

# 基礎研 レター

## SMBC 日興事件、何が問題？ ブロックオファーと安定操作取引

保険研究部 常務取締役研究理事 松澤 登  
(03)3512-1866 matuzawa@nli-research.co.jp

### 1—はじめに

SMBC 日興証券株式会社（以下、SMBC 日興）の相場操縦（安定操作）被疑事件では、2022 年 3 月 4 日に SMBC 日興の社員が東京地検に逮捕されたことから社会に知られるようになった。その後、証券取引等監視委員会から SMBC 日興およびその社員の告発が行われ、同年 4 月 13 日、東京地検が公訴の提起を行った。

他方、SMBC 日興は社員逮捕日当日である 3 月 4 日に調査委員会を立ち上げて事実調査を行い、さる 6 月 24 日に「調査報告書（開示版）（以下、報告書）」を公表した<sup>1</sup>。本稿ではこの報告書を手掛かりに解説を行いたい。というのも、大株主の株式売却（ブロックオファー取引）、相場操縦あるいは安定操作といった聞きなれない単語が並ぶため、なかなか理解しにくい面があるためである。以下ではブロックオファー、相場操縦（安定操作）の順で説明を行う。なお、本稿は訴訟係属中の事件を取り扱うものであるため、断定的な表現は避けることとする。

### 2—大株主の株式売却の方法

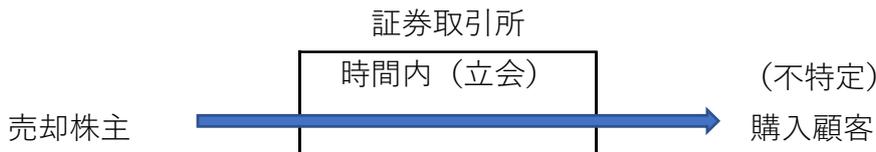
#### 1 | 証券取引所での立会時間内の売却

大株主（売却株主）が自分の保有する株式を売却したいとする。この場合に最も簡単な方法は、金融商品取引所（以下、証券取引所）で立会時間内に売り注文を出すことである（図表 1）。一般的にいうところの市場売却である（図表 1）。ただ、この意味での市場売却の場合、株価がその時々需給により変動するため、大量の売り注文が出ることで、株価が一気に下落してしまう。ちなみに、上場株式を証券取引所で売却する場合において、発行会社その他の関係者に開示は求められないのが原則である<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> [https://www.smbcnikko.co.jp/news/release/2022/pdf/220624\\_02.pdf](https://www.smbcnikko.co.jp/news/release/2022/pdf/220624_02.pdf) 参照。

<sup>2</sup> 本文にも若干記載しているが、有価証券の売り出し、すなわち売り付けの申込みまたは買い付けの申込みの勧誘には金融商品取引法により（売却株主ではなく）発行会社の届出・開示が必要となるのが原則である（金商法 4 条）が、証券取引所

【図表 1】証券取引所での売却

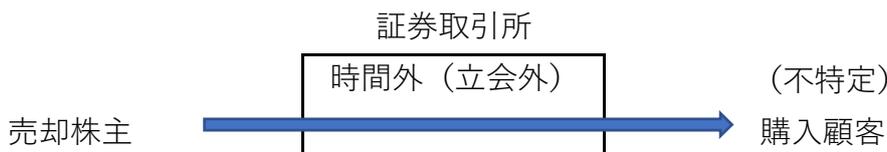


なお、市場外での売却も考えられなくはないが、この場合、売却株主が特定の機関投資家に相対で売却する、あるいは勧誘を 50 名未満に限定するなどの例外に該当しない限り、金融商品取引法上の株式の「売出し」に該当する（法 2 条 4 項）ため、発行会社による届出（上場株式の場合は有価証券通知書（法 4 条 1 項 3 号、同条 6 項）と、目論見書の交付（法 13 条 1 項）とが必要となるため、市場での立会時間内の売却を避けるためには、下記 2 | 以降の方法で売却されるのが通例である（脚注 2 参照）。

## 2 | 立会外分売

大量売却による株価下落を防ぐため、立会外（時間外）に、売却当日の終値から一定のディスカウントをした固定価格で売却株主から売却することが行われる。これにはイ) 立会外分売と、今回問題となった、ロ) ブロックオファーがある。いずれも株式を小分けにして売却を行うものである。このうち、イ) 立会外分売<sup>3</sup>は売却株主から不特定多数に対して売却をするものである。立会外分売の取引形態としては、証券取引所（時間外の取引システムである ToSTNeT を利用）を通じた売却株主と購入顧客との売買になる（図表 2）。証券取引所を通じた市場売却の一種であるため、発行会社による法律上の開示義務はない。ただし、東証業務規程によって証券会社からの届出と、届出に基づく証券取引所による一定の開示等が行われる（42 条～47 条）。

