

決 定 要 旨

被 審 人（住所）大阪府
（氏名）A

上記被審人に対する令和元年度（判）第34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川嶋彩子、審判官美濃口真琴、同松本佳織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2357万円
- (2) 課徴金の納付期限 令和3年5月6日

2 事実及び理由

別紙のとおり

令和3年3月4日

金融庁長官 氷見野 良三

(別紙1)

(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、東京証券取引所市場第二部に上場されているビート・ホールディングス・リミテッド(以下「ビートHD」という。)の株式(以下「本件株式」という。)につき、本件株式の売買を誘引する目的をもって、別表1記載のとおり、平成30年4月5日午前9時2分頃から同月27日午後3時頃までの間(以下「本件期間」という。)、17取引日にわたり、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において、B証券株式会社(以下「B証券」という。)を介し、成行又は高指値で買い注文を連続して発注して、他の投資者が発注した売り注文を買い付けることにより直前の約定値より株価を引き上げたり、自身が発注した売り注文に成行又は高指値の買い注文を対当させて買い付けることにより直前の約定値より株価を引き上げたり、引け条件付き成行で買い注文を発注して終値に関与したりするなどの方法により、本件株式合計11万8459株を買い付ける一方、本件株式合計11万7482株を売り付け、もって、自己の計算において、本件株式の売買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をしたものである。

(違反事実認定の補足説明)

第1 本件の争点

違反事実に関する本件の争点は、次のとおりであるから、この点について補足して説明する(なお、違反事実のうち、その余の点については、被審人が積極的に争わず、そのとおりの事実が関係各証拠により認められる。))。

1 違反事実記載の取引(以下「本件取引」という。)が法第159条第2項第1号の相場操縦行為に該当するか。

(1) 本件取引の全てが「一連の有価証券売買等」に該当するか。

(2) 本件取引が「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ」又は「相場を変動

させるべき」といえるか。

- 2 被審人は、本件取引につき誘引目的を有していたか。

第2 認定できる事実

後掲各証拠及び審判の全趣旨によれば、以下の事実が認められる。

1 被審人の株取引の経緯

被審人は、本件取引当時××歳であり、これまで金融や証券取引に関する仕事に従事したことはないが、平成17年頃から、余剰資金を利用して、株取引をするようになった。平成20年頃、中華人民共和国等で事業を展開し農業関連等に投資する企業であるビートHDに将来性があると考え、本件株式の取引を開始し、平成25年頃以降、本件株式の取引に注力するようになった。

2 本件取引前の証券会社からの被審人に対する注意喚起

被審人は、平成24年頃以降、複数回、B証券から終値関与について注意喚起を受けた。

3 本件取引

(1) 被審人は、本件株式につき、平成30年4月5日午前9時2分頃から同月27日午後3時頃までの間（本件期間）において、B証券を介し、別表1及び別表2（ただし、通番2、4及び12を除く。）のとおり売買をした（本件取引。以下、各売買を指して別表2から別表5までの「通番」欄の番号により「通番1」、「通番2」などという。なお、売買単位は1株である。）。

(2) 本件期間における①本件株式の始値、②本件株式の高値、③本件株式の安値、④本件株式の終値、⑤本件株式の出来高、⑥被審人の買付株数、⑦被審人の買付関与率（買付シェア。⑥÷⑤×100）、⑧被審人の株価上昇寄与率（「被審人の買付けのうち、株価が上昇している値幅の合計」÷「全投資者の買付けのうち、株価が上昇している値幅の合計」×100）、⑨本件取引の引上げ件数及び引上げ値幅合計、⑩本件取引の終値関与の件数及び方法、並びに⑪本件取引のザラバの対当売買の件数、うち引上げを伴う対当売買の

件数及び引上げ値幅合計は、それぞれ別表6のとおりである。

- (3) 本件株式の株価は、別表6のとおり、本件期間初日の平成30年4月5日の始値（本件取引開始より前）は161円であったところ、同日の終値は203円であり、42円上昇した。同月6日の出来高は137万6466株と倍増し、株価が231円まで上昇したが、その後、株価は下落傾向にあり、同日から同月19日までの終値は190円台前後（最高で197円、最低で188円）であった。同月20日の終値は、前日比で22円上昇して214円となり、同月25日までの終値は210円台が続いた（なお、同日には一時241円まで上昇した。）。同月26日から株価が更に上昇し、同日は、高値が260円、終値が246円（前日比31円上昇）、同月27日は、高値が268円（本件期間中の最高値）、終値が252円（前日比6円上昇）であった。本件期間最終日の同日の終値（252円）は、本件期間初日の同月5日の始値（161円）と比較すると、91円上昇した。

4 本件取引の態様

- (1) 小口の買い注文の連続発注による株価引上げ

ア 被審人は、2株から20株まで程度の単位で、成行又は高指値で買い注文を連続して発注して、直前約定値よりも高い最良売り気配（最も安い売り注文の値段）に発注されている注文を買い付け、直前約定値より高い値段で約定させることを繰り返すことにより、株価を引き上げた。

被審人による本件期間における株価引上げの具体例は、次のとおりである。

- (ア) 被審人は、平成30年4月5日午前10時51分53秒から午前10時54分57秒までの間、成行又は指値174円以上で2株又は3株の買い注文を連続して発注し、これらが約定することにより株価を引き上げ（別表3-1の通番581、602及び603、616、620、624、633及び634、643から645まで、650及

び651、660から662まで)、株価は174円から179円まで上昇した。その後、午前10時54分58秒、取引時間開始前の午前8時18分57秒に発注していた指値179円の200株の売り注文を約定させて売り抜けた(別表3-1の通番664)。

