

見せ玉による相場操縦とその損害

——金融商品取引法 160 条 1 項の分析——

芳賀 良

1. はじめに
2. スプーフィングと損害賠償責任
3. 若干の考察
4. むすび

1. はじめに

金融商品取引法（以下「金商法」とする。）160条1項は、「前条の規定に違反した者は、当該違反行為により形成された金融商品、金融指標若しくはオプションに係る価格、約定数値若しくは対価の額により、当該金融商品、金融指標若しくはオプションについて、取引所金融商品市場における有価証券の売買、市場デリバティブ取引、店頭売買有価証券市場における有価証券の売買若しくは取扱有価証券の売買（以下この項において「取引所金融商品市場等における有価証券の売買等」という。）をし、又はその委託をした者が当該取引所金融商品市場等における有価証券の売買等又は委託につき受けた損害を賠償する責任を負う。」と規定している¹⁾。本条は、相場操縦による損害賠償責任を定めるものである。本稿は、見せ玉による相場操縦が行われた場合における損害賠償責任の成否を検討するものである。

そもそも、見せ玉とは、執行の意思がないにもかかわらず発注を行い、未執行の段階で当該発注を取り消す行為を総称するものである²⁾。金商法の母法とも評価できるアメリカ法においても、見せ玉に類似する概念としてスプーフィング (Spoofing) というものがあるが、その類型は多様である³⁾。同様に、見せ玉の手法にも、複数の類型が考えられる。最良気配値を更新しない発注を利用する見せ玉については、既に別稿で論じたところである⁴⁾。本稿では、見せ玉の手法の多様性に着目した上で、アメリカ法におけるスプーフィングに基づく損害賠償責任を分析し、金商法 160 条 1 項の解釈論に対する指針を得ることを目的とする。

2. スプーフィングと損害賠償責任

本節では、アメリカ法の議論を参考に、スプーフィングに基づく損害賠償責任を、マーケット・マイクロストラクチャー (Market Microstructure) の視点から検討することとする。

1) 金商法 160 条 1 項の問題点については、既に、検討したことがある。拙稿「金融商品取引法 160 条に関する若干の考察」岡山大学法学会編『法学と政治学の新たなる展開』(有斐閣, 2010 年) 159 頁以下。本稿は、上記拙稿を前提に、マーケット・マイクロストラクチャーの視座から、見せ玉を利用した相場操縦に対する金商法 160 条の適用可能性を検討するものである。

2) 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)参照。また、拙稿「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—」横浜法学 32 卷 2 号 47 頁 (2023 年)。

3) スプーフィングの概念については、以下を参照。III THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION 559 (8th ed., 2023)。また、アメリカ法におけるスプーフィングの手段の多様性については、以下の文献を参照。Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Sue S. Guan, *Spoofing and Its Regulation*, 2021 COLUM. BUS. L. REV. 1244, 1254–55 n.30 (2021)。

4) 拙稿・前掲注(2)47 頁以下参照。

(1) スプーフィングとレイヤリング

スプーフィングの基本的な戦略は、執行前に取り消すことを意図して、市場の一方に大量注文を発注（見せ玉）し、同時に、市場の他方の側に、見せ玉と比較して小規模な注文を発注（仕込み玉）することにより、市場の厚みを誤認させて、他の市場参加者をして、仕込み玉と約定するように仕向けるものである⁵⁾。スプーフィングの手法としては、①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）を更新しない気配操作（at-or-away quote manipulation）、②インサイド・ザ・スプレッド気配操作（inside-the-spread quote manipulation）、③オープニング気配操作（opening quote manipulation）、④自動気配操作（auto-quote manipulation）という4つの類型が存在することが指摘されている⁶⁾。即ち、上記①は、NBO・NBBと同一又はこれより劣後する注文を発注するものである⁷⁾。上記②は、NBOとNBBの間のスプレッド内の価格で注文を発注する手法である⁸⁾。上記③は、寄付きにおいて注文を発注する手法である⁹⁾。上記④は、上記②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注することにより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をして約定可能注文を発せさせるものである¹⁰⁾。上記①は、

5) Gideon Mark, *Spoofing and Layering*, 45 J. CORP. L. 399, 402 (2020).

6) Fox 他・前掲注(3)1254～1255頁注(30)。なお、“manipulation”は本来「相場操縦」と邦訳される術語である。もっとも、“quote manipulation”という用語は、価格自体を操作するのではなく、気配を操作する概念であるため、前稿（拙稿・前掲注(2)49頁注(8)）とは異なり、「気配操作」と訳出することとする。

7) Fox 他・前掲注(3)1254～1255頁注(30)、拙稿・前掲注(2)49頁注(8)。

8) 同上。

9) 同上。

10) 同上。

既に論じた¹¹⁾。上記②と上記④はいずれも最良気配値の更新という点で共通している。そして、上記③は実施時期に着目する手法である。このようにスプーフィングの手法にも多様性があるが、(a) NBO や NBB を更新しない気配操作と (b) NBO や NBB を更新する気配操作とに大別することができる。

また、複数のスプーフィングを多層化して利用する方法として、レイヤリング (Layering) という手法もある¹²⁾。レイヤリングの基本的な戦略は、執行の意図がないにもかかわらず、需給関係に変化があるような外観を形成するために、複数の指値注文を複数の価格帯において発注し、希望する価格帯での注文が執行された後、他の指値注文をすべて取り消すものである¹³⁾。例えば、あらかじめ執行を目的とする注文 (仕込み玉) を発した上で、複数の価格帯において執行を意図しない注文 (見せ玉) を多層的に発注し、仕込み玉が執行された後に、見せ玉をすべて取り消す類型が想定される¹⁴⁾。そして、スプーフィングやレイヤリングを精緻化した類型として、①吸引を伴うスプーフィング (spoofing with vacuuming)、②多層の崩壊 (collapsing of layers)、③反転 (flipping)、④スプレッドの圧搾 (spread squeezing) 等が指摘されている¹⁵⁾。