【図表 2】立会外分売



## 3 | ブロックオファー

上記、ロ)のブロックオファー<sup>4</sup>は特定の購入顧客相手に行われる（非公開）もので、売却株主から証券会社自己勘定への取引と、同じく自己勘定から購入顧客への売却とで構成される（図表 3）。そしてこれらの取引が立会外取引（＝証券取引所での売却（ToSTNeT を利用））で行われている。つまり形式上はあくまで金商法の開示規制の及ばない証券取引所を通じた市場取引の一種だとして取り扱われている。そして、さらにブロッ

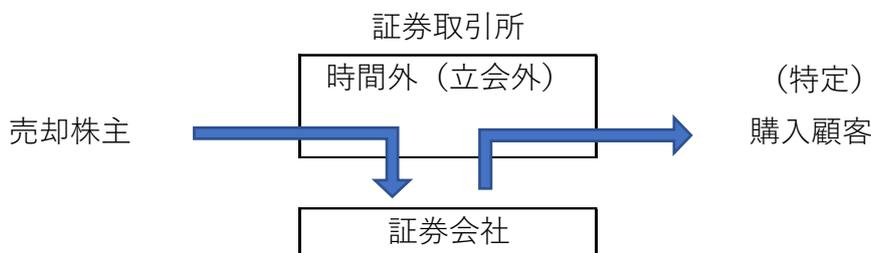
での取引等一定の場合については開示を除外する規定がある（令 1 条の 7 の 3 第 1 号）。なお、株式の大量保有者の保有割合が 1%以上増減した際には、事後的に変更報告書の提出義務がある（法 27 条の 25 第 1 項）。

<sup>3</sup> [https://www.rakuten-sec.co.jp/web/domestic/off\\_auction/](https://www.rakuten-sec.co.jp/web/domestic/off_auction/) 参照

<sup>4</sup> <https://www.ifinance.ne.jp/glossary/stock/sto013.html> 参照

クオファーは上記業務規定の立会外分売にも該当しないことから、SMBC 日興では開示を一切行ってはいなかった<sup>5</sup>。証券会社が売却株主から購入するにあたっては、執行日終値からの所定のディスカウント率(仮に5%)を支払い、他方、購入顧客への売却にあたっては執行日終値から所定のディスカウント率(仮に2%)を受領する。この差分が証券会社の利益である。

【図表 3】 ブロックオファー



### 3—本件の問題点

#### 1 | 空売りが生ずる懸念

ブロックオファーは、執行日の2日前までに証券会社と売却株主の間でブロックオファーの契約を締結する。この契約の中でブロックオファーのディスカウント率や執行日が定められる。そして執行日の前日に証券会社から購入顧客に案件告知され、執行日(=案件告知翌日)に証券会社から購入顧客に売却される。

上述の通り、一般開示はされないが、執行日大引け後<sup>6</sup>にブロックオファーが行われることが、多くの顧客に告知されるため、執行日の立会時間中に空売りが生ずる懸念がある<sup>7</sup>。空売りが生ずると株価が下落し、ブロックオファーを実施する基準の価格が下落することになる。

仮に、オファーを受けた顧客が、立会時間内に比較的高い価格(たとえば一株500円)で空売りし、空売りによって下落した安い終値の価格で株式を取得する(たとえば一株400円)したとする。この場合は、高く売ってから安く購入するため、確実に利益を得ることができる。

しかし、このような取引によって株価が立会時間内に下落すると、売却する大株主の利益が減少し、思ったような価格で売却できなかった大株主からの信用失墜につながる<sup>8</sup>。そして報告書によれば、実際にブロックオファーがキャンセルされた案件を除き、SMBC 日興は相場の大引け直前又は大引けでの買い注文を入れているとされている(図表4)<sup>9</sup>。

