

商品先物の相場操縦規制

今 川 嘉 文

はじめに

- 一 日米の相場操縦規制の概要
 - 二 取引所及び監督機関の役割
 - 三 相場操縦の認定基準と違法性
- おわりに

はじめに

新規商品の上場などにより、わが国の商品先物市場が活況を呈している。全国商品取引所連合会の統計によれば1990年の総出来高が約4,460万枚であり、1995年が約6,819万枚であるのに対し、1997年は約7,634万枚、1998年は約7,234万枚、1999年は約8,117万枚と増加している。過去15年間では、約3.6倍という著しい成長を示している。

これまで証券および金融先物市場の成長に対し⁽¹⁾、商品先物市場の停滞が指摘されてきた⁽²⁾。しかし、平成2年商品取引所法改正の基礎となった、平成2年2月5日商品取引所審議会答申が示すように⁽³⁾、コスト意識の一層の高まりから、商品価格の先行指標の形成およびリスクヘッジの機会の提供という、商品先物取引の役割がより強く重視されるようになってきた。さらに資産運用の多様化から、個人投資家の資金も多く流入するようになり、わが国の商品先物市場は著しく流動性を拡大している⁽⁴⁾。

商品先物市場は、リスクヘッジ、商品の公正な価格形成、価格の時間的・空間的平準化および安定化、需要と供給の調節、資金運用の場の提供と投機資金の公的活用並びに価格形成にかかわる情報を収集および伝達する機能などを有している⁽⁵⁾。そのため、商品取引所は取引の場であるばかりでなく、リスクヘッジにより商品の生産者並びに取引者および加工業者は、現物市場における予期しない価格変動から自らを護ることができるなどの公共的性格を有する場でもある⁽⁶⁾。

これら機能を、わが国の商品先物市場が適正に果たしていくためには、リスクヘッジのために大量の注文を行っても相場が著しく変動することがないこと、買占めおよび売崩しなどを行う仕手が介在する余地を排除すること並びに世界的な価格形成の場として他の市場の指標となること、という観点に立つことが必要である⁽⁷⁾。当該前提に基づく場合、適正な価格形成を阻害し、取引市場を単なる射倖的なものにしてしまう「商品先物の相場操縦」を禁止することは重要な意義を有している。

相場操縦は需要と供給の関係を反映しない価格変動を創出し、本来的な市場機能を損なう

ものである。その結果、投資家などの市場参加者に先物取引に基づく莫大な金銭的損害をもたらす。商品の価格変動を平準化し、リスクヘッジを円滑にするためには、より多くの投資家が取引に参加することが必要である⁽⁸⁾。しかし、相場操縦が介在しやすい不透明な市場は、一時的にはともかく、結果的に資金の流入を弱め、市場規模の拡大を妨げることになる。

さらに、通常、現物価格および先物価格は連動する傾向にあるが、相場操縦により先物価格が騰貴すれば現物価格も騰貴し、最終的に一般消費者までもが、市場における需給によらない高騰した小売価格を支払うことを余儀なくされる⁽⁹⁾。このように市場に対する恣意的な影響力である相場操縦は⁽¹⁰⁾、経済的および社会的弊害をもたらし、単に投資家および商品取引業界内だけの問題ではなく、その波及効果は極めて大きいことになる⁽¹¹⁾。

米国と比較して、わが国の商品市場は上場商品が限定され、各市場規模は総じて小さい。とりわけ、貴金属およびゴムなどの国際商品とは異なり、乾繭、生糸および小豆などの国内商品は市場規模も小さく、少額の資金で買占められやすい。そのため、これまで多くの「仕手」の対象となってきた⁽¹²⁾。しかし、外見上、相場操縦と活発なる取引との区別は難しく、相場操縦の存在が噂されながら、刑事事件または民事事件として起訴または提訴された事例はない。

商品取引所法第1条は、「商品の価格の形成及び売買その他の取引を公正にする」ことを本法の目的としている。また、商品先物取引の役割が今日、より重視されるようになりながら、現実の市場は必ずしもニーズに応えるものとはなっていない⁽¹³⁾。

近年、証券の相場操縦に関する判決が相次いで下され⁽¹⁴⁾、当該領域における論文も多く見られるようになった。それに対し、商品先物の相場操縦に関する研究は、裁判例が皆無であるためか、決して活発ではない。そこで、本稿は証券の相場操縦との比較分析に基づき、商品先物の相場操縦の認定要素を明確にし、その違法性概念を指摘する。そして、相場操縦を抑制および排除し、より効率的でかつ信頼性の高い市場を構築するための施策を考察する。

当該研究に関しては、商品先物の相場操縦に関する多くの判例および審決が蓄積され⁽¹⁵⁾、様々な側面から議論がなされている米国法を概観する。日米間には市場規模だけでなく、市場構造および市場環境の相違が当然ながら存在する⁽¹⁶⁾。また、判例法の伝統を有する米国とは異なり、厳格な罪刑法定主義の考え方を採るわが国に対し⁽¹⁷⁾、米国の法理が直接的に適用できるとは限らない。

しかし、わが国の商品取引所法は、明治26年に制定された旧取引所法の後を受け、第二次大戦後、米国の1936年商品取引所法を参考としつつ、昭和25年に制定されたものである⁽¹⁸⁾。また、戦後の経済政策における米国の影響も極めて大きい⁽¹⁹⁾。新たなる商品の上場に伴う長所が再認識され⁽²⁰⁾、それが熱望されている現在、米国法の研究はわが国における問題点を解決する上で有益なる示唆を与えるものと思われる。

一 日米の相場操縦規制の概要

1 日本の相場操縦規制

(1) 規制の目的と構造

商品取引所で決められる商品価値は、経済情勢、国際情勢、天候および商品の需給関係など、様々な要因が組み合わさり、形成される。市場参加者は当該要因に基づき売買を行い、その結果、価格が適切な水準に動き、適正化が図られることになる。市場で成立したこれら価格は、商品取引所が相場表その他により公表し、公表された相場は当該商品に関する公正な権威ある価格として信頼されることになる⁽²¹⁾。

わが国の商品取引所法は第1条において、「商品の価格の形成及び売買その他の取引並びに商品市場における取引の受託を公正にする」ことを直接的な目的としているように⁽²²⁾、公正な価格形成の実現が、結果的に、国民経済の適切な運営および商品市場における取引の委託者保護に資するものであるとしている⁽²³⁾。それ故、相場を人為的に歪曲させる相場操縦行為の抑止および排除は、本法の基本理念とも言えるものであり、具体的に以下の各条項でそれらを規定している。

相場操縦禁止規定

わが国の商品取引所法第88条は、商品取引所の使命である公正な価格形成を侵害する種々の行為⁽²⁴⁾を禁止し、健全な相場を維持することを目的とする⁽²⁵⁾。公正な価格形成をその趣旨とする規定は他にも幾つか存在するが⁽²⁶⁾、本条は不当な価格形成に至る行為を直接的に禁止している。本条におけるこれら禁止行為は広義の相場操縦をも含むが、なかでも、同5号が現実取引による狭義の相場操縦を禁止している⁽²⁷⁾。

商品取引所法第88条を、証券の相場操縦禁止規定である証券取引法第159条と比較すれば、証券取引法は仮装売買および馴合注文の禁止並びに狭義の相場操縦とを分け、仮装売買および馴合注文については取引対象に応じて個別に規定しているが、商品取引所法は分けていない。

また、証券取引法は安定操作に関する規定を有し、かつ、現実取引による相場操縦に関し、「有価証券市場における有価証券の売買取引等を誘引する目的をもって」という主観的要件を求めている。それに対し、商品取引所法は安定操作に関する規定はない。また現実取引による相場操縦規定において、「誘引目的」という主観的要件を有してはいない⁽²⁸⁾。

商品先物取引には、限月に至った先物の価格が現物の市場価格に収束すること並びに限月に現物の受渡しを要求しうること、という証券取引にはない特質がある。そこで、これらの特質を利用して、現物市場の独占および買占めを結び付けた相場操縦が可能となる。そのため、商品先物取引においては、証券取引規制とは異なる規制が必要であるかもしれない。

しかし、誘引目的要件は行為者の内心の事柄に属することでもあることから、その証明には自白が重要な意味を有するが、それが得られない場合は状況証拠から推認せざるを得ない⁽²⁹⁾。それ故、主観的要件の有無が實際上、大きな差異をもたらすものではない⁽³⁰⁾、という議論もある。

相場操縦の民事責任

商品取引所法第89条1項は、前条の規定に違反した者に対する損害賠償責任を規定する。民事責任の目的は被害者へのより完全なる賠償に加え、不法行為者が獲得した不当な利益を吐き出させ、当該行為を抑止することにある。反面、被害者がそれにより棚ぼた的利益を獲得したり、本来、負担すべき投資上のリスクを不法行為者に転嫁することになってはいけない。

当該理念を前提とする場合、損害賠償額の算定という極めて困難な作業を裁判所に強いている⁽³¹⁾。しかし、第88条違反の事実を立証すること自体、容易なことではなく、さらに本条1項は違反行為と損害との因果関係を要件としている⁽³²⁾。その認定基準は明確ではないことなどから、本条に基づき訴えが提起された事例は皆無である。

相場操縦の刑事責任

商品取引所法第152条は、相場操縦を行った者に対し、3年以下の懲役若しくは300万円以下の罰金を処し、又はこれを併科することを規定する。本条における刑罰は、わが国の商品取引所法の中でも最も重いものである。このことは、証券の相場操縦に係る刑事責任を規定する証券取引法第197条に関しても同様である。

相場操縦は市場参加者に著しい損害をもたらすだけでなく、需要と供給の自然な力による価格形成をはじめ、市場が有する経済的機能を阻害し、市場の存立を危うくするものである。その結果、一般社会に与える影響も多大であることから、商品取引所法は相場操縦が違法性の最も強い行為であるとの認識に立っている⁽³³⁾。

