

見せ玉と相場操縦規制

——高速取引行為と非高速取引行為の相克——

芳賀 良

1. はじめに
2. アメリカにおけるスプーフィングとその規制
3. 考察
4. むすび

1. はじめに

本稿は、日本における相場操縦規制の観点から、見せ玉の規制を検討することを目的とする。見せ玉とは、「相場操縦の一手法として株価を誘導するために、約定する意思がないにもかかわらず、市場に注文を出して売買を申し込み、約定する前に取り消す行為をいう¹⁾」とされる。換言すれば、見せ玉は、市場価格を操作するために、執行の意思を伴わない注文を発し、未執行段階で当該注文を取り消すものである。見せ玉は、金融商品取引法（以下「金商法」とする。）159条において禁止されている。即ち、①投資者が行う見せ玉による相場操縦は本条2項1号の「委託等」に、②証券会社自らが行う見せ玉による相場操縦

1) 神崎克郎＝志谷匡史＝川口恭弘『金融商品取引法』（青林書院，2012年）93頁注(3)。

2) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第2版〕』（有斐閣，2020年）503頁。

は同号の「申込み」に該当する、と解されている²⁾。

ところで、相場操縦規制の母法であるアメリカ法においては、スプーフィング (spoofing) という概念が存在する³⁾。行為の特性に着目した場合、スプーフィングは、「取引として完遂する意図なく、注文を発する行為⁴⁾」とされている。このように行為の特性に着目した場合、スプーフィングは、注文の取消しを伴うことから、日本の見せ玉に類似する。発注行為に基づく気配 (quote) を利用して価格を操作し、有利な価格で他の注文を執行するスキームは、気配駆動型相場操縦 (quote-driven manipulation) と称されている⁵⁾。この気配駆動型相場操縦は、有価証券の購入や売却により価格を操作する取引駆動型相場操縦 (trade-driven manipulation) とは異なる特徴を有する⁶⁾。即ち、気配に影響を与える注文によって価格を操作し、他の注文が有利な価格で執行された後に、気配に影響を与える注文を取り消す点に特徴があるのである⁷⁾。

3) 本稿におけるスプーフィングに関するアメリカ法の分析は、主に次の文献によった。Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Sue S. Guan, *Spoofing and Its Regulation*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 1244 (2021)。なお、アメリカにおけるスプーフィングについては、既に、別稿において紹介している。以下を参照。拙稿「アルゴリズムと証券取引規制—緊急差止命令による不公正取引の予防—」横浜法学 27 巻 1 号 135 頁, 142 頁以下 (2018 年 9 月)。本稿は、別稿で十分に明らかにすることができなかった証券取引に関するスプーフィングに対する規制の在り方について、アメリカ法における先行研究を紹介・検討する点に意義がある。

4) III THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION 490 (7th ed., 2016)。また、拙稿・前掲注(3)142 頁。なお、Fox 他・前掲注(3)1310 頁参照。

5) Fox 他・前掲注(3)1247 頁参照。

6) 取引駆動型相場操縦について、Fox 他・前掲注(3) 1247 頁。また、以下の文献を参照。Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel V. Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 YALE J. ON REG. 67 (2018)。なお、本文の見解については、既に、拙稿「変動取引による相場操縦に関する若干の考察—市場構造と規制理論—」横浜法学 283 号 53 頁以下 (2020 年 3 月) において分析している。

7) Fox 他・前掲注(3) 1247~1248 頁参照。

気配駆動型相場操縦には複数の類型があり、全米最良売り気配であるNBO (National Best Offer) や全米最良買い気配であるNBB (National Best Bid) を更新しない気配の相場操縦 (at-or-away quote manipulation) を、スプーフィングとして位置付ける見解がある⁸⁾。これは、価格操作としての機能に着目して、スプーフィングを特徴付ける見解と思われる⁹⁾。本稿においても、NBO やNBBを更新しない気配の相場操縦を、スプーフィングとして、分析対象とすることとする¹⁰⁾。例えば、買付注文を執行することを目的とするスプー

-
- 8) Fox 他・前掲注(3) 1254 頁。ところで、本文のNBOやNBBと同値又はNBOやNBBに劣後する気配の相場操縦 (at-or-away quote manipulation) 以外に、①インサイド・ザ・スプレッド気配の相場操縦 (inside-the-spread quote manipulation)、②オープニング気配の相場操縦 (opening quote manipulation)、③自動気配の相場操縦 (auto-quote manipulation) という3つの類型が存在することが指摘されている (Fox 他・前掲注(3) 1254~1255 頁注(30))。いずれも、本文中の第二段階の行為が異なる (同上)。即ち、上記①は、NBO とNBBの間のスプレッド内の価格で注文を発する (同上)。上記②は、寄付きにおいて注文を発する (同上)。上記③は、上記①と同様に、NBO とNBB間のスプレッドの内側にある価格帯で注文を発することによりNBO又はNBBを改善し、NBO又はNBBに基づいて価格設定を行うブローカーに約定可能注文を発するものである (同上)。
- 9) 価格操作の機能に着目したスプーフィングの意義について、Fox 他・前掲注(3) 1310 頁参照。
- 10) アメリカにおいては複数の取引所が存在することを前提に、全ての市場における最良売り気配はNBOとされ、最良買い気配はNBBとされる (以下を参照。MERRITT B. FOX, LAWRENCE R. GLOSTEN & GABRIEL V. RAUTERBERG, THE NEW STOCK MARKET: LAW, ECONOMICS, AND POLICY 64 (2019) . 以下において、この文献を「Fox = GLOSTEN = RAUTERBERG・前掲注(9)」として引用することとする。なお、上記文献を紹介する邦語文献として、拙稿「技術革新に伴う株式市場の変化と法的規制」アメリカ法 (2020-2) 286 頁以下参照)。また、NBBO (National Best Bid or Offer) は、NBOとNBBを包摂する概念である (以下を参照。LARRY HARRIS, TRADING AND EXCHANGES: MARKET MICROSTRUCTURE FOR PRACTITIONERS 70 (2003) . なお、本書の邦訳として、ラリー・ハリス著、宇佐美洋 (監訳)・濱田隆道=小野里光博=山岡博士 (訳)『市場と取引: 実務家のためのマーケット・マイクロストラクチャー』(東洋経済新報社, 2006) 上・下巻がある)。このように日本とアメリカでは事情が異なることから、本稿では、アメリカ法の分析を行う箇所におい

フィンゲは、①第一段階として、流動性供給業者である高頻度取引トレーダー (high-frequency traders : 以下「HFT」とする。) が提供する NBB で買付注文を行い、②第二段階として (上記①の注文とは反対側になる売付注文側) HFT が提供する NBO と同等又はこれより劣る価格で大量の売付注文を発し、③第三段階として、上記①の注文が執行された直後 (又は執行される直前) に、上記②の注文を取り消すというものである¹¹⁾。第一段階における上記①の注文は、スプーフィングの実行者が利益を得るために執行を予定する注文であり、事前に発注される場合にはいわゆる仕込み玉に該当する。第二段階における上記②の注文を行う理由は、「相場操縦を行う者による第一段階の注文を、相場操縦以外の場合において生じ得るであろう価格よりも有利な価格で、実際に購入又は売却できるようにするため、他の市場参加者の気配や取引行動に影響を与えることである¹²⁾」とされる。つまり、上記②の注文は、上記①の注文がより有利な価格で執行できるように、他の市場参加者の発注行動や取引行動に影響を与える趣旨で発せられるのである。従って、上記②の注文は、日本における見せ玉と同様の機能を有する¹³⁾。

ては、NBO、NBB 又は NBBO という用語をそのまま使用することとする。また、日本語の「気配」という用語には、注文価格のみならず注文量も含まれるので、特に注文価格に着目して説明する場合には、「気配値」という用語を使用することとする。そして、本稿では“bid”という用語を「買付注文」として、又、“offer”という用語を「売付注文」として訳出した。“bid”と“offer”を総称して“quotes” (気配) とされることから (Fox 他・前掲注 (3) 1253 頁)、“bid”という用語は「買呼値」と、同様に、“offer”という用語は「売呼値」と訳出されることが通常であろう。しかし、本判決の文脈では、執行前の状態に力点があるので、気配そのものではなく、未執行の状態を強調する観点から、“bid”という用語を「買付注文」と“offer”という用語を「売付注文」と訳することとした。“bid”を「買付申出」と、“offer”を「売付申出」と訳する見解 (神崎克郎『証券取引の法理』(商事法務, 昭和 62 年) 548 頁) も同様の趣旨と思われる。

11) Fox 他・前掲注 (3) 1254 頁及び 1258 頁参照。

12) 同上 1254 頁。

買付注文を執行することを目的とするスプーフィングには、鏡像（mirror-image set）となる関連行動が伴うことがある¹⁴⁾。即ち、NBBでの買付注文の執行を目的とするスプーフィングが実行された場合には、その後、これとは対照的なNBOでの売付注文の執行を目的とするスプーフィングが行われることになるのである¹⁵⁾。具体的には、①発注時点のNBOでの売付注文を行い、②上記①とは反対側に、発注時点のNBBと同等又はこれよりも劣る価格で大量の買付注文を発し、③上記①の注文が執行された直後（又は執行される直前）に、上記②の注文を取り消すというものである¹⁶⁾。上記①の注文が仕込み玉となり、上記②の注文は見せ玉と同じ役割を果たす。スプーフィングの行為者は、買付注文の執行を目的とするスプーフィングにおけるNBBでの購入と、売付注文の執行を目的とするスプーフィングにおけるNBOでの売却の差額を利得することになる¹⁷⁾。そして、スプーフィングを利用する主体もHFTである場合には、1000分の1秒単位で、このような反復注文が可能となる¹⁸⁾。このことから、発注速度の高速性にも留意する必要性が生じるのである。

本稿では、日本の見せ玉に対する規制の在り方に関する示唆を得るために、アメリカ法におけるスプーフィングに対する法的規制の必要性を検討することとする。その検討に当たっては、**㉑**検討対象となる行為が及ぼす社会的な害悪の有無、**㉒**検討対象となる行為と適法な発注行動とを区別するメルクマールの

13) もちろん、本文②の注文（見せ玉）が執行されないという条件が満たされれば、本文①の注文（仕込み玉）と本文②の注文（見せ玉）の発注順番が入れ替わることもあり得る。なお、Fox 他・前掲注(3) 1315-1316 頁参照。