(イ) 被審人は、同月9日午前9時29分33秒から午前9時34分32秒まで、成行又は高指値で2株から5株までの単位(多くは3株)の買い注文を連続して発注し、これらが約定することにより株価を引き上げ(別表3-2の通番11827、11832、11839、11854、11875、11877、11885、11895、11902、11920から11922まで。なお、通番11921は対当売買である。)、株価は184円から197円まで上昇した。それに伴い、午前9時34分32秒から午前9時35分1秒までの間、取引時間開始前の午前8時6分8秒に発注していた指値197円の300株の売り注文を順次約定させた(別表3-2の通番11921(ただし、対当売買)、11923、11928、11930、11931、11933から11936まで)。その後も、被審人は、指値で3株単位の買い注文を発注して約定させることにより株価を202円まで引き上げ(別表3-2の通番11947から11949まで、11958から11960まで、11969及び11970、11979、11994及び11995、12016から12018まで。なお、通番12018は対当売買である。)、午前9時35分55秒から午前9時35分56秒までの間、取引時間開始前の午前8時6分10秒に発注していた指値202円の300株の売り注文を順次約定させた(別表3-2の通番12018(ただし、対当売買)、12019、12024)。

(ウ) 被審人は、同月12日午前10時29分31秒から午前11時29

分6秒までの間、成行又は高指値で2株（一部は3株）の買い注文を連続して発注し、これらが約定することにより株価を引き上げ、株価は186円から190円まで上昇した（別表3-3の通番19319、19326、19331、19334、19339、19347、19349、19358、19361、19366、19369、19375、19409、19413、19416、19442及び19443。なお、通番19443は対当売買である。）。そして、午前11時29分6秒及び11秒、取引時間開始前の午前8時5分49秒に発注していた指値190円の300株の売り注文を順次約定させた（別表3-3の通番19443（ただし、対当売買）、19444）。

(エ) 被審人は、同月27日午前9時37分36秒から午前9時44分30秒にかけて、成行又は高指値の各20株の買い注文を繰り返してそれぞれ約定させることにより株価の引上げを行い（別表3-4の通番44631、44637、44642、44650、44654、44657、44659、44661、44664、44681、44684、44701及び44702、44710から44712まで、44749から44751まで、44758から44761まで、44800）、株価は252円から265円まで上昇した。その間の午前9時44分2秒、午前9時23分22秒に発注していた指値263円（発注当時の株価261円（別表3-4の通番44121参照））の300株の売り注文を約定させた（別表3-4の通番44774）。

イ また、被審人は、主に100株から1000株までの単位で発注した複数の下値の買い注文の一部が約定した場合にも、20株単位で、直前約定値よりも高い最良売り気配に発注されている注文を買い付け、直前約定値よりも高い値段で約定させることを繰り返すことにより、株価を引き上げたことがあった。

具体的には、被審人は、平成30年4月26日午後2時16分57秒から午後2時17分26秒にかけて、230円から240円までの2円刻みの指値で各1000株の買い注文を6件発注し（別表3-5の通番14835から14840まで）、午後2時18分10秒に、上記注文のうち240円の買い注文が約定した（別表3-6の通番42193）。しかし、その11秒後である午後2時18分21秒に指値244円で、午後2時18分59秒に指値243円で、各20株の買い注文を発注して約定させて、株価を前者は2円、後者は1円引き上げた（別表3-6の通番42219、42240）。その直後の午後2時18分59秒に、午後2時17分19秒に発注していた指値238円の買い注文が約定し（別表3-6の通番42252）、さらに、株価が一旦236円まで下落したため（別表3-6の通番42263から42265まで）、午後2時17分11秒に発注していた指値236円の買い注文（別表3-5の通番14838）が約定する可能性が高まったにもかかわらず、午後2時19分51秒から午後2時20分10秒にかけて、5回にわたり、指値240円又は241円で各20株の買い注文を発注し（別表3-5の通番14875、14877、14879、14881、14883）、うち4回につき、直前約定値より高い値段で約定させて株価を引き上げた（別表3-6の通番42291、42293、42297、42300）。

ウ さらに、被審人は、他の投資者の売り注文によって最良売り気配が引き下がった直後に、小口の買い注文を繰り返し発注することにより、当該売り注文を約定させ、更に買い上がることによって、その都度株価を戻したことがあった。

具体的には、被審人は、平成30年4月27日午後1時29分14秒、成行で5株の買い注文を発注し、これが約定したことにより、株価を2

47円から248円に引き上げたが（別表3-7の通番46726）、他の投資者が、午後1時29分20秒、指値247円で1株の売り注文を発注したため、午後1時29分30秒、成行で5株の買い注文を発注し、247円で1株、248円で4株を買い付け、株価が一旦247円となったものの、すぐに248円に戻した（別表3-7の通番46727、46728）。さらに、午後1時29分39秒から午後1時31分40秒までの間、他の投資者が指値247円で1株の売り注文を発注する都度、数秒後に、5株から25株までの単位で、成行で買い注文を繰り返し発注して約定させ、その都度株価を248円に戻した（別表3-7の通番46730から46760まで（ただし、通番46744を除く。））。

エ 別表6のとおり、被審人が本件期間において株価を引き上げた件数は合計2571件、引上げ値幅合計は3545円である。

(2) 対当売買

被審人は、別表6のとおり、本件期間（17取引日）のうち11取引日において、自身が発注した売り注文に成行又は高指値の買い注文を対当させて、合計77回にわたり約定させ（具体的な対当売買は、別表2の着色部分のとおり。ただし、一つの売り注文に対して複数の買い注文が約定した場合（別表2の通番988の売り注文及び通番979、984、985の買い注文、並びに通番45522の売り注文及び通番45522、45524の買い注文。）、買い注文の件数で数える。）、うち9取引日の合計43回にわたって、直前約定値から株価を引き上げた（なお、平成30年4月5日の対当売買（別表2の通番988の売り注文と通番979、984、985の買い注文）については、板寄せ方式によるものであり、株価の引上げとは認められない。））。

