

決 定 要 旨

被 審 人 (住所) 香港
(Hong Kong)
(名称) アレイオン・アセット・マネジメント・カンパニー・リミテ
ッド
(Areion Asset Management Company Limited)

上記被審人に対する平成26年度(判)第33号金融商品取引法違反審判事件について、金融商品取引法(以下「法」という。)第185条の6の規定により審判長審判官山下真、審判官城處琢也、同中馬慎子から提出された決定案に基づき、法第185条の7第1項の規定により、下記のとおり決定する。

記

1 主文

被審人に対し、次のとおり課徴金を国庫に納付することを命ずる。

- (1) 納付すべき課徴金の額 金6億8424万円
- (2) 課徴金の納付期限 平成30年8月13日

2 事実及び理由

別紙のとおり

平成30年6月11日

金融庁長官 森 信 親

(別紙)

(課徴金に係る法第178条第1項各号に掲げる事実(以下「違反事実」という。))

被審人は、香港に本店を置くリミテッド・カンパニーであり、ケイマン籍ユニット・トラストのハレイオン・ファンド(Hareion Fund。以下「ハレイオン・ファンド」という。)の受託者であるオジエ・トラスティーズ(ケイマン)・リミテッド(Ogier Trustees (Cayman) Limited。以下「オジエ・トラスティーズ(ケイマン)・リミテッド」という。)及びインベストメント・マネージャーであるジリオン・キャピタル・リミテッド(Zillion Capital Limited。以下「ジリオン・キャピタル・リミテッド」という。)との間で締結したインベストメント・アドバイザリー契約に基づき、ハレイオン・ファンドに出資された資産の運用権限を有していた。

被審人の役員であるAらは、被審人の業務に関し、東京証券取引所市場第一部に上場されている日東電工株式会社の株式(以下「本件株式」という。)につき、同株式の売買を誘引する目的をもって、別紙1記載のとおり、平成25年9月25日午後2時59分30秒から同日午後3時までの間(以下「本件期間」という。)、東京都中央区日本橋兜町2番1号所在の株式会社東京証券取引所(以下「東証」という。)において、B証券株式会社、C証券株式会社及びD証券株式会社を介し、成行又は直前約定値より高指値で大量の買い注文を連続して発注して株価を引き上げたり、下値に大量の買い注文を発注するなどの方法により、本件株式合計788万6900株を買い付けるとともに、本件株式合計131万1200株の買い付けの委託を行い、もって被審人の役員等であるA、E、F及びGの同年9月度におけるハレイオン・ファンドへの出資割合である7.25パーセント相当については自己の計算において、それ以外については自己以外の者であるハレイオン・ファンドへの出資者の計算において、本件株式の売買等が繁盛であると誤解させ、かつ、同市場における本件株式の相場を変動させるべき一連の売買及び委託をした。

(違反事実認定の補足説明)

第1 争点

被審人は、違反事実に対する主張として、違反事実に掲げる取引(以下「本件取引」という。)につき、他の投資者の売買を誘引する目的はなかったとの主張を中心に、法第159条第2項第1号の相場操縦行為に該当しないと主張するから、違反事実の認定につき補足して説明する。

第2 前提となる事実(各事実は、掲記の証拠等によって認められる。)

1 当事者について

(1) 被審人及びハレイオン・ファンド等

被審人は、香港に本店を置き、香港法に基づき設立されたりミテッド・カンパニーである。

ハレイオン・ファンドは、ケイマン諸島に本店を置き、ケイマン諸島法に基づき設立されたエグゼンプテッド・トラスト（投資信託の一種）である。

被審人は、オジエ・トラスティーズ（ケイマン）・リミテッド（ハレイオン・ファンドの受託者）及びジリオン・キャピタル・リミテッド（インベストメント・マネージャー）との間でインベストメント・アドバイザー契約を締結し、ハレイオン・ファンドに出資された資産の運用権限を有していた。

(2) A等

Aは、平成13年以来、H証券株式会社等における勤務を経て、本件当時、被審人の役員であった。

本件当時、ハレイオン・ファンドの受益者であり、かつ、被審人の役員等である者として、A、E、F及びGの4名がおり、これら4名の平成25年9月度におけるハレイオン・ファンドへの出資割合は、7.25パーセントであった。

2 本件株式に係る日経平均株価の構成銘柄への組入れ

(1) 本件に係る日経平均株価の構成銘柄の入替えについて

平成25年9月6日（以下、年及び月の記載のない日付は平成25年9月の日付を指す。）の大引け後、株式会社日本経済新聞社は、本件株式を含めた2銘柄を「日経平均株価」の構成銘柄として組み入れる一方、これまで組み入れられていた2銘柄を構成銘柄から除外することを公表した。

(2) 日経平均株価の構成銘柄の入替えについて

日経平均株価とは、株式会社日本経済新聞社が、東京証券取引所市場第一部に上場する銘柄のうち225銘柄を選定し、その株価を使って算出・公表する株価平均型の指数をいう。

日経平均株価の構成銘柄は、毎年10月初めに定期見直しがされ、入れ替えられることがある。

インデックスファンド（市場平均などに代表される指数に連動した運用を目指す投資信託）のうち、投資指標として日経平均株価を採用するもの（以下「日経平均インデックスファンド」という。）においては、日経平均株価の構成銘柄でポートフォリオ（金融商品の組み合わせ）が構成されることから、日経平均株価の構成銘柄変更に伴い、ファンドの投資対象に組み入れるために採用銘柄の買付けが行われる。

また、日経平均インデックスファンドの運用は、トラッキングエラー（対象とする指数の騰落率と、当日の終値ベースで算出されるファンド1口あたりの純資産価額であるファンドの基準価額の騰落率の乖離）が最小になるように調整しながら行われることから、トラッキングエラーを最小化するために、日経

平均株価の構成銘柄変更に伴う採用銘柄の買付けの際にも、基準価額算定の対象となる終値に近い値段での買付けが要請され、その結果、採用銘柄の買付けは、大引け時付近に集中し、これに対応する大量の売付けも準備される。