14) Fox 他・前掲注(3) 1274 頁及び 1308 頁参照。

15) Fox 他・前掲注(3) 1258 頁及び 1274 頁。

16) Fox 他・前掲注(3) 1258-1259 頁及び 1274 頁参照。

17) Fox 他・前掲注(3) 1259 頁。また、取引所からのレポートも取得する可能性がある（同上参照）。

18) 同上 1259 頁。

有無、㉔損益分析の観点から、検討対象となる行為が自重される可能性の有無という視座から、分析することとする¹⁹⁾。

また、日本においても、アメリカにおける HFT と同様に高速の取引を実行する主体として、①高速取引行為(金商法 2 条 41 項)を行う高速取引行為者(金商法 2 条 42 項)及び②高速取引行為を行う金融商品取引業者(金商法 29 条の 2 第 1 項 7 号参照)が挙げられる(以下、上記①と②を総称して「高速取引行為者等」とする)。高速取引行為を実施できる高速取引行為者等は、流動性を提供する高速取引行為者等が行う高速の発注にも対応することが容易である。他方、非高速取引行為者等である投資者が見せ玉を使用して、アルゴリズムを利用する高速取引行為者等を売買に誘い込むこともあり得る²⁰⁾。このため、

19) Fox 他・前掲注(3) 1252 頁は、気配駆動型相場操縦が法律により禁止されるべき行為か否かを判断するために、4つの問いを設けている。即ち、(a) 問題となる戦略は、概念上、他の戦略と区別することができ、問題となる戦略は社会的な害をもたらすか否か、(b) 問題となる戦略は、「相場操縦(manipulation)」という用語の一般的な辞書の意味に該当するか否か、(c) 問題となる戦略を実行することにより正の期待利益が得られる状況があり、それは懸念を抱かせるほど頻繁に発生するものなのか否か、(d) 問題となる戦略を禁止することによる社会的利益が、社会的コストを上回るような執行方法の有無である(同上 1252 頁)。本稿では、この分析視座を参考とした。なお、日本法には、アメリカの判例法理における詐欺概念と相場操縦概念の関係性という解釈上の問題(同上 1304~1305 頁参照)がないこと、日本では、既に見せ玉を法令上禁止していることから、本稿では、上記(b)を除外して分析している。また、上記(a)は、①問題となる戦略と適法な行為(発注行動)とを区別するメルクマールと②問題となる戦略が及ぼす社会的害悪という2つの論点が含まれているので、本稿では、論点を明確にするため、㉔検討対象となる行為が及ぼす社会的な害悪の有無、㉕検討対象となる行為と適法な発注行動とを区別するメルクマールの有無とを分離した。なお、検討対象となる行為と適法な発注行動とを区別するメルクマールの存在により、適法な行動を萎縮させる効果は縮減できるので、上記(d)は、本文㉕に含めた。

20) 個人投資家がアルゴリズムを利用するコンピュータによる注文を誘引した事例として、証券取引等監視委員会事務局「金融商品取引法における課徴金事例集(平成 23 年 6 月)」50 頁以下参照。

日本法の分析においては、高速取引行為の場合と非高速取引行為の場合とに分けて、検討することとする。

2. アメリカにおけるスプーフィングとその規制

本節では、アメリカにおけるスプーフィングに対する規制法理を分析する。そのため、まず、気配駆動型相場操縦に関する判例・審決例における規制法理を概観する(後述(1))。次に、市場におけるマイクロストラクチャーの視点から、スプーフィングを分析する(後述(2))。そして、規制の必要性を検討する(後述(3))。最後に、上記のことから得られる結果を総括することとする(後述(4))。

(1) 気配駆動型相場操縦に関する判例・審決例

ア. 相場操縦禁止規定による規制—未執行注文への適用可能性について— (ア) 総説

一連の取引による相場操縦は、証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) 9条(a)項(2)号(以下「取引所法9条(a)項(2)号」とする。)によって禁止されている²¹⁾。取引所法9条(a)項(2)号の主要な成立要件は、①他人による有価証券の購入又は売却を誘引する目的(以下「誘引の目的」とする。)をもって、②実際に若しくは外観上繁盛な取引を作出する又は価格に影響を及ぼす一連の取引(a series of transactions)を行うことである²²⁾。気配駆動型相場操縦の場合、「ある価格における売却の申込み、又は、購入の申込みを市場に発することは、明らかに『行為』であるが、取引の相手が存在しないため、『取引』と称するのは困難である²³⁾」という指摘がある。換言すれば、スプーフィングの場合、

21) 15 U.S.C. § 78i(a) (2) (2018).

22) Fox 他・前掲注(3) 1249 頁参照。

23) 同上。

未執行段階では相手方が存在しないことから、取引所法 9 条(a)項(2)号の「取引」に該当しないと解する余地もあるのである。この点に関する判例法理を概観することとする。

(イ) 判例法理

前述のように、取引所法 9 条(a)項(2)号は、一連の取引に適用される。未執行段階の注文も「取引」に該当するのか、ということが問題となる²⁴⁾。この点に関して言及する判例は少ない²⁵⁾。まず、先例となるのが、SEC v. Resch-Cassin & Co. 事件判決である²⁶⁾。本件事案では、価格操作の手段として買付注文も利用されていた²⁷⁾。事件当時の証券取引所法規則旧 10b-7(b)は、「取引という用語は、買付注文 (bid) 又は購入 (purchase) を意味するものとする²⁸⁾」と規定していた。本判決は、「証券取引所法規則 10b-7 (17 C.F.R. § 240.10b-7 (1971)) は、取引という用語を『買付注文又は購入』と定義していることから、相場操縦実行者とされた被申立人が、ピンクシートに有価証券の買付注文を発し、又は当該有価証券を購入若しくは売却した場合には、有価証券の取引を行っ

24) 前述のように、日本法の場合には本文のような問題は生じない。母法を継受した日本法が改正を行って見せ玉に対応している一方で、母法の規定では立法上の手当がなされていないため、解釈に争いが生じている、という比較法上興味深い論点を形成している。本稿では、日本における見せ玉に対する規制という観点から必要な範囲においてのみ判例・審決例を分析することとする。

25) Fox 他・前掲注(3) 1294 頁参照。

26) SEC v. Resch-Cassin & Co., 362 F. Supp. 964 (S.D.N.Y. 1973)。本判決の事案は、アフターマーケットでの売却を容易にするため、執行した購入のみならず、買付注文を通じて、店頭登録株式の価格を釣り上げた事例である (同上 975~977 頁参照)。

27) 同上 975 頁。

28) 17 C.F.R. § 240.10b-7(b) (2022) (replaced 1996)。

29) SEC v. Resch-Cassin & Co., 362 F. Supp. at 975。本文の判断は、当時の 9 条(a)項(2)号の射程が上場有価証券に限定されていたところから、傍論と位置付けられている (Fox 他・前掲注(3) 1294 頁注 144)。

たと言うことができる²⁹⁾」と判示している。このように、本判決は、証券取引所法規則旧 10b-7(b)の文言を根拠に、買付注文も「取引」に該当するという解釈を採用しているのである。また、本判決は、徐々に高い買付注文を注文板に加えることは、店頭市場が繁盛であるという虚偽の外観を創出し、価格を釣り上げる旨などを指摘している³⁰⁾。そして、「これらの方策の結果は、株式のいわゆる市場価格を人為的に刺激し、実際には完全に被告の詐術 (subterfuge) の産物であったのに、独立した需要と供給の力の成果であるように見せかけた³¹⁾」と判示している。

他の先例として、SEC v. Lek Sec. Corp. 事件判決がある³²⁾。本件事案においては、多数の注文 (例：買いの指値注文) を発して気配を有利に変動させ、利益を確定させる注文 (例：売りの指値注文) を執行した後、気配を変動させた大量注文を取り消している点に特徴がある³³⁾。本判決は、SEC v. Malenfant 事件判決を引用して³⁴⁾、「『一連の取引』には、執行された購入又は売却のみならず、買付注文及び購入又は売却の注文も含まれる³⁵⁾」とする。即ち、本判決は、取引所法 9 条(a)項(2)号の「一連の取引」には、買付注文を含むとし

30) SEC v. Resch-Cassin & Co., 362 F. Supp. at 976.

31) 同上 978 頁。この箇所は、後述する SEC v. Malenfant 事件判決 (784 F. Supp. 141 (S.D.N.Y. 1992)) において引用されている。

32) SEC v. Lek Sec. Corp., 276 F. Supp. 3d 49 (S.D.N.Y. 2017)。本件は、レイヤリングやクロスマーケット相場操縦の事案である (同上 55-56 頁)。

33) 同上 55 頁。

34) SEC v. Malenfant, 784 F. Supp. 141, 145 (S.D.N.Y. 1992)。本件は、価格を高騰させた事例である (同上 143 頁)。本判決は、取引所法 9 条(a)項(1)号及び(2)号違反に関連して、その要件について「付け合わされた買付注文と売付注文 (matched buy and sell orders) が執行されたことは、必須ではない(同上 145 頁)」と判示した。なお、Fox 他・前掲注(3) 1295-1296 頁参照。

35) SEC v. Lek Sec. Corp., 276 F. Supp. at 62.

ているのである。

上記のように、スプーフィングに取引所法 9 条(a)項(2)号が適用される前提として、買付注文に係る注文のみが本条所定の「一連の取引」に該当するのか、ということに関して、判例は「取引」という文言の意義を拡張して、買付注文を含む見解を採用している。このような見解を採用する根拠を明示しているのは、前述の SEC v. Resch-Cassin & Co. 事件判決のみである³⁶⁾。

(ウ) 審決例

証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) の審決においても、未執行段階の注文の「取引」該当性に言及する審決例は極めて少ない。取引所法 9 条(a)項(2)号の「一連の取引」と未執行の注文との関係が問題となった審決として、Kidder Peabody & Co. 事件がある³⁷⁾。本件審決における SEC の見解によれば、「我々は、9 条(a)項(2)号で使用される取引 (transactions) という用語が、完了した購入又は販売に限定される、ということに同意できない。当該用語は本法において定義されていないが、この用語の日常的な用法では広範な意味を有することや、本法の様々な条文において使用されている文脈だけでなく、議会が検討した法案における様々な草案における用法も、9 条(a)項(2)号の用法として、この用語が、購入又は売却よりも広い意味を有していることを示している³⁸⁾」とする。そして、「9 条(a)項(2)号の立法過程は、相場操縦の禁止について、購入又は売却の実際の成就を超えて拡張することを、議会が明白に意図していたことを証明している³⁹⁾」とする。その根拠と

36) Fox 他・前掲注(3) 1296 頁。

37) Kidder, Peabody & Co., Exchange Act Release No. 3673, 18 S.E.C.559, 1945 SEC LEXIS 285 (1945). 本件の事案は、執行された注文や未執行の注文による相場操縦が問題となったものである。本件についての詳細な分析については、神崎・前掲注(10) 546 頁以下を参照。

38) Kidder, Peabody & Co., Exchange Act Release No. 3673, 18 S.E.C. at 569.