その中でも、同月26日には22回、同月27日には27回の対当売買を

行い、同月26日のうち10回、同月27日のうち15回については、株価の引上げを伴った。

特に、同日午後0時37分30秒から午後0時41分44秒にかけて、自らが発注した300株の売り注文（別表4の通番46161）に対し、10株単位の買い注文を発注して約定させる対当売買を12回行い、うち8回において、直前約定値から株価を引き上げた（対当売買については、別表2の通番46162から46193までの着色部分。対当売買のうち株価を引き上げたものは、別表4の通番46167、46171、46175、46177、46181、46186、46188、46193）。

(3) 終値関与

被審人は、別表6のとおり、本件期間の17取引日全日において、引け条件付き成行で買い注文を発注して終値に関与した。

さらに、うち16取引日には午後2時45分以降に、うち13取引日には大引け（午後の取引終了時）間際の午後2時59分以降に、成行又は高指値の買い注文を連続して発注して約定させ、株価を引き上げた。

そして、うち9取引日において、引け条件付き成行の買い注文の約定によって直前約定値よりも終値が上昇した。

被審人による本件期間における終値関与の具体例（各日とも午後2時45分以降のもの）は、次のとおりである。

ア 被審人は、平成30年4月5日午後2時45分24秒から午後2時53分47秒までの間、成行で2株又は3株の買い注文を発注して約定させ、株価を直前約定値よりも引き上げた（別表5-1の通番4376及び4377、4417、4459、4474、4483、4499、4531、4540、4575、4598）。さらに、午後2時55分21秒、成行で3株の買い注文を発注して約定させ、株価を198円から201円に引き上げた以降（別表5-1の通番4650）、午後2時59分1秒までの

間、成行で2株又は3株の買い注文を連続して発注して約定させ、株価を直前約定値よりも引き上げた（別表5-1の通番4662、4670、4675、4677、4681、4688、4695、4724）。その後、株価が204円から200円まで一旦下がったが、午後3時0分0秒に、午後2時53分9秒に発注していた108株の引け条件付き成行の買い注文が203円で約定した（別表5-1の通番4747）。

イ 被審人は、同月17日午後2時49分23秒から午後2時59分45秒までの間、主に2株から5株までの単位で、成行で買い注文を連続して発注して約定させ、株価を直前約定値よりも引き上げた（別表5-2の通番24848、24855、24860、24862、24875、24877、24879、24881、24887、24905）。その間、株価は189円から191円までの間で推移していたところ、午後3時0分0秒に、午後2時21分8秒に発注していた108株の引け条件付き成行の買い注文が192円で約定した（別表5-2の通番24907）。

ウ 被審人は、同月26日午後2時45分33秒、成行で10株の買い注文を発注して約定させ、株価を242円から243円に引き上げた（別表5-3の通番42743）。午後2時45分54秒、1020株の引け条件付き成行で買い注文を発注した後（別表5-3の通番42980）、午後2時46分48秒から午後2時48分29秒にかけて発注した買い注文のうち、241円から243円までの指値で各15株を発注した5件の買い注文を約定させ、株価を239円から241円まで引き上げた（別表5-3の通番42764及び42765、42768、42778、42783、42788）。また、午後2時48分58秒から午後2時50分18秒にかけて発注した買い注文のうち、242円から244円までの指値で各150株を発注した6件の買い注文を約定させ、株価を240円から242円まで引き上げ、うち2回については買い上がり形態（最良売り気配

に発注されている注文を買いさらった上で高値を形成する形態)であった(買い上がり形態は、別表5-3の通番42805、42806及び42808並びに42816及び42818。それ以外の引上げは、別表5-3の通番42790から42792まで、42803、42812、42820。)。さらに、午後2時50分54秒から午後2時59分25秒にかけて発注した買い注文のうち、244円から246円までの指値で各150株を又は成行で各10株を発注した合計12件の買い注文を約定させ、株価を240円から245円まで引き上げ、うち3回は買い上がり形態であった(買い上がり形態は、別表5-3の通番42842及び42845、42870から42872まで並びに42899及び42900。それ以外の引上げは、別表5-3の通番42822及び42823、42880、42890、42896、42904、42909、42911、42921、42962。)。その上で、午後3時0分0秒に、1020株の引け条件付き成行の買い注文が246円で約定した(別表5-3の通番42980)。

第3 判断

1 争点1(本件取引が法第159条第2項第1号の相場操縦行為に該当するか。)について

(1) 法第159条第2項柱書きは、何人も、有価証券売買等のうちいずれかの取引を誘引する目的をもって、同項各号に掲げる行為をしてはならないと規定し、同項第1号は、有価証券売買等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の相場を変動させるべき一連の有価証券売買等を掲げている。

(2) 本件取引の全てが「一連の有価証券売買等」に該当するか。

本件取引は、本件期間の17取引日において、継続的にされた買付け(合計11万8466株)及び売付け(合計11万7482株)である(別表

6)。

しかも、被審人は、平成30年4月5日午前9時2分36秒に株価を引き上げてから（別表7の通番14）、同月27日午後3時頃までの全取引日を通じて、前記第2の4のとおり、小口の買い注文の連続発注による株価引上げ、対当売買、終値関与を継続して行ったことが認められる。

したがって、本件取引は、法第159条第2項第1号の「一連の有価証券売買等」に当たる。

(3) 本件取引が「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ」又は「相場を変動させるべき」といえるか。

ア 法第159条第2項第1号の「相場を変動させるべき」とは、一連の有価証券売買等が相場を変動させる可能性があることと解される（最高裁昭和63年（あ）第1102号平成6年7月20日第三小法廷決定・刑集48巻5号201頁参照）。

本件取引についてみると、被審人は、前記第2の4のとおり、小口の成行又は高指値で買い注文を連続して発注して、直前約定値より高い値段で約定させることを繰り返し（対当売買である場合を含む。）、本件期間中、合計2571件にもわたって株価を引き上げ、引上げ値幅合計は3545円にも及ぶ上、17取引日全日において終値にも関与していたから、本件取引は相場を変動させる可能性があるものであったと認められる。