なお、本条1号は、「相場の変動を図る目的をもって、風説を流布する」ことをも刑事責任の対象としている。風説の流布を、相場操縦禁止規定である第88条は規定していないことから、本条1号は第88条を補完していると言える⁽³⁴⁾。

会員の取引の制限

商品取引所法第90条は、商品市場において買占めおよび値崩しなどの過当な取引により相場を騰落させることを防ぐために、主務大臣が会員に対し、取引の制限をすることを認めている。取引の制限としては数量制限および値幅制限があり、著しい場合には取引の停止がある⁽³⁵⁾。当該制限に違反した者は、同法第155条に基づき刑事責任が課されることになる。

商品取引所法第90条は不当な価格形成を問題としているのに対し、証券の取引制限

規定である証券取引法第161条は、自己計算取引および過当数量取引を通じ証券市場の秩序を害すると認められるものを問題としている。しかし、証券取引法第161条は必ずしも、不当な相場形成を問題としてはいないという指摘がある⁽³⁶⁾。

取引所の監督上の処分

商品取引所法第121条は、主務大臣が取引所に対し、同法第88条および第90条に違反する行為の全部または一部の停止を命ずることができる旨を規定する。商品取引所法は取引所自治を認めており、会員の違反に対しては、同法第40条に基づき、まず取引所がその処分を行う。しかし、取引所が会員に対する処分をしない場合、または処分が不適切であった場合に、主務大臣は監督不十分を理由に取引所に対して処分を行うものとしている⁽³⁷⁾。

取引所の監督責任に関し、「相場操縦を原因として取引上の損害を被った投資家が、取引所の監視義務違反を理由に民事責任を求めることが可能であるのか」という問題がある。これにつき、証券の相場操縦に対する唯一の民事訴訟である三菱地所株事件では、「相場操縦の具体的態様等を立証していない」として、原告による損害賠償請求は棄却されている⁽³⁸⁾。

学説上、不正行為が必ずしも明白でない場合に、取引所の責任はある程度の措置で監視義務を果たしたことになる⁽³⁹⁾。原告が相場操縦の事実を立証した場合であっても、直ちに取引所の民事責任が生ずるわけではなく、相場操縦に対して適切な措置をとらなかったことが取引所の任務懈怠であり、そのことと原告の具体的損害との間に因果関係があることが認められねばならない⁽⁴⁰⁾。それ故、当該因果関係が立証されず、取引所が相場操縦に経済的利害関係を有していない場合、相場操縦に基づく民事責任を取引所に求めることは困難である。

(2) わが国市場の問題点

わが国の商品取引所法における相場操縦規制について、証券取引法との比較をしながら、基本的枠組みを概観した。相場操縦禁止規定である商品取引所法第88条は昭和25年に、米国の1936年商品取引所法に倣い、現行法制定の際に設けられたものである。また、米国商品取引所法の相場操縦禁止規定は、米国1934年証券取引所法の相場操縦禁止規定にその淵源を有するとされる⁽⁴¹⁾。他方、わが国証券取引法は米国法を参酌して相場操縦の関連規定を設けていることから、わが国の証券取引法との比較は、有益である。

相場操縦という抽象的な概念を有する行為に対し、法は具体的な定義を示しておらず、また相場操縦に関する判例も皆無であるため、「何が相場操縦であるのか」について必ずしも明らかではない。

これまで、仕手戦のような相場操縦的要素を有する行為に対しては、主として取引所または業界団体により、市場の混乱を鎮める措置が採られてきた。しかし、法の運用に

よる解決ではなく、このような業界内部での制裁措置による対応は、相場操縦の認定基準をますます曖昧なものにしてきたのも事実である。わが国市場は相場操縦が介入しやすい性質を有しているとされながら、これら状況が商品市場を不透明なものにしていることは否定できない。

2 米国の相場操縦規制

米国においては、国内で生産される農産物の価格が、需給関係を離れた異常な騰落を示し、生産者、消費者および加工業者などに多大の被害を与えたきた事実がある。当該異常な価格変動は買占めおよび売崩しなどの不当な取引および過当な投機取引によって生じたことから、それらを規制する必要があるとされた。それはまさに、米国の商品取引所法の歴史でもあった。

第一次世界大戦後の農業不況は激しい穀物投機を引き起こし、当該状況に対応するため、1921年に先物取引を規制する最初の連邦法である先物取引法 (The Futures Trading Act) が制定された。しかし、制定後間もなく、同法は最高裁判所から憲法違反であるとされ、同年、連邦議会は憲法上、有効な穀物先物法 (Grain Futures Act) を成立させた。

穀物先物法の下では、商品先物取引は連邦政府により、商品先物市場として許可または指定された取引所のみが行うことができた。そして、当該指定に関する要件の一つは、「取引所は、その会員が行う相場操縦を防止する責任を負う」ことであった。その後、相場操縦および買占めに対する規制を強化するための様々な修正が加えられ、1936年商品取引所法 (The Commodity Exchange Act) が制定された⁽⁴²⁾。そのため、同法は相場操縦または相場を歪曲する行為を規制する条項で満ちており、これら行為に対しては厳格な態度で望んでいる⁽⁴³⁾。

さらに、1974年商品先物取引委員会法の立法化に伴い、独立の市場監督機関である商品先物取引委員会 (CFTC) が設立された。商品先物取引委員会法に基づき、CFTCは相場操縦を摘発するだけでなく、相場操縦を防止する環境を作るため、商品取引所などを規制する広範な権限を有している⁽⁴⁴⁾。そこで以下、関連する条項について概観する。

(1) 規制の必要性

1936年商品取引所法第3条は、先物取引の重要性を述べた後に⁽⁴⁵⁾、「商品取引所における商品の取引及び価格は、過度の投機を受け易く、かつ相場操縦され、支配され、買占めされ (cornered) 又は玉締めされて (squeezed)、生産者又は消費者及び州際通商において商品及びその加工品、副産物を取扱う者に損害を被らせしめる恐れがある」として、相場操縦規制を本法における中心的な問題として扱い、当該規制の必要性を述べている。

本条は相場操縦を直接的に禁止する文言を用いてはいない。しかし、後述する第9条a項2号が相場操縦行為者の刑事責任を規定していることから、同条は相場操縦およ

び買占めなどの相場操縦行為を禁止していると言える。

(2) 相場操縦の刑事責任

商品取引所法第9条a項2号は、「あらゆる者が、州際通商における又は先物取引市場の規約に基づき若しくは服する将来の受渡しに係る商品の相場操縦を行い又は行おうと企てること、かかる商品を買占めまたは買占めようと企てること」に対し、訴訟費用とともに、法人には100万ドル（個人には50万ドル）以下の罰金若しくは5年以下の禁固刑、またはその両方を科せられる重罪であるとする。すなわち、相場操縦および買占めは、商品取引所法における最も重い犯罪の一つである⁽⁴⁶⁾。

(3) 相場操縦の民事責任

商品取引所法は独立の市場監督機関であるCFTCに、相場操縦を規制する様々な権限を付与している。しかし、相場操縦の定義および違法性の要件が具体的に示されていない。また、相場操縦の被害者たる投資家が、民事責任を求めうる明文上の規定が存在しない。

そこで、議会は商品取引所法第14条に基づき、私的当事者間の紛争を解決するために、本法の違法行為に直接に起因する損害の賠償命令を求めて、被害者はCFTCに当該申請をなすことができるとしている⁽⁴⁷⁾。

また、商品取引所法違反の被害者はこのような賠償手続によらず、訴訟により解決を図ることも可能とされている。その場合に、相場操縦の被害者たる投資家は、相場操縦に対する刑事責任条項に基づき、1934年証券取引法所規則10b-5に見られるように、損害賠償請求権が判例上、黙示的に認められてきた⁽⁴⁸⁾。

しかし、相場操縦に対する損害賠償請求において、損害の回復をできることは極めて困難である。先物取引は本来的に、投資リスクが高いとして、裁判所は「商品先物に投機した者の90%は損をする」ということを十分に認識している。それ故、損害に関する立証だけでなく、詐欺に関するより厳格な立証を要求している⁽⁴⁹⁾。その結果、相場操縦により損害を受けた者に対する損害賠償請求の多くは、認容されていないのが現状である。

(4) その他の規定

過度の投機の制限

商品取引所法第4a条は、過度の投機を制限し、「突然若しくは不合理な価格の変動」および「価格における不当な変化」について述べ、「過度の投機」という市場秩序の乱れに対し規制している⁽⁵⁰⁾。同条に基づき、CFTCは投機家に対する日々の取引および建玉制限を設ける権限を有している。

しかし、過度の投機は、相場操縦および市場の支配とは別個の危険として、第3条

において確認されており、特に相場操縦禁止条項というのではないという指摘がある。むしろ、第4 a条は「投機的狂乱が相場操縦的目的を有しているかどうか」というよりも、投機行為に起因する市場秩序の乱れ自体に焦点を当てていると言える⁽⁵¹⁾。

取引所による防止措置

商品取引所法第5条は、商品取引所が先物取引市場として具備すべき条件を規定する⁽⁵²⁾。なかでも、同条d項は、「理事会 (governing boards) が、取引市場におけるディーラー又はオペレーターによる相場操縦及び商品の買占めを防止する措置を定めていなければならない」とする。そして、当該規定が遵守され、かつ維持された場合にのみ、CFTCは本取引所を先物取引市場として指定ができるとしている。