して、取引所法 9 条(a)項(2)号の草案段階では、「購入又は売却のための取引」(transactions for the purchase and sale) という用語が使用されていたことを挙げている⁴⁰⁾。この文言を現在の「取引」という文言に修正した意図は、禁止の範囲を単なる売買の禁止よりも広くすることにあるとする⁴¹⁾。このように、取引所法 9 条(a)項(2)号の立法過程という沿革上の理由から、現在の文言は未執行段階の注文も包摂する概念であるというのである。

また、気配駆動型相場操縦の審決として、Biremis Corp. 事件がある⁴²⁾。本審決は、レイヤリングが、市場において、売付側又は買付側のどちらか一方で、上昇又は下落する価格で複数の非真正注文 (non-bona fide orders) を発することによって、市場活動について虚偽の外観を作成するときに生じることを指摘している⁴³⁾。そして、このような行動の目的は、レイヤリングの行為者が、他人をして、非真正注文によって変更された価格で購入又は売却をするように誘引することができるように、その銘柄の価格を変動させることにあるとしている⁴⁴⁾。そして、本件において、誘引の目的について、次のように判断した。即ち、「他人をして不利な価格で取引するように誘引するトレーダーの意図は、上昇する(或いは下落する)価格で注文を繰り返し発したこと、これらの非真正注文が株価を発注者に有利に変化させた後に、市場における反対側の注文を機会主義的に執行したこと、非真正注文が執行される前に、速やかに当

39) 同上。

40) 同上。

41) 同上。

42) Biremis Corp., Exchange Act Release No. 68,456, 105 SEC Docket 862, 2012 SEC LEXIS 3930 (Dec. 18, 2012). 本件の事案は、レイヤリング(layering)に関するものである(Biremis Corp., 2012 SEC LEXIS 3930 at *5)。

43) Biremis Corp., 2012 SEC LEXIS 3930 at *5.

44) 同上。

該注文を取り消したことから明らかである。アルゴリズム・プラットフォームを使用する市場参加者を誘引するトレーダーの意図は、NBBO の変化や流動性の不均衡に注目する取引アルゴリズムを使用する他のトレーダーをして、その有価証券の購入又は売却を誘引するために、インサイド・ビッドまたはインサイド・アスクから数セント乖離した価格で、極めて多数の株式に係る圧力注文 (pressure orders) を 100 株単位の注文にして散りばめる方法を使用したことから明らかである⁴⁵⁾」とする。このように、本審決によれば、取引所法 9 条(a)項(2)号が定める誘引の目的を証明する事実として、①価格変動を予測させる非真正注文 (例: 売付注文) を繰り返し発すること、②非真正注文と反対側に発した注文 (例: 買付注文) を機会主義的に執行すること、③未執行の上記①を迅速に取り消すことが挙げられているのである⁴⁶⁾。

イ. 詐欺禁止規定による規制

(ア) 総説

証券に関する詐欺 (fraud) は、証券取引所法 10 条(b)項 (以下、「取引所法 10 条(b)項」とする。) により禁止されている⁴⁷⁾。同条は、禁止内容の詳細について、証券取引所法規則 10b-5 (以下「規則 10b-5」とする。) に委ねている⁴⁸⁾。規則 10b-5 においては、禁止される詐欺的行為について、「ある有価証券の購入又は売却に関連して」(in connection with the purchase and sale of a security) という要件が課せられている⁴⁹⁾。注文を発する行為も、上記の有価証券の購入又は売却に関連する行為である⁵⁰⁾。そのため、取引所法 9 条(a)項(2)

45) Biremis Corp., 2012 SEC LEXIS 3930 at *26-*27.

46) なお、Fox 他・前掲注(3) 1302~1303 頁参照。

47) 15 U.S.C. § 78j (b) (2018).

48) 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2022).

49) 同上。

号のような形式的な適用要件の問題は生じない。他方、規則 10b-5 には、取引所法 10 条(b)項と異なり、「相場操縦的」(manipulative) という文言がないことについて、留意が必要である⁵¹⁾。

取引駆動型相場操縦に関して、判例法理は二分されている⁵²⁾。まず、ある行為が規則 10b-5 に違反する取引駆動型相場操縦に該当するためには、取引以外の付加的な違法行為が必要であるとする見解である⁵³⁾。この見解は、GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt 事件判決に代表されるように、規則 10b-5 が禁止する行為に該当するためには、不正確な情報を市場に投入するという要素が必須であるとするものである⁵⁴⁾。これに対して、行為者の主観的意図のみが、相場操縦か否かの分水嶺となるとする見解もある⁵⁵⁾。例えば、SEC v. Masri

50) Fox 他・前掲注(3) 1303 頁参照。

51) 以下を参照。17 C.F.R. § 240.10b-5 (2022)。

52) 取引駆動型相場操縦に関する判例法理については、既に、拙稿「公開市場における相場操縦—詐欺禁止規定と『相場操縦』概念の関連性について—」横濱法学 23 巻 3 号 1 頁以下 (2015 年) において論じている。本稿は、判例法理の概略のみに言及することとする。

53) Fox 他・前掲注(3) 1305 頁参照。

54) GFL Advantage Fund, Ltd. v. Colkitt, 272 F.3d 189, 205 (3d Cir. 2001)。本件の事案については、拙稿・前掲注(52) 11～12 頁参照。本判決が、取引所法 10 条(b)項の相場操縦の成立要件として、①不正確な情報を市場に投入すること及び②行為者の相場操縦的行為が、実際に価格が変動したかにかかわらず、有価証券の価格を人為的に下落又は騰貴させる目的で行われたことを判示したと評価されている (VIII LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, SECURITIES REGULATION 609 n. 2 (5th ed. 2017))。なお、Fezzani v. Bear, Stearns & Co. 事件判決は、傍論ながら、取引所法 10 条(b)項に基づく黙示の私的訴権における信頼要件に関連して、相場操縦の被害者が依拠する信頼の証明について「証明されるべき信頼は、『市場に虚偽の価格シグナル』を送ることによって投資者を誤導することを意図した『市場活動』に基づいたものであろう (Fezzani v. Bear, Stearns & Co., 777 F.3d 566, 571 (2d Cir. 2015))」としている。本件の事案は相場操縦に対する私的訴訟に関わるものである。以下を参照。Fezzani v. Bear, Stearns & Co., 716 F.3d 18 (2d Cir. 2013)。

55) Fox 他・前掲注(3) 1305 頁参照。

事件判決は、問題となる取引が有価証券の価格に影響を与える意図で行われ、且つ、正当な経済的理由がなければ、当該取引は相場操縦に該当するとする⁵⁶⁾。また、Markowski v. SEC 事件判決も、行為者の目的のみによって、相場操縦が成立するとする⁵⁷⁾。

仮に、取引駆動型相場操縦において、不正確な情報を市場に投入するという付加的な違法行為が、規則 10b-5 により禁止される行為に該当するための要素だとすれば、このような解釈論が、気配駆動型相場操縦に対してどのような影響を与えるのか、ということが問題となる。この点について、「付加的な違法行為を要求する判例は、取引行為の場合よりも、気配行為について強まるかもしれない。なぜなら、全ての買付注文や売付注文は執行のリスクがあり、それ故、実際に流動性を付加するからである。相場操縦を行う者が有する執行前に取り消す意図は、執行がなされないということを保証するものではないのである⁵⁸⁾」という指摘がある。このような背景から、気配駆動型相場操縦が規則 10b-5 における証券詐欺に該当するための成立要件が問題となる。

(イ) 判例法理

規則 10b-5 についても、気配駆動型相場操縦に関する判例は極めて少ない。まず、気配駆動型相場操縦が規則 10b-5 に違反した事例として、前述した SEC v. Lek Sec. Corp. 事件判決を挙げることができる⁵⁹⁾。本判決は、本件レイヤリングにおける被告の行った非真正注文の性質に関して、「当該株式の需給につ

56) SEC v. Masri, 523 F. Supp. 2d 361, 372 (S.D.N.Y. 2007). 本件の事案については、拙稿・前掲注(52) 17 頁参照

57) Markowski v. SEC, 274 F. 3d 525, 529 (D.C. Cir. 2001). 本件の事案については、拙稿・前掲注(52) 9～11 頁参照。なお、本判決の位置付けについて、Fox 他・前掲注(3) 1306 頁参照。

58) Fox 他・前掲注(3) 1306 頁。

59) SEC v. Lek Sec. Corp., 276 F. Supp. 3d 49 (S.D.N.Y. 2017).

いて市場に虚偽の情報を注入することを意図したものである⁶⁰⁾」とした。もっとも、本判決は、規則 10b-5 違反に関する具体的な基準については言及していない⁶¹⁾。他の事例として、CP Stone Fort Holdings v. Doe (s) 事件判決がある⁶²⁾。本件の注文類型は、売付け又は買付けの一方において注文(例：売付注文)の量を増加し、その反対側に約定可能な注文(例：買付注文)を発することにより、当該約定可能注文の執行後、注文量を増加させた売付注文を迅速に取り消すというものであった⁶³⁾。裁判所は、上記のような注文類型により、「被告が、市場活動について虚偽の印象を作出し、不正確な情報を市場に投入したこと、及び、違法な意図を有していたことを主張するのに十分である⁶⁴⁾」ことを判示している。これらの判決の理解を敷衍すれば、非真正注文を発すること自体が、不正確な情報を市場に投入する行為と評価することも可能であろう。

(ウ) 審決例

気配駆動型相場操縦一般について言及する審決として、Hold Bros. On-Line Inv. Servs. 事件が挙げられる⁶⁵⁾。本審決は、レイヤリングに関して、「他人をして、実際の需給を反映しない価格における有価証券の売買に誘引するために、非真正注文、即ち、執行を意図しない注文を使用することである⁶⁶⁾」とする。

60) 同上 55 頁。

61) Fox 他・前掲注(3) 1307 頁参照。

62) CP Stone Fort Holdings v. Doe (s), No. 16-cv-4991, 2017 U.S. Dist. LEXIS 42069 (N.D. Ill. Mar. 22, 2017). なお、本件の事案は、米国財務省債に関するものである(同上)。

63) Second Amended Complaint at 6-7, CP Stone Fort Holdings v. Doe (s), No. 16-cv-4991, 2017 U.S. Dist. LEXIS 42069 (N.D. Ill. Mar. 22, 2017). また、Fox 他・前掲注(3) 1308 頁参照。

64) CP Stone Fort Holdings v. Doe (s), 2017 U.S. Dist. LEXIS 42069 at *9.

