.jp/corporate/news/news-releases/1030/20260422-01.html>)

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	なお、Huang et al. (2017)の論文は約12年前のデータに基づくものであり、その後、市場構造は大きく変化しています。コロナ禍以降、アルゴリズム取引やダークプールの利用が進展し、現在の機関投資家はかつてのように板に注文を置かずに執行するケースも多くなっています。このような状況の下では、スプレッドのみから市場全体の流動性を評価することには限界があると考えます。呼値テーブルの変更という市場への影響が大きい制度変更を行うのであれば、最新データに基づく再分析や、独立した研究者・市場参加者を交えた今日的かつ慎重で総合的な検証と分析が不可欠です。 (4) また、売買単位1口のETF・ETN等については、STRによる測定を行うことなく、株価水準に基づいて専用の呼値テーブルを適用することが提案されています。仮にSTRを呼値制度見直しの中心的な考え方とするのであれば、ETF・ETN等についてSTRを用いない理由、また、STRに代えて株価水準に基づくテーブルを採用することがETF・ETN等の流動性に照らして合理的である理由についても、より丁寧な説明が求められます。	ーキング・グループ報告」にて公表しているとおり、STRに基づいて呼値の単位を設定した場合には呼値テーブル数が過度に増加することになるため、制度の複雑性を避けるべく、ETF等の商品性も踏まえ、株価水準に関わらず、売買単位が1口の銘柄についてはテーブルOを、それ以外の銘柄についてはテーブルAを採用することとしています。 ・ 更に、適用する呼値テーブルの見直し頻度に関しては、現在の指数区分に基づく呼値テーブルの見直し頻度と同等の年1回としており、(Reg NMS Rule 612の改正案に基づく)米国の年2回、欧州の年1回の見直し頻度に照らしても頻度が高いわけではなく、市場関係者の負担に配慮しつつ、直近の取引状況を踏まえた呼値の単位を設定する観点から妥当な水準であると考えます。 ・ 見直しに際しても、市場関係者の十分な準備期間を確保する観点から、定期見直し銘柄の公表は適用開始日の2ヶ月前を目途に実施することとし、各銘柄に適用している呼値テーブル情報については、日々のFLEX銘柄基本情報における提供に加えて、当取引所ウェブサイト

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	(5) さらに、毎年呼値テーブルを見直す制度は、市場参加者である証券会社やベンダー（最終的には投資家）に継続的なシステム改修や運用変更の負担を生じさせます。特に SOR（スマート・オーダー・ルーティング）や最良執行体制の構築に十分な投資を行うことが容易ではない中小ブローカーにとっては、その負担が大きいものと考えられます。また、特定の計測期間における売買板の状況が翌年も同様に維持される保証はありません。 (6) 呼値テーブルの年次変更を前提とする投資家便益が、ブローカーやベンダーを含む取引所参加者（コスト転嫁される最終投資家も含まれます）全体の実務負担やシステム対応コストを上回るかについては、十分な説明がなされているようには見受けられません。この点、2022 年 12 月 21 日付金融審議会市場制度ワーキング・グループの第二次中間整理 3 頁の「2. ティック・サイズのあり方」においても、「取引所や PTS におけるティック・サイズについては、市場システム全体の機能強化を図っていく観点を踏まえながら、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」ことが求められています。したがって、本件につ	おいても公表する予定です。 • なお、今般の呼値の単位の適正化は、銘柄ごとの流動性に基づき適切な呼値の単位を設定するものであり、呼値の単位が大きくなる銘柄と小さくなる銘柄が存在します。 • 呼値の単位が大きくなる銘柄については、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）の改善効果が、呼値の単位が小さくなる銘柄については、投資家の執行コストの削減効果が期待されるところ、これら両面の便益を定量的に測定することは困難であると考えますが、東証市場における実際の取引データ、過去の制度変更時の分析、国内外の幅広い市場関係者からの意見、海外制度の運用状況等を総合的に勘案し、制度変更による便益と市場関係者の負担のバランスを踏まえて検討したものです。 • 今般の制度変更後も、取引データの分析等を行い、市場関係者にとってより良い制度となるように継続的に検討してまいります。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	いての制度変更による効果のみならず、市場システム参加者が負担する対応コストや実務負担との比較衡量も併せて示され、その費用対効果について十分な検証が行われることを期待します。	

提出者： 1＝極東証券株式会社、2＝個人、3＝JP モルガン証券株式会社、4＝ジャパンネクスト証券株式会社

以 上