

第4章 CCP等、デリバティブ取引に係る監督 法的規制——店頭デリバティブを中心に——

岩原紳作

1 規制目的

銀行法等、金融監督法制におけるデリバティブ取引に係る規制の目的は、金融機関の健全性確保、金融システムの安定、金融機関の利用者の保護等にあると考えられる（銀行法1条1項参照）。そのような見地からは、デリバティブ取引はリスクが高くなりうることから、デリバティブ取引によって金融機関の破綻をきたしたり、システムミック・リスクを生じて金融市場を機能不全に陥らせたり、顧客に不当な損害を与えたりしないようにすることが、規制の内容になろう（岩原紳作『商事法論集Ⅱ 金融法論集（上）金融・銀行』（商事法務、2017）412頁以下参照）。

店頭デリバティブにより金融機関の破綻を引き起こした事件として、まず、Barings事件がある（Hal S. Scott & Anna Gelpern, *International Finance: Transactions, Policy, and Regulation*, 20th ed. Foundation Press, 2014 pp.943 et seq.）。そしてベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、AIG等が破綻したいわゆるリーマン危機において、デリバティブ取引参加者が破綻した場合に、相手方取引当事者が負うリスク（counterparty risk）とそれが引き起こしうるシステムミック・リスクが大きな問題となった（Scott & Gelpern, *supra* pp.988 et seq.）。そこで課題となったのは、デリバティブ取引を行う金融機関等が負うリスクの管理・軽減である。

2009年9月24日・25日のピッツバーグ・サミットG20首脳声明は、「全ての標準物店頭デリバティブ契約は、遅くとも2012年末までに、適切で中央清算機関（Central Counterparties: CCP）により清算される取引所又は電子取引基盤（Electronic Trading Platforms: ETP）によって取引されなければならない。店頭デリバティブ取引契約は、取引情報蓄積機関（Trade Repositories: TR）に報告されなければならない。[Financial Stability Board] …に対し、その実現を評価し、それがデリバティブ市場の透明性を高め、システムミック・リスクを緩和し、市場の濫用から守るのに十分であるかを、評価することを求める。」（Leaders' Statement, The Pittsburgh Summit 9 (Sept.24-25,2009), <http://www.treasury.gov/resource-center/>

international/g7-g20/Documents/Pittsburgh_summit_leaders_statement_250909.pdf.) としている。

これを受けて各国においてこの声明の立法化が行われた（アメリカにつき、7 U.S.C. § 2 (h) et seq.; Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No.111-203, 124 Stat.1376 § § 619 et seq.; Arthur W. S. Duff & David Zaring, New Paradigms and Familiar Tools in the New Derivatives Regulation, 81 Geo. Wash. L. Rev. 663, 700 (2013)、EUにつき、The Regulation (EU) No.648/2012, of the European Parliament and of the Council of July 4, 2012, on OTC derivatives, central counterparties (CCPs), and trade repositories (TR) (EMIR) entered into force on August 16, 2012; The Commission Delegated Regulations (EU) Nos. 148/2013 to 153/2013 of December 19, 2012, supplementing EMIR; Hanno Teuber/ Ulrich Schroeder (Hrsg.), MiFID II und MiFIR: Umsetzung in der Bankpraxis (Finanz Colloquium Heidelberg, 2015), S.333 et seq. 参照)。ピッツバーグ・サミット G20 首脳声明により①清算集中 (CCP を通じた決済)、②取引情報の保存・報告、③電子取引基盤の利用の義務付け、等が合意されたわけであるが、我が国においては、このうち①、②の課題に応えるべく、平成 22 年金融商品取引法の改正が行われて、金融商品取引法 156 条の 62 以下が設けられ、③の課題に応えるべく、平成 24 年金融商品取引法改正が行われた（「デリバティブに関する規制」金融商品取引法研究会記録第 39 号 (2012 年) 44 頁 [神田秀樹]）。その結果、取引の透明性の向上のための取引情報の保存・報告、電子取引基盤 (ETP) 使用義務、中央清算機関 (CCP) への清算集中と CCP に関する規制、証拠金規制 (margin requirement)、分別管理の要求、等が規定された。この他、デリバティブ取引に係る自己資本比率規制、販売勧誘規制にも進展があった。

2 金融機関のデリバティブ取引と監督体制

金融機関が取り扱うことができるデリバティブ取引としては、銀行を例にとると、付随業務（銀行法 10 条 2 項）として、第一に、有価証券関連デリバティブ取引を除くデリバティブ取引（同項 12 号）、及びその媒介、取次ぎ、又は代理（同項 13 号）がある。ここでいうデリバティブ取引とは、金融商品取引法 2 条 20 項に規定する「デリバティブ取引」、即ち、同条 21 項の「市場デリバティブ取引」（金融商品市場の基準・方法に従う、差金決済先物取引、金融指標先物取引、金融商品の売買等オプション取引、金利等・金融指標スワップ取引、クレジット・デフォルト・スワップ取