11) 拙稿・前掲注(2)47頁以下。

12) 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正取引の予防—」横浜法学 27 卷 1 号 135 頁、146～150 頁 (2018 年)。レイヤリングは、スプーフィングの洗練された形態として位置付けることもできる (Mark・前掲注(5)403 頁は、「レイヤリングは、スプーフィングをより洗練したものの一類型である」とする)。

13) Mark・前掲注(5)403～404 頁参照。

14) 拙稿・前掲注(12)146 頁以下参照。

15) Mark・前掲注(5)404 頁。なお、Trading Technologies International, Inc., Automated Collusive Spoofing, <https://library.tradingtechnologies.com/tt-score/inv-automated-collusive-spoofing.html> (最終閲覧日: 2024 年 1 月 24 日) によれば、①吸引手法を伴うスプーフィングとは、仕込み玉 (例: 買い注文) と同じ側に、大量の見せ玉 (例: 買い注文) を発した後、当該見せ玉を取り消すことにより、仕込み玉との取引に誘引することを目的とする類型、②多層の崩壊とは、仕込み玉 (例: 買い注文) と反対側に、複数の

いずれも気配を利用することから、気配操作の一種と位置付けることができる。他方、これらの類型は、仕込み玉の有無で分類することも可能である。換言すれば、上記①及び②では、仕込み玉により利益を得る点に特徴があるのに対して、上記③及び④では、見せ玉（例：買い注文）とは異なる側からの反転注文（例：売り注文）によって利益を得る点に特徴がある¹⁶⁾。

ところで、アメリカにおいて、スプリーングを利用した相場操縦は、相場操縦を禁止する証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）9条と、詐欺禁止規定である証券取引所法10条(b)項及び証券取引所法規則10b-5（以下「規則10b-5」とする。）の双方により規制されている¹⁷⁾。後述する証券取引所法9

価格帯において大量の見せ玉（例：売り注文）を発した後、当該見せ玉の価格帯を一定価格に収斂するように変更（取消し・新たな発注）することにより、仕込み玉との取引に誘引することを目的とする類型、③反転とは、仕込み玉は用いず、見せ玉（例：売り注文）を複数の価格帯に発して、他の市場参加者を当該価格帯において同方向の注文（例：売り注文）を誘引した後、見せ玉を取り消し、反転した注文（例：買い注文）を発して、他の市場参加者の注文と約定・執行することを目的とする類型、④スプレッドの圧搾とは、仕込み玉は用いず、スプレッドを一方（例：高値）に圧搾するため、高値の見せ玉を連続して発注して他の市場参加者による最高値を更新する注文を誘引した後、見せ玉を取り消し、反転した注文（例：売り注文）を発して、他の市場参加者の注文と約定・執行することを目的とする類型とされる。

- 16) 本文①と②の違いは、本文①が仕込み玉と見せ玉が同方向の注文（例：買い注文）であるのに対して、本文②が仕込み玉（例：買い注文）と見せ玉（例：売り注文）が相対する方向の注文である点にある（本文②は、仮装取引にならないように、仕込み玉と見せ玉の価格帯を分離する必要があることから、最終的に見せ玉の価格帯を仕込み玉の価格帯に収斂させる必要があるものと思われる）。また、本文③と④の違いは、スプレッドを狭める発注方法を採用するか否かにあると考えられる。
- 17) Fox 他・前掲注(2)1292頁以下参照。条文の典拠についてである。まず、①証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）9条については、以下を参照。15 U.S.C. § 78i (2018)。次に、②証券取引所法10条(b)項については、以下を参照。15 U.S.C. § 78j(b) (2018)。そして、③規則10b-5については、以下を参照。17 C.F.R. § 240.10b-5 (2022)。また、証券取引所法9条及び10条の邦訳として、日本証券経済研究所『新外国証券関

条(f)項は、金商法 160 条の母法となる規定である¹⁸⁾。そこで、以下では、証券取引所法 9 条に主な分析対象とし、適宜、規則 10b-5 に基づく規制法理や相場操縦の損害賠償責任に関する立法案も参照しながら、検討することとする。

(2) 気配操作と損害賠償責任

マーケット・マイクロストラクチャー (Market Microstructure) の知見から、気配操作により、誰がどのような損害を被るのか、という問題を分析することとする。

ア. 市場参加者とその行動

(ア) 市場参加者の類型

市場参加者は、①広義の情報トレーダー (informed trader)、②広義の非情報トレーダー (uninformed trader)、③流動性供給業者 (professional liquidity supplier) に大別することができる¹⁹⁾。第 1 に、広義の情報トレーダー (以下「情報トレーダー」とする。) とは、市場価格を更新する情報に基づいて取引を行う市場参加者である²⁰⁾。第 2 に、広義の非情報トレーダーとは、市場価格

係法令集 アメリカⅢ』(平成 20 年) 145~150 頁を、規則 10b-5 の邦訳として、日本証券経済研究所『外国証券関係法令集 アメリカⅢ』(昭和 54 年) 39~40 頁参照。なお、禁止内容の詳細について、取引所法 10 条(b)項は規則 10b-5 に委任していることから、本稿においては、規則 10b-5 のみを条文として指摘することとする。

18) 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 4—不公正取引規制・課徴金・罰則』(商事法務, 2011 年) 44 頁〔藤田友敬〕参照。

19) Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten and Gabriel V. Rauterberg, *Stock Market Manipulation and Its Regulation*, 35 YALE J. ON REG. 67, 86-9 (2018). なお、本稿では、議論を単純化するために、ノイズ・トレーダー (noise trader) を非情報トレーダーに、アンチ・ノイズ・トレーダー (anti-noise trader) を情報トレーダーに含めて議論することとする。詳細な分類については、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 55~61 頁 (2020 年) 参照。

を更新する情報に基づくことなく、取引を行う市場参加者である²¹⁾。非情報トレーダーは、情報トレーダーと同方向の取引を行えば利得し、情報トレーダーと相対する方向で取引を行えば損失を被ることになる²²⁾。これは偶然の産物とされる²³⁾。このようなことから、マーケット・マイクロストラクチャーのモデルにおいては、非情報トレーダーが行う情報に基づかない取引(uninformed trading)はノイズとして位置付けられている²⁴⁾。第3に、流動性供給業者とは、売り注文と買い注文を異なる価格帯に発することで利益を得る市場参加者であり、このことを通じて市場に流動性を提供する²⁵⁾。