65) Hold Bros. On-Line Inv. Servs., Exchange Act Release No. 67, 924, Investment Company Act Release No. 30,213 (Sept. 25, 2012). なお、本件は、証券取引所法 15 条(b)項等に関する事例であり、規則 10b-5 に関する事例ではない点に留意が必要である。

66) 同上 5 頁。

また、規則 10b-5 に関する著名な審決として、Terrance Yoshikawa 事件を挙げることができる⁶⁷⁾。本件は、申し立てによれば、「人為的に特定の有価証券の NBBO を変動させることにより相場操縦スキームに従事し、当該有価証券の市場の本質に対して詐欺的な影響を与えた⁶⁸⁾」とされた事例である。事案の特徴として、自らが有利な価格である注文（例：買付注文）を執行できるように、全米最良売り気配や全米最良買い気配を変更するために、繰り返し少量の指値注文を発していた点が指摘されている⁶⁹⁾。SEC は、本件において、「相場操縦とは『需給の自由な作用に対して、意図的に干渉することである』⁷⁰⁾」とする。これは極めて広範な概念である。しかし、本審決は、状況証拠からの推認によって規則 10b-5 が禁止する相場操縦の該当性を検討しており⁷¹⁾、気配駆動型相場操縦が規則 10b-5 に違反する明確な基準は示されていない⁷²⁾。

ウ. 検討—解釈論の視点から—

上記のように、判例法理においては、スプーフィングに対する規制について、

67) In the Matter of the Application of Terrance Yoshikawa, Exchange Act Release No. 53,731 (Apr. 26, 2006). また、Fox 他・前掲注(3) 1309 頁。

68) In the Matter of the Application of Terrance Yoshikawa, Exchange Act Release No. 53,731, at 11 (Apr. 26, 2006). また、Fox 他・前掲注(3) 1309 頁。本件は、インサイド・ザ・スプレッド気配の相場操縦であることに留意する必要がある。

69) In the Matter of the Application of Terrance Yoshikawa, Exchange Act Release No. 53,731, at 2-3. また、Fox 他・前掲注(3) 1309 頁。

70) In the Matter of the Application of Terrance Yoshikawa, Exchange Act Release No. 53,731, at 8. なお、本審決は、以下の審決例を引用している。Pagel, Inc., 48 S.E.C. 223, 226 (1985), *aff'd*, 803 F.2d 942 (8th Cir. 1986).

71) In the Matter of the Application of Terrance Yoshikawa, Exchange Act Release No. 53,731, at 8.

72) なお、詐欺禁止規定に関する審決例において、気配駆動型相場操縦について法令違反の評価を行うための明確な指針はないようである (Fox 他・前掲注(3) 1309 頁注 195 参照)。

①相場操縦禁止規定である取引所法9条(a)項(2)号によって規制する方法と②詐欺禁止規定である取引所法10条(b)項及び規則10b-5によって規制する方法の2つを併用している。上記①については、未執行注文の取引所法9条(a)項(2)号における「取引」該当性という解釈上の問題がある。この点については、「取引」と「購入及び売却」という用語は法令上の文脈によって書き分けられていること等を根拠に、未執行注文が「取引」に含まれることに対して懐疑的な見解もある⁷³⁾。もっとも、この点は日本法に直接の関連がないため、詳論はしない。

上記②については、規則10b-5が禁止類型の中に「相場操縦」という文言を使用していないため、スプーフィングのどのような性質が規則10b-5に違反するのか、という点が問題となる⁷⁴⁾。判例法理を敷衍すれば、非真正注文を発すること自体が、不正確な情報を市場に投入する行為となるので、スプーフィングは、規則10b-5が禁止する詐欺に該当すると構成するものと思われる。また、スプーフィングは、誤解を生じさせないために必要な重要事実の表示が欠けている表示（以下「誤導表示」とする。）に該当するため、規則10b-5(b)に違反すると解する見解もある⁷⁵⁾。この見解によれば、非真正注文を気配として発することは、「私は、取消しをしない限り、又は、取消しをするまで、y価格で、有価証券をx株購入又は売却するという法的義務を受け入れる用意がある⁷⁶⁾」という表示を、市場に伝達しているものと評価する⁷⁷⁾。そして、当該表示について、「これは、文字の通り真実ではあるが、少なくとも誤解を与える。他者は、この表示の受け手になったとき、気配を発した者は、実際に、

73) Fox 他・前掲注(3) 1296-1298頁。

74) 同上 1312-1313頁参照。

75) 同上。

76) 同上 1313頁。

77) 同上。

当該買付注文又は売付注文が誰かに執行されることを欲していると合理的に考えるであろう⁷⁸⁾」とされる。つまり、スプーフィングを行う者が、真実は非真正注文が執行されないことを望んでいるにもかかわらず、この真意に関する表示が欠缺した状態で、非真正注文を市場に発することは、当該非真正注文も執行されることを合理的に期待する他の市場参加者に対して誤解を与える、と考えるのであろう。このような理解を前提に、非真正注文の発注が、誤導表示に該当すると解するのである⁷⁹⁾。いずれの見解も、非真正注文の詐欺的な性質をとらえたものと評価できる。問題は、行為者の自白や真意を記載した文書がない場合、どのような事実により、ある発注が、詐欺的な性質を帯びる非真正注文に該当することを認定できるのか、という点にある⁸⁰⁾。

上記の点に関して、SEC の審決例である Biremis Corp. 事件の判断が注目される。この審決によれば、スプーフィングによる誘引の目的 (取引所法 9 条 (a) 項 (2) 号) を証明する事実として、①価格変動を予測させる非真正注文 (例: 売付注文) を繰り返し発すること、②非真正注文と反対側に発した注文 (例: 買付注文) を機会主義的に執行すること、③未執行の上記①を迅速に取り消すこと、という類型を挙げている⁸¹⁾。この類型に関連して、「一方の側において一連の大量の気配を繰り返し発し、その直後に、少量の約定可能な気配を他方の側に発することを追従させ、当該少量の気配が執行されるとすぐに、初期の大量気配を取り消すという類型が証明されることは、少なくとも、この類型の

78) 同上。なお、スプーフィングを行う者が、誤導表示を免れるためには、何人にも当該注文を何人に対しても執行されることを希望しない旨表示する必要があるとされる (同上)。しかし、これは非現実的であろう。

79) 同上 1312~1313 頁参照。

80) 同上 1315 頁参照。

81) Biremis Corp., Exchange Act Release No. 68,456, 105 SEC Docket 862, 2012 SEC LEXIS 3930 (Dec. 18, 2012). また、Fox 他・前掲注(3) 1302~1303 頁参照。

いくつかにおいて、初期の気配を利用する唯一の意図が、反対側で行われる取引に関してより有利な価格を得ることである、と結論づけるのに十分な状況証拠となる⁸²⁾」と解されている。このことは、上記とは異なり、執行を目的とした少量の注文（例：買付注文）の発注後、他方の側に大量の注文（例：売付注文）を繰り返し発し、当該少量の注文の執行後に大量の注文を取り消す類型も、上記と同様に、大量の注文が非真正注文であることを推認させる状況証拠となると考えられる。更に、上記類型の鏡像となる行為（例：大量の買付注文を繰り返し発し、執行を目的とした少量の売付注文の執行後、大量の買付注文を取り消す類型）は、上記の推認をより明確にするという指摘もなされている⁸³⁾。

これらのことを敷衍すれば、①㊦価格変動を他の市場参加者に予測させる大量の注文（例：売付注文）を繰り返し発すること、④大量の注文と反対側に発した注文（例：買付注文）が執行された直後に上記㊦の大量の注文が取り消されること、②上記①の鏡像となる行為（例：大量の買付注文を繰り返し発し、反対側に発した売付注文が執行された直後に大量の買付注文を取り消す類型）が行われたこと、という事実があれば、当初の大量の注文は、その反対側に発した注文をより有利な価格で執行する目的で発せられたものであり、価格操作の意図があると推認できる。そのため、上記①や②の事実は違法なスプーフィングと適法な発注・取消しとを分かつメルクマールとなる。このようなスプーフィングにおける特徴的な行為類型から、違法なスプーフィングと適法な発注・取消しとは、客観的に区別することができるのである。

82) Fox 他・前掲注(3) 1315-1316頁。

83) 同上 1316頁。

(2) 市場におけるマイクロストラクチャーによるスプーフィングの分析

ア. 株式の流通市場が達成すべき社会的目標

ある行為が、株式の流通市場（以下、単に「株式市場」とする。）が達成すべき社会的目標の実現を阻害する場合には、当該行為は規制すべき対象となる⁸⁴⁾。上記の実現すべき社会的目標は、次のような5つの目標で構成される⁸⁵⁾。第1は、「最も有望な投資プロジェクトに資本を効率的に配分することの促進⁸⁶⁾」（以下「目標①」とする。）という目標である。これは、株式市場が、その価格形成を通じて、有限な資源を最も有効に利用できる投資対象に配分するための指標を提供することを意味する⁸⁷⁾。第2は、「経済における既存生産能力を効率的に利用することの促進⁸⁸⁾」（以下「目標②」とする。）という目標である。これは、株式市場の価格形成を通じて、既存生産能力を効率的に利用する投資対象に資源を配分するための指標を提供することを意味する⁸⁹⁾。第3は、「現在と将来という期間における資源の効率的な配分の向上⁹⁰⁾」（以下「目標③」とする。）という目標である。これは、将来の給付を期待して現在の投資対象となる事業に資金を提供する投資者と、現在の事業に資金調達して将来の給付を実現する企業との相関を、株式市場の価格形成を通じて調整するものである⁹¹⁾。第4は、「最小の非効率という観点から、発行者のキャッシュ・フローに係るボラティリティに関するリスクのリスク回避型投資者への効率的配

84) Fox 他・前掲注(3) 1262 頁参照。

85) Fox 他・前掲注(6) 80 頁。

86) Fox 他・前掲注(6) 80 頁。

87) FOX = GLOSTEN = RAUTERBERG・前掲注(10) 33 頁。

88) Fox 他・前掲注(6) 80 頁。

89) FOX = GLOSTEN = RAUTERBERG・前掲注(10) 33 頁。

90) Fox 他・前掲注(6) 80 頁。

91) FOX = GLOSTEN = RAUTERBERG・前掲注(10) 33-34 頁。

分の促進⁹²⁾」(以下「目標④」とする。)という目標である。これは、価格変動リスクの回避を希望する投資者に対して、リスクを分散する投資手段を提供するものである⁹³⁾。第5は、「全体にわたる公正な運営及び公正性という認識の向上⁹⁴⁾」(以下「目標⑤」とする。)という目標である。これは、市場の公正さを確保することにより、流動性を高めることを意味する⁹⁵⁾。

ところで、株式市場における価格の正確性と流動性が、上記5つの社会的目標の実現に影響を与える⁹⁶⁾。価格の正確性とは、「ある株価が、当該株式を発行者が存在する間に保有する者が受領でき得る将来のキャッシュ・フロー(配当及びその他の分配)に係る予測因子としてどの程度適切か、ということに関するものである⁹⁷⁾」とされる。つまり、価格の正確性は、株価による将来キャッシュ・フローの予測精度に関する概念である⁹⁸⁾。換言すれば、価格の正確性が高ければ、現在の株価が予測する将来キャッシュ・フローの評価精度は高いと言えるであろう。また、流動性とは、「大規模な量の取引を安価な費用で迅速に行う能力⁹⁹⁾」とされる。

価格の正確性は、最も有望な投資プロジェクトに資本を効率的に配分することの促進(目標①)、経済における既存生産能力を効率的に利用することの促進(目標②)及び市場の公正な運営等(目標⑤)の一部に貢献するとされ

92) Fox 他・前掲注(6) 80 頁。

93) FOX = GLOSTEN = RAUTERBERG・前掲注(10) 34 頁。

94) Fox 他・前掲注(6) 80 頁。

95) FOX = GLOSTEN = RAUTERBERG・前掲注(10) 35 頁参照。

96) Fox 他・前掲注(3) 1264 頁参照。

97) Merritt B. Fox, Randall Morck, Bernard Yeung & Artyom Durnev, Law, *Share Price Accuracy, and Economic Performance: The New Evidence*, 102 MICH. L. REV. 331, 344 (2003).