引等)、同条 22 項の「店頭デリバティブ取引」(金融商品市場及び外国金融商品市場によらないで行う、差金決済先物取引、金融指標先物取引、金融商品の売買等オプション取引、金融指標オプション取引、金利等・金融指標スワップ取引、クレジット・デフォルト・スワップ取引等)又は外国市場デリバティブ取引であって、有価証券関連デリバティブ取引以外のものである(銀行法施行規則 13 条の 2 の 2)。第二に、金融等デリバティブ取引(銀行法 10 条 2 項 14 号)、及びその媒介、取次ぎ、又は代理(同項 15 号)がある。ここでいう金融等デリバティブ取引とは、商品デリバティブ取引・排出権取引の算定割当量の相場に係るスワップ取引・これらのオプション取引(銀行法施行規則 13 条の 2 の 3 第 1 項・2 項)である。上場商品構成物品等(商品先物取引法 15 条 1 項 1 号)について商品市場(同法 2 条 9 項)における相場を利用して行う取引(同法 2 条 14 項 1 号～3 号・4 号(ニを除く))の媒介、取次ぎ又は代理は除かれる(銀行法施行規則 13 条の 2 の 3 第 3 項)。第三に、原則として差金決済される有価証券関連店頭デリバティブ取引(銀行法 10 条 2 項 16 号)がある。

有価証券に関するデリバティブや有価証券指数取引だけでなく、金融機関が取り扱うそれ以外の金融商品(金融商品取引法 2 条 24 項)及び金融指標(同法 2 条 25 項)についてのデリバティブ取引も、金融商品取引法の適用を受け、不公正取引の禁止(同法 157 条)、風説の流布・偽計・暴行・脅迫の禁止(同法 158 条)、相場操縦・内部者取引の規制(同法 159 条・166 条)の対象となる。デリバティブ取引は、「市場デリバティブ取引」、「店頭デリバティブ取引」及び「外国市場デリバティブ」に分かれ(同法 2 条 20 項～23 項)、デリバティブ取引に関する業務を行うと、金融商品取引業を行ったことになり(同法 2 条 8 項各号)、内閣総理大臣への登録が必要になる(同法 29 条。登録拒否要件については、同法 29 条の 4 第 1 項 5 号ニ・ホ)。市場デリバティブ取引及び店頭デリバティブ取引のうち、有価証券や有価証券に関する数値等に関するものは、有価証券関連業として(同法 28 条 8 項)、銀行等の金融機関が行うことを禁止している(同法 33 条 1 項)。店頭デリバティブ取引を業として行う者は、第一種金融商品取引業としての規制を受けることになる(同法 28 条 1 項)。

内閣総理大臣は、金融商品取引業者及び登録金融機関に対して、業務改善命令(同法 51 条・51 条の 2)、登録・認可の取消・業務停止命令(同法 52 条 1 項・52 条の 2 第 1 項)、役員解任命令を行える(同法 52 条 2 項・52 条の 2 第 2 項)。第一種金融商品取引業者が 120%という法定の自己資本比率を下回っている場合、必要な限度での業務方法等の命令・業務停止命令・登録の取消等を行うこともできる(同法 53 条)。

金融商品の範囲から商品先物取引法 2 条 1 項に規定する商品が除外されている(同

法2条24項4号括弧書)。即ち、金融商品取引法の適用があつて、同法の主務大臣である内閣総理大臣（金融庁）の監督を受けるのは、同法が規定する金融商品及び金融指標を原資産とするデリバティブだけであり、商品先物取引法2条1項に規定する商品を原資産とするデリバティブは、商品先物取引法の適用を受け、同法の主務大臣である経済産業大臣及び農林水産大臣の監督を受けることになる。

商品先物取引法によれば、店頭商品デリバティブ取引（同法2条14項）又はその媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為、商品市場における取引（同法2条10項）の委託を受け、又はその委託の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為等を業として行うことは、商品先物取引業とされ（同法2条22項）、商品先物取引業者（同法2条23項）は主務大臣の許可を受けなければならず（同法190条・2条23項）、顧客財産の分離保管義務（同法210条）、純資産額規制比率（同法211条）、誠実かつ公正に業務を遂行する義務（同法213条）、広告等の規制（同法213条の2）、不当な勧誘等の禁止（同法214条）等の規制の対象となる。そして商品先物取引業者に対して、主務大臣には、報告徴収・立入検査権（同法231条）、業務改善命令等の権限（同法232条）、純資産額規制比率についての命令権限（同法235条）、監督上の処分権限（同法136条）、等が認められている。

しかし商品デリバティブに関し商品先物取引法は、金融商品取引法のように、3以下に紹介するような、取引の透明化を図り、システミック・リスクを抑止するための諸規制は、導入しなかった。その理由としては、商品デリバティブは取引量が未だ大きくないことから、規制を導入することによって商品デリバティブ市場の発展を阻害すべきでないこと、商品取引に関する情報は、主務官庁が別に入手することができること、等が挙げられているようである。

デリバティブ取引等に関する監督上の指針は、以下のようなことを求めている。まず金融機関のリスク管理に関しては、主なカウンターパーティの信用リスクについて、カウンターパーティ別及びカウンターパーティの類型別のエクスポージャーの管理、デリバティブ取引の参照資産の時価の変化等によりエクスポージャーが拡大することによるリスクの把握、担保その他の信用補完措置の有効性の確認、市場流動性が低下する状況等も勘案した適切なストレステストの実施がなされなければならない（「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅲ-2-3-2-1-2（10））。この他、後述するように清算集中を行った場合のリスク管理も定められている（同（11））。また、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」Ⅳ-3-3-5は、通貨関連店頭デリバティブ取引に係るリスク管理態勢として、カバー取引との時間差の間の相場の急激な変動に備えたリスク管理態勢の整備、システム障害によるカバー取引のシステム

リスクの管理態勢の整備、相場が急激に変動した場合のリスク管理方針や態勢の整備、自己勘定取引・ロスカット取引・低スプレッド取引等にかかる詳細なリスク管理態勢の整備等を求めている、報告徴求や業務改善命令の対象となる（金融商品取引法56条の2第1項・51条）。この他、市場デリバティブ取引に係る法令遵守態勢、勧誘・説明態勢等が定められている（同指針V-2-2-1・V-2-2-2）。

