

香港の資産運用会社等による不公正取引事案への対応

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

香港当局による公表

香港の証券先物委員会 (The Securities and Futures Commission) 以下「香港のSFC」) は2011年9月15日に、香港

SFCより許認可を受けている資産運用会社Oasis Management (Hong Kong) L.L.C (以下「オアシス」) および同法人の最高運用責任者であるSeth Hillel Fischer氏 (以下「フィッシュラー氏」) 個人に対し、これらの者が06年に日本の証券市場において株式会社日本航空 (以下「JAL」) 株式に関して行った行為が業者としての適格性 (the fitness and propriety) 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1500万香港ドル、当時の為替レートで計約1億4700万円) を課した旨、発表した。

本件は、証券取引等監視委員会 (以下「監視委」) の取引審査を端緒として、監視委が香港

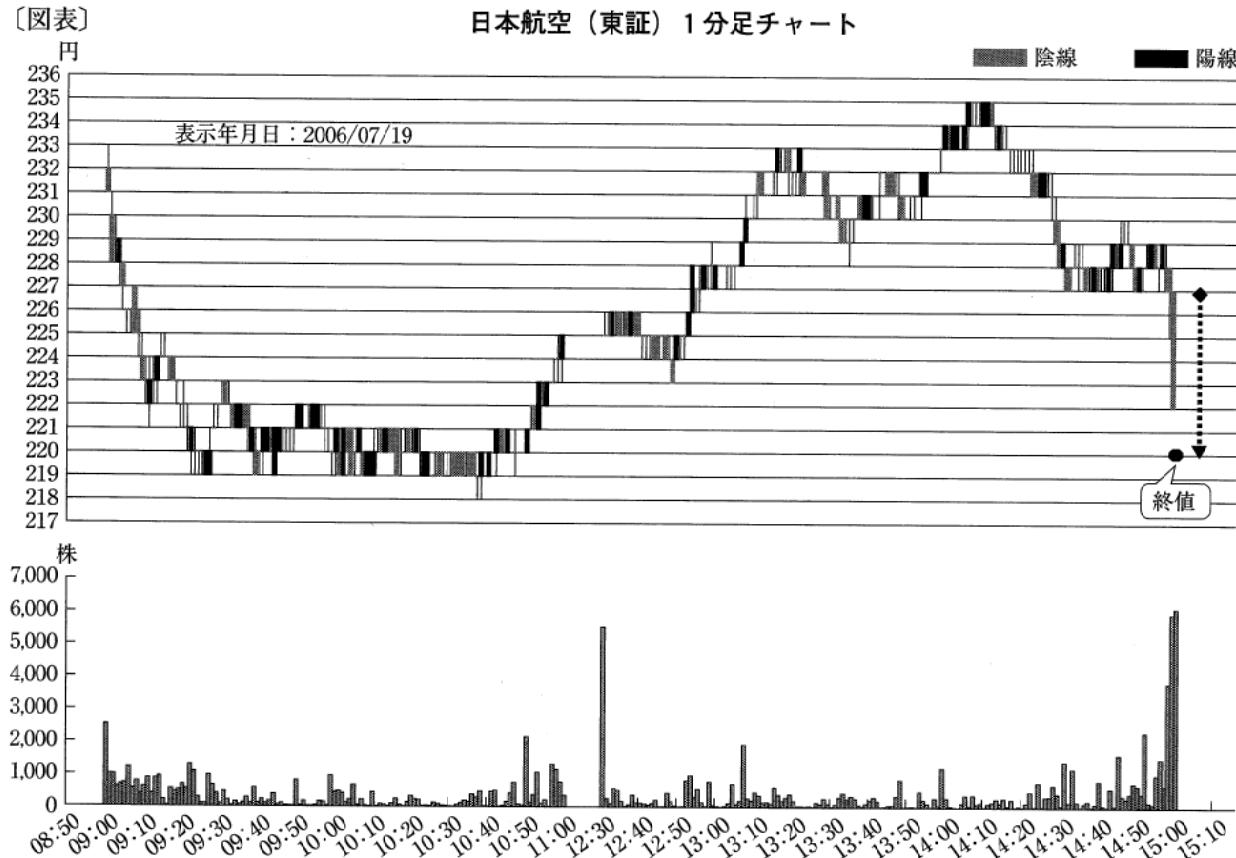
取引の概要

フィッシュラ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) の概要是次のとおりである。

オアシスは、06年にJALの公募増資が公表された後に以下の行為を行った。

- (i) 同社新株の募集に大量の申込みを行った。
- (ii) 同社が公表した発行価格を決定する期間の初日であつた同年7月19日において、大引け (注1) 15分前から数回に分割して大量の引成 (注2) の買い注文を発注した。
- (iii) 前記(ii)の引成の買い注文を大引け直前に一斉に取り消した。
- (iv) 大引け前の5分間に、JAL株式の大量の空売りを行つた。かかる空売りには直近公表価格以下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。
- (v) 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 (決済期日に売手から買手に対する証券の受渡しが行われないこと) を発生させた。
- (vi) 公募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。

