

早稲田大学審査学位論文（博士）

金融商品取引における投機と法
デリバティブ取引規制に関する一考察

早稲田大学大学院法学研究科

小林 貴誉志

目次

序論

- 問題意識及び本論文の設定する問い
- 本論文が設定する問いに対する分析の対象及び視点
- 先行研究及び本論文の位置付け
- 本論文の構成
- 略語表

第1篇 デリバティブ取引とは何かー我が国におけるデリバティブ取引ー

第1章 江戸時代のデリバティブ取引

- 第1節 江戸時代における米取引
- 第2節 堂島米市場
- 第3節 堂島米市場における帳合米取引
- 第4節 帳合米取引の制度的脆弱性
- 第5節 石建米取引

第2章 戦前のデリバティブ取引

- 第1節 明治最初のデリバティブ取引規制
- 第2節 洋銀取引
- 第3節 明治ー昭和のデリバティブ取引
- 第4節 取引所法
- 第5節 大正11年取引所法改正と短期清算取引制度
- 第6節 第二次世界大戦とデリバティブ取引
- 第7節 小括

第3章 第二次世界大戦後のデリバティブ取引

- 第1節 デリバティブ取引禁止と信用取引
- 第2節 証券取引法とデリバティブ取引
- 第3節 平成10年証取法と有価証券店頭デリバティブ取引の全面解禁
- 第4節 小括

第4章 金融商品取引法とデリバティブ取引

- 第1節 デリバティブ取引の分類・基本的要素
- 第2節 金融商品
- 第3節 金融指標
- 第4節 デリバティブ取引の類型

- 第5章 デリバティブ取引の多面的機能
 - 第1節 デリバティブ取引の経済的効果
 - 第2節 帳合米取引の意義にみるデリバティブ取引の価格保険機能と価格平準化機能
 - 第3節 長期国債清算取引導入の議論にみるデリバティブ取引と公正な価格形成
- 第6章 小括

第2篇 投機の本質及び投機を過当化させうる制度と法規制

- 第1章 投機の定義・本質論
 - 第1節 投機の定義論
 - 第2節 投機の本質論
 - 第3節 小括
- 第2章 投機を過当化させうる制度と法規制
 - 第1節 差金決済
 - 第2節 清算機関
 - 第3節 売りから始めることのできる性質
 - 第4節 取引期間・限月制度
 - 第5節 売買証拠金・委託保証金
 - 第6節 価格形成技術
 - 第7節 市場外取引・市場類似施設
 - 第8節 小括

第3篇 店頭デリバティブ取引規制

- 第1章 2008年世界金融危機と店頭デリバティブ取引
 - 第1節 米国の金融危機調査報告書
 - 第2節 欧州における店頭デリバティブ取引の評価
 - 第3節 小括
- 第2章 我が国における店頭デリバティブ取引規制
 - 第1節 清算集中義務
 - 第2節 取引情報保存・報告制度
 - 第3節 電子取引基盤制度の創設
 - 第4節 非集中清算デリバティブ取引に対する証拠金規制

結論

参考文献

序論

投機ヲ治ムル其レ猶ホ水ヲ治ムルカコトキ乎。夫レ山アレハ溪アリ、溪アレハ水アリ、衆水集リテ川ヲ成シ肆然トシテ縦マニ曠野ノ中ヲ行ク、物得テ焉ヲ支フルナシ。水ヲ治ムル者謹テ水ノ性ニ鑑ミ、水ノ勢ニ循ヒ其趨ク所ニ就テ之ヲ善導ス。¹

問題意識及び本論文の設定する問い

金融は人類が創造し、様々な創意工夫を経て社会に恩恵を与えてきた一方で、歴史上発生したいくつもの世界金融危機に見られるように、金融が世界中に社会不安及び混乱をもたらしうる点を証明している。数多ある金融商品取引の中でも、デリバティブ取引は、取引を行う者にリスク回避機能を提供すると共に、よりリスクを選好する者に投機の機会を与えている。デリバティブ取引は、一般的に数百年以上の歴史を有しているとされ、我が国では世界で初めての先物取引である堂島米会所での帳合米取引が 1730 年（享保 15 年）に始まった。その後、デリバティブ取引については、法の姿勢が紆余曲折しつつも、連続と受け継がれ、そして 20 世紀後半以降、人類は法と数理、情報技術を最大限に駆使し、新たな金融商品、新たな種類の金融デリバティブ取引を生み出すに至った²。

さらに、近年では仮想通貨など、投機性の強い商品・取引が登場しており、人間が持つ根源的欲求の発露としての投機行動はその時々を経済情勢により、一時的に減退することであっても、歴史的にみると増幅しているといえる。投機という人間の本質的動機に根ざした行為に対する規制は、明示的前提からの論理的演繹の帰結で導きうるのだろうか。行き過ぎた投機が発生すると、しばしば投機の対象となる金融商品・取引そのものを否定する傾向にある。その典型例がデリバティブ取引である。この点、デリバティブ取引に対する理解不足はもとより、デリバティブ取引をはじめ投機に対して法はどうあるべきか、法的理論構成が十分に議論されていないのではないだろうか。デリバティブ取引を含めた金融商

¹ 昭和 3 年 8 月当時大阪株式取引所の理事長を務めていた上畠益三郎氏の言葉である。大阪株式取引所『大株五十年史』（大阪株式取引所、1928）1-2 頁。

² デリバティブ取引の発展は、冷戦の緊張緩和（デタント）と大きく関係している。米ソのデタントにより、両国の宇宙開発競争に終止符が打たれた結果、NASA（米国航空宇宙局）の体制縮小が行われ、ロケット・サイエンティストと呼ばれる数学・物理学を専門とする科学者がたどり着いたのがウォール街である。

品は人類が産み出したものであり、一時期中断したにせよ、それが数百年も続くからには、そこには何らかの意義があり、その点にも理解を示した上で、実際に起こった問題を考察し、金融商品取引における投機に対して、法的に理論構成する必要があると考える。

本論文は、金融商品取引における投機に対して法はどうあるべきか、投機に対する法的枠組みがどうあるべきか、という問いを設定し、デリバティブ取引規制の歴史、そして現状の法規制に対する考察を通じて、この問いに可能な限り答えることを目的とする。

本論文が設定する問いに対する分析の対象及び視点

本論文では金融商品取引の中でも、とりわけデリバティブ取引制度及び規制を分析の対象とする³。その理由は、第一に、金融商品及びその取引は多かれ少なかれ投機をその本質的要素の一部として内在させているが、デリバティブ取引はとりわけ、その投機性が相対的に高い。その相対的な投機性の高さが故に、歴史的に法がデリバティブ取引に対して厳しい姿勢と許容する姿勢との狭間で揺れ動いてきた事実がある。そして第二に、近年の大きなデリバティブ取引に対する法規制の変化として、契約法的色彩の強い店頭デリバティブ取引に対して、株式等の伝統的な取引所上場金融商品に課されている規制（市場型規制）が課されるようになったためである。2008年世界金融危機を経て、一部の店頭デリバティブ取引に対して、電子取引基盤制度の義務付け、清算集中義務、情報蓄積機関への報告義務等の新たな規制が設けられた。また、店頭デリバティブ取引の先物化（futurization）と呼ばれる現象もある。こうした一連の規制は、相対で取引されていた一部店頭デリバティブ取引に対して市場上場の金融商品取引と同様の制度的規制を課するという点において興味深く、本論文の問いに答える上で考察すべき点であると考えられる。

本論文が対象とするデリバティブ取引は、金融デリバティブ取引一般を指す。現在金商法に規定されているデリバティブ取引には、先渡取引、先物取引、オプション取引、クレジット・デリバティブ取引、天候デリバティブ取引等がある。これらは、単なる売買取引のように一度の資金決済等によって取引が完了するのではなく、取引開始時点から終了までの間、1) 取引対象となる金融資産の価格・金融指標等の変動が当事者間のキャッシュ・フロー（得失）を生み出す、または、2) 将来発生し得る特定の事実に基づき当事者間のキャッシュ・フローが発生するという性質を有している。

また、商品デリバティブ取引及び株式等の有価証券に関わる法規制の議論及び歴史的展開は、金融デリバティブ取引に対して大きな影響を与えており、本論文の目的に合致する範囲内において必要に応じて紹介し、考察を進めていくこととする。

本論文が比較考察対象とするのが英国及び米国である。なぜなら、英国は19世紀から

³本論文中、デリバティブ取引という語は金融デリバティブ取引を指す。但し、商品デリバティブ取引との違いを明らかにする上で、金融デリバティブ取引と明記することもある。

20世紀にかけて、我が国同様、デリバティブ取引に対して法が厳しい態度と許容する態度の間で揺れ動いた歴史的経験があり、その中で多くの議論の蓄積があるためである。また、米国は20世紀末から急速に発達した店頭デリバティブ取引が要因の一つとされる2008年世界金融危機が発生した国である。そして何より両国で取引されるデリバティブ取引額は世界全体の8割にも及び、両国の培った経験は、我が国の法規制に対して示唆を与えるためである⁴。

なお、本論文の考察対象とするのは、投機に関する本質論及び金融商品取引法のデリバティブ取引に関連する法的規制である。投機と法の問題に関しては、上述の点に限らず、デリバティブ取引の投資家に対する様々な業規制（適合性の原則、説明義務等）や、金融商品取引業者の自己取引規制（金商法の過当投機禁止規定、米国のボルカールール等）等、様々な論点があることを筆者は承知しているが、筆者の力不足により、これらを論ずることは別の機会に譲らなければならない。また、本論文が扱う投機の問題は歴史的には経済学・経営学・歴史学の領域において広く議論がなされ、これらの助けなしには本論文の考察を進めることは困難を極める。そのため、本論文の目的に照らして示唆的と思われる文献を、最大限注意を払いつつ参考にした。とりわけ、江戸時代のデリバティブ取引に関する文献に関しては、本来であれば可能な限り原史料にあたり、考察を加えるべきところ、筆者の力不足により、原史料に考察を加えた文献から得られた知見を享受して執筆している。これらの学問領域においてさほど明るくない筆者が、必要不可欠な参考文献に依拠し、十分な考察ができたか疑問の残るところではあるが、ご批判を得て再考することをもってご海容いただきたい。

先行研究及び本論文の位置付け

先行研究については、各篇の内容と照らし合わせながら説明を加えるのが有用であると考える。第一篇における我が国におけるデリバティブ取引に関しては、まず、江戸時代の帳合米取引・石建米取引、そして洋銀取引、さらに明治以降戦前のデリバティブ取引である、定期取引、清算取引であるが、その制度論に関する法学・経済学の立場からの文献、道徳的批判を紹介した文献がある。江戸時代の取引に関する文献については、江戸時代に書かれた帳合米取引等に関する第一次資料をまとめたもの、第一次資料に対する評価、当時の取引の状況が詳述された文献がある。明治以後の戦前のデリバティブ取引においては、当時の初期の立法機関である、元老院におけるデリバティブ取引に係る審議録、いわゆる

⁴ 例えば、店頭金利デリバティブ取引の取引高においては、2016年4月の日々平均取引高を比較した国際決済銀行の報告書によれば、米英両国の合計が8割に達している。Bank for International Settlement “Triennial Central Bank Survey OTC interest rate derivatives turnover in April 2016” (<https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>)

ブルス条例を巡る問題を指摘した文献、当時の限月短縮問題に関する文献、取引所法とその改正に関する文献・史料、そして戦時中のデリバティブ取引、日本証券取引所法に関する文献・史料がある。

戦後のデリバティブ取引を巡っては、GHQに関する史料、1948年証券取引法に係る国会審議録、戦後初の金融デリバティブ取引となる長期国債先物取引導入を巡る法学・経済学・経営学の観点からの文献、その後のオプション取引、指数先物取引といった1980年代後半以降導入された様々なデリバティブ取引に関する立法過程、改正証券法、金商法成立に対する検討を加えた文献がある。とりわけ、金商法成立を巡ってのデリバティブ取引規定は大きく変更されたことから、立法担当者の解説を含めて、様々な文献がある。

また、金商法に規定されたデリバティブ取引として、先物、オプション、スワップ、クレジット・デフォルト・スワップ、天候デリバティブ等があるが、これらのデリバティブ取引の経済的意義、取引プロセスに関する文献は、経済的側面からデリバティブ取引を理解する上で有用である。

デリバティブ取引における賭博罪の適用可否の議論、保険との類似性・相違性に着目した議論である。これはとりわけ天候デリバティブ取引を中心に議論がなされている。

第二篇では、投機とは何かについて論じているが、第一に、投機の定義、本質論に関しては、その多くは日米の主に経済学者を中心とした文献があり、これは戦前から戦後にかけてみられる。この点、法学分野において、投機そのものに対して考察を加えた文献は少数である。第二に、歴史的なバブル、人類の投機行動を叙述した文献である。これらは、オランダのチューリップバブル、ヨーロッパの南海泡沫事件、1929年の世界恐慌、2008年の世界金融危機等、人類が直面した様々な投機行動、そしてその極限に至った、いわゆる、バブルという現象について叙述している。

第二篇は続けて、投機を過当化せうる制度と法規制について論じているが、本篇に関しては第一篇における参考文献・先行研究を元にしてしている。

第三篇の店頭デリバティブ取引規制に関しては、第一に2008年世界金融危機に関連する研究・文献が数多く存在する。法学・経済学の立場からの金融危機前のデリバティブ取引・制度に対する批判的研究、世界金融危機の原因分析、危機防止のための法制度に係る考察、危機後の新しい規制に関する評価等、多くの論文、書籍が発表されている。当該危機の際に、クレジット・デフォルト・スワップと呼ばれるデリバティブ取引が世界金融危機の一因とされたことから、これに対処すべく、店頭デリバティブ取引に関する新たな規制に関する提案を含め様々な文献が欧米を中心にある。我が国は、G20サミット等を通じて、国際的な店頭デリバティブ取引規制の流れに対応すべく、金商法改正を重ねてきたが、これらに対する制度の紹介及び検討を加える文献もある。