先物取引市場の運営要件

商品取引所法第5 a条は、先物取引市場の運営の要件を規定し、同条4項および同条10項が相場操縦について言及している⁽⁵³⁾。まず、第5 a条4項は、先物取引市場が受渡限月における商品先物取引の売買約定の取引が終了した後、当該商品の先物取引の約定が現物商品の受渡しにより履行されることのできる期間の提供に関し規定している。CFTCは、価格の安定性を危うくする玉締め (squeeze) および建玉過剰 (market congestion) を防止する受渡期間を要求するものであるとしている。

他方、同条10項は、商品の受渡場所について規定している。先物取引市場は相場操縦、建玉過剰、又は州際通商における商品の異常な流通を防止しうる商品の等級、受渡し場所および品質並びに地域価格差での先物取引の売買約定に基づく商品の受渡しを可能としなければならない。本項の目的が果たされていない場合、CFTCは変更を求めることができる。

CFTCの取引所指定の停止・取消権限

商品取引所法第5 b条および6条b項は、商品取引所法およびCFTC規則などを遵守しない商品取引所に対し、CFTCが採るべき措置について規定している。まず、第5 b条は、取引所が先物取引市場としての指定を停止し、または取消されることの根拠を述べる。

他方、第6条b項は、先物取引市場が本法第5条において規定される指定の条件を定めた規則を実行しておらず、若しくは実行していなかったこと、又は当該商品取引所若しくはその取締役、役員、代理人などが本法又は本法に基づくCFTCの規則などに違反しており又は違反していたことを示して、先物取引市場としての指定を停止または取消す権限を、CFTCに付与している。

これら条項では相場操縦という文言を述べておらず、相場操縦行為者を直接的に規制しているわけではない。しかし、商品取引所法は相場操縦が発生しにくい状態を作

るために、CFTCに広範な権限を付与していると解される⁽⁵⁴⁾。

CFTCの取引所に対する停止命令、民事制裁・罰金

商品取引所法第6 b条は、商品取引所が本法第5条において規定されている指定の条件を満たす運営規則を執行しておらず、または執行しなかった場合、CFTCが当該違反に対する停止命令または民事制裁を発することができる旨を規定する⁽⁵⁵⁾。

先物取引市場以外の者に対する民事制裁・罰金の賦課

商品取引所法第6条は、先物取引市場に指定されることを望む商品取引所による、CFTCに対する申請について規定する。なかでも、同条c項およびd項は、先物取引市場以外のある者が州際通商において又は先物取引市場の規則に基づき又は従う、将来の受渡しに係る商品の相場操縦を行い若しくは行うことを企て、又は相場操縦を行った若しくは行うことを企てた場合などに対する、CFTCによる民事制裁措置について述べている。

同条c項およびd項は、現物商品価格および先物価格を「相場操縦をしたり、又は相場操縦をしようとする」ことに言及しているが、先物取引市場は明文上、当該条項の適用範囲から除外されている⁽⁵⁶⁾。

取引制限の禁止

商品取引所法第6 c条a項は、「先物取引市場若しくはその他の者が、本法又は本法に基づく規則などの規定違反となる行為又は実行に従事した、従事している若しくは従事しようとしており、又は将来の受渡しに係る商品の取引を制限していることが明らかとなる場合には、これら行為の禁止、又は法の遵守を強制するために、適切な地方裁判所に訴訟を提起できる」権限を、CFTCに付与している。

第6 c条a項における「取引を制限する」という言葉に関し、裁判所は明確な解釈を示してはいない。そのため、取引を抑制することと相場操縦との関係が疑問として残っている⁽⁵⁷⁾。

不適正な取引の開示

商品取引所法第8 a条は、1項から11項において、CFTCが有する様々な権限を規定する。例えば、同条6項は、「市場を崩壊させ若しくはその恐れがある、又は生産者、消費者若しくは投資家の最大の利益に有害若しくは適切な、当事者の氏名を含み、取引又は市場運営に関する完全な事実を、先物取引市場、登録先物取引団体（association）、または他の自主規制機関の適当な委員会又は役員に連絡する権限を有する」ことを、CFTCに対し認めている。

この文言は、不適切な取引の開示について述べており、それらが相場操縦下にある

市場状況を包含する⁽⁵⁸⁾。

先物取引市場規則の変更又は補足

商品取引所法第8 a条7項は、CFTCに「先物取引市場に対し、当該先物取引市場が自ら規約及び慣行における特定された変更を行うように文書による適切な要求を行った後、かつ適切な告知及び聴聞の機会を与えた後に、当該先物取引市場が要求された変更を行っておらず、かつ当該変更が先物取引市場における将来の受渡しに係って取引される商品又はその加工品、副産物を生産し、取扱い、加工し又は消費する者の保護のため又は取引者の保護のために、又は当該先物取引市場における将来の受渡しに係る商品の公正な取引を確保するために必要又は適切であるとCFTCが決定する場合には、必要又は適切である限り、当該先物取引市場の規則を変更し又は補足する権限」を認めている。

すなわち、取引者保護のため、または先物取引市場における商品の受渡しのために取引される商品の公平な取引を確保することを含む、様々な状況に対する先物取引市場の規則を変更したり、または補足する権限を、CFTCに付与している。当該文言の範囲は、「CFTCが相場操縦の禁止目的のため、取引規則を変更しまたは補足する権限を有している」ことを示唆している⁽⁵⁹⁾。

緊急事態に対する措置

商品取引所法第8 a条9項は、市場の緊急事態に対し、CFTCが有する権限を規定している。CFTCは、「市場の緊急事態が存在する」と信ずる理由があるときはいつでも、「先物契約に関する暫定的な緊急証拠金の水準の設定、及びCFTCの行為が効力を有した日以前に正当に獲得された市場建玉に適用されうる制限の設定を含むが、これに限定されず、先物契約における秩序ある取引又はその流動性を維持し、又は回復するために委員会が必要と判断する行為をなすように先物取引市場に指示すること」ができるのである。

なお、緊急事態とは同項が述べているように、「相場操縦の恐れ又は現実の相場操縦及び買占めに加え、商品の需要と供給の関係を市場が正確に反映することを妨げる商品に影響を及ぼす合衆国若しくは外国政府の行為又はその他の重大な市場の混乱を意味する」ものである。そのため、CFTCは相場操縦の恐れ又は現実の相場操縦および買占めを、当該措置が発せられるための理由であると見なしている⁽⁶⁰⁾。

先物取引団体の登録条件

商品取引所法第17条b項7号は、先物取引団体として登録するための条件を規定している。そのためには「団体の規約が、詐欺的及び相場操縦的活動及び行為を防止し、公正かつ公平な取引原則を一般的に増進し、公共の利益を保護し並びに自由で開かれ

た先物取引の機能に対する障害を除去し、十全たらしめることを目的としなければならない」ことを要求している⁽⁶¹⁾。

本規定もまた、先物取引団体の会員が相場操縦を行うことを防止する環境作りを目指したものである⁽⁶²⁾。

二 取引所及び監督機関の役割

(1) 自主規制機関の対応と責任

以上、日米の相場操縦規制を概観してきた。前述したように、わが国では相場操縦らしき市場行為に対して、主に取引所および業界団体が取引員などの関係者に取引停止処分などの制裁を課し、舞台裏の話し合いで市場の混乱を回避または收拾してきた。

しかし、そうしたことを繰り返しているようでは、市場の拡大および国際化に対応できないのも事実である。商品市場においては、規模が小さいことが相場操縦による浸食を被りやすいことも否定できない。しかし、当該市場がヘッジングの場として有効活用されている限り、商品の寡少性を直ちに上場の不適格に結び付けることは短絡的であろう。そこで、商品先物市場が適正な価格形成の機能を果たし、社会的信用の維持および向上を図るためにも、相場操縦の介入を排除または抑止する効率的な対処を提案しなければならない。

自主規制機関たる取引所はリスクヘッジおよび投機の間としてだけでなく、相場操縦を防止するため様々な措置および制裁を課し、商品取引所法もそれを必要としている⁽⁶³⁾。

例えば、米国では取引所は相場操縦の脅威を除去し、秩序だった市場を維持するために日々、市場に対する監視を行っている。職員は継続的に、相場の値動き、個々の取引者の建玉、契約の取引高における過度の集中、取引の量並びに取引高と受渡可能商品の供給間の関係を監視している。また、取引所は取引者が独占的建玉を防止するために、各契約における投機的建玉の制限を設けている⁽⁶⁴⁾。

では、取引所による自主規制はどのようなものであれば十分であり、最適なものであるのか。そのためには、当該規制から得られる利益とそれに対するコストとの比較が必要となる。コスト負担に関し、例えば、米国の商品取引所は会員会費を主たる収入源としており、売買取引高の変動に伴う増減がない。また会員数も多いため、安定した経営が続けられる。それに対し、わが国の商品取引所は取引手数料を主たる収入源としており、従来、単一商品を上場する取引所が多いことから会員数も少ない。それ故、経営収入は不安定であり、相場操縦を防止する監視コストに何処まで耐えられるのか疑問である。

また、取引所が会員組織で選ばれた理事会によって運営されている場合に、当該会員が関係した相場操縦に対し、どこまで公共の目的にかなった制裁措置を採ることができるのかについても疑問の余地がある。

他方、取引所が相場操縦に対する監視義務および妥当な措置を採らなかった場合に、その被害者が取引所に民事責任を求めることが可能であるのか、という問題がある。取引所は公正かつ効率的な市場を確保するため、自主規制機関として会員に対し監督責任を負う。では、会員が相場操縦を行った場合、損害を被った投資家は、取引所の監視義務を怠ったことを理由に、取引所に対し民事責任を求めることが可能であるのか。

相場操縦の教唆幫助に基づく取引所の民事責任を認めるためには、独立した不法行為が存在すること、教唆幫助者が不法行為の存在を知っていたこと、実質的な援助が不法行為に影響を与えたこと、が必要である。