なお、別表6のとおり、本件期間を通じ、被審人の買付関与率は平均して1.5パーセントと低いが、本件取引の株価上昇寄与率は平均して51.5パーセント（各日における最低は平成30年4月6日の32.4パーセント、最高は同月24日の79.7パーセント）とかなり高い（前記第2の3(2)）。これは、被審人が、上記のとおり、小口の成行又は高指値の買い注文を発注して約定させることの繰り返しによる株価の引上げによって、買付関与率を上昇させずに、効率的に株価を上昇させたことを示すも

のであるから、買付関与率が低いからといって、本件取引が相場を変動させる可能性がなかったことにはならない。

したがって、本件取引は、「相場を変動させるべき」一連の有価証券売買等に当たる。

また、「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ」とは、出来高が多く有価証券売買等が活発に行われていると誤解させるような一連の有価証券売買等を意味すると解されるところ、実際には相場の変動をもたらすような一連の有価証券売買等が行われれば、有価証券売買等が繁盛であると誤解させる結果は生じると当然推認される。本件取引については、上記のとおり、「相場を変動させるべき」一連の有価証券売買等に当たるから、「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ」るものでもあったと認められる。

イ よって、本件取引は法第159条第2項第1号の相場操縦行為に該当する。

2 争点2（被審人は、本件取引につき誘引目的を有していたか。）について

(1) 法第159条第2項柱書きの有価証券売買等のうちいずれかの取引を誘引する目的（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であると誤認させて有価証券売買等に誘い込む目的をいう（前掲最高裁平成6年7月20日決定参照）。

(2) そこで、被審人が本件取引につき誘引目的を有していたかについて検討する。

ア 被審人の調査段階における供述

被審人は、被審人審問において、誘引目的を否認する供述をしたものの、調査段階においては、①小口の買い注文の連続発注による株価引上げについて、確実に自分の売り注文の指値まで株価が上がるという確信をもって

いたわけではないが、他の投資家がこれにつられて買い注文を入れ、結果的に自分の高値の売り注文が約定すればいいなと思っていた、②対当売買について、自分の売り注文の一部を自分で買い付けて株価を引き上げることに、他の投資家がこれについてきて自分の売り注文を買ってくれば良いと思っていた、漠然と、こうした取引はよくないかもしれない、との思いも持っていた、③終値関与について、終値に注目して投資判断を行う他の投資家がいることや、終値を参考に翌日の取引に参加する投資家がいることは分かっていたし、ザラバと同じような小口の買い注文では、終値の引上げや下落防止には効果がないと思っていたなどと、誘引目的を認める旨の供述をした。

以下、被審人の調査段階における供述の信用性について検討する。

イ 本件取引の態様

(ア) 小口の買い注文の連続発注による株価引上げ

前記第2の4(1)のとおり、被審人は、2株から20株まで程度の単位で、成行又は高指値で買い注文を連続して発注して、直前約定値よりも高い最良売り気配に発注されている注文を買い付け、直前約定値よりも高い値段で約定させることを繰り返していたことが認められる。このように、成行又は高指値で買い注文を発注して、直前約定値よりも高い最良売り気配に発注されている注文を買い付ける取引を繰り返せば、通常、株価の上昇をもたらすことになる。

また、被審人は、その過程で、引上げ前に発注していた高指値の売り注文を約定させて売り抜けているところ（前記第2の4(1)ア(ア)から(エ)まで）、これは、株価の引上げを繰り返すことによって、株価が自然の需給関係により上昇していると誤認した投資者が高指値で買い注文を発注し、被審人の高指値の売り注文と約定することを期待していたと推認することができる。

しかも、被審人は、100株以上の単位で買い注文を発注する場合があったにもかかわらず、株価を引き上げる際には、2株から20株まで程度という小口の買い注文を連続して発注していたから、最小限の出費で効率的に株価を引き上げたいとの意図を有していたものと推認される。

さらに、被審人は、主に100株から1000株までの単位で発注した複数の下値の買い注文の一部が約定した場合にも、20株単位で、直前約定値よりも高い最良売り気配に発注されている注文を買い付け、直前約定値より高い値段で約定させることを繰り返すことにより、株価を引き上げたことがあったが（前記第2の4(1)イ）、先に発注した下値の買い注文が約定して、より安価で本件株式を買い付けられる可能性があるにもかかわらず、自ら最良売り気配に発注されている注文を買い付ける高値の買い注文をすることには経済的合理性がない。被審人の上記のような取引には、下値の買い注文を発注することにより、株価を下支えしつつ、小口の高指値の買い注文により最良売り気配に発注されている注文を買い付けることによって株価を更に引き上げたいとのより強い意図を推認することができる。

そして、前記第2の4(1)エのとおり、被審人が本件期間において株価を引き上げた件数は合計2571件、引上げ値幅合計は3545円であることも認められる。

以上によれば、被審人は、小口の買い注文の連続発注による株価の引上げを繰り返すことにより、投資者に本件株式の株価が自然の需給関係により上昇しているものであると誤認させて本件株式の売買に誘い込む目的を有していたと推認することができる。

なお、被審人は、他の投資者の売り注文によって最良売り気配が引き下がった直後に、小口の買い注文を繰り返し発注することにより、当該売り注文を約定させ、更に買い上がることによって、その都度株価を戻

したこともあったと認められる（前記第2の4(1)ウ）。このような取引には、小口の買い注文の約定によって株価の下落を阻止するだけでなく、売り注文が着実に吸収されていくほどの買い需要があるとの外観を作出することによって、投資者に本件株式の株価が自然の需給関係により下落しておらず、買い需要が高いと誤認させて本件株式の売買に誘い込む目的を有していたと推認することができる。

(イ) 対当売買

前記第2の4(2)のとおり、被審人は、本件期間（17取引日）のうち11取引日において、自身が発注した売り注文に成行又は高指値の買い注文を対当させて、合計77回にわたり約定させ、うち9取引日の合計43回にわたって、直前約定値から株価を引き上げたことが認められる。