本論文は、上記のようなデリバティブ取引に関する特定のテーマ、個別事象・個別の取引類型及びこれらに関連する法制度を対象とした論文とは異なり、デリバティブ取引の有する投機性に着目し、投機に対して法規制はどうあるべきかという問いに可能な限り答え

ることを目的としている。本論文で論じている個々の点については、これらの先行研究に負うところが大きい。本論文が設定した問いからこうした先行研究に対して考察を加え、投機に対する法的枠組み、法的理論構成がどうあるべきかという観点から論じる点が本論文のねらいである。

本論文の構成

本論文は以下の通りの構成となっている。第1篇では、考察の対象となるデリバティブ取引とは何か、江戸時代の堂島米会所での帳合米取引から始め、戦前のデリバティブ取引、金商法制定前の戦後のデリバティブ取引を論じた後、金商法制定時の議論を踏まえ、金商法におけるデリバティブ取引を論ずる。本篇では、これに加えてデリバティブ取引の有する投機性、多面的機能についても触れる。続いて第2篇において、同じく本論文が考察の対象とする投機について、投機とは何か、定義の議論を考察する。また、投機を過当化させる制度と法規制についても論ずる。差金決済、相殺・清算機関、売りから始めることのできる性質、取引期間・限月制度、委託保証金・担保、市場外取引を取り上げ、これらが投機を過当化させる制度であること、そして、これらに関する過去の事例・議論を紹介し、法規制を考察する。第3篇では、店頭デリバティブ取引規制と題し、2008年世界金融危機の原因を整理し、危機後導入された店頭デリバティブ取引規制について論述する。そして、店頭デリバティブ取引規制の意義と課題について私見を述べる。

第1篇 デリバティブ取引とは何か-我が国におけるデリバティブ取引-

本篇では、本論文の考察対象であるデリバティブ取引とは何か、我が国におけるデリバティブ取引について、江戸時代の帳合米取引まで遡り、明治から戦前、戦後にかけてのデリバティブ取引、そして金商法におけるデリバティブ取引規定を中心に論ずる。本篇は第2篇以降の考察を行う上で、理解の一助となり、我が国における現在の金融デリバティブ取引規制に関する検討を加え、投機に対する法がどうあるべきか、論じる上での基礎部分を構成するものである。

第1章 江戸時代のデリバティブ取引

世界初の先物取引とされる堂島米会所で行われた帳合米取引を中心に取引制度・規制、そして帳合米取引の意義について論じ、その当時の幕府及び町人蔵元の帳合米取引に対する姿勢・考え方を制度面から可能な限り明らかにしていく。

第2章 戦前のデリバティブ取引

明治維新後のデリバティブ取引は、江戸時代のそれが過度に投機的であったという立場から禁止され、米価を基礎とした有価証券先物取引は姿を消した。また、幕末に行われた洋銀取引については、戦前の大正時代に導入された短期清算取引の嚆矢となった取引制度

であることから、これについても取り扱う。

その後、明治政府が発行した公債及び明治期に導入された株式会社制度に基づく株式の有価証券先物取引が開始されることとなる。しかし、その導入に当たっては、帳合米取引制度の商慣習を無視し、欧米の例をほぼそのまま導入しようとしたことから、その導入に当たっては紆余曲折が見られた。明治 11 年の株式取引所条例によって、東京・大阪両株式取引所が設立され、本格的に有価証券先物取引が開始される。しかし、その後も投機抑制策として売買仕法の変更を試みたが、取引所側から大きな反発を受けその試みは度々頓挫する。その後、取引所法が成立し、大正 11 年改正により短期清算取引制度が導入される。戦時中には日本証券取引所が設立され、戦況が悪化する中で、清算取引は事実上不可能となっていくのである。

第 3 章 第二次世界大戦後のデリバティブ取引

敗戦により我が国の金融デリバティブ取引の歴史は中断したが、戦前の清算取引を復活する立場と、米国の証拠金取引を導入する立場に分かれ、有価証券デリバティブ取引を巡る議論がなされたが、結果有価証券先物取引は認められず、その間一定の投機性を有する信用取引が導入された。その意味において投機性を有する取引制度は歴史的連続性を有していたともいえる。その後の復活に向けての動き、そして戦後初の金融デリバティブ取引として、昭和 60 年証取法改正により認められた長期国債先物取引を皮切りに、世界の動きに呼応して、様々な金融デリバティブ取引が急速に認められた時代を概観する。

第 4 章 金融商品取引法とデリバティブ取引

金商法成立の背景、金先法の廃止による金融デリバティブ取引規定の金商法への一本化、金融商品、金融指標の概念、取引類型として先物・先渡取引、オプション取引、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引について考察を加える。

第 5 章 デリバティブ取引の多面的機能

本章では、デリバティブ取引の多面的機能として、価格平準化機能・リスク回避手段（ヘッジング）について言及し、堂島米市場における帳合米取引が求められた背景等について論ずる。また、戦前の日本における長期国債清算取引を巡る議論、戦後の清算取引復活を巡る議論について触れ、投機と金融商品の公正な価格形成という点について論ずる。

第 2 篇 投機の本質及び投機を過当化させうる制度と法規制

金融商品取引には投機という要素が多かれ少なかれ含まれるが、そもそも投機とは何か、投機の本質的要素は何か、戦前及び戦後のある時期までは投機の本質論について議論がなされてきたものの、近年あまり議論されることはない。本篇では、投機の本質論に関して先行研究をまとめ、考察を加える。そして、投機に対する法規制を考える上で、投機の本

質的要素につき、私見を述べる。

第1章 投機の定義・本質論

投機の定義に関する先行研究の議論をまとめ、私見を加えた。本章では、投機の定義を巡る議論は我が国では経済学の立場からの議論が多く、法学の領域での議論が不十分であったことが明らかとなった。そして、先行研究においては賭博との対比において、投機の定義を試みるアプローチが多いことを示した。私見として、賭博との区別を強調するのではなく、引き受けるリスクの性質又は種類を基準とする立場、公益性（社会的利益）を基準とする立場から、取引が有する国民経済的意義という観点で、投機を定義することが重要であると考え。両者を基準する立場は矛盾するわけではなく、他者の有する価格変動リスク、財産的リスクの引受行動には、一定の公益性・社会的利益があるといえる。

第2章 投機を過当化させうる制度と法規制

本篇では、投機を過当化させうる制度として、差金決済、清算機関、売りから始めることのできる性質、委託保証金等、取引期間・限月制度、市場外取引を挙げる。日米英での議論を元に、これらの点と投機との関係を明らかにし、これら諸制度の法規制を考察することで、法がどのように投機を認め、制約しているのか論ずる。以下、例を列挙する。

売りから始めることのできる性質

一般的にモノの取引は買って売るという順番だが、第1項でも述べた通り、取引客体を必要としない取引の場合、売りから始めることが資金以外の決済の必要性に関わらず可能となる。買いでも同じことが言えるわけだが、売りから始めることがより投機を過当化させうる根拠は、理論上の損失額が無限大になる点である。世界恐慌後の米国におけるショート・セル論争についても触れる。

取引期間・限月制度

取引期間・限月制度については、期間が長期化すればするほど投機性が強くなるという考えのもと、我が国においては限月の長短を巡り、戦前・戦後と激しい議論がなされていた点をまとめた。この点、商品デリバティブ取引における限月が一般的に長期となるのは、原材料の生産から加工に係る期間が長期化し、その間の価格変動の危険に晒されるという背景があり、金融デリバティブ取引にはこうした理由がない。

市場外取引・市場類似施設規制

市場外取引規制・市場類似施設規制とは、市場が持つ重要な機能である市場管理機能、すなわち、過当投機などの状況に対して、市場に対して人為的な力を加える機能がない場で、取引が行われることを法が規制するということである。この点については、歴史的に

は帳合米取引時代から戦前にかけては、市場外取引、市場類似施設による取引がしばしば見られた。そして日本の上場株式における取引所集中原則の撤廃について論ずる。

第3篇 店頭デリバティブ取引規制

本篇では、2008年世界金融危機についてその背景及び原因につき、デリバティブ取引に関係する部分を中心に概観した上で、店頭デリバティブ取引規制に関する国際的議論を論ずる。その後、我が国における店頭デリバティブ取引規制として、電子取引基盤整備義務、清算集中義務、情報蓄積機関、非集中清算デリバティブ取引に対する担保規制を考察する。最後に、店頭デリバティブ取引規制の意義と問題点として、何点か私見を述べることにしたい。

第1章 2008年世界金融危機

本章では、2008年世界金融危機について、原因の分析及び規制案が盛り込まれた米国金融危機調査報告書、英国ターナー・レビュー、そして欧州ド・ラロジエール・レポートを元に、デリバティブ取引に関連する部分を中心に概括した。

世界金融危機の震源地となった米国では、危機以前からデリバティブ取引に対する規制強化の機運はあったものの、結果として実現には至らず、むしろ2000年に2000年商品先物現代化法が成立。店頭デリバティブ取引に対する一層の規制緩和とCFTCとSECの店頭デリバティブ取引に対する監督権限を縮小するという内容であった。

金融危機との関連でデリバティブ取引が注目されたのは、AIGによるクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の過剰な取引である。この点が、店頭デリバティブ取引規制へとつながるが、当該米国調査報告書では、この問題の過度な一般化に対する反対意見があった点も傾聴に値する。

世界金融危機を踏まえ開催されたG20ピッツバーグ・サミットの首脳声明において、店頭デリバティブ市場の改革方針が明記される。本章では、その後に出されたIOSCOの店頭デリバティブ取引規制案についても触れる。

第2章 我が国における店頭デリバティブ取引規制

第1章で述べた国際的な議論に対応するべく、我が国では金商法改正が行われ、電子取引基盤整備義務、清算集中義務、情報蓄積機関、非集中清算デリバティブ取引に対する担保規制が新たに導入された。電子取引基盤整備義務では、特定店頭デリバティブ取引の範囲、当該義務づけがなされる者の範囲、電子取引基盤を利用した店頭デリバティブ取引と金商法159条との関係等について論ずる。

略語表

外為法 外国為替及び外国貿易法

金先法 金融先物取引法

金商法 金融商品取引法

証取法 証券取引法

大株 大阪株式取引所

大証 大阪証券取引所

東株 東京株式取引所

東証 東京証券取引所

CDS (Credit Default Swap) クレジット・デフォルト・スワップ

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

IOSCO (International Organization of Securities Commissions) 証券監督者国際機構

JDCC (JASDEC DVP Clearing Corporation) ほふりクリアリング

JPX (Japan Exchange Group) 日本取引所グループ

JSCC (Japan Securities Clearing Corporation) 日本証券クリアリング機構

LIBOR (London Interbank Offered Rate) ロンドン銀行間取引金利

PTS (Proprietary Trading System) 私設取引システム

SEC (Securities and Exchange Commission) 米国証券取引委員会

TIBOR (Tokyo Interbank Offered Rate) 東京銀行間取引金利

TOPIX (Tokyo Stock Price Index) 東証株価指数

第1篇 デリバティブ取引とは何か—我が国に おけるデリバティブ取引

本篇では、本論文の考察対象であるデリバティブ取引を明らかにすることが重要であることから、我が国のデリバティブ取引の歴史に触れ、金商法におけるデリバティブ取引の定義規定を通じて、デリバティブ取引とは何か、を論ずる。

本論文が対象とするデリバティブ取引は、金融デリバティブ取引一般を指す。このことは、言い換えると、金商法に規定されているデリバティブ取引であり、先渡取引、先物取引、オプション取引、クレジット・デリバティブ取引、天候デリバティブ取引等がある。これらは、単なる株式や債券の売買のように一度の資金決済等によって取引が完了するのではなく、取引開始時点から終了までの間、1) 取引対象となる金融資産・金融指標等の変動が当事者間のキャッシュ・フロー（得失）を生み出す、または、2) 将来発生し得る特定の事実に基づき当事者間のキャッシュ・フローが発生するという性質を有している。本篇では、我が国における徳川時代からのデリバティブ取引の歴史を概観した上で、明治から第二次世界大戦時までのデリバティブ取引、そして第二次世界大戦後、証取法下において順次認められてきたデリバティブ取引について触れ、最後に金商法成立によりデリバティブ取引の定義規定がどのように設けられているのか論ずる。

これらを整理し、本篇でまとめることは、金融商品取引、とりわけデリバティブ取引における投機に対して法はどうあるべきか、投機に対する法的理論構成がどうあるべきかを考察する上で、基礎をなすものであり、我が国における過去のデリバティブ取引に関する経験は現在のデリバティブ取引規制の在り方を論ずるにあたり、大いに示唆を与えると考えるためである。

第1章 江戸時代のデリバティブ取引

第1節 江戸時代における米取引

我が国におけるデリバティブ取引の嚆矢とされるのが、徳川時代に大阪堂島米会所で行われた帳合米取引である。

江戸時代はいわゆる、「米遣ひの経済」時代で、米を中心として諸々の経済生活が営まれており、米穀は社会経済上非常に重要な地位を占めていた⁵。第一に当時の国民生活において最も主要な食料品であること、第二に国家財政及び国民所得の標準であることが、江戸時代の米穀の重要性を端的に表す特徴である⁶。江戸時代の経済の中心は大阪にあったことから、各藩は大阪に倉庫及び事務所（蔵屋敷）を設け、藩から役人を蔵屋敷の支配人として派遣駐在させ（派遣された役人を蔵元、又は蔵役人という）、各藩が徴収した年貢米を、倉庫に送り貯蔵していた。これを蔵米という。当初各藩から派遣されていた武士としての

⁵ 須々木庄平『堂島米市場史』（日本評論社、1940）5頁。

⁶ 須々木 前掲5 1-2頁。

蔵元であるが、その後出入りする町人が蔵元を託されるようになった（町人蔵元の誕生）⁷。

幕府を含め各藩は租税を米で徴収する一方、経費や江戸参勤の経費等の支払いは通貨によらなければならなかったため、常に米を通貨に替える必要があった⁸。そのため、米市が自生的に形成されることとなる⁹。

