

# 改めて見直す不公正取引 ～ブロックオファーと相場操縦行為について



令和4年5月6日  
株式会社資本市場研究所きずな

## “ブロックオファー”の構造と課題

SMBC日興証券の“ブロックオファー”に係わる相場操縦事件で、東京地検特捜部は3月24日に同社副社長を逮捕し、3月4日に先に逮捕されていた同社幹部4名を含めた5名及び、法人としてのSMBC日興証券を金商法違反で起訴したことで、証券業界に衝撃が走った。同事件は、2021年11月2日に同社に対して証券取引等監視委員会の強制調査が入り、調査が進められていたものだが、起訴対象となったのは2019年11月から2020年10月までの“ブロックオファー”に係わる取引で、取引された株式は、小糸製作所・モスフードサービス・アズワン・ファイバーゲート・京葉銀行の5銘柄とされている。なお、その他のブロックオファーを実施した銘柄でも疑いがあることが報じられている。

このブロックオファーとは、各社によって多少呼称が異なるが、大手証券などで行う短期的な大口の株式売出し行為で、機関投資家などの纏まった売り注文を数日で他と投資家に転売する仕組みとして通常行われている取引手法である。基本的には、次の様なプロセスになる。

- ・機関投資家や大株主などの売り手が、通常の市場取引では大きく株価が下落する可能性がある大口の売却注文に関して、コンペなどを通じて取り扱う証券会社を決定する。なお、証券会社の競争要件としては、取引日終値からのディスカウント幅、所要日数、転売する投資家層などがある。

- ・証券会社は、上記で売り手と決めたディスカウント幅をベースに自社の収益部分を乗せて買い手の投資家から買い需要を集める。例えば、証券会社が売り手と決めたディスカウント幅が取引日終値の3%であれば、買い手の投資家へは取引日終値の1%ディスカウントでの取引成立を目指す。

- ・想定される取引日当日の終値に売り手が問題なければ、取引所の立会時間終了後取引が実行される。買い手の投資家がブロックオファーで買い取った株式は、翌日の取引から売却することが可能である。

ブロックオファーの構造そのものは単純だが、成立の為のポイントとしては売り手の満足できる株価水準であること、買い手の買い需要を十分に集める勧誘活動が行われることなどで、加えて仲介者として両者の売買ニーズがマッチングする為に厳格な情報管理を行う必要がある。なお、売り手が株価水準に満足できない場合、取引そのものがキャンセルされる。

SMBC日興証券は、この数年でブロックオファー取引を伸ばしてきたと言われているが、その収益性については経営者が記者会見でトレーディング収益(2021年3月期は773億円)の5%程度とコメントしている。

また同社は年間数十件のブロックオファーを消化してきたが、同業他社とのスキームの違いとして指摘されていることの一つに売却対象となる銘柄の投資家需要の調査期間の短さがあげられている。

