

「フラッシュ・クラッシュ・トレーダー」への判決と米国の相場操縦規制の動向

森本 学

1 「フラッシュ・クラッシュ・トレーダー」事件とその判決

(1) 事件の摘発

二〇一五年四月二二日、ナビンダー・シン・サリオ（三六）はCMEにおける相場操縦や先物詐欺など二二の容疑で、英国ロンドン郊外ハンズローの自宅で逮捕された。これは、かねて訴追請求していた米司法省の要請に応じて英国当局が逮捕したものである。

米司法省は、この逮捕について、サリオ容疑者の相場操縦が二〇一〇年五月六日のフラッシュ・クラッシュの原因となった (contributed) と説明した。このため、この摘発は英米で「フラッシュ・クラッシュの犯人逮捕」と報じられ、同容疑者は以後「フラッシュ・クラッシュ・トレーダー」と呼ばれることとなった。また、彼の二二の容疑は、最大で三八〇年の刑に相当するものとされた。

(参考) 米国株式市場のフラッシュ・クラッシュ

二〇一〇年五月六日、特段の材料が無いなかで米国株式市場（ダウ平均）は午後二時四〇分から五分間で五七三ドル（約五％）下落し、その後二時四七分から一分半で五四三ドル急騰した。過去に類例のない短時間の株価の乱高下となった。個別銘柄では、株価が例えば四〇ドルから数分で一セントまで暴落する異常なケースが続出

した。NYSEは、実勢からかけ離れた取引として二万件以上の約定を取り消す前例のない事態となった。⁽¹⁾

その後明らかとなった起訴状によれば、同容疑者は二〇〇九年から二〇一四年にかけてCMEのE-Mini S&P500先物でアルゴリズム取引により「見せ玉注文」を繰り返し実行していた（これにより約四〇〇〇万ドルの利益を上げたとされる）。フラッシュ・クラッシュの当日には「多額の注文を繰り返し出し、他の大きな取引が来た際に生じる大きな動きに対して市場を脆弱にした」と述べられている。

フラッシュ・クラッシュの原因については、SECとCFTCの共同報告書では概ね「特定の原因行為はなく、ある大口注文をきっかけに複合的要因で起こった」と結論づけていた。さらにCMEは、同取引所の商品がフラッシュ・クラッシュを引き起こす要因ではなかったという調査結果を発表していた。

こうした調査結果もあり、フラッシュ・クラッシュの原因を一介のデイトレーダーに帰することには、逮捕直後から疑問の声（市場関係者や学者など）が出ていた。Lawrence R. Glostenロンドンピア大学教授（ビジネス・スクール）は、「サリオ氏の様な人の行動が、市場を（あの様に）ひどく損なうとは思えない。むしろ、そうした相場操縦がどの程度一般的なのか調査すべきだ」と述べている。⁽²⁾ たしかに、単独のデイトレーダーの取引で世界最大級の金融市場があのように混乱するとすれば、金融市場には相当堅固な安定化措置を施さねばならなくなる。

（2）米国への移送、罪の認容

その後、サリオ容疑者が米国に移送されるべきか英国の法廷で争われた。その際、米政府側代理人は、五年間にわたる米国市場での見せ玉事件であると述べ、フラッシュ・クラッシュの原因となったという主張は行わなかつ

た。そして、ロンドン控訴院は最終的に二〇一六年一〇月、サリオ容疑者の米国への移送を命令した。

二〇一六年一月、サリオ被告はシカゴ連邦裁判所に出廷し、通信詐欺と見せ玉の二つの容疑（量刑基準では最大八年の刑に相当）を認容した。これにより司法取引が成立し、サリオ容疑者は保釈され英国に帰国した。

(3) 判決

その後、サリオ被告への刑の言い渡しは、なかなか行われなかった。それは司法当局が、他の相場操縦事案（後述）について同被告の協力を得ていたからだと言われている。

米司法省は、二〇二〇年一月一五日、サリオ被告への（拘留期間を除く）刑期を望まない旨の勧告を行った。その理由として、他の事件捜査への並外れた協力、動機が金銭や欲望でなかったこと（利益の大半は投資詐欺により失われた）、強度のアスペルガー症の診断などが挙げられた。

