

論説 わが国商品先物取引市場の規制と信頼性—欧米における市場監視・監督機構からの示唆（1）：米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission）

小川宏幸*

はじめに—本研究の目的と意義—

- 一 わが国における商品取引所法の改正と商品先物取引業界の動向
- 二 米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission）
 - 1 設置の経緯と権限
 - 2 米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission）との関係—商品先物現代化法（Commodity Futures Modernization Act of 2000）—
 - 3 エンフォースメント—差止命令・排除命令の活用—
- 三 考察
 - 1 わが国における商品先物取引規制の問題点
 - (1) 縦割り行政
 - (2) 禁止命令
 - 2 日本版「商品先物取引委員会」
 - (1) CFTC を巡る現況
 - (2) 準司法的権限と準立法的権限
 - (3) 自主規制機関との役割分担
 - (4) 国際化への対応

はじめに—本研究の目的と意義—

東京証券取引所は、2008年春に金で運用するETF（上場投資信託）を上場す

* 本稿は林康史・山田正勝両氏とのグループ研究（「わが国商品先物取引市場の規制と信頼性：欧米における市場監視・監督機構からの示唆」）における小川宏幸担当部分（アメリカ法）の研究成果である。助成金を交付してくださった日本商品先物振興協会に対して記して感謝申し上げる。

るが、これを契機に証券取引所と商品取引所との垣根が崩れ、国内の取引所再編につながる可能性が指摘されている¹。他方で、「商品先物は日本では安定した投資対象として認知度がまだ低い、商品先物への国際分散投資は株や債券を補完する有力な運用手段」という識者の主張もある²。そもそも、「安定した投資対象として認知度がまだ低い」原因としては、様々な要素が考えられるが、わが国の商品先物市場制度の改革に関しては、経済産業省・産業構造審議会商品取引所分科会が、「委託者保護の観点に配慮しつつ、リスクヘッジニーズにより対応できるよう、適切な見直しを行うとともに、その前提として、『市場監視体制を一層強化することが必要』である」と、既に指摘していたところである³。このように市場監視体制を整備・強化するための具体的方策として、日本弁護士連合会は、「商品先物取引に関する監督機関を一元化し、米国の CFTC（商品先物取引委員会）のような組織を設置し、その権限を強化すること」を主張している⁴。このような主張に対しては、「監督機関体制のあり方については、将来的な課題として検討を行うべきものと考えています」との回答がなされている⁵。

そこで、本稿においては、CFTC の機能を紹介し、先物取引先進国といわれるアメリカ合衆国の商品先物市場監視・監督機関に関する調査・研究を行い、わが国にもそうした機関を導入するための示唆を探ってみたい。研究・調査の力点は、アメリカ合衆国における商品先物市場監視・監督機関の組織・運営・権限に関する点に置かれる。とりわけ、そのエンフォースメント（法執行）に考察の重点を置く。具体的には、CFTC という商品先物市場監視・監督機関が、公正かつ信頼性のある商品先物市場を創生・維持していく上で、その有する権限をいかに効率的に行使しているのか、探りたいと考える。因みに、アメリカ合衆国における商品先物取引については、例えば、過当取引等に関する実体法の紹介・検討という

¹ 日本経済新聞朝刊 2007 年 8 月 27 日 1・3 面。

² 林文夫・東京大学教授（日本経済新聞朝刊 2007 年 8 月 31 日 29 面）。なお、一連の「サブプライム問題」により、資金が商品市場にシフトしている動きが報じられている。日本経済新聞朝刊 2007 年 9 月 22 日 7 面。

³ 産業構造審議会商品取引所分科会「商品先物市場制度の改革について（中間報告）（案）」（平成 15 年 12 月 24 日）8 頁（『』は筆者）。

⁴ 日本弁護士連合会「商品先物取引制度改革意見書」（2003 年 11 月 21 日）3 頁。邦語による CFTC の簡単な紹介は、小山良・済藤友明・江尻行男編著『ゼミナール日本の商品先物市場』219-220 頁（東洋経済新報社 1994 年）。

⁵ 経済産業省・産業構造審議会商品取引所分科会「『商品先物市場制度の改革について』に対するパブリックコメント募集の結果について」（平成 15 年 12 月 24 日）6-7 頁。

選考業績がある⁶。その一方で、CFTC という組織の監視・監督機能面に着目した手続法的な観点からの先行研究は不足しているといえよう。そこで、この点を扱う本研究には、十分な意義があると考ええる。

以上を踏まえて、最後に、わが国において、CFTC 類似の機関（日本版「商品先物取引委員会」）を将来的に設置する時に、どのような組織を構成すべきか、いかなる権限を与えるべきか、そして、いかに運営されるべきかについての提言をまとめたい。

一 わが国における商品取引所法の改正と商品先物取引業界の動向

戦後の 1950 年に新たに制定・施行された、わが国「商品取引所法」（昭和 25 年 8 月 5 日法律第 239 号）は、アメリカ合衆国における「商品取引所法」（Commodity Exchange Act of 1936）が基軸になっている⁷。その後、わが国の商品取引所法には一連の大きな改正が、平成 2 年・10 年・16 年、と加えられてきた⁸。また、平成 18 年には、金融商品取引法の制定に合わせた改正も加えられた。すなわち、商品取引所法に、広告等の規制（213 条の 2）・虚偽告知禁止（214 条 2 号）・取引証拠金等受領の書面交付義務（220 条の 2）の各規定が新設されるとともに、損失補てん等禁止（214 条の 2）等について金融商品取引法と整合的な規定振りになっている⁹。

とりわけ重要な平成 16 年改正のポイントは、「委託者資産の保全制度の拡充¹⁰」、

⁶ 今川嘉文『過当取引の民事責任』（信山社 2003 年）、渡辺征二郎編『米国の証券・先物取引判例撰』（中央経済社 1999 年）。「……アメリカの証券・先物取引委員会の展開する法律論は革命的でさえある。しかし、よく考えれば、それは日本人の常識でもあると思われる。」（渡辺・序文）。

⁷ 為田俊明編著『日本の商品取引所』18 頁（新風舎 2004 年）。

⁸ 平成 2 年・10 年の改正については、中曽根玲子・若林泰伸「商品先物取引制度の法的課題（一）」国学院法学第 44 巻第 1 号（2006 年）10-11 頁脚注 1・2 に掲載されている文献を参照。平成 16 年改正法施行前の業界の動きについては、日本経済新聞朝刊 2005 年 4 月 27 日 28 面参照。

⁹ 三井秀範＝池田唯一[監修]・松尾直彦[編著]『新旧対照 金融商品取引法』（金融財政事情研究会 2006 年）11 頁。

¹⁰ 「委託者資産」に関しては、委託者が商品取引所会員に対して有する債務不履行又は不法行為に基づく損害賠償債権は、「委託により生じた債権」（平成 16 年改正前商品取引所法

「商品取引員に対する規制の見直し¹¹」、「市場の信頼性・利便性の向上」にある¹²。右商品取引所法改正と、これにより設立された「日本商品清算機構」とが、日本の商品先物市場の成長に有益と指摘する声がある¹³。また、日本委託者保護基金（前身は商品取引受託債務補償基金協会）の設立により「分離保管の徹底とペイオフ制度の二重のガード」（同基金理事長）が備えられたとの主張もある¹⁴。

他方で、こうした法改正は、投資家保護の観点から一定の評価ができるものの、規制の不統一や規制機関の分断、法執行力の弱さなどのデメリットがあり、そのために資金や資源の流れに歪みを生じさせているとの懸念も表明されている¹⁵。

こうした平成 16 年改正法の施行は、大きな混乱なくスタートしたが¹⁶、右改正法の施行から一ヶ月間に、売買高は大幅に減少した¹⁷。国内商品先物市場における監督官庁である経済産業省と農林水産省とが、商品取引所法の違反摘発を強化する一方¹⁸、顧客勧誘に対する厳しい規制が商品先物取引会社の経営を直撃している¹⁹。平成 16 年改正後、商品取引員数・外務員数ともに減少しており、また、国内取引所の出来高及び取引金額も減少方向で推移している²⁰。委託者とのトラブル（商品先物取引に係る苦情相談件数）についても、平成 18 年度は平成 15 年度と比較して半減している²¹。

97 条の 3 第 1 項) に含まれないという趣旨の判断が示されている点に注意が必要である（最高裁判所第一小法廷 平成 19 年 7 月 19 日 平成 17 (受) 2292)。

¹¹ 会員資格要件の緩和（銀行や証券会社など金融機関も商品先物市場へ直接参入できる）については、市場の活性化とビジネスチャンスの広がりを期待する声がある。日経金融新聞 2005 年 6 月 27 日 7 面。