初期の町人蔵元で最も有力だったのが淀屋である。そのため、多数の米商人が淀屋の邸宅のある淀屋橋南詰に集まり、初期（17世紀中頃）の米手形の売買が行われ、我が国における取引所の起源とされる¹⁰。江戸時代中期以後に記されたとされる、『芦政秘録』によれば、「大阪米市場の儀は、往古同所富豪の町人淀屋辰五郎、三代以前淀屋与右衛門と申す者、諸家大坂廻米一手に引受け、日々売出候につき、右居宅近辺土佐堀川筋、淀屋橋南詰へ所々米商人大勢寄り集り、米売買仕来候事の由、是れ今の正米相場の始なり。」と記されている¹¹。ここでいう「正米相場」というのが、米手形の現物取引を指している。当時の大坂町奉行の触書によれば、遅くとも1650年ごろには米手形の転々売買が行われていたとされる¹²。

当時の取引の方法としては¹³、米仲買が各蔵屋敷で入札を実施し落札者を決定。落札者は蔵屋敷の出納担当である掛屋に取引代金の約3分の1を敷銀として納めると、落札した米仲買は敷銀領収書を受け取る。残りの代銀は7-10日以内に支払うこととなり、代銀を掛屋に納めると、掛屋は銀切手を振り出す。米仲買がその銀切手を蔵屋敷に提示し、銀切手と引き換えに蔵屋敷から米手形を受け取った¹⁴。そして、実際の米穀は買入当日から30

⁷ 町人蔵元は後に掛屋と呼ばれた。永田鐵三『株式取引所職能論』（南郊社、1940）13頁。なお、町人蔵元の成立期は寛文期（1661-1673年）と見られている。大阪府史編集専門委員会編『大阪府史第5巻近世編I』（大阪府、1985）533頁。

⁸ 島本得一『徳川時代の証券市場の研究』（産業経済社、1953）4頁。

⁹ 高槻泰郎『近世米市場の形成と展開』（名古屋大学出版会、2012）26頁。

¹⁰ 田中耕太郎『取引所法』（日本評論社、1942）12頁。

¹¹ 「芦政秘録」島本得一編『堂島米会所文献集』（所書店、1970）2頁。

¹² 大阪市参事会編『大阪府史第三』（大阪市参事会、1911）47頁には、1654年（承応3年）の大坂町奉行のお触書に米手形の転売に関する記述がある。島本 前掲8 5頁。

¹³ 取引方法については、島本得一『本邦証券取引所の史的研究』（文雅堂書店、1942）79-85頁、及び羽森直子『堂島米先物市場の機能と特徴』流通科学大学論集—経済・経営情報編—8巻2号（1999）41頁を参考にした。

¹⁴ 米手形は1652年から1654年の承應の頃には用いられるようになったとされ、その前の1615年から1643年の元和寛永の頃は、竹製の米指札を発行して売買に用いていたという。福田敬太郎『取引所機能論』（寶文館、1929）25頁。

日以内に蔵出しすることとなっていた¹⁵。

この時点では米手形の性格は、実際の倉庫にある米穀を裏付けとする混蔵保管による「一種の倉庫証券」¹⁶という性格を帯びていたが、この性格が変容する¹⁷。なぜなら、米手形を30日以内の蔵出し期間内に転売する者が増え、また、30日以内の蔵出しを行わない者が増えてきたことから、倉庫に大量の米が残存してきたことで¹⁸、諸藩の蔵屋敷が未着米に対してもある程度の米手形を発行して資金調達を図ろうとし始めたからである¹⁹。

さらに、米手形の額面の統一が図られ、米手形一枚の数量を10石とし、様式が統一化された²⁰。また、代銀の3分の1の敷銀を支払うとされていた点が、全代銀の支払いへと変更となったことで、資金調達を意図する蔵屋敷にとっても利用しやすい制度となった²¹。

蔵屋敷は米手形を発行し、これを売却することで資金調達を行い、米手形の所持人の請求にもとづいて、在庫米を引換交付し、在庫米がない場合は、次回の輸送米を充てる、または手形を買い戻すという方法が採られていた²²。結果として、米手形は次第に市場流通性を持つようになるのに伴って、流通証券としての機能を果たすようになり、享保期(1716-1735年)には、米手形から米切手へと呼び名が変わったとされる²³。このように流通証券化した米切手による売買は差金利得を可能とする意味で、投機性を帯びてきたのである。

こうして自然発生的に始まった米市であるが、淀屋は三代目辰五郎の代、徳川幕府五代将軍綱吉の時代に關所を命じられ、没落する²⁴。その後も商人たちは淀屋の邸宅跡に集まり米市を立て取引をし、往来の妨げにもなったことから、大坂町奉行が度々制止するも、

¹⁵ 福田 前掲 14 25 頁。

¹⁶ 島本 前掲 8 5 頁。

¹⁷ 島本 前掲 13 23 頁。

¹⁸ 米切手が転々流転していても、保管米の処分権は依然蔵屋敷にあり、蔵屋敷が任意で処分することができた。島本 前掲 8 4-5 頁。

¹⁹ 島本 前掲 8 4 頁。

²⁰ 米手形一枚の数量を10石としたのは、消費側の一回の需要を考慮したためといわれている。島本 前掲 8 6 頁。

²¹ 島本 前掲 8 6 頁。

²² 発行時に裏付けとなる米がない場合の米手形を空米手形という。この空米手形を蔵屋敷が買い戻すが、これが世上に知られると、その藩の米手形のみが暴騰した。今でいうところの自社株買いのような効果があった。島田氏はこの事実から、「正米取引が証券取引である證據といへる」と述べている。島本 前掲 8 16 頁。

²³ 作道洋太郎『日本貨幣金融史の研究』(未来社、1961) 354 頁。

²⁴ 棗田藤吉『取引所論下巻』(瞭文堂、1919) 597 頁。棗田によれば、關所の理由として「幕府ノ政略上天下ノ金権ヲ淀屋一手ニ握ラシ置ク事不得策ナリトテ」と述べている。

止めることはなく、遂に 1698 年（元禄 10 年）堂島新地に移ることとなったのである²⁵。これが、堂島米会所の起源である。

第 2 節 堂島米市場

17 世紀末から 18 世紀初め頃になると、幕府を中心とした政治体制は安定し、市場経済の発展、そして貨幣経済の一層の進展がみられたが、幕府の役割強化に伴い、支出が増加し、収入が追いつかなかつたため、財政は悪化していった²⁶。幕府の米切手取引に対する姿勢としては、米価を引き上げ庶民の困難を招くという観点から、絶えず抑圧禁止の方針を採用していたが、その効果はなかつた²⁷。しかし、その後幕府の財政再建に登用された新井白石はインフレを嫌い、1714 年（正徳 4 年）に、金銀の品位を慶長の古制に戻すことを目的とした貨幣の改鋳を実施し、同時に財政の引き締め策を行った結果、物価が下落²⁸。さらに、8 代将軍吉宗の時代となり、豊作の年が続いたこともあり²⁹、米価の下落が続いたことで³⁰、幕府は方針を一転する。米価引き上げ策としての、米市場の開設許可である。

江戸の商人、三谷三左衛門、中島蔵ノ助、冬木彦六が米切手の売買を行う米市場として、米座御為換御用会所の設立を幕府に請願、これが許可され、堂島等に米市場が設立される³¹。幕府が大阪商人ではなく、江戸商人に米会所の設立許可を与えた理由として、宮本又郎氏は、大阪の米の仲買の間で慣習的に行われていた、未着米を裏付けとした米切手の取引に対して危惧を抱いていたとし³²、「現米の保管・販売機関である蔵屋敷と、米切手売買市場・米価形成市場である米会所を分離し、米の物流と相場取引とを切り離すことを幕府は企図していたものと推測される。」と論じている。そのため、幕府は米価形成のため米市場は必要であるが、江戸町人が設立した米会所においては、米切手の実物取引（いわゆる正米取引）のみが認められた。

²⁵ 福田 前掲 14 26-27 頁。

²⁶ 時子山ひろみ「堂島米会所における帳合米取引—徳川時代の金融先物取引—」日本女子大学紀要家政学部第 33 号(1986) 148 頁。

²⁷ 島本 前掲 8 7 頁。

²⁸ 時子山 前掲 26 148 頁。

²⁹ 島本 前掲 13 35 頁。1723-1724 年（享保 8-9 年）は豊作となり、米価は下落。株価の下落は武士階級及び農民の困窮に繋がることから、幕府は一転、すでに出されていた投機禁止令につき、1724 年（享保 9 年）2 月には、京大阪の町奉行に対して、投機取り締まりを寛大に行う旨、通達を発している。

³⁰ 1652 年（承応元年）から堂島米会所公許の 1730 年（享保 15 年）までの米価の変遷については、須々木 前掲 5 18-22 頁。

³¹ 佐野善作『取引所投機取引論上巻』（明治大学出版部、1913）69-70 頁。

³² 宮本又郎他『日本市場史 米・商品・証券の歩み』（山種グループ記念出版会、1989）65-66 頁。

その後も、3度に渡って、幕府は米市場の開設を許可したが、どれも1年程度で停止する³³。その背景として、米切手の取引にあたって落札者から一石につき付銀2文又は3文の口銭をとり、出願人等と仲買とで折半していたが、結局出願人の目的は口銭の収入にあり、大阪の仲買人は江戸の商人に口銭を搾取されることを嫌い、猛烈なる反対運動が起こったのである³⁴。

1728年（享保13年）6月、河内屋儀兵衛、福島屋久右衛門、田邊屋藤左衛門、境屋善右衛門、加島屋清兵衛の五名が大阪仲買商600余名の惣代として、江戸に出府、江戸商人の米会所の廃止と、大阪商人による新市場の設立を求め時の勘定奉行である久松定枝（大和守）に願出するが、勘定奉行より事実調査を命ぜられた大阪町奉行が、米会所の存在が米仲買の営業に支障を来さないと回答したため、この願出は受理されなかった³⁵。

惣代達は諦めず、同年10月老中水野忠邦（和泉守）へ直訴するも願書中の論旨不明として却下³⁶。そして、最終的に同年11月13日、江戸町奉行大岡忠相（越前守）へ願出、受理されることとなったのである³⁷。

その後も紆余曲折ありつつも、最終的に1730年（享保15年）8月13日、幕府は堂島米会所を公許するに至った³⁸。なお、堂島米会所の認可の条件としては、島本得一氏が以下の通りまとめているので、これを参考にする³⁹。

- 1) 米価引上げの目的であること
- 2) 古来慣行の方法で流相場商（差金決済取引）をも行ひ得ること
- 3) 従来の五十軒余の両替屋が、差金取引の決済事務に当たること
- 4) 従来の慣行と異なった新規の仕法は一切禁止し、之に背くものは処罰すること

³³ 島本 前掲8 7-8頁。

³⁴ 島本 前掲8 9頁。また、須々木 前掲5 三八-39頁によれば、(米座御為換御用会所の出願人である)「江戸商人等の宰領する米会所を認めることは、大阪仲買にとっては江戸商人の支配下に頭を垂れることに外ならず、彼等の到底忍受し得る所でなかった」とし、江戸商人による米市場が開設される度に、反対運動を起こしていた。

³⁵ 須々木 前掲5 39頁。

³⁶ 須々木 前掲5 39頁。

³⁷ 須々木 前掲5 39頁。須々木によれば、惣代の歎願書には、米会所の存在が大阪の米商人の生活を脅かしていること、中川清三郎ら江戸三町人の利益と大多数の大阪の米仲買人の困窮とを比較してほしい等、当時の大阪の米仲買が江戸商人による米会所の設立によって、いかに大きな影響を受けているかが、巧妙に述べられているとする。

³⁸ 須々木 前掲5 43頁。

³⁹ 島本 前掲8 9-10頁。

- 5) 差金取引についての訴訟は一切受理せず、但し重要な事件については此の限ではないこと
- 6) 仲買共自己の利益のみを図って、市場における取引の支障となることを行わないこと

これと同時に、今後米市場創設の出願は一切受理せず、堂島米市場には冥加銀（一種の税金）の免除の特典を与え、1731年（享保16年）12月には、仲買および米方両替屋を特許業として、株札（特許証）を交付し、これを保護した⁴⁰。ここに世界初の金融先物取引市場である、堂島米会所が開設されることとなったのである。

上記の市場設立条件から理解できるのは、第一に、堂島米会所の設立はその前の江戸商人による、米座御為換御用会所などの米市場の設立公許と同様に、幕府の米価引き上げ政策の一環であったということ、第二に、堂島米市場設立前から実際には行われていた流相相場と呼ばれる差金決済取引を、米市場で行うこととした点、そして第三に、後述するが、先物取引においては不可欠の機能であり、現在の清算機関に当たる両替商に、差金決済の事務を当たさせたことである。

堂島米市場は、大きく分けて3者から構成される。第一に会所と呼ばれる取引所であるが、これは市場の事務所としての役割の他、仲買の取締機関としての意義を有し、年行司5名と年行司加入3名から構成される⁴¹。そのトップに立つのが、米方年行司で、毎日米方会所に出勤し、市場秩序の維持、会所における売買取引事務の総括、仲買株札取上及びその営業停止の権限を有する他、対外的には濱方（仲買及び米方両替）の全部を代表して様々な交渉に当たっていた⁴²。

第二に、仲買と呼ばれるブローカーである。堂島米会所が公許された翌年、幕府は仲買の有力者5名を町奉行所へ召喚し、米価の引立及び売買取締について諮問したところ、仲買の人員を定め、みだらに増加させないことが、蔵米入札における不正競争を避け、想定外の安値での落札を防止することになること、さらに売買取締上も有効であるという旨を答申したことから、仲買を「株」、すなわち特許業として、その証明として株札を交付し、これを保護することとなったのである⁴³。株札の交付は、1731年（享保16年）に500枚を皮切りに計3回行われ、合計1,300枚に上った⁴⁴。なお、仲買の中で、正米取引と帳合米取引の両方を行えるのは第一回に株札を受けた500人に限られ、これを問屋と呼び、その