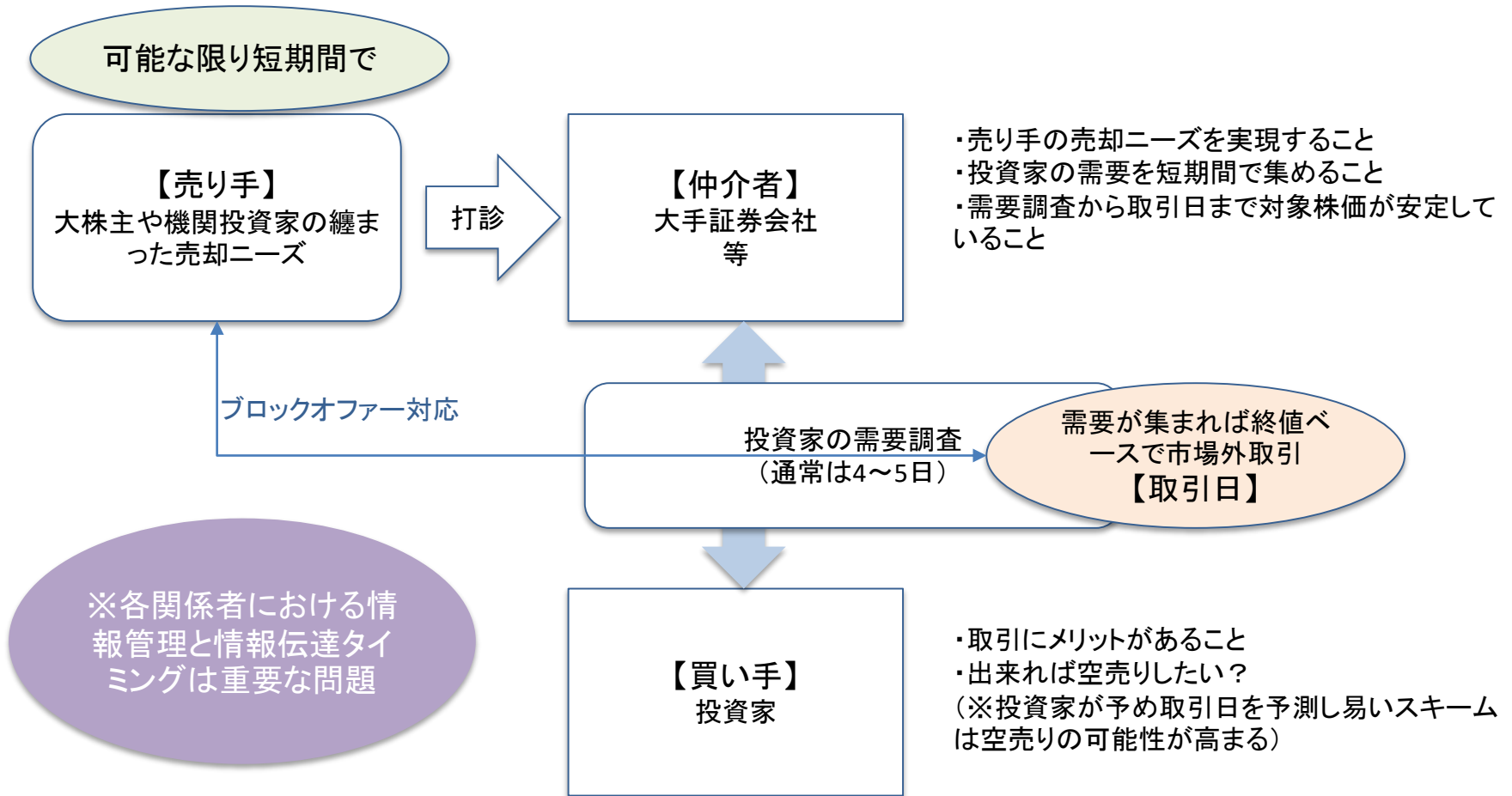
SMBC日興証券が行う投資家需要調査は1日で、他社では4~5日かけるのが普通とされている。

売り手からすれば、市場リスクを避けたいという思いが強いので、短期間で売却できることがメリットである。

一方、同社が行うブロックオファーは、1日の投資家需要の後に取引が実行されることが知れ渡っており、その為、需要の打診を受けた投資家は、翌日のブロックオファー成立を見込んで空売りを仕掛けやすい。

逆に言えば、多少の条件が悪くとも、投資家需要を集めやすい。加えて、今回の事件では通常考えられない事項として自己売買部門の終値関与があげられているが、売り手・買い手・自己売買部門間でのブロックオファー情報関与が明確になって事件が解明されることが望まれている。

# “ブロックオファー”の構造と課題



## 相場操縦行為の定義と違反動向

今回の事件で問題となった相場操縦行為について見直したい。

まず、一般的な規程として金商法157条において、有価証券の売買その他の取引又はデリバティブ取引等について不正行為が禁止されている。不正行為が行われる取引を不公正取引と定義しているが、この類型について大きく分けると、(1)風説の流布(2)相場操縦(3)内部者取引とされる。その他に証券会社が有価証券などの取引において禁止されている行為としては、損失補填の禁止・大量推奨販売の禁止・フロントランニング規制・自己計算取引による作為的相場形成の禁止などがある。

相場操縦については、市場において相場を人為的に変動させるにもかかわらず、その相場があたかも自然の需給によって形成されたものであるかのように他人を誤解させるなどによって自己の利益を図ろうとする行為としており、その主な類型は次の様なものがあり、禁止されている。