取引所は商品取引の仲介をしているが、これが相場操縦に対する実質的な援助には該当しない。また、取引所は相場操縦の遂行を意図してはならず、相場操縦に金銭的利益を有してはいない。相場操縦に積極的な是正措置を採らなかったという、取引所の不作為および沈黙が不法行為に対する故意の参加または教唆幫助に該当するものではない。

取引所の会員などによる相場操縦の事実が立証されたとしても、それを根拠に取引所に対する民事責任が直ちに発生するものではない。相場操縦を原因とする投資家が被った損害と取引所の行為との直接的な因果関係が立証されないかぎり、損害賠償請求は認容されない。

(2) 監督機関による規制の有用性

わが国の商品市場は上場商品ごとに農水省、通産省または大蔵省の共管となっており、米国のCFTCのような独立した監督機関はない⁽⁶⁵⁾。CFTCは、商品先物市場における過当投機の抑制および相場操縦の防止などを目的として立法化された、1974年商品先物取引委員会法に基づき設立された。

CFTCは、先物取引に関する独占的な司法権を有し、大統領の直屬機関として、従来の農務長官および商品取引所監督局に付与されていた全ての権限を継承している⁽⁶⁶⁾。相場操縦を防止し、取り締まるための手段として、相場操縦行為の差止命令および市場の非常事態を宣言する権限並びに民事制裁金を課す権限などを有している。

しかし、CFTCが有する差止権限および非常事態の宣言措置をはじめ、相場操縦に対する措置は機動的でなく、当初予定されていたほど著しい効果を生じていないことが指摘されている⁽⁶⁷⁾。例えば、差止権限が相場操縦を抑止するに効果的ではなく、また非常事態権限の行使に関し、CFTCは15年間にたった3回しか、相場操縦に対する当該宣言をしなかった。そして、当該事例のどれも、好ましい結果が得られなかったとしている⁽⁶⁸⁾。さらに、CFTCが提起した大抵の相場操縦訴訟では、最終的解決までに多くの年月を要している⁽⁶⁹⁾。そのため、議会がCFTCの権限の一部を、SECに移すべきかどうかの議論もなされている⁽⁷⁰⁾。

CFTCによる相場操縦への対応に関し、管轄権に基づき先物市場を徹底的に監視するには、多数の職員が個々の商品についての特異性を把握し、多数の商品情報を追跡する

高度に発達したコンピューター・システムを必要とし、取引所のピットにおいても取引を監視し、分刻みで各市場の展開を追跡しなければならない。しかし、CFTCが市場警察官または時に市場参加者として市場に介入しすぎることは、本来の経済的要因とは全く関係のない相場を創出する可能性がある。そのために、市場がより危険な形態の相場操縦にさらされるのではないか、という指摘もある⁽⁷¹⁾。

(3) 民事救済の実現に関する問題

わが国の商品取引所法第89条は、相場操縦行為者が取引上の損害を被った者に対し、損害賠償責任を負うことを規定している⁽⁷²⁾。相場操縦が存在したこと自体に加え、相場操縦と現実の損害との因果関係を証明することは極めて困難であるため⁽⁷³⁾、当該条項に基づき民事訴訟を提起した事例はない。

他方、米国の1936年商品取引所法には、相場操縦の被害者たる投資家が相場操縦行為者に対し、直接的に民事責任を求めることができる明文上の規定はない。議会は、「先物取引市場は、相場操縦、買占め、玉締めを防止するのに十分に効果的なシステムを有していない」として、投資家保護のため商品取引所法に改正を加え、1974年商品取引委員会法を制定するとともに、CFTCを設立した。

CFTCは市場およびその会員を監視するための広範な権限とともに、私的当事者間の紛争を解決するために、仲裁および損害賠償命令の措置を講ずることができる⁽⁷⁴⁾。すなわち、第14条に基づき、本法の違法行為に直接に起因する損害を被った者は賠償命令を求めて、CFTCに当該申請をなすことができるのである。

CFTCは調査の後、違反行為の存在を決定し、損害賠償額を決定する。もし損害賠償の裁定額が支払われなければ、申立人は連邦地裁にその執行を求めて提起できる⁽⁷⁵⁾。また、商品取引所法違反の被害者は当該賠償手続によらず、訴訟により解決を図ることも可能である。その場合に、相場操縦の被害者たる投資家は、相場操縦に対する刑事上の条項に基づき、1934年証券取引所法規則10b-5と同様に、損害賠償を請求しうる訴権が判例上、認められてきた。

賠償手続は、訴訟に基づくよりも迅速で効果的であるという指摘がある⁽⁷⁶⁾。一方、仲裁に関しては、様々な理由から殆ど実施されない⁽⁷⁷⁾。司法上の民事救済の確立は違法行為を抑止し、投資家に商品市場への参加を促進させる効果を有している。商品先物市場の参加者数が増加すればするほど、価格の安定が生じ、それにより消費者は価格変動から保護されるのである。そのためにも、より正確で現実的な救済方法に関し、考察する必要がある。

三 相場操縦の認定基準と違法性

1 日本の相場操縦事例

(1) 裁判例は皆無

わが国において、商品先物の相場操縦に対し刑事事件または民事事件として起訴または提訴された事例はない。明治26年に制定された取引所法は、相場操縦あるいはその通常的手段である買占めおよび売崩しに関し、直接的には規定せず、取引所の自主規制に委ねていた。なぜなら、買占めおよび売崩しは、それが真に相場操縦の目的からなのか、一時的に多量の需給を必要とする合理的な経済的事由からなのかという区別が困難であり、当該認定を誤ると経済界に混乱および多大の弊害が生じるからであった⁽⁷⁸⁾。

他方、米国では、商品先物の相場操縦に関する多数の判例が蓄積されている。日米間には上場商品の種類および各市場規模における著しい差異、また投資上の損失に対し、積極的に訴訟を通じ責任を求めることに関する国民性の相違などがあり、単に判例の数だけを問題にすることは妥当ではない。しかし、相場操縦と活発なる取引とを区別することの困難さ以外にも、相場操縦に対する訴えを妨げるわが国固有の規制構造上の問題点も存在すると考えられる。

わが国の商品は上場商品が少なく、また乾繭、生糸、小豆、綿糸等の国内商品で、輸入制限のもとにある農産物は市場規模が小さい。なかには当初から量的に寡少気味の小豆および黒糖などだけでなく、当初は量的に問題のなかった生糸および繊維のように、その後の産業構造および消費構造の変化により、寡少化していった市場もある⁽⁷⁹⁾。

市場規模の小さい商品は、相場操縦の要素を有する「仕手」の対象となりやすく、莫大な資金でなくとも買占めが可能であり⁽⁸⁰⁾、相場が人為的に動かされることになる。今日の大型化した投機資金においては、その傾向はより顕著であろう。

これまで仕手が絡んだ事件として特に話題になったものとしては、昭和34年の「黒糖買占事件」⁽⁸¹⁾、昭和52年の「小豆仕手事件」⁽⁸²⁾、昭和57年の「生糸仕手事件」⁽⁸³⁾、昭和57年の「小豆買仕手事件」⁽⁸⁴⁾、昭和60年の「乾繭仕手事件」⁽⁸⁵⁾、平成2年の「生糸仕手事件」⁽⁸⁶⁾、平成4年の「小豆買占事件」⁽⁸⁷⁾、平成5年の「乾繭仕手事件」⁽⁸⁸⁾などがある。これら事件では、取引所の市場管理にも問題があったが、市場の小規模性に起因していることも否定できない⁽⁸⁹⁾。

(2) 仕手への対応

仕手が絡んだ事件では、主として取引所および業界団体が、取引員などの関係者に取引停止処分などの制裁を課してきた。そして、市場を保護するという理由のもとに、舞台裏の話し合いで仕手戦に伴う混乱を回避および収束させている。

例えば、昭和57年の「生糸仕手事件」では、生糸相場における激化した仕手戦に対し、神戸生糸取引所および横浜生糸取引所は、昭和57年9月20日に、売り買い両仕手玉の任

意解け合いの建玉処理に関し、規定の時間が過ぎているのを承知の上で、玉の付け替えを受託している⁽⁹⁰⁾。また、平成5年の乾藪市場における仕手戦においては、同年11月に、二度にわたる任意解け合いによって、混乱を回避するといった異常事態を招いた⁽⁹¹⁾。

仕手戦の場合、取引を委託される商品取引員または外務員がそれに関与する 경우가少なくない。そこで、日本商品取引員協会は平成6年3月の理事会で、商品先物市場から仕手玉を排除する目的で、特定委託玉問題特別委員会を設けることを決議した。そして、会員に対し、「いわゆる仕手と目されている者からの商品市場における取引の委託を受けてはならないとともに、当該会員の役職員が当該取引の注文を受けることのないようにしなければならない」などの理事会決議を遵守し、社内の管理体制を強化する旨を通達した。また、取引に異常な徴候が認められた場合、および仕手介入の噂が伝わった段階で、関係者から事情を聴取または調査して、事実関係を明らかにすることにした⁽⁹²⁾。

これまで仕手に対する行政上の対応として、市場管理要綱による建玉制限がある。これは昭和52年6月に、小豆相場の仕手戦が問題となったことを受け、同年7月の農水省局長通達により、建玉制限をルール化し、過当投機の予防を試みるものである。これに対し、取引の活性化のため商品先物業界から建玉制限の撤廃または緩和を望む声が強く、その後、日本商品取引員協会および全国商品取引所連合会はこれら規制緩和を求める要望を、通産省および農水省などに対し出している⁽⁹³⁾。

しかし、主務省の調査では取引員だけでなく、取引員と取引をしている者に対し、報告および資料の提出を求めることが可能であり、虚偽の報告および資料を提出した者は30万円以下の罰金に処せられる。それに対し、例えば、取引所の場合には、取引員の帳簿および書類などの監査にとどまるとされる。