¹² 森大輔・深宮智史「商品取引所法の一部を改正する法律」法令解説資料総覧 271 号 20—23 頁。 <http://www.meti.go.jp/kohosys/press/0005007/index.html> に掲載の資料も参照。

¹³ 日本経済新聞朝刊 2005 年 4 月 28 日 28 面。

¹⁴ 日経金融新聞 2005 年 6 月 6 日 7 面。

¹⁵ 中曽根・若林（前掲）3 頁。

¹⁶ 日本経済新聞朝刊 2005 年 5 月 3 日 26 面。

¹⁷ 日本経済新聞朝刊 2005 年 6 月 1 日 25 面。

¹⁸ 日本経済新聞朝刊 2005 年 7 月 5 日 29 面。同 2005 年 7 月 16 日 35 面。

¹⁹ 日本経済新聞朝刊 2005 年 9 月 1 日 31 面。

²⁰ 「個人投資家に依存しない米国などの商品先物市場が活況を呈するのと対照的」である。日本経済新聞朝刊 2007 年 1 月 17 日 28 面。

²¹ 以上、改正後の状況については、農林水産省・経済産業省「商品先物取引を巡る現状」（平成 19 年 3 月 14 日）2—5 頁参照。

個人に対する勧誘規制の強化により、手数料収入が減少しており²²、そこで、個人に対する営業活動から、法人に対する営業強化の流れも生じている²³。しかし、そうした動きにもかかわらず、商品先物取引会社の収益力の低下は深刻であるという²⁴。なお、低迷の一因としては、商品取引会社におけるアナリストなどの人材不足を挙げる見解もある²⁵。

もっとも、かかる業界の苦境に対しては、「国内商品先物市場は 1998 年の改正から今回（注：2004 年）の改正までに構造転換を終えているべきだったのに現実は何も変わらなかった。もはやソフトランディングはない」という厳しい指摘や²⁶、「投資家の業界への不信感を取り除かなければ市場の拡大にはつながらない」との厳しい認識も存在する²⁷。

平成 16 年改正法の影響は以上にとどまらず、わが国における商品取引所間の再編を促すことにもつながっている²⁸。この点、海外に目を転じると、2007 年 7 月 9 日の臨時株主総会において、シカゴ・マーカンタイル取引所（Chicago Mercantile Exchange）は、シカゴ商品取引所（Chicago Board of Trade²⁹）を買収することが決まったことが報じられた³⁰。この買収の動きに関する報道がなされた後³¹、手数料引き上げなどの競争阻害を懸念する声もあったが、米司法省

²² 日経金融新聞 2005 年 9 月 5 日 7 面。

²³ 日経金融新聞 2005 年 9 月 12 日 7 面。

²⁴ 日本経済新聞朝刊 2005 年 11 月 3 日 22 面。

²⁵ 日本経済新聞夕刊 2006 年 11 月 4 日 4 面。

²⁶ 上村達男・早稲田大学教授（商品取引所法の見直しを議論した産業構造審議会におけるまとめ役）日本経済新聞朝刊 2005 年 4 月 29 日 24 面。

²⁷ 二家勝明・日本商品先物振興協会会長。日本経済新聞朝刊 2005 年 9 月 2 日 32 面。

²⁸ 日本経済新聞朝刊 2005 年 11 月 2 日 24 面。

²⁹ “board of trade” とは、組織化された取引所（organized exchange）またはその他の取引施設（trading facility）を意味する（Commodity Exchange Act § 1a(2)）。Chicago Board of Trade は、CEA の規制を受ける”contract market”である。Case & Co., Inc. v. Board of Trade of City of Chicago, 523 F.2d 355 (7th Cir. 1975)。なお、商品取引所は一般的に、CEA と同法に基づいて制定された規則とにより規制され（CEA § 1 以下、17 C.F.R. 1.1 以下参照）、CFTC は取引所が規則変更した場合、それに反対したりその変更を無効にする権限を有するが、これを行行使したことはないようである。

http://online.wsj.com/article_print/0,,SB112613364951034539,00.html

³⁰ 日経金融新聞 2007 年 7 月 13 日 9 面。

³¹ 日本経済新聞朝刊 2006 年 10 月 18 日 1・7 面。

は右買収を認可する決定を出していた³²。とりわけ欧米の商品取引市場においては、取引を電子化することにより顧客の争奪が生じており³³、このような電子取引の導入・24時間体制の確立によりシカゴ商品取引所（CBT）は2006年7月に過去最大の売買高を記録した。その一方で、わが国の先物市場は低迷が続いている³⁴。因みに、わが国で電子取引に取り組む商品取引会社数は、2006年9月末で37社、売買枚数に占める比率は40%弱となっている³⁵。

以上、商品取引業界に対して多大なる影響を与えた「商品取引所法の一部を改正する法律」（平成16年5月12日法律第43号）であるが、同法には、実は、米国の商品先物取引委員会（CFTC）等を参考に監督体制の強化を検討する旨の、衆参両院の附帯決議がある³⁶。そこで、わが国において非常に注目されている、この米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission）について、以下、どのような経緯で設置され、どのような権限を有し、どのような役割を果たしているのかについて考察する。

二 米国商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission）

1 設置の経緯と権限

第一次世界大戦後の農産物不況に対応するため、連邦議会は「1921年先物取引法（Futures Trading Act of 1921）」を制定したが、議会の有する課税権の許されざる行使を理由として、連邦最高裁判所により違憲とされた³⁷。これを受けて連邦議会はさらに、「1922年穀物先物法（Grain Futures Act of 1922）」を制

³² 日本経済新聞朝刊 2007年6月12日3面。

³³ 日本経済新聞朝刊 2006年6月20日28面。

³⁴ 日本経済新聞朝刊 2006年8月9日24面。

³⁵ 日本商品先物振興協会による。日本経済新聞朝刊 2007年1月18日25面。

³⁶ 衆議院経済産業委員会「商品取引所法の一部を改正する法律案に対する附帯決議 五」平成16年4月14日、参議院経済産業委員会「商品取引所法の一部を改正する法律案に対する附帯決議 三」平成16年4月27日。附帯決議は法律的拘束力を有しない。しかし、政府の対応状況や違反の有無等が、後の国会審議において質されることは稀ではない。大森政輔・鎌田薫〔編〕『立法学講義』190-91頁（榊正剛執筆部分）（商事法務 2006年）。

³⁷ Hill v. Wallace, 259 U.S. 44, 71 (1922)。

定したが、同法は議会の有する州際通商権限を根拠として合憲と判断された³⁸。同法を受け継いだのが、「1936年商品取引所法（Commodity Exchange Act of 1936）」である。その目的は、流動性があり、公正かつ財務的に健全な取引施設における取引、すなわち、自主規制を持つ取引施設、清算機関、市場参加者、そして CFTC の監督下にある市場取引の専門家集団の一体となったシステムを通じて、価格変動のリスクの引受け、価格の発見と価格情報を広めることにあり、また、価格操作その他市場の誠実性を害する行為を防止し、市場参加者を詐欺その他の不正行為から守り、市場の革新と公正な競争とを促進することにある（CEA § 3）³⁹。証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934） § 10(b)と同様の、詐欺防止条項（antifraud clause）も置かれた（CEA § 4b）⁴⁰。

同法により、「穀物先物行政局（Grain Futures Administration）」は「商品取引所監督局（Commodity Exchange Authority；CFTC の前身であり農務省の管轄下にある監督機関）」へと名称が変更された。商品取引所監督局は、商品取引所委員会（Commodity Exchange Commission）の監視下にあった。1970年代における、非規制商品に関するオプション取引を巡る不祥事や商品価格の急騰により、議会に対してさらなる立法措置を要求する声が高まった。こうした流れを受けて、商品取引所法に修正を加えた、「1974年商品先物取引委員会法（Commodity Futures Trading Commission Act of 1974）」が制定された⁴¹。CFTC は、商品先物・オプション取引に対する排他的管轄権を与えられた（CEA § 2）。また、CEA の規制対象範囲も拡大され、「商品取引アドバイザー」（commodity trading advisors, CEA § 1a(5)）や「商品プール運用者」（commodity pool operators, CEA § 1a(4)⁴²）、「先物委託取引関連者」