<sup>5</sup> 報告書 P31～P33 参照。

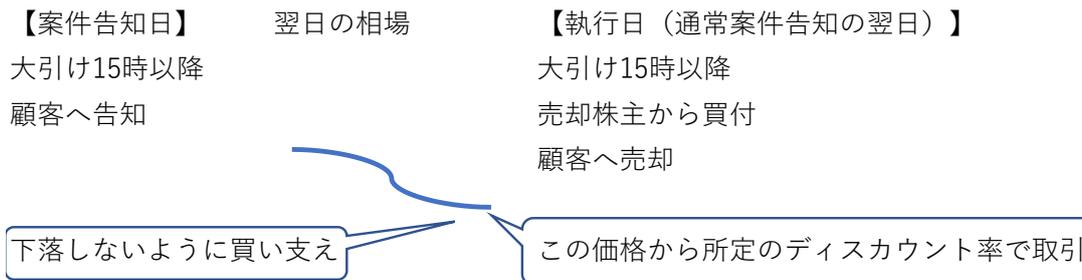
<sup>6</sup> 報告書によれば本来は予告日から1～3営業日の間で行われるとされているが、慣例的に翌営業日が執行日になっていたとのことである(報告書 P117)。

<sup>7</sup> 報告書によれば、購入顧客に対して SMBC 日興での空売りには制限があるが、他の証券会社経由の空売りは防げない(報告書 P117)。

<sup>8</sup> 報告書 P133

<sup>9</sup> 報告書 P50～P109、P132

【図表 4】可能性としての「ブロックオファー執行日（＝案件告知日翌日）の買い支え」



そして、調査対象となった 10 件（うち 1 件は途中でキャンセル）では取引時間終了時に向けて買い注文を出したことに関して、市場価格が大幅に下落することを避けようとした「意図・目的があった可能性を否定できない」<sup>10</sup>とみられている。

## 2 | 相場操縦(安定操作)禁止違反と本件との関係

次に、このように株価維持を行うことの問題性である。株価に人工的な操作を加えることは禁止されており、具体的な規制としては相場操縦の禁止規定がある（金商法 159 条）。相場操縦の禁止とは、市場における公正な価格形成を阻害する結果をもたらす行為を禁止するものと説明されている<sup>11</sup>。簡単に言えば、株式を売買する人にとって、自然に形成されるはずの価格よりも高い購入、あるいは安い売却となることを防止するための規制である。

相場操縦には大きく分けると、(1)偽装取引・馴れ合い取引（同条 1 項）、(2)繁盛操作・変動操作による現実取引（同条 2 項 1 号）、(3)変動操作に関する情報流布・虚偽等表示（同項 2 号、3 号）、(4)違法<sup>12</sup>な安定操作取引の 4 つに分けられる（同条 3 項）。個別の行為類型の目的と行為で構成要件が定められている。具体的には図表 5 の通りである。

【図表 5】相場操縦の禁止行為

	目的	行為
(1)偽装 売買等	取引が繁盛に行われている等取引の状況に関して他人に誤解をさせること	権利の移転を目的としない自己売買または他人と通謀して同価格での取引
(2)現物 取引	有価証券売買等の取引を誘引すること	取引が繁盛していると誤解させ、または相場を変動させるべき一連の売買等
(3)情報の 流布	有価証券売買等の取引を誘引すること	操作によって価格が変動すべき旨、又は虚偽あるいは誤解を招くべき情報を流布
(4)安定 操作	市場における相場をくぎ付けし、固定し、または安定させること	一連の有価証券売買等

<sup>10</sup> 報告書 P110、P132

<sup>11</sup> 松尾直彦「金融商品取引法（第 6 版）」（商事法務 2021 年）p602 参照

<sup>12</sup> 開示等一定の手続を行うことで合法的に安定操作を行う方法が定められているが、本件には当てはまらない。

本件では価格の安定にかかわるものであることから、上記の(4)の違法な安定操作取引との関係が問題となる。この点、報告書では『安定操作取引』に該当するか否かはともかく、人為的に価格形成をしたとの疑いを抱かせるような行為であったと認めざるを得ない<sup>13)</sup>とする。報告書では違法であるとの認定はしなかったものの取引として不適切であったと結論付けた。

#### 4—おわりに

ブロックオファーが行われることを知って空売りをすること自体も、法定開示が要求されていない(=証券会社の特定顧客以外は知らない)情報を基に売買されているものであって、違法ではないにせよ適切な取引とは言にくい<sup>14)</sup>。そしてこのような空売りが行われる相場動向を踏まえて、報告書で相場を安定させる市場での買い付けが行われた「意図・目的は否定できない」(上述報告書)とされているものである。したがって仮に裁判でも SMBC 日興の行為が不適切(あるいは違法)であるとの認定がなされるのであれば、このような行為が行われる原因となったであろう、そもそものブロックオファーの仕組み自体になんらか規制を設けるといった改善策が求められるのではないだろうか。

---

<sup>13)</sup> 報告書 P132

<sup>14)</sup> SMBC 日興のチェックリストでも執行日当日に空売りをした顧客はブロックオファーでの買い付けができない旨を顧客に説明することとされている(報告書 P117)。