金融商品取引法研究会
研究記録第 39 号

デリバティブに関する規制

公益財団法人 日本証券経済研究所
金融商品取引法研究会

ま　え　が　き

日本証券経済研究所の金融商品取引法研究会は、その時々の証券市場、資本市場をめぐる様々な法律問題について、ご専門の研究者や法律実務家の先生方を中心に、また、金融庁のご担当者や実務関係の方々にもオブザーバーとして参加していただき、ご報告、ご討論をしていただく場である。研究会の都度、出来るだけ早く研究記録を刊行し、皆様のお役に立ちたいと考えている。

今回の研究記録は、平成 24 年 9 月 12 日開催の研究会における神田秀樹会長（東京大学大学院法学政治学研究科教授）による「デリバティブに関する規制」と題するご報告と、それについての討論の議事録をお届けするものである。

神田先生からは、我が国におけるデリバティブ取引、中でも、店頭デリバティブ取引に係わる規制に関し、世界金融危機後のグローバルなレベルでの議論や国内の状況等を踏まえつつ、販売勧誘、域外適用、清算集中とった様々な面における検討課題について、ご報告をいただいた。このご報告をうけ、委員やオブザーバーの先生方からは、理論面のみならず実務面からも、活発かつ広範なご議論をいただき、大変有意義な研究会となった。

ご報告をいただき、議事録の整理にもご協力いただいた神田会長に厚くお礼を申し上げ、また研究会にご参加いただき、熱心にご討論いただいた委員やオブザーバーの先生方に心から感謝申し上げる次第である。

平成 24 年 11 月

公益財団法人　日本証券経済研究所
理事長　東　　英　治

デリバティブに関する規制

（平成 24 年 9 月 12 日開催）

報告者　神　田　秀　樹
（東京大学大学院法学政治学研究科教授）

目　　次

Ⅰ　はじめに…… 2
Ⅱ　世界金融危機後の欧米の状況と日本の対応…… 4
　1．一般
　2．店頭デリバティブ規制
　3．店頭デリバティブ規制の主要項目
Ⅲ　国内問題…… 8
　1．販売勧誘規制
Ⅳ　域外適用……12
Ⅴ　清算集中……16
Ⅵ　プ　ロ……18
Ⅶ　担保提供……20
Ⅷ　分別管理……22
Ⅸ　むすびに代えて……24

討　議……25
報告者レジュメ……43
資　料……52

金融商品取引法研究会出席者（平成 24 年 9 月 12 日）

報告者（会長）	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中村聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
オブザーバー	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	藤瀬裕司	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	廣瀬康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	東英治	日本証券経済研究所理事長
〃	高坂進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末吉恵	日本証券経済研究所事務局次長

（敬称略）

デリバティブに関する規制

神田会長　予定の時間になりましたので、始めさせていただきたいと思います。

本日は、金融商品取引法研究会の第９回目の会合になると思います。

既にご案内させていただきましたとおり、本日は、私が「デリバティブに関する規制」ということでご報告をさせていただきます。

なお、司会進行ですけれども、前田先生と交代でやらせていただいておりまして、その交代のローテーションによると本日は私になります。自分が司会をするのは余り適切でないかもしれませんが、実は、前に前田先生がご報告のときに、私、やむを得ない事情で欠席をして、前田先生に自作自演をお願いしてしまいましたので、本日は、そのお返しというか、私が司会と報告の両方を務めさせていただくということでお許しをいただきたいと思います。

まず、お手元に配付したものを簡単に申し上げます。

原稿とはとても呼べないのですけれども、９ページから成るもの、本日はこれに沿ってご報告させていただきます。

次に、そのレジュメというのでしょうか、一部、若干表現が違っているかもしれませんが、２ページのもの。これは項目を並べたもので、ご参考であります。

それから、配付資料ですけれども、この分野、いろいろあるのですけれども、事務局で一覧をつくっていただきました。

資料１－１、これは松尾先生のドッド・フランク法の本の抜粋。

そして、アメリカの店頭デリバティブ取引についてのドッド・フランク法を実施するための規則を本当はお配りできるといいのですけれども、例えばスワップ取引というか店頭取引の定義を定めた最終規則だけでも実は160ページありまして、とても配付できませんので、資料１－２と１－３はCFTCのホームページからのリストです。

資料１－４と１－５は、後でちょっと触れますけれども、域外適用問題に関連する法律事務所とBNPパリバの説明で、比較的新しいものです。

資料２－１と２－２がEU関係でありまして、２－２のほうが、後で申し上げます店頭デリバティブについての包括的な規制で、最近成立して施行されたものです。２－１は、ちょっとさかのぼるのですけれども、Q&Aということでわかりやすいものですから、ご参考として配付させていただきました。

資料３は、先ほどちょっと申し上げましたアメリカの域外適用の規制の提案に対して金融庁と日本銀行が意見を提出しておりますので、英文のものと日本語のものがホームページに掲載されていますけれども、日本語のほうを配付させていただきました。

資料４－１と４－２は国内問題関係で、デリバティブの勧誘についての現在の金商法の規制の出発点になったものです。

資料５と６は神作先生のご論文で、資料７は私が書かせていただいたものです。

それから、資料番号を振っていませんが、今朝、証券六法に載っていないことに気がつきましたので、官報から内閣府令と告示を一番最後につけさせていただきました。

それでは、一番上の私の報告用の原稿に沿って１時間ぐらい報告をさせていただきたいと思います。

Ⅰ　はじめに

まず、１の「はじめに」であります。

近年の日本の金融・証券分野を見ますと、その規制の整備は、例えば金商法は毎年改正されて今日に至っていますけれども、大きく言うと２層構造であります。１つは、世界金融危機の後、グローバルなレベルで行われている議論や合意に対応するもの、もう１つは、日本国内の状況ないし問題への対応です。

本日の報告ですけれども、デリバティブに関する規制といってもたくさんあります。そのうち、最近整備が進んでいる店頭デリバティブ取引に関する規制に焦点を当てて、私が気がついた幾つかの点を問題提起させていただきたいと思います。

なお、取り上げる問題は網羅的ではありません。これは私の能力の問題と時間の関係です。また、デリバティブといいますと、非常に基本的な問題というのでしょうか、例えば今年の改正でいいますと総合取引所という問題、あるいは、どこまでさかのぼるかという問題がありますけれども、昭和60年に国債の先物取引が初めて当時の証券取引法に入って以来、デリバティブという取引を法規制に取り込んでいく上の概念というか定義というか、取り込み方。原資産に着目すべきなのか、アメリカでもデリバティブは商品先物取引所法のほうに入っているのが原則ですけれども、そういう国はむしろ珍しいわけで、そういったような問題も多数あろうかと思います。

本日はそういうことは取り上げませんけれども、お気づきの点があれば、本日私が報告する以外の点についても、もしご教示をいただければ、原稿にするときにぜひ考えさせていただきたいと思います。

また、この研究会は金商法研究会ですので、当然、金融商品取引法上の規制に関する問題を取り上げますけれども、私も研究者の１人として、波及し得る私法上の観点や問題に非常に関心がありますので、この点に多少重点を置いてみたいと思います。

以下、２で簡単に世界金融危機後の欧米の状況と日本の対応をお話しし、３で国内の状況への対応という話をします。４以下は個別の問題です。ただし、これはいずれも金融危機後の制度整備に関係するものです。４、５、６、７そして８と問題提起をさせていただきたいと思います。

なお、６、７、８の問題提起は、本日資料７としてお配りしております私自身の「金融法務事情」の原稿と内容が基本的に同じです。本日ここで問題提起をさせていただいて、もし皆様方のご意見等を伺えれば大変ありがたく思います。私自身としては、全く自信のない、個人的な問題提起であります。

Ⅱ　世界金融危機後の欧米の状況と日本の対応

１．一般

２の「世界金融危機後の欧米の状況と日本の対応」です。

一般的なところは、皆様方、十分ご存じだと思いますけれども、私が把握している範囲のことをごく簡単に、そこに書いたものを読み上げさせていただきます。

金融危機発生の後の規制や法制のあり方の議論をグローバルなレベルでリードしているのはＧ 20 という団体です。このＧ 20 は、金融危機の後、７回のサミット会合を開催しています。2008 年 11 月のワシントン以来、ロンドン、ピッツバーグ、トロント、ソウル、カンヌ、直近ではこの６月にメキシコのロスカボスで行われています。

このＧ 20 と連携して具体的な作業を行うのは、主として FSB（金融安定化理事会）であり、さらに、昔からありますバーゼル銀行監督委員会あるいは IOSCO、その他の国際機関です。

このＧ 20 及び FSB がリーダーシップをとる形で行われてきた金融危機後の対応の処方箋は、極めて多くの項目にわたっています。今年の６月のロスカボスの会合において、FSB は作業の進捗状況等の最新版を報告しています。また、この会議において、バーゼル銀行監督委員会はいわゆるバーゼルⅢの整備の状況等の報告をしています。

文献を引用していなくて大変申しわけありませんが、この辺については、「法律時報」の９月号に書かせていただきましたので、私の見方はそういったものをご参照いただければと思います。

このような世界的なレベルでの議論がされる中で、各国とも法規制の整備が行われてきているという状況であります。例えばアメリカでは、2010 年７月に大変有名なドッド・フランク法が成立していまして、その後、同法のもとでの規則等の整備がされつつあるというわけであります。多くの項目にわたる包括的な規制がされています。そのうちのデリバティブの部分につい

て、松尾先生の本からの抜粋を資料１－１としてお手元にお配りした次第です。例えば、大変有名なボルカー・ルールというものがありますけれども、銀行等に顧客サービスと関係しない自己勘定取引を禁止するというルールは非常にユニークなものです。

その次のなお書きは、ギリシャ問題ですので飛ばさせていただきます。

２．店頭デリバティブ規制

２ページに行きまして、（２）の「店頭デリバティブ規制」です。

2009年９月、ちょうどリーマン･ショックから１年後になりますけれども、Ｇ20のピッツバーグ会合において、一定の店頭デリバティブ取引について次の３つのことが合意されました。第１は、清算集中です。CCP　central counterparty、そういうタイプの清算機関を通じた清算を義務づけること。第２として、取引情報の保存・報告を義務づけること。第３に、電子取引基盤の利用を義務づけること。各国は今年の年末までに措置をとることが合意されております。本当は、なぜこういうことを合意したかということも問題になるわけです。そのためには、店頭デリバティブ取引がどういう形で金融危機を招いたかという話をしなければいけないのですが、本日は時間の関係で省略させていただきます。

ただ、ここで何をしようとしているかというと、従来、店頭ですから相対で行われてきた店頭デリバティブをそのままにしておくと、金融機関が思わぬリスクを負ってリスク管理に失敗する可能性があるということと、もう１つは、監督当局が情報不足でありまして、適切な監督なり規制をするためにはやはり情報が必要だという、この２つがキーポイントだと私は理解しています。

以上のようなピッツバーグ合意を受けまして、アメリカではドッド・フランク法のもとでCFTCが順次規則を制定・施行中です。

なお、アメリカでは、店頭デリバティブ取引は、金融商品すべてについて、原則CFTCが所管でありまして、法制度的にいいますと、商品取引所法と

いう法律のもとで規制されることになっていることはご存じかと思います。ただし、現物の証券を原資産とするデリバティブについては、証券取引法というのでしょうか、SEC が所管になりますので、実際のこの分野の規則制定は CFTC と SEC の連名になっている場合が多いということであります。

CFTC のドッド・フランク法のもとでの規則制定、ドッド・フランク法はデリバティブ取引だけではありませんけれども、CFTC が出てくるのはデリバティブですので、資料１－２と１－３をご覧ください。資料１－２が決定されたファイナルルールの一覧で、１－３は提案中のルールの一覧です。

こういう状態でずっと制定されてきているというわけであります。例えば資料１－２の８月 13 日付というのが、スワップ取引とか、要するに、規制の対象となるデリバティブ取引の範囲を定める最終ルールでありまして、そこに書いてありますとおり、10 月 12 日に施行されます。先ほどちょっとご紹介しましたように、連邦官報（FR　Federal Register）、現在はすべてオンラインになっていて入手することは簡単ですけれども、それだけでも 160 ページあるという状況でして、私もとても読み切れておらず、最初の１、２ページぐらいしかそれぞれのルールについて見ていませんが、こういう状態で規則が次々に制定され、施行されています。

次に、EU ですけれども、EU も同じでありまして、関係する規則が整備されつつあります。店頭デリバティブ規制の包括基本法となりますのは、EMIR（European Market Infrastructures Regulation）です。題名からはどうしてデリバティブなのかというのがありますけれども。

資料２－２をご覧いただきますと、時間があれば後で条文にも若干触れますけれども、今年の７月４日に最終制定されまして、EU の官報（Official Journal）に載ってから 20 日で施行ですので、今年の８月 16 日から施行されています。

これは EU における「regulation」という種類の法であることに留意する必要があります。すなわち、EU における立法の種類としては、例えば「指令（directive）」があります。そのほかにもいろんな種類のものがあります

けれども、「directive」は、EU 加盟国がそれを国内法化するという義務をEU との関係では負いますけれども、それぞれの加盟国が国内法化しない限り、その加盟国の私人に適用はされません。

それに対して、「regulation」と呼ばれているものは直接適用でありますので、EMIR は、施行されると直接 EU 全域において私人を拘束することになります。ただ、この EMIR は、ドッド・フランク法ほど抽象的でないかもしれませんけれども、フレームワーク法でありまして、これだけでは細かいことは決まっていませんで、細かい規則の制定が現在なされつつあります。その制定主体は ESMA（European Securities Market Authority）です。これは、各国の上に EU レベルで存在している、ルールメーキングをする組織です。昔「CESR」と呼んでいたところが改組されたものです。