このような観点から、日経平均インデックスファンドは、証券会社等との間で、大引け後の引値（終値）で採用銘柄の売買を行うことを契約し、立会時間終了後に立会外で約定する取引を行うことにより、トラッキングエラーの発生を防いでいる。

3 本件取引に至る経緯

(1) 9日から24日までの本件株式の取引状況等

9日から24日にかけて、被審人は、本件株式を、およそ100回に分けて、ほぼ毎取引日、1日あたり、多い日で約120万株の買い注文を発注するなどして買い付けた。これらの注文は、概ね直前約定値と同値又は10円の高指値で行われ、もっとも高い指値で、直前約定値より30円高であった。

また、被審人は、本件株式を、6日、10日、12日及び24日に、合計約17万株売り付けた。

本件取引前日の24日時点における、被審人の本件株式の保有株残高は35万2900株であった。

24日における本件株式の終値は、前日より140円高の6540円であり、出来高は542万2500株であった。

(2) 引値保証取引の合意成立状況

ア 24日午後5時頃から25日午後零時半頃までの間、被審人は、I証券株式会社、J証券株式会社及びK証券株式会社との間で、以下の(ア)ないし(ウ)のとおり、本件株式合計1379万2000株を、同日の引値（終値）で同社らに売り渡すという内容で引値保証取引の合意をした。

(ア) I証券株式会社

820万1000株（25日午前11時27分までに合意）

(イ) J証券株式会社

488万8000株（25日午後零時18分までに合意）

(ウ) K証券株式会社

70万3000株（25日午前10時56分までに合意）

イ その後、被審人は、25日午後零時半から同日午後2時41分までの間に、順次、I証券株式会社、K証券株式会社、D証券株式会社及びL証券株式会社との間で、以下の(ア)ないし(エ)のとおり、上記アと同様の売渡条件で合計138万1000株を積み増す旨の引値保証取引の合意をした（以下、この各引値保証取引と上記アの各引値保証取引をあわせて「本件引値保証

取引」という。)

(ア) I証券株式会社

62万9000株(25日午後2時36分までに合意)

(イ) K証券株式会社

40万株(25日午後2時41分までに合意)

(ウ) D証券株式会社

30万株(25日午後零時54分までに合意)

(エ) L証券株式会社

5万2000株(25日午後1時57分までに合意)

ウ 本件引値保証取引により、被審人が同取引を履行する上で必要となる本件株式数は、1517万3000株となった。

(3) 取引制限の解除等

ア B証券株式会社

24日、Aは、被審人の受託証券会社であるB証券株式会社の担当者に依頼し、以下(ア)ないし(ウ)のとおり、同社が設定している発注制限の変更や解除をさせた。

(ア) 被審人の一日の日本株の合計発注金額の上限を600億円から2000億円に変更させる。

(イ) アルゴリズム取引に係る一発注あたりの上限金額を2億円から100億円に変更させる。

(ウ) 一発注に係る数量が過去21日間の平均出来高の30パーセントを超える数量の注文を執行しないとの制限を解除させる。

イ C証券株式会社

同日、被審人は、C証券株式会社のセールス・トレーダーと話し合い、DMA(Direct Market Accessの略。証券会社が機関投資家などに提供する市場直通の電子取引の発注システムのこと)及びアルゴリズム取引に係る一発注ごとの金額制限を10億円から75億円に変更させた。

(4) 事前発注行為

ア 25日午前9時1分13秒頃、Aは、B証券株式会社の担当者であるMに電話し、事前発注する本件株式の執行開始時刻を大引けである午後3時の15秒前である午後2時59分45秒からとする意向を示した。

イ 25日午後零時17分頃から午後2時49分頃までの間にかけて、Aは、B証券株式会社に対し、22回にわたり、執行開始時間を指定し、買付け方法としてTWAP(大口注文を均等に分割して均等時間間隔で執行するアル

ゴリズム。)又はVWAP(過去の平均的な日中出来高分布に応じた割合で分割し執行するアルゴリズム。)を用い、分割回数を6回又は8回と指定した上、本件株式につき合計471万2000株の買い注文を送信した(以下「本件事前注文」という)。本件事前注文の1回あたりの注文株数は概ね10万株から40万株、執行開始時間は22回中17回が25日午後2時59分から大引けまでの間であって、本件期間中の執行を指定するものは15回であった。

(5) 25日における本件株式の取引状況等(午後2時59分30秒に至るまで)

25日午後2時59分30秒時点に至るまでに、被審人は、本件株式につき市場内で3万株を売り付ける一方、市場内で合計283万1800株を、市場外で2500株をそれぞれ買い付け、その結果、同時点で本件株式を632万7200株保有する状況になった。

4 本件取引の概要

被審人は、前記3(4)のとおりの本件事前注文を含み、本件期間において、B証券株式会社、C証券株式会社及びD証券株式会社を介して、118回にわたり、合計919万8100株の買い注文を発注した。

本件期間中に約定した本件株式数は1120万3200株であったところ、被審人はそのうち788万6900株分を約定させており、本件期間における被審人の買付関与率は約70.4パーセントであった。

118回の上記買い注文のうち、成行の注文が105回、高指値の注文が12回であった。

同日の大引けの時点で、被審人の本件株式の保有数は、1421万4100株となった。

5 本件取引後の状況

被審人は、本件株式を、本件引値保証取引を締結した各証券会社に売り渡し、合計で100億円を超える売買益を得た。

6 東証自主規制法人の引値保証取引等に関するガイドライン

平成20年6月20日付けの、東証自主規制法人(平成26年、日本取引所自主規制法人に名称変更。以下「自主規制法人」という。)による引値保証取引等に関するガイドラインには、下記の記載がある。

記

このガイドラインは、いわゆる引値保証取引等、顧客からの注文を受けた金融商品取引業者が、価格変動リスクを回避するため、とりわけ立会終了接近時に、いわゆる事前ヘッジ(当該取引に係る売買を成立させる前に行う、自己の計算における当該売買に係る有価証券を手当てするために買付けをする行為又は当該有価証券と同一銘柄の有価証券の売付けをする行為。)を行うこととなる取引に