さらに、商品先物業者たる会員から選ばれた理事会により運営されている取引所などの自主規制機関が、どこまで市場の公共性に配慮した措置をとることができるのか疑問である。自主規制機関が仕手排除に万全を期せるのなら別だが、そうでなければ、建玉制限の撤廃は困難であろう⁽⁹⁴⁾。

2 米国の相場操縦事例

わが国とは異なり、米国には1920年代から商品先物の相場操縦に関する判例および審決が多く蓄積されてきた。筆者の分類により、年代別の動向を概観すれば、1970年代から判例および審決件数が増加している。すなわち、商品先物の相場操縦に関する判例および審決111件を年代別に見れば、20年代は1件、30年代は3件、40年代は6件、50年代は14件、60年代は9件、70年代は22件、80年代は37件、90年代は19件となっている。70年代以降、判例および審決件数が増加した背景には、60年代および70年代における金融政策の変化およびインフレーションによる商品先物市場の爆発的な規模の拡大がある⁽⁹⁵⁾。従来より米国においても、「先物市場は相場操縦されやすい」ことが指摘され⁽⁹⁶⁾、市場規模の拡大は

相場操縦行為の増加に繋がった面がある。

これら判例および審決111件のうち民事訴訟は46件であり、絶対的件数は多くはないが70年代以降、判例および審決件数が増加している。他方、市場監督機関たる商品先物取引委員会 (CFTC)、またはその前身であり農務省の管轄下にあった監督機関たる商品取引監督局 (CEA) が提起した件数は、自らの調査によれば60件近くにのぼる。特に30年代から60年代に至る判例および審決のうち、殆どすべてがこれら監督機関が提起したものである。

CEAが相場操縦から一般投資家を保護するに十分ではないとして、1974年商品先物取引委員会法の立法化に伴い設立されたCFTCは、CEAよりも市場に対する広範なる権限および機動力を有している。それにより市場監督機関は、70年代以降も一定件数の相場操縦行為を摘発している。

しかし、80年代に提起された相場操縦関連の訴訟37件のうち、25件は民事訴訟であり、CFTCによる訴えを圧倒している。そのため、CFTCは相場操縦の抑止および制裁に関する広範なる権限が法律上、付与されながら、期待されていた程には実績を上げていない。そして、このことが相場操縦という詐欺的行為を助長する結果となっているという指摘もある⁽⁹⁷⁾。

判例の中には、相場操縦に対し適切な措置を採らなかったとして、商品取引所を被告として民事責任を求めている事例が10件近くあり、取引所の自主規制機関としての有用性をも考察する必要がある。

このように、商品先物の相場操縦は投資家をはじめ、多くの市場参加者に影響を与えるものであり、先物取引という性格上、損害も極めて莫大な額になる。しかし、相場操縦と活発な取引との区別は明確ではなく、米国においても訴えそれ自体が困難である。また、訴えを提起しても様々な調査のために、民事事件および刑事事件の両方において、莫大な金銭的および時間的コストが必要とされる。

さらに、相場操縦により損害を受けた者に対する民事救済も多くは認容されていない。そのため、70年代以降における訴訟の増加が濫訴の懸念を拡大し、それが商品市場の成長を抑制するということにはならなかった⁽⁹⁸⁾。むしろ、相場操縦に対する訴えを妨げ、訴訟が有する相場操縦に対する抑止的効果を減退させる結果となっている⁽⁹⁹⁾。

3 相場操縦の認定基準

(1) 定義の困難性

商品取引所法は相場操縦に対して規制するが、当該文言については何らの定義もしていない。それ故、相場操縦された市場と適切に機能した市場とを識別しようとすることは、商品取引所法に関する中でも最も重要な問題であり⁽¹⁰⁰⁾、また多くの混乱を生じさせてきた⁽¹⁰¹⁾。

CFTCは、相場操縦の徴候を示す要素として、市場価格を遙かに超えてなされた買付、順次高値による急速な段階的買付、市場規模と比較して大量の買付、を指摘す

る⁽¹⁰²⁾。また、多数の判例を概観すれば、相場操縦を認定する基準として、独占的な買建玉の保有、当該保有者による現物供給の支配、異常に高い人為的な手仕舞価格、主観的意図に基づく行為、という要素を指摘できる。

すなわち、米国の相場操縦に関し、多くの研究論文および連邦裁判所は、相場操縦の定義について考察し、「意図された行為による人為的価格を作り出すこと」と述べている。そして、相場操縦をこのように定義した場合において、「人為的価格」とは何かということに焦点を当て、論じている⁽¹⁰³⁾。

しかし、論文の中には、「人為的な価格」と「適切な価格」とを区別することはあまりにも困難な作業である。例えば、天候不順などによる供給不足から価格が急騰することも考えられる。また、業界に精通していない裁判所が、複雑なデータを分類し、必要とされる確かさの程度をもって、人為的な価格と対立する適切な価格を決定することは不可能であろう、という指摘がある⁽¹⁰⁴⁾。

そこで、相場操縦の定義として、「結果的に生じた価格が人為的であるかどうかよりも、人為的価格を引き起こす過程に焦点を当てるべきである」とするものもある⁽¹⁰⁵⁾。

また、相場操縦を、「市場価格への影響とは関係なく、非経済的または非合理的な行為」と定義するものもある⁽¹⁰⁶⁾。相場操縦という抽象的な概念を定義づけることは、極めて困難であるとされてきた。しかし、相場操縦の認定基準を明確にするためにも、当該作業は極めて重要である。そこで、具体的事例に基づき、相場操縦の認定基準を例示する。

(2) 相場操縦の認定基準

前述したように、CFTCは、相場操縦の徴候を示す要素として、市場価格を遙かに超えてなされた買付、順次高値による急速な段階的買付、市場規模と比較して大量の買付、を指摘する。また、判例を概観すれば、相場操縦の認定基準として、支配・独占的な買建玉の保有、当該保有者が現物の供給を支配、異常に高い人為的な手仕舞価格、これらが主観的意図をもってなされる、ことが指摘できる。

これら要素について、まず建玉の独占について、相場操縦の行為者が先物および現物の両市場において、大量のシェアを有していることが指摘できる。例えば、Great Western Food Distributors判決において、連邦裁判所は建玉の独占に関し、Great Western社のシェアは買建玉を12月15日が56.6%、12月22日が76.2%であり、最終的には73.9%に達した。その一方、現物供給のシェアは45%から50%であり、被告の市場独占を認定した⁽¹⁰⁷⁾。

また、Landon Butler審決では、被告らは穀物取引に対する虚偽または誤解を招く声明を出すとともに、被告が所有または支配した大豆先物契約および現物大豆は、シカゴ取引所において、1954年1月から7月の間における市場の取引終了時に、受渡しうる大豆のうち、94%の建玉に達していた」ことなどから相場操縦が認定された⁽¹⁰⁸⁾。

他方、International Wool社審決では、「被告会社は、5月先物に関し、最終取引期間に、ウールの全買建玉の約60%を保有した。また、入手しうる現物ウール供給の大半を支配した。被告会社が建玉を売却したときに、ウールの価格は約4セントの急激な騰貴を示した」ことから相場操縦が認定された⁽¹⁰⁹⁾。

しかし、市場の取引終了間際に、卵の価格を吊り上げた事例である、David G. Henner審決において、行政法審判官は「市場における全建玉が小さなものでも、相場操縦の認定上、問題はない」と指摘している⁽¹¹⁰⁾。このように、相場操縦の認定に関し、「建玉の独占」要素を強調しすぎることはできない。

また、問題となった「価格の人為性」は、様々な方法で認定している。すなわち、先物価格の水準および変化、先物価格と現物価格間の関係および値開き、相場操縦が行われた月における先物価格と相場操縦前後の月における先物価格との値開き、異なる取引所における値開き、などである。とりわけ、従来の先物価格との相関を重視している事例が多い。また、引渡月の終了近くに価格変化が見られる。

しかし、現在の価格と過去の価格との比較に基づき、「現在の価格が過去の価格よりも人為的である」と判断する根拠は薄弱であり、それ故、価格の人為性を強調しすぎることは、相場操縦の定義として好ましくないという主張がある⁽¹¹¹⁾。

さらに、相場操縦の意図に関しては、行為者の活動に係る非経済的合理性が問題となるであろう。すなわち、本来的な投資家の行為とは反する合理的ではない取引形態などである。

4 相場操縦の違法性

相場操縦の認定において問題となるのは、行為者が相場操縦の意図を有していたかである⁽¹¹²⁾。投資家の意図が人為的な需給を作り出すものでないかぎり、相場操縦とは言えない⁽¹¹³⁾。判例を概観すれば、相場操縦の意図は、行為者の属性および売買取引に経済的利害を有する状況下にあったか、などから存否が判断されている。

FischelおよびRossは、「現実取引による相場操縦はコストが多であり、相場操縦の行為者にとり自滅的である。また、相場操縦の定義とされる『人為的価格を作り出すこと並びに自然な需給関係に対する干渉』などが意味する内容は曖昧であり、合法的行為までも規制対象となる」ことなどから、現実取引による相場操縦を禁止することに異議を唱える⁽¹¹⁴⁾。

しかし、過去の相場操縦事例を概観すれば、価格の変化は小さくとも、相場操縦により利得することは可能である。また、行為者が騰貴した価格により、市場取引で売り抜けることから利益を得るだけでなく、市場外取引または契約などから、何らかの利益を得ることも可能である。さらに、行為者がその属性または地位を利用した場合、相場はより敏感に反応することがある。

このような取引態様に基づき、価格を変動させることは必ずしも困難ではない。しかし、

米国の相場操縦事例にみるように、行為者の取引占有率がごく短期間であり、市場終了時に売買が集中したことにより特定銘柄の需給バランスが崩れ、価格が変動したことだけをもって規制対象となるものではない。