①偽装・馴合売買:同一人が権利の移転を目的とせず、同一の有価証券について同時期に同価格で売りと買いの注文を発注して売買をすることは「偽装売買」であり、複数の者があらかじめ通謀し、同一の有価証券について、ある者の売付け若しくは買付けと同時期に同価格で他人が買い付ける若しくは売り付けることを「馴合売買」とする。

②変動操作取引:他人を有価証券の売買に誘引する目的をもって、有価証券の売買が活発に行われていると誤解させ、あるいは株価を人為的に変動させるような一連の売買等を行うことは「変動操作取引」とする。

③違法な安定操作取引:企業のファイナンスなどで主幹事証券会社が政令に定める手続き等を遵守した場合には認められているが、これらに違反して、単独または他人と共同して有価証券等の相場をくぎ付けし、固定し、または安定させる目的をもって、一連の有価証券の売買等またはその委託もしくは受託をすることは違法な安定操作取引となる。

今回のSMBC日興証券の事件については、上記③に該当するとされており、相場を安定させる目的をもって、一連の有価証券売買及びその申込みをしたものとして証券取引等監視委員会は、同社を告発した。

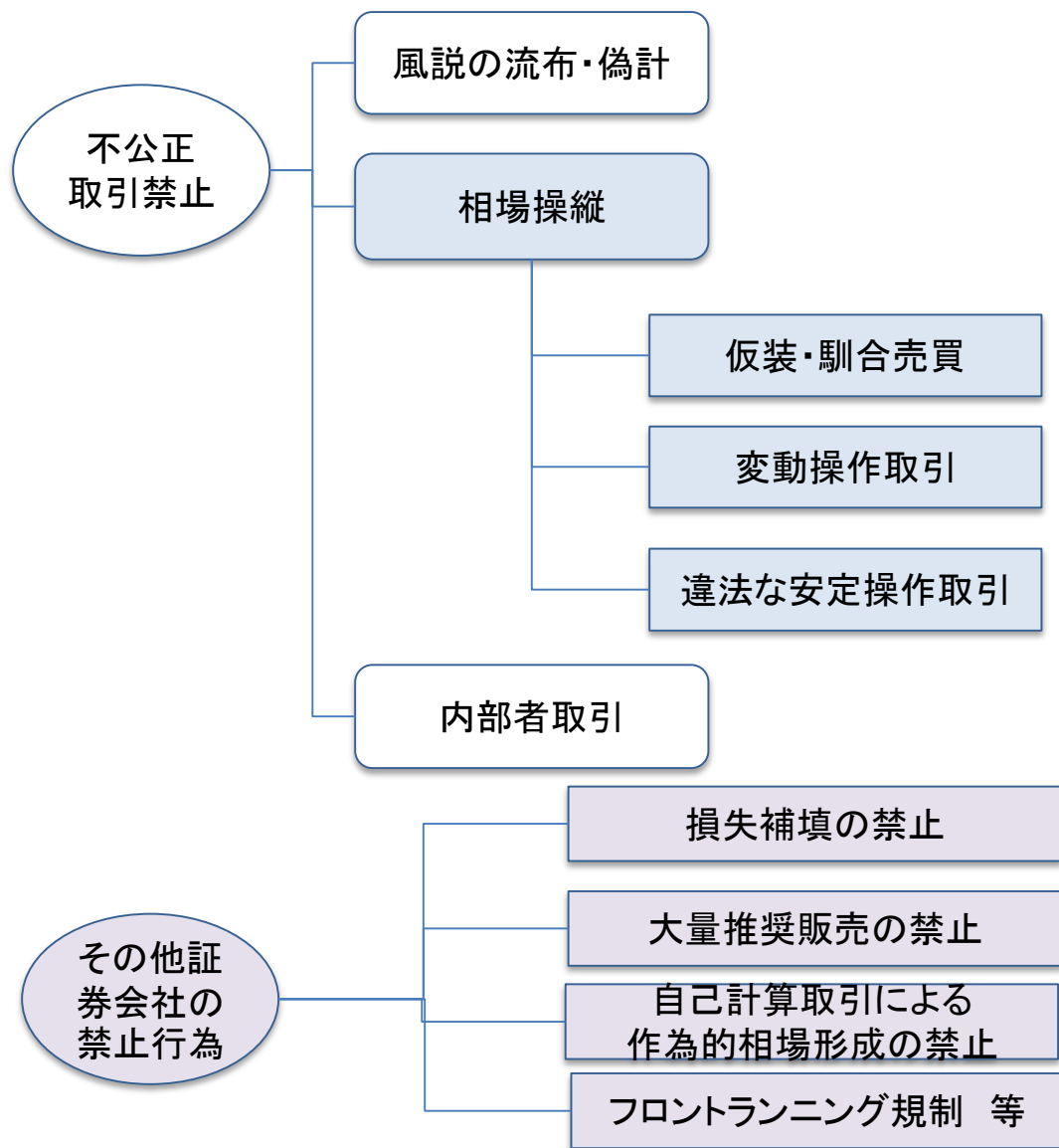
不公正取引に関する推移は、下記のグラフの通りだが、最近の相場操縦関連の事案については、他社の取引を誘因する目的の見せ玉や持続的な注文発注が引き続きあるほか、取引所取引とPTS取引を併用して持続的買い注文で株価を引き上げる手法や個別銘柄の証券CFD取引を使って見せ玉注文を多用してさや抜き行為を行ったものがある。また特異な事例としては、2020年9月に証券取引等委員会に違法な安定操作取引として初めて勧告されたさいか屋株式に係る相場操縦事案があった。

