

# 香港の資産運用会社等による 不公正取引事案について

証券取引等監視委員会事務局 証券調査官

海野昌司

証券調査官

長谷川紘之

## 1 事案の概要

### (1) はじめに

香港の証券先物委員会 (The Securities and Futures Commission, 以下、「香港SFC」という) は、本年9月15日に、香港SFCより業者としての許認可を受けている資産運用会社であるOasis Management (Hong Kong) LLC (以下、「オアシス」という) および同法人の最高運用責任者であるSeth Hillel Fischer氏 (以下、「フィッシャー氏」という) 個人に対して、これらの者が平成18年に日本の証券市場において株式会社日本航空 (以下、「JAL」という) 株式に関して行った行為が業者としての適格性 (the fitness and properness) を欠くおそれがあるとして、それぞれ香港法令上の戒告処分および750万香港ドルの制裁金 (計1,500万香港ドル、当時の為替レートで計約1億4,700万円) を課した旨、発表した。

本件については、証券取引等監視委員会 (以下、「監視委」という) の取引審査を端緒として、監視委が香港SFCに取引に関する情報とともに、日本における規制や取引慣行についての資料等を継続して提供するなど、監視委と香港SFCとの緊密な連携の結果、今般

の香港SFCによる処分に至ったものである。

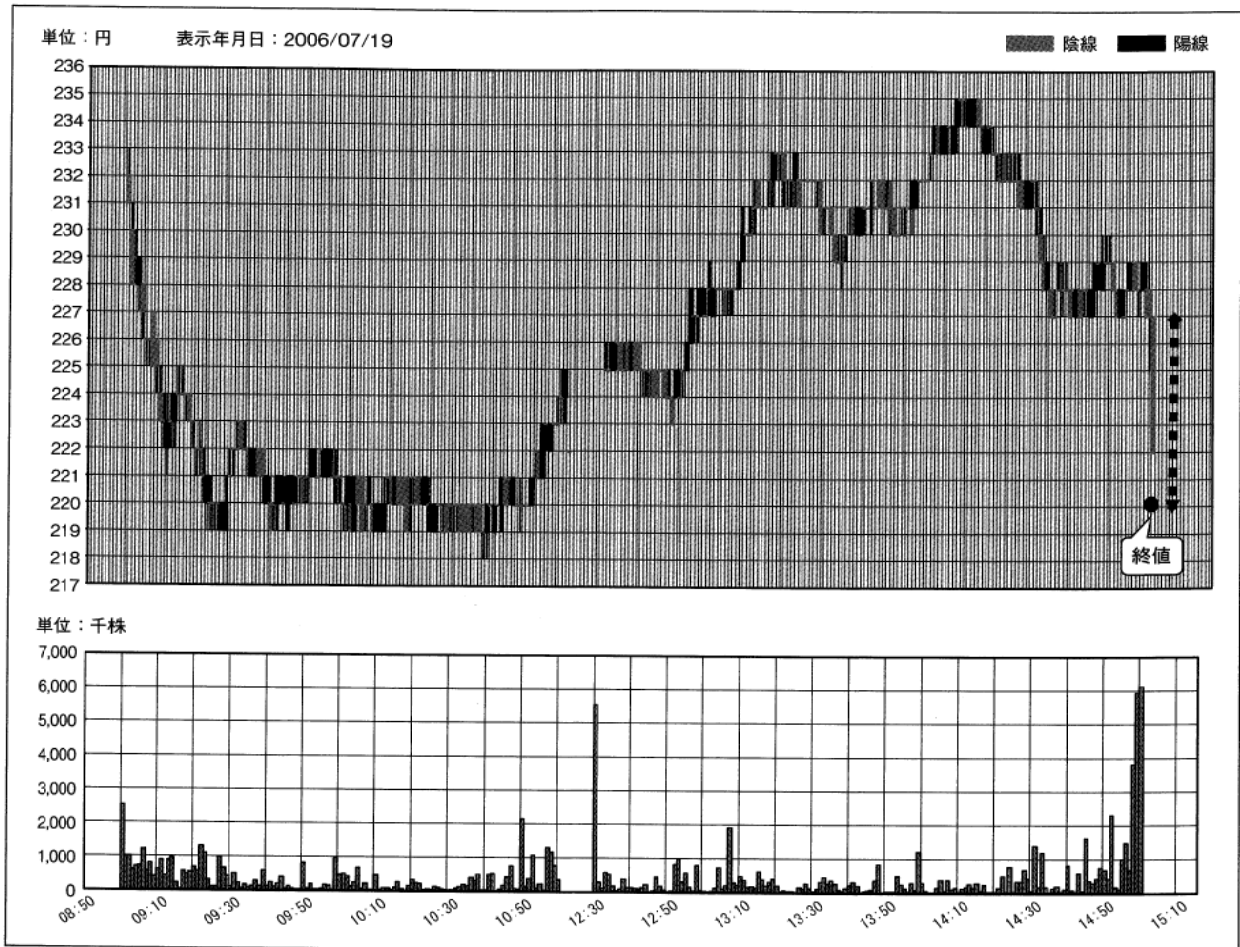
筆者らは、監視委事務局取引調査課国際取引等調査室の職員として本件に関与する機会を得たものであるが、日本市場で行われた相場操縦が疑われる行為でありながら行為者が国外に所在していたこと、問題の行為がきわめて短時間に大規模に行われ、JAL株式という取引量の多い株式であるにもかかわらず株価が急激に変動していること、かつ、流通市場における株価のみならず発行市場における公募増資の発行価格に多大な影響を与えたことなどの問題点を含む事案であり、参考になる点もあると思われるため、これらについて解説を試みたい<sup>(1)</sup>。