³⁸ Board of Trade v. Olsen, 262 U.S. 1, 42 (1923)。

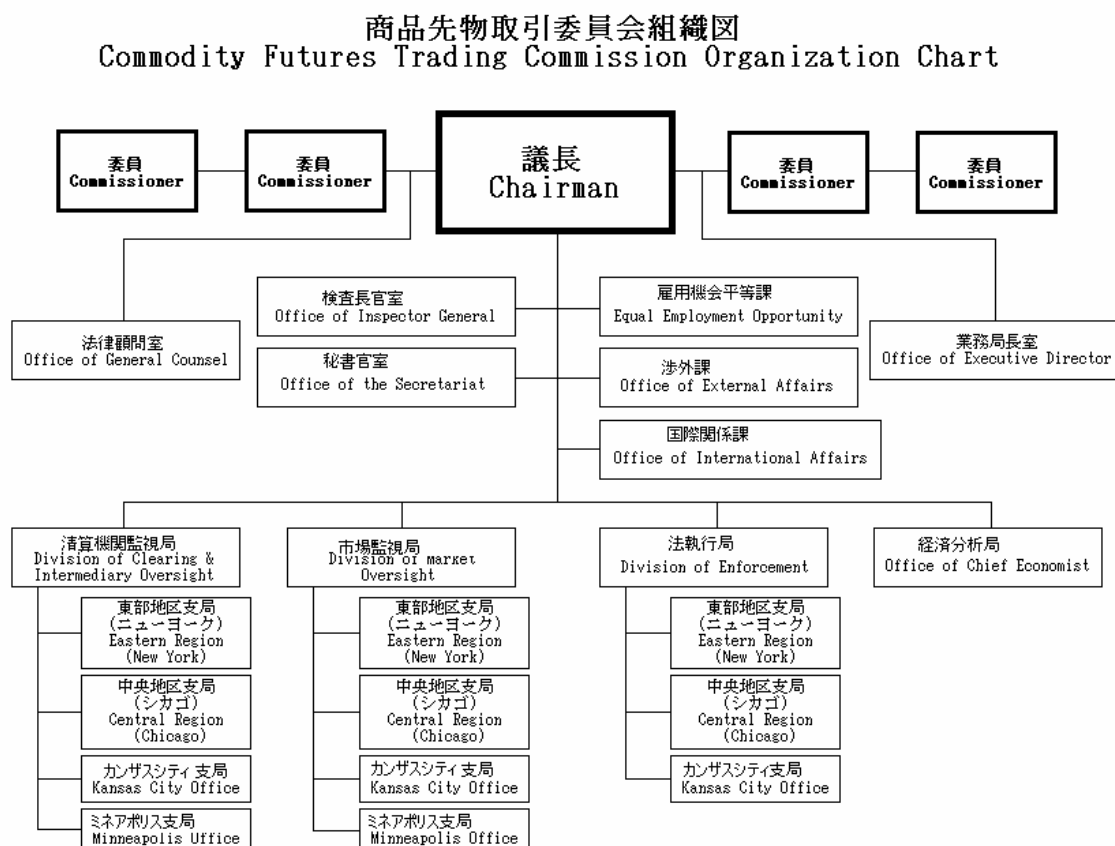
³⁹ 条文の引用は、紙幅の関係上、原則として、CEA (Commodity Exchange Act) による。

⁴⁰ もっとも、実際のところ、SEA § 10(b)に対して与えられる程の広範な解釈は CEA § 4b に対してはなされず、狭い意味を持つにすぎなかった。Jerry W. Markham, “Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom, and Japan”, 28 Brook. J. Int’l L. 319, 344 (2003) (以下、Markham, Super Regulator として引用)。なお、CEA § 4b の邦訳については、渡辺征二郎・前掲 149 頁参照。

⁴¹ 以上の歴史的展開は、Markham, Super Regulator, 338-341。

⁴² ブローカーによる単なる商品取引プログラムは、それが各顧客の口座において同一の契約により取引されるものであるか、利益・損失が比例的に分配されるものでない場合には、「商品プール（commodity pool）」には該当しないことになる。Lopez v. Dean Witter

(associated persons of futures commission merchants) を含むことになった (CEA § § 4k,4n)。商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission) の組織構成は以下のようなものである⁴³。



このように、米国商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission) は、1974年に制定された連邦商品先物取引委員会法 (Commodity Futures Trading Commission Act of 1974) に根拠を持つのであるが⁴⁴、CFTCの使命は、先物市場の経済的効用を確保するために、市場の競争力と効率性を促進し公正を確保するとともに、価格操作・詐欺的行為から市場参加者を保護す

Reynolds, Inc., 805 F.2d 880 (9th Cir. 1986)。

⁴³ <http://www.cftc.gov/cftc/cftcorgchart.htm> に基づき作成。法執行局 (Division of Enforcement) の業務・実績に関しては、河村・前掲 68-70 頁に紹介がある。

⁴⁴ 高橋弘『米国商品先物市場発展史』279-301 頁 (1978年 東洋経済新報社) は、創設間もない CFTC のさまざまな活動の様子を詳しく描いている。

る、また、効果的な監督規制を通じて、価格発見と価格変動リスクの移転の手段という仕組みを提供する先物市場が、その機能を十分に発揮できるように確保することにある⁴⁵。CFTCは5名の委員から構成される（上院の同意を得て大統領が指名する）、独立の行政機関である（CEA § 2(2)(A)。「CFTCは法の厳格な適用により取引の事前・経過規制を行うと共に違法行為に対しては徹底的な追求（ママ）を行う。『徹底した規制とそれを前提とした最大限の自由』を取引関係者に与えることによって本来の目的である先物産業の育成を実現させている」という評価がある⁴⁶。1930年代から60年代に至る判例および審決のうち、ほとんどすべてがCFTCやCEA（商品取引所監督局）が提起したものとする調査結果もある⁴⁷。

連邦議会は、全ての商品オプション・先物取引が規制されるべきと考え、CFTCA（連邦商品先物取引委員会法；Commodity Futures Trading Commission Act）はCFTCを創設すると共に、それら全ての取引を単一の規制下においた。

⁴⁵ 河村幹夫『米国商品先物市場の研究 CFTCの「規制・自由・拡大」思想』34頁（東洋経済新報社 2000年）（1995年度商品先物取引委員会年次報告書13頁の紹介）。CFTCの創設に関しては、同・27-39頁が詳しい。

⁴⁶ 河村幹夫「米・商品先物取引委員会（CFTC）の「規制と自由」概念の変遷」経営・情報研究 Vol.2（多摩大学研究紀要 1998年）62頁。

⁴⁷ 今川・前掲16頁。もっとも、CFTCは期待されていた程には実績を挙げていないという評価がある一方で（“[T]he government has often been stymied in policing and preventing abusive trading practices because it has not promulgated rules that attack particular fraudulent or abusive trading practices.（「政府がこれまで、悪質な取引慣行を規制し抑止するうえで、しばしば苦境に陥っているのは、特定の詐欺的あるいは悪質な取引慣行を攻撃するための規則を自ら制定してこなかったからである。」）”，Jerry W. Markham, “The Commodity Exchange Monopoly — Reform is Needed, 48 Wash & Lee L. Rev. 977, 1028 (1991)、CFTCが市場規制者として市場に介入し過ぎることに対する懸念を表明する向きもある（“With the CFTC acting as a “hands-on” policeman and occasional market participant, the markets could easily become governed by political considerations having nothing to do with the economic factors affecting price.（「CFTCが「実地の」警官そして時折市場参加者として行動すると、価格に影響を及ぼす経済的要素とは無縁の政策的考慮によって、市場は容易に制御されうるようになる。」）”，Robert C. Lower, Disruptions of the Futures Market: A Comment on Dealing with Market Manipulation, 8 Yale J. on Reg. 391, 397 (1991)）。

CFTC は SEC を模倣した (“patterned”) のであり⁴⁸、SEC が好んで用いる、差止救済を行使する強力な権限が CFTC に対して与えられた (CEA § 6b)⁴⁹。商品取引所による自主規制も強化された。また、NASD (National Association of Securities Dealer; 全米証券業協会) の類似機関である、NFA (National Futures Association; 全米先物協会) も後に創設された。CFTCA は、CFTC に対して、10 万ドルを上限とする民事制裁金 (civil penalties) を課す権限を与えた (CEA § 6c)⁵⁰。

もし、登録商品先物取引員が CEA 違反によって、顧客に損害を生じさせたような場合には、その賠償を行うように命令を出すことを、CFTC に対し申立てることができる (行政的救済手続: administrative reparation procedures) (CEA § 14(a))。この命令に対して登録商品取引員が控訴しない場合には、当該賠償を命じる命令が終局判決と同じ効力を持つ (CEA § 14(d))。一般に、CFTC の判断に対して司法審査 (judicial review) を求めるには、行政手続きを履行し尽くすことが要求されているが⁵¹、かかる「第一次裁判管轄権の法理 (primary jurisdiction doctrine)」は、CFTC によってなされるべき重大な政策決定を含むような争いにおいて、とりわけ強くなる⁵²。しかし、損害賠償請求訴訟を提起するために、行政的救済手続を履行すべきことが要求されているわけではない⁵³。