⁴⁰ 島本 前掲 8 10頁。

⁴¹ 島本 前掲 13 59頁。

⁴² 須々木 前掲 5 56頁。但し、実際の市場管理において権限が小さい点につき、後述 30頁参照。

⁴³ 島本 前掲 13 61頁。

⁴⁴ 島本 前掲 8 58頁。

他は帳合米取引のみを扱うことができる者で、これを帳合方と呼んだ⁴⁵。

第三に、現在の清算機関にあたる米方両替であり、仲買同様に特許業として、両替屋株札が交付された⁴⁶。米屋両替、遣繰両替ともいう。米方両替は帳合米取引に付属する機関であり、正米取引の清算は行っておらず⁴⁷、この点、現在のように先物取引も現物の証券取引の清算両方を清算機関が行っているのとは異なる。

米方両替は仲買人を相手として、帳合米取引の清算、立米の整理等を業とした⁴⁸。実際の清算には、米会所の西南に消合場（けしあいば）と呼ばれる場所があり⁴⁹、米方両替屋が出張して売買取引の記帳及び差金清算の事務を取り扱った⁵⁰。その頻度は、毎月3回、およそ10日目毎に、売買を行った者から届出された売買米建玉の消合（突合）を行い、差金の授受を行って清算した⁵¹。米方両替は、堂島米会所の公許から20年後の1751年（宝暦元年）、仲間の規約を掲げ、その業務に際して詳細に申し合わせがなされており、その中には、例えば、公儀の諸法令を厳重に守り、差引勘定事務は入念に遅滞なく行わなければならない、みだりに巨額の帳合米取引を引き受けてはならない、仲買株を持たない者の取引を引き受けないこと、そして、米方両替の店員の自己売買は厳禁とし、これに違反して解雇した使用人は、他の米方両替仲間に通知し、仲間はこの者を雇ってはならないこと⁵²、など厳しい内容も含まれている。

第3節 堂島米市場における帳合米取引

第1項 帳合米取引概要と売買繋商内

堂島米会所で行われていた取引は、大きく分けて3種類ある。第一に正米取引で、これは米切手即ち有価証券の取引であり、第二が帳合米取引、そして第三に石建米取引がある。帳合米取引と石建米取引が、現在でいうところの金融先物取引に当たる。本論文はデリバティブ取引を考察対象の中心に据えていることから、以下、帳合米取引と石建米取引の取引制度について概観する。

帳合米取引は、差金の授受のみを以て取引関係が終了する制度で、明治期から戦前に行

⁴⁵ 島本 前掲 13 62 頁。

⁴⁶ 島本 前掲 13 66 頁。その数は当初は 50 枚であったが、1746 年（延享 3 年）に追加で 10 株を許可し合計 60 枚交付された。

⁴⁷ 島本 前掲 13 66 頁。

⁴⁸ 島本 前掲 8 63 頁。

⁴⁹ 須々木 前掲 5 103 頁。

⁵⁰ 須々木 前掲 5 56 頁。

⁵¹ 須々木 前掲 5 56 頁。

⁵² 島本 前掲 13 66-73 頁

われていた、差金決済又は現物の受渡しが可能な清算取引とは異なる⁵³。この意味で、現在でいうところの、株価指数先物取引のように原資産の受渡しが出来ない金融指数先物取引に近い取引形態である。

帳合米取引は堂島米会所が認められて初めて取引がなされることとなったわけだが、その本質である実物の米切手の受渡しを行わずに差金決済によって取引を終結させる方法は堂島米会所の公許以前から始まっていたとされる。これが、端的に記されているのが、『米商旧記』で、「諸蔵米切手売モ現金銀之売買ニ而、自然切手計ニ而、正米国元より延着有之時は、商人共も迷惑ニ付、右延着之節は、売買繫商内無之而は、諸家大数之米之事故、手狭ニ而融通も難出来迎、其比大阪ニ備前屋権兵衛、柴屋長左衛門ト云米商人有、手狭ニ無之売買賑ひ之為トして、建物米与云名目を立置、米商之者相談之上、限日を相極、右延着日限迄之延売・延買ト云ふ事を相始ム、是今之帳合商之権輿也」⁵⁴とある。この点につき、宮本又郎氏と高槻泰郎氏の解釈及び分析に依拠して説明すると以下の通りとなる⁵⁵。

正米取引と呼ばれる、米切手の取引が始まると、諸藩では将来大坂に到着する年貢米を見越して、米切手を発行することもあったが、米の不作又は天候上の理由などから、予定通り米が届かないこともあった。こうした米の延着に加えて、米切手が転々売買されることにより、米切手の発行から蔵出しまでの期間が長期化すると、米切手を購入する商人は、米相場における価格変動リスクを負担することとなる。

この価格変動リスクに対して、1716年(享保元年)頃、大阪の米商人、備前屋権兵衛及び柴屋長左衛門により、建物米取引というものが考案された。これは、建物米という標準物を定め、その建物に対して一定の敷銀を納め、一定の期限内で受渡を伴わない売買取引を行い、期日に差金決済を行うことで、価格変動リスクをヘッジするというものである。

こうして価格変動リスクのヘッジを行うため始まった「売買繫商内(ばいばいつなぎあきない)」こそが、帳合米取引の原点である。世界初の先物取引の原型である売買繫商内は原資産である米を有している諸藩のニーズというよりは、諸藩の売買の相手方である商人が米価の価格変動リスクを回避する目的からはじまったとされる。これを組織化し、清算機関たる米方両替を備え、決済を集中的に行う形にまで洗練させたところに、堂島米会所における帳合米取引の画期性がある⁵⁶。

⁵³ 島本 前掲8 58頁。

⁵⁴ 大阪経済史料集成刊行委員会編『大阪経済史料集成 第三巻 米商旧記(上)』(大阪商工会議所、1973) 57頁。本史料は、進藤本、井筒屋本の内、井筒屋本を底本とし、進藤本と対校したものである。同407-409頁。高槻泰郎氏によれば、引用箇所は「作成者、作成年代共に不詳だが、享保15年(1730年)の堂島米会所公許後に記されたもの」という。高槻 前掲9 61頁。

⁵⁵ 高槻 前掲9 32-33頁。宮本 前掲32 200-201頁。

⁵⁶ 高槻 前掲9 34-35頁。

第2項 帳合米取引の売買仕法

帳合米取引は、期限を3期に分けて、第一期が春物と呼ばれ1月8日から4月27日まで、第二期が夏物と呼ばれ、5月7日から10月8日まで、そして第三期が冬物で10月17日から12月23日までと定められていた⁵⁷。冬物は新米の出盛り期であり、正月をひかえ一番の需要期であったとされ、冬物と春物は米の需給で、そして夏物は5か月と期間が最長で、田植えから収穫までの天候が相場を決めた⁵⁸。現在の先物取引と異なり、各期の間数日空いており、次の期に乗り換える（現在でいうところのロール、）ができない⁵⁹。そのため、前期の売買が全部片付かなければ、次期の取引を始めることができなかったことから、関係者は相互に解決のため努力する傾向にあった⁶⁰。

毎期、帳合米取引を開始するにあたって、あらかじめ当該期間中の売買の標準となるべき米の銘柄を定めることとした⁶¹。これが建物である。選定方法は、筑前、肥後、中国、広島四蔵の中から仲買各自が適当と認めた銘柄を記して密封し、月行司を経て年行司に提出し、会所で年行司及び月行司が立会の下開封し最多数を得た銘柄を建物とした⁶²。但し、第二期は原則として加賀米を建物としていた⁶³。

売買単位は最低100石⁶⁴とされ、売買の呼値は1石の値段をもって行われた⁶⁵。口銭、即ち手数料であるが、客方の注文によって売買した場合、仲買は100石につき、1日2匁5分の口銭を徴収する（売買双方から徴収するため合計5匁）⁶⁶。また、売買を翌日に繰り越す場合は、持越口銭として1日5匁を徴収していた⁶⁷。

実際の帳合米取引の立会であるが⁶⁸、毎日朝五ツ時（午前8時頃）、水方と呼ばれる会所の事務員が拍子木を打って、「寄りまーす」の声に応じて、数百の仲買が市場に集合して競売買を開始する。会所の係員が前日の火縄値段（立会終了時の値段、現在で言うところの

⁵⁷ 時子山 前掲26 149頁。

⁵⁸ 時子山 前掲26 149頁。

⁵⁹ 島本 前掲13 86頁。

⁶⁰ 島本 前掲13 86頁しかし、後に自己本位の仲買が出て紛議を起し、容易に解決がつかなかったことがあった。

⁶¹ 須々木 前掲5 91-92頁。

⁶² 島本 前掲13 87頁。

⁶³ 島本 前掲13 87頁。

⁶⁴ 江戸時代は米一俵の内容量が全国的に統一されておらず、100石は五斗俵であれば200俵、四斗俵であれば250俵、三斗俵であれば300俵で取引一単位となる。須々木 前掲5 92-93頁。

⁶⁵ 島本 前掲8 39頁。

⁶⁶ 島本 前掲13 88頁。

⁶⁷ 島本 前掲13 88頁。

⁶⁸ 以下、取引方法に関する記述は、須々木 前掲5 100頁、島本 前掲8 41頁を参考とした。

大引けの値段) を呼び上げるのを合図に、これをもとに売り手と買い手が値段を示し、各自が取引相手を求めて取引を締結していった。売り手は「遣った遣った」と呼び、買い手は「取らう取らう」と呼んでいたという。値段が変わる毎に1番、2番、3番と会所の係員が撃析し、その値段を報告していった。この値段を歩行(あゆみ)相場という。2番の撃析の際に、米方年行司が、帳合米及び石建米取引の値段を斟酌し、正米の値段を算定、これを「言合せ値段」と称し公表していた。この値段を基礎として正米取引が始まり、言合せ値段は日々町奉行にも報告されていた。

正米取引は九ツ時(正午)に終了し、帳合米取引も正午に一旦休止する。八ツ時(午後2時)頃から拍子木を打つと仲買は再び集合し立会いを再開する。その目的は火縄値段を定めるためである。その方法は、水方が寄場と呼ばれる立会場に出て、三寸程度の火縄に点火。木箱の中に吊り下げてこれを立会場の軒先に吊るして、火が消えるまで取引を続け、火が消えた時を合図に当時の取引が終了する。その値段は水方の上席の者(上水)が仲買と相談の上決定することとなっており、決定次第、水を撒いて仲買を退散させる。しばしば、火縄の火が消えた後も、仲買がその場を去らずに取引を続けていることがあり、これを「引跡の取引」と呼んだ。仲買を退散させるため水を撒くタイミングは1時間毎に3回あり、一番水、二番水、三番水と呼ばれ、二番水の時の値段を桶伏値段という。これは撒水を終わりその桶を寄場の中央に伏せるからである。この桶伏値段は米方両替の差金清算、及び差損金不納者処分の標準値段となるため、米方両替が各仲買に通告していた。

次に、帳合米取引の清算及び決済⁶⁹はどのように行われていたのであろうか。帳合米取引は差金決済取引であるため、当初売り又は買いを行った者は、当日又は当該期間内に反対売買を行わなければならない、当日中に当初取引と反対売買を行い、取引を完了した数量を日計りと呼び、当日中に反対売買を行わない、もしくは一部のみ行った結果、残った売り建て・買い建ての数量を夜越と呼ぶ。

清算・決済を行う米方両替はその手代が消合場に集まり、仲買がその日に売買した俵数、値段等を売りと買いでそれぞれ別々の紙にして差し出した書類を照合する。この書面に記載されている内容に誤りがないか、取引の一方のみしか書類の届け出がなく不突合である場合は、翌日の早朝からそれぞれ関係者を取り調べ、訂正又は届出をさせる。この日が済合日という。済合日の翌日が端銀日といい、反対売買の結果損となった仲買は取引ある米方両替に対して、支払依頼書を差し出し、支払いを履行するが、当該仲買が米方両替に対して支払いに見合う預金額がない場合、両替は支払いを引き受けることができず不渡りになる。

端銀日の翌日は割方と呼ばれ、上記の差損勘定となった仲買が支払いできなかった場合に、売買関係者間にその額を割り当て分担させる。割方の翌日が払方であり、差金決済で差益勘定となった仲買に対して益金が支払われる日である。このように、帳合米取引の清

⁶⁹ 帳合米の清算・決算部分については、須々木 前掲5 102頁。島本 前掲13 93-95頁を参考とした。

算・決済に関しては、売買照合がはじまってから決済まで5日を要していた⁷⁰。

他方、夜越の清算・決済はどのように行われるのであろうか。以下の例を元に説明する⁷¹。(取引数量はすべて帳合米100石とする。また、1匁=10分である。)

- 1) 甲が乙に1石60匁で売却
- 2) 乙が丙に1石60匁3分で売却
- 3) 丙が丁に1石60匁2分で売却

この場合、まず甲は自身が取引関係のある米方両替Xに対して、敷銀を添えて乙との間で1)の取引を行った旨売付覚を渡す。これを元に米方両替Xは乙に赴いた際に、乙は2)の取引を伝え、丙に赴く旨伝える。その際に、乙は1)及び2)の取引によって、30匁の利益となり、これは米方両替Xの乙に対する借りとして、翌日乙に支払う。米方両替Xは丙に赴き、2)の取引の確認と3)の取引を知り、結果丙の損である10匁を米方両替Xが受け取ることとなる。最終的に米方両替Xが丁に赴くと、これ以降の取引がないため、丁は自身の取引関係のある米方両替Y宛の買付覚をXに渡す。これを最終的にXがYに赴き、米方両替間で立米が維持され、日々の桶伏値段に従い生じた差金を授受し、最終的に消合日に差し引き計算する。消合日は、元々は3日毎に行っていたが、文化年間(1804-1818年)頃からは、6月、8月、11月は10日間毎、その他の帳合米の取引期間の月は15日間毎に清算していた⁷²。

帳合米取引は、各期の取引最終日、当時でいうところの限市(きりいち)には反対売買を行わなければならなかったため、限市前の3日間は、「仕舞寄商内(しまいよせあきない)」又は「立埋一條(たちうめいちじょう)」と呼ばれ⁷³、新規の売買は禁止された。