ついて、相場操縦的行為等の規定の趣旨に反しないで取引等を行うことができるよう、こうした取引等の執行に際しての留意事項や、相場操縦的行為等のおそれのある行為の有無の調査に関し、当法人が主に注視している行為形態等を取りまとめたものです。(中略)

引値保証取引等を受けた金融商品取引業者が行ういわゆる事前ヘッジは、事前ヘッジとして執行した買付け(売付け)の平均価格が終値よりも低い(高い)場合には、終値との差がディーリング益になるなど、金融商品取引業者に、終値を意図的に操作しようとするインセンティブが働く可能性もあると考えられます。

また、事前ヘッジの過程で、特に立会終了時にかけて、多量の買付け(売付け)が行われた場合には、マーケットの価格、とりわけ資産評価等、広く公定相場として利用されている終値に大きな影響を与えてしまうおそれがあり、広く他の投資者に誤解を生じさせる可能性があるとともに、価格を意図したものとみなされかねないこともあると考えられます。(中略)

当法人は、引値保証取引等に係る事前ヘッジが、相場操縦規制等に抵触するかどうか調査する場合には、主に次の行為形態を注視しております。

(「買上がり(売下がり)」の欄) 午後立会終了前15分以内に、直前の約定価格又は気配価格を上回る(下回る)価格での買付け(売付け)注文や成行注文の発注を反復継続して行っていないか。

(「立会終了接近時におけるヘッジ数量等」の欄) 午後立会(中略)終了前15分以内における事前ヘッジの数量が、当該銘柄の流動性に比較して、過大なものとなっていないか。

価格形成へのインパクトを大きくするため、執行のタイミングを意図的に遅らせるような行為がなされていないか。

(「終値形成への関与」の欄) 立会終了時の流動性に比して価格形成に過度な影響を与えるような数量や価格での発注を行っていないか。

(「事前ヘッジの総数量」の欄) 立会取引を通じた事前ヘッジを必要とする数量を超えて、取引しているようなことはないか(いわゆるオーバー・ヘッジ)。

第3 相場操縦行為該当性について

1 本件取引の態様

本件取引の態様を子細に見ると以下のとおり指摘できる。

(1) 25日午後2時59分30秒から43秒までの発注

被審人は本件株式につき、30秒289に直前約定値より300円高い指値で(指値7000円・別紙2場帳の通番87。以下「通番」という場合には、別紙2場帳の通番をいう。)、32秒848及び36秒178には350円高い指値で(同7050円・通番229、同7100円・通番414)、3

9秒808には450円高い指値で(同7200円・通番517)、41秒640には640円高い指値で(同7400円・通番629)、C証券株式会社を通じ各30万株の買い注文を発注するとともに、約13秒間のうちに22回の成行による買い注文を発し(1回あたりの発注株数は1万株から6万7千株)、それぞれ他の投資家による売り注文と全株約定させた。

このような被審人の発注した買い注文の約定により、30秒289(約定値6720円・通番92、同6730円・通番151)、32秒848(同6740円・通番252)、36秒178(同6760円・通番445)、39秒808(同6770円・通番527、同6780円・通番549)、40秒014(同6790円・通番589)、41秒640(同6800円・通番641)の各時点で、約定値が当日のその時点までの最も高い値となった。

(2) 25日午後2時59分44秒から52秒までの発注

被審人は本件株式につき、44秒905(通番826)、45秒834(通番951)、47秒632(通番992)、48秒597(通番1178)、49秒841(通番1334)、50秒847(通番1393)及び51秒918(通番1593)に、いずれもC証券株式会社を介して直前約定値より高い(通番826につき520円、通番951につき550円、通番992につき440円、通番1178につき400円、通番1334につき320円、通番1393につき310円、通番1593につき120円)、7300円の指値での買い注文を発注するとともに、約8秒間のうちに26回の成行による買い注文を発注し(1回あたりの発注株数は1万株から30万株)、それぞれ他の投資家による売り注文と全株約定させた。

このような被審人の買い注文は、44秒905(約定値6810円・通番841)から52秒365(約定値7450円・通番1800)にかけて、概ね、直前約定値より10円ないし30円高く、それぞれ当日のその時点までの最も高い値で約定した(被審人の買い注文が約定することにより直前約定値より10円高くなったのは、通番841、860、872、888、907、979、999、1007、1025、1066、1183、1189、1199、1211、1221、1300、1309、1319、1348、1393、1486、1489、1492、1496、1501、1509、1511、1512、1516、1524、1559、1560、1566、1574、1575、1582、1597、1610、1671、1672、1677、1679、1685、1698、1705、1711、1741、1743、1745、1755における約定であり、直前約定値より20円高くなったのは、通番1567、1699、1746、1749、1759、1800における

約定であり、30円高くなったのは通番1799における約定である。)ほか、高値を維持させるなどした(通番880、900、919、992、1038、1047、1049、1101、1334、1374、1378、1519、1554、1572)。

(3) 25日午後2時59分53秒から57秒034までの発注

被審人は本件株式につき、約4秒間のうちに13回の成行による買い注文を発し(1回あたりの発注株数は1万株から30万株)、それぞれ他の投資家による売り注文と約定させた。

こうした被審人の買い注文が約定することにより、54秒015(同7460円から7500円まで10円ごと・通番1818ないし1824)、54秒566(同7520円から7540円まで10円ごと・通番1873ないし1887)の各時点で、約定値が当日のその時点までの最も高い値となった。

また、被審人は53秒646(通番1805)にもC証券株式会社を介して、7300円の指値での買い注文を20万株発注しているところ、同注文の一部は大引け時にも約定せずに残った(通番1807、1808及び1983参照)。

(4) 25日午後2時59分57秒037以降の発注

被審人は、大引けまでの約3秒間のうちに、44回の成行による買い注文を発し、一部を残して、いずれも同日の終値7540円で約定させた。

2 評価

前記第2の4のとおり、本件期間において、被審人は、合計919万8100株の買い注文を発し、このうち788万6900株が約定しているところ、この約定数は、本件期間における出来高の約70.4パーセントにあたり、25日一日の本件株式の出来高(約2300万株)の約34パーセントにもものぼるもので、本件取引が本件株式の取引に与えた影響は非常に大きいものといえる。