(イ) 流通市場における利得と損失の関係

流通市場での証券取引において、その利得と損失は、ゼロサム・ゲームである²⁶⁾。そのため、証券取引により、誰かが利得すれば、誰かが損失を被る²⁷⁾。事後的な視点(ex post perspective)、即ち、スプーフィングが行われた後の時点を分析の基軸とすれば、スプーフィングの行為者と取引を行った流動性供給者は、損失を被る²⁸⁾。

ある株式について、流動性供給業者が非情報トレーダーと取引を行う場合、

20) 拙稿・前掲注(19)56頁参照。

21) 拙稿・前掲注(19)58頁参照。

22) 拙稿・前掲注(2)73頁参照。

23) Fox 他・前掲注(3)1285～1286頁参照。

24) Fox 他・前掲注(19)94頁注(69)参照。

25) 拙稿・前掲注(19)60頁参照。

26) 以下を参照。LARRY HARRIS, TRADING AND ELECTRONIC MARKETS: WHAT INVESTMENT PROFESSIONALS NEED TO KNOW 22 (2015), <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/rf-publication/2015/rf-v2015-n4-1-pdf.ashx> (最終閲覧日: 2024年1月24日)。

27) Fox 他・前掲注(19)95頁。

28) また、公開市場における相場操縦について、Fox 他・前掲注(19)98頁。

流動性供給業者が当該株式に係る市場価値と評価する価格（以下「評価価格」とする。）よりも安い現在の最良買い気配値で、流動性供給業者は当該株式を非情報トレーダーから購入する²⁹⁾。同様に、評価価格よりも高い現在の最良売り気配値で、流動性供給業者は当該株式を非情報トレーダーに売却する³⁰⁾。これらの売買により、流動性供給業者は利益を得る。

他方、流動性供給業者が情報トレーダーと取引を行う場合、情報トレーダーが当該株式に係る新情報を織り込んだ価格（以下「更新価格」とする。）よりも安い現在の最良売り気配値で、流動性供給業者は当該株式を情報トレーダーに売却する³¹⁾。同様に、更新価格よりも高い現在の最良買い気配値で、流動性供給業者は当該株式を情報トレーダーから購入する³²⁾。これらの売買により、流動性供給業者は損失を被る。

（ウ）ビッド・アスク・スプレッドの拡張

売り注文が買い注文を上回る場合、情報トレーダーが価格について否定的な情報を有しているため、価格が下落する前に売却を試みている可能性がある³³⁾。また、買い注文が売り注文を上回る場合、情報トレーダーが価格について肯定的な情報を有しているため、価格が上昇する前に購入を試みている可能性がある³⁴⁾。しかし、流動性供給業者は、取引の相手が情報トレーダーであるか非情報トレーダーであるかについて、正確に識別する方法はない³⁵⁾。

29) 拙稿・前掲注(19)63～64 頁参照。

30) 同上参照。

31) 同上 62～63 頁参照。

32) 同上参照。

33) 同上 63 頁参照。また、流動性供給業者とビッド・アスク・スプレッドの関係性について、Fox 他・前掲注(19)90 頁以下参照。

34) 拙稿・前掲注(19)63 頁参照。

35) 同上。

そのため、流動性供給業者は、情報トレーダーと取引をして損失を被ることを回避するために、売り指値を評価価格よりも高く設定し、買い指値を評価価格よりも安く設定する必要がある³⁶⁾。このことにより、流動性供給業者は提示する気配値間のスプレッド、即ち、ビッド・アスク・スプレッドを拡張することになる³⁷⁾。もっとも、流動性供給業者間の競争があるため、ある流動性供給業者が提示する指値が他の流動性供給業者が提示する指値よりも劣る場合には、当該流動性供給業者は提示する指値を執行することができない³⁸⁾。このような業者間の競争のため、流動性供給業者は、無制限にビッド・アスク・スプレッドを拡張することもできない³⁹⁾。そのため、流動性供給業者が、業者間の競争により、提示するビッド・アスク・スプレッドについて、十分な拡張ができない場合には、情報トレーダーとの取引により損失を被る可能性がある⁴⁰⁾。もっとも、この損失が、情報分析を行った情報トレーダーの正当な取引によるものであれば、損害賠償責任における損害と評価することはできない。

(エ) まとめ

上記を要約すれば、次のようになる。第一に、流動性供給業者は、情報トレーダーと取引する場合であっても、十分にビッド・アスク・スプレッドを拡張できれば、損失を回避することができる。第二に、流動性供給業者間の競争があるため、上記の損失を回避する程度にビッド・アスク・スプレッドを拡張できない場合がある。この場合、流動性供給業者は、情報トレーダーと取引を行うときに損失を被る可能性がある。第三に、損失を回避する程度にビッド・アス

36) 同上 64～66 頁参照。

37) 同上。過度にビッド・アスク・スプレッドが拡張する場合、流動性が阻害されることになる(同上 61 頁参照)。

38) 同上 64 頁。

39) 同上。

40) 拙稿・前掲注(2)73 頁参照。

ク・スプレッドを拡張できない場合には、情報トレーダーとの取引は、流動性供給業者の損失に係る発生原因にはなり得るが、当該取引が正当なものである限り、この損失を損害賠償責任における損害と同視することはできない。

イ. 気配操作と「損害」

（ア）気配操作と情報取引

流動性供給業者は、自らに対する発注が情報取引か否かを正確に識別できないのと同様に、スプーフィングやレイヤリングを正確に識別することはできないと考えられる。そうであるならば、流動性供給業者の視点からは、スプーフィングやレイヤリングのような気配操作は、あたかも、何らかの「情報」に基づいた取引のように認識される可能性がある。そのため、気配操作は、情報トレーダーが行う情報取引に類似する側面がある⁴¹⁾。気配操作も擬似的な情報取引と位置付けられるとすれば、業者間の競争により、流動性供給業者が提示するビッド・アスク・スプレッドを十分に拡張することができない場合には、流動性供給業者は、気配操作が相場操縦に該当すれば、気配操作を行う者との取引によって損害を被る可能性がある⁴²⁾。