3 取引情報蓄積機関（TR）への報告等

金融商品取引法156条の63・156条の64は、金融商品取引清算機関等（金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関）及び金融商品取引業者等（金融商品取引業者又は登録金融機関）に対し、取引情報の保存・内閣総理大臣への報告を義務付けている（「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令」（以下、「店頭デリバティブ府令」と略す）3条～9条）。但し金融商品取引業者は、取引情報を取引情報蓄積機関（TR）に保存し、取引情報蓄積機関から内閣総理大臣に報告することもできる（同法156条の64第3項・156条の65）。取引情報蓄積機関としては、DDRJ（DTCC データ・レポジトリ・ジャパン）が指定されている（同法156条の67～156条の84）。内閣総理大臣は、報告された取引につき、その規模その他当該取引の概要を明らかにするために必要な事項を公表する（同法156条の66第1項）。また、金融商品取引清算機関等又は取引情報蓄積機関に対し、その保存する清算集中等取引情報又は取引情報の対象となっている取引について、その規模その他当該取引の概要を明らかにするために必要と認められる事項を公表することを命ずることができる（同法156条の66第2項）。

この取引情報の保存・報告制度の対象となるのは、金融商品取引業者等のうち、取引情報作成対象業者（第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者又は登録金融機関である銀行、株式会社商工組合中央金庫、株式会社日本政策投資銀行、全国を地区とする信用金庫連合会、農林中央金庫若しくは保険会社）が行う、金利、為替、株式等の金融商品の先物の売買等の差金決済店頭デリバティブ取引（約定日から受渡日までの期間が2営業日以内のものを除く）、オプション（権利行使期間が2営業日以内のものを除く）、スワップ、クレジットに関する店頭デリバティブ取引（CDS等）等の店頭デリバティブ取引である（店頭デリバティブ府令6条）。

4 電子取引基盤（ETP）使用義務

金融商品取引法 40 条の 7 は、店頭デリバティブ取引を業として行う金融商品取引業者等は、特定店頭デリバティブ取引（店頭デリバティブ取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、取引の公正の確保のためその概要に関する情報の迅速な開示が必要であると認められる取引として内閣府令で定めるものをいう。）を行う場合には、当該金融商品取引業者等がその店頭デリバティブ取引の業務の用に供する電子情報処理組織又は他の店頭デリバティブ取引を業として行う金融商品取引業者等若しくは電子店頭デリバティブ取引業者（金融商品取引法 60 条の 14 第 2 項）がその店頭デリバティブ取引等の業務の用に供する電子情報処理組織を使用して行わなければならないとしている。ここで言う「特定店頭デリバティブ」は、「金融商品取引業等に関する内閣府令」（以下、「金商業府令」と略す。）125 条の 7、「金融商品取引業等に関する内閣府令 125 条の 7 第 1 項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件」（平 27 金融告 67）により、変動金利が 6 ヶ月物の円 LIBOR に該当するプレーンバニラ型の円金利スワップで、JSCC により清算集中されるものをいう、とされている。極めて限定的な指定と言えよう。

電子取引基盤の提供を行う者は、板を具備すること、板又は 3 者以上への引き合い（Request For Quote: RFQ）において取引を成立させることが要求される（白川俊介「OTC 店頭デリバティブ規制改革—国際的な議論を中心に—」（平成 27 年 6 月 12 日）（www.japancollateralforum.com/digital_assets/17346/09.00_ShunsukeShirakawa_JPN.pdf）。電子取引基盤の提供を行う者としては、ブルームバーグ・トレードブック・ジャパン証券株式会社、トレードウェブ・ヨーロッパ証券会社等、7 社がある（国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）の調査による）。

電子取引基盤の提供を行う者は、取引成立日時、清算集中の有無、取引の効力発生日、取引の効力消滅日、取引の通貨の種類、契約の種類、利率等、想定元本額等の取引情報を、取引後、直ちに公表しなければならない（金商業府令 125 条の 8 第 1 項、別表）。しかし、想定元本額が一定額を超えるブロックトレードについては、翌営業日中に公表すればよい（金商業府令 125 条の 8 第 2 項、別表）。また、取引当事者の個別名称といった特定の取引を容易に識別することができるような情報は除外されるようである（白川・前掲）。

「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」は、電子取引基盤運営業者に、電子取引基盤の板上において、売付け及び買付けの気配等を正確に公表する等のための態勢・システムの確保（同指針Ⅳ－3－3－4（3）①）、電子取引基盤を使用して成

立した店頭デリバティブ取引の概要について、法令等に従い、正確かつ適時に公表するための態勢・システムの確保（同指針Ⅳ-3-3-4(3)②）、等を求めており、金融商品取引法56条の2第1項に基づく報告の徴求や、同法51条に基づく業務改善命令の発出が想定されている（同指針Ⅳ-3-3-4(4)）。

3、4に記載したような取引情報の保存・報告・公表義務は、デリバティブ市場の透明性を高め、市場及び監督当局によるデリバティブ市場の監視を可能にしようというものである（Duff & Zarig, supra pp.704-705）。また、会員制の取引所や清算機関は、会員が互いにリスクを負担することになり、会員が互いに他の会員の行動を監視することが期待されている。しかし実際には、市場の規模の爆発的な拡大と、報告義務の不十分さにより、この期待は裏切られているという指摘がある（Duff & Zaring, supra p.705）。また規制により清算集中がなされ、ヘッジされないデリバティブ取引は銀行から切り離された子会社においてなされるようにされたが、これは市場による規律やそのインセンティブを弱めることになっているという指摘もある（Duff & Zaring, supra p.705）。

