

「呼値の単位の段階的な適正化について」に寄せられた  
パブリック・コメントの結果について

当社では、呼値の単位の段階的な適正化について、その要綱を本年5月14日に公表し、6月13日までの間、広く意見の募集を行い、その結果、24件のコメントが寄せられました。

本件に関してお寄せいただいた主なコメントの概要及びそれに対する当社の考え方は以下のとおりです。

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
1	<p>今回の改正のような大きな制度変更は、個人投資家の利便性について丁寧に検討し、直接個人投資家相手のアンケート調査の実施や、個人投資家営業を主軸に置く証券会社の意見を良く聞くなど、くれぐれも慎重に進めていくべきだと考える。(同様他8件)</p>	<p>今般の対応では、市場関係者の意見を十分に反映するため、インターネット取引を中心とする証券会社や対面営業を中心とする証券会社を含む多数の取引参加者に対するヒアリングに加えて、投資者やシステムベンダー等に対してもヒアリングを行い、その後、取引参加者で構成されるワーキングや市場関係者で構成される委員会で議論したうえで進めてまいりました。</p>
2	<p>今回の改定は取引参加者の収益に影響を与える非常に重要なものであるものの、決定前に取引参加者への意見収集、事前説明が行われた形跡はない。少なくとも弊社はこの流れについては新聞報道によって、また概要や実施決定については今回の制度要綱によって知った次第である。</p> <p>貴社の公的役割及び取引参加者に与える影響の大きさを自覚した上で物事を進めていただくよう強く要望する。</p>	<p>当社としましては、ご指摘いただいた内容を真摯に受け止め、新たな施策検討に当たっては、今後、さらに幅広い市場関係者の意見を反映できるように努めてまいりたいと考えております。</p>
3	<p>流動性の高い銘柄に係る呼値の単位の適正化については賛成であるが、その他の銘柄において過度に呼値を細かくした場合、流動性が低下する懸念があることから、過度な呼値の縮小には反対する。(同様他2件)</p>	<p>今般の対応では、「流動性が比較的高くない銘柄において当該対応を行うと、流動性の低下につながる可能性がある。」との市場関係者の意見を踏まえ、対象銘柄をTOPIX100構成銘柄に限定しております。</p>
4	<p>フェーズⅢの銘柄範囲の決定はどのような検証をもとにどのような基準で行われるかを説明していただきたい。「フェーズⅢで銘柄範囲を広げる。」という結論ありきの検証が行われないか懸念している。</p>	<p>なお、フェーズⅢについては、フェーズⅠ及びⅡにおける売買の状況や幅広い市場関係者の意見を反映したうえで検討を進めていく必要があると考えておりますが、現時点においては、フェーズⅠ及びⅡから対象銘柄を大幅に拡大することは予定しておりません。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
5	<p>今般の対応は、HF Tやアルゴリズム取引を行う投資者にとっての利便性を向上させ、東証市場に誘引することを目的として行うものと感じられる。</p> <p>HF Tの拡大に歯止めをかけ、フェアで健全かつ堅牢な市場システムの構築を目指していただきたいと考える。(同様他4件)</p>	<p>今般の対応は、きめ細やかな呼値の単位で売買を行うことで、流動性が高い銘柄を中心として、スプレッドコストの低下による価格改善効果の恩恵が中長期投資を志向する個人投資家・機関投資家を含む幅広い投資者に提供されることを目的としたものであり、HF Tの拡大を目的としたものではありません。</p>
6	<p>今回の改定は個人・自己売買においてはプラスにならない改定であり、それら業務を行う参加者においても負担増となり、結局、HF Tの拡大をはかる目的であると考えるのが妥当である。取引所は営利企業故にHF Tを取り込もうとするのを全否定はできないが、HF Tに過度に傾倒するのは良いことであるとは思えない。</p>	
7	<p>より細かい呼値単位の導入に関して、個人投資家の観点からは、ニーズが高いと必ずしもいえない面があり、また恩恵も受けないことを危惧している。</p> <p>個人投資家は、市場参加者としてはもっとも大きい取引高を担う参加者層ではないが、機関投資家とは違う視点で市場に参加すること、並びにその全国的な拡がりを考えると、決してないがしろに出来ない、極めて重要な市場参加者である。</p> <p>今回の制度変更は、個人投資家にとっては以下の問題が想定される。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>① 呼値が細かすぎるとHF Tなどに対抗できる由もなくトレーディングの機会が大きく減少してしまうこと</li> <li>② 委託売買手数料を払わなければいけない立場の参加者からすると、呼値が細かくなると手数料との関係でやはり売買が大きく減少する可能性があること</li> <li>③ 呼値が細かくなるとリアルタイムの株価情報は更に夥しい量になり、現実的には個人投資家にはある程度間引いてみせることしかできなくなり、市場の中で間引かれていない株価情報をアルゴリズム取引などにより系統的に瞬時に判断し取引するプロと、視覚限界(点滅限界)のため間引かれた株価情報を見て取引する個人が混在するといった不公正な構造ができてしまうこと</li> <li>④ 最良市場執行制度上、流動性の高い市場へ発注することが義務付けられていますが、PTSと同様の値幅になった場合、今までPTSへ流れていなかった個人の売買がPTSに流</li> </ol>	<p>当社としても、個人投資家を含む多様な投資者層の市場参加による価格形成が重要であると認識しております。