そしてシカゴ連邦裁判所は、二〇二〇年一月二八日、サリオ被告に「拘留期間相当（time-served sentence）と一年間の自宅監視」の量刑を言い渡し、同被告は直ちに釈放された。判事は、訴追側の減刑要請はまれであり、それを重く見たと述べた。

(4) まとめ

サリオ容疑者の事件は、摘発時のフラッシュ・クラッシュの張本人という触れ込みからすると、竜頭蛇尾に終わった印象は禁じ得ない。この点については当初より、フラッシュ・クラッシュ云々というのは、米当局の相場操縦取締りへの意欲をアピールするための作爲的な説明であるとの見方があった。その背景には、金融不正取締

り強化のためドッド・フランク法（二〇一〇年）で先物市場の相場操縦に関する新規定が導入されており、この事件がその適用二件目だったという事情が存在する。以下では、そうした米国における最近の相場操縦規制の展開を概観することとしたい。

2 米国の相場操縦規制の体系

（1）証券取引所法による規制

米国の証券分野においては、一九三四年証券取引所法九条（a）が相場操縦を具体的に規制している（我が国の金商法一五九条「相場操縦行為等の禁止」は、この条文をほぼ忠実に継受したものである）。

即ち九条（a）は、（1）号で仮装取引、馴合取引を禁止し、（2）号で「他人による売買を誘引する目的で……外観上活発な取引を作出し……証券の価格を騰貴もしくは下落させるような一連の取引を行うこと」（「変動操作取引」又は「現実取引（による相場操縦）」と呼ばれる）を禁止している。

しかしながら、この規定は米国では相場操縦の取締りに余り使われていない。

むしろ、米司法省やSECが相場操縦の取締りのために適用しているのは、不正取引禁止の一般条項である同法一〇条（b）である（我が国の金商法一五七条「不正行為の禁止」に相当する規定）。一〇条（b）では、「相場操縦的または詐欺的な術策を用いること」が一般的に禁止されている。

そして、一〇条（b）が用いられる理由としては、一般的には同条がいわゆる誘引目的を要求していないため、立証が容易だからだと言われている（ただし、一〇条（b）では誘引目的を求められないのかどうかは、判例上も微妙に見解が分かれており、必ずしも学説上明確になっている訳ではない）³。

(参考) EUの「相場操縦」の定義(市場濫用指令)

「取引又は取引注文等で、金融商品の供給、需要若しくは価格について虚偽若しくは誤解を招くシグナルを与えるもの、又は価格異常若しくは人為的水準にきぎ付けするもの。ただし、当該取引等に正当な理由があり、許容された市場慣行に合致していることを立証した場合はこの限りでない」としており、誘引目的を要件としていない。

(2) 商品取引所法及びドッド・フランク法による規制

米国の先物分野においては、商品取引所法一三条(b)が相場操縦を禁止しているが、その要件として「人為的価格(artificial price)」を求めている。しかし、これにより「当該注文又は取引が無ければ相場はどうなっていたか」という反事実的立証が求められることになり、相場操縦の摘発を困難にしていたと言われている。

このため、先物取引の規制当局であるCFTCは、一九三四年証券取引所法一〇条(b)と同様の規定を商品取引所法に設けることを求めていた。

こうした状況を踏まえ、ドッド・フランク法(二〇一〇年)では、この点について次の二つの規定を新設した。まず一般的な不正行為禁止規定(七五三条)が新設され、「市場操作又は詐欺の策略又は計略を使用もしくは利用すること」が禁止された。

さらに市場妨害禁止規定(七四七条)が設けられ、注文又は執行の妨害の禁止、見せ玉(spooing)の禁止などが規定された。後者は「Anti-spoofing条項」と呼ばれ、見せ玉を「執行前に売り又は買いの注文を取り消す意図で、売り又は買いの注文を出すこと」と定義した。そして、同条の違反には一〇年以下の懲役という重刑が科