そして、前記1のとおり、約30秒間の本件期間における、被審人による本件株式の買い注文の発注は、成行注文が105回及び指値注文が13回(このうち12回は直前約定値より高値で、11回は直前約定値から300円から640円ほど高値)である。これに加え、1回あたり1万株から30万株という、本件期間中に行われた、被審人による買い注文の発注株数に照らすと、本件取引は、極めて短時間のうちに、大量の成行又は高指値の買い注文を、立て続けに発注するものであるといえる。

また、本件株式の価格は、本件期間前においては、25日の始値が6580円、本件取引直前の午後2時59分29秒876時点における約定値が6690円であった一方、本件期間ではわずか約30秒間のうちに、850円も値上がりしてストップ高となり、7540円が終値となっている。そして前記1のとおり、本

件期間内において、直前約定値よりも高い約定値となった取引のほとんどは、被審人による本件取引が関与するものである。

以上によれば、本件取引は、大量の成行での買い注文及び直前約定値よりも大幅に高い指値の買い注文により、本件株式の買い注文が多く出されている状況を作成し、株価を高値に誘導する効果が高い一連の取引であるというべきであり、客観的に売買が繁盛であると誤解させ、かつ、相場を変動させるべき一連の売買であると認められる。

第4 誘引目的の有無について

1 誘引目的の意義

法第159条第2項第1号は、何人に対しても、有価証券の売買を誘引する目的をもって、有価証券売買が繁盛であると誤解させ、又は取引所金融商品市場における上場金融商品等若しくは店頭売買有価証券市場における店頭売買有価証券の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等又はその申込み、委託等若しくは受託等をするを禁じているところ、同項柱書が定める「有価証券の売買（中略）の取引を誘引する目的をもって」（誘引目的）とは、人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものと誤認させて有価証券の売買取引に誘い込む目的をいう。

そして、一連の変動取引について誘引目的がある場合には、有価証券市場の取引の公正を損なう危険性があり、一連の売買取引が現実に他人の売買を誘引したか否かは問うところではなく、また、誘引目的が認められるためには、投資者を積極的に取引に誘い込む意図までは必要でなく、投資者に誤解を与え、それに基づいて取引に参加する可能性があるものであることを認識しながら、相場変動の意図に基づいて取引を行えば足りると解される。

また、誘引目的の存否は主観的要素であるから、これを直接的に立証することは困難であり、客観的な取引態様などの間接事実から推認することになるところ、取引の動機、売買取引の態様、売買取引に付随した前後の事情等から一連の取引について、総合的に判断することができ、その際には、売買取引の態様に経済的合理性が認められるかが、人為的に相場を操作しようとの目的をうかがわせるものとして、重要な意味を持つというべきである。

この点、被審人は「目的」と「認識」は異なり、相場が動くことの認識でも相場操縦の要件として足りるといえるのであれば、ある程度まとまった数量の成行注文を出す者は、常に相場操縦として証券取引等監視委員会から勧告されるリスクを負うなどと主張するが、誘引目的は、相場が動くことの認識で足りるといえることはなく、投資者に誤解を与え、それに基づいて取引に参加する可能性があるものであることを認識しながら、相場変動の意図に基づいて取引を行うことで認め

られると解されることは、上記のとおりである。

2 本件取引について

(1) 本件取引の態様における特徴

前記第3の2で検討した取引態様のとおり、本件取引は、全体として、本件期間における出来高への被審人の関与率が約70.4パーセントと非常に高く、被審人が自らの取引により本件株式の価格を変動させやすい状況において、大量の成行での買い注文及び専ら直前約定値より300円から640円高といった大幅に高い指値の買い注文をしているものである。また、本件取引では、約30秒間のうちに118回の買い注文が連続して行われている上、1回の買い注文あたりの発注株数も大量である。しかも指値注文における高指値の程度は、本件取引の行われた前日における被審人の取引（前記第2の3(1)）と比べても、大幅に高いものであった。

加えて、前記第2の3(2)のとおりの本件引値保証取引の合意が成立した時刻を考慮しても、被審人は、同取引に必要な株数を調達するため、本件取引以前に分散して本件株式を買い付けることが可能であったにもかかわらず、敢えて大引け直前の約30秒間に集中して大量の買い注文を発注していると認められる。

このように、極めて大量の成行での買い注文及び指値の程度が大幅に高い高指値の買い注文を、大引け直前の約30秒間に連続して発注することは、一般的にみて、株価の下げ止まりや上昇に資し、株価を高値に誘導し、終値に関与する可能性が非常に高いものである。

こうした取引態様は、被審人が本件取引を行うにあたり、他の投資者をして、本件株式の買い需要が高まっており、売買が繁盛であると誤解させ、売買に誘い込む意図をもっていたことを強く推認させるものというほかない。

(2) 動機

被審人は、前記第2の3(2)のとおり、本件引値保証取引を締結していたことから、本件株式につき、自身の買付価格よりも、25日の終値を上昇させることに強い関心を持っていたと認められる。

すなわち、被審人は、本件株式1517万3000株を、本件引値保証取引に基づいて同日の終値を基準として複数の証券会社に売り渡すことを予定しており、同日における本件株式の終値が高ければ高いほどより大きな利益を得る立場にあった上、被審人は、本件株式を証券会社に売却する際、一定の手数料又はディスカウント分を支払うこととなっていたことから、被審人が損失を回避して利益を得るためには、本件株式の買付価格よりも終値が高くなければならないという、終値を上昇させる動機があったと認められる。

被審人は、本件期間において大量に買うことにより株価が上がるということは、被審人にとって、買付け単価が上がることも意味するのであり、単純に高値を追いさえすればよいものでもないなどと主張するが、被審人の同主張を考慮しても、被審人が自身の買付価格よりも終値が高ければ高いほど大きな利益を得る立場にあったことは否定されず、前記動機の認定を覆すものではない。