我が国に関して言えば、清算機関に対して公表が義務付けられるのは、取引情報の概要であり、電子取引基盤が公表する情報も、取引当事者の個別名称といった特定の取引を容易に識別できるものは除かれるということであるから、公表された取引情報によって市場による規律が働くことは、余り期待できない。金融商品取引法は、金融商品取引業者等により内閣総理大臣に報告された情報に基づいて、監督当局が監督権限を行使してシステミック・リスクに対応することに主に期待していると思われる。

これに対しアメリカの場合は、清算機関が監督機関だけでなく公衆に対しても、清算した各契約の内容や条件、証拠金設定の方法、清算機関の金融資産の規模と構成、各清算契約の種類毎に毎日の清算価格、清算額等を開示しなければならないとしている（7 U.S.C. § 7a-1 (c) (2) (L)）。登録スワップ・ディーラーやスワップのポートフォリオの大量保有者は、そのデリバティブ・ポジションの記録を保存し、CFTCや監督当局の検査に供しなければならず（7 U.S.C. § 6s (f)-(g), (j)）、CFTCは、主要なスワップの種類ごと、市場参加者ごと、新商品の開発ごとに、取引と清算に係る総計の情報を、公衆に開示しなければならない（7 U.S.C. § 2 (a) (14)）。清算機関を経ないものを含め全てのスワップについてスワップデータ蓄積機関に報告されなければならない（7 U.S.C. § 2 (h) (5), 6r (a) ; Dodd-Frank Act § 723 (a) (2), 729）。これらの開示規定は、監督当局が危機に備えて潜在的な問題をより速やかに把握できるようにするとともに、投機的なデリバティブ取引を抑止する効果も狙っているとされる（Timothy E. Lynch, The United States' Second-Best Strategies for Corraling

Purely Speculative Derivatives, 36 Cardozo L. Rev. 545, 607 (2014))。我が国の開示規制についても同様の定めが必要ではなからうか。なおアメリカにおいては、情報を公衆に開示しても、複雑なために市場がそれをきちんと評価できるか疑問であるという指摘がある (Lynch, supra p.607)。

5 清算集中

金融商品取引法 156 条の 62 によれば、金融商品取引業者等は、「店頭デリバティブ取引その他の取引のうち、取引高その他の取引の状況に照らして、その取引に基づく債務の不履行が我が国の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがあるものであつて、その特性にかんがみ、我が国において清算する必要があるものとして内閣府令で定める取引」は、金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関に自己及び相手方の債務を負担させて行わなければならないとしている (店頭デリバティブ取引の清算機関としては、株式会社日本証券クリアリング機構 (JSCC) がある)。即ち、CCP である金融商品取引清算機関又は外国金融商品取引清算機関を介して清算する取引にしなければならないとしているわけである。

同条に基づいて定められた店頭デリバティブ府令 2 条 1 項は、上記の内閣府令で定める取引として、金融商品取引法 156 条の 62 第 1 号に規定される取引 (CDS 取引等) のうち、金融庁長官が指定したものとし、同条 2 項は、金融商品取引法 156 条の 62 第 2 号に規定されている取引 (金利スワップ取引等) のうち、金融庁長官が指定した取引を挙げている。同条 3 項は、同条 1 項の取引のうち、以下のいずれかの要件を充たす取引については、清算集中義務の適用対象外としている。即ち、①取引の当事者の一方が金融商品取引業者等でない場合における取引、②信託勘定に属するものとして経理される場合における取引、③取引の相手方がグループ企業である場合における取引、④取引の当事者の双方が清算参加者でない場合における取引、である。また同条 4 項は、同条 2 項の取引のうち、①～③の要件のいずれかを充たす場合、又は取引の当事者の一方又は双方が、前年度の各月末の店頭デリバティブ取引の平均残高が 3,000 億円以上である取引情報作成対象業者でない場合における取引の、いずれかの場合には、清算集中義務の適用対象外としている。

この府令に基づき、「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令第 2 条第 1 項及び第 2 項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件」(平成 24・7・11 金融告 60 号) によれば、金融商品取引法 156 条の 62 第 1 号に定める取引として、CDS の指標取引の中で iTraxx Japan のうち一定のもので、清算集中対象商品を清算する

清算機関の直接参加者である大手証券会社等の金融商品取引業者等による他の金融商品取引業者等との取引が、国内清算機関への清算集中を義務付けられる。また、同法156条の62第2号に定める取引として、一定の金利スワップのプレーンバニラ型で変動金利の参照指標をLIBOR及びTIBORとするもので、店頭デリバティブ取引平均残高3,000億円以上の金融商品取引業者等による他の金融商品取引業者との取引が、国内清算機関や外国清算機関による清算集中を義務付けられる。