</p> <p>今般の対応は、きめ細やかな呼値の単位で売買を行うことで、スプレッドコストの低下による価格改善効果の恩恵が、個人投資家も含む幅広い投資者に提供されることを目的としたものです。</p> <p>また、対象銘柄をTOPIX100構成銘柄に限定することにより、比較的流動性が低い銘柄における弊害が生じないよう対応を行っています。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>れる可能性があること</p> <p>⑤ 個人投資家の売買感覚から、値段にシンプルさが欠けること（「〇千〇百〇十〇円〇十銭」の注文を電話で伝えることの煩わしさ、受注側の聞き難さ）</p> <p>仮に当該問題点により、個人投資家の市場参加が減少することとなった場合、市場全体の流動性を落とすことにもつながり、その構造を脆弱にする可能性がある。</p> <p>以上の理由から、細かい呼値の導入には反対する。（同様他5件）</p> <p>※ 永和証券及び西脇証券が①及び③、SBI証券、マネックス証券及び山和証券が①から③、光証券が①から⑤を、それぞれ問題点として挙げられています。</p>	
8	<p>番号7と同様の観点から、慎重な検討が必要と考えられる。（同様他3件）</p> <p>※ 立花証券及び楽天証券が番号7の①から③を問題点として挙げられています。</p>	
9	<p>概ね賛成である。</p> <p>ただし、期待したようなスプレッドコストの低下による価格改善効果が得られるかどうかについては、以下の観点から疑問が残ることから、当該観点への対応が必要と考えられる。</p> <p>① 一値段あたりの板の厚みは薄くなることが予想され、それは元の10分の1以下になることもあることから、流動性が低下し、かえって価格変動が激しくなる可能性も考えられること</p> <p>② PTS 利用時は、PTS での約定は取引所の VWAP 値に反映されないことから価格改善につながるが、東証が呼値の単位を細かくしても、そこでの約定は同じ VWAP に計算されることになると思うので、実際には大した価格改善効果を生まないとと思われること</p> <p>③ 参加者としては、板を見る際に細かい板まで見えることとなり、現行であれば、3本で見えていたものが、30本見ないと把握できないような状況は、注文の執行の迅速性を阻害する要因になること（また入力する価格の桁数も増えることになり、これは新たなミスを誘発する原因になりかねない。）</p>	
10	<p>今般の対応については、スプレッドの広さに着目して売買を行い、利益をあげることを</p>	<p>当社としても、様々な投資手法による流動性の供給が重要</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
	<p>目的としている投資者にとっては、利益が減少することにつながると危惧されるため、導入には反対する。</p>	<p>であると認識しております。</p> <p>今般の対応は、きめ細やかな呼値の単位で売買を行うことで、流動性が高い銘柄を中心として、スプレッドコストの低下による価格改善効果の恩恵が中長期投資を志向する個人投資家・機関投資家を含む幅広い投資者に提供されることを目的としたものです。</p>
1 1	<p>今般の対応に伴い呼値の単位が細くなるため、目視可能な価格幅が狭くなることが想定される。</p> <p>これに伴い、板情報の一覧性や発注速度の観点から支障が生じ、取引を行いつづらくなるものと考えられる。(同様他4件)</p>	<p>今般の対応では、目視可能な値幅以上に短時間で価格が変動する可能性についても勘案し、比較的板が厚い TOPIX100 構成銘柄を対象にすることとしております。</p>
1 2	<p>呼値の適正化策が導入されることで、対象銘柄の呼値の単位は現状の1/10に縮小される。その結果、例えば株価が1,000円以下の銘柄であれば、上下8本気配で1.6円分のレンジしか確認できないこととなる。</p> <p>FLEX Full が個人投資家には一般化していない現状で、呼値の縮小のみを進めた場合、非常に狭い価格帯での気配しか確認できなくなることは、個人投資家の利便性を低下させ、取引を阻害するおそれがある。</p> <p>また、個人投資家と機関投資家の情報格差が拡大し、個人投資家の株離れを招くのではないかと懸念する。</p> <p>そのため、個人投資家を含む幅広い投資者が価格改善効果の恩恵を受けるには、FLEX Standard での気配本数を増やすことが必要であると考えます。</p>	<p>FLEX Standard での気配本数については、利用者のニーズも踏まえ、arrowhead リニューアル時に向けた気配本数の見直し等を今後検討してまいります。</p> <p>なお、FLEX Full においては気配本数の制限を行っておりません。投資家へのフル板情報のご提供をご検討の場合には、Flex Full での情報取得をご検討頂ければと存じます。</p>
1 3	<p>株価が極端に低い銘柄では、スプレッドが広いことを利用してマネーゲーム的取引が行われているように思われる。</p> <p>TOPIX100 構成銘柄以外の銘柄でも、例えば100円以下の呼値など、株価の低い水準においては全銘柄で適正化を速やかに実施するべきと考える。</p>	<p>不公正な取引に対しては、引き続き自主規制の観点から適切に対応してまいります。</p>