### (2) 取引の概要

フィッシャー氏がオアシスのトレーダーとして、オアシスの運用するファンドの計算で行った取引 (本稿においては、かかる取引を、便宜上単に「オアシスの取引」と表記する) の概要は次のとおりである。

オアシスは、平成18年にJALの公募増資が公表された後に、同社新株の募集に大量の申込みを行った上、同社が公表した発行価格を決定する期間の初日であった同年7月19日<sup>(2)</sup>以降に、次の行為を行った。

【図表1】 株式会社日本航空（東証）1分足チャート



- (i) 大引け<sup>(3)</sup> 15分前から数回に分割して大量の引成<sup>(4)</sup>の買い注文を発注した。
- (ii) 上記(i)の引成の買い注文を大引け直前に一斉に取り消した。
- (iii) 大引け前の5分間に、JAL株式の大量の空売り<sup>(5)</sup>を行った<sup>(6)</sup>。
- (iv) オアシスは、一連の空売りの決済日において、その約定分の約7割という大規模なフェイル<sup>(7)</sup>を発生させた。
- (v) 公募の株式の割当てを受けた後、当該公募株券により当該フェイルの約5割を解消させた。

なお、一連の取引が行われた同日の大引け前15分間のJAL株式の取引量は、大引けにか

けて増大<sup>(8)</sup>しており、また、JAL株式の株価についても大引け直前のわずか1分間で、227円から220円まで急落した【図表1】。この結果、上記公募増資のJAL株式の発行価格は、211円に決定した。オアシスは、上記公募増資において大量の申込みを行っており、かかる申込みにより割当てを受けるJAL株式を上記下落により安くなった発行価格で取得し、その取得した株式を空売りの決済等に用いることにより、空売りの売値と発行価格の差額分の利益を確保した。

## 2 旧証券取引法の適用関係

前記1(2)のオアシスの取引は、証券取引

法（当時）（以下、「旧証券取引法」という）<sup>(9)</sup>に違反していたものと考えられる。

### (1) 旧証券取引法の相場操縦規制の適用について

旧証券取引法・金融商品取引法のクロスボーダーでの適用範囲については諸説あるが、いずれの見解によっても、本件のように国内の証券市場において執行され、国内の投資家が誘引された相場操縦行為について、発注者が国外にいることを理由に同法の規制が及ばないとは解されず、本件のような取引について、旧証券取引法の不公正取引を規制する規定の適用があることについて異論はない。