清算集中義務については、その必要性を巡って学説の意見は大きく分かれている。システミック・リスクを解消するものではないが、減少させることはできるとする見解と (Hal S. Scott, *The reduction of Systemic Risk in the United States Financial System*, 33 *Harv. J. L. & Pub. Pol'y* 671, 688 (2010))、清算機関はリスクをよく管理することはできず、清算機関自身が破綻する可能性がある (Craig Pirrong, *The Clearinghouse Cure*, 31 *Reg.*, Winter 2008-2009, at 44,45 (2009) ; Jeremy C. Kress, *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: Why Centralized Counterparty must Have Access to Central Bank Liquidity*, 48 *Harv. J. on Legis.* 49,72-73 (2011) ; Yesha Yadav, *The Problematic Case of Clearinghouses in Complex Markets*, 101 *Geo. L. J.* 387 (2013) ; Mark Roe, *Clearinghouse Overconfidence*, 101 *Cal. L. Rev.* 1641, 1662 (2013))、リスクを過小評価してモラルハザードを生み過大なリスクテックをもたらす (Pirrong, *supra* at 49-50;)、大きすぎてつぶせない金融機関に有利な市場にしてしまう (Michael Greenberger, *Diversifying Clearinghouse Ownership in Order To Safeguard Free and Open Access to the Derivatives Clearing Market* (2011), http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2013964)、清算機関内の債権者から清算機関外の債権者へとリスクを移転するだけである (Pirrong, *supra* at 45)、等の批判がある。

要するに論点は大きく二点に分かれる。即ち、清算機関はディーラーである金融機関等よりリスクをよりよく管理できるかという論点と、清算機関はディーラーである金融機関等よりよりよく損失を吸収できるかという論点である (Yadav, *supra* at 447)。前者に関しては見方が分かれよう。後者に関しては、金融商品取引法156条の10は、「金融商品取引清算機関は、金融商品債務引受業により損失が生じた場合に清算参加者が当該損失の全部を負担する旨を業務方法書において定めることその他の金融商品債務引受業の適切な遂行を確保するための措置を講じなければならない」と規定する。そして、(株)日本証券クリアリング機構(JSCC)「金利スワップ取引清算業務に関する業務方法書」17条、同「金利スワップ取引清算業務に関する清算参加者の破綻処理に関する規則」25条も、いずれかの参加者の破綻時には、他の参加者

の相互保証により JSCC に発生する損失の補填が行われるとしている。このような仕組みは、清算機関参加者の連鎖倒産を生じさせる危険がある。また、各参加者はリスク管理の巧拙に関わりなく他の参加者のリスク管理の失敗の責任をとらされることから、各参加者にリスク管理強化のインセンティブを削ぐモラルハザードを生じさせる恐れがある（木野勇人＝糸田真吾『ビッグバン後のクレジット・デリバティブ』（財経詳報社、2010年）68頁～69頁。和仁亮裕＝大間知麗子＝宇波洋介「清算集中・取引情報蓄積機関」ジュリスト1412号（2010年）23頁・30頁参照）。金融危機発生時等、清算機関の参加者による損失補填がスムーズに行えるかも問題である。損失補填で賄えない場合に、放置するとシステミック・リスクを拡大することになることから、中央清算機関（CCP）自体が、Too Big To Fail になるという問題が生じる。最終的には、公的資金なり日銀資金の投入ができるか、それは適切かという議論となりうる。

国際的には、これらの問題が生じないように、中央清算機関（CCP）がなるべく破綻しないような手当をするとともに、万一破綻した場合の処理につき予め取り決めをしておく（RRP: Recovery and Resolution Plan）ことが検討されている。これらに関する IOSCO や ISDA の提言を受けて（CPSS-IOSCO, Recovery of Financial Market Infrastructures, <http://www.bis.org/cpmi/publ/d.109.pdf>; ISDA, Principles for CCP Recovery_Jtrans (4).pdf)、FSB が報告書を出している（FSB, Progress Report on the CCP Workplan, 22 September 2015, <http://www.bis.org/cpmi/publ/d134a.pdf>）。それらによると、CCP の損失吸収能力を高め、流動性を確保するために、CCP の財源につき適切なストレス・テストを行うこと、CCP への拠出金（skin-in-the-game）を適切な規模にするとともに、CCP を運営する清算会員（CM）にリスク管理の適切なインセンティブを与えるものにする（CM による当初証拠金、補償基金の創設とその在り方の工夫等。全国銀行資金決済ネットワークにおける担保・保証の差入制度が参考になろう）、CCP の再建メカニズムを規定すること（CM への追加出資の請求、CCP の証拠金債務の削減、破綻した CM のポジションの清算と劣後化等。全国銀行資金決済ネットワークにおけるロスシェア・ルールが参考となろう）等が提言されており、更に、FSB Resolution Steering Group: FSB ReSG) による検討が続けられている。これらは公的資金を投入しないことを前提としているが、それで足りるのか、そもそも CM の破綻が生じないように、CM 間のデリバティブ取引の残高に一定の制限を設けるべきではないか（全国銀行資金決済ネットワークに加入している銀行間の仕向超過額管理制度等の制限のように）、等が問題となりうるのではなかろうか。

このような清算集中義務をそもそも課すべきか、CCPに関しかなる制度的な手当を行うべきか、等の問題の他に、我が国の規制において清算集中義務が課されている範囲が適切かという問題がある。我が国において清算集中義務の具体的な対象として指定されているのは、アメリカ等と比較すると、対象商品からも対象取引当事者からも、非常に限定されたものである（例えば、アメリカでは、個別性の強いデリバティブに限って適用除外するとし、非金融機関によるデリバティブ取引についても、一定の場合には清算集中義務の対象としている。Dodd-Frank Act § 723 (a) (3) ; 7 U.S.C. § 2 (h) (7)）。これは我が国においてデリバティブ取引がアメリカにおけるほど活発ではなく、システミック・リスクの観点から清算集中義務を課す必要がまだそれほど高くないと考えられているためであろう。しかし今後のデリバティブ取引の発展によっては、見直しが必要となろう。