３．店頭デリバティブ規制の主要項目

日本はどうかということですけれども、日本では金融商品取引法の改正で対応しています。平成 22 年の改正で（ア）の清算集中と（イ）の取引情報の保存・報告に対応しました。これが 156 条の 62 以下ですが、施行が今年の 11 月 1 日です。

それから、（ウ）の電子取引基盤の利用の義務づけは今年の金商法の改正で実現しました。ただ、今年の金商法改正は、先週、９月６日に何とか成立しましたけれども、昨日私が見た限りではまだ官報に公告はされていないように思われます。

そういう状況でありまして、各国がピッツバーグの合意を実施しているわけですけれども、この（ア）（イ）（ウ）の規制の具体的な中身を見ますと、さきほどアメリカでタイトルだけご紹介しましたけれども、適用対象となる店頭デリバティブ取引の範囲、その他の点は国によって違っています。

それから、これは後で申し上げますけれども、規制の実効性を高めようとしますと、行為規制だけかけていたのでは、例えば、あるデリバティブ取引は清算機関に持っていきなさいとだけ言っていたのでは実効性がないという

問題があります。店頭デリバティブ取引の主体について登録制などを導入するかなどの問題。それから、「域外適用のルール」とそこには書きましたけれども、その国の外にいるカウンターパーティ等に行為規制をかける、場合によっては主体の規制をかけるという問題が生じまして、各国は非常に苦労しており、難しい問題を生じさせています。その問題の一端は、後で個別の問題のところでお話しさせていただきます。

以上が国際レベルでの動向の概観です。

Ⅲ　国内問題

次に、３の「国内問題」です。これについても一言だけ私の問題提起をさせていただきます。

１．販売勧誘規制

店頭デリバティブ取引、あるいはもう少し広げてもいいかと思いますけれども、日本国内においてデリバティブ取引で引き続き問題になっているのは販売勧誘問題だと思います。ただ、この販売勧誘問題というのはどういう形で問題になるかというと、要は、顧客が損をしたときに、その部分を販売勧誘規制違反として業者を訴えて賠償なりを求めるという形になると思いますので、結局のところ、キーポイントは私法上の効果にあるように思われます。そこで、この点について問題提起をさせていただきます。

「適合性原則・説明義務」のところに書きましたように、金商法の定める適合性原則や説明義務に違反した場合の取引の私法上の効果につきましては、適合性原則に違反した場合についての最高裁の平成 17 年 7 月 14 日の大変有名な判決があります。この事件は、証券会社が株価指数オプションの売り取引を勧誘したケースです。３ページの３行目から読み上げさせていただきます。

「これらは」というのは適合性原則のことですが、「これらは、直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置

付けのものではあるが、証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である」というわけです。

ここで重要なことは、「著しく逸脱」とか、そういう点もあるのですが、この事件自体は原審を破棄したのですけれども、原審では、適合性原則を、私法上の適合性原則というのでしょうか、そういう表現がいいかどうか、「広義の説明義務」とかいろんな言い方をしますが、そういうことで判断していたのに対して、この最高裁の理解は明らかに当時の証券取引法、現在でいえば金商法の定める適合性原則についての判示と理解される点が興味深いです。もう１点は、自主規制も同列に述べられているということです。

金商法違反の場合の私法上の効果に関するこのような考え方は、それがどこまで当てはまるのかという難しい問題を生じさせているように思われます。繰り返しになりますけれども、この分野は、紛争になれば要は幾らもらえるかということが勝負だと思いますので、顧客が業者を訴える、そして幾ら払ってもらえるかという話になるというのが私の理解です。

このこととの関係で、例えば金商法の平成 23 年改正は、無登録業者による未公開株の販売取引などにつきまして、これを私法上無効とする旨の規定を新設しました。大変有名な規定でして、金商法の 171 条の２、わざわざ見ていただく必要はありませんけれども、お手元の証券六法ですと 218 ページにあります。

これ自体をここで正面から取り上げるつもりはありませけれども、こういう規定が入ると反対解釈されるおそれが当然出てくるわけです。こういう場合は無効なのだから、これがない場合は金商法に違反しても無効にならないでしょう、そういう反対解釈をされるべきものとは思われないわけです。なお、私法上の効果という場合に、効力が無効になり得るかという話と、不法行為法上の違法になって損害賠償責任が生ずるかというのは、一応は別の話です。

それから、近々予定されます会社法改正におきまして、この９月の上旬に法制審議会の総会で承認されました要綱によりますと、金商法上の一定の公開買付規制に違反した場合に、公開買付けによって株式を取得して株主になった者の議決権を停止させるという趣旨での差止め制度が会社法上新設される予定です。ただ、これも、こういう規定が導入されますと、反対解釈されるべきか、つまり、規定がない場合はそういうことはないということになるのかどうかという問題があるように思います。

私が持っている問題意識は、適合性原則とか説明義務については多くの私法上の判例がありまして、その裁判例の中で、金商法に違反した場合にどうかというのは、直ちに私法上の効果はないものの、ある程度蓄積があると思います。

これに対して、次に書きました不招請勧誘規制、それから商品の内容規制というのでしょうか、そういう場合はどうなんだろうかという問題があるように思います。すなわち、適合性原則や説明義務以外の金商法上の規制の違反があった場合の私法上の効果をどう考えるべきかも問題になるわけです。

例えば不招請勧誘規制の違反があった場合やレバレッジ（倍率）規制、外為証拠金取引は昨年の８月から 25 倍になっていますし、証券 CFD 取引については、例えば個別株では昨年の１月から５倍という規制が金商法上あるわけです。こういう商品の内容の規制に違反した場合にどうかという問題があります。

さらにいえば、その次ですが、金商法の違反ではなく、日本証券業協会等が定める自主規制の違反があった場合、私法上の効果がどうなるかという問題も当然のことながらあります。一例として、日本証券業協会では証券 CFD 取引について勧誘の自主規制を定めていますけれども、こういうものに違反した場合にどうなるかということであります。先ほどちょっと申し上げましたように、平成 17 年の最高裁判決は、法律だけではなくて自主規制についても同列に述べているように思われるわけです。

冒頭、ちょっとご紹介しましたけれども、現在の国内問題対応というのは、

資料４－１と４－２に沿ってでき上がっています。ちょっと古い資料なのですけれども、わかりやすい資料ですので一応おつけしました。平成22年、ちょうど２年前になりますけれども、不招請勧誘規制を広げると同時に、自主規制でもルールを強化するということであります。本日は時間の関係で省略しますけれども、現在のデリバティブ取引についての販売勧誘規制は大体こういう状況になっています。要は、いろんな次元で違反が生じ得るわけです。その場合に、行政処分その他の効果が生じることはいいとしまして、やはり最後の勝負は、私法上の損害賠償、あるいは、それに似たような形での損害の回復ということだと思われますので、そうだとしますと、違反した場合の私法上の効果がどうかということはきめ細かく検討しておく必要があるように思います。

最後に、ADR 制度について一言だけ申し上げます。

金融商品取引法の違反があったような場合、当事者、主として投資家は、いわゆる金融 ADR 制度を通じて救済を求めることができます。最近、大変有名なのは、異常な円高になっていますので、通貨デリバティブ取引で損をした人がいっぱいいます。これは個人には売れないので中小企業ということになりますけれども、金融 ADR 制度による紛争解決に非常に多くの事例が持ち込まれていると伺っています。銀行協会のほうでやっておられる ADR には 700 件とか、そういう状況のようですし、FINMAC のほうにもそれなりに持ち込まれていると伺っています。

ただ、このテーマについては、今年の金融法学会で、投資家側の弁護士の方と金融機関側の弁護士の方が報告をして議論を闘わせることになっていますので、本日は資料はお配りしていません。ADR 制度については、まさかこんなに利用されるとは予想していなかったわけですけれども、こういう利用のされ方がいいのだろうかということを含めて、いろいろ考えさせられる問題が多いということだけ本日は言及させていただきます。もし何か先生方お気づきの点があれば、ご指摘いただければ光栄です。

さて、次に、国際的なルール整備との関係で、個別の問題を４以下で幾つ

か問題提起をさせていただきます。

Ⅳ　域外適用

まず、４の「域外適用」です。

先ほど簡単に述べましたけれども、店頭デリバティブ規制の整備の中で、アメリカでは、国外の取引当事者についても、主体の規制、すなわち、スワップ・ディーラー等としての登録を求め、その上で行為規制を課す。行為規制というのは、清算集中をするため清算機関に持っていきなさい、それから取引情報を保存して報告しなさい、そして電子取引基盤を使いなさいということです。そういう行為規制を課すなどの案が提案されています。

これに対しては、日本からだけではありませんで、各国から多様な意見が寄せられているようでありますけれども、冒頭、資料の説明のところでご紹介しましたように、金融庁と日本銀行もことしの８月13日付で意見を提出しています。

私もホームページで知って、特にそれ以外の形で関与しているわけではありませんので、いろいろ誤解している面もあるかとは思いますけれども、どの資料に基づいて補足させていただいたらいいか、ちょっと難しいところはありますが、BNPパリバの日本語での説明資料がわかりやすいと思いますので、資料１－５をご覧ください。

ことしの９月６日付の「米国スワップ規制の動向」というものです。１ページ目の１の「概略」の２段落目ですが、「非米国企業についても、米国におけるスワップ取引や米系企業とのスワップ取引が僅少とは言えない場合等に、スワップ・ディーラーとしての登録が義務付けられる。CFTCは、米国金融システムへのリスクの伝播を未然に防ぐという観点から、スワップ・ディーラーに求められる要件を外国企業にも幅広く適用することを想定している。このため、世界的な二重規制の問題が懸念されている」。

「二重規制」という意味は、例えば日本の業者がアメリカでの規制に服しますと、日本の規制とアメリカの規制の両方に従わなければいけないという

問題です。「CFTC は、こうした懸念への配慮から『代替的コンプライアンス』と呼ばれる措置を提案しているものの、その適用範囲が狭いことが問題になっている」というわけです。

２ページ目をご覧いただきますと、「スワップ・ディーラー」とは何なのかという定義がありますけれども、時間の関係がございますので、３ページ目をご覧いただくと、「スワップ・ディーラーに課される義務」について書かれています。義務というのは、基本的には全部かかるのですけれども、企業レベルの規制と取引レベルの規制があるというわけです。そして、最初に申し上げました「代替的コンプライアンス」というのは、要するに、同じような規制が本国であるのだったらそれでもいいというわけであります。

４ページの下の図表１、これが企業レベルでの規制です。それから、５ページ目の図表２と３、これが取引レベルの規制です。そこでは「非米国人」と書いてありますが、アメリカ人以外のスワップ・ディーラーと、「MSP」というのは、２ページ目の真ん中あたりに定義されているように、スワップ・ディーラーまではいかないけれども、そこでは「主要スワップ参加者」と訳していますが、比較的大規模にスワップ取引をしている者という意味です。また、スワップ・ディーラーや MSP ではない人でもなお行為規制がかかるということになります。

金融庁と日銀の共同の意見は、５ページの下から６ページに紹介されており、本日も資料として日本語訳のほうを資料３としておつけしました。ただ、これをご紹介している時間はありませんので、ごく簡単に言うと、適用が広過ぎるということ、それから、拙速にやらないで、もうちょっと慎重にやってくださいということです。

これに対して、EU のほうはアメリカのやり方とは多少違いまして、いわゆる「equivalence approach」と呼ばれている同等性を求めるアプローチです。これは、先ほどの EMIR でいうと 13 条をご覧いただければと思います。資料２－２です。しかし、わかりやすいのは資料２－１の Q&A のほうでして、これ自体は３月のもので、私の探し方が悪いと思うのですけれども、

EMIR が最終的に制定された後に Q&A は制定されていないみたいなものですから、3月のものをおつけしました。3月は案を公表したときのものです。

それでいいますと、3ページ目の下3分の1ぐらいのあたりに「How will the regulation interact with third countries ?」というのがあります。いわゆる同等性アプローチだということを言っています。同等性アプローチとはどういうことかというと、第三国が、例えば日本ですけれども、EU と同等のレベルの規制を持っている場合には、その規制に服している人には EU の規制は免除します、そうでなければ EU の規制を適用します、こういう考え方です。

EMIR を見るべきかもしれませんけれども、時間の関係で先へ進ませていただきたいと思います。

アメリカも EU も、私の報告資料では4ページの一番上になるのですけれども、業者以外の者にも行為規制が適用されるという点では同様です。すなわち、業者の登録制度に服さない人も、スワップ取引について、先ほどの（ア）（イ）（ウ）の行為規制というか義務づけを受けるということです。

これに対して日本ではどうかということですが、当面は、7月に制定されました内閣府令、本日は官報を2つお配りしましたが、1つが内閣府令で、もう1つが、清算集中の対象となる取引を定める告示です（資料8－1と資料8－2）。全部は長いものですから最初の2ページをお配りさせていただきました。

清算集中を例にとって申し上げたいと思います。証券六法の 396 ページ、156 条の1号と2号がございまして、1号は、我が国において清算する必要があるということで、日本国内の清算機関を通じた清算を義務づけているものです。2号は、そこにありますように、清算は義務づけられますけれども、日本の清算機関で清算しなくてもいい。外国の清算機関でもいいし、「連携」と言っていますけれども、清算機関が内外連携する清算メカニズムでやってもいいというものです。

このうちの1号で定める、すなわち国内での清算を義務づけるものの取引

というのが、お手元の内閣府令の２条１項で定義され、２号のほうの取引は２項で定義されていますけれども、それらは告示に投げられていますので、お手元の告示にあるように、１条のほうはいわゆる CDS（クレジット・デリバティブ）のうちのある程度リスクの高いもの、参照する企業の数が 50 までの iTraxx というものです。それから、金商法の条文で言うと２号のほうはいわゆる円建てのプレーンの金利スワップです。告示の第２条。とにかく 11 月１日はこれでスタートしますということです。