第3項 火縄値段の意義と立用

帳合米これらの値段の中でも最も重要なのは火縄値段である。なぜなら、火縄値段は翌日の寄付値段の基準となるだけでなく、米方年行事を通じて町奉行に届け出される公定相場としての意義を有しているためである⁷⁴。そのため、火縄値段の決定に当たっては、最も慎重な態度を以て米会所の役員一同が監視し⁷⁵、火縄が燃え終わることに帳合米取引で出来た値段と、日々市場で取引されている現物の取引価格を斟酌した正米の標準値段の両者を市場役人が斟酌して定めるのである⁷⁶。

⁷⁰ 島本 前掲13 95頁。

⁷¹ 本例は、島本 前掲13 95-98頁及び須々木 前掲5 103-107頁を元に筆者が設定した。

⁷² 島本 前掲13 95頁。

⁷³ 島本 前掲8 41頁。

⁷⁴ 須々木 前掲5 101頁。

⁷⁵ 須々木 前掲5 101頁。

⁷⁶ 田中 前掲10 13頁。

また、火縄の火が途中で消える場合、また、火のある間に一人も取引しない場合、火縄値段を決定することができず、これを「相場を潰す」といい、当日行われた売買が全て無効となる⁷⁷。また、立会場門前に掲げた看板が外れた場合も同様である⁷⁸。これを立用（るいよう）という。そのため、その日の相場で損失を蒙った者の中には、その取引を無効にしようと、暴力を以て火縄を消し、市場を混乱させ、火縄値段の成立を妨げるものがあり、中には、力士や無頼の徒に金銀を与えて、市場を混乱させることを依頼する者⁷⁹、又市場に馬を放ち立会を混乱に陥れた者⁸⁰もいたという。

立用の効果は、立用となった当日の取引が全て無効となり、その時点で残存していた夜越の取引はその前日の火縄値段により、全て差金決済がなされ消滅する。この立用制度をどのように評価すべきだろうか。

この点、島本得一氏は、「一見無謀な方法のやうであるが、仔細に考察すると、相場の暴騰暴落を防止し、有害無益の過当投機を阻止する作用を有していた」⁸¹と評価する。その理由として、帳合米取引は差金決済取引であることから、取引対象が建物米という抽象的観念であり、単に相場の騰落のみが取引の目的となってしまうため、買占め・売崩しといった、現在でいうところの不公正取引、とりわけ相場操縦行為が現れると相場の変動が大きくなるころ、当日午前の取引において相場が一方に偏った場合、午後からの火縄値段を決める取引において、取引が見送られ相手がなくなる結果、火縄も自然消えとなり、火縄値段が成立せず、立用により契約全てが解消され、取引が停止し、買占め・売崩しを試みた者は暴利を得られなくなる、と述べている⁸²。

高槻泰郎氏も、価格が急騰・急落するのを防ぐために設定された規則という点と、価格騰貴を狙ったとしても、この制度があるために、そのような企みが未然に防がれるという点の2点をこの制度の意義として述べており、現代でいうサーキット・ブレーカー制度に相当するものであるという⁸³。

この立用は、その効果は非常に大きく、当日の取引が無効になるだけでなく、残存している建玉まで前日の火縄値段によって清算してしまう制度である。現在のデリバティブ取引において類似の制度はなく、高槻氏が述べているサーキット・ブレーカー制度との類似性という意味において、相場の過熱時に取引を一時中断させるという点では、類似しているといえなくもないが、サーキット・ブレーカー発動以前の当日の取引が無効になるこ

⁷⁷ 須々木 前掲5 101頁。

⁷⁸ 島本 前掲13 98頁。

⁷⁹ 須々木 前掲5 101頁。

⁸⁰ 島本 前掲13 99頁。

⁸¹ 島本 前掲13 99頁。

⁸² 島本 前掲8 41頁。

⁸³ 高槻 前掲9 95頁。

とはなく、ましてや当日時点での建玉が強制的に決済させられることはない。

当時の帳合米制度は、現在の先物取引の中でも差金決済のみでしか取引を解消することができないという意味で、投機性の高い取引に分類される。このような投機性の高い取引を行うには、様々な法制度・規制が総合的に機能して、はじめて取引秩序、公正な価格形成を確保できる。この立用は、当時の堂島米会所が、非常に投機性の高い帳合米取引において、取引秩序、公正な価格形成を確保するために、当時出来うる法規制に基づいて、他の規制の不十分さを補うべく、このような非常に強力な効果をもつ制度を導入したのではないだろうか。

第4項 米方両替の意義

先物取引等市場デリバティブ取引を中心に、清算機関は現在ではなくてはならない存在である。現在でいうところの清算機関と同じ機能を有しているのが堂島米市場における米方両替である。米方両替については、第一に前述の通り、米方両替仲間内で詳細な規約を作るなど、当時から規範意識が高かった点が見受けられる。第二に、米方両替は市場での大量の取引を清算・決済する機関であるため、一定規模の商人であることが重要であるという点である。当時の文献にも、「入替両替といふは、小手前〔筆者注：小資本の意〕の者には、中々出来ぬ事にて、鴻池屋善右衛門、辰己屋久左衛門杯のたぐひ、格別富豪の者のすることとぞ。⁸⁴」とある。高槻泰郎氏は史料から、1760年（宝暦10年）4月に、米方両替の大和屋が何らかの理由で倒れたことで、倒れが倒れを呼ぶシステミック・リスクが顕在化した点を指摘し、大坂町奉行所は米方両替の役割が重要であるからこそ、株を与え保護したにも拘らず倒れたのは不埒であるとし、今後米方両替の誰かが倒れた場合には、残る米方両替が連帯でこれを弁済すべき旨を指示する史料があったと述べている⁸⁵。島本得一氏の調べによれば、1762年（宝暦12年）5月頃、水不足で九州地方が田植え不能となり、この事が伝わり連日米価が高騰し、5月7日に加賀米が1石55匁8文だったのが、29日には71-72匁まで騰貴したが、その日の午後火縄時になった際に、おそらく売り手が控えたためか、取引相手が無く、相場が自然止みとなり、前々日（前日が休日）の火縄値段68匁で立用し、当日の71-72匁の取引は不成立となったのである⁸⁶。

米方両替は当初50株、後に60株が許可されたが、明治維新の頃にはわずか4軒のみが

⁸⁴ 「難波の春」6頁。「難波の春」は「八木のはなし」の同一系統の写本である。「八木のはなし」が作られたのは1852年（嘉永5年）以降とされ、選者である北越逸民の属性や経歴は不詳である。「八木のはなし」には誤記・誤植が多く、本稿では島本得一氏が公正を行った島本得一編『堂島米会所文献集』（所書店、1970）を参考とする。

⁸⁵ 高槻 前掲9 95頁。

⁸⁶ 島本 前掲8 46頁。

営業することとなった⁸⁷。その背景には日計りの場合預合と呼ばれる米方両替を通さない清算・決済を仲買が始めたことによる⁸⁸。

第5項 違約処分

このような投機性の高い帳合米取引において、不法行為が発生した場合、そしてそれに対する対応はどのようなものであったのだろうか。

人為的に火縄値段の成立を妨害した者については、不法行為として、嚴重に取り締まる対象となり、直ちに捕縛され、入牢或いは追放され以後の立会に参加することを許されなかった⁸⁹。また、夜越米取引を行う者が損をしていて相手方の米方両替から取り付けに来た際に差損金を支払うことができない場合は「請合」と呼び、米方両替から相手方の仲買に通告される。請合になると信用を失い、取引不自由となり、最終的に、消合によって生じた差損金を消合日の翌日までに支払うことができない場合、「突き」となり、関係者間の損害分担となり、違約者は取引停止となる。しかし、永久に取引停止となるわけではなく、損失額のうち、3-5割を弁済すれば残りは用捨され、再び取引を行うことができ、これを「アツカイ」という⁹⁰。全額弁済の際は「丸アツカイ」とされ、突いた者、アツカイとなった者、丸アツカイとなった者をそれぞれ区別し、市場で情報が共有されることで、弁済しないことによるモラル・ハザードを防いでいたという⁹¹。

次は清算懈怠である。仲買が帳合米取引後、米方両替に取引内容を記した紙を差し出さなければならないが、預けるべき敷銀が不足していることを理由に、行わなかった場合である。これを売干・買干という⁹²。結果として売りと買いの建玉数が合わないので発見されるわけだが、その時の制裁は売干の場合は歩銀と呼ばれる両替口銭を倍額、買干の場合は普通の額が課されたという⁹³。

また、各期の取引最終日に取引が残ってしまう売買残存の場合がある⁹⁴。この場合は、過誤によるものか、故意によるものかで対応が異なる。過誤による場合は、間違米と称し、正銀正米取渡となる⁹⁵。この制度は、1737年（元文2年）から行われた制度で、限市に正

⁸⁷ 高窪喜八郎『取引所法ヲ論ス』（未定稿版）（出版社、出版年不明）158頁。

⁸⁸ 島本 前掲8 62頁。

⁸⁹ 須々木 前掲5 101頁。

⁹⁰ 高槻 前掲9 83頁。

⁹¹ 高槻 前掲9 83頁。

⁹² 島本 前掲8 78頁。

⁹³ 島本 前掲8 78頁。この点、売りから始めた者のほうが、リスクが高いため、歩銀の額が異なるのではないだろうか。

⁹⁴ 島本 前掲13 102頁。

⁹⁵ 島本 前掲13 102頁。

米相場と帳合米相場において価格が乖離している場合に限り認められた、米切手の受渡しによる決済方法である⁹⁶。過誤の場合においては、帳合米取引価格が正米取引価格よりも高い場合（上鞆という）には、誤って買い建玉を持ったままの者が高い帳合米値段の代銀を米方両替に支払い、安い正米切手を受け取り、帳合米取引値段の方が正米取引値段よりも安い場合（下鞆という）には、売り建玉を持つ者が安い帳合米値段の代銀を受け取り高い正米切手を渡す。このように、間違いを犯した者が差損を負担することとなる仕組みである⁹⁷。

これが、故意であった場合には、売り建玉の場合は売捨、買い建玉の場合は買据りといい、売捨は当日の最高値により買戻し、買据りは当日の最安値で売戻しを行う⁹⁸。これにより差益が出た場合は、仲買総代が没収し仲間費用にあて、差損が発生した場合は当人より徴収、当人が支払わない場合には当日の桶伏値段を標準として取引関係者に分担納付させた⁹⁹。そして、年行司より、当該違約者の氏名と売買停止の旨を記した張り紙が市場に掲示される¹⁰⁰。

なお、幕府は帳合米取引を認めるにあたり、相場取引に関する訴訟はすべて受理しないことを定め、取引所における紛争は取引所の自治に委ねていた。この点、「その結果は甚だ良好であって、仲間の者一同が徳義を重んじた」¹⁰¹という。この点、帳合米取引関係の複雑性に鑑み、しかも関係者の利害が密接に組み合わされているため、一人の違約者の存在が取引関係全体を混乱に陥らせる¹⁰²という市場取引のもつ本質に対する当事者の高い意識があるといえよう。さらに、仲間の利益を害することが少なくないこと、そして、「請合を懸る時は、其ものの顔にかかはり、場所で商ひが出来ぬ様に成る故に、批廻り端銀（筆者注：損銀のこと）を即刻渡して、互に顔を磨く事なり」¹⁰³とあるように、違約者自身が、仲買鑑札取上げという処分によって、以後立会に参加できないという経済的損失よりも、信義・協同精神を何よりも尊重した当時の町人心理から、徳義上・社会上の不名誉として到底耐え難いところであり、「実に当時の町人は平常利潤追求に腐心して居ても、究極の所

⁹⁶ 高槻 前掲9 112頁。

⁹⁷ 島本 前掲13 102頁。

⁹⁸ 島本 前掲13 102頁。

⁹⁹ 島本 前掲13 102頁。

¹⁰⁰ 島本 前掲13 102頁。

¹⁰¹ 田中 前掲10 13頁。

¹⁰² 須々木 前掲5 101頁。

¹⁰³ 「考定 稲の穂」は大坂蔵屋敷及び堂島市場に関する様々な事項と市場用語を解説した古写本であり、大阪市史第5巻に所収されているが、本稿では島本得一氏が公正を行った島本得一編『堂島米会所文獻集』（所書店、1970）を参考とする。

まで行けば利よりも名を重んじたのである」¹⁰⁴。仲買は株仲間を結成していたため、仲間が鑑札取り上げの不名誉な状況に陥りそうになった際にはその取引に関係した同業者・有志者、または親戚・朋友が競って援助に当たり、結果として、「違約処分への辱めを受けた者は極めて稀であった」¹⁰⁵という。

しかしながら、利己的に損害となる売買を放棄する、いわゆる売干・買干を行った者は「最モ憎悪セラレ…（中略）…除名ヲ免ルルモ本人ノ信用ヲ失スルコト少ナカラス」¹⁰⁶とあり、この場合は、法律的には営業停止とはならないが、仲間より制裁を受け、合法的には市場で売買の相手を求めることはできるが、仲間一同が相談の上、誰もその者と取引を行わないという¹⁰⁷。これが数日間続き、懲罰の目的が達せられた時点で、本人より仲間内の有力者に依頼して一同に謝罪をすることで許される¹⁰⁸。

第4節 帳合米取引の制度的脆弱性

こうして1730年（享保15年）より認められた帳合米取引であるが、この取引には制度的欠陥があった。第一点は、帳合米取引が差金決済しか認めていないという点である。帳合米の意義には、上述の通り、価格保険機能、価格平準化の機能があり、こうした機能が発揮されるためには、正米取引（実物取引）と帳合米取引（先物取引）が連繋して運営され、実物取引と先物取引の両価格が連動して動くことが必要条件である¹⁰⁹。両者が連動して動くためには、両者を繋ぐ連結点が必要であるが、帳合米取引と正米取引にはそれがなかった。通常先物取引では現物決済が認められているため、先物取引の期日の時点で、先物取引と現物取引との間に価格差がある場合、実物取引を利用した対応が可能である。例えば、期日を迎える先物取引の価格が現物取引価格よりも著しく高く、先物取引において売り建玉を有している場合、現物取引で現物を買ひ、現物決済により先物取引での売り建玉を閉じるほうが、そのまま先物取引の現物価格より高い清算値段で閉じるより、合理的である。同じ例で、買い建玉を有している者は、先物取引を通じて売りを行い、買い建玉を解消するのが合理的である。これらの取引を通じて両取引の価格差は収斂していくこととなる。これが、まさに連結点である。しかしながら、帳合米取引においては、差金決済が原則であり、現物引き渡しによる売買からの離脱は違約行為であり、例外的にしか認められてい