せられることとされた。

3 米国先物市場における相場操縦取締りの強化

(1) 見せ玉に係るルールの明確化、監視の強化

ドッド・フランク法の制定を受けて、米国の先物規制当局は、相場操縦（特に見せ玉）に係るルールの明確化や監視の強化を図っている。

まず、CFTCは「見せ玉に関するガイダンス」を公表した（二〇一三年最終化）。ここでは、「見せ玉と合法的取引の区別は、市場の文脈を考慮して判断する」こととされ、発注・取消しが、(i) 板を支配するためになされる (ii) 他の市場参加者の執行又は取引を遅らせる (iii) 市場の深さについて誤った外観を与える (iv) 人為的価格変動を起こす意図で行われる、ことなどが考慮要素になり得るとされている。

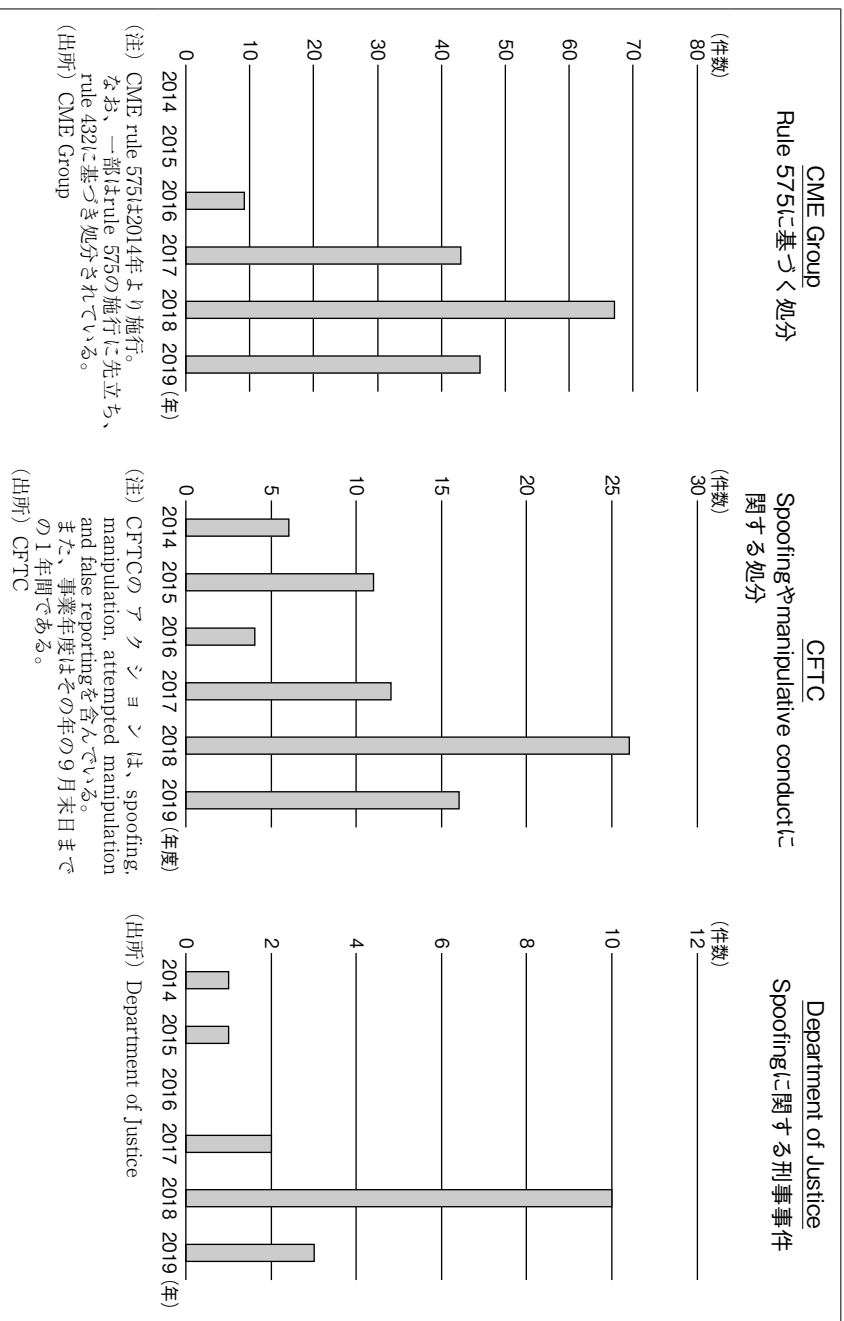
CMEは、二〇一四年に見せ玉を含む市場妨害行為禁止規則である「rule 575」を制定した。この規則に基づき、CMEは、二〇一六年以降年間数十件程度の処分（資格停止など）を行っている（図表1参照）。また、その監視に当たっては、パターン認識のソフトウェアによる自動監視システムが導入されている。