しかし、適用除外が官報の府令の２ページ目にありまして、同じ２条の３項の１号から５号までが適用除外ということになります。

第１号をご覧いただきますと、報告資料にも張りつけましたけれども、「取引の当事者の一方が金融商品取引業者等以外の者である場合には、当該取引は、法第 156 条の 62 第１号及び第２号に規定する内閣府令で定める取引に該当しないものとする」としています。

ついでですけれども、第５号というのがありまして、「金融商品取引業者等が行った取引に基づく債務を金融商品取引清算機関等に負担させることが不適当であると認められる特別の事情があるものとして金融庁長官が指定する場合」はやはり適用除外ということになります。この「不適当」というのは、案の段階では「困難」という表現だったのが最終的には「不適当」になったようですけれども、いずれにしても、まだ指定されているものはないように思います。

とにかくこれで 11 月１日はスタートするということであり、今後、状況を見ながら、さらに清算義務づけの対象となる取引がふえていく可能性があるわけですけれども、ただ、重要なことは、やはり日本では伝統的な考え方だと思うのですが、規制の実効性ということにかんがみて、主体を規制しないで行為規制だけかけるということは余りやらないのかなというふうに感じます。ただ、金融庁の規則制定に当たって、私もいろいろなところで議論に参加したことは全くなく、ホームページを読んで勉強しているだけなので間違っているかもしれませんけれども、第１段としてこれを定めて出発すると

いうことなので、今後、アメリカやEUの動向、そしてアメリカやEUとの交渉等を通じながら、将来さらに日本の内閣府令の規制は改正されていくと理解しています。

V　清算集中

５の「清算集中」です。

清算集中には、いわゆる多数当事者間取引、特に一括清算ネッティングと呼ばれているリスク管理方法との関係で、少なくとも次のような２つの問題があるように思います。「多数当事者」と書きましたけれども、厳密に言いますと、二者間でも問題になります。どういう話かといいますと、例えばＡとＢという金融機関がスワップ取引をしている。そして、それが清算集中の対象になりますと、このＡとＢの取引によって生じた債権債務は、ＡとCCP、CCPとＢという債権債務に置きかえられます。Ａ、Ｂ、Ｃという３つの金融機関がここでいう多数当事者間取引ですけれども、いろいろな取引をやっていた場合でもそれぞれの債権債務は、ＡとCCP、ＢとCCP、ＣとCCPという二者間に置きかえられることになります。

このような債権債務を、清算機関を相手方とする債権債務にどうやって置きかえるかという問題が法的にあります。私法上の問題です。この点については、現行日本法上は特別の規定はありませんで、民法、商法の一般規定のもとで行われるということです。一般的には債務引受の構成がとられることが多いと理解しています。

この点につきまして、民法の債権法改正作業におきまして、「三面更改」制度というものが提案され、審議されているようです。これは資料６、「金融法務事情」の神作先生の論文の最後のほうにご紹介があります。なお、そこには電子取引基盤についても詳細なご紹介がありますので、ご参照いただければと思います。

その先、報告資料には書いていないのですけれども、三面更改制度というのはどうも登記を要求するようでして、もし登記を要求するとすると、その

登記が間違っていたり、登記がなかったりした場合にどういう効力が生じるのかという問題が当然ながらあり、重大な問題になります。

もう１点、清算機関外での取引のうちのどこまでの付随的取引が清算集中義務の対象になるかという問題があります。これも私は、背景を全然知りませんで、単に金融庁のホームページからダウンロードしているだけですので、的が外れているかもしれませんけれども、本日お配りしようと思ったんですが、余りに量が多いので最終的にはやめました。７月 11 日に府令を制定したときに、いつものように金融庁は「パブリックコメントに対する金融庁の考え方」を公表しています。その項番の 55 というのを口頭でご紹介させていただきます。

次のような意見があって、それに対して金融庁の回答ということです。意見のほうは、一体取引（三者以上の多数当事者間において、各取引当事者間の各取引相手に対する市場リスク感応度を低減するため、各取引当事者間において行われている既存の取引に新たに追加して行う相対取引）、これを一体取引と定義し、一体取引はシステミックリスクの低減を目的として行われるものであり、清算集中義務の趣旨に沿うものであるから、清算集中の対象とする必要がない上、当該相対取引が清算集中の対象とされると一体取引の支障となる。かかる一体取引を清算集中の対象外とすることができるよう、店頭デリバティブ府令の第５号の、当時「困難」と言っていたのを、先ほど言いましたけれども、「困難または不適当」に変更してほしいというのが意見であります。

これに対する金融庁の考え方ですけれども、「ご意見の一体取引の内容やシステミックリスク低減のために果たす機能、有効性は必ずしも明確ではなく、現時点では、一体取引を清算集中の対象外とすることは適当ではないと考えられます。他方で、店頭デリバティブ府令の先ほどの５号ですけれども、最終的には、「困難」という表現は「不適当」という表現に修正いたします」というふうに答えています。

ただ、もうちょっと一般的な問題があるように私は思います。つまり、よ

り一般的に言いますと、従来、各金融機関は、相対で相手方との間で総合的なリスク管理、すなわちカウンターパーティリスクの管理をしてきたわけです。ですから、Aという金融機関はBとの間で行う種々の取引すべてを見て、例えばそのリスクのエクスポージャーの量の上限を設定する、担保をとる、それから一括清算ネッティングの合意をする、これらが三大手法ですけれども、そういうカウンターパーティリスクの管理をしてきたわけです。

しかし、一部の取引だけは清算機関に持っていかなければいけないとなると、こうしたリスクの管理のあり方が大きな影響を受けることになります。なぜなら、例えば、AとBで100の取引をやっていたうちの60を清算機関に持っていくということになりますと、60はAとCCP、CCPとBという二者間取引になります。しかし、残りの40はAとBのままなわけで、従来、100全体についてリスク管理していたものが、泣き別れというか分断されてしまうわけでありまして、この影響は無視し得ないものがあると思われます。もう少し申し上げるべきかもしれませんけれども、先へ進ませていただきます。

Ⅵ　プロ

次は、6の「プロ」と呼ばれている問題です。

金融商品取引法は、いわゆる特定投資家、一般投資家という区分があるのですけれども、このような一般的なプロ・アマ区分に対して、デリバティブ取引については別の区分が用いられています。すなわち、次の者を相手方として行う有価証券関係店頭デリバティブ以外の店頭デリバティブ取引ですけれども、そもそも業に該当しないということになっています。

このように、特定投資家とは異なる線引きで「デリバティブ・プロ」などと俗称されているようですけれども、こういう者についてはそもそも業に当たらないとしている理由はどこにあるのであろうかということです。

この点については、これらの取引は、投資目的というよりもリスク管理等の目的で行われる場合もあり、特に上記のようなデリバティブ・プロが取引

当事者となる場合には、リスク管理能力を備えた者同士で行われる取引であって、投資者保護の必要性も乏しいため、金融先物取引に関する専門的知識・経験を有すると認められる者として内閣府令に定める者等を顧客とする店頭金融先物取引について、当時、金融先物取引法のもとで業に含めないとしていたものも参考として適用除外されたというふうに説明されています。これは松尾先生と松本さんの本の引用なのですけれども、文献は「金融法務事情」の注に引用してありますので、この報告資料では引用を省略させていただきます。また、そもそも金融商品取引業の定義から除外するものなので、対象となる相手方の範囲が特定投資家と異なることには合理性があるとその本には述べられています。

しかし、実質論として考えてみますと、ちょっと疑問の余地があるのではないか。つまり、これらの規定は、この規定だけではないのですけれども、これも「金融法務事情」のほうには書かせていただきましたが、要は金先法の引っ越しに際して引き継いだということではないか。ただ、従来、金先法には、デリバティブ・プロの要件として資本金の額が一定額以上の株式会社というのがあったのですけれども、当時の金先法は3000万円だったのを金商法で10億円に引き上げました。

その後の括弧書きは松尾先生と松本さんの本にある文章ですが、「幅広い金融商品・取引を対象として投資者保護の徹底を図るという金融商品取引法の趣旨にかんがみ、また、昨今の一部銀行における不適正事例等もふまえ、真に支障がないと認められる範囲に限定」した趣旨と説明されています。ただ、やや揚げ足をとるようで申しわけありませんけれども、まさしく幅広い金融商品取引を対象として投資者保護の徹底を図るという金商法の趣旨からしますと、デリバティブ・プロを相手方とする店頭デリバティブ取引について、しかも、有価証券関連以外の店頭デリバティブ取引についてだけ金商業から一律除外するというやり方は再考されてしかるべきではないか。むしろ、特定・一般といったような線引きで行為規制を外していく。あるいは、いずれにしても横断的に整合的な規制のほうがいいのではないかと思います。た

だ、外しているのはこれだけではありませんで、ほかにも個別に外しているのがありますが、本日は時間の関係で省略させていただきます。

Ⅶ　担保提供

次に、7の「担保提供」です。

リーマン・ショック以降のデリバティブ取引の重要な課題の1つとして、要するに、契約の書き方がよくなかったのではないかという指摘が、余り大っぴらには言われていないかもしれませんけれども、私の周りにいる外国のISDAの関係者からはそういう話をよく聞きます。この課題に関連して、まさにリーマン社の破綻との関係で、デリバティブ取引における契約の解釈が問題になった東京高等裁判所の判例があります。裁判例自体は本日はお配りしていませんけれども、簡単にご紹介し、問題提起をさせていただきます。

この事件の概要は次のとおりです。すなわち、平成18年12月27日、日本の金融機関であるX（東京都民銀行）が、Y（リーマン・ブラザーズ証券株式会社）との間でISDAのマスター契約（1992年版と思われます）を使用した基本契約を締結し、デリバティブ取引を開始しました。その後、XとYとの間で、マスター契約に基づくデリバティブ取引から発生する相手方の信用リスクを軽減し、有担保化を可能にするクレジット・サポート・アネックス契約（これもISDAが作成した書式で1995年版と思われます）、「CSA契約」と略していますけれども、これを締結し、ずっと取引をしてきたわけです。XはYに額面20億円分の国債を交付しました。ところが、Yのほうが倒産してしまい、リーマン・ショックで本国でチャプター11の手続が申し立てられまして、この日は日本では休みの日でしたので、16日になりますけれども、日本の子会社であるYについても民事再生手続開始の申立てがされ、開始決定がされました。

そこで、Xは、預けた国債、担保として出した国債を返せと取戻権を主張したわけです。正確には、国債の償還があったので金銭の賠償の請求もしているのですけれども、ここでは国債を返せと言ったというふうにさせていた

だきます。

第１審、第２審ともＸは負けました。いずれも ISDA の作成した CSA 契約書式には、一般に、質権形式のものと消費貸借形式の両方があって、本件では後者が選択されている。そのような消費貸借形式の本件 CSA 契約に基づく国債の提供について、契約条項の詳細な検討をした上で裁判所は担保的構成を否定し、Ｘの取戻権を否定しました。いわゆる担保的構成というのは、譲渡担保で一般的に言われているものでありまして、譲渡担保が認められますと、本件は通常とは逆の担保権者のほうが倒産したケースですけれども、その場合には差し入れた担保は返してもらうことができます。もちろん、被担保債務は払っているという前提です。

本件では、日本の金融機関であるＸのほうがリーマン社よりはるかに小さいわけで、リーマン社という大手の金融機関を相手としてデリバティブ取引をしていた、そして、その中で国債をいわば担保として差し入れたりしていたところ、相手方のほうが破綻してしまったというリーマン・ショックであって、非常に気の毒な感じがします。

ただ、第１審及び控訴審の判旨が述べていますように、ISDA が作成している User's Guide というものがありまして、そこには、消費貸借形式の場合には、義務者は権利者が債務不履行に陥った場合には債務を超過する資産の返還を求める債権的権利のみを有し、一般債権者に優先して受け戻す一般的権利を有するものではないと書かれています。そこで、消費貸借形式を採用した場合には、質権形式を採用した場合と異なり、取戻権が認められないものという説明がされていまして、本件 CSA 契約の解釈としては、裁判所の結論はやむを得ないものであったように思われます。本件後の教訓としては、実務的には、カウンターパーティリスクの管理としては、余剰が生じないように管理すべきだということになろうかと思います。

それはともかくとして、本件を機にむしろ問題提起したいのは次のような点です。

第１に、そもそもデリバティブ取引の私法上の形式として、なぜ消費貸借

方式という方式が用いられるのであろうかということです。これはいろいろ歴史的な経緯もあるのですけれども、時間の関係で次へ行かせていただきます。

第２に、振替証券について、日本法のもとで担保的構成は可能か。もうちょっと具体的に言いますと、振替証券について譲渡担保が可能かということです。制度的には質入れと並んで譲渡担保も予定されています。振替法の条文はそれを前提とした規定で、旧保管振替法を引き継いだ規定だという説明が立案担当者によってなされています。しかし、種類物だというふうに考えますと、そういうものに譲渡担保が可能かと問われると、余りよくわからないということがあります。

第３に、本件のような事例は一括清算法という特別法が適用されるのではないか。そうでなくても、本件は民事再生ですので、再生法でいうと 51 条ですけれども、そこで準用する破産法 58 条が適用されるのではないか。そうすると、結論はそれで決まるので、裁判所はこれらの規定の適用を問題としていないのですけれども、これらの規定で解決すべき事例ではなかったかということがあります。

第４の点は省略させていただきます。

Ⅷ　分別管理

今、ご紹介した裁判例の事案と若干関係しますけれども、デリバティブ取引において、契約の当事者が相手方当事者から受け取った資産（ここでは「預かり資産」と呼ばせていただきます）について、分別管理義務を負うことと、その資産を使うこととは両立しないのか、あるいはし得ないのかという問題を最後に提起させていただきます。