なお、証券会社が関与した不公正取引関連で問題として大きかったのは、2012年に発覚した増資インサイダー事件があったが、これは主幹事証券会社から機関投資家等に未公開の増資情報を流し、該当銘柄の空売りを促したものであった。

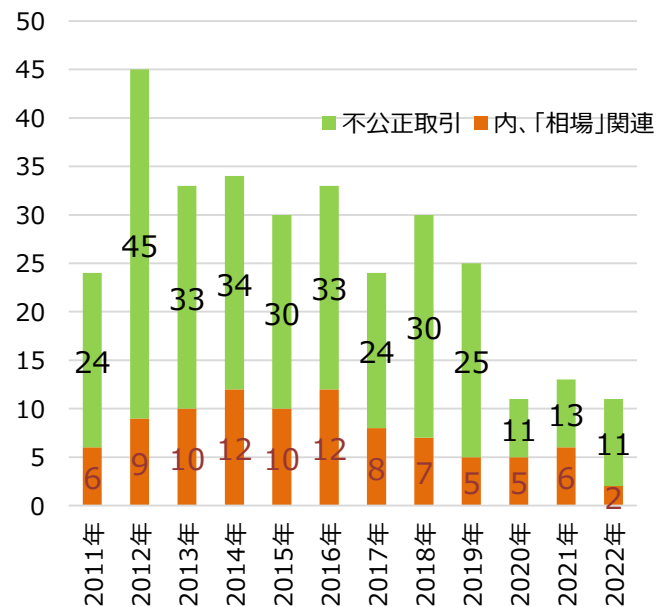
これにより金融商品取引法が改正され、情報伝達行為や

取引推奨行為もインサイダー取引規制の対象とされた。

# 不公正取引の体系と禁止行為



不公正取引関係件数と「相場」に係る不公正取引件数



※証券取引等監視委員会の公表ベース

## ブロックオファーの代替手法と牽制機能

今回の事件で問題となったブロックオファーは、大口の売却注文を証券会社が受けて、同時に投資家に転売する仕組みだが、纏まった株式を売却するその他の手法としては次の様なものがある。

### ◇DMA(ダイレクトマーケティングアクセス)利用

機関投資家や海外投資家などが、証券会社が提供するDMAを利用して、売却コストを最小限に抑えるアルゴリズムを利用して売却する方法がある。この場合、証券会社のトレーディング部門は一切関与せず取引所へ取引発注されるが、利用するアルゴリズムは不公正取引の視点から問題ないことをDMAを提供する証券会社が確認する必要がある。また、アルゴリズムの設定によっては、目的とする株数が1日で売却できず数日かかることもある。

