

相場操縦者の実質的同一性と PTS取引による相場操縦

(東京高判令和2・7・10金融・商事判例1604号32頁,
資料版商事法務443号86頁)

品 谷 篤 哉*

【事 実】

本件は、金融商品取引法（以下、「金商法」と記す。）159条2項1号に違反したとして、同法174条の2第1項、185条の7第1項に基づき、課徴金2106万円の納付を命ずる決定を受けた原告X社（セレクト・バンテイジ・インク）が、国Yを被告として、当該決定の取消しを求める事案である。

X社は、自己資金により株式の売買等を行って収益を得ることを業とする外国法人であり、バンテイジ・グループを構成する会社の1つである。当該グループを構成する他の会社として、いずれも外国法人である Elite Vantage Placement（以下、「エリート社」と記す。）や True North Vantage Inc.（以下、「トゥルー社」と記す。）がある。また会社ではないが、The Two Cities Trust（以下、「トラスト」と記す。）も当該グループに属していた。トラストはX社代表者を唯一の受益者とする信託であり、X社及びエリート社の全株式を保有する。X社代表者はエリート社およびトゥルー社の唯一の取締役でもある。またX社はトゥルー社の全株式を保有する。グループの中ではエリート社のみが、有価証券の売買等を行うトレーダーを雇用する¹⁾。

* しなたに・とくや 立命館大学法学部教授

1) 便宜的・概括的に記せば、資金拠出者であるX社代表者を頂点とする組織的な投資ファンドである。グループにおける本部機能をX社、売買をエリート社、売買管理をトゥルー社が

本件における株式の売買は、エリート社の上海支店所属4名及び鄭州支店所属13名の計17名のトレーダーにより、2014年4月9日から5月23日までの合計28取引日にわたって行われた。東証並びにSBI ジャパンネクスト株式会社及びチャイエックス・ジャパン株式会社が開設する私設取引システム（以下、「本件PTS」と記す。）において、Morgan Stanley & Co. International Plc（以下、「MSIP」と記す。）やモルガン・スタンレーMUFG証券株式会社（以下、「MSMS」と記す。）等を介した取引である。東証第一部に上場されている日本海洋掘削株式会社をはじめとした45銘柄の株式について、売買及びその委託（以下、「本件各対象取引」と記す。）が行われた。本件決定にて違反が認定された取引である。

本件各対象取引は次のような取引である。X社は、X社の株式売買業務に従事していた本件各トレーダーにおいて、X社の業務に関し東証の午前の立会にて株式を買い付けた。東証の午前立会時間終了後から午後立会時間開始前までの注文受付時間に、東証で成行又は直前の寄前気配値段よりも上値の価格帯に約定させる意思のない大量の買い注文を發出して²⁾寄前気配値段を引き上げた。その上で、本件PTSで売り注文を発注し、その売り注文の一部に自己の買い注文を対当させて株価を引き上げ、残りの売り注文を自己に有利な価格で約定させるなどの方法により、本件各対象取引を行った。

本件で争点とされたのは以下の4点である。(1) X社は本件各対象取引をした者か。(2) 本件各対象取引は一連のものか。(3) 本件各対象取引は相場を変動させるべき行為か。(4) 本件各対象取引は取引を誘引する目的をもって行われたか³⁾。これら4点のうち、原判決と本判決では

↘がそれぞれ担い、こうしたグループ構成を支える株式保有の固定をトラストの信託が担う。

2) 東証の午前立会は9:00から11:30、午後立会は12:30から15:00であり、午後立会の注文受付時間は12:05から15:00である。<https://www.jpx.co.jp/equities/trading/domestic/01.html> 参照。本文の文脈に照らすと、大量の買い注文を發出したのは12:05から12:30までの間となる。

3) 課徴金納付命令を決定するに際しても、基本的に同じ4点が争われている。<https://>↗

(1) の判断が異なり、X社は本件各対象取引をした者ではないと原判決が捉えたのに対し、本判決は反対に捉えた。そのため課徴金の納付を命ずる決定の取消請求を原判決が認容したのに対し、本判決は原判決を取り消してX社の請求を棄却した。以下では判断の分かれた(1)を中心に、事実関係を記す。

本件各対象取引に際しては、以下に記す3つの契約が各当事者間で締結された。① X社とエリート社間では、トレーダー業務契約が締結された。エリート社はX社のために、(i) 個々のトレーダー及びその管理者を、本契約所定のトレーディングシステムを使いX社の資金で取引する目的で雇用する。また(ii) 本件の事業に適用されるすべての法律及び危機管理手続を各トレーダーが常に遵守することを確保するために、合理的な最大限の努力を尽くす。その他、提供した業務の報酬として、X社はエリート社に対し、本契約所定の計算式に従って月額手数料を支払う。これらの内容を含む契約である。

② エリート社と各トレーダー間では各雇用契約が締結された。X社とエリート社間における①の業務契約に基づく契約であり、以下の内容を含む。(i) トレーダーはエリート社及び／又はその関係会社のために、本契約所定のオフィスから証券、先物及びその他資産の売買を発注し、取引を執行する。(ii) 取引執行システムについてトレーダーは、エリート社及び本契約所定オフィスの責任者である監督者に適時使用が許可され、当該オフィスにおいてのみアクセス可能なシステムのみを使用する。(iii) エリート社はトレーダーに対し、毎月最終日に、前月について前記監督者が推奨する額を、本契約に従って提供された役務の対価として支払う。

③ 各トレーダー拠点のオーナー兼マネージャーとエリート社間では、次のような内容を含むトレーダーロケーション契約が締結された。(i) オーナー兼マネージャーは、その拠点で業務を行うトレーダーを訓練・監