〔図表〕



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）。当時の実務慣行では、ほとんどのケースで公表された発行価格決定期間の初日が発行価格決定日になっており、発行価格はその日の終値から数%のディスカウントをすることにより決定されていた。前記公募増資のJAL株式の発行価格は、かかる実務慣行に沿って、大引け直前の価格下落後の終値220円をベースに211円に決定された。オアシスは、前記公募増資において大量の申込みにより割当てを受けるJAL株式を前記下落により安くなつ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の利益を確保した。

金融商品取引法の適用関係

- (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

- (2) 金融商品取引法159条違反該当性

前記オアシスの取引は、当時の証券取引法（現金融商品取引法）に違反していたものと考えられる。なお、本稿で論じる問題点に直接影響する法改正は現時点までにないたため、本稿においては、便宜上、当時の証券取引法に言及すべき部分について金融商品取引法として説明する。

(1) 金融商品取引法の相場操縦規制の適用について

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、いずれの見解によつても、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、金融商品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。

クロスボーダー株価操縦の摘発

図でなされるものは「見せ玉」と呼ばれ、金融商品取引法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）をもって行われる必要がある。「取引の概要」(ii)に記載した引成買い注文は、以下の理由により、誘引目的をもって出された注文であり、見せ玉に該当し、金融商品取引法159条2項1号違反に該当すると考えられる。

AL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ものと思われる。

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

(4) 売り崩し
オアシスは、「取引の概要」(iv)のとおり、引成買い注文の取消し後に大量の空売りを行つてゐるが、これらの売り注文についてもほか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つ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、これら一連の空売りの発注は、いわゆる門（かんぬき）と判断できる注

性(3)金融商品取引法157条該當

さらに、オアシスの一連の行為は、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金融商品取引法 157 条にも違反していたと考えられる。

この点、最高裁判所は、旧証券取引法 58 条 1 号（本件当時の旧証券取引法 157 条 1 号と同じ規定）にいう「不正の手段」とは、「有価証券の取引に限定して、それに関し、社会通念上

概要 (ii) の引成買い注文は同 (iv) で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うえ、あわてて売却（いわゆる狼狽売り）をさせると、J A L 株式の株価を引き下げるための一 段階にすぎず、その目的は株価を引き下げる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ことであつたと考えられる。

文が含まれるなどその態様を勘案するとその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発注者の意図が見受けられる。また、前述の終値を引き下げるこ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つたことは明白であり、「取引の概要」(iv) の売りも金融商品取引法 159 条 2 項 1 号違反と解することができよう。

文が含まれるなどその態様を勘案するとその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発注者の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つたことは明白であり、「取引の概要」(iv)の売りも金融商品取引法159条2項1号違反と解することができよう。

(3) 金融商品取引法157条該当性

さらに、オアシスの一連の行為は、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金融商品取引法157条に違反していたと考えられる。

この点、最高裁判所は、旧証券取引法58条1号（本件当時の旧証券取引法157条1号と同じ規定）にいう「不正の手段」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（最決昭和40年5月25日裁判集刑事155号831ページ）。

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)前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以し、(c)取得した株式を空売りの決済または借株の決済に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、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。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エルを起きており、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适当に大幅に減額され、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體として行われた取引の一環にすぎず、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て株式による決済を一體の行為としてとら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大きな影響を与えていた。以上を考慮すると、見せ玉等の発注行為のみを取り出して金融商品取引法159条2項を適用することでは十分ではない。その文言の抽象性ゆえに金融商品取引法157条が謙抑的に運用されてきたことをふまえてもなお、公募増資の申込みから割当てを受けた新株による決済に至るまでの

一連の取引につき、「不正の手段」として金融商品取引法157条をあわせて適用すべきと考えられる。

(4) 作為的相場形成行為（補足）

本件とは直接的な関係はないが、金融商品取引業者等の留意すべき点について補足する。

金融商品取引業者等が相場を変動・固定、安定させ、または取引高を増加させる目的で有価証券売買の発注を行う行為は、作為的相場形成行為として、他人による有価証券の売買等の取引を誘引する目的の有無にかかわらず、金融商品取引法上禁止されている（金融商品取引法38条7号・金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項19号）。また、金融商品取引業者は、顧客の注文が相場を変動・固定、安定させ、または取引高を増加させることにより実勢を反映しない作為的なものになることを知りながら、これを受託した場合には、作為的相場形成行為の受託として金融商品取引法に反することになる（金融商品取引法38条7号・金融商品取引業等に関する内閣府令11