対当売買は、実需がないにもかかわらず、自分が出した売り注文と自分が出した買い注文を対当させて出来高を作ることによって、自らの意図する株価を形成させようとするものであるから、投資者に本件株式の株価が自然の需給関係により上昇しているものであると誤認させて本件株式の売買に誘い込む目的を有していたと推認することができる。しかも、平成30年4月26日及び同月27日以外の対当売買の大半は、取引時間開始前に発注した高指値の売り注文との対当売買であり、対当売買によって株価が引き上げられることにより、他の投資者において、株価が自然の需給関係によって上昇していると誤解して、被審人の売り注文を買い付けることを期待していたものと推認される。

(ウ) 終値関与

前記第2の4(3)のとおり、被審人は、本件期間の17取引日全日において、引け条件付き成行で買い注文を発注して終値に関与したことが認められる。

しかも、被審人は、うち16取引日には午後2時45分以降に、うち13取引日には大引け間際の午後2時59分以降に、成行又は高指値で買い注文を連続して発注して約定させたことによって、直前約定値よりも株価を引き上げたことが認められるところ、大引け間際の時間帯以外に本件株式の買付けをすることに支障があったことをうかがわせる事情は認められない。

一般に、終値は、株式の価値を示す指標としてよく用いられるものであり、更に翌取引日の株価に影響を与えるため投資者に重視されるどころ、被審人が、全取引日において、引け条件付き成行で買い注文を発注して終値に関与しただけでなく、多くの取引日において、大引け間際に成行又は高指値の買い注文の連続発注・約定により株価を引き上げたことによって、終値が高値となり、本件株式の価値が上昇したとの外観が人為的に作出され、更に翌取引日の株価が高値に形成される可能性が高まることとなる。したがって、上記のような被審人の取引の態様からは、被審人が、投資者に本件株式の株価が自然の需給関係により上昇しているものであると誤認させて本件株式の売買に誘い込む目的を有していたと推認することができる。

ウ 被審人の株取引の知識、経験等

被審人は、前記第2の1のとおり、平成17年頃、株取引を開始しており、本件取引の時点で約13年間もの株取引の経験を有していた。また、平成25年頃、本件株式の取引に注力するようになるまでは、本件株式以外の株取引も行っていた。したがって、被審人は、本件取引の当時、株取引に関する一般的な知識を十分に有していたことがうかがわれる。

その上、前記第2の2のとおり、被審人は、B証券から、平成24年頃以降、複数回、終値関与について注意を受けていたから、少なくとも、数日間連続して終値に関与すれば、投資者に本件株式の株価が自然の需給関

係により上昇しているものであると誤認させることを認識していたと認められる。

エ 以上のような本件取引の態様や、被審人の株取引の知識、経験に照らせば、被審人は、本件取引について、投資者に本件株式の相場が自然の需給関係により形成されるものであると誤認させて有価証券売買等に誘い込む目的、すなわち誘引目的を有していたと推認される。

そうすると、調査段階における誘引目的を認める旨の被審人の供述は、具体的であり、上記推認に合致する上、その内容に不自然又は不合理な点もみられないから、信用することができる。

他方、被審人審問における誘引目的を否認する旨の供述は、上記推認に合致しない上、課徴金の額が被審人の予想以上に高額であり、直ちに支払うことが困難であるために否認に転じたものであり、供述が否認に転じた合理的な理由も認められるから、信用することができない。

したがって、被審人は、本件取引において誘引目的を有していたと認められる。

3 被審人の主張について

(1) 「一連の有価証券売買等」の該当性について

ア 被審人は、本件取引のうち違反行為でないものについては、法第159条第2項第1号の「一連の有価証券売買等」に当たらず、違反事実から除外されるべきである旨を主張する。

イ しかし、法第159条第2項第1号の「相場を変動させるべき一連の有価証券売買等」は、一連の有価証券売買等が全体として相場を変動させるべきものであれば足り、一連の有価証券売買等に含まれる個々の取引がそれぞれ相場を変動させるべきものであることを必要とするものではないと解される。

したがって、本件取引に含まれる個々の取引に必ずしも相場を変動させ

るべきものとはいえないものが含まれるとしても、直ちに法第159条第2項第1号の「一連の有価証券売買等」から除外すべきことにならない。

そして、前記1(2)のとおり、被審人は、本件期間を通じて、小口の買い注文の連続発注による株価引上げ、対当売買、終値関与を継続して行ったことが認められるから、本件取引は全体につき「一連の有価証券売買等」に当たると認められる。

(2) 買付関与率等について

ア 被審人は、ビートHDの企業価値や成長力に着目した継続保有目的で、本件株式を現物取引のみで購入したものであり、被審人の買付関与率は低く、株価の大幅な値上がりがあっても本件株式(約6万株)の保有を続けていたから、誘引目的はなかったと主張する。

イ しかし、被審人は、短期的に値上がりする場合に備えて、取引時間開始前に前日の終値より高い指値で売り注文を発注していた旨を供述しており、取引時間中の株価を高値に誘導すれば、自らの高指値の売り注文を約定させて利益を得ることができたから、投資者に本件株式の株価が自然の需給関係により上昇するものであると誤認させようとする動機はあったものと認められる。そして、本件株式の多くについては長期間にわたって保有していたとしても、前記2のとおり、本件取引の態様等に照らせば、被審人には誘引目的があったと推認することができる。

また、投資者に本件株式の株価が自然の需給関係により上昇するものであると誤認させて有価証券売買等に誘い込むかどうかについては、現物取引か信用取引かによって左右されるものではないところ、前記2のとおり、本件取引の態様等に照らせば、被審人には誘引目的があったと推認することができる。

