

東証、立会外分売を見直し

制度調査部
横山 淳

【要約】

2007年2月27日、東証は、立会外分売制度を見直すと発表した。

立会外分売とは、予め証券取引所に届出を行った上で、大量の売付注文を、オークション市場外で執行するための証券取引所の制度である。

具体的には、立会外分売制度を悪用した不適当な取引を防止するため、直前の立会外分売から一定期間を経過していない、重要事実の開示から一定期間を経過していない、売却株式の調達方法に問題があるなどの場合については、立会外分売を認めないこととしている。

立会外分売の見直しの実施時期は、2007年5月を目途としている。

1. 東証、立会外分売の見直しを発表

2007年2月27日、東京証券取引所（以下、東証）は、立会外分売制度を見直すと発表した¹。

立会外分売とは、予め証券取引所に届出を行った上で、大量の売付注文を、オークション市場外で執行するための証券取引所の制度である。具体的には、分売条件を公表して、広く一般投資家の分売への参加を募った上で、終値の100～90%の範囲内で定められた価格により、翌朝に取引が行われる（レポート末尾を参照）。

通常は、上場基準上の株式分布状況²を改善するために大株主が持ち株を放出する際に利用することが多いと言われている。

ところが、東証は、近年、立会外分売の利用が高まるに従って、例えば、次のような想定していなかった利用が行われるようになったことを問題視している。

短期間における複数回の立会外分売の届出

重要事実を公表し株価が上昇した直後の立会外分売の届出 など

こうした事実を踏まえて、東証は、立会外分売制度を用いた不適当な取引を防止するための措置を講じる方針を明らかにしたのである。

¹ 詳細は、東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/guide/comment/index.html>）に掲載されている。

² 例えば、東証の場合、「少数特定者持株数」（大株主上位10名及び役員の持株数＋自己株式数）比率が80%超となれば1年の猶予期間内に改善しなければ上場廃止、90%超となれば原則として猶予期間なく上場廃止となる。

2 . 立会外分売制度の見直しの概要

東証は、次の場合については、「売買管理上適当ではない」として、立会外分売を行うことを認めない、とすることを予定している。

<p>直前に実施された立会外分売からの期間 直前に立会外分売が実施された日から、4週間を経過していない場合。</p> <p>発行会社等の直前の適時開示 発行会社等が、内部者取引規制(いわゆるインサイダー取引規制)上の重要事実に該当する事項(バスケット条項によるものを除く)について、適時開示を行った日から10営業日を経過していない場合</p> <p>売却株券の調達方法 立会外分売により売却される株式について、下記の方法以外の方法で1年以内に取得した株式ではないことの確認がとれない場合</p> <ul style="list-style-type: none">- 公募増資- 株主割当増資- 売出し- 市場買付- その他東証が適当と認める方法 <p>売買状況等 売買状況に異常又はそのおそれがあると認める場合その他東証が立会外分売を行うことが適当でないと認める場合</p>
--

は、短期間で立会外分売が繰り返されるケースを想定しているものであろう。

は、重要事実の開示で株価を釣上げて、高値での売抜けを狙うような立会外分売を禁止する趣旨と考えられる。

は、一般株主よりも有利な立場で調達した株式を、短期間で売り抜けるために立会外分売を利用することを規制するものと考えられる。

一般論としては、いずれも一般投資家の利益を害するおそれ、あるいは、不公正な取引が疑われる可能性がある取引であり、その意味では東証の判断は妥当であろうと思われる。

3 . 実施時期

東証は、2007年3月29日まで広く意見を募集した上で、2007年5月を目途に新ルールの実施を予定している。

(参考) 立会外分売の概要

参考までに、現行の立会外分売制度の概要を、東証の制度に基づいて紹介する。

(1) 立会外分売の制度趣旨

わが国の証券取引所の売買立会における「オークション」での取引は、「価格優先・時間優先」という明確なルールに則って行われている。そのため、大量の小口注文を迅速に処理することに優れ、透明性・公正性の高い取引制度と評価されている。しかし、例えば、大株主がその持ち株を大量に放出するような場合には、一時に大量の売付注文が市場に流入し、その結果、一時的な市場の混乱や相場の激変が発生する恐れがある。

