

危機管理 INSIGHTS Vol.24

引値保証取引と相場操縦

2025 年 7 月 2 日

弁護士 山口 亮子

目次

1. はじめに
2. 事案の概要
 - (1) 背景
 - (2) 本件取引の概要
3. 判決の概要
 - (1) 誘引目的の意義等について
 - (2) 本事案における誘引目的の有無
4. 所見

1. はじめに

2025 年 6 月 27 日、金融庁が 2018 年 6 月 11 日に決定した相場操縦事案の課徴金納付命令事件（[日東電工\(株\)株式に係る相場操縦に対する課徴金納付命令の決定について：金融庁](#)）に係る取消訴訟の判決がありました。

当該課徴金納付命令の違反事実は、大要、原告が A 社株式（以下「本件株式」といいます。）について、同株式の売買を誘引する目的をもって、2013 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 2013 年 9 月 25 日を「本件取引日」といい、本件取引日午後 2 時 59 分 30 秒から同日午後 3 時までの間を「本件取引期間」といいます。）、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、本件株式の売買等が繁盛であると誤解させ、かつ、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（以下、本件取引期間における原告の本件株式の取引を「本件取引」といいます。）というものです。

本稿では当該事案及び判決の概要について解説いたします。

2. 事案の概要

(1) 背景

本件取引日までに、以下の事象が発生していました。

- 2013 年 9 月 6 日、株式会社日本経済新聞社が同月 26 日に本件株式を日経平均株価の構成銘柄として組み入れることを公表した。
- 原告は複数の証券会社との間で本件株式合計 1517 万 3000 株を 2013 年 9 月 25 日の終値（引値）で各証券会社に売り渡すという引値保証取引の合意をした。
- 当時の東京証券取引所自主規制法人（現在の日本取引所自主規制法人）は、引値保証取引等に関するガイドラインを定めていた。当該ガイドラインは、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、自主規制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とされており、主に以下の行為形態を注視しているとしていた。
 - 事前ヘッジの総数量（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）
 - 立会終了接近時におけるヘッジ数量等（立会終了前 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されていないか）
 - 買上がり（午後立会終了前 15 分以内に直前約定価格又は気配価格を上回る価格での買い注文・成行注文の発注を反復・継続して行っていないか）
 - 終値形成への関与（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）
- 証券会社各社においては、本件取引当時、上記ガイドライン等を踏まえて引値保証取引等に係る社内ルールを作成しており、大引け 15 分前の買付けなど、大引けに近接した時間帯の発注を行うにあたり、過度なマーケット・インパクトが生じないように配慮する旨や、発注数量や執行・注文形態に注意する旨を定めていた。

(2) 本件取引の概要

原告は、本件取引期間において、118 回にわたり、合計 919 万 8100 株の買い注文を発注しました。当該 118 回の買付注文のうち、成行注文が 105 回、高指値の注文が 12 回でした。

本件取引期間中に市場において取引が成立した本件株式の数は 1120 万 3200 株であったところ、原告はそのうち 788 万 6900 株分の買付けを約定させており、本件取引期間における原告の買付関与率は約 70.4%でした。

3. 判決の概要

本事案の主たる争点は誘引目的の有無であるところ、誘引目的の意義や判断基準、本事案における誘引目的の有無について裁判所は以下のとおり判示しました。

(1) 誘引目的の意義等について

- 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市場における有価証券の売買取引に誘い込む目的をいう。
- 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、有価証券市場における他の投資者に人為的操作がないと誤認させ、それに基づいて当該投資者が取引に参加する可能性があることを認識しながら、人為的な操作を加えて相場を変動させる意図に基づいて取引をすれば足りる。
- 人為的な操作を加えて相場を変動させる意図に基づいて相場を変動させるべき取引（変動取引）をする者は、他の投資者に自然の需給関係により形成された相場であると誤認させ、それに基づいて当該投資者が取引に参加する可能性があるということについても認識しているといえることができる。
- 誘引目的が認められるか否かについては、人為的な操作を加えて相場を変動させる意図があるか否かを中心に検討すべきであり、当該意図があるか否かについては、取引（変動取引と密接に関連する他の取引を含む。）の内容や態様、取引の前後の事情等のほか、取引の動機その他行為者の認識等を総合的に勘案して判断すべきである。
- 有価証券の売買取引を行うこと自体に現実の需要がある場合であっても、有価証券市場における売り注文又は買い注文の時期、数量、価格や方法等の態様によっては、相場が人為的に変動させられることがあるし、「ある投資者にとって」リスクを最小化し、あるいは利益を最大化させるという観点から最適な又は合理的な注文方法等であったとしても、相場が人為的に変動させられることがあるのであって、これらによって、他の投資者の期待や信頼が裏切られ、有価証券市場の公正性、健全性が害されるおそれがあることからすると、そのような取引を行うことと誘引目的とは併存・両立し得るといえる。したがって、有価証券の売買取引を行うこと自体に現実の需要があることや、「ある投資家にとって」リスクを最小化し、あるいは利益を最大化させるという観点から最適な又は合理的な注文方法等であるということだけでは、誘引目的が直ちに否定されるものではない。