↳ www.fsa.go.jp/news/28/syouken/20170314-3.html 参照。

督し、バンテイジ・グループの事業に適用されるすべての法律及びエリート社が通知する全バンテイジ・グループにおけるリスク手順をトレーダーが遵守することを確保する。(ii)各拠点の各トレーダーは独立契約者としてエリート社の業務を行い、エリート社から報酬が支払われる。しかしながら当該トレーダーのオーナー兼マネージャーは、その拠点から業務を行う各トレーダーのすべての行為及び不作為について、エリート社に対し完全に責任を負う。(iii)オーナー兼マネージャーは、月額手数料の支払を受ける権利を有し、エリート社またはその支払代理人のいずれかにより支払われる。金額は、トレーダー拠点月額グロス収入から各月契約ごとの減算額及び費用を控除した額がプラスなら当該額である。支払は1か月遅れとし、特定月の月額手数料がプラス、当月の見込み月額手数料がプラスなら、特定月の月額手数料が当月末に完全に支払われる。けれども特定月がマイナス、当月がマイナス見込み、またはそれら両方の場合には、当月又は特定月の月額手数料から損失が控除される⁴⁾。

またトレーダーに対する売買管理では、PPro8 と呼ばれる取引システムや、Ginger と呼ばれる監視ツールが用いられた。すべての取引がPPro8 を使って行われ、当該トレーダーの所属するオフィスのオーナーが、当該トレーダーの発注した取引を PPro8 を使って監視する義務を負う。さらにトロント、ブダペスト及びサンノゼのオフィスに所属するリスク・アナリストが Ginger を使って監視する。Ginger が発するアラートの審査、審査対象取引の経済合理性や取引戦略について、リスク・アナリストはオーナー兼マネージャーに問い合わせる。問い合わせの結果、処分が

4) 事実認定に関する記述では必ずしも明確でないが、判決文の「裁判所の判断」において、各トレーダーの雇用形態に関する記述によれば、各トレーダーによる取引から得られる利益の分配が次のように記されている。(ア) X社がエリート社に対し、取引利益総額の83%超を①の契約に基づいて支払う。(イ)エリート社はオーナー兼マネージャーに対し、X社より支払を受けた額から各拠点の費用等を控除した金額を③の契約に基づいて支払う。(ウ)エリート社が各トレーダーに対し、(イ)により支払を受けた金額の中から、本件各雇用契約に基づいて、オーナー兼マネージャーが推奨する金額を支払う。

必要なら、相応しい処分内容を、トゥルー社に雇用されているシニア・リスク・アナリストに勧告する。勧告を受けたシニア・リスク・アナリストは審査を行い、審査後に最終処分勧告を行う。警告や取引停止の他、トレーダーの解雇やオフィスの閉鎖等の勧告である。解雇や閉鎖の勧告では、トゥルー社に雇用されている COO 及び同社社長の最終判断を仰ぐ。シニア・リスク・アナリストが全リスク・アナリストの監督責任を負い、COO と社長がシニア・リスク・アナリストの監督責任を負う。

PPro8 を使った取引は次のように行われる。トレーダーが PPro8 に取引の内容を入力すると、当該システム経由で Merlito Securities Company Limited by Shares（以下、「メルリト証券」と記す。）に発注が依頼される。メルリト証券は、X社との General Service 契約に基づき、MSIP 及び MSMS が提供する DMA サービス（顧客が直接市場に発注できるサービス）を利用して発注し、当該注文は東証や本件 PTS に取り次がれる。当該注文が約定した場合、MSMS は MSIP を顧客として認識し、MSIP の口座上は、発注者をメルリト証券、最終顧客を X社として記録される。MSIP は X社との契約に基づき、X社の口座の管理等を行っている。

【判 旨】

(1) 争点(1)について

1) 原 判 決

以上の事実関係を踏まえて原判決は、争点(1)について、X社は本件各対象取引をした者ではないと捉え、他の争点について判断を示さないまま X社の請求を認容した。はじめに以下の一般論を判示する。「金商法159条2項は、相場操縦違反行為等の行為をすることを「何人」に対しても禁止していることからすれば、同法174条の2第1項の違反者には法人も当たり得ると解されるところ、法人が同項の違反者に当たるためには、当該法人の役員、従業員若しくは当該法人による指揮監督、雇用管理等の具体的な事情によりこれらの者と同視し得る者、又は当該法人からの具体的な

指示を受けた者が、当該法人の計算で当該相場操縦違反行為を行ったことを要すると解すべきである。

X社とエリート社の法人格は別であるところ、本件各トレーダーは、エリート社との間で本件各雇用契約を締結しており、X社との間で雇用契約を締結していない（弁論の全趣旨）ことからすれば、本件各トレーダーがX社の従業員に当たるということはできない。また、X社から本件各トレーダーに対し、本件各対象取引を行うべき旨の具体的な指示があったことを認めるに足る証拠はない。したがって、本件においては、X社による指揮監督、雇用管理等が本件各トレーダーに及んでいるなど本件各トレーダーをX社の従業員と同視し得べき具体的な事情があるか否かが検討されなければならない。」

この判示を踏まえ、本件各トレーダーの雇用形態について、次のように判示する。「自己の資金を運用するX社の立場から見た場合、（筆者注：トレーダーをX社でなくエリート社が雇用する）仕組みは、（筆者注：X社が雇用した場合に証券会社との間でX社に有利な契約を締結できなくなる等）の各種のリスクを回避する目的に資する点において経済的合理性のないものであるとはいえず、また、かかる仕組みの中でのそれぞれの業務の内容に応じて、X社の計算による取引利益が各関係者間で相応に分配されることになっていることからすれば、これらの仕組みを構成する本件トレーダー業務契約、本件各雇用契約及び本件各トレーダーロケーション契約が、実質を伴わない形式的なものであるということとはできない。」