このように CFTC には紛争解決のための強力な権限があたえられているのであるが、登録商品先物取引員は、顧客が口座を開設するにあたって、行政的救済

⁴⁸ SEC の broker-dealer に対する監督と、CFTC の futures commission merchant (FCM) に対する監督との比較については、Appendix: SEC-CFTC Comparison, 69 Tex. L. Rev. 1501 (1991) 参照。例えば、「適合性原則」(suitability doctrine) については、証券取引には適用があるも商品先物取引にはないといった相違点がある。

⁴⁹ 差止救済を含め、連邦証券諸法違反に対する SEC の法執行全般については、デービッド・L・ラトナー、トーマス・リー・ハーゼン、神崎克郎・川口恭弘監訳『【最新】米国証券規制法概説』198-207 頁 (商事法務 2003 年)。また、黒沼悦郎『アメリカ証券取引法[第2版]』227-237 頁 (弘文堂 2004 年) も参照。

⁵⁰ 以上、Markham, Super Regulator, 348-349。

⁵¹ Hunt v. CFTC, 591 F.2d 1234 (7th Cir. 1979)。

⁵² Furry v. First Nat. Monetary Corp., 686 F.Supp. 156 (E.D.Mich 1986)。ここに「第一次裁判管轄権の法理」とは、「行政機関の専門家による審査が必要な賠償請求などについて、裁判所が自己抑制して、賠償の要否や金額を決める第一次審査権を行政裁判所に与えるほうが賢明だという法理」である。飛田茂雄『英米法律情報辞典』385 頁 (研究社 2002 年)。

⁵³ Fairchild, Arabatzis & Smith, Inc., v. Sackheim, 451 F.Supp.1181 (D.C.N.Y. 1978)。

手続の申立てをする権利を放棄することを顧客に求めることも、許されている (CEA § 14(g))。

2 証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission) との関係 —商品先物現代化法 (Commodity Futures Modernization Act of 2000) —

CEA において、「商品」とは、将来の受渡しを約する契約において扱われるところの、たまねぎを除いた、全ての物品・役務・権利・利益と定義されている (CEA § 1(a)(3))。また、「将来の受渡し日において商品を売却する契約」は先物取引と定義される⁵⁴。「将来の受渡し (future delivery)」には、単に現金を前払いする商品売買契約は含まれない⁵⁵。CFTC の管轄は、州際通商に影響を及ぼす商品取引を含み (CEA § 2b)、一般的に商品先物取引全般に及ぶといえる (CEA § 2(a)(1))。CFTC の排他的管轄は、制定法に規定されている以上には及ばず⁵⁶、CEA あるいは同法に基づいて制定された規則に違反する行為に対してのみ訴権を有するとされる⁵⁷。また、SEC の規制が及ぶ証券に対しては管轄を有さず、CFTC の管轄は SEC の管轄を制限するものではないとされている (CEA § 2(a)(1)(A))。CEA は、農産物だけでなく、金融商品を基礎とする先物契約 (futures contracts based on financial instruments) にも適用される⁵⁸。通貨 (currency) は、商品 (commodity) とされ CFTC の管轄が及ぶ一方で、受渡し日の約定がない契約 (contracts that specifies no delivery date) は CEA における「スポット契約 (spot contracts)」にはあたらないと判示されたが⁵⁹、外国通貨に関するオプション取引には CEA が適用される⁶⁰。

⁵⁴ First Nat. Monetary Corp. v. CFTC, 860 F.2d 654 (6th Cir. 1988)。

⁵⁵ NRT Metals, Inc. v. Manhattan Metals (Non-Ferrous) Ltd., 576 F.Supp. 1046 (D.C.N.Y. 1983)。

⁵⁶ Greenwood v. Dittmer, 776 F.2d 785 (8th Cir. 1985)。

⁵⁷ Sinclair & Co., Inc. v. Gurule, App., 114 Idaho 362, 757 P.2d 225 (Idaho App. 1988)。

⁵⁸ Conroy v. Andeck Resources '81 Year-End Ltd., 484 N.E.2d 525 (Ill. App. 1 Dist, 1985)。

⁵⁹ CFTC v. International Foreign Currency, Inc., 334 F.Supp.2d 305 (E.D.N.Y. 2004)。

⁶⁰ CFTC v. American Bd of Trade, Inc., 803 F.2d 1242 (2d Cir. 1986)。ただし、国法証券取引所 (national securities exchange) における外国通貨オプション取引には及ばない (CEA § 4(c)(f))。

CFTC と SEC との管轄争い (turf battle) は長い歴史を持つ⁶¹。1982 年、CFTC は、カンザス・シティー商品取引所における、株式指数先物取引の上場を認めた。これに反発した SEC は、Ginnie Mae⁶²のオプション取引の上場を、シカゴ・オプション取引所 (Chicago Board Options Exchange) に対して認める決定を下した。この決定に対しては、各商品取引所から異議が出され、第 7 巡回区連邦控訴裁判所は、この異議を認めた。結局、SEC は CFTC の管轄権を連邦議会において侵食することが困難と悟り、SEC と CFTC の委員長の間で、管轄権に関する行政協定が締結され (Shad-Johnson Accords)、これら 2 つの機関の管轄配分が決定された。後に議会は右協定を立法化した (先物取引法 ; Futures Trading Act of 1982)。これにより、CFTC は、単一の株式先物取引を除いて、あらゆる商品先物取引に対する排他的な管轄が認められた (CEA § 2(a)(ii))。これに対して、SEC は、指数オプション取引を含む、証券取引所におけるオプション取引に対する管轄を維持することとなった (CEA § 2(a)(i))。外国通貨に対するオプション取引は、CFTC と SEC の共管とされた⁶³。証券形態をとらない店頭デリバティブ取引については、1992 年の商品先物取引慣行法 (Commodity Futures Trading Practices Act of 1992) により CFTC の管轄から除外された。店頭デリバティブ取引の拡大に対する対応は、同法の改正により、CEA § 4(a)を改定し、「CFTC が、公益に合致すると認める場合には」複合デリバティブ取引をその規制権限から除外することによってなされたが、金融革新が経済の効率性を高めるという立場と、その本質的な危険性を放置することはできないという立場との妥協であったといわれる⁶⁴。

ところが、金融商品開発技術の目覚ましい発達に伴い、ますます複雑なデリバティブ商品が出現するようになると、CFTC は、店頭デリバティブ取引に対する規制をかける動きにでた。しかし、連邦議会は CFTC の動きを掣肘した。結局、CFTC は、店頭デリバティブ取引に対する規制を廃止する規則を制定したが、こ

⁶¹ 近藤光男・川口恭弘・上嶋一高・楠本くに代『金融サービスと投資者保護法』87-89 頁 (川口恭弘執筆部分) (中央経済社 2001 年) 参照。

⁶² Government National Mortgage Association (GNMA ; 連邦政府抵当金庫) が、元利金の支払保証をした住宅抵当証券 (Mortgage-Backed Securities) である。Lissa L. Broome & Jerry W. Markham, "Regulation of Bank Financial Service Activities; Cases and Materials, Second Edition" p.357-58 (Thomson/West 2004)。<http://www.ginniemae.gov> 参照。

⁶³ Markham, Super Regulator, 358-360 参照。

⁶⁴ 河村・前掲 88 頁。

れが後に立法化され（商品先物現代化法；Commodity Futures Modernization Act of 2000）、スワップ取引については同法により、商品先物法の対象外であることが明確にされた。同法は、機関投資家や富裕層が取引当事者である限りは、店頭デリバティブ取引に対する規制を撤廃したものである。また、同法は、単一の株式先物取引を CFTC と SEC との共管とする一方で⁶⁵、株式指数先物取引は CFTC の専管であることを明確化した⁶⁶。なお、近時、CFTC の働きかけを受けた連邦議会は、商品先物現代化法の改正を検討し始めた模様である⁶⁷。具体的には、CFTC の管轄の拡大や違法行為の厳罰化が対象とされている。