(3) 検討

以上に加え、前記第2の2(2)のとおり、日経平均株価に新たに組み入れられることとなった本件株式の取引は、日経平均株価の構成銘柄組入れ日前日の大引け時に集中することが想定されていたのであるから、被審人においても、前記(1)のような態様の本件取引を行うことにより、他の投資者において、より高値での取引が誘引されるであろうことは、容易に認識できたと考えられる。

また、前記第2の6のとおり、平成20年6月20日付けの自主規制法人による引値保証取引等に関するガイドラインでは、引値保証取引において、立会終了にかけて多量の買付けや売付けが行われた場合には終値に大きな影響を与えてしまうおそれがあり、広く他の投資者に誤解を生じさせる可能性があるとともに、価格を意図したものとみなされかねないことがあること、さらには、こうした行為が、売買が繁盛であると誤解を与えたり、相場の大きな変動を通じて結果的に取引が誘引されること等で、相場操縦行為の疑義が生じるおそれがあることなどが指摘されていたのであるから、日本での証券市場等において職務に従事してきたAにおいても、同ガイドラインで指摘されているところの内容を十分に理解していたものと認められる。

こうした状況にもかかわらず、被審人は、本件引値保証取引を締結した後、本件期間よりも前に分散して本件株式の取引を行うことをせず、敢えて大引け前の本件期間に取引を集中して行っている。

以上からすれば、被審人は、投資者に誤解を与え、それに基づいて投資者が取引に参加する可能性があるものであることを認識しながら、相場変動の意図に基づいて本件取引を行った、すなわち誘引目的をもって本件取引を行ったと優に認められる。

なお、国内外の投資者が、本件取引により、本件株式の売買が繁盛であると誤解し、自然の需給関係に基づく相場と誤認して取引に誘い込まれた旨認められることは、上記の認定と矛盾しない。

第5 被審人の主張

1 自然の需給関係に基づくとの主張

(1) 被審人の主張の要旨

被審人は、誘引目的の有無は、相場の変動が、人為的な操作によって生じた

のか、自然の需給関係によって形成されたのかにより判断され、人為的な操作か、自然の需給関係かは、その取引が経済的合理性を有するものかどうかによって判断されるべきであるとの前提のもと、被審人の本件取引は経済的合理性があり、また、25日の終値で本件株式を買い付けたいというパッシブファンドなどの需要を反映した買い発注であって、自然の需給関係に基づくものである、注文によって他者が誘引されるから誘引目的があるというのは、自然の需給関係で成立する正常な取引市場自体を否定するものであるなどと主張する。

(2) 判断

しかしながら、被審人の本件取引が、25日の終値で本件株式を買い付けたいというパッシブファンドなどの需要を反映しているとしても、当該需要に応じるためにはどのような取引態様でも許されるというものではなく、人為的な操作を加えて相場を変動させようとする取引は、他の投資者に不測の損害を与える可能性があり、また、資本市場の健全性（公正な価格形成）を歪めることとなるから、法によって禁止の対象となる。そして、本件取引は、投資者に誤解を与え、それに基づいて取引に参加する可能性があるものであることを認識しながら、相場変動の意図に基づいて行われたものであって、本件取引につき、人為的な操作を加えて相場を変動させるにもかかわらず、投資者にその相場が自然の需給関係により形成されるものと誤認させて有価証券の売買取引に誘い込む目的が認められることは、前記第4の2のとおりである。

よって、被審人の上記主張は採用できない。

2 本件取引は、日経平均株価の構成銘柄変更に伴う特性を反映してなされたとの主張

(1) 被審人の主張の要旨

被審人は、本件取引は、日経平均株価の構成銘柄の変更に伴う特性を反映してなされたものであり何ら違法性は存在しない、本件取引は日経平均株価の構成銘柄の入替日前日における自然の需給に基づく取引であり、変動させる取引には該当しないなどと主張する。

そして、日経平均株価の構成銘柄変更に伴う特性の内容として、前記第2の2(2)の状況を前提とし、採用銘柄の買付けが大引け時に集中し、またこれに対応する大量の売付けが準備されることは市場関係者の誰もが熟知しており、それを前提にいかに利益を得、また損失を少なくするかを誰もが意識しており、①入替え前日には大量の買付けが大引け近くにあるであろうということは予測できても、実際の買い需要がどの程度であるか、またこれに対応して用意されていると目される売り供給がどの程度あるかは誰にも分からない、②日経平均株価の構成銘柄に組み入れられ、その組入れ前日に終値が下落した銘柄の例

があり、入替日前日の終値が、それ以前に比べて上昇するのか下落するのか、誰にも予測できない旨主張する。

(2) 判断

しかしながら、日経平均株価の構成銘柄組入れ日前日であるために、本件株式の取引株数が通常よりも大幅に増加すると予想されるとしても、前記(1)②で被審人が指摘する、株価の上昇又は下落いずれも想定されるということ自体は、通常時の取引と異なることはない。

また、前記(1)①の主張は、本件取引が本件期間における本件株式の出来高に占める割合は被審人にも予測できなかったとの趣旨とも解されるどころ、仮にそのような趣旨の主張であったとしても、本件取引の買い注文の多くは、発注時点において場に存在する売り注文をほとんど全て買いさらう態様のものであったことからすれば、日経平均株価の構成銘柄組入れ日前日という状況を考慮したとしても、本件取引が、本件株式の取引に大きな影響を与えるということを被審人においても十分認識可能であったのは明らかである。

したがって、大量の成行又は高指値の買い注文を連続的に発注するという本件取引が、株価を高値に形成する方向に強く働くものであり、かつ、そうした高値の表示により、他の投資家が本件株式の取引に誘い込まれる可能性があることと被審人が認識していたとの前記第4の2の認定は、被審人の上記主張を考慮しても何ら否定されない。