なお監督指針は、清算集中されたデリバティブ取引等に係る中央清算機関との間の取引に係るリスクについて、以下のものを含めた適切な管理を求めている。即ち、中央清算機関との取引固有のリスク、適格中央清算機関が服している規制・監督の枠組みに重大な欠陥がある場合に生じるリスク、適格中央清算機関以外の中央清算機関について、当該中央清算機関の求めに応じて支払わなければならない未拠出の清算基金について、その全額が当該中央清算機関の損失補填に充てられるリスクである（「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅲ－２－３－２－１－２（11））。

6 証拠金規制等

個人顧客との通貨関連店頭デリバティブ取引につき、金融商品取引業者等又はその役員若しくは使用人に対し、原則、取引約定時における取引額の4%の額の証拠金（約定時必要預託額）を顧客に預託させることが義務付けられ（いわゆる外国為替証拠金取引（FX取引）に関するレバレッジ規制。金融商品取引法38条8号に基づく、2009年8月3日に公布された「金融商品取引業等に関する内閣府令」（以下、「金商業府令」と略す）117条1項27号・同条7項。しかし日本経済新聞2017年9月28日朝刊1面によれば、金融庁は約定時必要預託額を取引額の4%から10%に引き上げることを検討しているとする）、また約定済みの取引に係るポジションが相場変動等により取引額の原則4%という証拠金の額が不足した場合の追加の証拠金（維持必要預託額）の預託も義務付けられている（マージンコール。金商業府令117条1項28号・同条8項）。追加証拠金の預託がなされない場合は、金融商品取引業者等は取引を解消しなければならないとされている（金融商品取引法40条2号に基づく金商業

府令 123 条 1 項 21 号の 2 乃至 21 号の 3)。

金商業府令 117 条 1 項 29 号・30 号は、個人顧客との有価証券関連店頭デリバティブ（いわゆる証券 CFD 取引等）につき、上記の FX 取引と同様の義務を金融商品取引業者等に課している。但し、約定時必要預託額や維持必要預託額は、有価証券関連店頭デリバティブの種類ごとに細かく分かれている（金商業府令 117 条 17 項・18 項）。

以上のような証拠金規制（レバレッジ規制）は、金融庁の解説によれば、個人顧客を対象とした投資者保護の規定と考えられ、その他、業者の財務の健全性確保、過当投機の抑制といったことを目的としているとされる（金融庁ホームページ「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）の公表について」（2009 年 5 月 29 日）（<http://www.fsa.go.jp/news/20/shoukenn/20090529-3.html> 現在、該当ページは削除されている）。しかしこれに対しては、高いレバレッジ比率の取引に対する投資家の需要があるとして、東京金融取引所は反対している（日本経済新聞社「FX 倍率規制の制限は慎重に」東京金融取引所社長」（<http://www.nikkei.co.jp/news/keizai/20090428AT2C2700U27042009.html> 現在、該当ページは削除されている）。また、FX 投資家へのアンケートでは、「投資家の責任において自由裁量すべきもの」、「そもそも行政が決めるべきことではない」等として、レバレッジ規制に 80%が反対していたという（矢野経済研究所「FX 取引規制に関する投資家アンケート調査結果レバレッジ規制に対する FX 投資家 2,665 名の声」（2009 年 5 月 26 日）（<http://www.yanoict.com/report/1006.html> 現在、該当ページは削除されている）。レバレッジ規制が導入された結果、FX 業者数が減り、店頭 FX 取引高が減少しているとして、レバレッジ規制に反対する学説もある（畠山久志＝林康史＝歌代哲也「外国証拠金取引規制——我が国における FX 取引の沿革と現状——〈その 3 = 完〉」立正経済学季報 65 巻 3 = 4 号（2016 年）1 頁。尤も他方、レバレッジ規制の導入前後で目立った出来高の変化はなく、規制と出来高には相関は認められないとも述べている（同 15 頁）。即ち、同学説によれば、レバレッジ規制の根拠として考えられるのは、公序良俗違反、投資家保護、業者保護・業界保護であるが、公序良俗違反は下級審判決の無理解によるもので、レバレッジの高低によって議論されるべきものではなく、投資家保護・業界保護は他の方法で行われるべきである。レバレッジ規制が不当な理由としては、同規制を定める金商業府令 117 条 1 項 28 号・29 号、同条 7 項・8 項の根拠条文とされる金融商品取引法 38 条 8 号を立法したときの国会答弁等から、同号はレバレッジ規制をかける趣旨ではなかったこと、業者間の競争を阻害する取引制限であること（独禁法違反）、FX 取引の顧客の資金効率を悪化させること、等が

挙げられている（畠山＝林＝歌代・前掲 16 頁）。

確かにレバレッジ規制は、個人顧客や業者を保護するためのパターンリスティックな規制とも言えるが、それが不当か否かは、価値観の分かれるところであろう。またそのような規制の意義の他に、金融庁により規制の理由としても挙げられているように、相場の過熱による市場の不安定化を防ぐとか、業者の破綻による顧客の保護を図る等、公益的な意義もありえよう。

更に、公序良俗違反や賭博性の議論もあるように、FX 取引のように非常に投機的色彩の強いもののある店頭デリバティブ取引については、そもそもその経済的意義や法的効力に係る議論がありうるところであろう。アメリカでは、ヘッジ目的のない純粹に投機的なデリバティブ（Purely Speculative Derivatives: PSD）取引については、保険、賭博の規制との対比から、特別に許された娯楽（entertainment）目的で行われるのでなければ、期待経済価値がマイナスのゼロサム取引以下の非合理的な取引であり、関係者を毀損し、システムック・リスクを増大させ、モラルハザードを増大し、規制のギャップを利用し（regulatory arbitrage）、資本市場の効率性を害するものだとして、そのような契約は公序（public policy）に反し無効とされるべきだとする学説がある（Timothy E. Lynch, *Coming Up Short: The United States' Second-Best Strategies for Corraling Purely Speculative Derivatives*, 36 *Cardozo L. Rev.* 545, 581 et seq. (2014)）。同学説は、PSD を禁止するのではなく、証拠金規制等の次善（second-best）規制のみを行う現行規制は、不十分だとする。