### ◇立会外分売

通常の売買立会では売却が困難な大量の株式の売買を円滑に執行することを可能とするために取引所に設けられた制度。具体的には、前日の終値ベースにディスカウント

を決め、当日の立会時間前に一般投資家からの買い注文を集める。買い手の投資家は、証券会社に手数料を支払う必要はないが、売り手は分売を届け出た証券会社に分売手数料を支払う。また、この分売手数料の中から買い手を取り次いだ証券会社に手数料が支払われる。分売目的は、主に株式分布状況の改善などが多い。

### ◇ダークプール利用

証券会社が提供するダークプールは、取引所やPTS(私設取引システム)での取引と違って外部から注文状況が見えない。その為、大口株数の売却を行いたい機関投資家などがダークプールを利用することで売却コストを抑えることを試みるケースがある。買い手としては、証券会社の自己売買部門、ダークプールを利用する個人投資家、HFT業者などが想定される。

### ◇売出し

大株主などの纏まった株式を一般投資家に向けて売出す手法だが、引き受ける証券会社による引受審査が必要。引受審査では、対象となる企業の財務の健全性や成長力なども審査する為、企業側の協力が必要でかつ時間も



かかる。売出しの発案から取引完了まで少なくとも2か月以上は必要となっている。

ブロックオファーなどの取引は、ごく短期的にかつ情報を一般には開示しないで行う売出し行為に近いが、売買形態は、証券会社が一旦売り手から買い取って、同時に投資ニーズ発掘の為に声をかけた特定の投資家に売却する相対取引の仕組みとなっている。

通常的一般投資家を勧誘する時に必要な引受審査はないし、これ自体はToSTNeT取引の中で同一の証券会社により対当されるので、普通の売買審査の対象取引とは異なる。しかし、大口の売却ニーズが先行するので、各情報の取扱いについては、証券会社としては次の様な留意すべき事項がある。

①売り手から大口株数の売却ニーズを聞いた時、当該情報が他証券会社とのコンペなどでどの範囲まで広まっているか確認するとともに、自社内においても情報管理を厳格に行う必要がある。特に自己売買を行う部門と投資家に需要を打診する部門の情報隔離は必須となる。

②需要を打診する投資家に対して、当該銘柄の空売りは行わないことを表明してもらう必要がある。

③需要を打診する投資家への牽制機能は重要で、株価が下落した場合、売り手の売却ニーズが取り消される可能性があることや、ブロックオファー実行日が確定していないことも必要な買い手投資家への牽制となる。

# 纏まった株式を売却する手法

## 纏まった株式を 売却する手法

DMA利用

売り手が直接取引所に発注するので、証券会社からみて注文状況が分からない。

立会外分売

大量の株式の売買を円滑に執行することを可能とするために取引所に設けられた制度

ダークプール利用

外部からみて注文状況がわからない。  
買い手は、証券会社自己売買部門、個人投資家、HFT業者等

売出し

証券会社による引受審査が必要  
発案から決済までの期間は2ヵ月以上

ブロックオファー

非公開の売出し行為。取り扱う証券会社が、売り手・買い手の其々の相手方となる

売り手

仲介業者をコンペで選定する際は、個別銘柄に関する情報管理が必要。また、株価水準が合わなければキャンセル可能

買い手

需要をヒアリングされた場合、空売りしないとの表明が必要(他証券での取引を含め)

## 事件が及ぼす影響について

今回の事件が、証券会社の市場仲介機能に及ぼす影響について考えてみたい。

先ず通常の売出しにおいては、引受審査とともに売買審査・売買管理も幹事証券会社では行われる。株価形成に問題の無い事を確認し、投資家の需要調査を行うブックビルディング期間などでは幹事証券会社として株価に影響を与えない様に自己売買部門の取引が制限される。

疑似売出しとなるブロックオファーなどにおいても、特に投資家需要をヒアリングする間は、株価への影響を排除する為に自己売買部門の取引は原則として行わないのが業界の主流となる考え方だ。但し、現状ではブロックオファー期間中の自己売買を禁止する自主規制はない。

次に売買管理部門の機能についてだが、株価形成上、問題のある事項の発生や重要な情報取得の場合、自己売買取引を停止する権限が必要で、今回の事件においては、SMBC日興証券の売買管理部門が相場操縦の疑いを指摘したとされているにも関わらず、自己売買部門の取引

が停止されていないことに業界はある種の驚きをもって見ている。

なお、不公正取引を防ぎ市場の公正性を確保していくためには各証券会社で行われている売買審査以外に、取引所においても売買審査を行っているが、最近は次の様な状況になっている。