（イ）気配操作の種類

まず、NBO や NBB を更新しない気配操作（以下「非更新型気配操作」とする。）についてである。既に別稿で指摘したように、非更新型気配操作も、誘引目的（金商法 159 条 2 項）を認定できれば、金商法 159 条 2 項 1 号が禁止する相場操縦に該当する⁴³⁾。流動性供給業者が、業者間の競争により、提示するビッド・アスク・スプレッドについて、十分な拡張ができない場合には、当該気配操作を行う者と直接的に取引を行う当該流動性供給業者は、当該取引が

41) Fox 他・前掲注(3)1283 頁参照。

42) 拙稿・前掲注(2)73 頁参照。

43) 拙稿・前掲注(2)87 頁。

相場操縦に該当すれば、当該取引により損害を被ることとなる⁴⁴⁾。

次に、NBOやNBBを更新する気配操作（以下「更新型気配操作」とする。）についてである。NBOやNBBを更新する気配操作は、指値のみにより実質的に価格を変動させることを目的とする行為である。更新型気配操作については、仕込み玉の有無から、2つの類型が考えられる。1つは、あらかじめ仕込み玉を発注する類型である。この類型は、吸引を伴うスプーフィング（前述①）や多層の崩壊（前述②）に関連するものである。2つ目は、仕込み玉を利用しない類型である。この類型は、反転（前述③）やスプレッドの圧搾（前述④）に関連するものである。

（ウ）証券取引所法9条(f)項

証券取引所法9条(f)項は、相場操縦による損害賠償責任を定めている⁴⁵⁾。本条は死文化している⁴⁶⁾。その背景事情として、①原告は、⑦当該相場操縦の影響を受けた価格で売買したこと、及び、④その結果として損害を被ったこと、という2つの因果関係を証明する必要があること、②原告は、被告が故意に（willfully）相場操縦を行ったことを証明しなければならないこと、③損害賠償額の算定方法が定められていないことが挙げられる⁴⁷⁾。上記①についてである。まず、本条には、日本法とは異なり、「当該行為又は取引の結果によって被った損害」（the damages sustained as a result of any such act or transaction）という文言があることに留意すべきである⁴⁸⁾。本条の特徴は、因果関係の不存在に関する証明責任を被告に負わせる証券法（Securities Act of

44) 拙稿・前掲注(2)72～73頁。

45) 15 U.S.C. § 78i(f) (2018).

46) IX LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, SECURITIES REGULATION 376-381 (5th ed. 2018).

47) 同上 376～378頁。また、拙稿・前掲注(1)166～167頁参照。

48) 旧9条(e)項について、今川嘉文『相場操縦規制の法理』（信山社、2001年）49頁参照。

1933) 11 条(e)項とは異なり⁴⁹⁾、2つの因果関係の証明責任を原告が負うことにある⁵⁰⁾。また、2つの因果関係の前提として、条文上、9条(a)乃至(c)項に列挙されている違反行為を証明する必要もある。損害賠償を求める原告は、因果関係に関して、極めて困難な証明を行う必要があるのである。因果関係の証明責任をどのように配分するのか、という問題は、相場操縦による損害賠償制度を機能させる上で重要である(後述)。

上記②については、故意(willfulness)という要件を、規則 10b-5 に基づく訴訟における欺罔の意図(scienter)よりも厳格な要件として解する余地があることが指摘されている⁵¹⁾。しかも、被告が、故意に相場操縦に参加したことのみならず、相場操縦自体の成立要件である相場操縦の意図(manipulative intent)も証明する必要もある⁵²⁾。このように、原告は、被告の認識についても、困難な証明を強いられることとなるのである。もっとも、日本法においては「前条の規定に違反した者は」(金商法 160 条 1 項)という文言があるのみで、相場操縦禁止規定が定める要件とは別の主観的要件を規定する文言はない。そのため、本稿では、損害賠償責任における主観的要件の問題については、言及しないこととする。

上記③については、不法行為における損賠賠償額の算定方法(tort measure)を利用することにより解決できる旨の指摘がある⁵³⁾。つまり、「原告は、実価(actual value)と相場操縦的行為によって影響を受けた価格との差額に基づく

49) 15 U.S.C. § 77k(e) (2018).

50) LOSS, SELIGMAN & PAREDES・前掲注(46)376 頁参照。なお、この2つの因果関係について、「二重の因果関係問題」(double barreled problem of causation)と称されている(同上 378 頁)。

51) HAZEN・前掲注(3)595 頁。

52) 同上。

53) LOSS, SELIGMAN & PAREDES・前掲注(46)378 頁参照。

損害の賠償を受ける権利がある⁵⁴⁾」と解するのである。損害賠償額の算定方法は、日本法への示唆という観点からも重要であるので、次項で検討することとする。

(工) 損害賠償額の算定方法

上記のように、証券取引所法9条(f)項における損害賠償額の算定方法として、不法行為における算定基準を利用することが考えられる。不法行為における損害賠償額の算定方法として、現実損害賠償方式 (out-of-pocket measure) がある⁵⁵⁾。現実損害賠償方式とは、「理念型としては、取引時において原告が交付した物の真の価値と、受領した物の真の価値との差額を賠償させる方式⁵⁶⁾」である。一般論として、規則10b-5に基づく損害賠償請求訴訟の多くの場合、原告が被った実損害 (out of pocket loss) が損害賠償額の算定方法として適切であるとされている⁵⁷⁾。詐欺的行為の時点における有価証券の価値が算定の基礎となる⁵⁸⁾。即ち、実価が算定の基礎となるのである。

もっとも、証券取引に関する詐欺の場合、詐欺的行為 (例：不実表示) が取引時点における市場価格に対して影響を与えているため、実価を計測することは極めて困難である⁵⁹⁾。「上場された有価証券の取引では、違反行為が行われ

54) HAZEN・前掲注(3)595頁。

55) 以下を参照。IV THOMAS LEE HAZEN, TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION 84 (8th ed., 2023).