他方、2016 年に改正された金商業府令 123 条 1 項 21 号の 5・21 号の 6 は、金融商品取引業者は（適用除外規定（同条 10 項・11 項）により、実質的な対象者は、第一種金融商品取引業を営む金融商品取引業者及び一定の登録金融機関に限定される）、一定の非清算店頭デリバティブ取引につき、非清算店頭デリバティブの時価の合計額に相手方に預託等している変動証拠金を合算した額から相手方から預託等を受けている額を控除した金額が、当事者間で合意した最低引渡額を上回る場合は、直ちにその額に相当する変動証拠金の預託等を相手方に求め、又は預託している変動証拠金の返還を求めることを要求している。また、潜在的損失等見積額及び当初証拠金の時価を算出して、潜在的損失見積額から相手方から預託されている証拠金の時価の合計額及び潜在的損失見積額から控除することを予め定めた額（「閾値」）を控除した額を、当初証拠金として預託することを要求している。そして潜在的損失見積額の算出方法として、定量的計算モデルを用いる方法と、標準法を用いる方法を、規定している。

この改正規則は、第一種金融商品取引業者又は外国デリバティブ業者間の非清算店頭デリバティブ取引を規制していることから分かるように、ピッツバーグ・サミット

のG20首脳声明を受けて、店頭デリバティブ取引業者が破綻した場合に他の業者の連鎖破綻につながらないように（contagionの防止）、システミック・リスク防止の観点から、業者間の取引が清算集中されない場合の次善規制として導入されたものである。

7 分別管理、区分経理

金融商品取引法43条の3、金商業府令143条により、デリバティブ取引等に関し、顧客から預託を受けた金銭又は有価証券その他の保証金又は有価証券について、自己の固有財産と区分して管理することが義務付けられている。

銀行が、直近期間及び直近の期末の商品有価証券勘定及び売付商品債権勘定の合計額のうち最も大きい額が、1,000億円以上であり、かつ、直近の期末及び直近の前の期末における総資産の10%に相当する額以上である場合、金利・外国為替・金融商品市場における相場その他の指標に係る市場デリバティブ取引及び外国市場デリバティブ取引等、一定の有価証券関連デリバティブ取引（金融商品取引法2条8項3号イ・4号イ・14号・15号を除く）、有価証券関連デリバティブを除く店頭デリバティブ取引（金融商品取引法2条22項）、先物外国為替取引、商品デリバティブ取引、銀行法施行規則13条の2の3第2号・3号の取引、銀行法10条2項16号により営むことのできる有価証券関連デリバティブ取引等（銀行法施行規則13条の6の3第2項14号・15号）、等を「特定取引」と呼び（同条2項柱書）、特定取引及び特定取引の対象となる財産をその他の取引及び財産と区別して経理するため、特別の勘定として「特定取引勘定」を設けなければならないとされている（同条1項）。特別勘定に属する取引又は財産をそれ以外の勘定に振り替えることや、他の勘定の取引や財産を特別勘定に振り替えることも禁止される（同条3項）。

「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」は、通貨関連店頭デリバティブ取引につき、顧客区分管理信託（金商業府令143条1項1号）と顧客分別金信託（同141条1項）とを明確に区分して管理すること、個別顧客区分管理金額及び顧客区分管理必要額を適切に算定すること（金商業府令143条の2第1項6号）、有価証券関連店頭デリバティブ取引につき、原則として週一回、信託残高を証明する資料及び管理必要額を算出した書面を提出すること、外部監査又は内部監査の状況を報告すること、等を求めており、監督当局が業務改善状況を把握したうえ、金融商品取引法51条に基づく業務改善命令を発出することとしている（同指針Ⅳ-3-3-1）。

8 自己資本比率規制

かつては、金融機関によるデリバティブ取引のリスクを制限するために、法令による規制はなかったものの通達により、上場証券先物取引・金融先物について建玉の水準について制限が設けられたりした（「普通銀行の業務運営に関する基本事項等について」（昭和57・4・1蔵銀901号）第3、5、8。岩原・前掲417頁参照）。しかし現在では、リスク管理態勢の規制のほかには、主としてデリバティブ取引に係る自己資本比率規制を通じて実体的なデリバティブ取引に係る金融機関のリスク規制は行われている（Scott & Gelpern, supra at 1018）。