¹⁰⁴ 須々木 前掲5 109頁。

¹⁰⁵ 須々木 前掲5 109頁。

¹⁰⁶ 高窪 前掲87 158頁。

¹⁰⁷ 須々木 前掲5 109頁。

¹⁰⁸ 須々木 前掲5 110頁。

¹⁰⁹ 大阪府史編集専門委員会『大阪府史第6巻近世編II』（大阪府、1987）620-621頁。

なかったのである¹¹⁰。

第二点は、立用制度の悪用である。前述の通り、帳合米取引は正米取引相場を概ね指導し、当時の米価をリードしていたことは先行研究からも示されている。しかし、天明期から寛政期には凶作と豊作の年が交互に訪れたこと、立用制度を悪用し暴力などを用いて人為的に帳合米の火縄値段の成立を妨げる者もいた。

第三に、市場外取引の禁止が徹底されなかった点である。平成 10 年証券法改正で撤廃された取引所集中義務は取引所に取引を集中させることで、取引所市場に厚みを持たせ、取引の円滑化を図り、公正な価格形成に寄与することを目的とする¹¹¹。しかしながら、江戸時代には、帳合米取引相場を基礎とした一種の賭博市場が発生した。これを懸合濱（かけあいはま、掛合場ともいう）及び現銀店（現銀掛合店ともいう）という¹¹²。両者とも宝暦（1751-1764 年）初頭に発生したとされる¹¹³。米方年行司、年行司、米方両替等堂島米会所の関係者が町奉行に対して、営業停止を願い出て、これらの営業を停止させる他、これらの開設の出願があっても、町奉行が堂島米会所に諮問し、堂島米会所が常に支障ある旨答申したことから、町奉行が出願を不許可にしており¹¹⁴、堂島米会所以外の帳合米取引類似施設の開設は公には認められなかった。しかしながら、懸合濱は事実上諸方に存在し、盛んに帳合米相場による賭博取引を行っていたとされる¹¹⁵。さらに、1760 年（宝暦 10 年）、徳川家治が将軍となり、田沼意次を側用人・老中として重用。幕府財政が窮乏していたこともあり、賄賂政治が横行し、様々な業種に対して独占的特権を与える見返りに冥加銀を上納させる制度を設けた¹¹⁶。これに乗じて、冥加銀上納を条件として、現銀店の設立を出願する者が続出¹¹⁷。結果菱屋の米会所等いくつかが認められることとなったのである¹¹⁸。田沼意次失脚後松平定信が代わり、多くの現銀店が閉鎖されたが、相模屋又市の市場は閉鎖を命じられず、幕末まで存在した¹¹⁹。このように、懸合濱及び現銀店は、帳合米取引相場を基礎とする賭博市場に過ぎないため、米価を適正化させる機能もない、単なる差金の授受を目的とする常習的賭博取引であった¹²⁰。これに対する取り締まりが十分でなく、堂

¹¹⁰ 大阪府史編集専門委員会 前掲 109 621 頁。

¹¹¹ 川村正幸編『金融商品取引法（第 5 版）』（中央経済社、2014）（川村正幸執筆分）655 頁。

¹¹² 島本 前掲 8 128 頁。

¹¹³ 島本 前掲 8 128 頁。

¹¹⁴ 島本 前掲 8 129 頁。

¹¹⁵ 島本 前掲 8 128 頁。

¹¹⁶ 島本 前掲 8 129 頁。

¹¹⁷ 島本 前掲 8 130 頁。

¹¹⁸ 島本 前掲 8 130 頁。

¹¹⁹ 島本 前掲 8 130 頁。

¹²⁰ 島本 前掲 8 130 頁。

島米市場以外でも類似の取引がなされていたことは、当時の帳合米取引・正米取引が有する米価の価格形成に対して、悪影響を与えたといえる。

最後に、市場管理権限の脆弱性である。天保期(1831-1845年)以降は帳合米取引については本来発揮すべきヘッジ機能が低下しており、幕末期には市場攪乱的行為が多くみられた。これに対して十分な市場管理権限が堂島米会所の最高責任者である5人の米方年行司に与えられていなかったのである。現在では相場操縦などの不公正取引に関しては、日本取引所グループ内の日本取引所自主規制法人において、売買審査が行われており、また、相場の混乱時には、売買停止、立会時間の変更、サーキット・ブレーカー制度の変更等、現場主義による機動的な市場管理が行われる。しかしながら、堂島米会所の米方年行司にはそのような権限は与えられておらず、何事を決定する際も、仲買の合意の上に決定を下さなければならなかったという¹²¹。帳合米取引が混乱した際にも、米方年行司から米仲買達に正当な取引を要請する口達が出される程度に過ぎず、それ以上の具体的対応はなされなかった¹²²。

同様に、清算機関である米方両替もまた権限が強くなかった。現在ではデリバティブ取引に関する取引証拠金につき、緊急取引証拠金の徴求、取引証拠金所要額の割増し等、相場の状況に応じて機動的に対処することができる。しかしながら、当時の米方両替は、清算を行う消合場の諸費用は米方両替が負担することとなっており、1755年(宝暦5年)当該費用を仲買が補償するよう要求したが、「仲買に一蹴せられて失敗した」¹²³とあることから、仲買と比べて立場が弱かったことが窺える。

以上のような制度的欠陥を有する帳合米取引は、18世紀半ば以降の地方米延商の増加¹²⁴、天保期における大坂への米の供給量の低下、1843年(天保13年)の米仲買株を含む株仲間解散による素人の市場参加、元来の正米取引・帳合米取引の慣行を無視した不正行為の横行¹²⁵、そして幕末の開国を巡る政治・社会の混乱が相まって、帳合米取引の脆弱性が顕在化し、十分に本来備わっている機能が発揮されなくなってしまったのである¹²⁶。そ

¹²¹ 加藤慶一郎「近世中後期大坂における米穀流通機能の変質過程-堂島帳合米商内のヘッジ機能を中心に-」社会経済史学 58 巻 2 号(1992)76 頁。

¹²² 加藤 前掲 121 76-77 頁。

¹²³ 島本 前掲 13 95 頁。

¹²⁴ 加藤 前掲 121 71 頁。

¹²⁵ 宮本 前掲 32 126-127 頁。

¹²⁶ 帳合米取引については、当時の儒教的倫理観の観点から批判が見られた。その代表格が中井竹山である。1789年(寛政元年)に書かれた『草茅危言』の「米相場ノ事」の冒頭から、「大坂ニ於テ大ニ風俗ヲ破リ、人心ヲ害スル事ノ最上第一タル可ハ、堂島ニテ帳合米ト名付ル米穀ノ不実商也…唯米ト名目ヲ立ルノミニテ、其実ハ麥ト云テモ、豆ト云テモ、油ニテモ、鹽ニテモ同事成ガ、米ハ尤手弘キ者故ニ托スルノミ、必竟ハ米ヲ帳ニ書タル迄ニテ、天下御免ノ大博奕ト云者也」と述べ、1年程度で廃止すべきである

の後、幕府の末期を迎え幣制の紊乱、貨幣相場の下落と相まって、帳合米の取引価格が正米取引のそれと一致しなくなる。そのため、正米価格のヘッジ機能が低下し、前述の正銀正米取渡を大坂町奉行に願い出るようになった¹²⁷。

第5節 石建米取引

こうした中で、対応策として採られたのが、石建米取引である。これは元々虎市と呼ばれ、売買単位が10石と帳合米取引よりも最低売買単位が小さい等の特徴を有していたが、文久3年(1863年)に、取引仕法を変更し、これが町奉行によって許可された¹²⁸。差金決済であること、立用制度があること等、制度的骨格は帳合米取引と同じであるが、期限が1年6期となり、各期が連続していること、また取引を行った仲買と米方両替との間での差金決済を行う点、また、決済期の解合値段は正米値段を基礎として算出する点で、帳合米取引と異なる¹²⁹。

石建米取引は、最低売買単位が小さい点等から幕末期においては帳合米取引よりも人気を博したが、小規模で短期間の取引制度になってしまい、立用の回数も増加してきたことから、本来帳合米取引が有していた意義に鑑み、大きく後退してしまったといえる。この1863年(文久3年)に変更された石建米取引の制度は明治以後の取引所取引に影響したとされ、また、明治期に堂島米会所の復活組成に携わった仲買人はこの当時の石建米取引を

と論じている。中井竹山『草茅危言』(日本経済叢書刊行会、1915)452-454頁。他方、帳合米取引の有する経済的機能を相当正しく理解し、評価したのが、山片蟠桃である。山片は、町人学問所である懐徳堂で学び、懐徳堂の諸葛孔明と称されるほどの学者だったという。宮川康子『『夢の代』(1820)山片蟠桃(1748-1821)--懐徳堂の知の集大成』現代思想33巻7号(臨増)(2005)62頁。山片は以下のように帳合米取引を評価している。「米買ハント欲スレドモ、運送ノツイヘ、鼠ニクハレ、熱ニイタム。コレソノ心アリトイヘドモ能ハザル也。又売ラント欲スレドモ初ヨリ無キ米ハウルベキニ由ナシ。シカレバ則、ニツナガラスベカラズ。然ルニ大知ノ大阪ニアツマルモノハ何ユヘゾト云ニ、切手ト帳合米トアルヲ以テ也。…切手ニテ買ヲケバ運送・鼠熱ノ費ナシ。火災ニハ懐ニ入テハシルベシ。ユヘニソノ術自由ナリ。然ドモ初ヨリナキ米ハウルベカラズ。ユヘニ切手ニテ買ハ易クシテ売ハカタシ。帳合米ハ初ヨリウリカヒ心ノ儘ナリ。ユヘニ天下ノ血ノ通フモノハコノ帳合シカリトス。」と述べ、売り買い、どちらからでも始めることができる帳合米取引の性質を正しく理解しているといえる。また、「切手米ト帳合米トハ昼夜ノゴトシ。並ビ行ハレテ相悖ラザルナリ。平常ハ価ノ差ヒアリトイヘドモ、四月・十月・十二月ノ限りニハ正米・帳合米同価トナル。ユヘニ血液通ズルナリ。」とも述べている。山片蟠桃(有坂隆道校注)『夢ノ代』『日本思想体系43』(岩波書店、1973)398頁。

¹²⁷ 高槻 前掲9 112頁。

¹²⁸ 島本 前掲13 103-104頁。

¹²⁹ 島本 前掲8 47-48頁。

行った者が大部分であり、明治期以降の取引所取引の組成上大きな影響を及ぼしたわけだが、元々堂島米会所の公許を勝ち取り、全国の米価の平準化、リスク・ヘッジ機能を提供していた当時の関係者と比べると、その質が下落したまま明治期を迎えることとなったという指摘もある¹³⁰。

第2章 戦前のデリバティブ取引

第1節 明治最初のデリバティブ取引規制

日本経済における明治維新とは、江戸時代の封建経済への終止符であると同時に、新しい資本主義的発展への暁鐘でもあった¹³¹。しかし、幕末維新の混乱は米穀流通にも及び社会情勢の混乱に伴い米穀価格も上昇するという状態であった¹³²。明治維新当時において、国内の安寧秩序を保つこと、民生の安定を図ることは維新新政府の政策遂行の基本路線であり、米価の激変が国民経済の発展、社会の安寧秩序の維持に深い影響を及ぼすという考えから、米価の常平化を図ることとした¹³³。

政府は1869年(明治2年)2月、堂島米市場において肥前の商人武富辰吉が大量の買米を行い、米価が一時高騰したことから、政府より譴責を受け入牢を命じられた。その後、大隈重信参議が大阪を訪れ、取り調べの結果¹³⁴、正米取引を除き、帳合米取引・石建米取引¹³⁵が賭博に他ならないという理由で禁止され¹³⁶、1871年(明治4年)4月4日太政官達を以て、諸藩に対して米切手の発行を禁止した¹³⁷。ここに江戸時代の米に係るデリバティブ取引が終わりを告げた。これが明治期のデリバティブ取引に対する最初の施策である。

しかし、この施策は経済界の混乱を助長し、米商の中に不正が続出し、内密の投機取引が盛んに行われるようになった¹³⁸。そのため、堂島米市場を再興し、米仲買の窮状を救い、米価の平準化と米穀需給の調整及び円滑化をはかり、これをもって景気の上昇をおこそうという趣旨から、磯野小右衛門らが大蔵省に対して「大阪現米売買会社」設立の請願を行う。大蔵省では、大隈重信参議、井上薫大蔵少輔らが審議し、請願採用を内定。取引所は

¹³⁰ 島本 前掲8 51頁。

¹³¹ 小野清造『日本証券史論』(日本評論社、1943)41頁。

¹³² 宮本 前掲32 129-130頁。

¹³³ 食糧庁『日本食糧政策史の研究 第一巻』(松田延一著)(1951)20-21頁。

¹³⁴ 島本 前掲13 153頁。

¹³⁵ その他、地方の米延商いも禁止された。

¹³⁶ 佐野 前掲31 231頁。

¹³⁷ 島本 前掲8 51頁。

¹³⁸ 津川正幸「堂島米会所についての覚書」関西大学経済論集20巻4号(1970)86頁。

地方長官が許可することとなっていたため、大阪府が最終的に、1871年（明治4年）4月7日、「堂島正米会所」の名称で認可されたのである。

但し、ここで行われる取引はもはや米切手を用いた現物取引、若しくは米価を対象とする金融先物取引ではなく、摂津米を標準物とする商品先物取引となり、期日に実米の受渡を行うこととされた¹³⁹。明治期以降の金融デリバティブ取引は幕末から続いた洋銀取引と1878年（明治11年）の東京、大阪での株式取引所における有価証券の定期取引へと続いていく。