ある商品の価格および出来高が、市場における需給を反映したものであり、当該情報が投資判断の指標として公表されることにより、相場は形成される。その相場に人為的な操作を加えて価格を変動させた場合、商品先物市場は公正な価格形成機能を果たしえなくなる。そして、相場の客観性は失われ、市場に対する信頼性を損なうことになる⁽¹¹⁵⁾。

不特定多数の投資家が相場操縦の対象となった市場に取引参加し、相場を自然の需給関係により形成したと誤認して、売買取引に誘い込まれた場合、不測かつ多大の損害を被る危険性がある。そのため、法は「商品取引の公正確保」という保護法益に加え、より具体的な「投資家の財産的利益の保護」という観点から相場操縦行為を禁止する⁽¹¹⁶⁾。

現実取引による相場操縦は、行為者が対象とする証券に人為的な操作を加えて相場を変動させ、市場実勢および取引状況に関し、第三者の判断を誤らせて⁽¹¹⁷⁾、当該商品の取引に誘い込む可能性を有する行為である。すなわち、一定の市場行為に関する虚偽の印象を作り出すことにより、投資家は対象商品の市場に対する誤った再評価を行うという⁽¹¹⁸⁾、誤解を生じさせる効果を有している。

例えば、投資家は「相場が自然の需給関係により形成されたものである」または「取引の背後に未公開の重要情報が生じている」と誤認して⁽¹¹⁹⁾、市場における売買を行う⁽¹²⁰⁾。

その結果、行為者だけの取引だけでは作り出せない価格を市場に描くことができる。また、相場操縦の行為者が対象商品の市場を支配しているならば、他者を誘引することなく、相場を変動させ、行為者が意図する利益を獲得することができる。しかし、行為者による相場の下支えなどの相場圧力がなくなると、価格は暴落する。

このように、相場操縦は市場に操作を加えることにより、投資家を欺くものであり⁽¹²¹⁾、投資家は多大の経済的損失を被り、市場は信頼性および誠実性を損なう。最終的に、商品先物市場を通じた公正なる価格形成機能およびリスクヘッジ機能が阻害される。ここに相場操縦の悪性を見出すことができる。

おわりに

わが国の商品先物市場が、その本来的機能を適正に果たしていくためには、リスクヘッジのために大量の注文を行っても相場が著しく変動することがないこと、買占めおよび売崩しなどを行う仕手が介在する余地を排除すること、世界的な価格形成の場として他の市場の指標となること、という観点に立つことが必要である。

そのためには、相場操縦の禁止は重要な意義を有している。相場操縦は市場参加者に先物取引ゆえの莫大な金銭的損害をもたらすだけでなく、結果的に資金の流入を弱め、市場規模の拡大を妨げることになる。そして、最終的には一般消費者までもが、市場における需給に

よらない高騰した小売価格を支払うことを余儀なくされ、経済的および社会的弊害をもたらすものである。

わが国の商品取引所法は第1条において、「商品の価格の形成及び売買その他の取引並びに商品市場における取引の受託を公正にする」ことを直接的な目的とし、公正な価格形成の実現が、結果的に、国民経済の適切な運営と商品市場における取引の委託者保護に資するものであるとしている。それ故、相場を歪曲させる相場操縦行為の抑止および排除が、本法の基本理念に通ずるものとして、具体的条項に基づきなされている。

すなわち、商品取引所法第88条は相場操縦を具体的に禁止し、第89条1項および第152条において、相場操縦の民事責任および刑事責任をそれぞれ規定する。また、第90条は過当な取引により相場を騰落させることを防ぐために、主務大臣が会員の取引制限をすることを認めている。そして、第121条は第88条および第90条に違反する行為に対し、主務大臣が取引所にこれら行為の全部または一部の停止を命ずることができる旨を規定する。

しかし、相場操縦という抽象的な概念を有する行為に対し、商品取引所法は具体的な定義を示してはいない。また、相場操縦に関する判例も皆無であるため、「何が相場操縦であるのか」について必ずしも明らかではない。これまで、仕手戦のような相場操縦的要素を有する行為に対しては、主として取引所および業界団体により、市場の混乱を鎮める措置が採られてきた。

法の運用による解決ではなく、このような業界内部だけでの対応は、相場操縦の認定基準をますます曖昧なものにしてきたのも事実である。わが国市場は相場操縦が介入しやすい性質を有しているとされながら、これら状況が商品市場を不透明なものにしていることは否定できない。

他方、米国においては、国内で生産される農産物の価格が、需給関係を離れた異常な騰落を示し、生産者、消費者および加工業者などに多大の被害を与えた。そのため、1936年商品取引所法は、相場操縦に対し極めて多くの条項を規定している。さらに、1974年商品先物取引委員会法の立法化に伴い、独立の市場監督機関たる商品先物取引委員会（CFTC）が設立され、相場操縦に対する規制だけでなく、相場操縦を防止する環境を作るための広範な権限が、CFTCに付与されている。

わが国とは異なり、米国には当該監督機関が存在するだけでなく、1920年代から商品先物の相場操縦に関する判例および審決が多く蓄積されてきた。自らの調査による入手可能な判例および審決111件に基づき、年代別の動向を概観すれば、70年代から判例および審決件数が急増し、それに伴い、民事訴訟も著しく増加している。

従来より米国において、「先物市場は相場操縦されやすい」ことが指摘され、70年代以降の市場規模の拡大は相場操縦行為の増加に繋がった面がある。また、30年代から60年代に至る判例および審決のうち、殆どすべてがCFTCおよびその前身たるCEAが提起したものである。しかし、80年代に提起された46件のうち、30件は民事訴訟であり、CFTCによる訴えを圧倒している。そのため、CFTCは相場操縦行為に対する差止命令および緊急事態宣言により積

極的でなければならぬという意見が少なくない。

しかし、商品取引所法は相場操縦に対して規制するが、当該文言については何らの定義もしていない。それ故、相場操縦された市場と適切に機能した市場とを識別しようとすることは、商品取引所法に関する中でも最も重要な問題であり、また多くの混乱を生じさせてきた。

CFTCは、相場操縦の徴候を示す要素として、市場価格を遙かに超えてなされた買付、順次高値による急速な段階的買付、市場規模と比較して大量の買付、を指摘する。また、多数の判例を概観すれば、相場操縦を認定する基準として、独占的な買建玉の保有、当該保有者による現物供給の支配、異常に高い人為的な手仕舞価格、主観的意図に基づく行為、という要素を指摘できる。

すなわち、米国の相場操縦に関し、多くの研究論文および連邦裁判所は、相場操縦の定義について考察し、「意図された行為による人為的価格を作り出すこと」と述べている。そして、相場操縦をこのように定義した場合において、「人為的価格」とは何かということに焦点を当て、論じている⁽¹⁰⁷⁾。

しかし、論文の中には、「人為的な価格」と「適切な価格」とを区別することはあまりにも困難な作業である。そこで、相場操縦の定義として、「結果的に生じた価格が人為的であるかどうかよりも、人為的価格を引き起こす過程に焦点を当てるべきである」とするものもある。また、相場操縦を、「市場価格への影響とは関係なく、非経済的または非合理的な行為」と定義するものもある。

CFTCが示す相場操縦の徴候を示す要素に関し、建玉の独占について、相場操縦の行為者が先物および現物の両市場において、大量のシェアを有していることが指摘できる。しかし、相場操縦の認定に関し、「建玉の独占」要素を強調しすぎることはできない。

また、問題となった「価格の人為性」は、様々な方法で認定している。すなわち、先物価格の水準および変化、先物価格と現物価格間の関係および値開き、相場操縦が行われた月における先物価格と相場操縦前後の月における先物価格との値開き、異なる取引所における値開き、などである。とりわけ、従来の先物価格との相関を重視している事例が多い。また、引渡月の終了近くに価格変化が見られる。

しかし、現在の価格と過去の価格との比較に基づき、「現在の価格が過去の価格よりも人為的である」と判断する根拠は薄弱であり、それ故、価格の人為性を強調しすぎることは、相場操縦の定義として好ましくないという主張がある。さらに、相場操縦の意図に関しては、行為者の活動に係る非経済的合理性が問題となるであろう。すなわち、本来的な投資家の行為とは反する合理的ではない取引形態などである。

ある商品の価格および出来高が、市場における需給を反映したものであり、当該情報が投資判断の指標として公表されることにより、相場は形成される。その相場に人為的な操作を加えて価格を変動させた場合、商品先物市場は公正な価格形成機能を果たしえなくなる。そして、相場の客観性は失われ、市場に対する信頼性を損なうことになる。

不特定多数の投資家が相場操縦の対象となった市場に取引参加し、相場を自然の需給関係

により形成したと誤認して、売買取引に誘い込まれた場合、不測かつ多大の損害を被る危険性がある。そのため、法は「商品取引の公正確保」という保護法益に加え、より具体的な「投資家の財産的利益の保護」という観点から相場操縦行為を禁止する。

現実取引による相場操縦は、行為者が対象とする証券に人為的な操作を加えて相場を変動させ、市場実勢および取引状況に関し、第三者の判断を誤らせて、当該商品の取引に誘い込む可能性を有する行為である。すなわち、一定の市場行為に関する虚偽の印象を作り出すことにより、投資家は対象商品の市場に対する誤った再評価を行うという、誤解を生じさせる効果を有している。

その結果、行為者だけの取引だけでは作り出せない価格を市場に描くことができる。また、相場操縦の行為者が対象商品の市場を支配しているならば、他者を誘引することなく、相場を変動させ、行為者が意図する利益を獲得することができる。しかし、行為者による相場の下支えなどの相場圧力がなくなると、価格は暴落する。