(2) CFTCによる処分

CFTCの見せ玉など相場操縦関連の処分件数は、近年著しく増加している（図表1参照）。CFTCは、「市場の透明性維持は中心的な優先課題であり、見せ玉など相場操縦は重点的な分野である」と述べている。⁽⁴⁾

それら処分のおよそ半数は、大手金融機関のトレーダーの行為に対するものである。二〇一七年一月に、国債

図表 1 米国・先物市場における相場操縦取締りの状況



先物でシテイ・グループに二五〇〇万ドルの制裁金が賦課され、二〇一八年一月には、貴金属先物でドイツ銀行、UBS、HSBCに合計四六六〇万ドルの制裁金が賦課された。日系企業もその対象となっており、二〇一九年一月に、プラチナ、パラジウム先物で三菱商事RtMジャパンに五〇万ドルの制裁金が賦課された。

(3) 司法省による刑事訴追

司法省は、二〇一四年に初めてAnti-Spoofing条項による訴追を行ってから、二〇一八年にかけて急激に訴追件数を増加させている〔図表1参照〕。

最初に訴追されたMichael Coscia事件は、アルゴリズム取引によりエネルギー、金属、金利、農産物、株価指数、通貨など一八の先物取引でspoofing及び商品取引詐欺を行ったとされるものである。検察側は、おとり注文を意図的に出すようにプログラムしたと主張し、一審判決は懲役三年（執行猶予二年）の有罪となった（二〇一六年七月）。被告側は控訴し、Anti-spoofing条項について「非憲法的に曖昧であり証拠不十分」と主張したが、第七巡回控訴裁判所は「同条項は、裁量的な執行を許容していない」として控訴を棄却した（二〇一七年八月）。一方で、検察側が敗訴する事案もあり、Anti-Spoofing条項の判定基準は未だ定まっているとは言えない状況にある。

元UBSトレーダーのFlotron事件で検察側は、データ分析と協力者の証言により意図的にSpoofingしたと主張したが、立証が不十分として無罪評決を受けた（二〇一八年四月）。なお、Flotronはマニュアル・トレーダーであった。

ナビンダー・シン・サリオの見せ玉注文に使われたプログラムの提供者を訴追したThakkar事件では、サリオ

自身が捜査に協力した。Thakkarは、プログラム開発にサリオの協力を得ていたが、「見せ玉に使われることを認識していたかどうか」が争点となり、陪審評決が割れた為、検察側は訴追を断念した(二〇一九年四月)。

他方、先物規制におけるspoofing禁止の概念が、証券規制にも影響を与える動きも見られる。イリノイ州北部地方裁判所は、Vorley事件¹⁾で「spoofingは通信詐欺の構成要件を満たす」とする判断を示した(二〇一九年一〇月)。通信詐欺は、証券法にも共通する概念であり、今後の当局の法執行及び判例が注目される。

4 我が国への示唆—まとめ—

(1) 我が国における相場操縦規制の強化

我が国においても、近年、相場操縦規制を強化する動きは見られる。二〇〇六年には金商法が改正され、変動操作取引(見せ玉等)が課徴金の対象に加えられた(それまでは仮装取引、馴合取引のみ)。

