

ToSTNeTによる 新しい自己株式買付制度

制度調査部
横山 淳

【要約】

東証は、2007年11月27日発表した「現物/先物・オプションの立会外取引に係る市場整備について」の中で、ToSTNeTによる新たな自己株式立会外買付制度を導入することとしている。

事前に公表を行った上で、原則、終値で自己株式を買い付ける点は、現行のToSTNeT-2を利用した自己株式取得制度と同様であるが、約定方法が「時間優先」ではなく、「按分比例」となる点が大きな違いである。

2008年1月15日に予定する新派生売買システム稼動に合わせて、実施することとしている。

新システムに合わせた ToSTNeT 取引等の見直し

2007年11月27日、東京証券取引所（以下、東証）は「現物/先物・オプションの立会外取引に係る市場整備について」¹を発表した。この中で東証の立会外取引である ToSTNeT の見直し²の一環として、新たな自己株式立会外買付制度を導入することとしている。

ToSTNeT を利用した新たな自己株式立会外買付制度については、既に2007年1月23日に東証が発表した「新システム稼動時における ToSTNeT 取引等の見直しについて」³の中に盛り込まれていた。しかし、前提となる新派生売買システム⁴の稼動が当初予定（2007年10月）から延期されたため、新たな自己株式立会外買付制度のスタートも先送りされたのである⁵。

今回、延期されていた新派生売買システムの稼動時期が2008年1月15日（予定）とされたことで、自己株式立会外買付制度についても同じタイミングでスタートすることとなったものである。なお、取引の枠組みについては、2007年1月の当初案から大きな変更はない。

新たな自己株式立会外買付制度

現在、上場会社が自己株式取得を行う手法としては、TOB（公開買付け）や証券取引所の売買立会（オークション市場）での買付けのほかに、立会外取引（東証の場合、ToSTNeT-2（終値取引）が該当する）が活用されることも多い。

¹ 東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/rules/comment/071127-kabu-fo.pdf>）に掲載されている。なお、この案件について、東証は2007年12月11日まで広く意見を募集することとしている。

² 厳密には、オークション市場を補完する位置づけの従来の ToSTNeT 取引制度に代えて、オークション市場から独立した「ToSTNeT 市場」を改めて開設することとされている。

³ 東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/rules/comment/070123ks.pdf>）に掲載されている。

⁴ 現行の先物/オプション売買システムに代わる新しい東証のデリバティブ取引システムのこと。新派生売買システムが稼動すれば、現物の ToSTNeT 取引も新派生売買システムに統合することが予定されている。

⁵ 詳細は東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/rules/comment/070505hs-re.pdf>）に掲載されている。

特に、（東証上場会社の）自己株式の取得に対して、特定の株主からの売却が見込まれるような場合、次のような理由から、ToSTNeT-2（終値取引）が活用されることが多い。

特定の株主のからの売却分を自己株式取得で吸収しつつ、他の株主の売却機会も確保できる（ToSTNeT-2の取引は、原則、一般投資家も参加可能）。

価格が終値で固定できる（自己株式の買付コストをコントロール可能）。

（立会外で執行されるため）オークション市場での価格形成に影響を及ぼさない。

新しい自己株式立会外買付制度も、基本的な仕組みは、現行のToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得と大きく変わらない。即ち、事前公表を行って投資家に周知し、立会外（オークション市場外）で、自己株式を終値で買い付ける、という流れとなる。

それでは、新しい自己株式立会外買付制度と現行のToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得とはどこが違うのか？両者の主な相違点として次の点が指摘できる⁶。

取得の前日に東証への届出が必要

売り注文の申込時間（午前8時～8時45分、現行のToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得の場合は午前8時20分～8時45分）

買い注文は、発行会社の自己株式取得の注文のみ（他の買い注文の割り込みはない）

約定方法

の届出に関しては、現行のToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得でも前日に東証への通知が求められていることからすれば、（手続の詳細が異なるとはいえ）余り本質的な違いではないかもしれない。

の申込時間については、現行のToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得よりも早い時間（午前8時）から開始される。申込時間そのものも長く設定されている（45分間）。

以下、特に重要な相違点となる について説明する。

現行のToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得は、売り注文も買い注文も、原則として「時間優先」（要するに「早いもの勝ち」）で約定処理されている。