このように、相場操縦は市場に操作を加えることにより、投資家を欺くものであり、投資家は多大の経済的損失を被り、市場は信頼性および誠実性を損なう。最終的に、商品先物市場を通じた公正なる価格形成機能およびリスクヘッジ機能が阻害される。ここに相場操縦の悪性を見い出すことができる。

以上、これら日米両国の比較に基づき、「商品先物の相場操縦」を排除し、そして抑止していくために、日米の相場操縦規制、取引所および監督機関の役割、相場操縦の認定基準と違法性概念について考察してきた、今後は、商品の相場操縦に関する判例および審決をより詳細に分析し、より効率的でかつ信頼性の高い市場を構築するための施策をより具体的に提案していく予定である。

【注】

- (1) 1985年10月に東京証券取引所（東証）において国債の先物取引が。また1989年には東京金融先物取引所の開設に伴い、金利および通貨の先物取引が開始した。他方、証券の先物に関しては、1987年6月に大阪証券取引所（大証）が株式のパッケージ方式による「株先50」の取引を開始した。翌1988年9月には東証で東証株価指数（TOPIX）、大証で日経平均株価 225種の各指数の先物取引が開始された。1989年6月には名古屋証券取引所において株価指数オプションがスタートし、10月には東証および大証においてもオプションを開始した（佐賀卓雄監修『日本の商品先物市場』（同文館、1992年）6頁）。
- (2) その理由として、生産者主導型の経済政策により、価格変動に対するヘッジ機能がそれほど強くは要請されず、むしろ「価格形成権」をめぐる主要産業界から排斥さえされたこと、行政が積極的な市場拡大策を採ってこなかった等の指摘がある（木原大輔『新時代の商品先物取引』（時事通信社、1992年）4-5頁、佐賀卓雄・前掲注(1) 6頁）。
- (3) 神崎克郎「平成二年商品取引所法改正の概要」龍田 節編『逐条商品取引所法』（商事法務研究会、1995年）15頁。

- (4) 全国商品取引所連合会の統計によれば、1985年度の総出来高が約2,268万枚であり、1999年度はその約3.6倍という著しい成長を示している。また、1900年度は約4,460万枚であり、1999年度はその約1.8倍という成長である。また、ここ5年間では、1995年度の総出来高が約6,819万枚であることから、約1.2倍という増加となっている(全国商品取引所連合会資料)。
- (5) 木原大輔・前掲注(2) 134-174頁。
- (6) Note, *Fraud in Commodity Futures Trading - An Examination of the Investor's Remedies*, 34 Vand.L.Rev. 1349 (1981).
- (7) 商品取引所法令研究会『新商品取引所法』(時事通信社、1991年) 17頁。
- (8) Note (Vand.L.Rev.), *supra* note 6, at 1349.は、「投資家は先物取引により、リスクヘッジャーが移動させたいリスクを吸収することになるが、著しい価格変動に対応するためには、より多くの投資家が取引に参加することが必要である」と述べる。
- (9) Note, *Private Rights of Action for Commodity Futures Investors*, 55 B.U.L.Rev. 804, 807 (1975).
- (10) 土橋 正「アメリカ法における相場操縦の概念及び相場操縦規制について」全国商品取引所連合会編『商品取引所論体系(4)』(全国商品取引所連合会) 181頁。
- (11) 龍田 節「商品先物市場における相場操縦」全国商品取引所連合会編『商品取引所論体系(1)』(全国商品取引所連合会) 205頁は、「相場操縦により先物価格が下落し、それにより現物価格も下落したとしても、生産者は当該商品の生産を手控え、供給が減少することにより、小売価格は最終的には上昇する。」と指摘する。
- (12) 岩本 巖「乾繭の上場適格の問題」商品先物市場1994年1月号48頁、熊田 雅憲「小豆強制解合いに思う」商品先物市場昭和58年2月号41頁。
- (13) 商品取引所法令研究会・前掲注(7) 9頁。
- (14) 証券の相場操縦に関する裁判例に関し、証券取引法第159条の刑事訴訟は、日本鍛工事件(東京地裁昭和56年12月7日判決)、藤田観光株事件(東京地裁平成5年5月19日判決)、協同飼料事件(最高裁平成6年7月21日判決)、日本ユニシス株事件(東京地裁平成6年10月3日判決)、昭和化学株事件(東京地裁平成11年6月24日判決)の5件が、偽装売買、現実取引による相場操縦、または違法な安定操作を含む現実取引による相場操縦に基づき有罪判決が下されている。
- また、東京時計製造株事件(東京地裁昭和51年12月24日判決)、日本熱学株事件(大阪地裁昭和52年6月28日判決)の2件が、違法な安定操作に基づき有罪判決が下されている。
- 他方、証券取引法第160条の民事訴訟は公開の判例集を見るかぎり、三菱地所株事件(東京地裁昭和56年4月27日判決)だけである。本件では、「相場操縦の具体的態様を立証していない」として、損害賠償請求は棄却されている。
- (15) 本研究では、自らの調査による米国の入手可能なものに基づき、商品先物の相場操縦に関する判例および審決111件を対象とする。
- (16) 米国市場では、1991年の総出来高が約26,142万枚であるのに対し、1997年が約44,365万枚、1998年は約50,320枚、1999年は約44,729枚と市場規模は著しく拡大し、わが国市場と比較しても著しい差異

がある（全国商品取引所連合会資料）。

しかし、米国の商品取引所は金利、通貨、株式指数等の金融商品も一括して上場しており、従来のな商品のみで日米の市場規模を比較すれば、約1対2の割合である。上場商品の種類、質、数、人口、国際化の度合いなどを勘案すれば、わが国市場はそれほど見劣りするものではない、という指摘がある（松浦龍雄＝木原大輔＝高岡康行著『変貌する商品先物取引』（東洋経済、1995年）121頁）。

(17) 近藤光男「不公正な証券取引規制に関する一考察」『現代企業と有価証券の法理』（有斐閣、1994年）186頁。

(18) 商品取引所法令研究会・前掲注(7) 7頁。

(19) 土橋 正・前掲注(10) 186頁。

(20) 木原大輔・前掲注(2) 203-209頁。

(21) 龍田 節・前掲注(11) 202頁。

(22) 河本一郎「商品取引所法第1条（目的）解説」龍田 節編・前掲注(3) 35頁。

(23) 河内隆史＝尾崎安央『商品取引所法』（商事法務研究会、1993年）1-2頁。

(24) 商品取引所法第88条は、以下のように規定する。

何人も、商品市場における取引に関し、次に掲げる行為をしてはならない。

一 上場商品の所有権の移転を目的としない売買取引をすること。

二 仮装の取引をし、又は偽って自己の名を用いないで取引をすること。

三 自己のする取引の申込と同時に、それと同一の対価の額又は約定価格等において、他人が当該取引を成立させることのできる申込みをすることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること。

四 削除

五 単独で又は他人と共同して、当該商品市場における取引が繁盛であると誤解させるべき一連の取引又は当該商品市場における相場を変動させるべき一連の取引をすること。

六 第一号から第三号まで又は前号に掲げる行為の委託又は受託をすること。

七 商品市場における相場が自己又は他人の市場操作によって変動すべき旨を流布すること。

八 商品市場における取引をする場合に、重要な事項について虚偽の表示又は誤解を生ぜしむべき表示を故意にすること。

(25) 河内隆史＝尾崎安央・前掲注(23) 118頁。

(26) 山田廣己「商品取引所法第88条（仮装取引、なれ合い取引等の禁止）解説」龍田 節編・前掲注(3) 651頁。

(27) 龍田 節・前掲注(11) 212頁。

(28) 全国商品取引所連合会編『商品取引所法を中心とした先物取引法制度の比較研究』（全国商品取引所連合会）101-102頁。黒沼悦郎「取引による相場操縦の悪性について」森本 滋他編『企業の健全性確保と取締役の責任』（有斐閣、1997年）514頁。

(29) 神崎克郎「現実取引による相場操縦」法曹時報44巻3号581頁。

(30) 龍田 節・前掲注(11) 213頁

- (31) *Bonacum, The Measure of Damages in Rule 10 b-5 Cases Involving Actively Traded Securities*, 26 Stan.L.Rev. 371, 377 (1974) ; *Note, Measurement of Damages in Private Actions under Rule 10b-5*, 68 Wash.L.Rev. 165, 175 (1968).
- (32) 龍田 節「商品取引所法第89条（仮装取引等をした者の損害賠償責任）解説」龍田 節編・前掲注(3) 664頁。
- (33) 山田廣己「商品取引所法第152条（相場操縦の刑事責任）解説」龍田 節編・前掲注(3) 1050頁。
- (34) 山田廣己・前掲注(33) 1050-1051頁。
- (35) 河内隆史 = 尾崎安央・前掲注(23) 121頁
- (36) 全国商品取引所連合会編・前掲注(28) 104頁
- (37) 杉浦市郎「商品取引所法第 121条（取引所に対する監督上の処分）解説」龍田 節編・前掲注(3) 966頁。
- (38) 三菱地所株事件（東京地判昭和56年4月27日判例時報1020号129頁）において、原告は相場操縦を行ったとされる証券会社だけでなく、その監視義務を怠ったとして証券取引所に対し損害賠償を求めるとともに、証券会社および証券取引所に文書提出命令申立を行っている。しかし、裁判所は「同業他社との株価の比較のみから直ちに相場操縦を推定することはできない」として原告の訴えを棄却している。また文書提出命令申立についても、「原告の利益のために作成されたものではない」として棄却されている。
- (39) 近藤光男「相場操縦と取引所に対する損害賠償請求」別冊ジュリスト100号（有斐閣）138頁、139頁。
- (40) 島袋鉄男「相場操縦と証券取引所の民事責任」ジュリスト839号（有斐閣）109頁、112頁。
- (41) 相場操縦禁止規定である商品取引所法第88条は昭和25年に、米国の1936年商品取引所法に倣い、現行法制定の際に設けられたものである。また、米国商品取引所法の相場操縦禁止規定は、米国1934年証券取引所法の相場操縦禁止規定にその淵源を有するとされる（山田廣己・前掲注(33) 653頁）。他方、わが国証券取引法は米国法を参酌して相場操縦の関連規定を設けていることから、わが国の商品取引所法と証券取引法との比較は、有益であると思われる。
- (42) シカゴ・ボード・オブ・トレード編『アメリカの商品取引』（全国商品取引所連合会）208頁。
- (43) Wolff, *Comparative Federal Regulation of the Commodities Exchanges and the National Securities Exchanges*, 38 Geo.Wash.L.Rev. 223, 232 (1969).
- (44) MARKHAM, *THE HISTORY OF COMMODITY FUTURES TRADING AND ITS REGULATION* (Prager Publishers, 1987), §5, at 60-72.
- (45) 米国商品取引所法第3条は、以下のように述べる。なお、本稿における米国商品取引所法の条文は、CCH, *Commodity Exchange Act As Amended and Regulations Thereunder*, September 1995. に基づく。