８ページに行かせていただきまして、２行目ですけれども、預かり資産の使用については、大きく言って２つ問題があるように思います。第１は、預かった当事者がそれを譲渡する等していろいろな形で使って、後日、同種同量のものを預けた当事者に返却するという合意となっている場合、今、上で

紹介した判例の考え方ですと、譲渡担保は成立する余地がないと考えられますけれども、本当にそういう考え方でいいのだろうかということです。

２番目の問題は、本日特に問題提起したいのですけれども、預かった当事者が預かったものを使用して、後日、同種同量のものを預けた人に返すという合意となっている場合、金商法における分別管理義務との関係で、分別管理をしていないことになるのであろうかということです。分別管理義務は、本当は私法上と金商法上と両方検討しなければいけませんけれども、本日は金商法だけで述べさせていただきます。

このように言うと、分別管理している資産でも、それを使ったりして変動することがある、つまり甲という資産が変動して乙になって、丙になって、丁になってということはあり得るので、依然として分別管理しているというのが可能のように思われるのですけれども、現在の金商法の条文を見ますと、分別管理している資産は使用不可というふうに読めます。これは私は全く自信がありませんで、読み方が間違っているかもしれませんが、もしそのように条文を読むのだとしますと、そこまでする理由がよくわからないということです。

金商法の規定ですけれども、有価証券関連デリバティブ取引については43条の２、それ以外のデリバティブ取引については43条の３です。分別管理義務を金融商品取引業者にかけています。表現が「分別して管理」とか「区分して管理」とかありますけれども、立ち入りません。この分別管理義務は、特定投資家との関係でも適用除外はされません。金商法は、分別管理の対象となる資産が有価証券の場合と金銭の場合とで、分別管理の方法を区別して規定しています。

以下、有価証券関連デリバティブについて、条文の順番に申し上げます。

まず第１に、有価証券関連デリバティブ取引において、顧客の計算において金融商品取引業者が占有する有価証券及び金商業者が顧客から預託を受けた有価証券は、分別管理することが義務づけられます。例外として、契約により金融商品取引業者が消費できる有価証券の分別管理は要求されません。

第２に、有価証券関連デリバティブ取引について、顧客の計算に属する金銭及び金融商品取引業者が顧客から預託を受けた金銭も、原則として分別管理が要求されます。しかし、金銭については、８ページの最後の行から９ページの１行目ですけれども、契約により金融商品取引業者が消費できるものは分別管理を要しないという例外は認められていません。

そこで、認められているほうの、契約により金融商品取引業者が消費できる有価証券とは何ぞやという意味が問題になりますけれども、さっきから申し上げていますように、恐らく消費貸借方式の場合がこれに該当すると考えられます。そうだとしますと、分別管理と消費とは両立しないと金商法は考えていることになります。しかも、有価証券の場合と異なりまして、金銭については消費不可、常に分別管理を要求しているというふうに条文は読めます。そうだとすると、例えば消費貸借方式での有価証券関連デリバティブにおいて、あるいはそうでなくてもだと思いますが、預かった金銭はどのような場合であってもおよそ使うことができないということになります。

しかし、原理的に考えてみますと、分別管理と消費は、先ほど言いましたように両立すると考えられます。例えば分別管理している有価証券を売却して、対価として金銭を取得した場合には、それまで分別管理の対象であった有価証券が金銭になるだけのことです。逆もそうです。先ほど申しましたように、甲という資産が乙、丙、丁と変わっていくだけで、分別管理していかなければいけない点は変わりません。どうもそのあたり、現行の金商法の考え方が私にはよくわからないところであります。

以上に述べたこと以外についても、資料に書いたような関連することがあります。

Ⅸ　むすびに代えて

報告の時間である１時間がたってしまいましたので、最後に９の「むすびに代えて」です。デリバティブ取引については、店頭デリバティブ取引だけではないかと思いますけれども、いろいろな問題があるように思われます。

今後そういった問題についての検討が進められれば有益ではないかと考えます。

非常にはしょってしまって、配付した資料のご説明が不十分のところもあったかと思いますし、口頭で読み上げた資料等もあってご迷惑をおかけしましたけれども、報告の予定の時間を過ぎましたので、私の報告は以上とさせていただきます。どうもありがとうございました。

討　　議

神田会長　それでは、報告者から司会者に交代にさせていただきます。どの点でも、どなたからでも、ご質問、ご意見をご自由にご発言いただければと思います。よろしくお願いいたします。

前田副会長　域外適用の関係で質問させていただきたいのですけれども、店頭デリバティブ取引として規制対象とする取引の範囲は、国によって違っているのではないかと思います。そうしますと、例えばアメリカが規制をかけようとしている取引が、日本法のもとでは全く規制が存在しない、あるいは、日本法のもとでは、例えば保険と見て、保険業法のほうで規制をかけている。こういう問題は、現実にあるかどうかはともかくとして、理論的には起こり得ると考えてよろしいのでしょうか。

神田会長　全くそのとおりです。スワップ取引でも、アメリカの定義は、先ほど160ページと申し上げましたけれども、基本的な発想として、取引のタイプで切るよりはリスクの量で切っています。日本のように、１号のほうはCDS、２号のほうは金利スワップという切り方と違うように思います。

前田副会長　ありがとうございます。

神田会長　ちょっと追加させていただきます。一般論を言うと、二重規制の問題は必ず生じます。国際的に合意した規制が全く同じ内容ならいいけれども、仮に内容は同じでも、言語も違えば、エンフォースの仕方も違うわけですから、ダブルに適用になると、当然、二重規制の問題が生じるのです。これは、世界で１つの法律、世界で１つの規制機関というか、１つの言語にで

もしない限り解決できない。論理的に言えば、そういう問題ではないでしょうか。

永井オブザーバー（以下 OBS） 実務の状況を若干ご紹介させていただきます。アメリカのドッド・フランク法上のスワップ・ディーラーの登録規制の例では、私どもの日本の法人である野村證券は、これを登録することによって規制が厳しくなり、その負荷がふえることが想像されますので、それは避けたいと考えます。そのため、米国人との取引は日本法人ではしないように回避手段を検討します。米国人との取引は米国法人で行うことで対応していこうということになるわけです。

ロンドン法人での取引が次の問題になりますが、先ほど先生からもお話がありましたように、規定の細かな内容が現時点では決まっておらず、スワップ・ディーラーとして登録すべきか、それともメジャー・スワップ・パーティシパントとして、マーケット・メークまでは行わない業者のステータスを採用すべきかが悩みです。仮登録だけを行い、状況を見ながら具体的な取引を考えざるを得ないのが今の実態です。

想定元本の取引額に応じて、軽微基準（ミニマム・スレッシュホールド）が決まっており、それを超えなければ登録義務は課されないという議論があります。想定元本の計算の仕方自体、先ほどのお話しでもありましたが、何を計算するのかまだ正確に決まっていません。80 億ドルの金額、これが多いか少ないかの議論は別として、これを超えれば本登録が義務付けられるのであれば、それまでは仮登録で様子を見ようと考えます。

前田先生がおっしゃるように、どこで取引をするのかは、業者やお客様が選ぶことになります。さらに、清算機関も複数あり、そこに国際間競争が発生してしまう。同じ取引をどこの清算機関で行うのが一番便利か、取引する者が選ぶことになります。安きに流れることも否定できませんが、国際間で清算機関競争が起き、取引所、電子取引基盤の場所の競争が起きて、それを取引参加者が選びますが、jurisdiction によって規制の違いも生じることになります。

ISDA のような統一的なルールの取引であっても、実際の事例では、先ほど都民銀行の判例のご紹介がありましたが裁判での解決が求められ、我々も破綻したリーマンの日本法人との清算は未だ終わっていないネッティング事例があります。裁判所では、ネッティングをいつの時点の価格で行うべきか、９月 16 日の連休明けの日か、前週の金曜日のリーマン・ショック前の価格をとるべきかも議論されています。

判決による解決ではなく、結局は、和解が解決手段にならざるを得ないのではないかと思っています。

近藤委員　よくわからなかったので、教えていただきたいのですけれども、アメリカやユーロでは規制の対象にしているのに、日本では規制の対象にしないのかというあたりが問題になるのかと思います。そういう規制のあり方が分かれてくるところは、レジュメの４ページのあたりから考えますと、結局、清算集中義務を課すのが適切かどうか、清算機関のもとに置くことが適切かどうかというところが分かれ目になると理解してよろしいでしょうか。

神田会長　それは結構重要な点でして、まず、業者に登録制などの参入規制をかけないで――したがって業者にならないのですけれども、行為規制だけかけるというやり方に実効性があるかというのが私の認識です。もちろん金商法一般で見れば、上場会社にディスクロージャーの義務をかけているではないかという話はあるわけですけれども、この手の行為規制の場合に、Ａさんと Ｂさんとの間で行われるデリバティブ取引を清算集中してくださいとか、状況を報告してくださいとか、電子取引基盤を使ってくださいというのは、仮に極端な話、ＡもＢも業者でないところに行為規制だけかけますと、違反した場合の行政処分は、なかなかやりようがありません。

私の理解は、少なくともＡは業者である必要がある。Ｂも業者であれば全く問題ないのですけれども、「当面」と私は書いたのですが、日本は、ＡとＢのどちらかが業者でなかったら、もう行為規制はかけないというところから出発しよう、それが私の内閣府令２条３項１号の読み方です。ただ、これはもちろん違ったアプローチも可能です。例えば一方が業者であれば、他方

は別に業者でなくても行為規制をかけて、違反があれば、業者のほうに行政処分をかけるということは可能です。少なくともアメリカやＥＵを見る限りは、当事者が業者でない場合に外すというやり方はしていません。私の理解は、日本は、ここは狭いところから出発しているという気がします。

その話とは別に、近藤先生がおっしゃる、そもそもどういう取引が清算を強制するのに値するのか。それは規模で決まるのか、リスクの質のようなものなのかという問いは、私は別途あるような気がします。ここでの一番の問題は、主体の規制なくして、取引の規制だけして実効性があるのかということだと思います。日本の場合には、域外と言う前に、域内であっても、日本国内であっても、Ａが金融商品取引業者、Ｂが金融商品取引業者以外だったら外れる。まずはそこから出発するということではないかと思います。ただ、条文を見て言っているだけですから、私の理解は違っているかもしれません。

黒沼委員　今話題になっている点は、お話を聞いていて、非常に難しい問題だと思ったのですけれども、ＥＵやアメリカでは、金融機関と非金融機関との間の取引も一定の限度で行為規制をかけようとしている。日本がそうなっていないのは、2010 年の改正のときに、とりあえず取引量が多い金融機関同士の一定のデリバティブ取引を規制の対象にして、国際的な動向を注視していこうという説明がなされていたと思います。

しかし、考えてみると、金融機関同士のデリバティブ取引は何のために行われているのかという取引の質によっても違うと思うのです。金融機関が事業会社との間で大量のデリバティブ取引をしていて、そのリスクヘッジのために金融機関同士で取引をしているだけかもしれない。そのときに、金融機関同士の取引だけ清算集中の対象にして、それで金融システムに対する重大な影響を遮断できるのかというと、疑問があるようにも思いました。清算集中とか報告義務のレベルでいうと、一方が金融機関であれば、日本のやり方でも可能であることは可能です。そこまでは広げてもいいような感じがしているのですけれども、先生の感触ではいかがでしょうか。

神田会長　私もずっと同じようなことを考えていました。一方が業者であれ

ば、その業者を通じて実効性を確保できるのではないかと思っていました。域外はともかくとして、国内に限定しても、実は私、本日の報告を引き受けたときにはそういうものだと思い込んでいたのですけれども、府令を見ると、もっと狭いところから出発しているので、慎重を期したのかなと思いました。デリバティブ取引全般に、実務的な文献は多いのですけれども、法律問題についての文献が非常に少なくて、よくわからない問題が多い感じがします。

永井 OBS　神田先生がおっしゃるとおりです。リーマン・ショック以降、金融機関の破綻がグローバルに影響を与えるシステミックリスクをいかに回避していくのかが議論され、金融機関の取引内容を捕捉できれば、ある程度全体像に近い姿は捕捉できます。システミックリスクをどこまで回避できるかをあらかじめ把握しておくことが重要な目的になると思われます。

松尾委員　神田先生のご指摘の論点で、金商法絡みのところですが、まず４ページ目から５ページ目にかけての例のプロの議論は、経緯論として、神田先生のご指摘のとおりです。従前、金先法で除外していたもの、金融機関等以外のもの、例えば商社が規制なく行っていたものをどこまで規制対象にするのかという問題があって、その適用除外方式を引き継いだ上で、一部銀行の不適正事例があったので、中小企業の保護に支障を来さないという観点から、資本金は 10 億円を基準にしたというのが経緯でありました。これは経緯論にすぎず、確かに理論的にどうかということはあります。これは両方向に働き得るものです。有価証券店頭デリバティブ取引については除外していないではないかという点はそのとおりなのですけれども、だから金先を除外するのはおかしいというのとは逆に、有価証券店頭デリバティブ取引についても除外してもいいのではないかというように、両方向の議論に発展し得る課題かなと思います。

分別管理の問題は、最近、若干実務的に考える機会がありました。私も先生と同じく、金商法が果たして原理的に消費貸借と両立しないと考えているのかというと、そうではないのではないかと思っています。金商業府令の 136 条に分別管理の方法がいろいろ書いてあるのですが、136 条１項４号を

ご覧いただくと、第三者をして保管させる場合について割と許容範囲を広げています。特に括弧の中に、外国の第三者をして保管させる場合において区分して保管させることができないときは、帳簿で判別できる状態で保管させてもいいとあります。これは実務上のニーズに対応したものですが、逆に言うと、外国のところで消費されていても、同種同量のものが保全されていればいいという考え方を否定していないと思います。一見厳しいように見えるのですが、実務的には結構広く保管方法を認めているということがあります。