### (2) 旧証券取引法159条違反該当性

#### ① 見せ玉（誘引目的）

約定する意図のない注文の発注で、他人の取引を誘引する意図でなされるものは「見せ玉」と呼ばれ、旧証券取引法159条2項1号の禁ずる現実取引による相場操縦行為の典型例である。同号に反する行為に該当するためには、有価証券の売買等の取引を誘引する目的

（誘引目的）<sup>(10)</sup>をもって行われる必要がある。

前記(2)(i)に記載した引成買い注文は、以下の理由により、誘引目的を持って出された注文であり、見せ玉に該当し、旧証券取引法159条2項1号違反に該当すると考えられる。

まず、オアシスの引成買い注文は、前記1(2)(ii)のとおり、取引時間の終了直前に一斉にすべて取消しがなされている。そもそも引成買い注文・取消しの数量自体も異常であり、数分間という短時間においてJAL株式について大量の買いから売りへ投資判断が変更される合理的な理由もなく、取り消された引成買い注文はそもそも約定させる意図がなかったものと考えられる。

次に、なぜ引成買い注文が他の投資家を売買取引に誘い込むといえるかについて説明する。引成買い注文は、ザラバ<sup>(11)</sup>における買い注文を誘引する効果を有する。なぜなら、引成買い注文は、引け時点における買いの需要であり、その需要が大きければ、引けにかけてのその銘柄の株価の上昇が見込まれるとの印象を投資家に与え、かつ、引けで高く売

(1) 本稿において意見にわたる部分は、筆者らの個人的見解であって、監視委の見解ではない。

(2) 当時の実務慣行では、発行価格は、公表された発行価格決定期間の初日の終値から数%のディスカウントをすることにより決定されていた。

(3) 大引けとは、その日の取引の最後に成立する売買をいい、午後3時において執行されることになる。引けでの注文は、オークションではなく、板寄せ方式と呼ばれるセリにより約定する。

(4) 引成注文とは、引けで執行することを条件とする成り行き注文をいう。成り行き注文とは、値段にかかわらず売買する旨の注文を指す（値段を定めて売買する旨の注文は、指値注文という）。したがって、引成の買い注文は、引けにおいて、株価がどんなに高くても買うという注文であるから、相当の確率で約定する。

(5) 前記1(2)(iii)の大量の空売りには、ザラバ（脚注11参照）での成り行き売り、指値売り注文の他、引成の売り、引け指値売り注文も含まれていた。

(6) これらの空売りには、直近公表価格以下での空売りを禁じる日本の証券取引法（当時）に違反するものも含まれていた。

(7) フェイルとは、決済期日に売り手から買い手に対する証券の受渡しが行われない事態のことをいう。

(8) JAL株式については、大引け15分以前（14:45以前）の1分間当たりの出来高は、【図表1】に示されるように、およそ50万株から100万株程度であったが、大引け直前の1分間における出来高は、14:48に約400万株、14:59には約600万株にまで増加していた。

(9) 現金融商品取引法。上記の行為が行われた平成18年7月時点における法律名は、証券取引法であった。なお、旧証券取引法157条および同159条について、現時点までに本稿で論じる問題点に直接影響する改正はない。

(10) 旧証券取引法第159条2項の「取引を誘引する目的」（誘引目的）の解釈を示した唯一の最高裁判所判例である協同飼料事件判決では、最高裁判所は、誘引目的を「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市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的」と解釈している（最判平6.7.20裁判集刑事48巻5号201頁）。

却することができると思わせてザラバで株を取得する動機を与えることになる<sup>(12)</sup>。現実には、オアシスの大量の引成買い注文を受けて、その後取消しまでの時間帯についてザラバでのJAL株式の新規の買い注文が急激に増加しており、一部の投資家は、JAL株式の売買が繁盛であると誤解して、ザラバでの買い注文を発注したと思われる。