3 誘引目的はなく、他の目的を有していたとの主張

(1) 被審人の主張の要旨

被審人は、①被審人は証券会社との間で大引けの価格で売り渡さなければならない株数を確保しなければ債務不履行となってしまうから、その株数を確保するため、結果として現値より高い価格で買っただけであり、自然の需給関係に基づく取引であって、誘引目的は認められない、②本件取引には、本件引値保証取引に基づく実需があり、他の投資家の買付けを誘引すると、本件引値保証取引に基づく義務が果たせなくなるため被審人には他の投資家を取引に誘引する動機はなく、本件取引は、本件引値保証取引に基づく証券会社に対する義務を履行するために行ったのであって、他者を取引に誘引する目的をもって行ったのではない、③大引け前30秒間に本件取引を行った理由は、大引け間際に出る大量の売り注文に買いを入れることによって、できるだけ引けに近い価格で（経済的リスクの最小化）、本件引値保証取引に必要な株数を確保するため（債務不履行リスクの最小化）であったなどとも主張し、誘引目的を否定する。

(2) 判断

しかしながら、上記(1)①及び②について、被審人は、本件取引は被審人がいうところの「自然の需給関係」及び「実需」に基づくものであると主張するが、取引市場の参加者が、たとえ当該参加者にとっての何らかの必要性に基づいて取引を行っていたという事情があったとしても、いかなる態様の取引でも許されるというものではなく、他の投資者を誤認させ、誘い込む可能性があることを認識しながら相場操縦に該当する行為を行った場合に規制の対象となることは、前記1(2)のとおりである。また、被審人が本件引値保証取引に基づいて必要な株数を確保する必要性があったことを考慮しても、前記第2の3(2)のとおりの本件引値保証取引の成立時刻に照らせば、被審人は、本件取引よりも早い段階から、本件引値保証取引に必要な株数の買い注文を出して確実に買い付けることは可能であり、そうであったにもかかわらず、敢えて本件期間に集中して本件取引を行った被審人について、誘引目的が認められることは前記第4の2のとおりである。

なお、株式取引にあたって、誘引目的と併存する他の目的があったとしても、誘引目的の認定には影響を及ぼさないと解されるから、被審人に誘引目的が認められる以上、経済的リスクの最小化や債務不履行リスクの最小化といった目的が本件取引にあったとしても、前記第4の2で認定した誘引目的を何ら覆すものではない。

したがって、被審人の上記主張は採用できない。

- 4 このほか、被審人は、自主規制法人の引値保証取引等に関するガイドラインは、基本的に、誘引目的が要件とはなっていない作為的相場形成に係るものであり、本件で問題とされている相場操縦を主たる目的としたものではなく、また対象としているのは引値保証取引の一般論であって、本件のような、「日経平均の銘柄入替えに際して市場の大方の予想に反して時価総額が低い日東電工株が組み入れられることに伴う引値保証取引」というイベントは特殊であって一般論が適用されるような場面ではないと主張する。

しかしながら、被審人の主張を前提としても、被審人としては、引値保証取引一般に関し、被審人の本件取引のような取引を行えば、「相場操縦的行為の疑義が生じるおそれがある」ことを認識していたと認められ、また日経平均株価の構成銘柄入替時という事情を考慮したとしても、大量かつ高指値の注文を行えば誘引目的が推認されることは、前記第4の2及び前記2のとおりである。

よって、被審人の上記主張にも理由がない。

- 5 また、被審人は、本件取引中、25日午後2時59分53秒646に発注した7300円の指値での買い注文（通番1805）は、発注株数が20万株しかなく、また、同注文を出す時点において、7300円よりも低い買い注文が次々と

約定しており、同注文直前の最良売気配値は7200円、最良買気配値が6990円という場の状況で約定を期して注文を出したものであって、下値支えの効果などない旨主張し、相場操縦該当性を否定するようである。

しかしながら、同注文による下値支えの効果の程度は措くとしても、同注文は、本件取引の他の注文と時間的に接着して行われたものであり、本件取引と同様の意図から行われたものと認められるから、同注文を含めて法第159条第2項第1号の違反行為を認めることに何ら支障はない。

6 以上のとおり、被審人の主張を十分に検討しても、前記第3及び第4で認定したとおり、本件取引については相場操縦該当性が認められ、かつ、誘引目的が認められる。

第6 結語

以上のとおり、本件取引は相場操縦該当性が認められ、かつ誘引目的をもって行われたと認められるから、被審人について、前記のとおり違反事実を認定した。

(法令の適用)

平成25年法律第45号による改正前の金融商品取引法第174条の2第1項、第6項第2号、第8項、第159条第2項第1号、金融商品取引法施行令第33条の13第1号、平成26年内閣府令第7号による改正前の金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令第1条の16第1項第1号、金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令（以下「課徴金府令」という。）第1条の17第2項第3号、法第176条第2項

(課徴金の計算の基礎)

審判手続開始決定書においては、平成25年法律第45号による改正前の金融商品取引法第174条の2第1項の「第六十七条の十九又は第百三十条に基づく最高の価格」を7300円として課徴金額を算出していたが、証拠によれば、上記改正前の同法第174条の2第1項の「最高の価格」は上記改正前の同法第130条に規定する最高の価格である7546円とすることが適切であることから、課徴金の計算の基礎を下記のとおり改める。

記

1 平成25年法律第45号による改正前の金融商品取引法第174条の2第1項の規定により、当該違反行為に係る課徴金の額は、

- (1) 当該違反行為に係る有価証券の売買対当数量に係るものについて、自己の計算による当該有価証券の売付け等の価額から、自己の計算による当該有価証券の買付け等の価額を控除した額
- (2) 当該違反行為に係る自己の計算による有価証券の買付け等の数量が当該違反行為に係る自己の計算による有価証券の売付け等の数量を超える場合、当該違反行為が終了してから1月を経過するまでの間の各日における当該違反行為に係る有価証券の売付け等についての上記改正前の同法第67条の19又は第130条に規定する最高の価格のうち最も高い価格に当該超える数量を乗じて得た額から、当該超える数量に係る有価証券の買付け等の価額を控除した額及び
- (3) 違反者が、自己以外の者の計算において、当該違反行為の開始時から当該違反行為の終了後1月を経過するまでの間に違反行為又は有価証券の売付け等若しくは有価証券の買付け等をした場合、当該違反行為等に係る手数料、報酬その他の対価の額