56) 黒沼悦郎『アメリカ証券取引所法 [第2版]』(弘文堂, 平成16年)120頁。なお、現実損害賠償方式とは異なる損害額の算定基準として、取引利益賠償方式が挙げられる。「取引利益賠償方式 (benefit of bargain measure) は、被告によって不実に表示された価値と真の価値との差額を賠償させる方式であり、契約法に由来する」(同上121頁)とされている。

57) HAZEN・前掲注(55)79頁。

58) HAZEN・前掲注(55)91頁。

59) 黒沼・前掲注(56)120頁。

ている期間において、当該有価証券の市場価格に影響を与え得る、多数の要因が存在する⁶⁰⁾」からである。このように、「取引日のあるべき価格を認定することが困難なので、実際には、それに代えて訂正情報が市場に吸収された時の価格を基準とする方式（修正現実損害賠償方式）を取る判例が多い⁶¹⁾」とされている。

また、証券取引所法 21D 条(e)項(1)号は、市場価格のある有価証券の不実表示等に関する損害賠償額の認定について、原則として、①当該有価証券の売買価格と②当該不実表示等の訂正情報が流布されてから 90 日間の当該有価証券の平均取引価格 (mean trading price) との差額に限定している⁶²⁾。証券取引所法 21D 条(e)項(3)号によれば、平均取引価格とは、不実表示や重要事実の省略に対する修正情報が流布されてから 90 日間の各取引日終了後に決定される取引価格の平均値である⁶³⁾。この制度に対して批判はあるが⁶⁴⁾、平均取引価格という概念には、実価を推定する機能もあると思われる⁶⁵⁾。

ところで、アメリカ法律協会 (American Law Institute) の連邦証券法典案 (Federal Securities Code) 1710 条(c)項は、相場操縦に基づく損害賠償責任における損害賠償額の算定方法を定めている⁶⁶⁾。これによれば、原告が、相場

60) HAZEN・前掲注(55)90~91 頁。

61) 黒沼・前掲注(56)120 頁。

62) 15 U.S.C. § 78u-4(e) (1) (2018).

63) 15 U.S.C. § 78u-4(e) (3) (2018).

64) 批判として、① 90 日間という期間の妥当性や②市場全体の動向を考慮していないことが挙げられている (X LOUIS LOSS, JOEL SELIGMAN & TROY PAREDES, SECURITIES REGULATION 340 (5th ed. 2018).)。

65) なお、証券取引所法 28 条(a)項は、損害賠償額を実損害 (actual damages) に限定していることに留意する必要がある (15 U.S.C. § 78bb(a) (2018).)。

66) II AMERICAN LAW INSTITUTE, FEDERAL SECURITIES CODE § 1710(c) (1980). なお、以下では、“AMERICAN LAW INSTITUTE”を“ALI”として引用することとする。本条の詳細な研究とし

操縦を禁止する同法典案 1609 条（1609 条(d)項を除く）に違反する行為を証明した場合には、損害賠償額は、原則として、原告が購入又は売却した価額から、相場操縦の対象となった有価証券に係る違反行為直前の市場価格を基礎に算定した価額を控除した額とする⁶⁷⁾。このことから、違反行為直前の市場価格を実価として捉えている、と評価することもできる。

以上のことから、相場操縦に基づく損害賠償責任において、損害額は、相場操縦の対象となった有価証券を原告が売買した価格と、当該有価証券の売買時点での実価との差額を基礎に算定することとなる。そして、実価の算定方法は、相場操縦の終了後一定期間を経過した時点の市場価格を基準とする方法や、相場操縦開始直前の市場価格を基準とする方法があることが明らかとなった。

（オ）因果関係

そもそも、因果関係には、①事実上の原因（cause in fact）と②法的原因（legal cause）という2つの異なる概念があり、後者の法的原因は、主要原因（proximate cause）という用語が使用されることが多いとされる⁶⁸⁾。まず、事実上の原因の有無は、条件関係（the sine qua non rule）により判断される⁶⁹⁾。次に、法的原因は、事実上の原因が証明された場合においても、被告の責任を制限する法理として機能することが指摘されている⁷⁰⁾。即ち、条件関係の有無のみで因果関係を判断すると、損害賠償の範囲が不必要に拡大されるからである⁷¹⁾。

て、証券取引所法研究会「米国連邦証券法典案について〔60〕」インベストメント 38 巻 3 号 33 頁以下（1985 年）参照。また、拙稿・前掲注(1)167 頁以下も参照。

67) ALI・前掲注(66)1710 条(c)項。なお、本条の詳細な研究として、証券取引所法研究会「米国連邦証券法典案について〔60〕」インベストメント 38 巻 3 号 33 頁以下（1985 年）参照。また、拙稿・前掲注(1)167 頁以下も参照。

68) HAZEN・前掲注(55)22 頁。

69) 同上。

70) 同上。

71) 以下を参照。Merritt B. Fox, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, 31 J. CORP.

判例法理は、証券に関する損害賠償責任における因果関係について、取引因果関係 (transaction causation) と損害因果関係 (loss causation) という 2 つの要件を要求する⁷²⁾。規則 10b-5 に基づく損害賠償請求において、原告が勝訴するためには、取引因果関係と損害因果関係の両方を立証しなければならない⁷³⁾。取引因果関係は伝統的な信頼 (reliance) の要件と同視されることが指摘されている⁷⁴⁾。他方、損害因果関係は証明上の困難が伴う⁷⁵⁾。前述のように、市場価格の形成には様々な要因が影響を与えるからである。換言すれば、「原告の損害が完全に独立した投資リスクによるものであったことを証明する責任を誰が負うべきなのか⁷⁶⁾」という点が問題となる。この点に関連して、証券法 11 条を類推して、原告が取引因果関係を証明した後は、原告の損失が相場