(2) 本事案における誘引目的の有無

裁判所は以下のとおり判示して、本事案では人為的な操作を加えて相場を変動させる意図があったものと認められ、本件取引は誘引目的をもって行われたものと認めることができるとしました（見出しは筆者による。）。

① 本件取引前の事情

原告は、本件取引期間の直前までに、証券会社との間で積極的に引値保証取引を締結し、その結果、1517万3000株という、他のファンドによる引値保証取引の規模等と比べて格段に多いのみならず、本件株式の想定買入株数の約8割にもよる圧倒的な規模の株式の引渡債務を負うこととなり、これにより、銘柄入替えに伴う本件株式の買い需要の大半を原告一社に集中させて大口トレーダーとなり、相場を支配することのできる地位を得、さらに本件取引期間開始時において、予想される買入株数の5割近くにもなる本件株式884万5800株の買い注文を出す必要性を残存させることにより原告が相場を支配し、終値の価格上昇を引き起こすことが可能となり得る状況を人為的に作り出した。

② 本件取引の内容や態様

原告は大引けまでの30秒間という短い時間である本件取引期間中、合計919万8100株もの大量の買い注文を成行又は直前約定値より相当な高指値により、連続的に行ったものであり、これは先回り投資家の売り需要等を考慮してもなお、注文の時期、数量、価格や方法等に照らし、客観的にみて、本件株式の株価を上昇させ、終値を高値に形成する蓋然性が極めて高いものであって、実際、本件取引は、相場を支配し、売り注文を買いさらって株価を上昇させて終値をストップ高の高値に形成したものであった。

③ 原告の認識

大引け直前に成行又は高指値での大量の買い注文を反復・継続して行うことは、マーケット・インパクトが大きいばかりか、相場操縦の疑いがある行為であるなどとして、本件取引当時ガイドラインや各社の証券会社の社内ルール等において規制されており、日経平均株価の構成銘柄入替えに伴い本件株式を調達した他の証券会社等は、本件ガイドラインや各社の社内ルール等を踏まえ、本件取引期間中には成行や高指値での発注をほとんど行わなかったところ、原告は、上記のようなガイドラインやこれに沿った市場関係者の取引姿勢を認識するとともに、本件取引が株価を高値に形成するなど、終値に多大な影響を与える蓋然性の高いものであることはもとより、相場操縦に当たる行為として規制の対象となり得るものであることを十分認識していた。また、マーケット・インパクトを抑えることができるなどの理由から、銘柄入替えに伴い、買付けを行う市場関係者の多くが買い注文の一部を引け条件付きで発注していることについても十分認識していた。それにもかかわらず、原告は引け条件付き買い注文を一切行わず、本件株式の株価を上昇させ、終値を高値に形成する蓋然性が極めて高い本件取引をあえて行ったものであり、利益の最大化を優先して、株価を変動（上昇）させる意図ないし動機の下、本件取引を行ったことがうかがわれる。

4. 所見

判決は、上記3(1)に記載のとおり判断基準で誘引目的の有無について判断しています。主なポイントとしては、

- 取引前の事情として、原告が積極的に引値保証取引を締結して本件株式の買い需要の大半を原告に集中させ相場を支配することのできる状況を作り出したこと。

- 取引の内容・態様として、大引けまでの 30 秒間に大量の買い注文を成行又は高指値で行ったこと。
- 行為者の認識として、ガイドラインや他の市場関係者の取引姿勢の認識、本件取引が相場操縦として規制の対象となり得る行為であることの認識、市場関係者の多くが買い注文の一部を引け条件付きで発注していることの認識を認定したうえで、それにもかかわらず、引け条件付きの買い注文を行わず、本件取引を行ったことから、株価を上昇させる意図ないし動機があったこと。

を認定しており、その結論は妥当と考えられます。

また、本論とは離れますが、本事案では課徴金の算定方法も争点となっており、金商法が定める「130 条に規定する最高の価格」（金商法 174 条の 2 第 1 項 2 号ロ（1））には ToSTNeT-1 において成立した価格も含まれることも判示しています。

なお、本稿のうち意見にわたる部分は著者の個人的見解であり、著者の現在所属し、又は過去に所属した団体の見解ではないことを申し添えます。

Author

弁護士 山口 亮子（三浦法律事務所 パートナー）

PROFILE：2005 年弁護士登録（2020 年再登録、第二東京弁護士会所属）、16 年～18 年金融庁証券取引等監視委員会において、インサイダー取引、相場操縦等の不公正取引の調査に従事。2020 年 7 月から現職。

本ニュースレターは、法務等に関するアドバイスの提供を目的とするものではありません。具体的な案件に関するご相談は、弁護士等の専門家へ必ずご相談いただきますよう、お願いいたします。また、本ニュースレターの見解は執筆者個人の見解であり、当事務所の見解ではありません。