98) FOX = GLOSTEN = RAUTERBERG・前掲注(10) 34 頁。

99) HARRIS・前掲注(10) 399 頁。

る¹⁰⁰⁾。他方、流動性は、直接的には、現在と将来という異なる時間軸における資源の効率的な配分の促進 (目標③) 及びリスク配分 (目標④) に関連し、価格の正確性を通じて間接的に目標①及び目標②に関連するとされる¹⁰¹⁾。これらのことから、スプーフィングの規制を考察する上で、スプーフィングが、価格の正確性と流動性にどのような影響を与えるのかという観点の分析が重要となる。

イ. 価格の正確性と流動性に対する影響

(ア) 価格の正確性

まず、スプーフィングが、価格の正確性に与える影響についてである。この点に関して、「スプーフィングは、その直接的な効果として、価格を、それが無い場合の位置から乖離させる可能性は低い。仮に乖離が生じたとしても、その転置の期間は現実の経済的効率性に影響を与えることがないほど短い¹⁰²⁾」

100) Fox 他・前掲注(3) 1264～1265 頁。その理由はこうである。まず、価格の正確性が高まれば、資本が最も有望な実際の投資プロジェクトに集中し、効率的な資本配分が実現することから、価格の正確性は、最も有望な投資プロジェクトに資本を効率的に配分することの促進 (目標①) に直接的な関連性を有する (同上 1264 頁)。次に、価格の正確性が高まれば、業績の悪い経営者を明らかにするため、優れた経営上の意思決定を行うインセンティブが高まるとされる (同上 1264～1265 頁)。そのため、価格の正確性は、目標①のみならず、経済における既存生産能力を効率的に利用することの促進 (目標②) にも関連する (同上 1265 頁)。また、価格の正確性が高まれば、売買後に価格に関して否定的な情報が発覚することが少なくなるので、市場の公正な運営等 (目標⑤) の一部にも貢献するとされている (同上 1265 頁)。

101) Fox 他・前掲注(3) 1265 頁～1266 頁。その理由はこうである。まず、より高い流動性は、長期的な社会資源のより効率的な配分をもたらすことから、目標③に資するとされる (同上 1265 頁)。次に、より高い流動性は、売買の取引コストを低減するため、リスクのより効率的な配分を促すことから、目標④に資することになる (同上 1266 頁)。また、流動性と価格の正確性は相関関係があるため、より高い流動性はより高い価格の正確性につながることから、間接的に目標①及び目標②に資するとされる (同上 1266 頁)。

とされている。換言すれば、スプーフィングの直接的な効果として、①株価を真正な価格から乖離させる可能性は低いこと、②仮に、株価を真正な価格から乖離させたとしても、その期間は非常に短く、効率性への影響はないのである。上記①の根拠は、後述のように、本稿の分析対象となるスプーフィングはNBOやNBBと同等又はNBOやNBBよりも劣後の指値を大量に行うことを特徴とするところ、NBOやNBB自体を変更するものではないことに求められるのであろう。また、上記②の根拠は、スプーフィングにおける大量の注文は、有利な価格で執行することを目的とする少量の注文の執行という目的達成前後に取り消されるから、仮に価格変動が生じても短時間でその変化は消滅することに求めるのであろう。いずれにせよ、スプーフィングは、価格の正確性に対して直接的な影響をほとんど与えない¹⁰³⁾。しかし、スプーフィングは、後述する流動性を通じて、価格の正確性にも影響を与える。なぜなら、流動性の低下は、情報を価格に織り込む取引の減少につながるため、価格の正確性も低下させるからである¹⁰⁴⁾。

(イ) 流動性

次に、スプーフィングが、流動性に与える影響についてである。この点に関連して、「スプーフィングが支障なく行われていると見込まれると、流動性は低下する¹⁰⁵⁾」ことが指摘されている。換言すれば、スプーフィングの存在は、流動性を低下させるのである。そもそも、スプーフィングは実需給に基づかない発注行動であるから、HFTはスプーフィングによる損失を回避するために、HFTが提示する気配値間のスプレッド、即ち、ビッド・アスク・スプレッド (bid/ask spread) を拡大させる¹⁰⁶⁾。ビッド・アスク・スプレッドが拡大す

102) 同上 1288 頁。

103) 同上 1288~1289 頁。

104) 同上 1288 頁参照。

105) 同上 1289 頁。

ることは、取引コストが増加することを意味するから、流動性が低下する¹⁰⁷⁾。また、スプーフィングの存在は、HFT が流動性を提供するコストも増加させるので、競争環境下にある HFT の数が減少することにより、流動性が低下する¹⁰⁸⁾。つまり、個々の HFT は、競争関係にある他の HFT よりもビッド・アスク・スプレッドが大きすぎれば、提示した気配値で執行されないため、ビッド・アスク・スプレッドを無制限に拡張することができない¹⁰⁹⁾。他方、ビッド・アスク・スプレッドが小さすぎれば、超過収益を得ることができない¹¹⁰⁾。このことから、スプーフィングの存在により、スプーフィングに対応したビッド・アスク・スプレッドの設定能力がない HFT は撤退せざるを得ないのである。また、これに関連して、取引のコストの上昇は、新しい情報を探索して取引を行うインセンティブも低下させるから、流動性の低下は長期的な株価の正確性も減少させる¹¹¹⁾。

ウ. NBO や NBB に劣後する価格における注文の効果

一般論として、ある株式の NBB と NBO の注文数が拮抗している状態から、NBO での売付注文数が NBB での買付注文数を上回る状態に移行すると、当該株式の評価が下落するため、株価も下落する傾向があるとされる¹¹²⁾。興味深

106) 同上 1289 頁参照。なお、ビッド・アスク・スプレッドについては、拙稿・前掲注(6) 61 頁参照。

107) 同上 1289 頁参照。

108) Fox 他・前掲注(3) 1289~1290 頁。

109) 拙稿・前掲注(6) 64 頁参照。

110) 拙稿・前掲注(6) 64 頁参照。

111) Fox 他・前掲注(3) 1290 頁参照。また、流動性の低下は、経時的な資源の配分やリスクの配分を非効率にするため、社会的厚生を減少させることにもなる(同上)。

112) Fox 他・前掲注(3) 1275~1276 頁参照。なお、呼値の刻みの存在を前提に、本来なら連続的に変化する価格が階段状に変化することから生じる特性を説明する階段関数理論

いことに、NBO や NBB に劣後する価格における注文量によっても、株価が影響を受けることも指摘されている¹¹³⁾。即ち、「NBO を超える呼値の単位 (tick) における大量注文 (extra size) は、NBO と NBB の平均値を下落させ、その逆が、NBB を下回る呼値の単位における大量注文について生じる¹¹⁴⁾」とする。換言すれば、(1) NBO を超える呼値の単位における大量注文は、NBO と NBB の平均値を下落させ、(2) NBB を下回る呼値の単位における大量注文は NBO と NBB の平均値を上昇させるというのである¹¹⁵⁾。現時点で、このような現象が生じる理由について、完全に説明できる市場におけるマイクロストラクチャーの定説はないとされる¹¹⁶⁾。もっとも、上記の現象について、株式の価格に対する情報を有するトレーダーの行為態様に対して、一般の投資者の反応という要因を付加して説明することも不可能ではない¹¹⁷⁾。例えば、株式の価格に対して否定的な情報を有する当該株式の保有者が、可能な限り高い価格で売却したいと考えた場合、まず NBO より高い呼値の単位における価格で指値注文を発するという可能性が考えられる¹¹⁸⁾。これを前提に、NBO を超える呼値の単位における大量注文は、ある株式の価格に対して否定的な情報を有する者が上記のような投資行動を採用したと解釈された場合には、当該株式の価格を下落

(step-function theory) によりこれらの現象を説明する見解 (Fox 他・前掲注(3) 1274 頁以下参照) もあるが、この理論は本節で検討する NBO や NBB に劣後する価格における注文の効果を説明できないことから (Fox 他・前掲注(3) 1276 頁)、詳論はしない。

113) Fox 他・前掲注(3) 1276 頁。なお、実証研究の成果に対する解釈について、Fox 他・前掲注(3) 1276~1277 頁注 104 を参照。

114) Fox 他・前掲注(3) 1276 頁。

115) 同上参照。

116) 同上 1277 頁。

117) 以下の情報を保有するトレーダーの行為態様に対する一般投資者の反応に関する説明は、Fox 他・前掲注(3) 1278~1279 頁が提示する仮説を前提としている。

118) Fox 他・前掲注(3) 1278~1279 頁参照。

させる要因となる、という説明も可能である¹¹⁹⁾。いずれにせよ、仮に、NBO や NBB より劣化した価格による注文も、他の投資者の発注行動に影響を与えるとすれば、スプーフィングは容易となる。なぜなら、NBO や NBB より劣化した価格による注文は、執行順位も NBO や NBB での注文に劣後するため、執行される可能性は低いことから、スプーフィングとして適切な手段となるからである。

工. 損害

市場におけるマイクロストラクチャーの観点から、市場参加者の類型において、どの参加者が、スプーフィングによる損害を被るのか、という点について若干の考察を加えることとする。

第 1 に、流動性供給業者についてである。流動性供給業者とは、売付注文や買付注文の気配値において株式の売買に即応することを業とするものである¹²⁰⁾。売付注文や買付注文を提示することを通じて、市場に流動性を提供するものである¹²¹⁾。スプーフィングにより流動性供給業者が被る損害は、①ビッ