L. 829, 837 (2006)。なお、本論文を紹介・分析する邦語文献として、前越俊之「証券不実開示訴訟における『損害因果関係』—合衆国連邦最高裁判所 Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo 判決とその示唆を中心に—」福岡大学法学論叢 53 巻 4 号 329 頁以下 (2009 年)、黒沼悦郎「アメリカ連邦最高裁 Dura Pharmaceuticals 判決について」(石山卓磨先生・上村達男先生還暦記念)『比較企業法の現在—その理論と課題』(成文堂, 2011 年) 343 頁以下参照。

72) HAZEN・前掲注(55)23 頁。なお、判例法理の沿革については、Fox・前掲注(71)834 頁以下参照。

73) HAZEN・前掲注(55)23~24 頁。また、Fox・前掲注(71)837 頁参照。

74) Fox・前掲注(71)840 頁。なお、規則 10b-5 に基づく損害賠償責任の要件に係る先駆的な研究として、山田廣己「米国 SEC 規則 10b-5 に基づく私的訴訟について (一) (二・完)」民商法雑誌第 80 巻第 1 号 18 頁以下 (1979 年)、第 2 号 167 頁以下 (1979 年) 参照。

75) 紙幅の制約があることから、本稿は、アメリカ法における損害因果関係の議論について詳論することができない。詳細は、LOSS, SELIGMAN & PAREDES・前掲注(46)529 頁以下、HAZEN・前掲注(55)34 頁以下参照。また、規則 10b-5 による相場操縦規制におけるアメリカの判例法理について、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 4 巻] 不公正取引規制 (金融財政事情研究会, 2020 年) 63~65 頁 [今川嘉文] 参照。

76) HAZEN・前掲注(55)64 頁。

操縦から完全に独立した要因によるものであることを証明する責任が、被告に移動するという見解も唱えられている⁷⁷⁾。この見解は、取引因果関係の存在を前提にする。そのため、相場操縦がなければ取引をしなかったという証明が必要となるが、見せ玉により最良気配値が更新されなかった場合には、当該見せ玉が取引実行の決定的要因であったことを説得的に証明することは極めて困難であると思われる⁷⁸⁾。

また、損害賠償請求権の成立要件について、連邦証券法典案 1710 条(a)項によれば、① 1609 条又は 1610 条が相場操縦として禁止する行為の実行後から、違法行為を構成する行為が最後に行われた日より 30 日以内の間に、違反行為の対象となる有価証券の売買を行った者の場合には、違反行為の証明のみで足り(1710 条(a)項本文)、②違法行為を構成する行為が最後に行われた日より 30 日後に、違反行為の対象となる有価証券の売買を行った者の場合には、違反行為の証明はもちろん、違反行為によって影響を受けた価額で当該有価証券の売買を行ったことの証明が必要となる(1710 条(a)項但書)⁷⁹⁾。つまり、違反行為後から最終の違反行為終了後 30 日以内に、対象となった有価証券の売買を行った者については、違反行為の証明が行われた後には、被告が、違反行為と損害との因果関係が無かったことの証明責任を負う旨の証明責任の転換が行われているのである⁸⁰⁾。このように、ある相場操縦行為と、一定期間内に相場操縦の対象となった有価証券を売買した者が被った損害との間の因果関係について、証明責任の転換を図ることにより、事実上、因果関係を推定する方

77) 同上 65 頁。

78) Fox 他・前掲注(3)1319 頁参照。

79) ALI・前掲注(66)1710 条(a)項。なお、被告の抗弁について、1710 条(b)項(ALI・前掲注(66)1710 条(b)項)参照。

80) ALI・前掲注(66)1710 条(c)項 Comment(2)。また、ALI・前掲注(66)202 条(19)号 Comment(6)(a)参照。

法もあり得ることになる。この立法論は、証券法 11 条を類推する見解とは異なり、取引因果関係を前提とせず相場操縦に該当する行為の証明のみで証明責任を被告に転換する点に特徴があると評価することができる。

（カ）まとめ

以上の分析をまとめると、次のようになる。①流動性供給業者間の競争により、ある流動性供給業者が提示するビッド・アスク・スプレッドを十分に拡張することができない場合には、流動性供給業者は、気配操作が相場操縦に該当すれば、気配操作を行う者との取引によって損害を被る可能性があること、②気配操作には更新型気配操作と非更新型気配操作があること、③当該相場操縦の影響を受けた価格で売買したことなどの要件があるため、証券取引所法 9 条 (f) 項は事実上機能していないこと、④損害賠償額の算定に必要となる実価は、相場操縦の終了後一定期間を経過した時点の市場価格を基準とする方法や、相場操縦開始直前の市場価格を基準とする方法があること、⑤ある相場操縦行為と、一定期間内に相場操縦の対象となった有価証券を売買した者が被った損害との間の因果関係について、証明責任の転換を図ることにより、事実上、因果関係を推定する方法もあり得ることが明らかとなった。

3. 若干の考察

以上のようなアメリカ法の分析を参考に、見せ玉による相場操縦に基づく損害賠償責任について、日本法の枠組みを考察することとする。

（1）類型論

前述のように、アメリカにおけるスプーフィングにも様々な類型があることがわかる。①見せ玉の指値が最良気配値を更新するか否か、という視点から分析すると、更新する類型では見せ玉自体の約定・執行リスクがあるが、更新しない類型では上記のような約定・執行リスクは少ない。また、②仕込み玉があ

るか否か、という視点から分析すると、利益確定のため、仕込み玉がある類型では、仕込み玉（例：売り注文）は見せ玉と反対の注文（例：買い注文）となるが、仕込み玉がない類型では見せ玉（例：買い注文）から反転した注文（例：売り注文）が必要となる。

本稿では、見せ玉による相場操縦に基づく損害賠償責任を検討するために、①見せ玉の指値が最良気配値を更新するか否か、という視点と、②仕込み玉があるか否か、という視点の組み合わせにより、見せ玉を利用したスキームを分類することとする。即ち、㊦見せ玉の指値が最良気配値を更新するものであり、且つ、仕込み玉がある類型（以下「㊦更新・仕込み型」とする。）、④見せ玉の指値が最良気配値を更新しないものであり、且つ、仕込み玉がある類型（以下「④非更新・仕込み型」とする。）、㊧見せ玉の指値が最良気配値を更新するものであり、且つ、仕込み玉がない類型（以下「㊧更新・非仕込み型」とする。）、⑤見せ玉の指値が最良気配値を更新しないものであり、且つ、仕込み玉がない類型（以下「⑤非更新・非仕込み型」とする。）の4つに類型化することとする。