さらに、前記1(3)のとおり、被審人の買付関与率は平均して1.5パーセントと低いですが、本件取引の株価上昇寄与率は平均して51.5パーセ

ントとかなり高いことが示すように、被審人は、小口の成行又は高指値の買い注文を発注して約定させることの繰り返しによる株価の引上げによって、買付関与率を上昇させずに、効率的に株価を上昇させたものであるから、買付関与率が低いからといって、誘引目的がなかったことにはならない。

(3) 成行又は高指値の買い注文の連続発注について

ア 被審人は、本件株式の株価が低いときに買い注文を発注し、更に株価が上昇するのではないかと考えて追加で買い注文を発注した旨を主張する。

イ しかし、小口の買い注文も被審人のように多数発注すれば100株程度になることがあるから、被審人は、株価が上昇し始めた段階で、少なくとも100株程度であれば買い注文を出すことが可能であったにもかかわらず、2株から20株まで程度の小口の単位で、かつ成行又は高指値で、しかも指値の場合に順次により高値となる形での買い注文を連続して発注していることには経済的合理性がない。そして、成行又は高指値で買い注文を発注して、直前約定値よりも高い最良売り気配に発注されている注文を買い付ける取引を繰り返せば、通常、株価の上昇をもたらすから、相場を変動させる可能性があるといえ、被審人の本件取引は、「相場を変動させるべき」と認められるし、投資者に本件株式の株価が自然の需給関係により上昇しているものであると誤認させて本件株式の売買に誘い込む目的を有していたと推認することができる。

(4) 対当売買について

ア 被審人は、①株価が一定程度上昇した場合には一旦売却して利益を確保したいと考えていたため、取引時間開始前に、前日の終値より一定程度高い値段で売り注文を発注していたが、株価が取引時間中に相当上昇した場合には、継続保有のために一定程度買い付けようとして、売り注文が約定したかを確認せずに買い注文を発注した結果、対当売買となることがあっ

たにすぎないから、対当売買を意図して行ったものではない、②本件期間の最後2、3日間の取引時間中に売り注文を発注したことについては、本件株式の株価がかつて経験したことの無い程度で上昇したため、被審人の売り買いの判断が混乱して対当売買となってしまったものであるから、「相場を変動させるべき」もの又は「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ」るものではないし、誘引目的もないと主張する。

イ しかし、被審人は、売り注文を発注した後に買い注文を発注する際、売り注文が（パソコンの）画面左側に出ていて、もう少しすれば売れる状態であることは認識していた旨を供述しており、自己の売り注文と約定する可能性が高いことを認識しながら、あえて買い注文を発注していたから、対当売買を意図して行っていなかったとは認められない。また、対当売買になることは画面を見て認識していたから、株価の上昇により被審人の判断が多少混乱していたとしても、対当売買を正当化することにはならない。

そして、被審人は、本件取引の当時、対当売買が適切でないという認識がなかったと供述する。しかし、前記2(2)ウのとおり、被審人は、本件取引の当時、約13年間もの株取引の経験を有しており、株取引に関する一般的な知識を十分に有していたことがうかがわれるところ、対当売買は実質的な権利の移転が生じるものではないから経済的合理性を有しない上、実需がないにもかかわらず、出来高を作ることによって、自らの意図する株価を形成させることは、株取引の一般的な知識を有していれば容易に理解できるものである。

したがって、被審人の上記供述はいずれも信用することができない。

(5) 引け条件付き成行の買い注文の発注について

ア 被審人は、毎日、大引け時に1株だけ売り注文を出す者により、株価が下落し、その結果、被審人の本件株式の資産価値が下落していたため、資産価値の値下がり防止する意図や売りが出る以上安く買おうとする意図

で発注していたものであるから、「相場を変動させるべき」もの又は「有価証券売買等が繁盛であると誤解させ」るものではないし、誘引目的もないと主張する。

イ 引け条件付き成行注文自体は許容されているものであるが、被審人は、全取引日において、引け条件付き成行で買い注文を発注しただけでなく、多くの取引日において、大引け間際に成行又は高指値の買い注文の連続発注・約定により株価を引き上げたことによって、連日の終値の価格形成により強く関与したという点において、相場を変動させる可能性があり、相場操縦行為に該当することが認められる。そして、被審人は、毎日、大引け時に1株の売り注文が出て終値が下落し、本件株式の資産価値が下落してしまうことを防止するために、引け条件付き成行で買い注文を発注していたと供述するところ、このような終値の下落を防止しようとする意図というのは、被審人の発注する引け条件付き成行の買い注文の約定によって、投資者に本件株式の終値が自然の需給関係により下落せず、翌取引日の株価が高値に形成される可能性が高いと誤認させて本件株式の売買に誘い込もうとするものであるから、むしろ誘引目的を自認するに等しいといえ、誘引目的がない旨の主張は失当というほかない。

(6) 本件期間の前半の株価下落及び後半の株価上昇について

ア 被審人は、①本件株式の平成30年4月5日の終値は203円であるが、同月19日の終値は192円であり、11円も下落している、②その後の本件株式の株価の上昇は、大量投機を目的とした一部の投資家の活動が原因であり、被審人の本件取引とも規模が異なるから、本件取引との関係はないと主張する。

イ しかし、前記1(3)のとおり、「相場を変動させるべき」とは、一連の有価証券売買等が相場を変動させる可能性があることと解されるから、現実には株式価格の変動があったことまでは必要でない。したがって、同月1

9日までの本件株式の終値が前日比で下落傾向にあった、その後の本件株式の株価上昇は他の投資家の活動が主たる原因であったなどの事情があったとしても、そのような事情が相場操縦行為該当性の認定を直ちに揺るがす事情であるとはいえない。

(7) よって、被審人の主張は、いずれも採用することができない。

4 結論

以上によれば、本件取引は、法第159条第2項第1号が規制する取引に該当し、違反事実のとおり的事実が認められる。

(法令の適用及び課徴金の計算の基礎)