番号	コメントの概要	コメントに対する考え方
14	<p>今般の対応によって、株価の桁数が多くなり、また、小数点の呼値が発生することになるため、注文を行いづらくなる。</p> <p>また、誤った値段で発注してしまう危険が生じることも想定される。(同様他1件)</p>	<p>今般の対応は、小数点以下も含むよりきめ細やかな呼値を可能にするものではありませんが、整数での注文を排除するものではなく、引き続き、現在と同様の単位で呼値を行うことも可能です。</p>
15	<p>実務面の観点からは、円未満の受渡代金の決済処理はどうするのか。</p>	<p>最低取引単位(呼値の単位×売買単位)において1円未満の端数が生じる可能性がある銘柄については、対象としないこととすることから、今般の対応に伴い円未満の受渡代金の決済処理が生じることはありません。</p>
16	<p>システム面の懸念事項として、今回の改正に伴う「注文件数の急激な増大」と「約定率の低下」を想定している。</p> <p>上記事項について縮小後どのように推移していくものか、精緻な検証が必要であるとともに、取引参加者への影響(システムの増強等)および個人投資家への影響について、精緻に検証する必要があると考える。</p> <p>また、注文が集中する寄り付き時間帯については、特に精緻な検証が必要と思料します。</p> <p>取引参加者のシステム増強については、各社により対応力にばらつきがあり、十分なシステム投資がなされない、テストが行われない可能性も懸念しています。本案では、予定実施時期を明記していますが、仮に実施する方向となった場合でも業界レベルでの十分な対応とテスト期間が設けられるよう、検討を要望する。</p> <p>また、板寄せルール等の廃止等システム負荷を軽減する措置等も併せて検討いただきたい。</p>	<p>ご指摘のとおり、今般の対応に伴い、きめ細やかな価格形成が可能となることや市場の利便性向上に伴う参加者の増加等の要因により、注文件数等が増加することも想定されます。</p> <p>このため、当社では、市場関係者が十分な対応を図ることができるよう、今般の対応にあたっては、複数のフェーズに分け、段階的に実施することとしました。</p> <p>また、当社売買システムのキャパシティ拡張計画を前広に公表することにより、市場関係者との連携を密に図ってまいりたいと考えております。</p> <p>なお、板寄せルールについては、始値等の決定方法として定着している現状を踏まえると、その廃止には慎重な検討が必要と考えております。</p>

提出者：1＝永和証券・SBI証券・立花証券・奈良証券・光証券・明和証券・マネックス証券・山和証券・楽天証券、 2、4、6＝豊証券、  
3、5、10、11、13、14＝個人、7＝永和証券・SBI証券・西脇証券・光証券・マネックス証券・山和証券、 8＝立花証券・奈良証券・明和証券・  
楽天証券、 9＝クレディ・アグリコル証券、12＝松井証券、 15＝西脇証券、 16＝楽天証券

以上