(2) 金商法 160 条 1 項について

ア. 総説—因果関係について

見せ玉による相場操縦を行った者の損害賠償責任について、検討することとする。金商法 159 条に違反した者は、当該違反行為により形成された金融商品、金融指標若しくはオプションに係る価格、約定数値若しくは対価の額により、当該金融商品、金融指標若しくはオプションについて、取引所金融商品市場等における有価証券の売買等をし、又はその委託をした者が当該取引所金融商品市場等における有価証券の売買等又は委託につき受けた損害を賠償する責任を負う（金商法 160 条 1 項）。金商法 160 条 1 項の損害賠償責任が成立するための要件は、①金商法 159 条に違反する行為がなされたこと、②当該違反行為により形成された金融商品等の価格等により、取引所金融商品市場等における有価証券の売買等をし、又はその委託をしたこと（以下「価格形成要件」とする。）、

③上記②の売買等又はその委託につき損害を受けたこと（以下「損害要件」とする。）である。見せ玉による相場操縦において、見せ玉を利用した相場操縦を行った者（以下「被告」とする。）に対して、その損害の賠償を求める者（以下「原告」とする。）は、上記①乃至③を証明する必要がある。

上記のように、損害と違反行為との因果関係に関する要件は、明確に規定されていない。このため、因果関係の証明は必要か、という問題が生じる。金商法 160 条 1 項には、「違反行為により受けた損害」という文言がないことを理由として、投資者が受けた損害と違反行為である相場操縦との因果関係の証明は不要であると解する余地もある⁸¹⁾。しかし、「有価証券の売買等又は委託につき受けた損害」（金商法 160 条 1 項）という文言には、相場操縦と損害の間における因果関係も必要であると解すべきであろう⁸²⁾。相場操縦が行われたとしても、原告に生じた損害が常に相場操縦との因果関係があるとは限らないからである⁸³⁾。後述するように、見せ玉による相場操縦の場合、損害は売買価格と実価の差額を基礎とすべきであるから、㊦更新・仕込み型、㊧非更新・仕込み型、㊨更新・非仕込み型及び㊩非更新・非仕込み型のいずれの類型においても、原告が、違反行為の事実（上記①）と価格形成要件（上記②）の証明をすれば、因果関係が推定されると解すべきである⁸⁴⁾。この場合には、被告が、上記因果関係が無かったことについての証明責任を負うことになる⁸⁵⁾。

81) 山下友信＝神田秀樹編『金融商品取引法概説〔第 2 版〕』（有斐閣，2017 年）349 頁〔後藤元〕。

82) 神田他・前掲注(18)48 頁〔藤田〕。また、近藤光男＝吉原和志＝黒沼悦郎『金融商品取引法入門【第 4 版】』（商事法務，2015 年）346 頁参照。

83) 母法のアメリカ法においては、行為と損害との因果関係に言及する文言があることに留意すべきである。また、詐欺禁止規定に基づく損害賠償責任に関する議論ではあるが、アメリカ法において、取引因果関係のみならず、損害因果関係も求めている根拠も、損害賠償責任を負う範囲が無用に拡大することを防止する趣旨であったことも想起すべきであろう。

84) 神田他・前掲注(18)48 頁〔藤田〕参照。

イ. 相場操縦により形成された価格について

価格形成要件についてである。見せ玉による相場操縦の場合、見せ玉の概念上、原告が見せ玉と約定することはない。金商法 160 条 1 項の適用を考察する上では、仕込み玉がある場合（前記 (1) ㉞㉟）には仕込み玉の約定局面を、仕込み玉がない場合（前記 (1) ㉟㊱）には反転注文の約定局面を検討する必要がある。そもそも、ある注文に対して他の注文が発注され、これらの注文が約定・執行されることにより、市場価格が形成される⁸⁶⁾。見せ玉による相場操縦の場合、原告は、見せ玉により誘引されることにより、被告の発した仕込み玉や反転注文と約定・執行するのである。そうであれば、約定・執行された仕込み玉や反転注文の価格は、見せ玉により形成された価格と評価し得る。このため、被告の発した仕込み玉や反転注文と約定・執行した原告は、見せ玉によって「形成された金融商品等の価格等により、取引所金融商品市場等における有価証券の売買等をし、又はその委託をした」（金商法 160 条 1 項）と解される。

一般論として、価格が相場操縦により形成されたことを証明することは極めて困難である⁸⁷⁾。もっとも、前述した㉞更新・仕込み型及び㉟更新・非仕込み型の類型は、最良気配値を更新しているため、㉟非更新・仕込み型や㊱非更新・非仕込み型よりも、価格が見せ玉により形成されたことを証明するのは容易である。最良気配値の更新後、約定・執行に至れば、価格が変動するからである。換言すれば、㉞見せ玉が最良気配値を更新したという事実と、㉟最良気

85) 同上参照。

86) アメリカにおける価格形成の実情を学術的に解説した文献として、以下を参照。Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten & Gabriel V. Rauterberg, *The New Stock Market: Sense and Nonsense*, 65 DUKE L.J. 191, 210-13 (2015).