3 エンフォースメント—差止命令・排除命令の活用—

司法上の民事救済の途を確立することは、すなわち、違法行為を抑止し、投資家に対して商品市場への参加を促す効果を有する。そして、市場参加者数が増加するほど、価格の安定が生じ、消費者が価格変動から保護されることになる。こうしたことから、商品市場における違法行為からの救済方法を考察する意義が見出される⁶⁸。先述したように、CFTC には、SEC と同様に、違法行為に対して裁判所へ「差止命令」を求めて出訴する強力な権限が与えられている。差止（injunction）のように伝統的にエクイティと分類される判決については、直接強制の執行（例えば、執行官が債務者の財産を差押・換価する）はできず、民事的裁判所侮辱（civil contempt of court）による間接強制が行われることになる⁶⁹。ここに「差止命令（injunction）」とは、エクイティ上の救済方法で、被告に一定の行為をなすことを禁じたり、すでに生じた違法状態の排除のために一定の作為を命じる裁判所の命令」を意味する⁷⁰。差止命令は、以下の 3 つに分かれる⁷¹。

⁶⁵ “a ‘passport’ system of co-regulation” と呼ばれる。Thomas Lee Hazen, David L. Ratner, “Securities Regulation, 9th Edition” p.30 (2006 Thomson/West)

⁶⁶ Markham, Super Regulator, 364-369 参照。

⁶⁷ 日本経済新聞朝刊 2007 年 10 月 27 日 9 面。

⁶⁸ 今川・前掲「先物取引研究」13 頁。

⁶⁹ 浅香吉幹『アメリカ民事手続法』144-45 頁（弘文堂 2000 年）。

⁷⁰ 田中英夫編集代表『英米法辞典』448 頁（東京大学出版会 2004 年）。

⁷¹ 以下、モリソン・フォースター外国法事務弁護士事務所『アメリカの民事訴訟〔第 2 版〕』58-59 頁（有斐閣 2006 年）、田中・前掲『英米法辞典』634・657・842 頁、飛田・前掲 79、Black’s Law Dictionary: Third Pocket Edition, 214・357-58・708 (Thomson/West 2006)。

第一に、「暫定的（又は予備的）差止命令（Preliminary injunction）」とは、本案の審理を行って最終的な判決が出るまで、現状維持のため、仮の処分として行為の差止めを命じる裁判所の命令である。被告には通知と弁明の機会が与えられる。この命令が認められるための要件は、①他に適当な法的救済がないため申立人に回復不可能な損害が発生すること、②申立人勝訴の可能性が高いこと、③申立人に発生しうる損害が相手方当事者に発生しうるどの損害より大きいこと、そして、④予備的差止命令が公益に反しないことである。第二に、「本案的（又は終局的）差止命令（Permanent injunction）」とは、本案についての完全な事実審理に基づき、それによって訴訟の最終的解決を目的として下される差止命令である。裁判所は、終局的差止命令の対象者を継続的に監督でき、命令を遵守した旨を当事者が連邦治安判事に報告するように義務付けることも可能である。なお、“permanent”とはいっても永続するわけではない。そして第三に、「一方的緊急差止命令（Temporary Restraining Order）」とは、本案審理に基づく訴訟の最終的解決まで現状維持を図るため暫定措置を定める命令のうち、暫定的差止命令とは異なり、相手方に対する通知を要せず（したがって、相手方に出廷し抗弁する機会を与えずに）、一方のみの申立てに基づいて発せられる命令をいう。

こうした差止命令とともに裁判所に頻繁に申し立てられるのが、「付随的救済（ancillary relief）」である。その例として、「利益吐出し（disgorgement）」が挙げられるが、これは違法行為により得た利益を強制的に取り上げる行為である。なお、発生した損害に対する填補賠償（restitution）は認容されても、被害者の金銭を利用して利益を得たという証拠がない以上は、利益吐出し（disgorgement）は認められない⁷²。

以上とは異なり、「排除命令（cease and desist order）」とは、裁判所が下すこともあるが、主に行政機関により出される命令であり、違法な行為の停止、原状回復等を命ずるものである。例えば、ブローカーが、禁止されている假装売買（wash sales）を故意に且つ繰り返し行い、しかも当該行為に対する釈明が信用に値しなかったとき、CFTC がそのブローカーに対して、排除命令、6ヶ月間の登録停止、民事制裁金を課したことがあったが、かかる措置はCFTCの適法な裁量の範囲内と判示されたことがある⁷³。

さて、以下に紹介する、Commodity Futures Trading Com'n v. Wall Street Underground, Inc., 281 F.Supp.2d 1260 (10th Cir. 2003)は、CFTCの差止命令（injunction）により投資家保護（詐欺的行為の抑制）が図られる姿がよく描か

⁷² CFTC v. Rosenberg, 85 F.Supp.2d 424 (D.N.J. 2000)。

⁷³ Wilson v. CFTC, 322 F.3d 555 (8th Cir. 2003)。

れている比較的最近の事件である。事案の概要は以下のようである。

被告らは、商品先物・オプション取引システムの普及とそのシステムの売却活動をしてきた。2003年4月22日、CFTCは、被告らの右行為が、CEA § 4o(1)(A)・(B)⁷⁴に違反するとして、その暫定的差止命令 (preliminary injunction)・本案的差止命令 (permanent injunction)・一方的緊急差止命令 (Ex Parte Restraining Order)の発給を求めて民事訴訟を提起したものである (CEA § 6c(a))。Murguia 連邦地裁判事は、翌日、一方的緊急差止命令の申立てを認めた⁷⁵。同年6月26日、同判事は、全当事者が提出した証拠・証言・弁論を聞くための期日を開いた。同年7月18日、同判事は、被告らが、CEAに違反する詐欺的な広告活動をしてきたと認め、かつ、将来的にも右違法行為がなされる見込みがあるものとして、CFTCが提訴した暫定的差止命令の申立てを認める判断を下した。

さらに判旨を詳しくみていくと、まず、有名なハント事件⁷⁶を引用して、制定法に基づく差止命令の申立て (“Actions for statutory injunctions”) の場合は、伝統的な衡平法 (エクイティ) に基づく申立ての場合に課される条件を満たす必要はなく、原告が被告の違法行為の存在を証明すれば、あとは右違法行為が将来的にも継続する合理的見込み (some reasonable likelihood) を証明しさえすればよいと、暫定的差止命令の申立てを認容するための基準を定立した⁷⁷。この証

⁷⁴ 同法同条項は以下のように規定する。「商品取引アドバイザー (commodity trading adviser) が、郵便その他の州際通商手段によって、顧客あるいは顧客となる者を欺くような策略や計画を実行し、または、顧客あるいは顧客となる者に対する詐欺となるような取引を行うことは、違法である」。ここに、「商品取引アドバイザー (commodity trading adviser)」とは、「報酬・対価を得て、直接または公刊物、書面、あるいは電子媒体を通じ、他人に対して、商品先物取引契約、オプション取引、レバレッジ取引の価値あるいは妥当性 (advisability) について、アドバイスをする者、あるいは、通常の事業の一環として、そうした取引に関する分析や報告を発行・発表する者」と定義される (CEA § 1a(6)(A))。

⁷⁵ これにより、被告らの資産が凍結され、その記録・帳簿類の廃棄も禁止される。Commodity Futures Trading Com'n v. International Financial Services, (New York) Inc., Comm. Fut. L. Rep. ¶ 29,100, 2002 WL 1801723 (S.D. N.Y. 2002)においては、CFTCが、被告による詐欺的な外国通貨先物取引の差止めを求めて、被告の資産凍結その他の措置を含む一方的緊急差止命令を申し立てた場合、詐欺行為が行われており、かつ、被告が資産を移転していると信ずるに足る相当な理由が示されれば、右申立てが認められると判示された。

⁷⁶ CFTC v. Hunt, 591 F.2d 1211 (7th Cir. 1979)。

⁷⁷ 281 F.Supp.2d at 1273。

明の程度は、証拠の優越で足りる⁷⁸。そして、過去における非行（misconduct）の事実が存在することは、将来においても非行が継続するということの合理的見込みの存在に、必ずしも直結するわけではないが、右見込みの存在を高度に示唆するものといえるのであり⁷⁹、過去の違法行為の存在から将来の違法行為の継続を推測するにあたっては、裁判所は「総合的事情（totality of circumstances）」に目を向けるべきであり、とりわけ、当該違法行為が単発のものではないということを示唆する事情は、常に重要な意味を持っているのである。また、本件における被告らが、自らの行為の非を認めていないという点も、差止命令の必要性を補強している⁸⁰。違法行為者が、その行為は違法ではないと主張し続けることは、裁判所をして差止命令を出す方向に働かせることは、先例の示す通りである⁸¹。

こうした地区連邦地裁の判断に対して被告らは控訴したが⁸²、控訴裁判所においても地裁の判断は是認された⁸³。すなわち、控訴審においては、差止命令を発するにあたって地裁がその裁量を濫用したかどうかの点から審理されるどころ、本件においてはそうした濫用はなかったと判断されたのである⁸⁴。なお、本件においては、地裁において依然として本案的差止命令の申立てに関する審理が継続中であるが、暫定的差止命令は、当事者間の権利義務が確定するまで、現状を維持するものであり、暫定的差止命令が認められるためには、その申立人が本案において勝訴する確証を示すことまでは要求されない、とも判示された⁸⁵。