この点、本件では、通常の買い見せ玉事案と異なり、高値での売り抜けはなく、相場操縦ではないのではないかとの疑問も生じうる。確かに、通常の買いの見せ玉は、高値での売り抜けをその目的とするものであるが、引成買い注文、その取消しおよび大量の空売りというオアシスの一連の発注を見ると、前記1(2)(i)の引成買い注文の目的は、同(ii)により一気に取り消すことにより、当該引成買い注文をあてにしてザラバで株式を取得した投資家を失望させたい、慌てて売却(いわゆる狼狽売り)をさせるといった、JAL株式の株価を引き下げのための一段階に過ぎず、株価を引き下げのために売却させる株式(いわゆる種玉)を投資家に取得させるとの取引を誘引することであったと考えられる。

なぜ同(ii)の取消し直後に投資家がザラバで買い付けた株式を狼狽売りするかについて補足すると、(x)投資家の中には翌日までポジションを繰り越すことが認められない者がおり、そのような投資家が引けで売却する意図でザラバにおいて買い付けた株式について何としてもその日のうちに処分しなければならぬ状況に陥り、売値にかかわらず売

却せざるをえない状況に追い込まれたものと考えられるし、さらに(y)上記のような制約のない投資家であっても、②に記載する売り崩しにより、急激に値下がりがしたことから慌てて売却したものと考えられる。

## ② 売り崩し

オアシスは、前記1(2)(iii)のとおり、引成買い注文の取消し後に大量の空売りを行っているが、これらの売り注文についても他の投資家の売買を誘引する目的で行われた注文が大量に含まれていると考えることができる。

①の見せ玉と異なり、大量の空売り注文については、取消しを行っていたわけではなく、必ずしも約定の意思がない注文ではない。しかしながら、直近の公表価格を下回る価格での売り注文を大量に発注するとともに、直近の公表価格を上回る価格での売り注文も大量に発注し、未約定となった売り注文を大量に残している<sup>(13)</sup>ことから、これら一連の空売りの発注について経済合理性が認められず、むしろ、株価を引き下げたいという意図が見受けられる。また、前述の終値を引き下げることによりその分利益を得ることができるという客観的な状況を考慮すると、①で述べた他の投資家の狼狽売りを誘引する目的があったことは明白であり、前記1(2)(iii)の売りも旧証券取引法159条2項1号違反と解することができよう。

## (3) 旧証券取引法157条該当性

さらに、前記1(2)記載のオアシスの一連

<sup>(11)</sup> ザラバとは、証券取引所の寄り付き(一日の取引や後場の取引の最初に成立する売買)から引け(前場または後場の取引の最後に成立する売買)の間の時間帯のことをいう。ザラバでの取引は、条件のあったものから売買を成立させていくオークション方式で行われる。

<sup>(12)</sup> 一般的に、大量の成り行き買い注文は、売り注文を誘引するものであり、大量の引成の買い注文は、引けの売り注文を誘引するものと考えられている。

<sup>(13)</sup> このような大量の注文は、その注文の価格を超えて株価が上昇しないようにする手段となっている、いわゆる門(かんぬき)と考えられ、相場操縦で用いられる手法の一つでもある。

の行為は、有価証券の売買についての「不正の手段」に該当するものとして、証券取引一般について法益侵害の可能性のある不正行為を一般的かつ包括的に禁止する旧証券取引法157条にも違反していたものと考えられる。

旧証券取引法157条1号に関する刑事事件で、最高裁判所は、「不正の手段」(事件当時の旧証券取引法58条1号。本件の旧証券取引法157条1号と同じ規定)とは、「有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上不正と認められる一切の手段」としている(最決昭40.5.25裁判集刑事155号831頁)<sup>(14)</sup>。本件のオアシスの一連の行為が「社会通念上不正と認められる」場合は同条違反といえるものと解される<sup>(15)</sup>。

この点、前記1(2)記載のオアシスの一連の取引の目的は、(a) 公募増資に大量の応募をしたうえで、(b) 上記の見せ玉や売り崩しにより公募株式の価格決定日の終値を引き下げることにより、公募株式を安く手に入れることができるようにし、(c) 取得した株式を空売りの決済または借株の決済に用い、一体として行うこれらの行為の結果として空売りの売値と発行価格の差額分の利益を確保することであった。オアシスは、公募増資に応募しつつ、空売りを行うことにより利益を得