の合計額として算定される。

2 本件における課徴金の額は、下記(1)ないし(3)によりそれぞれ算定される額の合計6億8424万8610円について、法第176条第2項の規定により、1万円未満を切り捨てた6億8424万円となる。

- (1) 当該違反行為に係る売買対当数量は、自己の計算による有価証券の売付け等の数量が0株であり、自己の計算による有価証券の買付け等の数量が103万522.25株（実際の買付け等の数量788万6900株に違反者の役員等のハレイオン・ファンドに対する出資割合7.25パーセントを乗じて得られる57万1800.25株に、上記改正前の同法第174条の2第8項及び金融商品取引法施行令第33条の13第1号の規定により、違反行為の開始時にその時における価格（6690円）で当該違反行為に係る有価証券の買付け等を自己の計算においてしたものとみなされる当該違反行為の開始時に所有している当該有価証券の数量632万7200株に同7.25パーセントを乗じて得られる45万8722株を加えた数量。）であることから、0株となる。売買対当数量に係る金額は0円となる。
- (2) 当該違反行為に係る自己の計算による有価証券の買付け等の数量が当該違反行為に係る自己の計算による有価証券の売付け等の数量を超える場合の、当該超える数量に係る金額は、当該違反行為が終了してから1月を経過するまでの間の各日における当該違反行為に係る有価証券の売付け等についての上記改正前の同法第130条に規定する最高の価格に当該超える数量を乗じて得た額から、当該超える数量に係る有価証券の買付け等の価額を控除した額であるから、

(7546円×103万522.25株)

－{違反行為期間中における有価証券の買付け等の価額のうち上記ファンドに対する違反者の役員等の出資割合相当額(556億1765万1000円(有価証券の買付け等の価額の明細は、別紙1記載のとおりである。)×7.25パーセント)+違反行為の開始時にその時における価格で当該違反行為に係る有価証券の買付け等を自己の計算においてしたものとみなされる当該違反行為の開始時に所有している当該有価証券の価額(6690円×632万7200株×7.25パーセント)}

により算定される6億7519万1021円となる。

- (3) 違反者が、自己以外の者の計算において、当該違反行為の開始時から当該違反行為の終了後1月を経過するまでの間に違反行為又は有価証券の売付け等若しくは有価証券の買付け等をした場合の、当該違反行為等に係る手数料、報酬その他の対価の額は、上記改正前の同法第174条の2第1項及び平成26年内閣府令第7号による改正前の金融商品取引法第六章の二の規定による課徴金に関する内閣府令第1条の16の規定により、違反者が運用対象財産の運用として平成25年法律第45号による改正前の金融商品取引法第174条の2第1項第2号ニの違反行為又は有価証券の買付け等をした場合、(ア)算定対象取引が行われた月について違反者に当該運用対象財産の運用の対価として支払われた運用報酬の価額の総額に、(イ)違反行為の開始時から違反行為の終了後1月を経過するまでの間の当該運用対象財産である算定対象取引の銘柄の総額のうち最も高い額を乗じた額を、(ウ)算定対象取引が行われた月の末日のうち最も遅い日における当該運用対象財産の総額で除して得た額のうち、(エ)上記ファンドに対する違反者の役員等以外の者の出資割合相当額であるから、
- (ア) 1392万7406円× (イ) (7540円×1421万4100株)
÷ (ウ) 1528億3238万9165円× (エ) 92.74パーセント
- により算定される905万7589円となる。

- 3 なお、被審人は指定職員による課徴金の額及びその計算の基礎を変更する旨の主張を認めた審判手続について違法である旨主張するので、念のため、この点についても述べる。

法第181条第4項は「指定職員は、第一百七十八条第一項各号に掲げる事実、法令の適用並びに納付すべき課徴金の額及びその計算の基礎について変更(内閣府令で定める範囲のものに限る。)の必要があると認めるときは、これを主張することができる。ただし、被審人の利益を害することとなる場合は、この限りでない。」と定め、課徴金府令第23条の2は、第1項において「法第百八十一条第四項に規定する内閣府令で定める範囲は、事件の同一性を失わせることとなら

ない範囲とする。」、同第2項において「法第百八十一条第四項の規定による主張は、同項に規定する変更（以下この条において単に「変更」という。）により著しく審判手続を遅滞させることとなるときは、することができない。」、同第3項において「審判官は、変更により被審人の防御に実質的な不利益を生ずることとならないよう配慮しなければならない。」、同第4項において「審判官は、変更を許さないときは、審判期日において、その旨及びその理由を明らかにしなければならない。」と規定しているところ、法第181条第4項は、審判の過程で開始決定に記載された事実関係と異なる事実関係が判明した場合に、審判対象を明らかにして被審人の手続保障を図る趣旨で設けられたものと解され、上記課徴金府令を踏まえると、同項は、事件の同一性が失われるほど大きな主張変更や著しく審判手続を遅滞させる主張変更等を防ぐための規定と解され、課徴金額の上方修正が直ちにこれに該当するわけではないと解される。

本件では、変更後も事件の同一性が失われるとは解されず、また指定職員が主張をした時点において、未だ審問の予定の有無すら明らかでない段階であり、他の争点についても主張を整理している段階であったので、著しく審判手続を遅滞させる主張変更等にも該当しない。

よって、指定職員による課徴金の額及びその計算の基礎を変更する旨の主張を認めた審判手続について違法はない。

- 4 また、被審人は、ToSTNeT 市場（ToSTNeT は Tokyo Stock Exchange Trading Network System の略であり、ToSTNeT 取引とは東証の立会外取引のことである。）における ToSTNeT-1 取引のバスケット取引は、時間優先・価格優先の原則が適用されないから競争売買市場ではなく、またバスケット取引の性質を踏まえれば、同取引は「取引所金融商品市場」（法第130条）での取引に該当せず、ToSTNeT-1 取引のバスケット取引における価格を課徴金額の算定に用いることは許されない旨主張する。しかしながら、「取引所金融商品市場」とは、金融商品取引所の開設する金融商品市場をいうのであって（法第2条第17項）、東証の開設する ToSTNeT 市場は「取引所金融商品市場」に該当し、東証が通知及び公表する、ToSTNeT 市場における ToSTNeT-1 取引のうちのバスケット取引の最高の価格が「第百三十条に規定する最高の価格」に含まれることは条文上明らかである。