被審人は、本件株式の株価の上昇による利益を享受していないにもかかわらず、本件取引後に上昇した株価から算出した課徴金を課すことは、違法な取引によって得た利益の保有を許さないという法の趣旨に反するから、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（以下「最高価格」という。）の額は、556円ではなく、被審人が実際に利得を得た期間を考慮して120円（平成30年9月から令和元年10月までの株価の平均）、150円、160円（平成30年9月から同年11月までの株価の平均）又は170円（同年5月から令和元年10月までの株価の平均）とすべきであると主張する。

しかし、課徴金制度は、相場操縦等の違反行為の抑止を図り、規制の実効性を確保するという行政目的を達成するため、違反者に対して金銭的負担を課す行政上の措置であるところ、法は、違反行為の抑止のための必要最小限の水準として、違反者が違反行為によって得た経済的利得相当額を基準としつつ、違反類型ごとに具体的な算出方法を規定しており、その算出に当たり、違反者が実際に得た利得額そのものの多寡を考慮しないこととなっている。被審人は、「当該違反行為が終了してから1月を経過するまでの間」ではなく、被審人が実際に利得を得た期間を考慮し

て最高価格の基準となる対象期間を定めるべき旨を主張するようであるが、根拠のない独自の見解といわざるを得ず、採用することができない。

また、本件取引の全てが法第159条第2項第1号の「一連の有価証券売買等」に当たることは上記のとおりである。

したがって、本件の最高価格は、違反行為が終了した平成30年4月27日から1月を経過する前の同年5月25日までの最高の価格のうち最も高い価格である556円と認められる。

以上のとおり、本件においては、被審人に、法第159条第2項第1号の違反行為が認められ、本件における課徴金の額、法令の適用及び課徴金の計算の基礎は、審判手続開始決定書の記載のとおり認められる。

したがって、法令の適用及び課徴金の計算の基礎は、別紙2のとおりである。

(※別表2から7までの添付を省略する。)

(別表1)

違反行為の状況

ビート・ホールディングス・リミテッド (東2: 9399)

(単位: 株)

違反行為期間	証券会社	売買株数	
		売付	買付
平成30年4月5日 午前9時2分36秒～	B 証 券	2,100	1,874
平成30年4月6日	B 証 券	28,215	3,741
平成30年4月9日	B 証 券	33,200	11,391
平成30年4月10日	B 証 券	600	39,684
平成30年4月11日	B 証 券	0	8,806
平成30年4月12日	B 証 券	900	989
平成30年4月13日	B 証 券	300	710
平成30年4月16日	B 証 券	600	703
平成30年4月17日	B 証 券	2,100	2,006
平成30年4月18日	B 証 券	1,200	696
平成30年4月19日	B 証 券	104	811
平成30年4月20日	B 証 券	7,100	828
平成30年4月23日	B 証 券	800	3,089
平成30年4月24日	B 証 券	300	3,341
平成30年4月25日	B 証 券	5,200	5,329
平成30年4月26日	B 証 券	22,162	15,876
平成30年4月27日	B 証 券	12,601	18,585
合計		117,482	118,459

(別紙2)

(法令の適用)

法第174条の2第1項、第8項、第159条第2項第1号、第176条第2項、
金融商品取引法施行令第33条の13第1号

(課徴金の計算の基礎)

別紙1の別表1の違反行為に係る課徴金の額の計算の基礎は以下のとおりである。

(1) 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

及び

② 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又は買付け等の数量が、当該違反行為に係る自己の計算による有価証券の買付け等又は売付け等の数量を超える場合、当該超える数量に係る有価証券の売付け等の価額から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買付け等についての法第67条の19又は第130条に規定する最低の価格のうち最も低い価格に当該超える数量を乗じて得た額を控除した額、又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

の合計額として算定。

(2) 上記(1)で算定された課徴金の額につき、法第176条第2項の規定により1万円未満の端数を切り捨てて算定。

以上につき、別紙3のとおり。

(別紙3)

別紙1の別表1に掲げる事実につき

(1) 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は、117,482株であり、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は、実際の買付け等の数量118,459株に、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(161円)で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有価証券の数量57,959株を加えた176,418株であることから、

① 当該違反行為に係る有価証券の売買対当数量(117,482株)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

(161円×100株+164円×200株+169円×200株+174円×200株
+179円×200株+184円×200株+186円×19,569株+187円×5,126株
+188円×1,354株+189円×2,222株+190円×1,198株+191円×188株
+192円×720株+193円×803株+194円×1,082株+196円×842株
+197円×900株+198円×200株+199円×1,000株+202円×1,800株
+204円×1,848株+205円×900株+206円×305株+207円×3,217株
+208円×4,983株+209円×1,352株+210円×5,000株+211円×1,300株
+212円×4,700株+213円×1,000株+214円×1,600株+215円×100株
+216円×500株+217円×300株+218円×3,200株+219円×3,210株
+220円×1,300株+221円×200株+222円×5,500株+223円×300株
+224円×800株+228円×1,500株+229円×2,700株+233円×300株
+234円×300株+237円×1,100株+238円×800株+239円×300株