第2節 洋銀取引

1858年（安政5年）7月29日江戸幕府は江戸において日米修好通商条約に調印する。その第5条は「外國の諸貨幣は日本貨幣同種類の同両を以て通用すへし、（金は金銀は銀と量目を以て比較するを云）雙方の國人互に物價を償ふに日本と外國との貨幣を用ゆる妨なし

日本人外國の貨幣に慣されは開港の後凡一箇年の間各港の役所より日本の貨幣を以て亜米利加人願次第引渡すへし向後鑄替の爲め分割を出すに及はず日本諸貨幣は（銅錢を除く）輸出する事を得並に外國の金銀は貨幣に鑄るも鑄さるも輸出すへし」¹⁴⁰とあり、貿易において内外貨幣について自由に使用できることが規定され、日本人が外国貨幣に慣れるまで開港後およそ1年間は暫定的に幕府が責任をもって外国貨幣を同種同量の日本貨幣と交換することが約束された。

当時アジアにおける貿易で通用していた外国貨幣、洋銀はいわゆるメキシコ・ドルであり、1535年以来世界随一の銀産国であるメキシコで鑄造されていた銀貨が用いられ、それに対して我が国において交換の対象と想定されたのは一分銀であった¹⁴¹。こうして幕府は洋銀を国内に通用させる政策を採り、洋銀と一分銀との交換をなるべく少なくしようと試みた¹⁴²。しかしながら、実際には洋銀は国内一般に通用することはなく、諸外国との貿易が円滑に行われるか否かは、洋銀と一分銀との交換にかかっていたという¹⁴³。

1859年（安政6年）7月、幕府は三井八郎右衛門等に運上所為替用達を命じ、洋銀の引替、関税の収納保管等を命じたのを皮切りに、貿易決済という実際の必要性から、洋銀両替を業とするものが発生し、元治の頃（1864-1865年）には30余軒、1868年（明治元年）

¹³⁹ 島本 前掲13 155-156頁。

¹⁴⁰ 外務省条約局編『舊條約彙纂 第一卷第一部』（外務省条約局、1920）21頁。

¹⁴¹ 洞富雄「洋銀相場の発生」早稲田大学大学院文学研究科紀要13号（1967）111-112頁。

¹⁴² 兵頭徹「洋銀引替継続と長崎奉行」東洋研究154号（2004）1頁。

¹⁴³ 兵頭徹「洋銀引替と長崎奉行岡部長常一『貨幣事件』を中心として」東洋研究149号（2003）78頁。

頃には 50 余軒に上ったという¹⁴⁴。

外国商人に日本製品を輸出する売込商は洋銀を売却し、外国商人から外国製品を輸入する引取商は洋銀を購入することで、それぞれが地方の商人等との間で商品と邦貨での決済を行う必要があったため、両替商が各商人を訪れ需給の投合を計っていたが、貿易が発達し、両替商が増えるに従い、当該方法では多大な労力を要したことから、1868 年（明治元年）、両替商が合議の上、上南仲通二町目田中平八郎所有の家屋を借り受け、両替商集会所として洋銀相場取引を開始した¹⁴⁵。ここで行われていた洋銀取引は、その後洋銀手形の売買となり、有価証券取引市場として、戦前の証券短期清算取引の母体となったとされる¹⁴⁶。

当時の売買仕法であるが、1,000 ドルを 1 枚としてこれを売買単位とし、午前 9 時に立会が開始された¹⁴⁷。ここで特徴的な取引制度が預け合と呼ばれるいわゆる差金決済取引である。前述の通り、売込商は洋銀を売却しようとし、引取商は洋銀を購入しようとする。売込商・引取商それぞれが各々の両替商 X、Y に預け合を依頼する。X、Y が合議の上相場を定めて預け合をなした場合、この際、両替商 X は洋銀手形を Y に渡し、Y から邦貨を受け取る。そして、売込商に対しては彼らの両替商 X が邦貨を渡し洋銀を受け取る。同様に、両替商 Y が引取商から邦貨を受け取り引取商に洋銀を渡す。預け合が成立すると、X は自身の帳簿に買、Y は同様に売と記入することで、X が洋銀の買方、Y が売方という取引関係が成立することとなる。つまり、売込商・両替商 X は洋銀のロング、邦貨のショートポジションを、そして、引取商・両替商 Y は洋銀のショート、邦貨のロングポジションをそれぞれ有していると考えることができる。そして、お互いのロングポジションを預け合という方法で、融通していたのである。

この関係は一方が決済を行うまで、日々の相場と比較し差金を授受することで売買の安全を確保する。その後、相場の騰貴等により売込商が自身の洋銀を売却する場合、X に売りの注文を出し、X が市場で相手を求め売り埋めをし、その旨を Y に通知することで預け合関係を解消する。Y は預け合の相手を失ったため、新たな相手方を求める。このように実際の貿易の実需から発生した預け合を「固い預け合」と呼ぶが、この取引仕法は、単純な差金決済取引を認めうることから、「場並の預け合」と呼ばれる、貿易商とは無関係の投機専門業者が取引を行うようになったのである。

こうした「場並の預け合」が次第に取引の大部分を占めるようになり¹⁴⁸、洋銀取引の投

¹⁴⁴ 島本 前掲 13 181-184 頁。

¹⁴⁵ 東京高等商業学校調査部（原稜威雄調査）『横浜開港当時之貿易状態並洋銀相場取引之沿革』（東京高等商業学校、1914）17-18 頁。

¹⁴⁶ 島本 前掲 13 186-187 頁。

¹⁴⁷ 東京高等商業学校調査部 前掲 145 51 頁。

¹⁴⁸ この点、「天下の糸平」と呼ばれた生糸商人田中平八の洋銀取引について詳細に研究した木村晴寿によれば、「田中商店による市場取引の内容をみれば…（中略）…日々多額の洋銀取引があり、…（中略）…

機的色彩が強くなったことから、1879年(明治12年)当時の大蔵卿であった大隈重信が太政大臣三条実美に伺書を提出¹⁴⁹、洋銀相場取引を禁止し、横浜洋銀取引所の設立となったのである。大隈は洋銀相場の高騰がこうした投機取引によるものと推断し、取引が政府の監督なく行われていた点を問題視したのである。この点、洋銀の高騰が当時の我が国の貿易における輸入超過、不換紙幣の増発によるものであり、また元来会員組織であった洋銀市場を営利会社とした点につき、大隈の伺書については後世の批判もある。しかしながら、ここに外国為替に関する先物取引はその誕生を見るのである。

横浜洋銀取引所の定款第二条には、「當取引所ニ於テ賣買取引ヲ爲スヲ得ルハ洋銀其他金銀地金ノ種類ニシテ必ス賣買ヲ允許セラレタルモノニ限ル可シ 而シテ之ヲ賣買取引スルニハ必ス此定款並申合規則ヲ遵守スヘシ」¹⁵⁰とし、「申合規則」第二条には「當取引所ニ於テ爲ス所ノ賣買ハ現物定期ノ二様ニ分チ而シテ定期賣買ト雖モ本場帳入前ニ於テ之ヲ買戻シ又之ヲ賣渡シたる分ハ現場勘定トナスヘシ」¹⁵¹と規定した。

しかし実際には取引所内ではほぼ定期取引のみが行われ、差金決済が行われた他、1880年(明治13年)9月13日に横浜株式取引所と改称し、株式売買も許可されたが、洋銀取引のみが盛んに行われるに過ぎず、違法の差金取引の預け合も盛んに行われていたという¹⁵²。その後、明治政府による紙幣整理が進み、1884年(明治17年)5月兌換銀行券条例が公布、1885年(明治18年)5月の洋銀券の流通が停止したことで、洋銀の貿易通貨としての資格が失われ、1886年(明治19年)1月取引所における金銀貨取引が禁止されるに至り¹⁵³、ここに「多年隆盛を極めた洋銀相場取引はついに絶滅した」¹⁵⁴のである。

その取引の大部分は、いわゆるカラ売買だった。」「実際に洋銀が授受される現物直取引は全体の10%強を占めるのみで利益の源泉は投機取引にこそあったのである。」と述べている。木村晴寿「横浜における洋銀の市場取引方法—明治前期田中平八の洋銀取引」松商短大論叢47号(1999)112頁。

¹⁴⁹ この伺書の中で、大隈は「(洋銀相場が) 現今の如く、その価格七十五匁以上に至るものは實に驚くべきの至りに付、…その原因固より一に止らずと雖も、重もに空相場取引の致す所に由之、現今に至りては、舊来、洋銀に關係の商估獨りこれが取引を爲すのみならず、傭丁、役夫等の如き、一錢の貯へなきものも亦争うてこれに熱中し、その取引の空額平均日に百萬弗に下らず。…人民囂々として種々の異説を附會し、歐米諸国の「パニック」なるものをわが國に現出し來んとす。…右は全く公許の取引所なく、人民随意にこれが取引を爲し、一も法制の羈約を受けざるより、終に前條の如き流弊に陥り候儀と存候。」と述べている。大隈侯八十五年史會編『大隈侯八十五年史 第一卷』(原書房、1926)722-723頁。

¹⁵⁰ 藤本実也『開港と生糸貿易 下巻』(開港と生糸貿易刊行会、1939)284頁。

¹⁵¹ 藤本 前掲150 293頁。

¹⁵² 岡田俊平「明治初期の洋銀対策—横浜を中心として—」経済と貿易 通号54・55号(1952)14-15頁。

¹⁵³ 岡田 前掲152 15頁。

¹⁵⁴ 洞富雄「洋銀相場と内国通貨-2-」大隈研究5号(1954)226頁。

第3節 明治一昭和のデリバティブ取引

第1項 明治初期の有価証券デリバティブ取引と株式取引所条例

明治期の証券市場は、民間における公債の売買を嚆矢とする¹⁵⁵。明治新政府の課題の一つが徳川幕府の巨額の負債の肩代わりと、大名、士族、僧侶などの明治維新という社会変革にともない生じた生活上の負担をいかに扶助するかであり、その解決策の一つとして、1873年（明治6年）公債を士族に公布することとなった¹⁵⁶。日々の生活に苦しむ士族はすぐに売りに出され、これら公債の売買を行い始めたのが、江戸時代の金融機関である両替屋であった¹⁵⁷。

このように公債売買が市中で盛んに行われるものの、公定相場がなく、分散的に行われていた¹⁵⁸。しかし、価格の不均衡が生じ、多くの公債が買いたたかれ¹⁵⁹、また、不正取引などで損害を受ける者も現れたことから、明治新政府は現在及び将来発行すべき公債の消化流通のため¹⁶⁰、そして、価格を平準化し、公正で円滑な売買市場が必要であるという認識から¹⁶¹、証券取引所の設立に向けて動き出す。ボアソナードの意見を元に1874年（明治7年）10月公布したのが、株式取引条例（太政官布告第107号）である。取引仕法に関しては、現物取引に当たる現場取引と、先物取引に当たる取引¹⁶²の2種類があり¹⁶³、第24条及び第25条に規定されている。先物取引に当たる取引の約定は毎月15日並びに月末を期日とし、一取引の期限は4期を越えてはならない点¹⁶⁴、期日前の反対売買は認められていること、期日が到来した場合、午後3時までには売り主は取引品を、買い主は代金を渡すか、又は取引当事者間での差金決済により取引を終了させることができるが、これが為されなかった場合、相手方は反対売買により取引を終了させ、そこから発生した損害を違約者に

¹⁵⁵ 宮本 前掲 32 565 頁。

¹⁵⁶ 宮本 前掲 32 565 頁。

¹⁵⁷ 宮本 前掲 32 565 頁。

¹⁵⁸ 有沢広巳監修・阿部康二他編『証券百年史』（志村嘉一執筆分）（日本経済新聞社、1978）6 頁。

¹⁵⁹ 有沢 前掲 158（志村嘉一執筆分）6 頁。

¹⁶⁰ 島本 前掲 13 158-159 頁。

¹⁶¹ 宮本 前掲 32 565-566 頁。

¹⁶² 島本はこれを「定期勘定」と呼んでいるが、同条例の条文には第24条第1節に「現場勘定」の文言はあるが、「定期勘定」の文言がないため、本論文ではこのように表現している。島本 前掲 13 160 頁。

¹⁶³ 島本 前掲 13 160 頁。

¹⁶⁴ 第24条第2節は「売買ノ約定ハ十五日并ニ月末ノ日ヲ以テ仕切日ト定メ四仕切ヲ踰ユ可カラス若シ差纏起ラハ其期日ヨリ七日ノ内ニ肝煎ニ申出ヘシ」日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦前編第一巻証券関係元老院・帝国議会審議録（一）』（日本証券経済研究所、2000）5 頁。

負担させることができる¹⁶⁵。これはロンドン株式会社取引所の定款及び業務規程を翻訳したものであったため、売買期限が2か月であり当時の米の先物取引の3か月と比べても短いこと、売買証拠金及び社員の身元保証金が当時に照らして高すぎたこと¹⁶⁶等、当時の取引仕法との間に大きな隔たりがあり、この条例は実施には至らなかった¹⁶⁷。佐野善作氏も本条例が「其規定の内容の余りに高襟的にして毫も当時我邦の実情に適せざりしは同条例の最大欠陥なりと謂はざるを得ざるなり」と述べている¹⁶⁸。その結果として、同条例に基づいて設立された取引所は皆無であった。