また、本件における契約関係については、本件トレーダー業務契約、本件各雇用契約及び本件各トレーダーロケーション契約の内容に言及した上で、次のように判示する。「本件各トレーダーに対する直接の指揮監督権限は、エリート社が雇用するオーナー兼マネージャーが有していたと認められ、また、本件各トレーダーが取引を行う場所及びシステムの提供並びに本件各トレーダーに対する報酬の支払などの雇用管理は、エリート社がすることとされていたと認められる。他方、上記各契約の内容に鑑みれ

ば、X社による本件各トレーダーに対する指揮監督及び雇用管理は及んでいなかったと認められる。」

トレーダー採否の判断についても判示する。「X社は過去に不正行為をしたことのある者のリストを有しているが、エリート社は、トレーダーを雇用する際、X社に照会し、当該リストに該当する者でないことを確認した上で雇用していることが認められる。そうすると、トレーダーを雇用すべきか否かについても、X社に対する照会で取得した情報等に基づくとはいえず、雇用主であるエリート社が自ら判断していたと認められる。」

さらに取引の管理についても次のように判示する。「バンテイジ・グループでは、トレーダーは全ての発注を PPro8 で行っており、エリート社に雇用されている当該トレーダー拠点のオーナー兼マネージャー及びトゥルー社に雇用されているリスク・アナリストが PPro8 を使ってこれを監視し、リスク・アナリストは、さらに Ginger により発出されたアラートの審査等を踏まえ、処分が必要な場合は、処分の内容についてトゥルー社に雇用されているシニア・リスク・アナリストに勧告し、シニア・リスク・アナリストは、その審査終了後、最終処分について勧告等の処理をし、トレーダーの解雇やオフィスの閉鎖等重大な処分の勧告をする場合は、トゥルー社の COO 及び社長に最終判断を仰いでいることが認められる。このような取引管理の実状からすれば、トレーダーの取引の管理をしているのは、専ら、オーナー兼マネージャー、リスク・アナリスト及びシニア・リスク・アナリストらであり、X社はこれに関与していないと認められる。」

以上の判断から次の結論を導く。「本件における各契約の内容、バンテイジ・グループにおけるトレーダーの取引の管理状況等に鑑みれば、X社に本件各トレーダーに対する指揮監督、雇用管理等の権限はなく、実際にもX社が本件各トレーダーを指揮監督し、又はその雇用管理をするような状況にはなかったといわざるを得ず、加えて個々のトレーダーの採否もエリート社が判断して行っていたことも踏まえると、本件各トレーダーをX

社の従業員と同視することはできない。したがって、X社が本件各対象取引をした者に当たるとはいえない。そうすると、本件各対象取引が相場操縦違反行為に当たるか否かについて判断するまでもなく、本件決定は本件各対象取引につき違反者になり得ないX社に対し課徴金の納付を命ずるものであるといえるから、金商法174条の2第1項に反し、違法である。」

2) 本判決

本判決は原判決を取り消す。はじめに以下の一般論を示す。「金商法159条2項が、相場操縦違反行為等の行為をすることを何人に対しても禁止しており、法人であっても同法174条の2第1項の「違反者」たり得ると解される。

そして、ある法人の役員又は従業員が当該法人のためにした行為は、同項との関係では当該法人の「違反行為」となり、当該法人が同項の「違反者」となるというべきであるが、これにとどまらず、当該法人の役員もしくは従業員と実質的に同視し得る者又は形式的には別個の法人ではあるが実質的には当該法人と実質的に同一体というべき法人の役員もしくは従業員が、当該法人のためにした行為も、同項との関係では当該法人の「違反行為」となり、当該法人が同項の「違反者」となるというべきである。

なぜならば、このように解さなければ、当該法人が形式的に自らの役員もしくは従業員ではない者に自らの取引行為を委ねさえすれば、又は当該法人が形式的に別個の法人に自らの取引行為を委ねさえすれば、取引行為を委ねられた者又は委ねられた法人の役員もしくは従業員が同法174条の2第1項所定の違反行為をしても、当該法人は同項による課徴金の制裁を免れることとなり、同項の目的は達せられなくなる一方で、このように解しても、当該法人の正当な利益を害することはないからである。」

この一般論に続けて、本件事案について次のように判示する。「確かに、形式的には、X社とエリート社は別個の法人格を有し、両者間の契約によって、エリート社からX社への業務の提供とこれに対するX社からエ

リート社への報酬の支払がされている。

しかしながら、……X社及びエリート社を含めたバンテイジ・グループ各法人の関係並びにエリート社の業務活動の態様に照らせば、エリート社は、バンテイジ・グループに属するX社の有価証券取引による資金運用にかかる業務のうち一部を担うものとして設立され、もっぱらバンテイジ・グループに属するX社の資金を有価証券取引により運用することのみを業とする法人というべきであって、そのトレーダーによる取引もバンテイジ・グループに属するトゥルー社の役職員の監視、監督下にあるというのであるから、エリート社の運営はそれ自体独立しているものではなく、バンテイジ・グループ全体で一体として行われていると認めるのが相当である。