あと、実務的に大変興味深いのは、金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針Ⅷ-2-6(1)です。これは、登録金融機関の分別管理に係る留意事項を定めるものですが、登録金融機関が有価証券関連業務に係る取引に伴って発生する顧客からの金銭の預託等を、当該登録金融機関の本来の業務である預金として取り扱う場合には、当該金銭は分別管理の対象とならないことに留意するとあります。

記憶によると、実務上のニーズが強いので、まあいいかということでこのように定められていることなのです。これはなぜかということをよく考えると、私自身も理論的な整理がついていなくて申しわけないのですけれども、預金は消費寄託なので、分別管理の対象とならなくていいということになっている一方、預金という形での分別管理の方法もあるとは書いていないわけです。分別管理の一方法として整理しているのではなくて、分別管理の対象とならないと整理しています。なぜならないのかは、済みませんが、幾ら条文を読んでも正直言ってわかりません（笑）。分別管理の一方法と認めたほうがよかったのかなと今にしては思いますけれども、申しわけないのですが、理論的にはこの場ではちょっと整理がつかない。そういう問題があるということです。

あと、私自身が最近考えていることを論点としてちょっと申し上げたいと思います。先週成立した平成24年の金商法改正では、G 20で合意した電子取引基盤について、日本では、第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者、旧証券会社の行為として認めるという整理がなされています。

実は電子取引基盤は、見方によっては取引所と類似の機能を果たし得るわけですが、金商法の２条 14 項に「金融商品市場」の定義があり、「有価証券の売買又は市場デリバティブ取引を行う市場をいう」と規定されていて、デリバティブ取引は市場デリバティブ取引に限定されています。これは金融庁の市場課関係者に非公式に聞いたので、公式な見解ではないのですけれども、なぜ取引所類似としないのかというと、この金融商品市場の定義との関係で、店頭デリバティブ取引は形式的には当たらないので、取引所との類似性を問題にする必要はないということでした。

それはそうなのですが、理論的には、有価証券の売買については、取引所取引であろうと、店頭取引であろうと、金融商品市場の定義に入っています。そのために、平成 16 年改正で PTS の価格決定方式として競争売買の方法を認めたときに、取引所との区別が問題になって、量的基準を設けたわけです。有価証券の売買については、常に取引所との区別が問題になるのですけれども、店頭デリバティブ取引についてはそういう整理になっていないわけです。あと、PTS は金融商品取引業の登録に加えて認可が必要ですけれども、PTS の対象にデリバティブ取引は入っていませんので、PTS にもならないことになります。このため、有価証券の売買よりもリスクが高いかもしれないと思われる店頭デリバティブ取引の電子取引基盤については、認可も要らないということになっています。これは金融庁に聞いたら、認可まで要らないということだったのですけれども、理論的にどうかという課題はあろうかと思います。

もうちょっと言いますと、市場デリバティブ取引と店頭デリバティブ取引は一体何が違うのかという論点があります。金商法２条 21 項に市場デリバティブ取引の定義があるのですけれども、「金融商品市場において」と書いていて、これは一種のトートロジーなのです。これは私も金融庁関係者も自覚しているのですけれども、結局 18 年改正で、それまでの「有価証券市場」を「金融商品市場」に直したときに、市場デリバティブ取引を入れて、有価証券市場を機械的に金融商品市場に置きかえたので、そういう問題が生じて

しまっているわけです。

ただ、平成16年改正のときの高橋さん、新聞報道によると、今度、内閣法制局の総務主幹になられたそうですが、高橋さんの本（高橋康文『平成16年証券取引所改正のすべて』（第一法規、2005））の解説によると、旧証取法の「有価証券市場」については、取引所の有価証券市場と解すべきだと書いています。市場デリバティブ取引は金融商品市場と書いていますけれども、取引所金融商品市場においてとなっておりますので、市場デリバティブ取引は取引所でしか行うことができない。とすると、上場有価証券は店頭取引もできますが、日経225の店頭取引はできない。これが論理的帰結になります。そういうことを最近つらつら考えていまして、そういうマニアックな論点があるということをご紹介させていただきたいと思います。

神田会長　解決するとしたら、どういう方向ですか。現物のようにブローカーレベルでやるもの、ＰＴＳ、そして取引所市場でやるもの、デリバティブもそういうふうに整理するのですか。

松尾委員　今回、金融庁は、電子取引基盤についてはPTSの対象にするのではないかという事前報道もあって、私は、なるほど、そう整理するのか、それなら金融商品市場の定義を変えるのかなと大変興味を持って見ていたのですけれども、そこは変えませんでした。変えると、また厄介な問題が生じると思われるのですけれども、要はデリバティブ取引について、有価証券と同じように金融商品市場の対象にしてしまって、PTSについては、取引所との区分は80条２項で除外になっていますので、そういうやり方もあったと思うのです。どちらがいいかよくわからないのですけれども、PTSにしてしまって、80条２項で取引所の免許は除外するというやり方もあったかなとは思います。

神田会長　今の点でも結構ですし、ほかの点でも結構です。いかがでしょうか。

永井OBS　PTSについては、そもそも取引所と同様の規制に服させるべきか否かは議論が分かれると思いますが、むしろ私人間取引の自由度をいかに

高めるかという観点も重要です。余りに規制を強化すると、国際間競争や取引所間ないしは電子取引基盤同士の競争において劣後してしまいます。

どこでどういう取引をやるのが一番効率的・エフィシェントかをグローバルな参加者は考えています。

先ほどご説明があった消費貸借が専ら使われている理由は、これが実務上一番簡単だからです。消費貸借であれば、受入れた証券をレポ等に利用でき、資金調達に使えて有効利用が可能です。登記手続きなどは不便ですし、また質権では相手の同意なしにレポ等への活用ができないため、消費貸借の方法を実務では使ってきたのだと思います（英国でも、担保の対象を担保の受入側で自由に利用できる制度（Title Transfer）が利用され、日本の消費貸借類似の制度が利用されることが一般的です）。

神田会長　神作先生、本日は論文を２つ配付させていただいたのですが、いかがでしょうか。

神作委員　松尾先生の先ほどのご指摘に関連して、ご質問させていただきたいと思います。私が誤解しているのかもしれませんが、日本は店頭デリバティブ取引については電子取引基盤の強制について証券業として位置づけることとし、PTS でも取引所でもないとしています。これに対し、ＥＵでは、PTS に類似したものとして、しかしそれともまた異なる電子取引基盤として OTF という概念を創設し、取引所および PTS と並ぶ一般的な取引システムとして位置づけようとしていると思います。アメリカにおいては、スワップ取引に対象を絞った上でスワップ取引執行システム（SEF）という概念を創設しています。アメリカにおいても、ＥＵにおいてもマルチ・ディーラー型のものだけを捕捉しようとしているのでどちらかというと取引所類似の規律が中心となるのに対して、日本はシングル・ディーラー型のものについても電子取引基盤の中に含めるという前提で議論されているために、業法的な位置づけをせざるを得ないのではないかと理解していました。そのような理解についてはいかがでしょうか。

松尾委員　済みません、私は理論的なことを言っているので、金融庁がなぜ

こうしたか一切関与していませんから、わかりませんが、有価証券だって今は非常に幅広いです。何でもありで、仕組債もあります。今のPTSは非常に幅広く、別にマルチではないものも取り扱っているわけです。私は政策的な考慮を度外視して、あくまで理論的なことを申し上げています。価値判断の問題は度外視して、整合性の問題として申し上げているので、誤解しないようにしていただきたいのですが、政策的考慮からすると、日本の電子取引基盤は広いので、業として位置づければいいということはあり得るのですけれども、マルチも入っているわけです。そこをどう考えるかで、理論的に一義的な答えが出るわけではない。最後は価値判断で決まる問題、あるいは実務的な考慮で決まる問題にすぎないわけです。

私も責任があるのですが、今の金商法の体系はどうもすっきりしません。要は市場の定義がない。マーケットとは何かという根本的な問題が解決されていなくて、市場がだんだん広くなってきているのです。昔は取引所だけでしたが、証券業協会の店頭売買有価証券市場を認めることに始まって、PTSも少なくとも有価証券については有価証券市場としてマーケットだと認められて、店頭デリバティブ取引市場についても、電子取引基盤は実質的には市場に近いものだと思います。方向性としては多分永井さんがおっしゃっておられた方向性で、市場の規制方式が多様化してきているということかなと思いますけれども、今回、金融庁は理論的に整理してくれるのかなと思っていたら、理論的整理はせずに表面だけ手当てした。私も人のことを言えた義理ではありませんが、「解説で市場について書いてほしい」と言ったのですが、多分書かないと思います。そういう理論的な問題が残っているということを申し上げたいと思います。

神田会長　理論的ということでいうと、多分２つ問題があると思います。１つは、３階建てか２階建てかという問題で、これはアメリカ方式、ヨーロッパのアプローチ、日本のアプローチがあります。現物の場合にあるように、狭い意味での店頭がありますけれども、取引所とブローカーという２階建て方式で整理するのか、間にPTSというジャンルを設けるのか。日本は現物

については３階建てをとっているので、デリバティブ取引についてどうしますかということで、２階建てである。それでいいのかという話です。もう１つは、先ほど松尾先生がおっしゃった、取引所で取引したものについて、別にＡさんとＢさんが相対で取引しても構わないので、そこの部分をデリバティブのところはどうするかです。

今回は、基本的には店頭デリバティブのほうの電子取引基盤の話なので、もちろん取引所で取引してもいいのでしょうけれども、少なくとも一番下のというか、ブローカーとしての電子取引基盤を通じてくださいよというところを要求しているのだと思いますけれども、理論的には、取引所取引を場外でやっていいかという話も、現物の場合とデリバティブの場合は違っているわけで、それでいいかということではないでしょうか。私も、松尾先生がおっしゃられた違わせる理屈は、どちらの問題についても立ちにくいように思います。３階建てのほうも、PTS 規制を廃止して、現物のほうを２階建てにする手もあると思いますけれども、どちらの問題もどうなのですかね。

ほかの点でも結構ですし、いかがでしょうか。

青木委員　３ページの下のほうの ADR 制度ですけれども、先ほど神田先生は、通貨スワップについて ADR を使い過ぎだというニュアンスのことをおっしゃいました。もし使い過ぎというか、ADR のほうに偏り過ぎだというのであれば、むしろもっと裁判に行くべきだとお考えなのでしょうか。

神田会長　難しい問いですけれども、ADR 制度そのものは私も高く評価しています。直接かかわったわけではないのですけれども、諸外国の経験でも、例えば日本でいう勧誘・販売ルールの違反があった場合、私が知る限り、イギリスですと、ほとんどが ADR というか、オンブズマンのところで解決し、アメリカですと、個人であってもほとんどが仲裁で解決するので、裁判所に行くケースはそう多くないと思います。そういうことから見ても、ADR という制度自体は私も非常にいい制度だと思ってはいます。

ただ、通貨デリバティブが急に円高に振れて、多くの中小企業が片っ端から全部 ADR に持ち込んでいるような状態になっている。それはなぜかとい

うと、本日は配付していませんけれども、金融法学会の「金融法務事情」で、両方の弁護士さんがどちらも ADR 制度はちょっと問題ではないかとおっしゃっているのです。そうだとすると、当事者はどうも、ADR 制度は必ずしもこういうタイプのものを典型として考えていなかったという印象を受けるということがあります。

私の印象では、具体的に言いますと、金額が大き過ぎるような気がします。私は昔イギリスのオンブズマンを調べたことがあります。それはもちろんケースによりますからいろいろですけれども、一般個人投資家が損害を受けて、説明義務違反だ、勧誘規制違反だと言う場合、平均値は大体 100 万円以内ぐらいです。イギリスで聞いた場合では、たまに例外的に 1000 万円ぐらいを認めるケースがあるとは言っていたのですけれども、裁判に比べると早くやるということで、両方納得して裁判所に行かないということのようです。

ところが、通貨デリバティブの場合には、中小企業は億単位で損害の填補を求めていて、実態は件数ぐらいしかわからないのですけれども、私が聞く限り、金融機関もどんどん払っているようです。そうだとすると、本来 ADR が想定した世界とちょっとずれているような気がします。端的に規模が非常に大きい。「裁判所へ行けばいいというものではないでしょう」と言われれば、そうかもしれませんが、私の従来の感覚から言えば、この種のものは裁判所に行っていたのではないかと感じてはいます。青木さんはこの分野を以前にご報告されたと思いますが、いかがですか。

青木委員　最近、金利スワップについてですが高裁判決の評釈を書いたときに、通貨スワップについても ADR でどういう結果が出ているかも見てみました。そうすると、どういう事件か裁判のようにはわからないという限界はあるのですけれども、先生が先ほどおっしゃったようにどんどん払っています（追記、しかもある程度の勝率が見込める感じであり、裁判よりも予測しやすい）。裁判は弁護士費用を払わなくてはいけないし、銀行と正面切ってけんかをすることになるから、裁判に行けというほうが難しいと思います。ADR がたくさん使われているほうが自然に私には思えました。

そこで「ADRを使うのはちょっと」とおっしゃっるご趣旨をお伺いしてみたのですけれども、金額がイギリスやアメリカの場合と比べて大きいというのはそのとおりだと思います。現行ADRのような手続きでやっていいのかという不安もございますけれども、日本の金融界において、中小企業に対する問題がこういう形が上がってくることは初めから予想されていることでしょう。この商品も5年ぐらいしか売っていないから、これが終わったら、次はまた別な形（たとえば保険、証券系）でこのぐらいの規模で起こり得るでしょう。（追記、銀行業界が現在と同程度規模のままであれば）、ADRがこういう形で使われることは当然かと思います。手続き的に問題があれば手を打つべきものは手を打って、むしろ裁判に流さないほうがいいのではないでしょうか。裁判に流れたら非常に無駄が多いような気が私はしております。