87) 旧証券取引法 160 条について、田中誠二＝堀口亘『再全訂コンメンタール 証券取引法』（勁草書房、1996 年）981 頁。証明責任の転換に関する立法論として、拙稿・前掲注(1) 174 頁以下参照。また、河野聡史「金融商品取引法 160 条に関する覚書」志學館法学 24 号 108 頁（2023）参照。

配値の更新後、原告と約定・執行がなされ、価格が形成された事実を証明することにより、価格形成要件は充足されると解する。他方、最良気配値を更新しない④非更新・仕込み型や⑤非更新・非仕込み型は、価格が見せ玉により形成されたことを証明することは極めて困難である。最良気配値を更新しない見せ玉が価格にどのような影響を与えたのかを証明する必要があるからである⁸⁸⁾。そもそも気配操作自体が価格形成に直接的な影響を与えるものではないことを鑑みれば、価格形成要件を削除するなどの立法的な措置を講じない限り、最良気配値を更新しない上記④や上記⑤において、金商法 160 条 1 項に基づく損害賠償請求を行うことは難しいと思われる。

ウ. 類型と損害

損害要件についてである。アメリカ法のように、損害額を算定するための基準として、取引時の価格と実価の差額と捉えることも可能である⁸⁹⁾。そもそも、市場価格は、ある注文と相対する他方の注文が合致することにより形成される。そのため、最良気配値に該当する指値も、価格そのものではない。しかし、最良気配値の注文は、約定・執行される可能性が最も高い指値注文である。その意味で、最良気配値の注文は価格形成の前段階の行為であるから、最良気配値は価格に準じるものと評価することができる。

また、見せ玉による相場操縦は気配操作をその本質とし、流動性を供給する者の多くが高速取引行為者等となるため、見せ玉と利益確定行為（例：仕込み玉の約定・執行）は極めて短時間で終了する⁹⁰⁾。このような特徴を鑑みれば、

88) マーケット・マイクロストラクチャー理論においても、現時点で、最良気配値を更新しない見せ玉が指値に影響を与える理由については、明確に説明されていないとされる（Fox 他・前掲注(3)1277 頁、拙稿・前掲注(2)71 頁参照）。

89) 黒沼悦郎『金融商品取引法〔第 2 版〕』（有斐閣，2020 年）508 頁参照。

90) 拙稿・前掲注(2)81 頁以下参照。

損害額を算定する上では、相場操縦の影響が一定期間残存する類型とは異なるので、相場操縦行為の終了後の価格変動に着目するのではなく、相場操縦行為直前の指値に着目すべきである⁹¹⁾。そのため、見せ玉を利用した場合の損害額の一般的な算定基準は、約定・執行された価格（例：購入価格）と、見せ玉により更新される直前の最良気配値（例：最良買い気配値）との差額と解することができる。

各類型における損害額の算定基準についてである。㉗更新・仕込み型及び㉘更新・非仕込み型の類型では、最良気配値を更新しているため、実価は、見せ玉により更新される直前の最良気配値となる。最良気配値を更新しない㉙非更新・仕込み型や㉚非更新・非仕込み型も、これらの見せ玉により価格が形成されていることが証明できるのであれば、同様に解することも可能であろう。もっとも、最良気配値を更新しない㉙非更新・仕込み型や㉚非更新・非仕込み型は、前述のように、価格形成に対して直接的な影響を証明することが困難であることに留意しなければならない。

Ⅱ. まとめ

上記の考察を前提に、見せ玉の類型と金商法 160 条 1 項の要件充足との関係性について確認することとする。まず、㉗更新・仕込み型と㉘更新・非仕込み型は、価格形成要件について、㉙見せ玉が最良気配値を更新したという事実と㉚更新された最良気配値において原告の注文が約定・執行された事実を証明することにより、本要件を充足できる。同様に、損害要件に関しては、見せ玉により更新される直前の最良気配値が本来の価格に準じるものと想定することができることから、当該更新直前の最良気配値を実価とすることが可能であることも明らかとなった。他方、㉙非更新・仕込み型と㉚非更新・非仕込み型は、

91) 相場操縦の損害について、相場操縦行為が行われる直前の価格を基準とする考え方について、ALI・前掲注(66)1710条(c)項参照。

価格形成要件の充足を証明できない可能性が高い。損害賠償請求が困難な見せ玉の類型が存在することは、損害の補填という観点からはもちろん、見せ玉の抑止という観点からも望ましいものではない。立法論ながら、そもそも、価格形成要件が必要なのか、という点も再検討する必要があるように思われる。

4. むすび

本稿では、見せ玉の手法の多様性を確認した。具体的には、見せ玉による相場操縦を、①見せ玉の指値が最良気配値を更新するか否か、という視点と、②仕込み玉があるか否か、という視点の組み合わせにより、㉞更新・仕込み型、④非更新・仕込み型、㉟更新・非仕込み型、㉠非更新・非仕込み型の 4 つに類型化した。

まず、損害と相場操縦との間における因果関係については、いずれの類型においても、原告が、違反行為の事実と価格形成要件の証明をすれば、因果関係が推定されると解すべきである。次に、約定・執行された仕込み玉や反転注文の価格は、見せ玉により形成された価格と評価し得ることを前提に、被告の発した仕込み玉や反転注文と約定・執行した原告は、見せ玉によって「形成された金融商品等の価格等により、取引所金融商品市場等における有価証券の売買等をし、又はその委託をした」（金商法 160 条 1 項）と解することができる。このことから、㉞更新・仕込み型と㉟更新・非仕込み型に関しては、㉞見せ玉が最良気配値を更新したという事実と㉟更新された最良気配値において原告と約定・執行がなされた事実を証明すれば、価格形成要件を充足できることが明らかとなった。また、上記㉞と㉟に関しては、損害要件において、見せ玉により更新される直前の最良気配値を実価とすることを前提にすれば、損害の算定も可能となることが明らかとなった。

他方、④非更新・仕込み型と㉠非更新・非仕込み型は、価格形成要件を充足できない可能性がある。少なくとも、損害の補填の必要性という観点から、

160条1項における価格形成要件の要否について、再考すべきであろう。

見せ玉による相場操縦の効果は短期間に消滅する。また、直接の損害を被る者は、流動性供給業者に限定される。そのため、仮に、見せ玉による相場操縦について、金商法160条に基づく損額賠償請求が可能となった場合でも、被害の補填は格別、違法行為の抑止という観点からは十分な効果が期待できないおそれがある。金商法160条の役割を損害の補填制度として純化しながら、課徴金制度などの他の制度も総合的に勘案して、相場操縦規制の在り方を模索する必要があると思われる。

【2024年1月25日脱稿】