1項20号）。したがって、7条1項20号）が適用されることで、引成買い注文および引成売り注文をそれぞれ別の証券会社に発注し、引け指値売り注文をさらに別の証券会社に発注するなど、新株申込み・発注形態ごとに受託証券会社を使い分けるなどして、各受託証券会社には取引全体のスキームがみえないようになっていた。本件における各受託証券会社の売買審査等においては、当時としては、受託した各注文が、ただちに実勢を反映しない作為的なものであるとの判断をすることは困難な状況であつたものと考えられる。

クロスボーダー株価操縦の摘発

監視委および 香港SFCの対応

(1) クロスボーダー事案への対応 方針

オアシスの行為は金融商品取引法に違反するものと解されるが、本件では香港SFCが处分を行っている。このことは、監視委がオアシスに対して金融商品取引法の適用ができなかつ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公正取引につき、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を行うこととしている。

たとえば、海外の投資家により国内の証券市場で行われた不公正取引に関する公表済事案で、本件と同様に監視委の審査

・調査が海外当局による摘発に結びついた事案として、①監視委がシンガポール通貨監督庁(MAS)に対して緊密な連携を行った結果、04年10月にMASによりシンガポール政府投資公社(GIC)の従業員に対する、わが国証券市場における三井住友ファイナンシャルグループの優先株式の発行(03年2月公表)がなされる旨の情報を公表前に入手して公表前に同株式の売付けを行つて、②監視委がMASからの協力を得て調査を行い、ジエイ・ブリッジ株式会社の取締役会長がシンガポールの金融機関に開設した英領ヴァージン諸島に設立された法人名義の口座を利用し、ジエイ・ブリッジ株式にする内部者取引を行つたことに

つき、09年4月に、東京地方検察庁に告発するに至つた事案がある。

友金属工業の新株予約権付社債の発行(03年12月公表)がなされて公表前に同株式の売付けを行つた行為について処分(4カ月間の職務停止)が課された例がある。一方、海外当局と密接に連携しながら監視委が主体となつて調査・処分を行つた例として、④監視委がMASからの協力を得て調査を行い、ジエイ・ブリッジ株式会社の取締役会長がシンガポールの金融機関に開設した英領ヴァージン諸島に設立された法人名義の口座を利用し、ジエイ・ブリッジ株式に対する内部者取引を行つたことに

つき、09年4月に、東京地方検察庁に告発するに至つた事案がある。

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。現地での調査実施は、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。そのような状況下で、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、監視委が自ら現地調査を行う場合の制約・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つたものである。

(3) 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ほか、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。海外当局との間では、情報提供の枠組み(注4)があるとはいえ、海外当局も情報開示の必要性がない

同じ優先株式の発行がなされる旨の情報を公表前に入手して公た経緯

本件は当初、監視委が日本法に従つ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。しかし、監視委がオアシスに対する処分を行うために

場合には開示できない。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。たとえば、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つた「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により説明を求められ、監視委は資料を作成・提供するなどして双方の理解を得た。

(4) 香港SFCによる処分

こうした協力等の結果、11年9月15日に香港SFCはオアシスおよびフィッシュマー氏に対し香港SFC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。香港SFCは、オ

アシスおよびフィッシュマー氏に相場操縦を行う意図があつたことは、実務上の困難があるなどまで明確に認定しているものではないが、監視委からの情報提供をふまえて、フィッシュマー氏により執行された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る意図してなされたかのような外観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自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あげることができる状況であつたことを認定し、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ュマー氏が香港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つても、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あらためて示して、冒頭記載の処分を行つた。また、本事案は、クロスボーダーの株価操縦事案で初めて

の摘発事案である。監視委としては、実務上の困難があるなどまで明確に認定しているものではないが、監視委からの情報提供をふまえて、フィッシュマ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。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、オアシスのさまざまな情報提供等をふまえ、日本の法令・取引慣行も勘案して慎重な調査・検証を行つたうえで処分を行つたことを高く評価している。

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、海外当局の対応などを総合的に勘案し、海外当局と密接に連携しながら監視委が主体となつて調査・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。

(注) 1 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、オアシスではなく、板寄せ方式と呼ばれるセリにより約定する。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、オアシスではなく、板寄せ方式と呼ばれるセリにより約定する。

2 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さす。

3 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。

4 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。なお、これらの個別事案に関する情報交換の枠組みに限らず、監視委は海外の証券規制当局との間で、委員や幹部級職員レベルにおける対話（Dialogue）・意見交換を含む一般的な情報交換を行つており、かかる交流は、個別事案における協力体制の構築を円滑にするという側面からも非常に有用である。