松尾委員　今、特に全銀協で行われている為替デリバティブに関するADRをどう評価するかにかかわってくると思います。まさに金融法学会で議論されていて、私は「金融法務事情」に論文を書いたので（「店頭デリバティブ取引等の投資勧誘の在り方」金法1939号70頁）、もう繰り返しませんが、かなり画一的な取り扱いで、要は申立人にとってはメリットが大きいから利用されるわけで、おっしゃるとおり利用されると思います。ただ、それが価値判断としていいかどうかというのは別問題だと私は思っています。

永井OBS　全銀協の場合とFINMAC（証券・金融商品あっせん相談センター）の状況は少し違うようですが、統計的には、FINMACは、23年度のあっせんが1年間で467件です。そのうち、金融先物、デリバティブ、CFD等が大体4割ぐらいを占めていて、旧来型の株式、債券、投資信託よりは、むしろデリバティブに関係するものが多くなっています。金額的にも、弊社の経験からも増えていると思われます。特に為替関連の事例での紛争が増えています。

本年度24年は4月から8月までのあっせんは163件です。これは去年の同時期と比較してそれほど変わらないようです。和解での終結は180件のうちの84件です。不調で終わっているものが88件。その他取り下げ等がある

と思いますが、大体５割ぐらいが和解で解決されています。

弊社の例でも、和解での解決が望ましい場合、フレキシブルに解決を優先させる対応も採っています。

神田会長　ADR について、本日私が持ってきた金融法学会の資料で、弁護士の方が述べられておられるのは、１つは手続、１つは内容です。例えば手続のほうでいいますと、重要な資料が証拠資料として事前に開示されることはなく、当日あっせん委員限りで示されることがあるとか、そういうことがあるようです。内容面でいうと、結局、為替が逆に振れれば損するわけなので、これは自己責任ではないですかというところで、この手のものは、いや、そんなことは説明を受けていないという話になるわけです。

私も、おっしゃるように、裁判所に行けばベターだというわけでは決してないと思いますので、なるようになっているということではないかと思います。

神作委員　２回目のご質問で恐縮ですけれども、神田先生にご質問させていただきたいと思います。清算集中の話と担保提供の話との関係ですけれども、担保提供のところで取り上げられた具体的な事案を見ますと、担保の管理が非常に非効率と申しますか、うまくいっていない。そういう話だとすると、例えば清算集中のような形で集中的に決済についてコントロールを行うことが効率的であるという意見も一方に出てくるように思われます。他方で、本来は個別的にカウンターパーティリスクをきちんと計測して制御していって、担保なりネッティングなり契約ベースでコントロールしていくべきであり、そのための契約や実務、場合によっては法制度を改善していくという方向があるかと存じます。両者は必ずしも二律背反的なものではないと思いますが、CCP による集中決済の部分では当事者間の管理から脱落するという点で排他的な関係に立ち、その両者のバランスをどのように図るかという問題があると思うのです。

沿革的には、最初、デリバティブ取引は CCP を用いて行われていたのが、カウンターパーティ・リスクの管理がだんだん発達してきたので、CCP を

使う必要性が薄れてきた。そこで相対ですなわち店頭デリバティブ取引として行われるようになって、また歴史がちょっと戻っているような感触がするのですけれども、再び当事者間によるカウンターパーティ・リスクの管理の限界が明らかになってきたということではないかと理解しています。清算集中と契約当事者間における個別的なリスク管理とのバランスと申しますか関係はこれからどのような方向に行くのか、その点についてのご感触を教えていただければと思います。

神田会長　なぜ清算集中義務を負わせるか、それは私も関心があるところなのですけれども、よくわからないというか、これは恐らくデリバティブ取引だけではないと思いますが、すべての取引が１つの清算機関を通じてクリアされるようになるというのでしたら、比較的わかりやすいと思います。しかし、先ほども言いましたように、100の取引をＡとＢとの間でやっているうちの全部が行くわけではない。そのうちの60が清算機関に行く。しかも、60のうちでも清算機関は別という場合もあるわけです。

そうだとすると、ＡとＢの従来のカウンターパーティリスク管理は、100の取引から生じるカウンターパーティリスクについて、取引の量、例えば国債を差し入れ過ぎないようにコントロールするという量のコントールか、担保か、さもなければ一括清算の合意、これが３大手法なのですけれども、それがすごくdisruptというか、分断されてしまいます。かつ、仮にすべての取引を１つの清算機関にしたら、今度は当然、清算機関にリスクが集中することになるわけですから、清算機関というか、CCPの利用の義務づけについては、本来、賛否両論あるというのが多分客観的な見方だと思います。

しかし、世界は舵を切った。CCPを強制するほうに行きましょうということになりました。そうだとすると、厳密に言えば、CCPを通すことによって、先ほど永井さんがおっしゃったことに関係するのですが、システミックリスクとか、監督当局の情報把握という点では改善があると思われますけれども、Ａさん、Ｂさんという個々の金融機関から見て、リスク管理はより複雑になると私は思います。

個々の金融機関としては、せっかくそういうリスク管理の方法を発展させてきたはずのものが、結局、清算に行くものと行かないもの、また行くものも、どこへ行くかということでバラバラになってきますと、やり方を変えていかなければならない。それから、本日は取り上げていませんけれども、このことは自己資本規制のほうにも影響してきますので、ある意味、当事者はちょっと大変な状況になるのではないかと思います。したがって、あえて言えば、今回、そういう泣き別れを招くにしても、一部の取引について清算集中義務を課したのは、理論的にはなかなか説明がつきにくい。どちらがベターか説明がつきにくくて、まさに金融システムの維持、システミックリスク金融危機のようなものの発生防止、監督当局の情報把握のみから――「のみ」と言うと、ちょっと言い過ぎでしょうけれども、今回のような流れになっている、そのように理解しないと、単にリスク管理という観点からは、一長一短ではないかと思います。

金井 OBS　その観点で１つ、こういう問題があるということをご紹介しますと、ＣＣＰ自体のデフォルトリスクをどうするかというデフォルトマネジメントが大きな問題になっております。実際、JSCC で CDS の清算を昨年始めたときに、特に外資系がデフォルトリスクのところを大きな争点にして、現在も本邦系の証券会社しか清算会員になっていないという問題があります。世界的に見れば、CCP に対するエクスポージャーに関する資本規制、すなわち、バーゼル規制のリスクウェートをどう考えるのかというところも大きな論点になっており、神田先生がおっしゃったように、CCP に集中することで逆にリスク管理を複雑化しているという面もございますので、実務上こういうところも問題になっているということをご紹介させていただきます。

中村委員　時間が押し迫ったところで申しわけないのですけれども、自主規制違反の場合の私法上の効果について、最高裁の判決の射程がどこまでかというところで、適合性の原則の場合は、昭和 49 年の大蔵省の通達が背景にあって、それより前に協会の規則があったかどうかというところとちょっと

かかわってくるのかなと思っています。その通達を前提に協会の規則ができているのだとすれば、自主規制とはいっても、通達を背景にして、業法上の規制と同様に取り扱うという判断になっているかもしれませんが、そういう行政当局の影響がないというか、行政当局の規制とは直接関係のないところで自主規制違反があった場合でも、私法上、損害賠償請求が認められるかどうかについて、神田先生に何かお考えありましたら、お聞きしたいのですが。

神田会長　私も全く同じ問題意識です。具体的に言いますと、証券CFD取引については、証券業協会のほうで勧誘規制の自主規制を設けることが決まりました。それで証券業協会でそういう規則ができたわけです。その規則に違反した勧誘がなされた場合にどうかという問いのときに、もとになった通達はありません。もとになったのは、資料４－１と４－２です。つまり金融庁の資料があります。ですから、これを持ち出して、本来は法律でやるはずだけれども、自主規制でやることに決めたという証拠はあるわけです。それに基づいてつくられた自主規制に違反した場合に、適合性原則のように言えるのではないかというのが問題意識です。

すみません、私の司会の不手際で、そろそろ時間が来ているのですけれども、もしどうしてもという点がございましたら、お伺いします。――よろしゅうございますか。

それでは、次回以降の研究会は、お手元の議事次第にありますように、11月は22日に中村先生のご報告、１月は24日に近藤先生のご報告、３月は６日の午前中で恐縮ですが、黒沼先生のご報告ということでさせていただきます。

なお、日程調整に当たりまして、先生方のご都合がなかなか合わなくて、人数の多いほうに決めさせていただかざるを得なくなった部分があり、おわび申し上げます。できるだけ水曜日の午後にさせていただいているのですけれども、なかなかうまくいかないところがあります。あと５月、７月にあるのですけれども、今後も含めて、日程調整の点でご迷惑をおかけすることがあることをおわびいたします。

それでは、本日は私が報告の対象としなかった点についても大変な貴重なご指摘を多数いただきまして、どうもありがとうございました。本日はこれで閉会いたします。

［報告者レジュメ］

デリバティブに関する規制

平成２４年９月１２日
東京大学　神田秀樹

１．はじめに

近年の日本の金融・証券分野の規制の整備は、（ア）世界金融危機後のグローバルなレベルでの議論および合意への対応と（イ）国内状況への対応という２層構造のもとで行われてきている。

本日の報告は、デリバティブに関する規制のうちで、店頭デリバティブ取引の規制に焦点をあてて、筆者が気がついたいくつかの点を述べることを目的とする。取り上げる問題は網羅的ではなく、いくつかの点に限られる。また、金融商品取引法上の規制に関する問題を取り上げるが、（波及しうる）私法上の問題にも重点をおくこととしたい。

２．世界金融危機後の欧米の状況と日本の対応

（１）一般

金融危機発生の後の規制や法制のあり方の議論をグローバルなレベルでリードしているのは、Ｇ２０である。このＧ２０は、金融危機後、７回の首脳会合（サミット会合）を開催している。２００８年１１月のワシントン・サミット、２００９年４月のロンドン・サミット、２００９年９月のピッツバーグ・サミット、２０１０年６月のトロント・サミット、２０１０年１１月のソウル・サミット、２０１１年１１月のカンヌ・サミット、２０１２年６月のロスカボス・サミットである。

このＧ２０と連携して具体的な作業を行うのは、主としてＦＳＢ（Financial Stability Board）（金融安定化理事会）という団体である。

Ｇ２０およびＦＳＢがリーダーシップをとる形で行われてきた金融危機後の対応の処方箋は、きわめて多くの項目にわたっている。２０１２年６月のロスカボスＧ２０首脳会議において、ＦＳＢは作業の進捗状況等の最新版を報告している。また、このＧ２０首脳会議において、バーゼル銀行監督委員会は、バーゼルⅢ（自己資本比率規制）整備の状況等の報告をしている。

このような世界的なレベルでの議論がされるなかで各国とも法規制の整備が行われてきている。たとえば、アメリカでは、２０１０年７月に「ドッド・フランク法」が成立し、その後同法のもとでの規則等の整備がされつつある。多くの項目にわたる包括的な規制がされているが、たとえば、独特の「ボルカー・ルール」（銀行や銀行持株会社に顧客サービスと関係しない自己勘定取引を禁止するルール）は著名である。

なお、昨年以来の欧州信用不安についてひとことだけ述べておくと、いうまでもなくその対策は主としてユーロ圏諸国において議論されてきているが、ヨーロッパ金融規制との

関係では、欧州の財政不安というリスクが金融機関に波及しないように遮断するという方向での議論がポイントとなっている。

（２）店頭デリバティブ規制

Ｇ２０のピッツバーグ首脳会議において、一定の店頭デリバティブ取引について、（ア）清算集中（ＣＣＰ〔清算機関〕を通じた清算）、（イ）取引情報の保存・報告、（ウ）電子取引基盤の利用を義務づけることが合意され、各国は２０１２年末までに措置をとることが合意された。

アメリカでは、ドッド・フランク法のもとで、ＣＦＴＣが、順次、規則を制定・施行中という状況にある。

ＥＵでも、順次、関係する規制が整備されつつあるが、店頭デリバティブ規制の基本法となるＥＭＩＲ（European Market Infrasturctures Regulation）が２０１２年７月４日に制定され、同年８月１６日から施行されている。これはＥＵにおける「regulation」という種類の法であることに留意する必要がある。この規制のもとでＥＳＭＡ（European Securities Market Authority）が具体的な諸ルールを制定しつつある。

日本では、金融商品取引法の平成２２年改正（平成２４年１１月１日施行）で上記の（ア）（イ）に対応し（金融商品取引法１５６条の６２以下）、金融商品取引法の平成２４年改正（平成２４年９月６日成立）で上記の（ウ）に対応する制度の整備がされた。

なお、各国の上記の（ア）（イ）（ウ）の規制の具体的な内容は、適用対象となる店頭デリバティブ取引の範囲その他の点で、国によって異なっている。また、規制の実効性を高めるために、主体の規制（店頭デリバティブ取引の主体について登録制などを導入するかなど）や域外適用のルールなどについて、各国は苦労しており、むずかしい問題を生じさせている。

３．国内問題

（１）販売勧誘規制

・適合性原則・説明義務

金融商品取引法の定める適合性原則や説明義務に違反した場合の取引の私法上の効果については、適合性原則に違反した場合についての著名な最判平成１７年７月１４日民集５９巻６号１３２３頁が次のように述べている（証券会社の担当者による株価指数オプションの売り取引の勧誘の事例）。

「平成１０年……改正前の証券取引法５４条１項１号、２号及び証券会社の健全性の準則等に関する省令……８条５号は、業務停止命令等の行政処分の前提要件としてではあるが、証券会社が、顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠けることとならないように業務を営まなければならないとの趣旨を規定し、もって適合性の原則を定める（現行法の４３条１号参照）。また、平成４年…