当該取引によりもたらされる価格は、米合衆国内を通じて及び海外において商品及びその加工品や副産物の生産者及び消費者にとっての価格の決定の基準として、並びに州際通商におけるその物流を円滑にするために広く引用され、伝播されている。かかる取引は、運送業者、販売業者、その他の州際通商において商品及びその他の加工品、副産物の取扱いに従事する者により、価格の変動に伴うあ

りうべき損失に対する保険つなぎの手段として利用されている。

- (46) JOHNSON & HAZEN, *COMMODITIES REGULATION* (Little Brown and Company, 1989), § 5 : *Offenses and Remedies*, at 8.
- (47) Note (B.U.L.Rev), *supra* note 9, at 805-814.
- (48) Note (Vand.L.Rev), *supra* note 6, at 1357-1402.
- (49) Huebner, *Customer Actions Against Commodities Brokers*, Washington State Bar News, 29, June 1991.
- (50) 土橋 正・前掲注(10)186頁。
- (51) JOHNSON & HAZEN, *supra* note 46, at 4.
- (52) *Id.*, at 5.
- (53) *Id.*, at 5.
- (54) *Id.*, at 6.
- (55) *Id.*, at 6.
- (56) *Id.*, at 6.
- (57) *Id.*, at 7.
- (58) *Id.*, at 8.
- (59) *Id.*, at 8.
- (60) *Id.*, at 8.
- (61) *Id.*, at 9.
- (62) 土橋 正・前掲注(10)186頁。
- (63) Edwards & Edwards, *A Legal and Economic Analysis of Manipulation in Futures Markets*, 4 *Journal of Futures Markets* 333, 351 (1984).
- (64) *Id.*, at 352.
- (65) 松浦龍雄他・前掲注(16)110頁。
- (66) 木原大輔・前掲注(2)337頁。
- (67) Markham, *Manipulation of Commodity Futures Prices - The Unprosecutable Crime*, 8 *YALE Journal on Regulation* 281, 333 (1991).
- (68) *Id.*, at 357.
- (69) MARKHAM, *COMMODITY REGULATION : FRAUD, MANIPULATION & OTHER CLAIMS* (Clark Boardman Cllagham, 1995), § 15, *Manipulation : Pre-CFTC Authority*, at 15-3, (1995).
- (70) Markham, *supra* note 67, at 377.
- (71) Lower, *Disruptions of the Futures Market : A Comment on Dealing with Market Manipulation*, 8 *YALE Journal on Regulation* 391, 397 (1991).
- (72) 河内隆史 = 尾崎安央・前掲注(23)120頁。
- (73) 全国商品取引所連合会編・前掲注(28)103頁。

- (74) Note (B.U.L.Rev.), *supra* note 9, at 805-814.
- (75) Bromberg, *Commodities Law and Securities Law - Overlaps and Preemptions*, 1 J.Corp.L. 217, 286 (1976).
- (76) *Id.*, at 287.
- (77) Note (Vand.L.Rev.), *supra* note 6, at 1361.
- (78) 龍田 節・前掲注(11) 211頁。なお、明治26年の取引所法は、虚偽の相場の公示、作製・頒布(取引所法32条の3第1項2号・3号)、及び相場操縦の目的とする虚偽の風説流布・虚計・暴行・脅迫(取引所法32条の4)につき、罰則の制裁を規定している。
- (79) 木原大輔・前掲注(2) 186頁。
- (80) とくに乾藪は少額の資金で買占められ、最も狙われやすい商品である(岩本 巖「乾藪の上場適格の問題」商品先物市場1994年1月号48頁)。また、小豆市場も規模が小さく、この小さい土俵に巨額の資金で仕手が介入すれば、混乱は当然起こりうる(熊田 雅憲「小豆強制解合いに思う」商品先物市場 昭和58年2月号41頁)。
- (81) 昭和34年の「黒糖買占事件」(大阪砂糖取引所年史331-343頁)。
- (82) 昭和52年の「小豆仕手事件」(商品先物市場1995年1月号95頁)。
- (83) 昭和57年の「生糸仕手事件」(商品先物市場昭和57年11月号74-75頁、同昭和57年12月号74-75頁)。
- (84) 昭和57年の「小豆買仕手事件」(商品先物市場昭和58年2月号40-41頁)。
- (85) 昭和60年の「乾藪仕手事件」(商品先物市場昭和60年9月号50頁、同昭和61年3月号47-49頁、同昭和61年6月号63-65頁、同昭和61年8月号55-57頁)。
- (86) 平成2年の「生糸仕手事件」(商品先物市場1993年2月号64頁)。
- (87) 平成4年の「小豆買占事件」(商品先物市場1993年2月号64頁、同1994年2月号70頁)。
- (88) 平成5年の「乾藪仕手事件」(商品先物市場1994年1月号46-49頁及び86頁、同1994年5月号87頁)。
- (89) 木原大輔・前掲注(2) 187頁。
- (90) 商品先物市場昭和57年11月号74-75頁、同昭和57年12月号74-75頁。
- (91) 堤 功「商品先物市場ファイル」商品先物市場1994年5月号86頁。
- (92) 堤 功・前掲注(91)87頁。
- (93) 堤 功「商品先物市場ファイル」商品先物市場1995年1月号94-95頁。
- (94) 堤 功「商品先物市場ファイル」商品先物市場1994年2月号70頁。
- (95) Markham, *supra* note 67, at 285.
- (96) Fischel & Ross, *Should the Law prohibit "Manipulation" in Finance Markets ?*, 105 Harv.L.Rev. 503, 547 (1991).
- (97) Markham, *The Commodity Exchange Monopoly - Reform is Needed*, 48 Wash. and Lee L. Rev. 977, 1028 (1991).
- (98) Note (B.U.L.Rev.), *supra* note 9, at 825.
- (99) Markham, *supra* note 69, at 15-3.
- (100) Friedman, *Stalking The Squeeze : Understanding Commodities Market Manipulation*,

- 89 Michigan Law Review 30 (1990) ; Case Comment, *Commodities : Futures Control : Manipulation Under the Commodity Exchange Act*, 57, Minn.L.Rev. 1243, 1246-1250 (1973).
- (101) Bianco, *The Mechanics of Futures Trading : Speculation and Manipulation*, 6 Hofstra L. Rev. 27, 34 (1977).
- (102) Markham, *supra* note 67, at 369.
- (103) Markham, *supra* note 69, at 15-2 ; Edwards & Edwards, *supra* note 63, at 338.
- (104) Perdue, *Manipulation of Futures Markets : Redefining the Offense*, 56 Fordham L.Rev. 345, 373 (1987).
- (105) *Id.*, at 367.
- (106) Fischel & Ross, *supra* note 96, at 546.
- (107) Great Western Food Distributors, Inc. v. Brannan, 201 F.2d 476 (7th Cir.1953), *cert. denied*, 345 U.S. 997 (1953).
- (108) In re Landon Butler, 14 Agric. Dec. 429 (1955).
- (109) In re International Wool Inc., 22 Agric. Dec. 1325 (1963).
- (110) In re David G.Henner, 30 Agric. Dec. 1151 (1971).
- (111) Perude, *supra* note 104, at 367-368.
- (112) Poser, *Stock Market Manipulation and Corporate Control Transactions*, 40 U. Miami.L.Rev. 671, 709 (1986).
- (113) McCabe, *Puppet Masters or Marionetts : Is Program Trading Manipulative As Defined by The Securities Exchange Act of 1934 ?*, 61 Fordham L.Rev. S 207, S 222-223 (1993).
- (114) Fischel & Ross, *supra* note 96, at 503.
- (115) 榊原一夫「証券取引法違反の罪」藤永幸治編『証券・金融犯罪』(東京法令出版、1997年) 103頁。
- (116) 芝原邦爾「経済刑法の保護法益」法学協会雑誌115巻4号11頁。
- (117) 神崎克郎「現実取引による相場操縦」法曹時報44巻3号7頁。
- (118) Thel, *\$850,000 in Six Minutes - The Mechanics of Securities Manipulation*, 79 Cornell L.Rev. 219, 265 (1994).
- (119) 黒沼悦郎・前掲注 (28) 511頁。
- (120) 芝原邦爾「相場操縦罪における誘引目的」松尾浩也 = 芝原邦爾編『刑事法学の現代的状況』(有斐閣、1994年) 335頁。
- (121) 加賀讓治「相場操縦に関する判例の動向と今後の課題」奥島孝康 = 千野直邦編『現代企業法の諸問題』(成文堂、1996年) 309頁。