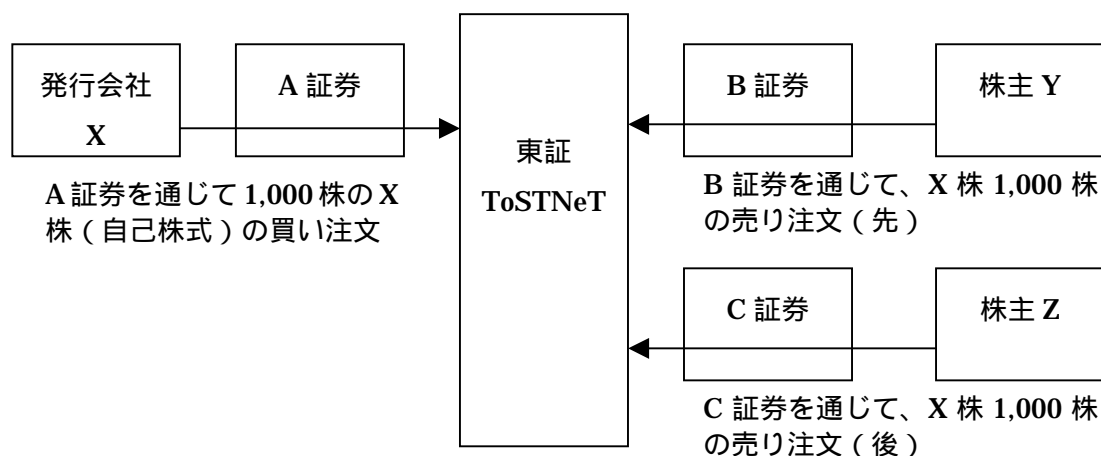
これが新しい自己株式立会外買付では、買い注文は、発行会社の自己株式取得の注文のみに限定される。つまり、他の買い注文の割り込みは発生しないことになる。

他方、売り注文については、原則として「按分比例」で約定処理することとされている。

具体例を挙げると、概ね、次のようになるだろう。

⁶ 新しい自己株式立会外買付制度は、いわば現行の「立会外分売」を売り買い逆にしたイメージである（東証からのヒアリング）。なお、立会外分売については東証のウェブサイト（<http://www.tse.or.jp/market/bunbai/index.html>）、拙稿「東証の立会外分売見直し、5月14日施行」（2007年5月14日付DIR制度調査部情報）など参照。

【設例】



- (1) X株の注文は上記以外にないものとする。
- (2) B証券（株主 Y）の注文が、C証券（株主 Z）の注文よりも時間的に先であったとする。
- (3) Xの売買単位は100株とする。

【現行の ToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得の場合】

現行の ToSTNeT-2（終値取引）による自己株式取得の場合、「時間優先」によって約定処理がなされる。

上記の場合では、Xの自己株式取得の買い注文（1,000株）に対しては、時間的に先行するB証券（最終発注者は株主 Y）の注文（1,000株）が、C証券（最終発注者は株主 Z）の注文に先んじて執行される。そのため、Zは、注文を出したものの、結局約定できないこととなる。

（約定結果）

A証券（Xの自己株式取得）1,000株買付け	B証券（株主 Y）1,000株売付け
	C証券（株主 Z）0株売付け

【新しい自己株式立会外買付制度の場合】

新しい自己株式立会外買付制度の場合、自己株式についての買い注文を、原則、売り注文の申込数量に応じて（実際には注文を取り次ぐ証券会社ベースで）「按分比例」にされて、対当されることとなる。具体的には、概ね、次のような流れで約定処理される。

顧客からの委託注文が、証券会社等の自己注文よりも優先

申込数量の多い取引参加者から順番に最小単位分の株式を割り当てる。

上記の残余を、取引参加者単位で、申込数量（上記の割当分を除く）に応じて按分する（端数切捨て）

上記で切捨て処理された数量を、切捨て数量の多かった取引参加者から順番に最小単位ずつ割り当てる。

前記の例の場合、注文は全て委託注文であるため、 の処理はない。

次に、 の処理に従って、B証券・C証券に100株ずつ割り当てる。

その後、 の処理に従って、残った買い注文800株(1,000株 - 200株)を、B証券・C証券の残余の注文数量(いずれも900株 = 1,000株 - 100株)に応じて「按分比例」する。具体的には、B証券・C証券に400株ずつ割り当てる。

なお、端数切捨ては発生していないため、 の処理はない。

以上の結果、最終発注者の株主Y、株主Zは各々500株ずつ約定する計算となる。

(約定結果)

A証券(Xの自己株式取得) 1,000株買付け	B証券(株主Y) 500株売付け
	C証券(株主Z) 500株売付け

実施予定期日

東証としては、2008年1月15日に予定する新システム稼動に合わせて、スタートすることを予定している。

なお、リリースには明記されていないが、現行のToSTNeT-2(終値取引)による自己株式取得のスキームも、引き続き利用可能とすることが予定されている。

実施されれば、自己株式取得を行う会社(特に、多数の株主が自己株式取得に売り向かうことが予想されるような場合)にとっては、買付手法の選択肢が拡大することとなる。