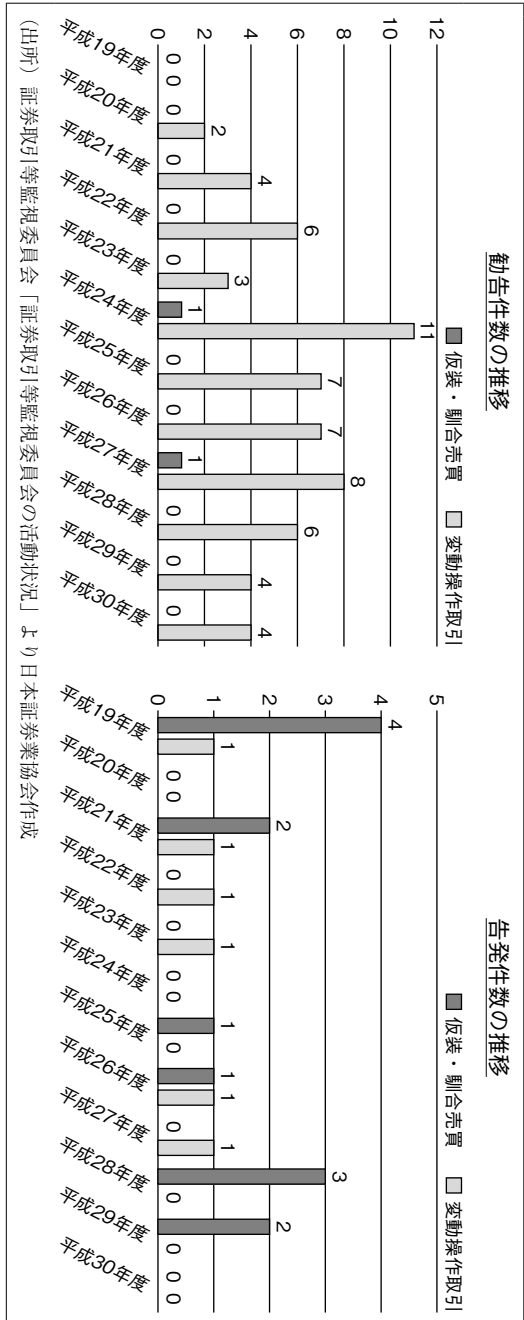
証券監視委員会は、二〇〇八年度に相場操縦に関する初の課徴金勧告を行い、その後(二〇一二年度には二二件勧告が行われるなど)着実に勧告件数は増加している〔図表2参照〕。

刑事訴追のための証券監視委員会による告発も、相場操縦に関して増加傾向にある。一九九二年度から二〇〇六年度の間は一二件であったものが、二〇〇七年度から二〇一八年度の間には一九件と増加している〔図表2参照〕。

(2) 証券先物への対応

証券先物分野での相場操縦の摘発については、TOPIX先物に関するむさし証券への五四三万円の課徴金勧

図表 2 証券取引等監視委員会による相場操縦関連の勧告・告発状況



告(二〇一四年六月)を嚆矢として、最近、金融機関のトレーダーに対しても進められている。即ち、二〇一八年六月に三菱UFJモルガンスタンレー証券に対し二・二億円の課徴金(長期国債先物)が勧告され、二〇一九年四月にはシティ・グループ英国現法に対して一・三億円の課徴金(長期国債先物)が勧告された。

こうした状況を踏まえ、大阪取引所及び日証協は、証券会社に対し証券市場デリバティブ取引の売買審査体制の整備を求める規則改正を行った(二〇二〇年四月施行)。

(3) 我が国の取組みの特徴

ところで、我が国の相場操縦の取締りには、幾つかの特徴がみられる。まず課徴金は変動操作取引（現実取引）が大半であるのに対し、告発は仮装・馴合取引が中心となっている（図表2参照）。つまり、米国のように見せ玉（spoofing）を積極的に訴追している状況とは言えない。