る<sup>(16)</sup> ことに加えて、見せ玉および売り崩しにより他の投資家を巻き込んで発行価格を人為的に引き下げることにより得られる利益を拡大したものである。かかる売り崩しにおいて用いられた空売りにおいては、当時の空売り規制違反となる行為も含まれているうえ、空売りの決済において大量のフェイルを起こしており、その点でも市場に混乱を生じさせるなど取引態様も無責任かつ悪質である。さらに、その影響についても、流通市場において相場操縦行為により投資家に損害を生じさせたことに加えて、発行会社の資金調達額は不当に大幅に減額されることにより発行市場にまで悪影響を及ぼしている。

このように、オアシスの行為のうち、見せ玉や売り崩しについては、公募増資のメカニズムを利用し利益を得ようとした一体として行われた取引の一環に過ぎず、公募への申込み、発行価格決定日の終値の引下げおよび割当株式による決済を一体の行為として捉えることが適当である。そして、これらの行為は、態様も悪質であり、発行市場および流通市場の双方に多大な影響を与えている。

かかる行為態様や影響の大きさも考慮すると、見せ玉等の発注行為のみを取り出して旧証券取引法159条2項のみを適用することでは



十分ではない。旧証券取引法157条が謙抑的に運用されてきたことを踏まえてもなお、取引全体のスキームである公募増資の申込みから割当を受けた新株による決済にいたるまでの一連の取引につき、「社会通念上不正な行為」として「不正の手段」として旧証券取引法157条を併せて適用すべきと考えられる。

### 3 本件に対する監視委および香港SFCの対応

#### (1) 香港SFCが処分するに至った経緯

前記のとおり、オアシスの行為は、旧証券取引法に違反するものと解されるが、本件では、後述のとおり香港SFCが処分を行っている。このことは、監視委がオアシスに対して旧証券取引法の適用ができなかったことを意味するものではない。

監視委は、国外に所在する者によって国内の証券市場で行われた不正取引につき、事案の悪質性、調査に要する人的・物的コスト、処分の実効性、海外当局の対応等を総合的に勘案し、海外当局と密接に連携しながら監視委が主体となって調査・処分を行うか、海外当局への調査要請とともに現地での処分に協力をするかも含めて、事案ごとに最も適切な対応を取ることとしている。

前述のとおり、本件は、監視委の取引審査

を端緒として発覚した事案であるところ、当初、監視委が日本法に従って課徴金納付命令の勧告または告発を行うことを念頭において、香港SFCに対して情報提供および調査に対する協力を依頼し、双方で協議を進めていた。もっとも、監視委がオアシスらに対する処分を行うためには、関係者（必ずしも協力的とは限らない）からの事情聴取を含め、香港での現地調査が避けられないが、現地での調査実施については、国家主権の関係から一定の制約に服するほか、費用や時間等のコストを要することになる。

そのような状況の中、上記の当局間の協議の過程において香港SFCの姿勢が現地法での処分について非常に前向きであったことや監視委がみずから現地調査を行う場合の上記の制約・コスト等を総合的に勘案し、香港SFCと協議した結果、香港SFCが調査および処分をすることとなったものである。

#### (2) 監視委からの協力

香港SFCが調査および処分をするに際して、監視委は、香港SFCの求めに応じて全面的に情報提供に協力した。

一般的に、海外当局と情報交換をし、協力を求める場合には、外国法令上の検討の他、日本の法制度、取引慣行について、海外当局の理解および納得を得る必要がある。海外当

<sup>(14)</sup> 同事件の控訴審判決では、「不正の手段」を「詐欺的行為、すなわち、人を錯誤におとしいれることによって、自ら、または他人の利益をはかるうとすること」と限定的に解していたところ（東京高判昭38.7.10判決）、最高裁判所はかかる高等裁判所の解釈を採用せず、条文上の「不正」という文言に忠実に、広く「社会通念上不正と認められる一切の手段」と判示した。