JPX 自主規制法人は、不公正取引の再発防止又は未然防止の観点から、必要に応じ、取引所規則等に基づき、取引参加者の証券会社に対して処分の内容の決定や注意喚起等の措置を行っており、2020年度については注意喚起措置案件はなかったものの、将来的に違反行為につながる可能性があると考えられる場合には行われる証券会社への実態説明は389件あった。(JPX 自主規制法人の年次報告2021より。2019年度の実態説明は412件)

証券会社は、資本市場の仲介者として重要な役割を担っているが、公正で透明性の高い市場運営の為には取引情報や市場の需給関係に大きな影響を与える情報などの管理について強い自律機能が求められている。

例えば、上場企業のM&Aに係わる情報、増資などに係わる情報などが社内の担当部署から漏洩しない仕組みが必要なのは当然だが、市場制度などの変更に関する未公表の情報の扱いも問題となった事例もあった。

一方、市場機能や取引技術の進歩によるHFT(超高頻度取引)やダークプール・PTSなどが複合的に利用されるようになっており、SOR(スマート・オーダー・ルーティング)などの個人投資家利用を想定して、最良執行義務の見直しも行われたところである。

この様な中で、今回の事件で明確になった問題点として、自己取引に係わる取引と顧客取引の情報が完全に隔離されていないこと、売買管理の機能が自己取引の強制停止まで及んでいないこと、売買管理部門に大口取引に関する情報が適時に集約されていないことなどだが、今後、事件の解明がされた後、業界全体で自主規制ルールの厳格化が検討される可能性もある。

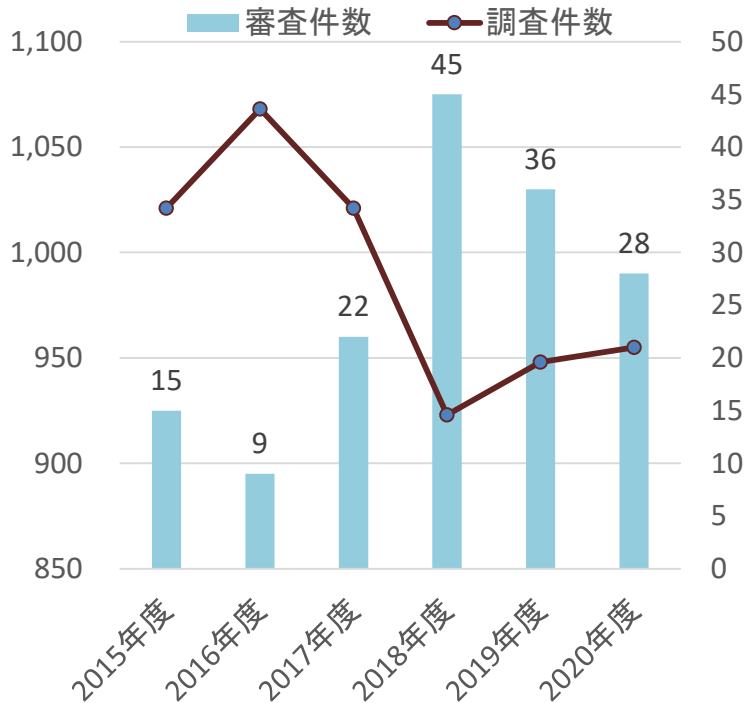
一方、大口の売買需要をスピーディーにマッチングしていく証券会社の機能も重要で、HFT取引の動向を把握し、纏まった売却ニーズに対して迅速に買いニーズを予測する

様なデータ分析も今後行われていくかも知れない。情報の非対称に頼らず、金融情報産業として進化する証券会社のビジネスモデルに期待したい。

# 今後の証券会社の市場仲介機能について

証券会社による大口需要のマッチング機能は重要だが、ブロックオファーなどは今後自主規制ルール強化か？

## JPX自主規制法人による相場操縦の調査・審査



※「調査」:問題のありそうな事案をふるいにかけるレベル  
 ※「審査」:「調査」の結果、問題がありそうだと判断された事案について、詳細な分析を行うレベル

※JPX 自主規制法人の年次報告より