そうした事態を防止するために、証券取引所の管理の下で、大量売付注文の公正・円滑な執行を行うために設けられたのが、「立会外分売」制度である。

なお、大口取引の円滑な実施を行うための制度としては、東京証券取引所（以下、東証）のToSTNeTや大阪証券取引所のJ-NETに代表される「立会外売買取引制度」と呼ばれるものもある。ただ、これらは制度の趣旨・目的が異なることから、別個の取引制度として位置付けられている³。

(2) 立会外分売の条件 ~ 一定数量以上の売付注文

立会外分売を行うことができるのは、東証の定める一定数量以上の顧客の売付注文である（東証業務規程 42 ）。

立会外分売を行うための最低限の数量は、その銘柄の売買単位や直近 6 ヶ月の 1 日平均売買高などを基準として詳細に定められている。例えば、売買単位が 100 株超の内国株券の場合は、次のようになる（東証業務規程施行規則 28(1)a）。

内国株（売買単位 100 株超）の立会外分売の最低数量

1 日平均売買高	1 部銘柄	2 部銘柄（マザーズ含む）
5 万株未満	20 万株	10 万株
5 万株以上 10 万株未満	30 万株	15 万株
10 万株以上 50 万株未満	50 万株	25 万株
50 万株以上 100 万株未満	80 万株	40 万株
100 万株以上 200 万株未満	100 万株	50 万株
200 万株以上 300 万株未満	200 万株	100 万株
300 万株以上	300 万株	150 万株

(3) 届出 ~ 前日の引け後に証券取引所に届出

顧客の委託により立会外分売を執行する証券会社は、立会外分売を実施する前営業日の立会時間終了後、直ちに、東証に対して届出を行う必要がある（東証業務規程 42 、同施行規則 29）。

³ 立会外分売の趣旨・目的は、主に、大株主の保有株式の一般投資家への分散を円滑に行うことにあると言える。他方、ToSTNeTなどは機関投資家による大口取引やバスケット取引の円滑な執行が制度の趣旨・目的である

(4)分売条件等の公表

東証は、立会外分売の届出を受理すると、その内容が立会外分売の条件を充たしているか、をチェックした上で、その分売方法その他の必要事項を公表する（東証業務規程 42 ）。

具体的には、立会外分売での売付注文の総量（分売総数量）、分売の値段（後述(5)参照）などが公表されることとなる。

また、大株主の保有株を広く一般投資家に分散させる、という立会外分売の制度趣旨から、同一顧客からの買付申込数量制限が設けられるのが一般的である。この場合は、その買付申込数量制限も公表されることとなろう。

なお、立会外分売での売り手となる大株主等の名称は、公表事項に含まれていない。

(5)立会外分売の価格 ~ 最大 10%までディスカウント可能

立会外分売の価格は、届出日（つまり立会外分売の前日）終値の 100% ~ 90%の範囲内で分売を行う顧客が指定した値段（東証が不適当とする場合を除く）となる（東証業務規程 43）。

(6)立会外分売の申込・執行

立会外分売の当日は、原則として、午前 8 時 20 分から午前 8 時 45 分までの間、買付申込が受け付けられる（東証業務規程 44）。

買付申込数量制限が設けられている場合、買い手は、その買付申込数量制限までの範囲で買付申込を行うこととなる（東証業務規程施行規則 31 ）。

立会外分売の取引は、前記(4)で予め定められた分売値段により、売付注文と買付注文を付け合わせる⁴（東証業務規程 45）。

(7)立会外分売取扱料 ~ 買い手には手数料負担なし

立会外分売による売付注文を行った顧客は、委託先の証券会社に対して、手数料と立会外分売引受料を支払う必要がある（受託契約準則 51 など）。逆に買付申込を行った顧客は、証券会社に対して手数料の支払いは必要ない。

買付注文を取り次いだ証券会社に対しては、売付注文を受託した証券会社が、売り手から受け取った立会外分売引受料の中から、買付数量に応じた立会外分売取扱料を支払うこととなる（東証業務規程 47）。

⁴ 買付申込数量が分売総数量を超えている場合は、まず、次の手順に従って、証券会社毎の約定数量を決定する（東証業務規程施行規則 33）。

顧客注文は自己注文に優先する。

顧客注文、自己注文それぞれにおいては、次の順序で配分する。

申込数量の多い証券会社から順に最小単位を割り振る。

前記の残余を申込数量に比例させて割り振る。

各証券会社について約定した数量を基に、今度は、それぞれの証券会社が定めるルール、例えば、受付時間順など、に従って、最終的な顧客の約定数量が決定される。