⁷⁸ 281 F.Supp.2d at 1269, *Sunshine Art Studios, Inc. v. FTC*, 481 F.2d 1171, 1175 (1st Cir. 1973)を引用。

⁷⁹ 281 F.Supp.2d at 1273, *SEC v. Mgmt. Dynamics, Inc.*, 515 F.2d 801, 807 (2d Cir. 1975)を引用。

⁸⁰ 281 F.Supp.2d at 1274。

⁸¹ *Id.*, 591 F.2d at 1220 を引用。

⁸² 被告らは控訴審において、当該差止命令は、連邦憲法修正第 1 条が保障する表現の自由に対する事前抑制であり、また、過度に広範ゆえに無効であるとの主張もしたが、ともに退けられている。

⁸³ *Commodity Futures Trading Com'n v. Wall Street Underground, Inc.*, 128 Fed. Appx. 726 (10th Cir. 2005), 2005 WL 958476 (C.A.10 (Kan))

⁸⁴ *Id.*, at 729-30

⁸⁵ *Id.* at 729, *Atchison, Topeka & Santa Fe Ry. Co. v. Lennen*, 640 F.2d 255, 261 (10th Cir. 1981)を引用。

三 考察

1 わが国における商品先物取引規制の問題点

(1) 縦割り行政

わが国の商品取引所法は、「……商品の生産及び流通を円滑にし、もつて国民経済の適切な運営及び商品市場における取引等の委託者の保護に資することを目的」としている（商品取引所法 1 条）。同法における「商品」としては、農産物、林産物、畜産物、水産物、鉱物その他が列挙されている（同法 2 条 4 項各号）。同法における主務大臣は、「農林水産省関係商品」に関しては「農林水産大臣」であり、「経済産業省関係商品」に関しては「経済産業大臣」とされている（同法 354 条 1 項 1 号・2 号）。このようにわが国の商品先物取引規制においては、農林水産省と経済産業省との共管とされており、その立場・考え方の相違が施策を巡って表面化し易い。例えば、東京工業品取引所が経済産業省の支援のもと矢継ぎ早に改革を打ち出す一方で、東京穀物商品取引所・中部大阪商品取引所・関西商品取引所の三取引所の改革のスピードが遅いことの一因は、「先物に対する経産省と農水省の姿勢の温度差」にあると指摘される⁸⁶。経済産業省は、商品先物取引所の国際競争力強化に向けて、上場商品の拡充などを柱とした総合対策を打ち出すが、その成否は、やはり「縦割り行政」が「カギ」を握るといえよう⁸⁷。

先に紹介したように、米国において合併したシカゴ・マーカンタイル取引所（Chicago Mercantile Exchange）とシカゴ商品取引所（Chicago Board of Trade）は、商品や金融先物を扱う総合取引所であるのとは対象的に、わが国においては、商品と金融を管轄する官庁が異なり、縦割り行政も取引所の成長を阻害する要因になっているという指摘がある⁸⁸。

確かに、商品先物市場については、「農産物の生産・流通の円滑化に資する産業インフラとしての役割」としての視点を忘れるべきではない⁸⁹。しかし、それ

⁸⁶ 日本経済新聞朝刊 2007 年 7 月 19 日 26 面。同 2007 年 7 月 18 日 26 面も参照。

⁸⁷ 日本経済新聞朝刊 2007 年 6 月 21 日 3 面。

⁸⁸ 日本経済新聞朝刊 2007 年 8 月 9 日 7 面。

⁸⁹ 2007 年 4 月 17 日開催の経済財政諮問会議において、株式・債券・商品先物などの幅広い品揃えが可能となる総合取引所構想が、民間議員から提案された点に対しての、小林芳雄・農林水産事務次官の発言。

<http://www.kanbou.maff.go.jp/kouhou/jimujikan/070419jimujikan.htm>

と同時に、商品先物市場は「資金運用の場」でもある⁹⁰。その意味では、証券を始めとする様々な他の金融商品取引市場と共通する性格を有するといえる⁹¹。この点、証券先物・金融先物と商品先物とを含めた「先物取引全体について内容的にみた一元的法規制が実現するのが望ましい」と主張する見解もある⁹²。そこまでいかなくとも、すくなくとも「商品先物」内部における、「共管」・「縦割り行政」の存在は、これまでみてきた現状に照らせば、不合理があるのは否定できないと思われる⁹³。

(2) 禁止命令

さて、わが国商品取引所法 328 条 1 項は、「裁判所は、緊急の必要があり、且つ、公益を保護するため必要且つ適当であると認めるときは、主務大臣の申立により、この法律に違反する行為をし、又はしようとする者に対し、その行為の禁止を命ずることができる」として、主務大臣の申立に基づく裁判所の禁止命令について規定を置いている。しかし、同法同条 2 項において、「前項の禁止命令は、回復しがたい事態が生じた場合に『のみ』発せられ、その必要がなくなった場合には、すみやかに撤回されるものとする」という規定が置かれている（『』は筆者）。ここに「回復しがたい事態が生じた場合」とは、具体的にどのような場合が該当するのかは、これを解釈した裁判例もなく、また、こうした用語例を用いる法令も他に存在しないため、不明である。しかし、同法同条 1 項と併せて読むと、相当厳格な要件を満たした場合にしか裁判所による禁止命令が発令されないことだけは確かであり、例えば、当該違法行為によって、投資家に単に「著しい損害」が生じただけでは足りず、「回復することができない損害」が生じたような状況に至ってはじめて、裁判所による禁止命令が出され得ると解される⁹⁴。

こうした商品取引法の規定は、先に紹介した Wall Street Underground, Inc. 事件判旨にあるように、「将来的にも右違法行為が継続する合理的見込み (some

⁹⁰ 木原大輔『新時代の商品先物取引』4-5 頁（時事通信社 1992 年）。

⁹¹ 資金運用という観点から、株式・債券と比較した場合の商品相場の高パフォーマンス（当時）を報じるものとして、Alexandra A.Seno, “The Great Grain Rush”, Newsweek, August 29, 2005 at 45p 参照。

⁹² 河内隆史・尾崎安央『商品取引所法[四訂版]』271 頁（商事法務 2006 年）。

⁹³ 「グローバル化の流れと縦割りの規制のはざままで独自色を打ち出せない地方の取引所」の窮状が報じられている。日本経済新聞朝刊 2007 年 8 月 17 日 5 面。

⁹⁴ 会社法 360 条 1 項・3 項、同法 385 条 1 項、民事保全法 23 条 1 項参照。

reasonable likelihood) を証明しさえすれば」差止命令 (Injunction) が出されるという米国の事情とは、雲泥の差がある。わが国商品取引法の禁止命令の規定は、あまりにも厳格な要件を課しているといえよう⁹⁵。

右に見た商品取引所法 328 条 1 項と同様の規定が、金融商品取引法にも置かれている。金融商品取引法 192 条 1 項は、以下のように規定する。すなわち、「裁判所は、緊急の必要があり、かつ、公益及び投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、内閣総理大臣又は内閣総理大臣及び財務大臣の申立てにより、この法律又はこの法律に基づく命令に違反する行為を行い、又は行おうとする者に対し、その行為の禁止又は停止を命ずることができる。」ここで注意すべきは、金融商品取引法 192 条 1 項には、商品取引所法 328 条 2 項が規定するような「回復しがたい事態が生じた場合にのみ」裁判所が禁止命令を発することができるという規定がないことである。要するに、主務大臣は金融商品取引法に基づいて、違法行為により「回復しがたい事態が生じた場合」でなくとも、「公益及び投資者保護のため必要かつ適当であると認めるとき」には、裁判所に対して禁止命令の申立てができるのである⁹⁶。このように、違法行為を禁止する権限に関して、商品取引所法に基づく主務大臣の権限は、法文上、金融商品取引法に基づく主務大臣の権限よりも明らかに弱いのであり、商品先物取引における投資家保護の点で問題があるといえよう。

⁹⁵ このように主務大臣の権限が限定されていても、「私人による法の執行」が期待できればよいのであろうが、周知のように、わが国ではほとんど期待できない。しかし、米国においては、「私人による法の執行」が盛んである。例えば、「規則の執行を悪意で怠った」(“a bad faith refusal to comply with their enforcement obligations”) 商品取引所やその従業員に対して、CEA(Commodity Exchange Act)の下、「黙示の私的訴権」(implied right of action) を認める裁判例が多数あったが、1982 年における連邦最高裁判決は、この点を肯定する判断を下した (Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith v. Curran, 456 U.S. 353 (1982))。これを受けて連邦議会は、CEA § 22 を規定し、訴権の存在を「黙示」ではなく「明示」した。