119) Fox 他・前掲注(3) 1278-1279 頁参照。つまり、株式の価格に対して否定的な情報を有する当該株式の保有者は、①可能な限り高い価格で売りたいので、まず NBO より高い呼値の単位における価格で指値注文を発し、②上記①が執行されない場合には、NBO と同じ価格で指値注文を発し、③上記②が執行されない場合には、成行注文で売却する、という投資戦略の仮説に依拠するのである (Fox 他・前掲注(3) 1278-1279 頁)。これとは逆に、価格に対して肯定的な情報を有する者は、①可能な限り低い価格で買いたいのので、まず NBB より低い呼値の単位における価格で指値注文を発し、②上記①が執行されない場合には、NBB と同じ価格で指値注文を発し、③上記②が執行されない場合には、成行注文で購入するという投資戦略を採用するという仮説になると思われる。

120) 以下を参照。Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel V. Rauterberg, *Informed Trading and Its Regulation*, 43 J. CORP. L. 817, 827-28 (2018) . また、Fox 他・前掲注(3) 1269 頁、拙稿・前掲注(6) 58 頁参照。

121) 以下を参照。JOHN ARMOUR ET AL., *PRINCIPLES OF FINANCIAL REGULATION* 115 (2016). なお、

ド・アスク・スプレッドを十分に拡張することにより回避できるものと、②
 ビッド・アスク・スプレッドを十分に拡張できないことにより発生するものと
 に分かれる¹²²⁾。流動性供給者間の競争等の要因により、ビッド・アスク・ス
 プレッドを十分に拡張することができないことから、損害の回避ができない場
 合には、流動性供給者は、流動性を提供することから生じる超過収益が減少す
 ることになり、スプーフィングによる直接的な損害を受ける¹²³⁾。

第2に、非情報トレーダーについてである。非情報トレーダーとは、現在の
 市場価格よりも正確に株式を評価できる情報を有しないトレーダーである¹²⁴⁾。
 非情報トレーダーは、スプーフィングの実行時間が非常に短いため、直接的な
 影響を受けることはないとされる¹²⁵⁾。仮に、スプーフィングに関連する注文
 の相手方になったとしても、スプーフィングの開始前の時点を基準とすると、
 非情報トレーダーは買い手にも売り手にもなり得るため、取引上の損失を被っ
 たとしても、それは偶然の産物となることが指摘されている¹²⁶⁾。

第3に、情報トレーダーについてである。情報トレーダーとは、現在の市場

本書の邦訳として、ジョン・アーマーほか（明日の金融システムを考える会〔訳〕・大
 久保良夫＝高原陽太郎〔監訳〕『金融規制の原則』（金融財政事情研究会，2020年）が
 ある。

122) Fox 他・前掲注(3) 1284 頁。

123) Fox 他・前掲注(3) 1285 頁。

124) Fox 他・前掲注(120) 827 頁。また、Fox 他・前掲注(3) 1268 頁、拙稿・前掲注(6) 60
 頁参照。

125) Fox 他・前掲注(3) 1285 頁。

126) Fox 他・前掲注(3) 1285～1286 頁参照。例えば、売り手となった非情報トレーダーが
 損害を受けた場合、同時期に買い手となった非情報トレーダーは利得することになる
 (同上 1286 頁参照)。もっとも、頻繁に取引を行う非情報トレーダーであれば、スプーフィ
 ングの存在に起因するビッド・アスク・スプレッドの拡張によって取引コストが増加
 することから、スプーフィングにより、非情報トレーダーは、取引コストの増加とい
 う間接的な影響を受けることになる(同上)。

価格よりも正確に株式を評価できる情報を有するトレーダーである¹²⁷⁾。スプーフィングは、現在の市場価格よりも正確に株式を評価できる情報に基づく発注行動ではないので、情報トレーダーもスプーフィングによる直接の影響を受けるものではないと解されている¹²⁸⁾。

上記のことから、スプーフィングにより直接の影響を受けるのは流動性供給業者であるため、スプーフィングによる直接的な損害を被る者は流動性供給業者に限定されることが明らかとなる¹²⁹⁾。

(3) 規制の必要性

本稿では、市場における行為に対する法的規制の必要性を検討する分析視座として、①検討対象となる行為が及ぼす社会的な害悪の有無、②検討対象となる行為と適法な発注行動とを区別するメルクマールの有無、③損益分析の観点から、検討対象となる行為が自重される可能性の有無という 3 つを採用している。そこで、スプーフィングに対する法的規制の必要性を検討するにあたり、これらの分析視座について、前述したアメリカにおける規制法理に基づいて順次検討することとする。

まず、スプーフィングが及ぼす社会的な害悪の有無（上記①）についてである。前述のように、スプーフィングは、直接的には、流動性を低下させる。流

127) Fox 他・前掲注(120) 825 頁。また、Fox 他・前掲注(3) 1267 頁、拙稿・前掲注(6) 56 頁以下参照。

128) Fox 他・前掲注(3) 1318 頁参照。情報トレーダーも、非情報トレーダーと同様に、スプーフィングに起因する取引コストの増加という間接的な影響を受けることになる（同上 1287 頁）。

129) Fox 他・前掲注(3) 1318 頁。もっとも、流動性供給業者が特定のスプーフィングによりビッド・アスク・スプレッドを十分に拡張することができなかったことを証明する説得力のある証拠を提出することは極めて難しいという指摘（同上 1319 頁）がある点にも留意すべきであろう。

動性の低下は、株式市場が達成すべき社会的目標である経時的な資源の配分やリスクの配分を非効率にするため、社会的厚生を減少させることにもなる。また、流動性の低下は、取引のコストの上昇によって新情報を探索して取引を行うインセンティブを低下させるから、スプーフィングは、間接的に、長期的な株価の正確性も減少させる。価格の正確性が低下すれば、最も有望な投資プロジェクトに資本を効率的に配分することの促進や経済における既存生産能力を効率的に利用することの促進等にも悪影響を及ぼす。これらのことから、スプーフィングは、社会的な害悪を発生させる行為として評価できる¹³⁰⁾。

次に、スプーフィングと適法な発注行動とを区別するメルクマールの有無(上記⑥)である。審決例の分析で明らかになったように、①⑦価格変動を他の市場参加者に予測させる大量の注文(例：売付注文)を繰り返し発すること、①大量の注文と反対側に発した注文(例：買付注文)が執行された直後に上記⑦の大量の注文が取り消されること、②上記①の鏡像となる行為(例：大量の買付注文を繰り返し発し、反対側に発した売付注文が執行された直後に大量の買付注文を取り消す類型)の存在が、違法なスプーフィングの該当性を判断するメルクマールとなる。この客観的なメルクマールにより、スプーフィングと適法な発注・取消しとを区別することは可能である。

そして、損益分析から、スプーフィングが自重される可能性の有無(上記③)についてである。そもそも、本稿で考察するスプーフィングの要諦は、NBOやNBBと同等又はNBOやNBBよりも劣後する指値を大量に行うことにより、HFTにNBOやNBBの変化を予測させ、HFTの指値行動に影響を与えることにある。換言すれば、NBOと同等若しくはNBOよりも高い指値注文を大量に行うことによってNBOが下落すると予測させ、又は、NBBと同等若しくはNBBよりも低い指値注文を大量に行うことによってNBBが上昇す

130) なお、Fox 他・前掲注(3) 1311 頁参照。

ると予測させるものである。とりわけ、NBO や NBB よりも劣後する指値をスプーフィングとして利用する場合には、執行される可能性が極めて低くなるので、執行のリスクがほとんどない状態で、他の市場参加者の気配値予測を誤導することが可能となり、利益を得ることができる¹³¹⁾。そのため、スプーフィングは自重されないと解される。

(4) まとめ

日本法への示唆を得る観点から、アメリカ法におけるスプーフィングの議論をまとめることとする。第 1 に、スプーフィングが及ぼす社会的な害悪についてである。市場におけるマイクロストラクチャーの視点から、アメリカにおけるスプーフィングについては、次のような示唆が得られた。即ち、①スプーフィングは、通常、価格の更新を伴わないので、価格に直接的な影響を与えることはなく、仮に価格に直接的な影響を与えても、その期間はごくわずかであること、②スプーフィングが直接的な影響を与える対象は、流動性であること、③上記②から、スプーフィングによる直接的な損害を被るのは、流動性供給業者のみであることが明らかとなった。もっとも、上記③については、あるスプーフィングから生じる損害を、流動性供給業者がビッド・アスク・スプレッドの拡張に十分反映できなかった証拠を提出するのは事実上難しいとされていることにも留意すべきであろう。これらのことから、スプーフィングは市場の流動性を低下させることを通じて、価格正確性も低下させ、効率性にも悪影響を与えるのである。

第 2 に、スプーフィングと適法な注文・取消しとのメルクマールについてである。この点は、①㊦価格変動を他の市場参加者に予測させる大量の注文(例：売付注文)を繰り返し発すること、④大量の注文と反対側に発した注文(例：

131) なお、同上参照。

買付注文)が執行された直後に上記⑦の大量の注文が取り消されること、②上記①の鏡像となる行為(例:大量の買付注文を繰り返し発し、反対側に発した売付注文が執行された直後に大量の買付注文を取り消す類型)が存在すれば、上記の発注・取消しは、スプーフィングを構成する違法な発注行為に該当することになる。

第3に、スプーフィングは利得の機会があるので、自重されないことについてである。NBOやNBBよりも劣後する指値をスプーフィングとして利用する場合には、執行される可能性が極めて低くなるので、執行のリスクがほとんどない状態で、他の市場参加者の気配値予測を誤導することが可能となり、利益を得ることができる。そのため、スプーフィングは自重されないと解される。これらのことから、スプーフィングは、法的規制の対象となる。このような検討結果に基づいて、次節において日本法への示唆を得ることとする。

3. 考察

(1) スプーフィングのスキームと見せ玉

前述のようなアメリカにおけるスプーフィングを、日本法への示唆を得る観点から修正して例示すると、以下ようになる¹³²⁾。第1の類型は、買付注文を仕込み玉とするものである。スプーフィングの対象となる甲社株式の最良売り気配値1012円(当該気配値の売付注文数1500株)、最良買い気配値1010円(当該気配値の買付注文数1500株)であるとする¹³³⁾。スプーフィングを行うAは、①最良買い気配値(1010円)で1000株の買付注文(仕込み玉)を発注した後、②最良売り気配値(1012円)で5000株の売付注文(見せ玉)を繰り返す。

132) 本文の例は、Fox 他・前掲注(3) 1258～1259頁の設例を参考にした上で、日本法と比較する観点から、日本円の表記を採用して設定した。

133) 同上1258頁参照。

返し発注する¹³⁴⁾。流動性を供給する高速取引行為者等は、上記②の大量売付注文により価格が下落すると予測して、③ 1010 円の買付注文 (1500 株) を取り消し、且つ、1010 円の売付注文 (1000 株) を発注する¹³⁵⁾。A は、高速取引行為者等による上記③の売付注文 (1010 円× 1000 株) に対当する上記①の買付注文 (仕込み玉) が執行された後、直ちに、上記②の売付注文を取り消すものである¹³⁶⁾。このことにより、A は、1010 円で購入した甲株式 1000 株を保有することになる¹³⁷⁾。