そうすると、金商法174条の2第1項の関係においては、X社の証券口座に関する本件各対象取引について、X社とエリート社とは実質的に同一体であるというべきであり、したがって、エリート社が雇用したトレーダーが行ったX社の証券口座に関する取引行為が同項に違反する場合には、X社がその違反者となるというべきである。』

(2) 争点(2) について

「本件各対象取引は、東証の前場で買い付けた対象株式について、東証の場間で大量の買い注文を出し、上昇した寄前気配値段に連れて上昇した本件 PTS における値段で既に取得した対象株式を売却し、東証の後場が開始する前に場間での買い注文を取り消すというもので、これによって利益が生じていると認められる。

このような、前場で買い付けた株式と同一銘柄について、場間に大量の買い注文を発注しながら後場の開始前に買い注文を取消し、この買い注文の発注と取消しの間に、前場で買い付けた株式を PTS で売却するという取引態様は、通常の取引としては不自然であってあり得ないというべきところ、これに、前場に株式を買い付けてこれを場間に本件 PTS で売却し

たトレーダーと、場間に買い注文を発注して後にこれを取り消したトレーダーが、エリート社の同一支店に所属していることを合わせ考慮すれば、本件各対象取引は、原判決別表の各 No. ごとに、同一支店に属する本件各トレーダー間で、買い付けた株式について相場を高値に誘導した上で売り抜けて利益を得るという目的をもって、その意思を通じて行った一連の取引であると優に推認することができる。

すなわち、本件各対象取引は、原判決別表の各 No. ごとに一連のものと認めるのが相当である。」

(3) 争点(3)について

「金商法159条2項1号は、取引所金融商品市場における上場金融商品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委託等を行うことを禁止しているところ、これにあたるというためには、一連の有価証券売買等又はその委託等が、取引所金融商品市場における相場を変動させる可能性があることを要し、かつ、それで足りるというべきである。

そして、当初から取り消すことを予定した買い見せ玉取引は、他の投資家をして、取引が活発であると誤信させ、当該銘柄の価格を上昇させる可能性があると認められる。

また、本件 PTS は、金商法上の取引所ではないものの、(筆者注：証拠)によれば、理論上、同一銘柄の株式が複数の市場で取引される場合、投資家の投資行動によって、両市場での価格は同一価格に収敛しようとすることから、本件 PTS の市場における各銘柄の価格の変動に連動して取引所である東証の市場における同銘柄の価格が変動すること、現実にも、本件 PTS の市場における価格変動と東証の市場における価格変動は相関関係にあることが認められるから、本件 PTS の市場における相場を変動させることを目的とした一連の有価証券売買等又はその委託等は、その結果として、取引所である東証の市場における相場を変動させる可能性があるものである。」

(4) 争点(4) について

「金商法159条2項は、取引を誘引する目的をもって同項1号所定の相場を変動させるべき行為をすることを禁止しているところ、この取引を誘引する目的とは、実際には人為的操作によって相場を変動させるにもかかわらず、人為的操作がないと誤信させて、投資者を有価証券市場における有価証券売買取引に誘い込む目的をいう。

そして、投資者に上記のとおり誤信を生じさせ、これに基づいて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、同号所定の相場を変動させるべき行為をしたならば、その行為者には同項所定の取引を誘引する目的をもってその行為をしたものというべきである。」

【研 究】

1. 本判決の意義

判旨に記載のように本件では、2106万円の課徴金納付命令決定を取り消す判断を示した原判決が取り消され、課徴金の納付が命じられる結果となった。その後上告が棄却され、上告受理申立ては不受理とされたので、本判決の判断が確定したことになる⁵⁾。課徴金納付命令決定から判決確定に至るまでに、争点(1)をめぐる結論が二転した経緯は興味深く思われる。同一グループを形成する複数会社間で実際の取引者の雇用や取引の管理等を分担する場合において、グループ自体を課徴金納付命令の名宛人とし得ないとき、名宛人は誰かという問題関心からも参照に値しよう。

のみならず原判決では言及されなかったが、本判決では相場操縦行為の成否に関する判断が示された。金商法159条2項1号が定める現実取引による相場操縦が行われたとの判断である。同条では、2項柱書で誘引目的が規定されるとともに、2項1号で繁盛取引と変動取引の2つが規定される。このうち、繁盛取引では要件とされないが、変動取引では取引所金融

5) 資料版商事法務443号86, 87頁参照。

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であることが要件とされる。

こうした要件に関連して本件で興味深いのは、本件 PTS における売却である。繁盛取引では有価証券売買等が繁盛であると誤解させることが要件である。ここで言う有価証券売買等とは、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引を指す。広く有価証券の売買とされるので、上場しているか否かを問わない。また繁盛であるとの誤解については、条文の文言に従う限り、当該誤解が取引所金融商品市場における相場についての誤解か否かを問わない。PTS における相場についての繁盛であるとの誤解も繁盛取引に該当することになる。

これに対し変動取引では、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行うことが要件である。本件の事例に引き直すと、東証に上場している株式銘柄の、東証における相場を変動させるべき一連の取引が問われる。一連の取引自体は PTS で行われても構わないが、変動させるべき相場が東証の相場であることが要件となる。変動取引では東証の相場か否かが問われるのに対し、繁盛取引では問われない点に着目するなら、繁盛取引からのアプローチも考えられよう。

しかしながら本判決は変動取引からのアプローチを採用した。手堅い手法に見受けられる⁶⁾とともに、繁盛取引に関する認識の確認が求められるよう。例えば金商法197条1項5号が定める罰則の適用を想定するのであれば、手法の手堅さが求められるようにも考えられる。けれども本件のような課徴金納付命令に関する事案や、金商法160条が定める賠償責任を求める事案であれば、刑事の事案と同様に扱われるべき必然的理由はない。民事も含めて本件の周囲に位置する論点を想起するなら、課徴金納付命令が取り消された近時の事案と必ずしも同列に扱いきれない可能性を孕むよう