$$\begin{aligned}
& +241\text{円} \times 1,260\text{株} + 242\text{円} \times 1,300\text{株} + 244\text{円} \times 552\text{株} + 245\text{円} \times 2,593\text{株} \\
& + 246\text{円} \times 500\text{株} + 247\text{円} \times 3,238\text{株} + 249\text{円} \times 1,800\text{株} + 251\text{円} \times 500\text{株} \\
& + 252\text{円} \times 1,000\text{株} + 253\text{円} \times 3,000\text{株} + 254\text{円} \times 3,099\text{株} + 255\text{円} \times 1,501\text{株} \\
& + 256\text{円} \times 2,500\text{株} + 257\text{円} \times 1,701\text{株} + 259\text{円} \times 800\text{株} + 260\text{円} \times 500\text{株} \\
& + 261\text{円} \times 900\text{株} + 262\text{円} \times 400\text{株} + 263\text{円} \times 600\text{株} + 264\text{円} \times 1,200\text{株} \\
& + 265\text{円} \times 300\text{株} + 266\text{円} \times 719\text{株} + 267\text{円} \times 800\text{株}) \\
- & (159\text{円} \times 5\text{株} + 160\text{円} \times 4\text{株} + 161\text{円} \times 57,961\text{株} + 162\text{円} \times 62\text{株} \\
& + 163\text{円} \times 21\text{株} + 164\text{円} \times 10\text{株} + 165\text{円} \times 14\text{株} + 166\text{円} \times 6\text{株} + 167\text{円} \times 16\text{株} \\
& + 168\text{円} \times 2\text{株} + 169\text{円} \times 10\text{株} + 170\text{円} \times 19\text{株} + 171\text{円} \times 5\text{株} + 172\text{円} \times 6\text{株} \\
& + 173\text{円} \times 10\text{株} + 174\text{円} \times 17\text{株} + 175\text{円} \times 29\text{株} + 176\text{円} \times 15\text{株} + 177\text{円} \times 12\text{株} \\
& + 178\text{円} \times 24\text{株} + 179\text{円} \times 18\text{株} + 180\text{円} \times 24\text{株} + 181\text{円} \times 27\text{株} + 182\text{円} \times 3\text{株} \\
& + 183\text{円} \times 18\text{株} + 184\text{円} \times 9\text{株} + 185\text{円} \times 398\text{株} + 186\text{円} \times 3\text{株} + 187\text{円} \times 337\text{株} \\
& + 188\text{円} \times 327\text{株} + 189\text{円} \times 407\text{株} + 190\text{円} \times 406\text{株} + 191\text{円} \times 5,687\text{株} \\
& + 192\text{円} \times 8,862\text{株} + 193\text{円} \times 2,393\text{株} + 194\text{円} \times 5,507\text{株} + 195\text{円} \times 7,467\text{株} \\
& + 196\text{円} \times 2,830\text{株} + 197\text{円} \times 3,267\text{株} + 198\text{円} \times 2,905\text{株} + 199\text{円} \times 1,931\text{株} \\
& + 200\text{円} \times 2,022\text{株} + 201\text{円} \times 4,546\text{株} + 202\text{円} \times 2,509\text{株} + 203\text{円} \times 2,726\text{株} \\
& + 204\text{円} \times 2,624\text{株} + 205\text{円} \times 446\text{株} + 206\text{円} \times 111\text{株} + 207\text{円} \times 188\text{株} \\
& + 208\text{円} \times 123\text{株} + 209\text{円} \times 188\text{株} + 210\text{円} \times 150\text{株} + 211\text{円} \times 50\text{株} \\
& + 212\text{円} \times 76\text{株} + 213\text{円} \times 83\text{株} + 214\text{円} \times 98\text{株} + 215\text{円} \times 65\text{株} + 216\text{円} \times 27\text{株} \\
& + 217\text{円} \times 36\text{株} + 218\text{円} \times 27\text{株} + 219\text{円} \times 15\text{株} + 220\text{円} \times 23\text{株} + 221\text{円} \times 12\text{株} \\
& + 222\text{円} \times 21\text{株} + 223\text{円} \times 66\text{株} + 224\text{円} \times 23\text{株} + 225\text{円} \times 3\text{株} + 226\text{円} \times 32\text{株} \\
& + 227\text{円} \times 61\text{株} + 228\text{円} \times 21\text{株} + 229\text{円} \times 6\text{株} + 230\text{円} \times 15\text{株} + 231\text{円} \times 15\text{株}) \\
= & 4,438,898\text{円}
\end{aligned}$$

及び

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（176,418株）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（117,482株）を超えていることから、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（556円）に当該超える数量58,936株（買付け等の数量176,418株－売付け等の数量117,482株）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

(556円×58,936株)

－ (185円×5株+186円×149株+187円×1,075株+188円×1,872株
+189円×2,182株+190円×943株+191円×1,183株+192円×1,584株
+193円×902株+194円×619株+195円×297株+196円×320株
+197円×322株+198円×338株+199円×188株+200円×64株
+201円×3株+202円×27株+203円×96株+204円×30株+205円×52株
+206円×34株+207円×109株+208円×131株+209円×26株
+210円×5株+211円×95株+212円×397株+213円×547株
+214円×430株+215円×1,090株+216円×627株+217円×1,601株
+218円×1,217株+219円×1,419株+220円×656株+221円×466株
+222円×303株+223円×179株+224円×178株+225円×186株
+226円×64株+227円×152株+228円×125株+229円×153株
+230円×121株+231円×10株+232円×80株+233円×785株
+234円×527株+235円×713株+236円×556株+237円×368株
+238円×1,759株+239円×750株+240円×1,805株+241円×2,440株
+242円×1,815株+243円×1,200株+244円×990株+245円×1,087株
+246円×1,797株+247円×689株+248円×788株+249円×791株
+250円×930株+251円×1,646株+252円×1,750株+253円×1,264株

$$\begin{aligned} &+254\text{円}\times 1,104\text{株}+255\text{円}\times 845\text{株}+256\text{円}\times 949\text{株}+257\text{円}\times 1,528\text{株} \\ &+258\text{円}\times 1,551\text{株}+259\text{円}\times 1,250\text{株}+260\text{円}\times 1,803\text{株}+261\text{円}\times 577\text{株} \\ &+262\text{円}\times 577\text{株}+263\text{円}\times 891\text{株}+264\text{円}\times 355\text{株}+265\text{円}\times 149\text{株} \\ &+266\text{円}\times 67\text{株}+267\text{円}\times 98\text{株}+268\text{円}\times 90\text{株}) \\ = &19,137,995\text{円} \end{aligned}$$

の合計額23,576,893円となる。

- (2) 法第176条第2項の規定により、上記(1)で計算した額の1万円未満の端数を切り捨てて、23,570,000円となる。