第 2 の類型は、売付注文を仕込み玉とするものである。これは、第 1 の類型の実施後に行われる場合には、鏡像を構成するような発注及び取消しの類型 (以下「鏡像となる発注・取消し」とする。) となる¹³⁸⁾。上記の行為 (第 1 の類型) 後、甲社株式の最良気配値が、それぞれ、最良売り気配値 1012 円 (当該気配値の売付注文数 1500 株)、最良買い気配値 1010 円 (当該気配値の買付注文数 1500 株) に復したとする¹³⁹⁾。A は、①最良売り気配値 (1012 円) で 1000 株の売付注文 (仕込み玉) を発注した後、②最良買い気配値 (1010 円) で 5000 株の買付注文 (見せ玉) を発注する¹⁴⁰⁾。高速取引行為者等は、上記②の大量買付注文により価格が上昇すると予測して、③市場に提供していた売付注文を取り消し、且つ、1012 円の買付注文 (1000 株) を発注する¹⁴¹⁾。A は、高速取

134) 同上参照。

135) 同上参照。

136) 同上参照。

137) 同上参照。

138) 同上参照。

139) スプーフィングが、通常、価格に影響を及ぼさないことと同様に、見せ玉の取消し後、気配は従前に復帰することとする。

140) Fox 他・前掲注(3) 1258 頁参照。

141) 同上 1259 頁参照。

引行為者等による上記③の買付注文（1012円×1000株）に対当する上記①の売付注文（仕込み玉）を執行後、直ちに、上記②の買付注文を取り消すものである¹⁴²⁾。従って、Aは、1010円で購入した甲株式1000株を、1012円で売却することにより、2000円の利益を得ることになる¹⁴³⁾。

上記スキームの特徴は、ある一方の側（例：買付注文）で少量の注文を提示した後に、他方の側（例：売付注文）で大量の注文を繰り返し発し、少量の注文（例：買付注文）が執行されると、大量の注文（例：売付注文）を取り消すことにある。大量注文が1回行われ、且つ、反対注文執行後の大量注文の取消しが1回行われたという事実は、当該大量発注行為には執行の意思がないことの状況証拠となる。このスキームは、最良気配値で大量の見せ玉を発注することにより、流動性供給業者に最良気配値の変化を予測させ、流動性供給業者の指値行動に影響を与えることにある。また、前述のように、見せ玉の価格は最良気配値である必要はなく、最良気配値より劣後する価格（例：最良売り気配値が1012円の場合、1013円）でも同様の効果があるとされている¹⁴⁴⁾。前述したアメリカでの議論が日本にも当てはまるとすれば、見せ玉は、最良気配値を更新させる程度の注文価格（例：最良売り気配値である1012円よりも低い1011円）である必要がないことになる。

前述したアメリカ法の場合と同様に、①㉞価格変動を他の市場参加者に予測させる大量の注文（例：売付注文）を繰り返し発すること、①大量の注文と反対側に発した注文（例：買付注文）が執行された直後に上記㉞の大量の注文が取り消されること、②鏡像となる発注・取消しが存在すれば、これらの大量注文は違法な見せ玉に該当する、と解する余地がある（後述）。

142) 同上参照。

143) 同上1259頁参照。Aが高速取引を利用できる場合には、極めて短時間で、このような利益を得ることできる（同上）。

144) なお、議論を単純化するために、呼値の単位は1円とした。

(2) 規制の必要性

前述のように、本稿では、市場における行為に対する法的規制の必要性を検討する分析視座として、①検討対象となる行為が及ぼす社会的な害悪の有無、②検討対象となる行為と適法な発注行動とを区別するメルクマールの有無、③損益分析の観点から、検討対象となる行為が自重される可能性の有無という 3 つを採用している。そこで、アメリカ法の議論を参考に、これらの分析視座に基づいて、見せ玉に対する法的規制の必要性を検討することとする。

まず、見せ玉が及ぼす社会的な害悪の有無（上記①）についてである。前述のように、スプーフィングは、直接的には、流動性を低下させる。流動性の低下は、株式市場が達成すべき社会的目標である経時的な資源の配分やリスクの配分を非効率にするため、社会的厚生を減少させることにもなる。また、流動性の低下は、取引のコストの上昇によって新情報を探索し取引するインセンティブを低下させるから、スプーフィングは、間接的に、長期的な株価の正確性も減少させる。価格の正確性が低下すれば、最も有望な投資プロジェクトに資本を効率的に配分することの促進や経済における既存生産能力を効率的に利用することの促進等にも悪影響を及ぼす。スプーフィングも見せ玉も、非真正注文を発して、所定の目的が達成された後に、当該注文を取り消す点が共通する。そのため、見せ玉も、経済的には同様の効果を与えるものと考えられるから、見せ玉は、社会的な害悪を発生させる行為として評価できる。

次に、見せ玉と適法な発注行動とを区別するメルクマールの有無（上記②）である。アメリカ法の分析で明らかになったように、④⑤価格変動を他の市場参加者に予測させる大量の注文（例：売付注文）を繰り返し発すること、⑥大量の注文と反対側に発した注文（例：買付注文）が執行された直後に上記④の大量の注文が取り消されること、⑦上記④の鏡像となる行為（例：大量の買付注文を繰り返し発し、反対側に発した売付注文が執行された直後に大量の買付注文を取り消す類型）の存在が、見せ玉についても、そのメルクマールとなる。このような客観的メルクマールにより、見せ玉と適法な発注・取消しとを区別

することは可能である。

そして、損益分析から、見せ玉が自重される可能性の有無（上記㉔）についてである。スプーフィングの場合と同様に、見せ玉も、最良売り気配値と同等若しくは最良売り気配値よりも高い指値注文を大量に行うことによって最良売り気配値が下落すると予測させ、又は、最良買い気配値と同等若しくは最良買い気配値よりも低い指値注文を大量に行うことによって最良買い気配値が上昇すると予測させることを意図するものである。とりわけ、最良売り気配値や最良買い気配値よりも劣後する指値を見せ玉として利用する場合には、執行される可能性が極めて低くなるので、見せ玉が執行されるリスクがほとんどない状態で、他の市場参加者の気配値予測を誤導することが可能となる。つまり、このことにより、極めて低い執行リスクの下、見せ玉によって利益を得ることが可能となる。そのため、見せ玉は自重されないと解される。

上記のことから、見せ玉も法的な規制が必要となる。そのため、見せ玉を金商法 159 条により禁止することは正当化される。

(3) 高速取引行為と非高速取引行為

ア. 高速取引行為の状況

前述のように、日本においても、アメリカにおける HFT と同様に高速の取引を実行する主体として、高速取引行為者等が存在する¹⁴⁵⁾。高速取引行為の要件は、①有価証券の売買又は市場デリバティブ取引等の行為を行うことについての判断が電子情報処理組織により自動的に行われること、②当該判断に基

145) 日本の高速取引行為の要件には、高頻度性という要件はない（金商法 2 条 41 項参照）。しかし、2019 年 11 月から 2021 年 3 月末までの東京証券取引所の現物（約 4000 銘柄）取引データを用いた実証分析によれば、多くの高速取引行為者は高頻度取引を行っていることが示唆されている（大山篤之・奥出慎太郎・鈴木賢太・福山義隆「高速取引行為の特性分析」（2021 年）18 頁（https://www.fsa.go.jp/frtc/report/honbun/2021/20210707_SR_HFT_Article.pdf）（最終閲覧日：2023 年 9 月 27 日）。

づく当該有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行うために必要な情報の金融商品取引所その他の内閣府令で定める者に対する伝達が、情報通信の技術を利用する方法であって、当該伝達に通常要する時間を短縮するための方法として内閣府令で定める方法を用いて行われることである（金商法 2 条 41 項）。上記②の内容については、「金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令」（以下「定義府令」とする。）26 条 2 項が規定している。即ち、㉞伝達に係る判断を行う電子情報処理組織が設置されている施設が、金融商品取引所等が当該伝達を受けるための電子情報処理組織を設置する場所（これに隣接し、又は近接する場所を含む。）に所在すること（以下「コロケーション」とする。）、㉟伝達が他の伝達と競合することを防ぐ仕組みが講じられていることが定められている（定義府令 26 条 2 項）。このように、日本法の高速取引行為は、アメリカと異なり、取引の高頻度性ではなく、もっぱら取引の高速性に着目している点に特徴がある¹⁴⁶⁾。

ところで、アルゴリズムを利用し、且つ、コロケーション経由で発注した場合でも、他の投資家の発注と競合する共有サーバーから発注するタイプの存在が指摘されている¹⁴⁷⁾。当該類型は、非高速取引行為となる。なぜなら、当該類型は、上記㉟の要件を充足しないからである。このため、非高速取引行為者であっても、アルゴリズムを利用してコロケーション経由で発注するという意味での高速性を備えている場合があり得る。

高速取引行為者等は、売買注文の発注主体としては、東京証券取引所の主要な投資家として位置付けることができる¹⁴⁸⁾。また、実証研究によれば、高速

146) 拙稿「HFT と相場操縦規制」金法 2095 号 55 頁 (2018 年)。

147) 大山他・前掲注 (145) 14 頁参照。

148) 大山他・前掲注 (145) 43 頁は、「登録 HFT は全注文に占める注文件数 (約 7 割) や売買代金 (約 4 割) に高い割合を示しており、登録 HFT 業者は現在の取引市場において中核をなす投資家といっても過言ではないだろう」とする。また、金融庁「高速取引行

取引行為者等は、流動性の提供に寄与していることが示唆されている¹⁴⁹⁾。これらのことから、日本の高速取引行為者等は、メイク戦略を行う場合には、アメリカの流動性供給業者と同様の役割を果たすことになる。その意味で、前節で検討したアメリカ法の市場構造と日本の市場構造は類似していると言えるであろう。

イ. 高速取引行為の規制—高速取引行為者に対する監督—

(ア) 業務の運営に関する規制

高速取引行為を利用した見せ玉を規制するためには、高速取引行為者に対する監督が有益である¹⁵⁰⁾。そもそも、高速取引行為者は、「業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府

為の動向について」(2023年6月30日)((図1-2-1)注文件数全体に占める注文サーバー拠点別・取引主体別注文件数比率)(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20210630/HFT.pdf>) (最終閲覧日:2023年9月27日)によれば、東京証券取引所上場銘柄(株式)について、2021年4月から2023年3月までの月次における注文件数全体に占める「コロケーション経由・高速取引行為者等」の割合は、一貫して、毎月7割を超えている。また、上記「高速取引行為の動向について」((図1-2-2)売買代金全体に占める注文サーバー拠点別・取引主体別売買代金比率)によれば、2021年4月から2023年3月までの月次における売買代金全体に占める「コロケーション経由・高速取引行為者等」の割合は、ほぼ3割台である。なお、売買代金全体に占める高速取引行為者等の売買代金比率については、上記「高速取引行為の動向について」((図1-1-1)売買代金全体に占める高速取引行為者等の売買代金比率)参照。