6) 通常は変動取引を念頭に議論がなされるという。黒沼悦郎・太田洋編著『論点体系 金融商品取引法 2』386頁(松中学)(2014年、第一法規)。

にも考えられる⁷⁾。この点でも検討に値する事案であろう。

以下では争点(1)をめぐる原判決と本判決の相違を比較することから検討を試みる。

2. 174条の2第1項違反者の認定

原判決は、159条2項が、相場操縦違反行為等の行為をすることを「何人」に対しても禁止していることから、174条の2第1項の「違反者」には法人も該当し得ると解した。その上で、法人が174条の2第1項の違反者に該当するためには、当該法人の役員、従業員若しくは当該法人による指揮監督、雇用管理等の具体的な事情によりこれらの者と同視し得る者、または当該法人から具体的な指示を受けた者が、当該法人の計算で当該相場操縦行為を行ったことを要する旨を判示した。当該法人の役員や従業員による行為の理解を基礎として、役員や従業員以外にも拡張する解釈である。拡張の可否や是非は指揮監督や雇用管理、具体的な指示等により判断される。

これに対し本判決は、159条2項の「何人も」の文言から立論を始め、174条の2第1項が定める「違反者」や「違反行為」の解釈問題へ移行しつつ、当該解釈では原判決と異なる判断を示した。法人の役員又は従業員と実質的に同視し得る者の他に、形式的には別個の法人であるが、実質的には当該法人と実質的に同一体というべき法人の役員又は従業員が当該法人のためにした行為も、174条の2第1項との関係では当該法人の「違反行為」となり、当該法人の「違反者」となるとの判断である。

いずれの判決も、159条2項の「何人も」から立論を説き起こし、174条の2第1項の違反者の解釈として問題を捉えている点は同様である。159

7) この点については資料版商事法務443号87頁参照。インサイダー取引をめぐる以下の3例が、本件原審判決に先立って、課徴金納付命令決定が取り消された事例として紹介されている。①東京高判平成29・6・29判時2369号41頁、②東京地判令和元・5・30資料版商事法務425号104頁、③東京高判令和2・6・25資料版商事法務438号184頁。もっともインサイダー取引規制については、160条に相当するような賠償責任を定める規定がない。

条の相場操縦及び相場操縦者と174条の2が定める違反行為及び違反者を区別する慎重な姿勢が窺われよう。本判決の立論が刑事や民事も含めた相場操縦一般へ拡張されないように予防線を張り、課徴金事案のみに限局して展開する立論である⁸⁾。

こうした類似点を有するものの、2つの判決は違反者の拡張をめぐって相違する。原判決が当該法人の役員や従業員の理解を拡張するにとどまるのに対し、本判決は当該法人についても拡張する⁹⁾。「形式的には別個の法人ではあるが実質的には当該法人と実質的に同一体というべき法人」との判示である。判決文の該当箇所を本件の事案に即して読み替えるなら、以下ようになる。「X社の役員又は従業員がX社のためにした行為は、174条の2第1項との関係ではX社の違反行為となり、X社が同項の違反者となるというべきであるが、これにとどまらず、X社の役員もしくは従業員と実質的に同視し得る者又は形式的には別個の法人たるエリート社ではあるが実質的にはX社と実質的に同一体というべきエリート社の役員もしくは従業員が、X社のためにした行為¹⁰⁾も、174条の2第1項との関係

8) この点に注目するなら、本件が課徴金納付命令決定の取消しを求める訴えであったことが、本判決の ratio decidendi に対応する material facts の1つに数えられよう。

9) 本判決の解説記事では、本判決について、原判決とは視点を変え、X社と本件各トレーダーの関係をみるのではなく、むしろ、X社とエリート社との関係をみるべきであり、エリート社がX社と実質的には同一体とみることができるか否かで決すべきであると判示した旨が記されている。資料版商事法務443号87頁。

10) 判決文では「当該法人のためにした行為」と記述されている。前後の「法人」及び「当該法人」の各語彙の使い方に着目して、本文では「当該法人」はX社を指すと捉えた。しかしながら、この「当該法人」が、X社又はエリート社のいずれを指すのかは、必ずしも明らかでない。エリート社を指すとの理解も考えられそうである。

細かいことを記すなら、X社を指すとの前提に立ち、例えばエリート社で雇用される各トレーダーが、X社とエリート社間のトレーダー業務契約について不知のような場合、各トレーダーがX社のために取引を行うとは考え難い。本文に示した「X社のためにした行為」とは言い難くなるため、X社が174条の2第1項の違反者には該当しなくなる。これに対し、仮にエリート社を指すとの前提に立てば、X社は違反者に該当する。X社とエリート社間でのトレーダー業務契約の存在を示せば足り、各トレーダーにおけるX社のためという認識までは不要との理解となるからである。

ではX社の違反行為となり、X社が174条の2第1項の違反者となるというべきである。」

端的に言えば本判決のこうした理解は、形式と実質に分けた上で実質を重視し、X社とエリート社の別人格を実質的同一性で架橋するものであろう。素朴な疑問として、形式より実質が重視されるべき理由が問われそうだが、本判決によれば当該理由は、このように解さないと課徴金の制裁を免れ、174条の2第1項の目的が達せられなくなる点に求められている¹¹⁾。確かに本判決が示すように、X社が形式的に自社の役員もしくは従業員でない者にX社の取引行為を委ねさえすれば174条の2第1項の制裁を免れるとの帰結には不合理さが感じられよう。その限りで、実質的同一性のアプローチは合理性を有するように見える。