…改正前の証券取引法の施行されていた当時にあっては、適合性の原則を定める明文の規定はなかったものの、大蔵省証券局長通達や証券業協会の公正慣習規則等において、これと同趣旨の原則が要請されていたところである。これらは、直接には、公法上の業務規制、行政指導又は自主規制機関の定める自主規制という位置付けのものではあるが、証券会社の担当者が、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した証券取引の勧誘をしてこれを行わせたときは、当該行為は不法行為法上も違法となると解するのが相当である。」

金融商品取引法違反の場合の私法上の効果に関するこのような考え方は、それがどこまで一般的にあてはまるかというむずかしい問題を生じさせているように思われる。このこととの関係で、たとえば、金融商品取引法の平成２３年改正（金融商品取引法１７１条の２）は、無登録業者による未公開株の販売取引などについて、それを私法上無効とする旨の規定を新設したが、この規定は反対解釈されるべきものとは思われない。また、近々予定される会社法改正において、金融商品取引法上の一定の公開買付規制に違反した場合に株主の議決権を停止する旨の差止め制度が新設される予定であるが、こうした規定が反対解釈されるべきかという問題もある。

・その他：不招請勧誘規制・倍率規制（外為証拠金取引・証券ＣＦＤ取引）

適合性原則や説明義務以外の金融商品取引法上の規制の違反があった場合の私法上の効果をどう考えるべきかも、問題となる。たとえば、不招請勧誘規制の違反があった場合や、倍率（レバレッジ）規制（外為証拠金取引〔２５倍〕・証券ＣＦＤ取引〔個別株では５倍〕）の違反があった場合などである。

・自主規制違反の効果

また、金融商品取引法の違反ではなく、日本証券業協会等の定める自主規制の違反があった場合をどう考えるべきかという問題もある（たとえば、証券ＣＦＤ取引に関する自主規制）。

・ＡＤＲ制度：その功罪

最後に、金融商品取引法（や自主規制）の違反があった場合に、当事者は金融ＡＤＲ制度を通じて救済を求めることができ、通貨オプション取引に関する事案が金融ＡＤＲ制度による紛争解決に非常に多く持ち込まれてきている。

（２）その他（原則として省略、一部後述）

４．域外適用

上記２（２）で述べた店頭デリバティブ規制について、アメリカでは、国外（アメリカ外）の取引当事者についても「スワップ・ディーラー」等としての登録を求め、行為規制を課すなどの案が提案されている。これに対しては、各国から意見が寄せられており、日本の金融庁・日本銀行も平成２４年８月１３日付で意見を提出している。

ＥＵのアプローチは、アメリカとは異なり、「同等性」を求めるアプローチであるが

（ＥＭＩＲの１３条参照）、業者以外の者にも行為規制が適用される点はアメリカと同様である（清算集中について、ＥＭＩＲの１条(a)(iv)(v)参照）。

日本では、当面は、「取引の当事者の一方が金融商品取引業者等（金融商品取引業者および登録金融機関）以外の者である場合」には、その取引には（清算集中などの）規制は適用されない（店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令〔平成２４年７月１１日制定〕２条３項１号）。

また、「金融商品取引業者等が行った取引に基づく債務を金融商品取引清算機関等に負担させることが不適当であると認められる特別の事情があるものとして金融庁長官が指定する場合において金融商品取引業者等が行う取引」にも規制は適用されない（同府令２条３項５号）。

５．清算集中

・多数当事者間取引との関係

いわゆる多数当事者間取引（とくに一括清算ネッティング）との関係では、少なくとも次のような２つの問題がある。第１に、清算集中義務が適用される場合に、多数当事者間の（店頭デリバティブ取引にかかる）債権債務をどのようにして清算機関を相手方とする債権債務に置き換えるかという問題である。この点については、現行日本法上は特別の規定はなく、取引当事者間において発生した債権債務を清算機関を当事者とする債権債務に置き換える私法上の法律構成としては、実務上は債務引受の構成がとられることが多い。この点について、民法（債権法）改正作業においては、「三面更改」制度が提案され審議されている模様である。第２に、そうした清算機関外での取引のうちでどこまでの付随的取引が清算集中義務の対象となるかといった問題がある（いわゆる「一体取引」について、金融庁「コメントの概要及びコメントに関する金融庁の考え方」（平成２４年７月１１日）項番５５参照）。

・二者間契約（リスク管理）への影響

より一般的にいうと、従来は、各金融機関は、相対で取引相手方との間での各種の取引のすべてについて総合的なリスク管理をしてきた（一括清算ネッティングがその典型例）。しかし、一部の取引について清算集中義務が課されると、こうしたリスク管理のあり方が大きく影響を受けることになる。なぜなら、たとえばＡ金融機関とＢ金融機関との間で行われるすべての取引が清算集中の対象となるわけではないため、一部の債権債務が二者間から清算機関を相手方とする債権債務に置き換わり、残部は二者間のままという状況が生じるからである。

６．プロ

金融商品取引法は、特定投資家（同法２条３１項）という概念を使って、業者の行為規制の適用を柔構造化し、特定投資家以外の投資家（以下「一般投資家」と呼ぶ）に適用さ

れる金融商品取引業者の行為規制の多くについて、特定投資家に対する関係では適用除外としている。このような一般的な「プロ・アマ」区分に対して、デリバティブ取引については、別の区分が用いられている。

すなわち、次の者を相手方として行う有価証券関連店頭デリバティブ取引以外の店頭デリバティブ取引（およびその媒介、取次ぎまたは代理）は、そもそも金融商品取引業に該当しないこととされている（金融商品取引法２条８項、金融商品取引法施行令１条の８の６第１項２号、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令１５条）。①第一種金融商品取引業者または登録金融機関、②適格機関投資家、③外国の法令上①または②に相当する者、④資本金の額が１０億円以上の株式会社、⑤金融庁長官が指定する者（一定の要件があるが省略する）。

このように特定投資家と異なる線引きをし、しかも、そのような者（以下「デリバティブ・プロ」と呼ぶ）を相手方とする有価証券関連店頭デリバティブ取引以外の店頭デリバティブ取引については（行為規制の適用除外ではなく）そもそも金融商品取引業に該当しないとしている理由はどこにあるのであろうか。

この点については、これらの取引は投資目的というよりもリスク管理等の目的で行われる場合もあり、とくに上記のようなデリバティブ・プロが取引当事者となる場合にはリスク管理能力を備えた者どうしで行われる取引であり投資者保護の必要性も乏しいため、金融先物取引に関する専門的知識・経験を有すると認められる者として内閣府令に定める者等を顧客とする店頭金融先物取引について金融先物取引業には含まれないとしていた金融先物取引法（金商法の施行時（平成１９年９月３０日）に廃止）の規定（金融先物取引法２条１１項２号・１２項、金融先物取引法施行規則１条）をも参考として適用除外とされたと説明されている。また、そもそも金融商品取引業の定義からの除外をするものなので、その対象となる者の範囲が特定投資家と異なることには合理性があると述べられている。

しかし、実質論としては、有価証券関連店頭デリバティブ取引以外の店頭デリバティブ取引には投資者保護の必要性が乏しいといえるかどうか、疑問の余地がある。

要するに、金融先物取引法の金融商品取引法への引越しに際してその当時の金融先物取引法の規制を（原則として）引き継いだということにすぎないのではないかと思われる。この点に関連して、デリバティブ・プロの要件として上述したうちの資本金１０億円基準は金融先物取引法の３千万円基準を大幅に引き上げたもので、「幅広い金融商品・取引を対象として投資者保護の徹底を図るという金融商品取引法の趣旨にかんがみ、また、昨今の一部銀行における不適正事例等もふまえ、真に支障がないと認められる範囲に限定」した趣旨であると説明されている。しかし、まさしく「幅広い金融商品・取引を対象として投資者保護の徹底を図るという金融商品取引法の趣旨」からすれば、デリバティブ・プロを相手方とする店頭デリバティブ取引について、しかも有価証券関連店頭デリバティブ取引以外の店頭デリバティブ取引についてだけ、金融商品取引業から一律除外するというやり方は、再考されるべきではなかろうか。

７．担保提供

リーマン・ショック以降のデリバティブ取引の重要な課題の一つとして、契約の改善という課題がある。そこで、この課題に関連して、まさにリーマン社の破綻との関係でデリバティブ取引における国債の担保提供が争われた裁判例である東京高判平成２２年１０月２７日金融商事判例１３６０号５３頁を取り上げて考えてみたい。

この事件の概要は次の通りである。すなわち、平成１８年１２月２７日、日本の金融機関であるＸ（原告・控訴人）はＹ（リーマン・ブラザーズ証券株式会社。被告・被控訴人）との間で、国際スワッップス・デリバティブズ協会（ＩＳＤＡ）のマスター契約書式（１９９２年版と思われる）を使用した基本契約（以下「本件マスター契約」という）を締結し、平成１９年２月からデリバティブ取引を開始した。平成１９年９月５日、ＸはＹとの間で、本件マスター契約に付随する契約であり、本件マスター契約に基づいて行うデリバティブ取引から発生する相手方の信用リスクを軽減し、デリバティブ取引の有担保化を可能とするクレジット・サポート・アネックス契約（これもＩＳＤＡが作成した契約書式（１９９５年版と思われる）を使用した契約）（以下「本件ＣＳＡ契約」という）を締結し、これに基づいて、同年１１月１６日、ＸはＹに額面２０億円分の国債を交付した。ところが、Ｙの親会社である米国のリーマン社が米国において平成２０年９月１５日（日本時間では翌１６日）に破綻し（チャプター１１の手続を申し立てた）、ＸＹ間のデリバティブ契約は（本件マスター契約の条項に基づき）終了した。なお、同日、Ｙについて民事再生手続開始の申立てがされ、同月１９日に開始決定がされた。

そこで、Ｘは、Ｙに対して、取戻権（民事再生法５２条１項）を理由として余剰担保部分の国債の返還を求めた（正確には、国債の償還があったため、Ｘの請求はこれとは異なるが、ここでは立ち入らない。以下では、Ｘは余剰担保部分の国債の返還を求めたものとする）。

第１審（東京地判平成２１年１１月２５日金融商事判例１３６０号５８頁）は訴え却下、控訴審でも控訴棄却とされ、Ｘは敗訴した。第１審・控訴審とも、ＩＳＤＡの作成したＣＳＡ契約書式には質権形式と消費貸借形式の両方があり、本件ＣＳＡ契約では後者が選択されており、そのような消費貸借形式の本件ＣＳＡ契約に基づく国債の提供について、契約条項の詳細な検討をしたうえで「担保的構成」を否定し、Ｘの取戻権を否定した。

本件では、日本の金融機関であるＸがリーマン社（の子会社）という大手の金融機関を相手としてデリバティブ取引をし、国債をいわば担保として差し入れたところ相手方のほうが破綻したという事例であって、気の毒な面がある。しかし、第１審および控訴審判旨が述べているように、ＩＳＤＡ作成の「User's Guide to the 1995 ISDA Credit Support Annex」において、消費貸借形式の場合には、義務者は権利者が債務不履行に陥った場合には債務を超過する資産の返還を求める債権的権利のみを有し、一般債権者に優先して受け戻す一般的権利を有するものではないと記載され、消費貸借形式を採用した場合には、

質権形式を採用した場合と異なり、取戻権が認められないものとの説明がされていることもあり、本件ＣＳＡ契約の解釈としては、裁判所の結論はやむをえないものであったと思われる。そして本件の教訓としては、実務的には、カウンターパーティリスクの管理としては、余剰が生じないように管理すべきであるということになる。

しかし、本件を機に筆者が問題提起したいのは、契約の解釈という点を超えて、次のような諸点である（なお、以下では、デリバティブ取引に適用されるのは日本法であることを前提とする）。第１に、そもそも、デリバティブ取引の私法上の形式として、本件ではなぜ消費貸借方式が選択されたかである（質権方式もＩＳＤＡの書式上は用意されているが、一般には消費貸借方式が使われるのが通常の実務であるようである）。より具体的には、そもそも、なぜ、日本では消費貸借形式のＣＳＡ契約が用意されているのかである。

第２に、振替証券について日本法のもとで担保的構成は可能かという問題がある。振替証券についても、質入れと並んで譲渡担保ということが制度上予定されている（株式について社債、株式等の振替に関する法律１５１条２項１号参照。この規定は振替株式の譲渡担保を前提とする規定であるとされており、振替国債や振替社債についても譲渡担保が可能であると解される）。しかし、「種類物について譲渡担保は可能か」と問われると、答えは簡単ではなさそうである。

第３に、本件のような事例で「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律」（以下「一括清算法」と略す）は適用されないのか。本件での国債の提供は一括清算法の適用対象になるように思われる（一括清算法２条１項、金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律施行規則１条参照）。これが適用されるとすると、再生手続との関係でいえば、一括清算法にいう一括清算が行われた場合の残額債権は再生債権となる（一括清算法３条）。また、一括清算法の適用がなくても、民事再生法５１条（破産法５８条を準用）が適用されれば、その場合も同様である。本件で裁判所はこれらの規定の適用を問題としていないようであるが、本件はこれらの規定を適用して解決すべき事例ではなかったかと思われる。

第４に、しかし、いずれにせよ、本件についての裁判所の結論は正しいというか、やむをえなかったと思われる。より一般的にいえば、担保取引といわゆるネッティング（この概念はここでは一括清算法による一括清算および破産法５８条等による処理や相殺約定による処理を含む意味で用いる）とは代替的なカウンターパーティ・リスクの管理の方法である。ネッティングを選択すれば担保とはならず、担保を選択すればネッティングの対象とはならないということではないかと考えられる。

８．分別管理

上記で紹介した裁判例の事案とも関連するが、デリバティブ取引において契約の当事者が相手方当事者から受け取った資産（ここでは「預かり資産」と呼ぶ）について分別管理義務を負うことと、その資産を使用することとは両立しないか（両立しえないか）という