よって、この点についての被審人の主張も採用できない。

以上

(別紙1)

(単位：円、株)

| 年月日 | 時間 (hh:mm:ss~hh:mm:ss) | 買付け等 委託数量 | 買付け等の価額 | | |
|-------------|---------------------------|--------------|---------------|-------|---------|
| | | | 価格 | 数量 | |
| H25.9.25 | 14:59:30 ~ 15:00:00 | 1,311,200 | 2,001,000 | 6,670 | 300 |
| | | | 1,336,000 | 6,680 | 200 |
| | | | 2,007,000 | 6,690 | 300 |
| | | | 341,030,000 | 6,700 | 50,900 |
| | | | 779,031,000 | 6,710 | 116,100 |
| | | | 2,011,296,000 | 6,720 | 299,300 |
| | | | 1,089,587,000 | 6,730 | 161,900 |
| | | | 1,569,746,000 | 6,740 | 232,900 |
| | | | 2,895,750,000 | 6,750 | 429,000 |
| | | | 1,921,868,000 | 6,760 | 284,300 |
| | | | 1,041,226,000 | 6,770 | 153,800 |
| | | | 1,039,374,000 | 6,780 | 153,300 |
| | | | 1,282,631,000 | 6,790 | 188,900 |
| | | | 5,025,200,000 | 6,800 | 739,000 |
| | | | 228,816,000 | 6,810 | 33,600 |
| | | | 229,152,000 | 6,820 | 33,600 |
| | | | 649,533,000 | 6,830 | 95,100 |
| | | | 389,880,000 | 6,840 | 57,000 |
| | | | 2,600,945,000 | 6,850 | 379,700 |
| | | | 1,756,160,000 | 6,860 | 256,000 |
| | | | 282,357,000 | 6,870 | 41,100 |
| | | | 333,680,000 | 6,880 | 48,500 |
| | | | 935,662,000 | 6,890 | 135,800 |
| | | | 1,248,210,000 | 6,900 | 180,900 |
| | | | 368,303,000 | 6,910 | 53,300 |
| | | | 275,416,000 | 6,920 | 39,800 |
| | | | 304,227,000 | 6,930 | 43,900 |
| | | | 73,564,000 | 6,940 | 10,600 |
| | | | 1,392,085,000 | 6,950 | 200,300 |
| | | | 288,144,000 | 6,960 | 41,400 |
| | | | 89,913,000 | 6,970 | 12,900 |
| | | | 467,660,000 | 6,980 | 67,000 |
| | | | 1,702,764,000 | 6,990 | 243,600 |
| | | | 610,400,000 | 7,000 | 87,200 |
| | | | 8,412,000 | 7,010 | 1,200 |
| | | | 73,008,000 | 7,020 | 10,400 |
| | | | 42,883,000 | 7,030 | 6,100 |
| | | | 131,648,000 | 7,040 | 18,700 |
| | | | 413,130,000 | 7,050 | 58,600 |
| | | | 1,412,000 | 7,060 | 200 |
| 7,070,000 | 7,070 | 1,000 | | | |
| 45,312,000 | 7,080 | 6,400 | | | |
| 249,568,000 | 7,090 | 35,200 | | | |
| 576,520,000 | 7,100 | 81,200 | | | |
| 92,430,000 | 7,110 | 13,000 | | | |
| 84,728,000 | 7,120 | 11,900 | | | |
| 35,650,000 | 7,130 | 5,000 | | | |

(単位：円、株)

| 年月日 | 時間 (hh:mm:ss~hh:mm:ss) | 買付け等 委託数量 | 買付け等の価額 | | |
|-----|---------------------------|--------------|----------------|-------|-----------|
| | | | 価格 | 数量 | |
| | | | 291,005,000 | 7,150 | 40,700 |
| | | | 50,120,000 | 7,160 | 7,000 |
| | | | 159,891,000 | 7,170 | 22,300 |
| | | | 191,706,000 | 7,180 | 26,700 |
| | | | 443,623,000 | 7,190 | 61,700 |
| | | | 907,200,000 | 7,200 | 126,000 |
| | | | 721,000 | 7,210 | 100 |
| | | | 58,482,000 | 7,220 | 8,100 |
| | | | 94,713,000 | 7,230 | 13,100 |
| | | | 5,068,000 | 7,240 | 700 |
| | | | 293,625,000 | 7,250 | 40,500 |
| | | | 726,000 | 7,260 | 100 |
| | | | 79,352,000 | 7,280 | 10,900 |
| | | | 180,063,000 | 7,290 | 24,700 |
| | | | 1,351,960,000 | 7,300 | 185,200 |
| | | | 203,218,000 | 7,310 | 27,800 |
| | | | 1,464,000 | 7,320 | 200 |
| | | | 733,000 | 7,330 | 100 |
| | | | 297,675,000 | 7,350 | 40,500 |
| | | | 11,055,000 | 7,370 | 1,500 |
| | | | 25,830,000 | 7,380 | 3,500 |
| | | | 691,900,000 | 7,400 | 93,500 |
| | | | 380,416,000 | 7,430 | 51,200 |
| | | | 3,720,000 | 7,440 | 500 |
| | | | 1,128,675,000 | 7,450 | 151,500 |
| | | | 76,092,000 | 7,460 | 10,200 |
| | | | 38,844,000 | 7,470 | 5,200 |
| | | | 60,588,000 | 7,480 | 8,100 |
| | | | 79,394,000 | 7,490 | 10,600 |
| | | | 1,701,750,000 | 7,500 | 226,900 |
| | | | 2,256,000 | 7,520 | 300 |
| | | | 657,369,000 | 7,530 | 87,300 |
| | | | 11,157,692,000 | 7,540 | 1,479,800 |
| 合計 | | 1,311,200 | 55,617,651,000 | | 7,886,900 |

(※ 別紙2の添付は省略する。)