ただしこうしたアプローチの採用を意図した場合、実質的同一性の徴表をいかなる点に求めるかが問われる¹²⁾。のみならず本件の事案に照らせば、実質的同一性を強めるほど、バンテイジ・グループとしての一体性が前面に押し出され、反面でX社やエリート社の存在が相対的に後ずさりしそうである。このように考えた場合、X社が課徴金納付命令の名宛人となるべき積極的な理由として、実質的同一性を説くのみでは必ずしも十分ではなからう。むしろ実質的同一性を強調するならば、バンテイジ・グループ自体を名宛人と把握するのが適切なようにも見えてくる。その場合、グループの持株会社に相当するような会社こそが名宛人となりそうであり、そのような会社の存在しない本件事案では、X社とエリート社の全株式を信託保有するトラストが持株会社に近い存在となる。仮にこのように捉えるなら、トラストの唯一の受益者（＝X社代表者＝エリート社の唯一の取

11) 尾関幸美【本件判批】新・判例解説 Watch 商法 No. 139 (2021) 3頁は、こうした解釈を妥当な結論と評価する。

12) 本判決ではバンテイジ・グループ各法人の関係、エリート社の業務活動の態様、ツール社による監視等の事実を指摘して、エリート社の運営はそれ自体独立しておらず、バンテイジ・グループ全体で一体として行われていると認定する。その上でX社とエリート社は実質的に同一体であるというべき旨を判示する。

締役)が課徴金納付命令の名宛人と考えられそうである。

もとより当該受益者を名宛人とする理解は、X社とエリート社の別法人たる点を止揚し、グループ全体で一体と捉えるまでに実質的同一性を強く推し進めたものである。そこまで強く推し進めないのであれば、別法人たる理解を保つことも十分にあり得よう。しかしながらその場合、「エリート社と実質的に同一だからX社が名宛人」との理解とともに、「X社と実質的に同一だからエリート社が名宛人」との理解も成立しそうである。そうなると実質的同一性を説くのみでは、やはり本件においてX社が名宛人とされるべき理由とはなり難く思われる。もし「X社こそが名宛人」との理由が別に存する¹³⁾のであれば、実質的同一性は隠れ蓑¹⁴⁾であり、実質的同一性という法概念はX社を名宛人とするにはそれほど出来の良くない道具であろう¹⁵⁾。

13) バンテイジ・グループ内の上下関係に着目すると、本文で記したように、X社は必ずしも頂点に位置しない。また取引から生じた利益のグループ内における帰属に着目した場合、X社には約17%の利益が帰属する仕組みとなっているが、エリート社にも利益は帰属する。その他、グループ内でX社を特に有利に扱う仕組みがないわけではない。例えばオーナー兼マネージャーに支払われる月額手数料の計算方法に損失控除を採用する際、X社自身が支払うと証券会社に対し有利な契約を締結できなくなるリスクがある旨に言及されている。こうしたリスクを解消するべくX社が各トレーダーを雇用しない扱いはX社のメリットとなり、反面でエリート社にデメリットが帰着する仕組みであろう。また判決文では必ずしも明らかでないが、取引利益の分配について、X社が最初に約17%分を確保するとともに、残り約83%の分配に際し、取引から生じた損失が処理されるような仕組みにも読める。仮にそうならば、同じグループ内の会社ではあるが、X社には優先的・安定的に利益が帰属する仕組みが講じられていることになろう。しかしながらグループ内におけるこうしたX社への特別扱いにより、何ゆえ本判決がX社を課徴金納付命令の名宛人とされるべきと解したのかについては明らかではない。

14) X社については、本件以前に課徴金納付命令が発出され、X社が命令に従っていた事実がある。邪推の域を出ないが、X社が要注意としてマークされていた可能性もあり得よう。原判決の判決文では、過去の課徴金納付命令では6万円だったのでX社が争わずに支払った旨が言及されている。穿った見方をすれば、懲りないX社に対し、従前より重い2106万円の納付命令という制裁を科することが本件課徴金納付命令の主眼だったようにも見える。

15) ちなみに本件事案の課徴金納付命令を決定するに際しては、実質的同一性という法概念を用いることなく、およそ次の2点を示し、本件各一連取引は、X社の業務として行わ

X社が名宛人とされるべき理由が明快に説示されず、実質的同一性が当該理由を糊塗する役割を賄うのであれば、結論の妥当性を別にした場合、争点（1）に関する本判決の判断には疑問の余地がある。むしろ指揮監督や雇用管理、取引管理等の観点から立論する原判決の判断が明快に思われる¹⁶⁾。上告棄却により確定しているが、本判決の先例的意義は必ずしも大きくないものと解される。もとより結論の妥当性を留保し、立論の明快さのみで是非が決せられるべきではあるまい。その意味で、本判決の立論には疑問があるとの指摘にとどめるのが適切であろう¹⁷⁾。

3. 相場操縦の成否

174条の2第1項の違反者がX社であると判断した上で本判決は、159条2項1号の現実取引による相場操縦が行われた旨を判断した。争点（2）

ゝれたものであると評価するのが相当と判断した。①本件各トレーダーは、雇用契約の上ではエリート社に所属するとしても、本件で行われた各取引には、X社提供に係る資金及び取引システムが用いられており、実質的にはバンテジグループ内でX社及びその子会社を通じた監督が及んでいた。②本件各取引による損益は、各トレーダーではなくX社に帰属していたとみるべきである。<https://www.fsa.go.jp/news/28/syouken/20170314-3.html> 参照。