<sup>(15)</sup> 旧証券取引法157条は、文言が抽象的であり、犯罪構成要件としての明確性に欠けるおそれがあるとして、謙抑的な運用がなされており、過去の適用事例はきわめて少ない。

<sup>(16)</sup> 公募増資に際して、その公表後に当該銘柄の空売りを行い、空売りに係る借株の決済を募集株式の割当を受けることによって行うことで、公募増資公表後に株価が下落するケースが相次いでいたため、本年12月施行の金融商品取引法に関する政令および内閣府令の改正により、公募増資公表後、新株の発行価格決定までの間に空売りを行った場合には、募集・売出しに応じて取得した有価証券によって空売りに係る借株の決済を行うことが禁止されることとなった。

<sup>(17)</sup> 証券監督者国際機構（IOSCO）が採択している証券規制当局間の多国間情報交換枠組み（多国間MOU）等がある。監視委の作成した「証券取引等監視委員会の活動状況（平成23年6月）」146頁・147頁をご参照頂きたい（監視委ホームページにて閲覧可能）。

局との間では、情報提供の枠組み<sup>(17)</sup>があるとはいえ、海外当局もその情報開示の必要性がない場合に開示できない。さらに、本件のように、日本における行為について海外当局が行う調査に協力する場合には、その処分の根拠となる事実・違法性について詳細に説明して理解を得る必要がある。

例えば、法令、制度および取引慣行が異なる場合には、それらを正確に説明して理解を得る必要があり、本件においても、取引データや法令の適用等についてはもちろんのこと、香港においてその概念がなかった「引成注文」の意義や、取引の誘引の有無に関していわゆる板の状況を投資家が知ることができるかどうか等の取引慣行についても香港SFCより説明を求められ、監視委は資料を作成・提供するなどして先方の理解を得たものである。

### (3) 香港SFCによる処分

前記(2)の協力等の結果、前記のとおり、本年9月15日に、香港SFCは、オアシスおよびフィッシャー氏に対して、香港法令上の戒告処分および各750万香港ドルの制裁金を課す処分を行った。香港SFCの担当者によると、750万香港ドルの制裁金は、個人に対する制裁金として過去最高水準であるとのことである。香港SFCは、オアシスおよびフィッシャー氏に相場操縦を行う意図があったことまで明確に認定しているものではないものの、監視委からの情報提供を踏まえて、フィッシャー氏により執行された前記のオアシスの一連の行為が、JAL株式の同日の終値を引き下げようとする意図を有するものであること、および、オアシスの運用するファンドがみずから引き下げた終値に基づいて算出される発行価格でJAL株式の公募株券を取得することにより利益を上げることができた状況であったことを認定

し、これらの客観的事実から、香港法上、オアシスおよびフィッシャー氏が香港SFCの監督する業者としての適格性を欠くおそれがあると判断した。

今回の事案は、国外のプロ投資家が国外から国内市場において不公正取引を行っても、監視委と海外当局の協力体制により処分を行うこと、クロスボーダー取引に対する監視体制が機能していることを示した点で意義深いものである。監視委としては、本件調査における実務上の困難があるなかで、香港SFCが、監視委からの様々な情報提供等を踏まえ、日本の法令・取引慣行も勘案して、慎重な調査・検証を行ったうえで、前記処分を行ったことを高く評価している。

## 4 クロスボーダー事案への今後の対応について

監視委においては、近年のクロスボーダー取引や市場参加者の国際的活動の日常化に対応して、クロスボーダー事案に対する市場監視を強化している。そして、クロスボーダー事案については、今後とも、個別の事案に応じて、事案の悪質性、調査に要する人的・物的コスト、処分の実効性、海外当局の対応等を総合的に勘案し、海外当局と密接に連携しながら監視委が主体となって調査・処分を行うか、海外当局への調査要請とともに現地での処分に協力をするかも含めて、事案ごとに最も適切な対応がなされることになると考えられる。

海野昌司 (かいの まさし)  
証券取引等監視委員会事務局 証券調査官。

長谷川紘之 (はせがわ ひろゆき)  
証券取引等監視委員会事務局 証券調査官。