- 149) 大山他・前掲注(145)37頁。なお、売買代金の推移において顕在化した高速取引行為者等の採用する戦略は、ディレクショナル戦略とアビトラージ戦略の合計がメイク戦略よりも多いことについても留意が必要である(金融庁・前掲注(148)((図1-1-2)高速取引行為者等の売買代金の推移)参照)。なお、上記戦略については、金融庁「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針(別冊)高速取引行為者向けの監督指針」Ⅲ-3-1-1(2)①参照。
- 150) 高速取引行為を行う金融商品取引業者については、金融商品取引業者に対する規制が及ぶので、本稿では触れない。

令で定める状況にあること（金商法 66 条の 57 第 2 号）」に該当しないように、その業務を行わなければならない（金商法 66 条の 57）。そして、「金融商品取引業等に関する内閣府令」（以下「金商業等府令」とする。）337 条は、「業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保護に支障を生ずるおそれがあるもの」の 1 類型として、「取引所金融商品市場における上場金融商品等の相場若しくは相場若しくは取引高に基づいて算出した数値を変動させ、若しくはくぎ付けし、固定し、若しくは安定させ、又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を形成させるべき当該上場金融商品等に係る買付け若しくは売付け若しくはデリバティブ取引又はこれらの申込み若しくは委託等をする行為を防止するための売買管理が十分でない」と認められる状況」（本条 2 号。以下「売買管理が不十分な業務運営状況」とする。）を挙げている。

ところで、高速取引行為は、その高速性を維持するために、発注行動は人手を介することなくアルゴリズムを利用している¹⁵¹⁾。換言すれば、一旦、発注方針が設定されると機械的に発注様式が決定されるため、当該発注方針を変更しない限り、自然人が介入する余地はない。また、前述のように、大量注文が 1 回行われ、且つ、反対注文執行後の大量注文の取消しが 1 回行われただけでも、執行の意思がないことの状況証拠となり得る。このような背景から、高速取引行為者において、大量発注・反対注文執行後の大量注文の取消しが 1 回発生したという事実は、アルゴリズムを利用した取引の高速性という業務の特性から、当該高速取引行為者の売買管理が不十分であることの証左となる。見せ玉の予防的観点から、売買管理が不十分な業務運営状況の該当性判断に当たっては、大量注文が 1 回行われ、且つ、反対注文執行後の大量注文の取消しが 1 回行われたという事実があれば、売買管理が不十分な業務運営状況（金商業等

151) 拙稿・前掲注 (146) 54 頁以下参照。発注の 1000 分の 1 秒後に当該発注を取り消すことが可能な高速取引行為者と、このような短時間の発注取消しが不可能な自然人とでは、取引に対する時間軸が異なることになる。

府令 337 条 2 号) に該当すると解される。

(イ) 業務改善命令と監督上の処分

金商法 66 条の 62 によれば、「内閣総理大臣は、高速取引行為者の業務の運営又は財産の状況に関し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その必要の限度において、当該高速取引行為者に対し、業務の方法の変更その他業務の運営又は財産の状況の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができる」と規定されている。つまり、内閣総理大臣は、高速取引行為者に対して、業務改善命令を発することができるのである。この業務改善命令に関連して、法定されている業務運営状況（金商業等府令 337 条）に該当する行為が発生すれば、即、業務改善命令の対象となるのか、或いは、当該状況が放置されていると認定される段階に至って、初めて業務改善命令の対象となるかについては、解釈が分かれる余地がある¹⁵²⁾。そもそも、業務改善命令制度の趣旨は、法令違反がない場合でも、「公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき」に、業務改善命令を発出することができる点にある¹⁵³⁾。また、高速取引行為は、上記のように高速且つ機械的に実行されるという特殊性がある。このような高速取引行為の特殊性に鑑み、売買管理が不十分な業務運営状況（金商業等府令 337 条 2 号）と認められる場合には、当該状況が一定期間放置されているか否かにかかわらず、予防的観点から、内閣総理大臣は、高速取引行為者に対して、業務改善命令を発できると解する。

また、仮に、高速取引行為者が、上記の業務改善命令に従わない場合には、内閣総理大臣は、監督上の処分として、当該高速取引行為者の登録（金商法 66 条の 50）を取り消し、又は 6 月以内の期間を定めて業務の全部若しくは一部

152) 金商法 40 条について、神田秀樹＝黒沼悦郎＝松尾直彦編著『金融商品取引法コンメンタール 2—業規制』第 2 巻（商事法務，2014 年）355 頁〔志谷匡史〕参照。

153) 金商法 51 条について、同上 654 頁〔荻野昭一〕。

の停止を命ずることができる」と解される (金商法 66 条の 63 第 1 項 3 号)¹⁵⁴⁾。

ウ. 非高速取引行為の規制—誘引目的を中心に—

(ア) 誘引目的の意義

非高速取引行為の場合における見せ玉について検討することとする。この類型では、非高速取引行為者が主体となる¹⁵⁵⁾。前述のように、見せ玉は、金商法 159 条 1 項 2 号に違反すると解されている。同条によれば、違反行為は、有価証券売買等のうちいずれかの取引を誘引する目的 (以下「誘引目的」とする。)をもって行われる必要がある。この誘引目的の意義が問題となる。この点に関連して、最高裁判所 (最決平成 6 年 7 月 20 日) は、証券取引法 125 条 2 項の誘引目的について、「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¹⁵⁶⁾」と解している。金商法 159 条 2 項も同様に解すれば、本条の誘引目的も、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と解することができる。アメリカ法におけるスプーフィングに関する議論を参考にすれば、見せ玉も、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

154) もっとも、金融商品取引業者に対する業務改善命令 (金商法 51 条) と金融商品取引業に対する業務停止命令等 (金商法 52 条) について、実務では「併科」されることが通例化しているという指摘がある (岸田雅雄 [監修]・神作裕之=弥永真生=大崎貞和編『注釈金融商品取引法【改訂版】』〔第 2 卷〕業者規制 (金融財政事情研究会, 2022 年) 888 頁 [吉川純])。

155) 前述のように、非高速取引行為者であっても、アルゴリズムを利用してコロケーション経由で発注するという意味での高速性を備えている場合があることには、留意が必要である。

156) 最決平成 6 年 7 月 20 日刑集第 48 卷 5 号 201 頁。

ると誤認させて発注させることを目的とする行為に該当すると解される。

(イ) 誘引目的の認定

見せ玉とは、前述のように、執行の意思のない発注行為である。執行の意思がないという主観的要素だけでは、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が存在する、と断定するのは困難である。つまり、執行の意思がないことだけでは、誘引目的は認定できないのである。見せ玉において、誘引目的が成立するために、執行の意思がないことのみならず、投資者を誤解させて有価証券売買等に誘い込むという主観的要素が必要である。このような2段階の視点から、アメリカ法におけるスプーフィングの議論から示唆を得ることが必要である。

大量注文が1回行われ、且つ、反対注文執行後の大量注文の取消しが1回行われたという事実は、当該大量発注行為に執行の意思がないことを証明する手段に止まる。大量発注の反復・反対注文執行後の大量注文の取消しや、鏡像となる発注・取消しが行われたという事実があれば、当該見せ玉は、流動性供給業者を含む投資者を誤解させて有価証券売買等に誘い込む効果がある。また、大量発注の反復・反対注文執行後の大量注文の取消しや、鏡像となる発注・取消しを行う動機として、社会通念上、投資者を誤解させて有価証券売買等に誘い込むこと以外のものを想定することは困難である。従って、大量注文が1回行われ、且つ、反対注文執行後の大量注文の取消しが1回行われただけでは、執行の意思がないことの状況証拠となっても、誘引目的の状況証拠としては不十分であり、①大量発注の反復・反対注文執行後の大量注文の取消しや、②鏡像となる発注・取消しが行われた事実により、誘引目的を推認できると解する。

(ウ) 発注・取消しとその主体

流動性を供給する高速取引行為者等は、損失を回避するために、市況の変化に応じて、現在提示している買い気配や売り気配を取り消す必要がある。そのため、発注行為の取消しが頻繁に行われているだけで、見せ玉に該当すると解することはできない。なぜなら、流動性を供給する高速取引行為者等の場合、

執行の意図がない注文を取り消すのではなく、執行の意図がある注文を、市況の変化のため、やむを得ず取り消すものだからである。従って、前述したスプーフィングと類似する大量発注の反復・反対注文執行後の大量注文の取消しがない限り、当該発注や取消しについて、誘引目的は存在しないと解する。

他方、①大量発注の反復・反対注文執行後の大量注文の取消しや、②鏡像となる発注・取消しをする行為を為す主体については、当該行為について、誘引目的を有して行っていると解する。

4. むすび

本稿では、アメリカ法におけるスプーフィングに対する規制を比較法の対象として、日本法への示唆を得た。即ち、①見せ玉は、直接的には、市場の流動性を低下させるため、社会的な害悪を生み出すこと、②大量発注の反復・反対注文執行後の大量注文の取消しや鏡像となる発注・取消しの存在が、見せ玉を、適法な注文・取消しと区別するメルクマールとなること、③見せ玉は、最良気配値よりも劣後する価格帯に指値注文を発することにより、執行のリスクがほとんどない状態で、利益を得ることができるため、見せ玉は自重されないことが明らかになった。

他方、我が国固有の問題として、規制方法における高速取引行為と非高速取引行為の違いも視野に入れなければならない。高速取引行為者に対しては、業規制が適用されるため、見せ玉に対しても、柔軟且つ迅速な対応が可能となる。これに対して、非高速取引行為者に対しては、アルゴリズムを使用し、且つ、コロケーションを利用した場合でも、業規制は及ばず、金商法 159 条による規制が必要となる。アメリカ法からの示唆を前提にすれば、金商法 159 条の誘引目的については、大量注文が 1 回行われ、且つ、反対注文執行後の大量注文の取消しが 1 回行われただけでは、執行の意思がないことの状況証拠となっても、誘引目的の状況証拠としては不十分であり、①大量発注の反復・反対注文執行

後の大量注文の取消しや、②鏡像となる発注・取消しが行われた事実により、誘引目的を推認できると解する。

市場におけるマイクロストラクチャーの視点から、スプーフィングによって損害が発生するのは、流動性供給業者に限定されることが判明した。市場におけるマイクロストラクチャーの視点から、公開市場における相場操縦に基づく損害について検討することが今後の課題である。

【2023年9月30日脱稿】