ただし当該決定では、①・②を示す直前に、本件各トレーダーは、雇用契約の上ではエリート社に所属する旨を明示する。そうなるとエリート社に所属しながら、①・②の事実により、本件の取引が何ゆえX社の業務として行われたものであると評価するのが相当となるのが問われそうであるが、その理由は示されていない。

- 16) この点について、本件の原審判決に関する評釈である濱村実子「金商法159条2項・174条の2第1項の違反者に法人が該当するか否かの判断」宮崎産業経営大学法学論集28巻1・2号31頁（2020年）参照。X社又はエリート社のいずれを違反者とすべきかについて、課徴金の法的性格ないしは適切な金額水準からの検討を説く。課徴金の利益吐き出し機能を重視するのであれば、本件事案において利得の所属先であるX社が課徴金を支払うべき違反者として妥当であるとの考えに傾く旨を記す。また利益吐き出しを超えた制裁的側面を重視するのであれば、違反行為実行者である本件各トレーダーや実質的な監督関係にあったエリート社を違反者とすべき考えに傾く旨を記す。
- 17) もっとも実質的同一性なる道具は、本判決で初めて現れたものではなく、相場操縦か否かを問わず広く従前からしばしば用いられ、その都度問題点も指摘されてきたものと考えられる。仮にそうならば、従前から問題点の指摘されていた道具を使った時点で、他の立論の是非・適否とは別に、本判決は疑問の余地を抱えるに至ったと解される。

乃至(4)の判断である。本件各対象取引について、争点(2)では159条2項1号の定める「一連の」行為である旨が、争点(3)では同号の定める「相場を変動させるべき」行為である旨が、それぞれ判断された。また争点(4)では、159条2項柱書の定める「誘引する目的をもって」なされた行為である旨が判断された。

もっとも先に記したように159条2項1号は、繁盛であると誤解させるべき一連の行為と、相場を変動させるべき一連の行為に大別される。いわゆる繁盛取引と変動取引である。ただし繁盛取引という行為類型は相場操縦の訴追に全く用いられていない¹⁸⁾とされる。用いられない理由を探ろうとすれば、誘引目的の要件と、変動取引又は繁盛取引の選択的要件の関係をめぐる議論を振り返る必要がある¹⁹⁾。

条文の体裁に照らせば現実取引では、繁盛取引であれ変動取引であれ、

18) 黒沼悦郎『金融商品取引法』476頁(2016年、有斐閣)。

19) 繁盛取引が用いられない点について、本件事案の課徴金納付命令決定は次のような理解を示す。「なお、「繁盛取引」とは、出来高が多く売買取引が活発に行われていると誤解させるような一連の取引を意味するところ、通常、変動取引が行われれば、売買取引が繁盛であると誤解させる結果は当然生じると考えられるから、「変動取引」該当性に加え、別途「繁盛取引」該当性を検討する必要はないものと解される。」

ちなみに変動取引については、相場を変動させる可能性のある売買取引等を指す旨も記されている。こうした繁盛取引と変動取引の理解に照らすと、「誤解させるような」との主観的要素を伴う繁盛取引よりも、「相場を変動させる可能性」で足りる変動取引の方が、主張・立証しやすいようにも見受けられそうである。ただし本文中で後述するように、いかなる注文であっても価格を変動させる可能性を伴う。その意味で本件決定にて示された「相場を変動させる可能性」という理解は、それほど積極的意義を有していないようにも読める。仮に積極的意義が認められないとすれば、変動取引の理解について、現実取引による相場操縦の規制類型としての積極的意義が乏しくなろう。「通常、変動取引が行われれば、売買取引が繁盛であると誤解させる結果は当然生じる」との理解にも疑問符が付されよう。

なお神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦『金融商品取引法コメンタール4——不公正取引規制・課徴金・罰則』39頁(藤田友敬執筆)(2011年、商事法務)参照。そこでは、もっぱら市場全体の出来高を引き上げる意図で行う目的で、個々の銘柄に影響の出ないように分散して売買を行うようなケースを想定すれば、繁盛取引の類型も存在しうるのかもしれないと記されている。

主観的要素たる誘引目的が要件となる。ところで変動取引の要件については、いかなる注文であっても、買付けであれば相場を上昇させる方向に、売付けであれば相場を下落させる方向に作用する。しかしながら通常の投資活動として行われる買付け・売付けを、現実取引による相場操縦として規制することは不当と認識される。こうした不都合を回避するべく、誘引目的の要件を課することで、禁止されるべき相場操縦と是認されるべき通常の取引との区別が図られる²⁰⁾。

誘引目的の要件は、当然に主観的要素を含む。その場合、繁盛取引又は変動取引の要件に主観的要素を加味するか否かが問われる。この点について、東京高判昭和63・7・26高裁判集41巻2号269頁（協同飼料事件控訴審判決）は、変動取引に主観的要素を取り込んだ。「相場を支配する意図をもってする、相場が変動する可能性のある取引」との理解である。変動取引の要件に、相場を支配する意図という主観的要素を取り込んだ判断である。同時に、誘引目的の要件については、「有価証券市場における当該有価証券の売買をするように第三者を誘い込む意図」と理解した。

こうした理解には、いくつかの問題点が挙げられる。一方で、相場操縦者に相場を支配するまでの意図を認め難いような場合には、変動取引の要件が充たされなくなる。他方で、第三者における誤認の事情を斟酌することなく、相場操縦者において第三者を誘い込む意図のみを要件とした場合、第三者を誘い込むための相場操縦者による主体的・積極的行為が要求されてしまう。匿名性を備える有価証券市場における取引にてそのような要件の充足を求めると、ほとんど相場操縦規制が不可能となる。