また、概して小型株や夜間取引（先物）についての勧告・告発が多い。板が薄い状態での大量かつ作為的な注文を主たる対象にしているように見える。アルゴリズム取引やHFTを対象にしている例は、⁽⁵⁾現在までのところ少ない。

(4) 相場操縦（現実取引）に関する法律構成の問題

従来、法学的には、合法的な取引と現実取引による相場操縦を識別することは、相当な難事とされてきた。その区別を理論的、客観的に行うことは困難であるとして、現実取引による相場操縦は規制すべきではないという有力な学説も存在している。⁽⁶⁾

さらに、我が国では現実取引による相場操縦に金商法一五九条二項を適用している。同項は「他人を有価証券の売買に誘引する目的をもって」という所謂「誘引目的」を要件として求めている。⁽⁷⁾「相場を変動させる取引」に加えて、「他人を誘引する意図」を立証することは、かねて面倒な要件と考えられて来たが、現代において益々困難になっている面がある。

(5) まとめ

以前であれば、仮装・馴合取引のような虚偽的手段を相場操縦規制の主たる対象とするという政策判断も成り立ったかも知れない。しかしこの一〇年間、取引所の板情報公開され、電子的取引が優勢になるなど市場環境は大きく変化している。現実取引による相場操縦を等閑視すれば、取引所の注文板はたちまち幽霊のような注文で一杯になってしまうだろう。

この間、我が国では協同飼料事件最高裁決定⁽⁸⁾(一九九四年)以来、法理論的に目立った進展が無い中、市場実態の要請から(見せ玉など)現実取引による相場操縦の取締りは、課徴金など行政実務的に進められている。

しかしながら、今後、我が国において相場操縦規制をアルゴリズム取引やプログラム提供者、さらにAIによる取引などに適用していくためには、法律構成を含めた理論構築が重要になってくるものと思われる⁽⁹⁾。

その際には、近年、spoofing問題について立法論、判例、法執行の各面で積極的な取組みと議論が展開されている米国の動向が参考になり、今後とも注目していく必要がある(なお、相場操縦の悪性が「詐欺」から「市場妨害」にシフトしている点も見逃せない)。

注

- (1) 二〇一〇年フラッシュ・クラッシュ時の市場の動き及び原因解明については、「フラッシュ・クラッシュ」吉川真裕(証券経済研究第七九号)参照。
- (2) The New York Times (2015/4/21)
- (3) U.S. v Charney, 537 F.2d 341 (9th Cir. 1976) [抽象論として誘引目的を不要とする]、U.S. v Muhheren, 938 F.2d 354 (2d

Cir. 1991) 「抽象論として誘引目的を不要とする解釈をとることに慎重な姿勢を示す」

- (4) CFTC ENF Annual Report 2019
- (5) アルゴリズム取引を用いた相場操縦（見せ玉）事案としては、シンガポール在住の個人に対する長期国債先物に係る課徴金納付命令がある（二〇一四年一月六日）。
- (6) DR Fischel and DJ Ross, "Should the Law Prohibit "Manipulation" in Financial Markets?" (1991) 105 Harvard Law Review 503 [現実取引による相場操縦は、①満足のいく定義が与えられない、②コストやリスクがあり自己抑制性がある、③規制の執行にコストが掛かりすぎる、ことから禁止すべきではないとしている]
- (7) 母法である一九三四年法九条（a）は、当初の法案では「誘引目的」の要件はなかったが、過剰な規制を恐れる議会の反対により挿入されたという経緯がある（黒沼悦郎「アメリカ証券取引法第二版」（二〇〇四年、弘文堂）九五頁参照）。
- (8) 相場操縦の成立要件について、変動取引の形態よりも誘引目的の有無を重視する考え方を示した（黒沼悦郎「現実取引による相場操縦成立の要件（判例解説）」一九九五年六月、ジュリスト）
- (9) アルゴリズム・AI取引への誘引目的の認定の困難性については、例えば、日本銀行金融研究所「投資判断におけるアルゴリズム・AIの利用と法的責任」二〇一八年九月、二三頁以下参照。

（もりもと まなぶ・日本証券業協会副会長）