バーゼル合意に基づく自己資本比率規制は、デリバティブ取引に係る銀行勘定とされる与信ポジション（与信相当額）には信用リスク規制が、トレーディング勘定（金利リスクと株式リスクの規制対象は、銀行法施行規則13条の6の3第1項に規定する「特定取引勘定」と、「銀行法第14条の2の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準を定める件」（平成18・3・27金融庁告示19号）10条2項2号に規定する「特定取引等」である。両者は同規則13条の6の3第2項が規定する「特定取引」で構成される。）の取引ポジションには市場リスク規制が課せられる。この両ポジションの区別は困難であると評されている（Scott & Gelpern, supra at 1018）。信用リスクにおけるリスク・エクスポージャーを計測する手法として、カレント・エクスポージャー方式（Current Exposure Method: CEM）、標準方式（Standardized Method）、期待エクスポージャー方式（Expected Positive Exposure: EPE）がある。CEMは、取引相手が破綻した場合にキャッシュフローを再構築するための潜在コスト（時価評価額が正の値をとっている契約に発生する）を与信相当額とするものである（同告示79条の2）。標準方式は、取引の種類や残存期間に応じて相殺関係にある支払・受取の組合せをより広く考慮したヘッジ・セットという概念を認め、店頭デリバティブの取引ポートフォリオの担保勘案後の市場現在価値（時価）と、各「ヘッジ・セット」毎の担保勘案後のリスク・ポジションの合計額に、一定の掛け目（CCF）を掛け合わせたもののうち、いずれか大きいほうに「1.4」のスケールリング・ファクターを乗じたものが与信相当額とされる（同告示79条の3）。EPEは、銀行の内部モデルを用いて、金利、為替、株価等、与信相当額に影響を与えうる各種のリスク・ファクターの変動を推計し、将来発生し得る正のエクスポージャー（カウンターパーティー・エクスポージャー）の期待値を見積もる方法である（同告示79条の4）。

市場リスクについては、銀行が内部管理上用いているモデルにより計測したリスク

量を基にして算出する内部モデル方式と、当局が指定する一定の計算方法によって算出する方法である標準的方式がある（同告示 271 条）。市場リスク規制の対象になるのは、金利リスクと株式リスクについては、トレーディング勘定の資産又は負債のみであるが、コモディティ・リスクと外国為替リスクについては、トレーディング勘定以外の取引等も規制の対象に含まれる（佐藤隆文『バーゼルⅡと銀行監督』（東洋経済新報社、2007 年）185 頁）。

バーゼルⅢにおいては、第一に、取引相手の信用リスクへの不履行（default）リスク資本引当は、現在の市場データを用いた実効 EPE、及びストレステストを用いた実効 EPE に基づくポートフォリオ・レベル資本引当の、いずれか大きい額に等しくなければならない。第二に、CCP との取引を除き、期待取引相手リスクの時価損失リスクをカバーする新 CVA リスク資本引当を追加した。CCP の利用を推進するねらいがあろう。第三に、資本要求によってカバーされるリスク期間である証拠金の期間を、一定の店頭デリバティブに関し長くする。第四に、中央清算機関の利用を促進するために、適格 CCP への潜在的将来エクスポージャーについては、2% のリスクウェイトを認める。その他、レバレッジ比率等につき変更がなされる（Scott & Gelpern, supra at 1026）。

9 顧客保護

金融機関の行うデリバティブ取引については、顧客保護の観点から様々な規制がなされている。第一に、預金者等に預金と異なる商品特性についての開示義務が課されている。預金等とデリバティブの組合せ商品について、満期時に全額返還される保証のないことその他当該商品に関する詳細な説明が求められる（銀行法施行規則 13 条の 3 第 5 号）。また、契約締結前交付書面の記載事項ともされている（同規則 14 条の 11 の 27 第 1 項 13 号・34 条の 2 の 27 第 13 号・34 条の 53 の 12 第 13 号（銀行代理業者））。

第二に、銀行法の監督指針においては、融資取引にデリバティブ取引が含まれているときに、銀行法 13 条の 3 各号、金融商品取引法 40 条各号の規定に抵触することのないよう、顧客の知識、危険、財産の状況及び取引を行う目的を踏まえ、商品内容やそのリスクに応じて、契約時点に適切かつ十分な説明をすることが求められている（「主要行等向けの総合的な監督指針」Ⅲ－3－3－1－2（2）①イ）。またデリバティブ取引の契約意思確認が求められる（同指針Ⅲ－3－3－1－2（2）③）。特定預金については元本について損失を生じるおそれがあることの詳細な説明が求められ（同

指針Ⅲ－３－３－２－２(3)②)、特定預金等のうちデリバティブ取引又は商品デリバティブ取引を組み込んだ仕組預金で、店頭デリバティブ取引に類する複雑な仕組みを有するものの勧誘・受入れについては、注意喚起文書の配布、個人顧客に対し勧誘を行うのに当たって顧客保護のため適合性原則等に基づく勧誘の適正化が求められる(同指針Ⅲ－３－３－２－２(3)③)。

第三に、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」は、広告、説明書類、勧誘方法、説明責任、委託証拠金その他の保証金の受領に係る書面交付、不招請勧誘の禁止(金融商品取引法38条4号)等につき詳細な定めを置いている(同指針Ⅳ－３－３－２)。また、店頭デリバティブ取引業者が顧客との取引において発生するスリッページに関し、顧客にとって不利となる非対称な取扱いを行わないように監督することとしており、個人向けの特定期間や原資産価格から著しく乖離した権利行使価格の設定、全ての顧客が損失を被る場合が発生するような権利行使価格の設定(いわゆる「総取り」)を排除する等、店頭デリバティブ取引業者のみが有利になる取引条件の禁止、顧客の知識・経験・資料に応じた取引開始基準の設定や顧客の属性に応じた取引限度額の設定とモニタリング、その他、顧客への詳細な情報提供を規定している(同指針Ⅲ－３－３－３(2))。市場デリバティブ取引についても詳細な勧誘・説明態勢が定められている(同指針Ⅴ－２－２－２)(詳しくは、岩原紳作「金融商品の販売における金融機関の説明義務等に係る監督法的規制」(金融法務研究会『金融商品の販売における金融機関の説明義務等(金融法務研究会報告書(24))』(2014年9月)1頁・21頁以下参照)。