最決平成6・7・20刑集48巻5号201頁（協同飼料事件最高裁決定）は、こうした不都合の指摘に対する解答である。同決定は誘引目的を、「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

20) 山下友信・神田秀樹編『金融商品取引法概説 第2版』346頁（後藤元）（2017年、有斐閣）。

おける有価証券の売買取引に誘い込む目的」と解した。人為的な操作による相場の変動と、投資者を誤認させて取引に誘い込むことの2つを、誘引目的の内容と捉える理解である。

このような内容を示すことで最高裁決定は、控訴審判決が示した「相場を支配する意図」という理解を否定した。同時に、相場操縦者による主体的・積極的な誘い込みを要求するのではなく、第三者による誤認を誘引目的の要件に取り込んだ。こうした理解により、誘引目的の要件のハードルを過度に高くしてしまい、相場操縦規制の対象が過度に絞り込まれる事態を回避する効果を生ぜしめた。

ところで第三者による誤認、すなわち「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」誤認させるという要素は、誘引目的を定める159条2項柱書の文言からは見受けられない。誤認のこうした内容を思い描きつつ、159条2項1号の適用が問われた協同飼料事件において、誤認の出自を見出そうとすれば、159条2項1号の繁盛取引にて規定される「誤解」という文言であろう。仮にそうだとすれば最高裁決定は、159条2項1号の変動取引について判断しつつ、誘引目的に繁盛取引の要素を反映させた判断を示したことになる²¹⁾。

のみならず繁盛取引が誘引目的に反映されると、「変動取引ならば繁盛取引」との理解と相俟って、繁盛取引という類型を単独で想定することがそれほど意味を持たなくなる。そのため159条2項1号は、文言上は現在も繁盛取引と変動取引を規定しているが、事実上は変動取引のみを問う条文へ変容する。現実取引という相場操縦行為の規制類型が、解釈により誘引目的+変動取引で一般化されるに至ったのは、こうした検討の経緯を踏

21) その意味で協同飼料事件最高裁決定における159条2項柱書の誘引目的に関する判断は、あくまでも同条項1号の現実取引に関するものである。同条項2号・3号が定める表示等による相場操縦に関する誘引目的については、別途の考慮を要する。この点について、神田ほか・前掲書(注19)31頁参照。

まえた帰結と思われる。

4. PTS 取引による相場操縦

変動取引は、取引所金融商品市場における上場金融商品等又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行うことである。本件の事案に即して読み替えると、東証における45銘柄の株式の相場を変動させるべき一連の行為となる。本件の事実関係に照らして違和感を覚えるとするれば、東証の相場を変動させるべき取引が要求される点であろう。一連の取引は東証で行われなくても構わないが、東証の相場を変動させるべきことが要求される。そのため PTS の相場を変動させるべき取引は、変動取引には該当しない。

こうしたルールは本件の事案に照らすとどのような意味を持つか。本件では、東証での取引と本件 PTS 取引が組み合わされていた。しかしながら例えば東証の非取引日に PTS にて現実取引の相場操縦が行われたような場合はどうか。PTS 相場を変動させるべき一連の取引となろうが、PTS 相場は取引所金融商品市場における相場ではないため、こうした一連の取引は変動取引として規制されない可能性がある。

もっとも一連の取引が行われた銘柄が上場金融商品等、具体的には東証に上場する銘柄ならば、東証の次の取引日の相場を変動させるべき一連の取引と捉える余地もあろう。ただし3連休のような場合、時間的間隔が長くなってしまい、4日後の相場を変動させるべき一連の取引と捉えるのが困難なケースもあり得よう。本件のようなケースでは、場間における本件 PTS 取引及び東証に発出した見せ玉の取消しにて相場操縦の行為自体は既遂・終了となるため、一連の取引を東証の後場の相場を変動させるべきものと捉えるのは困難なようにも思われる²²⁾。

22) 本件で言えば前場での買付け並びに場間における見せ玉の発出と取消し及び PTS 取引は、東証の寄前気配情報に示される相場を変動させるべき一連の取引と捉えることにな

一連の取引が、取引所金融商品市場における相場を変動させるべきものならば相場操縦規制が適用され、PTS における相場を変動させるべきものにとどまるなら規制が適用されないとの帰結を、どのように認識するか。市場間競争の考えを基礎に、取引所金融商品市場では提供されないサービスを提供すべきが PTS 本来の出自と理解するなら、利便性で差異が生ずるのは当然であるが、相場操縦規制で差異が生ずるのは不合理でもあろう。

こうした不合理の解消を解釈論として試みるなら、繁盛取引の規制類型を改めて吟味することも検討に値しよう。繁盛取引とは、有価証券の売買、市場デリバティブ取引又は店頭デリバティブ取引が繁盛であると誤解させるべき一連の取引である。この類型では、一連の取引が取引所金融商品市場における相場を変動させるべきか否かは問題とならない。相場の変動を不問とする点で、繁盛取引は変動取引にはない特徴を有する。すでに見たように「変動取引ならば繁盛取引」との理解が浸透している状況では、繁盛取引をわざわざ想起する必要性は乏しいのかもしれない。しかしながら変動取引にはない特徴に注目するなら、繁盛取引には現在も検討の余地が残されているように思われる。

ゝろう。寄前気配情報については <https://www.jpx.co.jp/learning/basics/equities/10.html> 参照。