問題があるように思われる。

預かり資産の使用については、２つ問題がある（なお、預かった者による資産の使用についてはそもそも預けた者の同意が必要であるというべきものと考えられるが（金融商品取引法４３条の４第１項参照）、この点には立ち入らず、以下ではそのような同意はあったものとする）。第１は、預かった当事者がそれを使用して（譲渡等をして）後日同種同量のものを預けた当事者に返却するような合意となっている場合、上記で紹介した判例の考え方によると、譲渡担保は成立する余地がなさそうである。しかしそう解しなければならない実質的な理由はどこにあるのであろうか。

第２に、預かった当事者がそれを使用して（譲渡等をして）後日同種同量のものを預けた当事者に返却するような合意となっている場合、金融商品取引法における分別管理義務との関係で分別管理をしていないこととなるのであろうか（なお、分別管理義務という場合、私法上の分別管理義務も問題となるが、ここでは金融商品取引法のもとでの分別管理義務について述べる）。このように言うと、分別管理している資産でも使用等により変動することはありうるというか可能であるので、何か変なことを言っているようにみえるかもしれないが、次に述べるように、現在の金融商品取引法の規制では、分別管理している資産は使用不可とされているように条文上読める。この点についても、そういう規制としなければならない実質的な理由はどこにあるのであろうか。

金融商品取引法では、有価証券関連デリバティブ取引（金融商品取引法２８条８項６号参照）（厳密には「有価証券関連デリバティブ取引等」（同法３３条３項参照））については同法４３条の２において、それ以外のデリバティブ取引については同法４３条の３において、それぞれ金融商品取引業者に分別管理義務を課している（同法４３条の２では「分別して管理」、同法４３条の３では「区分して管理」という文言が使われているが、ここでは立ち入らない）。なお、この分別管理義務は、特定投資家との関係でも適用除外とはならない（同法４５条参照）。そして、金融商品取引法は、分別管理の対象となる資産が有価証券の場合と金銭の場合とで分別管理の方法を区別して規定している。以下、主として有価証券関連デリバティブ取引の場合について述べる。

まず第１に、有価証券関連デリバティブ取引において顧客の計算において金融商品取引業者が占有する有価証券および金融商品取引業者が顧客から預託を受けた有価証券は、分別管理することが義務づけられるが（金融商品取引法４３条の２第１項）、例外として、契約により金融商品取引業者が消費できる有価証券は分別管理を要しないとされている（金融商品取引法４３条の２第１項２号）（なお、分別管理の方法は金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「業府令」と略す）１３６条で定められている）。

第２に、有価証券関連デリバティブ取引について、顧客の計算に属する金銭および金融商品取引業者が顧客から預託を受けた金銭も、原則として分別管理が必要である（金融商品取引法４３条の２第２項）（分別管理の方法については、業府令１３８条～１４３条の３参照）。しかし、金銭については、契約により金融商品取引業者が消費できるものは分

別管理を要しないという例外は認められていない。

そこで、上記にいう「契約により金融商品取引業者が消費できる有価証券」の意味が何かということが問題となるが、先に述べたような消費貸借方式の場合がこれに該当すると考えられる。そうだとすれば、分別管理と「消費」とは両立しないと金融商品取引法は考えていることとなる。しかも、有価証券と異なり、金銭については「消費不可」「つねに分別管理」を要求していると金融商品取引法の条文は読める。そうだとすれば、消費貸借方式での（有価証券関連）デリバティブ取引において預かった金銭はどのような場合であっても「消費」することができないということとなる。それでよいのであろうか。

原理的には、分別管理と消費とは両立する。たとえば、分別管理している有価証券を売却し対価として金銭を取得したような場合には、それまで分別管理の対象であった有価証券が金銭になるだけのことである。金銭が分別管理の対象となっており、それを使用して有価証券を取得した場合も同様である。

以上に述べたこと以外についても、有価証券関連デリバティブ取引の場合とそれ以外のデリバティブ取引の場合とを区別して規制していることが妥当か、そしてまた、上記で述べたように、デリバティブ・プロを相手方とする店頭デリバティブ取引（有価証券関連店頭デリバティブ取引を除く）をそもそも金融商品取引業から除外し分別管理などの行為規制を何も課さないこととしていることが妥当かといった問題がある。

９．むすびに代えて

店頭デリバティブ取引については、以上に指摘した問題以外の問題を含めてさまざまな問題があるように思われる。今後、必要に応じて、検討が行われることが期待される。

配布資料

資料１－１　松尾直彦『Ｑ＆Ａアメリカ金融改革法　－ドッド＝フランク法のすべて－』(2010 年、金融財政事情研究会)〔164-176 頁、178-184 頁〕

資料１－２　CFTC, Final Rules, Orders, and Guidance

資料１－３　CFTC, Proposed Rules, Orders, and Guidance

資料１－４　Shearman & Sterling, OTC Derivatives Regulation and Extraterritoriality II

資料１－５　BNP Paribas「米国スワップ規制の動向」

資料２－１　EU Press Release, Regulation on Over-the-Counter Derivatives and Market Infrastructures – Frequently Asked Questions

資料２－２　EMIR (European Market Infrastructures Regulation)

資料３　金融庁・日本銀行「米国スワップ規制のクロスボーダー適用にかかる米国商品先物取引委員会（CFTC）の市中協議案について」(仮約)(2012 年 8 月 13 日)

資料４－１　金融庁「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について」

資料４－２　金融庁「デリバティブ取引に対する不招請勧誘規制等のあり方について（概要)」

資料５　神作裕之「デリバティブ取引規制の現状と課題」ジュリスト 1444 号 56-62 頁（2012 年）

資料６　神作裕之「金商法におけるインフラ整備―清算集中および電子取引基盤を中心として―」金融法務事情 1951 号 44-55 頁（2012 年）

資料７　神田秀樹「ホールセール取引」金融法務事情 1951 号 56-60 頁 (2012 年)

資料８－１　官報（2012 年 7 月 11 日号外第 151 号)「内閣府令第四十八号」

資料８－２　官報（2012 年 7 月 11 日号外第 151 号)「金融庁告示第六十号」

（注）上記各資料の掲載は省略。

金融商品取引法研究会名簿

（平成 24 年 9 月 12 日現在）

会　長	神田秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
副会長	前田雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
委　員	青木浩子	千葉大学大学院専門法務研究科教授
〃	太田　洋	西村あさひ法律事務所パートナー・弁護士
〃	川口恭弘	同志社大学大学院法学研究科教授
〃	神作裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	黒沼悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
〃	近藤光男	神戸大学大学院法学研究科教授
〃	中東正文	名古屋大学大学院法学研究科教授
〃	中村　聡	森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士
〃	藤田友敬	東京大学大学院法学政治学研究科教授
〃	松尾直彦	東京大学大学院法学政治学研究科 客員教授・弁護士
〃	山田剛志	成城大学法学部教授
オブザーバー	古澤知之	金融庁総務企画局市場課長
〃	永井智亮	野村證券常務執行役員 兼チーフ・リーガル・オフィサー
〃	荻野明彦	大和証券グループ本社経営企画部長
〃	藤瀬裕司	ＳＭＢＣ日興証券法務部長
〃	金井仁雄	みずほ証券法務部長
〃	伊地知日出海	日本証券業協会専務執行役
〃	平田公一	日本証券業協会常務執行役
〃	三森　肇	日本証券業協会自主規制本部自主規制企画部長
〃	廣瀬　康	東京証券取引所総務部法務グループ課長
研究所	東　英治	日本証券経済研究所理事長
〃	高坂　進	日本証券経済研究所常務理事
〃	萬澤陽子	日本証券経済研究所主任研究員
〃	末吉　恵	日本証券経済研究所事務局次長

（敬称略）

［参考］　既に公表した「金融商品取引法研究会（証券取引法研究会）研究記録」

第１号「裁判外紛争処理制度の構築と問題点」　2003年11月
報告者　森田章同志社大学教授

第２号「システム障害と損失補償問題」　2004年１月
報告者　山下友信東京大学教授

第３号「会社法の大改正と証券規制への影響　2004年３月
報告者　前田雅弘京都大学教授

第４号「証券化の進展に伴う諸問題（倒産隔離の明確化等）」　2004年６月
報告者　浜田道代名古屋大学教授

第５号「EUにおける資本市場法の統合の動向　2005年７月
―投資商品、証券業務の範囲を中心として―」
報告者　神作裕之東京大学教授

第６号「近時の企業情報開示を巡る課題　2005年７月
―実効性確保の観点を中心に―」
報告者　山田剛志新潟大学助教授

第７号「プロ・アマ投資者の区分―金融商品・　2005年９月
販売方法等の変化に伴うリテール規制の再編―」
報告者　青木浩子千葉大学助教授

第８号「目論見書制度の改革」　2005年11月
報告者　黒沼悦郎早稲田大学教授

第９号「投資サービス法（仮称）について」　2005年11月
報告者　三井秀範金融庁総務企画局市場課長
松尾直彦金融庁総務企画局
投資サービス法（仮称）法令準備室長

第10号「委任状勧誘に関する実務上の諸問題　2005年11月
―委任状争奪戦（proxy fight）の文脈を中心に―」
報告者　太田洋 西村ときわ法律事務所パートナー・弁護士

第11号「集団投資スキームに関する規制について　2005年12月
―組合型ファンドを中心に―」
報告者　中村聡 森・濱田松本法律事務所パートナー・弁護士

第12号「証券仲介業」　2006年３月
報告者　川口恭弘同志社大学教授

第 13 号「敵対的買収に関する法規制」　2006 年５月
報告者　中東正文名古屋大学教授

第 14 号「証券アナリスト規制と強制情報開示・不公正取引規制」　2006 年７月
報告者　戸田暁京都大学助教授

第 15 号「新会社法のもとでの株式買取請求権制度」　2006 年９月
報告者　藤田友敬東京大学教授

第 16 号「証券取引法改正に係る政令等について」　2006年12月
（ＴＯＢ、大量保有報告関係、内部統制報告関係）
報告者　池田唯一金融庁総務企画局企業開示課長

第 17 号「間接保有証券に関するユニドロア条約策定作業の状況」　2007 年５月
報告者　神田秀樹　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 18 号「金融商品取引法の政令・内閣府令について」　2007 年６月
報告者　三井秀範　金融庁総務企画局市場課長

第 19 号「特定投資家・一般投資家について」　2007 年９月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授

第 20 号「金融商品取引所について」　2007年10月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 21 号「不公正取引について－村上ファンド事件を中心に－」　2008 年１月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所パートナー･弁護士

第 22 号「大量保有報告制度」　2008 年３月
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 23 号「開示制度（Ⅰ）―企業再編成に係る開示制度および
集団投資スキーム持分等の開示制度―」　2008 年４月
報告者　川口恭弘 同志社大学大学院法学研究科教授

第 24 号「開示制度（Ⅱ）―確認書、内部統制報告書、四半期報告書―」　2008 年７月
報告者　戸田　暁　京都大学大学院法学研究科准教授

第 25 号「有価証券の範囲」　2008 年７月
報告者　藤田友敬　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 26 号「民事責任規定・エンフォースメント」　2008年10月
報告者　近藤光男　神戸大学大学院法学研究科教授

第 27 号「金融機関による説明義務･適合性の原則と金融商品販売法」2009 年１月
報告者　山田剛志　新潟大学大学院実務法学研究科准教授

第 28 号「集団投資スキーム（ファンド）規制」　2009 年３月
報告者　中村聡 森･濱田松本法律事務所パートナー･弁護士

第 29 号「金融商品取引業の業規制」　2009 年 4 月
報告者　黒沼悦郎　早稲田大学大学院法務研究科教授

第 30 号「公開買付け制度」　2009 年 7 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

第 31 号「最近の金融商品取引法の改正について」　2011 年 3 月
報告者　藤本拓資　金融庁総務企画局市場課長

第 32 号「金融商品取引業における利益相反　2011 年 6 月
―利益相反管理体制の整備業務を中心として―」
報告者　神作裕之　東京大学大学院法学政治学研究科教授

第 33 号「顧客との個別の取引条件における特別の利益提供に関する問題」2011 年 9 月
報告者　青木浩子　千葉大学大学院専門法務研究科教授
松本譲治　ＳＭＢＣ日興証券　法務部長

第 34 号「ライツ･オファリングの円滑な利用に向けた制度整備と課題」2011 年 11 月
報告者　前田雅弘　京都大学大学院法学研究科教授

第 35 号「公開買付規制を巡る近時の諸問題」　2012 年 2 月
報告者　太田 洋 西村あさひ法律事務所弁護士･NY州弁護士

第 36 号「格付会社への規制」　2012 年 6 月
報告者　山田剛志　成城大学法学部教授

第 37 号「金商法第 6 章の不公正取引規制の体系」　2012 年 7 月
報告者　松尾直彦　東京大学大学院法学政治学研究科客員
教授・西村あさひ法律事務所弁護士

第 38 号「キャッシュ・アウト法制」　2012 年 10 月
報告者　中東正文　名古屋大学大学院法学研究科教授

購入を希望される方は、一般書店または当研究所までお申し込み下さい。
当研究所の出版物案内は研究所のホームページ http://www.jsri.or.jp/ にてご覧いただけます。

金融商品取引法研究会研究記録　第 39 号

デリバティブに関する規制

平成 24 年 11 月 19 日

定価（本体 500 円＋税）

編　者　　金 融 商 品 取 引 法 研 究 会
発行者　　公益財団法人　日本証券経済研究所
東京都中央区日本橋茅場町 1-5-8
東京証券会館内　　〒 103-0025
電話　03（3669）0737 代表
URL: http://www.jsri.or.jp

ISBN978-4-89032-655-6 C3032 ¥500E