⁹⁶ もっとも、この規定も「わが国ではほとんど活用されていない」といわれる (黒沼悦郎『金融商品取引法入門 (第 2 版)』49 頁 (日本経済新聞社 2007 年))。そうだとすると、「…その権限を定めた法令の趣旨、目的や、その権限の性質等に照らし、具体的事情の下において、(権限) の不行使……が許容される限度を逸脱して著しく合理性を欠くと認められるときは、……これにより被害を受けた者との関係において、(国家賠償) 法 1 条 1 項の適用上違法となる」(いわゆる「大和都市管財訴訟」。大阪地方裁判所平成 19 年 6 月 6 日第 2 民事部判決) ことを前提とすれば、今後、主務大臣による商品取引所法上の権限不行使が問題となり得ることも予想されなくはなからう。

以上みてくると、「縦割り行政」、及び、「違法行為抑止に対する主務大臣の権限の弱さ（＝禁止命令の申立要件の厳格さ）」の 2 点が、わが国商品先物取引規制における重大な問題点であると言えよう。商品取引員に対する業務改善命令（商品取引所法 232 条）の利用⁹⁷だけでなく、これらの問題点を改善することが投資家保護に資することは疑いない。

2 日本版「商品先物取引委員会」

(1) CFTC を巡る現況

近年、アメリカ合衆国において、大手商品先物ブローカーのレフコ（Refco）社の元最高経営責任者が証券詐欺の疑いで刑事訴追された⁹⁸。同社が抱える不良債権の存在を不正に隠したままで、新規株式公開（IPO）をしたとされる⁹⁹。この事件においては、Refco が広範な金融サービス業を営んでいるために、同社に対しては、SEC や NASD（National Association of Securities Dealers; 全米証券業協会）等も規制権限を有しており、CFTC 自体の権限が及ぶ範囲の限界が指摘されている¹⁰⁰。

CFTC 委員であった者からは、多くの金融商品がさまざまな機能的役割を果たしているため、今日金融サービス業者は異なった政府機関の規制を受けなければならない状態にあり、このことが市場参加者のコスト増大と規制当局間の縄張り争いを招来している、という指摘が既に存在していた¹⁰¹。これに対しては、財務

⁹⁷ 例えば、農林水産省・経済産業省「商品取引員の法令遵守体制等の一斉点検の結果及び主務省の対応について」（平成 18 年 12 月 15 日）。

http://www.maff.go.jp/www/press/2006/20061215press_6.html

⁹⁸ Refco は、1983 年に農産物に対する過当投機を理由として、また、1999 年に注文受注や取引記録に関する規則の不遵守を理由として、CFTC による制裁措置をそれぞれ受けていた。

http://online.wsj.com/article/SB112930138544668844.html?mod=home_whats_news_us

⁹⁹ 日本経済新聞夕刊 2005 年 10 月 13 日 3・9 面。詳しい事情は、Wall St. Journal, October 13, 2005, M7。

¹⁰⁰ Wall St. Journal, October 15, 2005, B6; Wall St. Journal, October 18, 2005, 13 & 22。

¹⁰¹ 河村・前掲 108 頁。なお、河村教授は、「先物市場と証券市場との統合は欧州・アジアにおいて最近顕著な動きとなっており、……現在は商品先物も金融商品としてとらえる時代であり、その点からみても CFTC と SEC の統合は避けられない時代の要請であると理解しなければならない」と主張する。河村・前掲 148 頁。

省、連邦準備委員会 (Federal Reserve Board)、連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation)、証券取引委員会 (SEC)、商品取引委員会 (CFTC) などの金融監督体制を見直し、縦割り金融行政を再編する意向が、ポールソン財務長官により最近表明されたところである¹⁰²。さらに、CFTC は、エネルギー先物取引などに対する監視の強化 (売買報告を義務付ける取引対象を拡大) に乗り出すとともに、連邦議会も CFTC の権限強化を盛り込んだ法案を準備しているとの報道もある¹⁰³。

(2) 準司法的権限と準立法的権限

翻って、わが国においては、「小さな政府・省庁再々編」という政治的・社会的流れの中でも、公正取引委員会や証券取引等監視委員会など監視部門の増強を主張する声は根強くあった¹⁰⁴。しかしながら、証券取引等監視委員会の強化策について、その具体的方向性はなかなか見えてこない¹⁰⁵。この点、証券取引等監視委員会を、「三条機関」(国家行政組織法 3 条) へ「格上げ」すべきという主張がある¹⁰⁶。いわゆる「三条委員会 (例えば、公正取引委員会など)」と、証券取引等監視委員会のような「八条委員会」との差は、違法行為の排除措置や課徴金の納付を命じる権限 (「準司法的権限」) の有無にある¹⁰⁷。証券取引市場の場合と同様に、商品取引市場の場合でも、市場の監視機能を強化することが投資家の信頼を確保し¹⁰⁸、ひいてはその市場への参加を促す¹⁰⁹。したがって、日本版「商品先

¹⁰² 日本経済新聞朝刊 2007 年 6 月 28 日 3 面。

¹⁰³ 日本経済新聞夕刊 2007 年 6 月 28 日 7 面。

¹⁰⁴ 日本経済新聞朝刊 2006 年 11 月 15 日 26 面。証券市場における証券取引等監視委員会の機能については、川口恭弘「証券市場の監視システム(特集・企業会計・監査と法)」ジュリスト 1235 号 20 頁 (2002) 以下参照。

¹⁰⁵ 産経新聞 2007 年 7 月 20 日 8 面。もっとも、人員拡充・制度改正により、証券取引等監視委員会による告発・勧告は過去最高を記録した (2006 事務年度) と報じられた。日本経済新聞朝刊 2007 年 8 月 31 日 4 面。証券取引等監視委員会のこれまでの活動と今後の課題については、内藤純一「金融商品市場・市場監視当局の現状と今後の課題」商事法務 1812 号 4 頁参照。

¹⁰⁶ 日本経済新聞朝刊 2006 年 6 月 10 日 17 面。

¹⁰⁷ 川口・前掲 25 頁。

¹⁰⁸ 適正かつ迅速な仲裁によりトラブルが解決されるようであれば、市場に対する信頼性は向上する。その意味で、仲裁も含めた広い意味での「裁判外紛争解決手続」が整備されるこ

物取引委員会」を仮に設置するにしても¹¹⁰、証券等取引監視委員会の場合と同様に、「三条委員会」にすべきか、あるいは「八条委員会」にすべきかという点は、実は、非常に重要な問題である。もちろん、機動的な法運用（審判機能・処分機能）を確保し投資家保護を図るという観点からは、「三条委員会」として設置されるのが望ましいことは言うまでもない。かつて、わが国金融審議会金融分科会第一部会は、「市場機能を中核とする金融システムに向けて」という報告書の中で、「さまざまな違反行為の程度や態様に応じ、最適な手段によるエンフォースメントを可能にするためには、金銭的負担を課す制度（……「課徴金制度」……）や『違反行為そのものへの差止・是正命令』など、ツールの多様化を図る必要がある。」と謳ったが¹¹¹、残念ながら差止・是正命令の実現には至っていない。先にみたように、現行法における主務大臣の禁止命令の申立制度（商品取引所法328条1・2項）には、投資家保護の観点から大きな問題点があったのであり、これを克服する一つの有効な手段として、差止・是正命令の早期実現が強く望まれる。

とも、今後の大きな課題である。この点、金融取引分野においては、わが国の大手法律事務所を中心として「認定投資者保護団体」（金融商品取引法79条の7以下）の設立の動きがある。日本経済新聞2007年7月23日朝刊1面。「認定投資者保護団体についての指針」（金融庁）については、<http://www.fsa.go.jp/news/19/syouken/20070927-3/02.pdf>。

¹⁰⁹ 逆に言えば、「市場への参加が促されない」のは、「市場の監視機能の欠如の表れ」と言えよう。「商品先物は日本では安定した投資対象として認知度がまだ低い」（脚注2）、すなわち、商品市場への投資家の参加が少ない、という指摘が正しいとすれば、それは、「商品市場における監視機能の欠如の表れ」と言えよう。

¹¹⁰ もっとも、「商品先物取引委員会」という機関を「新設」しなくとも、「既存」の監視・監督機関の連携・ネットワークの強化（例えば、人事交流の活性化、効率的な情報共有の実現等）により、同様の規制効果を見込むことも不可能ではないかもしれない。とりわけ、商品先物規制について新たに割ける人的・物的・財政的資源が限定されている場合には有効な策である。しかし、監視・監督権限の分散は、責任の所在の分散にも繋がりがねないという負の側面も見逃してはなるまい。因みに、証券取引等監視委員会と証券会社とが共同で、株の不正取引に関する監視システムを構築する計画があるが、その実現には様々な問題もあり時間がかかりそうであるとの報道がある。日本経済新聞朝刊2007年8月27日3面。このように「既存」の機関のネットワークに様々な問題があるという現状を顧慮するならば、日本版「商品先物取引委員会」という機関の「新設」は、非現実的な選択肢と言って済ませられないだろう。

¹¹¹ 同報告書（平成15年12月24日）における「3. 市場監視機能・体制の強化（1）市場監視機能 ①基本認識」の箇所（14頁）。『』は筆者。

そして、そもそも、ある法執行機関に対して機動的な法運用（審判機能・処分機能）を期待するのであれば、当該法執行機関に対して、柔軟な「規則制定権限」が与えられていなければならない¹¹²。この点、CFTCは、先にみたように、差止命令の申立てや排除命令を発することにより、迅速・機動的な法執行を行っていたが、これを可能とするのは、CFTCの人的・物的なネットワークの存在もさることながら¹¹³、CFTCには「準立法的権限」が与えられていることが大きく寄与していた。しかも、わが国における最高裁（最判昭46・1・20民集25・1・1）が、「法の趣旨解釈によって行政庁に授権された委任立法権の範囲を限定的に解釈」する反面¹¹⁴、アメリカ合衆国においては、1984年のChevron事件における連邦最高裁判決以降、行政当局が定めた規則とその解釈については、右当局の見解を裁判所が尊重するというルールが確立しているのである¹¹⁵。

こうみてくると、日本版「商品取引委員会」には、まず「規則制定権限」（「準立法的権限」）が付与されるべきであり、そして、裁判所も右機関の制定した規則を尊重するような慣行が確立されることが必要となろう。そして、そのためには、「裁判所から尊重されるに値する、専門家集団としての組織・陣容を備えた」、日本版「商品取引委員会」の存在が大前提となることは言うまでもない。この点は、先にみたCFTCの場合を考えれば明白である。すなわち、そもそも、証券・商品先物取引においては、多数の投資家が関係するために、被害の拡大を迅速に防ぐべきであるという点に、違法行為の差止めを認める高度の必要性を見出すことができる¹¹⁶。また、その差止めを申し立てるのが専門家集団たる公的機関であれば、その適正な権限行使が期待できるという点に、許容性を見出せる。CFTC

¹¹² 上村達男「資本市場制度改革一欠落した視点」ジュリスト1240号12頁参照。

¹¹³ 前掲「商品先物取引委員会組織図」参照。

¹¹⁴ 原田尚彦『行政法要論 全訂第6版』117頁（学陽書房 2006年）。

¹¹⁵ 近藤光男・川口恭弘・上嶋一高・楠本くに代『金融サービスと投資者保護法』77頁（川口恭弘執筆部分）（中央経済社 2001年）参照。Chevron U.S.A., Inc. v. Natural Resources Defense Council, Inc., 467 U.S. 837 (1984)(when “the legislative delegation to an agency on a particular question is implicit rather than explicit...., a court may not substitute its own construction of a statutory provision for a reasonable interpretation made by the administrator of an agency”（「ある特定の争点に関して、行政庁に対する立法府の委任が明示的なものではなく黙示的なものである場合には、裁判所は自らの法解釈を、行政庁によってなされた合理的な解釈と置き換えてしまうことは許されない。」）, 467 U.S. at 844)。

¹¹⁶ わが国においても、「差止命令」（金融商品取引法192条1項）の活用に向けた法整備の必要性を訴える識者の見解がある。川口（前掲）23頁。

は、先にみたように、こうした必要性・許容性の両面を満たす機関と評価できた。翻って、日本版「商品取引委員会」の場合につき考えてみるに、迅速・機動的な法執行により投資家保護を図るべき必要性については、日米で変わるところはない。むしろ問題とすべきは、「許容性」の面、すなわち、法執行を現実に担う機関の「適格性」である。「投資家保護」を掲げての法執行であっても、それが本来自由であるべき資本市場に対する政府の過剰な介入とはならないように、注意深くバランスをとらねばならない¹¹⁷。要するに、介入すべきは介入し（投資家保護の要請）、放置すべきは放置する（自由な資本市場の要請）、という高度の政策判断を的確に行える専門能力を備えた組織が確保されていることが、法執行機関としての「適格性」なのである。以上まとめると、こうした意味での「適格性」を備えることが、先述した主張、すなわち、日本版「商品取引委員会」に「柔軟な規則制定権限」を与えるとともに、その判断を「裁判所が尊重する慣行を確立する」、というための大前提である。

(3) 自主規制機関との役割分担

さて、「法執行機関」と「自主規制機関」とは市場監視における「車の両輪」と評価できるところ¹¹⁸、この点、アメリカ合衆国における商品先物取引については、全米先物協会（National Futures Association）という自主規制団体（self regulatory organization）が存在する¹¹⁹。これに対して、わが国における自主規制団体である日本商品取引協会については、「取引トラブルが多いなどの先物市場にまつわる負のイメージを払拭するための役割は極めて大きい」との期待がある一方で¹²⁰、逆に、わが国商品取引所による自主規制に関しては、取引手数料を主たる収入源とし、また、単一の商品を上場する取引所が多いことから、会員数も少なく、よって商品取引所の経営収入は不安定なため、相場操縦を防止する監視コストに耐えられるか疑問である、という評価もある¹²¹。もし、わが国におけ

¹¹⁷ CFTC が市場規制者として市場に介入し過ぎることに対する懸念については、脚注 47。

¹¹⁸ 川口（前掲）26 頁。

¹¹⁹ NFA については、<http://www.nfa.futures.org> 参照。右協会における仲裁活動について、金祥洙「商品先物取引と仲裁」先物取引研究第 4 巻 2 号 No.8（2000 年 3 月）1 頁以下が詳しい。

¹²⁰ 日本経済新聞社編『商品取引入門』121 頁（日本経済新聞社 2005 年）。

¹²¹ 今川嘉文「商品先物の相場操縦規制」先物取引研究第 5 巻 1 号 No.9（2000 年 9 月）11 頁。さらに、わが国の商品市場における問題点としては、米国と比較した場合、上場商品が

る「自主規制機関」（「車の片輪」）が主導する投資家保護の方に問題があるとするれば、他方の片輪たる「法執行機関」の活躍がより一層求められることになる。このように、「自主規制機関」という民間による投資家保護の不十分さを補うという文脈からも、「法執行機関」＝「日本版・商品先物取引委員会」の権限強化が求められていると言えよう。

（4）国際化への対応

最近、証券取引等監視委員会委員長は、海外当局との連携を強化する姿勢を打ち出した¹²²。取引の国際化という点では、証券市場と同様に、商品先物市場においても海外の企業の参入や海外からの注文は増加しており¹²³、日本商品先物市場に対する外資の関心も高まっている¹²⁴。このように、商品先物取引の国際化に如何に対応していくのかという点も、今後重要な論点になることを最後に付言しておきたい¹²⁵。

限定され、また、市場規模が小さいことが「仕手」の対象とされてきてしまった、という点もある（今川（前掲）2頁）。

¹²² 日本経済新聞朝刊 2007年7月19日7面。同2007年7月21日4面。

¹²³ <http://www.meti.go.jp/committee/summary/0004133/index.html>

¹²⁴ 日経金融新聞 2005年8月1日。外資系金融機関の商品先物市場への相次ぐ参入が報じられた。日本経済新聞朝刊 2005年7月16日23面。商品取引業界への新規参入は、外資系企業が最も多く予想されたところである。日経金融新聞 2005年9月26日8面。なお、海外の金融機関における商品部門の強化の動きについては、日本経済新聞朝刊 2006年7月2日7面参照。

¹²⁵ CFTC・経済産業省・農林水産省・FSA（英国金融サービス庁）による、「商品先物市場に対する監視に関する共同声明 1997年10月」（Tokyo Communiqué on Supervision of Commodity Futures Markets, October 1997）参照。

http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@international/documents/file/oia_tokyorpt.pdf
証券取引の分野ではあるが、IOSCO（証券監督者国際機構）の活動が法執行（enforcement）・実施（implementation）重視のアプローチへシフトすること、多角的MOU（証券分野の国際的情報交換枠組み）について、松尾直彦「証券分野の国際的情報交換枠組みと証券取引法189条の課題」商事法務1741号42頁。