その間にも、1876年(明治9年)国立銀行条例の改正、1877年(明治10年)大量の金録公債と、様々な株式会社が勃興し、有価証券の性質が世に知れ渡るようになる¹⁶⁹。こうした状況を踏まえ、政府は同条例を根本的に改訂する必要性に直面し、東京府内の実業家の建言を容れ、1878年(明治11年)5月4日株式取引所条例を制定発布し、株式取引条例を廃止した¹⁷⁰。まず、第30条において、「政府ニ於テ売買ヲ許シタル諸公債証書及ヒ政府ノ条例ヲ遵奉シテ発行シタル銀行並諸会社ノ株券等ノ売買ヲ除クノ外此取引所ニ於テ一切他ノ物件ヲ売買シ他ノ事業ヲ営ムヘカラス」とし、取引の対象が各種公債と株式であると明記している。次に、第36条では「取引所ニ於テ為ス所ノ売買取引ハ現場ト定期ノ二様ニ分チ必ス現物ノ受渡シヲ為スヘシ 但シ三ヶ月ヨリ永キ定期ノ約定ヲナスヘカラス」¹⁷¹とあり、売買取引を現場取引と定期取引の二種類を設け、定期取引については、3か月を越えてはならないとした。また、第39条では「約定期限内ニ於テ之ヲ転売スルヲ得ヘシト雖トモ其期日ニ至レハ必ス現物ノ受渡ヲ為スヘシ」とし、約定期限内の転売買戻しによる解約を認めている。また、両方の条文からわかる通り、期日が到来した場合には、必ず現物の受渡を求めているが、この点、当時の元老院では当該条文を盛り込むか否かで激しい議論が行われているが、詳細は後述する。他にも、定期取引の取引証拠金は100分の5と大きく下がっている¹⁷²。こうして、本条例に基づいて、東京では渋沢栄一らが、大阪で

¹⁶⁵ 高窪 前掲 87 187-189 頁。

¹⁶⁶ 第26条第2節は売買証拠金は売買物件の時価の2割5分を保ち、相場の高低により、追加の証拠金が必要であれば差し入れることと規定されている。高窪 前掲 87 189 頁。日本証券経済研究所 前掲 164 5 頁。また、身元保証金は500円とされ、入社当日に支配人に差し出すこととされた。島本 前掲 13 160 頁。

¹⁶⁷ 島本 前掲 13 161-162 頁。島本によれば、本条例に基づき取引所の設立を求める者でさえ、本条例の改正を求める有様であったという。

¹⁶⁸ 佐野 前掲 31 253 頁。

¹⁶⁹ 佐野 前掲 31 266 頁。

¹⁷⁰ 東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』(東京株式取引所、1928) 2 頁。

¹⁷¹ 日本証券経済研究所 前掲 164 264 頁。

¹⁷² 日本証券経済研究所 前掲 164 264 頁。

は五代友厚らの尽力により設立されたのが、東京株式取引所、大阪株式取引所である。ここに明治になり初めての有価証券取引所が設立され、有価証券先物取引制度が成立することとなったのである。

この株式取引所条例に対する評価であるが、その内容は「著しく实际的」であり、「我国古来の投機取引の精神を認容」していると取引所の文献には記されている¹⁷³。他方で、田中耕太郎氏は、有価証券、とりわけ株式が未発達にもかかわらず取引所が先に出来たと論じ、有価証券の取引の実際の必要から発生したのではなく、人為的なもので、そこでなされる取引が賭博的になるのは必然と批判的である¹⁷⁴。実際に、1878年(明治11年)6月1日に東京株式取引所では売買が開始するが、その当時の上場証券は、旧公債、新公債、秩禄公債と全て公債であり、株式が上場されるのは翌月7月の東京株式取引所株式、そして9月の第一国立銀行等の株式と続く¹⁷⁵。「株式」取引所といえども、売買開始後5年の東京株式取引所の売買状況を見ると、債券が株式と比べて非常に多い¹⁷⁶。大阪株式取引所においても、明治12年の上半期中の株式売買高は161株があったのみである¹⁷⁷。

このように、取引制度としては、江戸時代から続く先物取引に近かったため、株式取引所条例は受け入れられ、取引所は設立し、先物取引制度も開始したが、肝心の取引の対象となる有価証券、とりわけ株式が未発達であった点が明治10年代前半の特徴と言えよう。

第2項 いわゆるブルース条例

1881年(明治14年)大蔵卿に就いた松方正義は西南戦争の戦費調達により大量発行した不換紙幣によるインフレーションに対応するべく、増税等による増税策、政府予算の縮小等により紙幣発行量の縮小を行う財政政策を実施。これにより、公債・株式の取引量が減少。さらに、1882年(明治15年)12月には米商会所株式取引所仲買人納税規則(太政官布告第65条)が制定され、米商会所及び株式取引所における売買取引に対して、重税が課されることとなり、取引所及び仲買人は苦境に陥った¹⁷⁸。

この結果、仲買人の中に取引所に支払うべき売買手数料や税金を免れるため、売買を取引所に届けずに、秘密裡に取引を行う、いわゆる闇取引が横行した¹⁷⁹。こうした闇取引は

¹⁷³ 東京株式取引所 前掲 170 2頁。

¹⁷⁴ 田中 前掲 10 16頁。

¹⁷⁵ 宮本 前掲 32 566頁。

¹⁷⁶ 宮本 前掲 32 566-567頁によれば、明治11年の売買状況として、債券が26.6百万円であるのに対し、株式は253株、翌明治12年は株の買占め事件があり、債券が89.8百万円に対し、株式が11,789株と急増しているが、その後は債券の取引量が株式に比して大きくなっている。

¹⁷⁷ 大阪株式取引所 前掲 1 14-15頁。

¹⁷⁸ 島本 前掲 13 230-231頁。

¹⁷⁹ 長谷川新「取引所条例(ブルース条例)と仲裁制度(1)金融商品取引法における金融ADR制度の源流を

密告により大阪府警務部の知るところとなり、1883年(明治16年)3月、北浜の株式取引所と大阪堂島の米商会所の役員及び仲買人、その他関係者千数百人が一斉に検挙されるという事態となる¹⁸⁰。また、いわゆる松方デフレ政策が1885年(明治18年)には一段落つき、売買が復調してきた。取引所の手数料収入も増加し、高配当を実施したため株価が急騰。株式取引については、東株・大株共に専ら定期取引が行われ、その多くが両者の取引所株であった¹⁸¹。そのため、元来公共機関としての性格を有すべき株式取引所が、株式会社形態を採用し営利事業を行うことを問題視し、さらにその取引所自体の株式が投機的売買の対象になることによって、株式市場全体の投機性を助長し、取引所株主に不当な利益をもたらす、という非難が起こった¹⁸²。

こうした非難を受け、政府が新たに1887年(明治20年)5月14日に制定したのが取引所条例、いわゆるブルース条例である。この条例は取引所組織と売買仕法の2点を改革することを目的としたものである¹⁸³。前者は株式会社組織を改め、取引所を会員組織とすることとし、後者は従来の定期取引の仕法を現物取引に改めるというものである¹⁸⁴。本稿に關係するのは、まさにこの後者の売買仕法に対する改革である。

このブルース条例は、外務省顧問として商法編纂を担当していたドイツ人法律学者ヘルマン・ロエスレルと法制局参事官岩崎小二郎が、政府の命を受け、当時のベルリン取引所条例を範として起草したものである¹⁸⁵。

同条例の制定にあたっては、岩崎が、同条例を審議する元老院において、「現今本邦相場会所ニ行ハルル売買法ハ一種不可思議ナル者ニシテ殆ント博奕ニ類似スレハ之ヲ一掃ニ付シテ真成ナル実物ノ売買法ヲ設クルヲ要スルニ在リ…(中略)…売買法ノ改良ハ順序上ニ於テ之ヲ第二要点ト言ヒシモ是レ決シテ組織法ノ改良ト輕重ノ差等アルニ非スシテ全ク並立スル者ナリ、若シ仔細ニ詮議セハ売買法ノ改良ハ或ハ組織法ノ改良ヨリ重要ナルヤモ知ル可カラス」¹⁸⁶と述べている通り、当時の立法担当者には、定期取引が「博奕」同様の取引であり、取引所組織の改編と同等若しくはそれ以上に、売買仕法の変更が重要であると述べている。

巡る」関東学院法学 24 卷 1 号 (2014)48 頁。

¹⁸⁰ 有沢 前掲 158 (吉田晴二氏執筆分) 24-25 頁。

¹⁸¹ 東京株式取引所 前掲 170 諸統計 10-13 頁及び 245 頁。大阪株式取引所 前掲 1 売買高表及び損益表 1-2 頁及び相場高低表附売買高、受渡高 3-7 頁。

¹⁸² 有沢 前掲 158 (吉田晴二執筆分) 24-25 頁。

¹⁸³ 加藤福太郎編『取引所史料：元老院会議筆記抄』(財政経済学会、1936) 222 頁。

¹⁸⁴ 津川正幸「『ブルース条例』発布の動因」関西大学経済論集 28 卷 1-4 号 (1978)632 頁。

¹⁸⁵ 有沢 前掲 158 (吉田晴二執筆分) 24-25 頁。

¹⁸⁶ 加藤 前掲 183 221-226 頁。

こうして成立したブールズ条例であるが、実際の条文を検討する¹⁸⁷。第1条では「取引所ハ取引ヲ便利ニシ市価ヲ平準ニシ商業上公正直実ノ風ヲ養成シ商業上ノ慣習ヲ統一維持シ須要ノ報道ヲ伝播シ…」とある。この点、株式取引所条例の第一条の目的規定にはこのような記述はなく、「市価ヲ平準ニシ」とあるように、取引所で行われる取引を通じて取引対象物の価格を平準化する点を明記した点が特徴的である。そして第29条に「取引所ニ於テ売買取引シタル物件ノ相場ヲ以テ公定相場トス」とある通り、取引所取引を通じて成立した価格が公定相場である旨確認している。

第2条において、「取引所ニ於テ売買取引スヘキ物件ハ重要ノ商品公債証券証券株式等ニシテ創立員又ハ取引所ノ出願ニ依リ農商務大臣ノ認可シタルモノニ限ル」とあり、上場商品は農商務大臣が認可することとし、「重要ノ」という文言をいれることで、商品公債証券証券株式等の上場を認めるにあたり、一定の国民経済的意義の有無、政策的判断を問うていると考えられる。

実際の売買仕法については第5章の売買取引に規定され、第27条では「取引所ニ於テ為ス所ノ売買取引ハ直取引及定期取引ノ二様トス其方法ハ農商務省令及取引所ノ規約ヲ以テ之ヲ定ム」とあり、株式取引所条例と比べると、現物取引を意味する現場取引が直取引に名称が代わり、定期取引はそのまま残ることとなったが、ここで重要な点は実際の取引の仕法は農商務省令及び取引所規約で定めるとなった点である。法が期日、反対売買など投機の過当化・制限に関わる技術的な部分を下位の省令、又は取引所に委ねることとなり、市場又はより市場に近い者による規制を可能とした点に注目すべきである。また、罰則規定として、第34条において、第28条違反、また、第29条につき「公定相場ヲ偽リタル者」は、10円以上200円以下の罰金と規定された。

第3項 ブールズ条例の失敗

このように、ブールズ条例では、目的規定において、価格の平準化を明記し、また、投機に関わる制度、投機に対する規制が省令・取引所規則に委任されることで、より機動的な制度・規制の運用を目指した点が特徴的である。省令委任については、1887年(明治20年)6月1日に取引所条例施行細則省令に制定されている。第41条において、定期取引の約定が為されたときは、売主が売主の名前を記した売渡証券を買主に交付し、買主がそれを転売する場合には元の売主にその旨を通知することとされた。また、証書記名者が証拠金の差し入れを請求する場合、「一定ノ証拠金額内ニ於テ証書記名者ノ満足スル証拠金ヲ差入」することとし、第43条において、一方が相手方に証拠金の差入を請求する場合、「請求者モ亦同額ノ証拠金ヲ差入ルヘキモノトス」と規定している。そして、同条では証拠金の上限について、取引所役員があらかじめ定め、これを農商務省への届出事項とした。

しかしながら、ブールズ条例は制定段階から、強い批判を有識者、取引所関係者等から

¹⁸⁷ 以下、条文の引用は、日本証券経済研究所 前掲 164 267-269 頁による。

受ける。その多くは当時の我が国の経済情勢に適さず、多年の商慣習を無視するもので、急激な革新であったと主張する¹⁸⁸。先物制度としての観点からも、取引所条例施行細則第40条において、定期取引において見本品又は銘柄により期日を定めて売買約定を為すものと規定されている通り、標準物による売買仕法を認めていなかったことから、商品取引所での商品先物取引には大きな影響があったといえる¹⁸⁹。

結果として、ブールス条例に基づいていくつか新たに取引所が設立されたが、従来の東株・大株は株式取引所条例に基づく営業の延長が許可され、新旧条例及びそれぞれに基づく新旧取引所が制度上並列するという事態となった。農商務省側は設立を計画する発起人に対して、ブールス条例及び条例施行細則省令に関して解釈を厳格に行い、彼らにとって便利な取引方法を採用する自由は認められなかったため、発起人は新取引所の設立計画を控えたという¹⁹⁰。そのような中でも、大阪では藤田伝三郎が発起者となり、新取引所の設立に着手¹⁹¹。しかし、旧取引所側の反対運動は激しく、1888年(明治21年)農商務相となった井上馨は両者の調停を実施し、大阪新取引所はその創立費用2万円を東西の米及び株式の4取引所に弁償させて解散し、旧取引所が1891年(明治24年)8月まで営業継続が認められ(政府は後にさらに3年延長を認める)、その間に政府は改めて取引所制度に関して欧米の実情を調査することとなったのである¹⁹²。結果、ブールス条例は株式取引所条例等と共に、明治26年取引所法の成立によって廃止されることとなった。田中耕太郎氏は、「理想に走り過ぎ殆ど行はれず、結局失敗に帰した」¹⁹³と記している。

第4節 取引所法

第1項 取引所法の成立

1893年(明治26年)取引所法(法律第5号)¹⁹⁴が成立・施行され、その後何度かの改正がなされるものの、同法は明治以後戦前の商品・金融商品取引に関する基本的法律である。同法は株式、米穀、その他の様々な取引所に関する法を統合整備した、今でいうところの総合取引所法といえる¹⁹⁵。デリバティブ取引、投機の観点から同法を考察すると、まず目的規定であるが、ブールス条例に明記されていた価格の平準化等、法の目的規定がなく、

¹⁸⁸ 東京株式取引所 前掲170 5頁。大阪株式取引所 前掲1 28頁。

¹⁸⁹ 佐野 前掲31 307頁。

¹⁹⁰ 佐野 前掲31 308頁。

¹⁹¹ 有沢 前掲158(吉田晴二執筆分)27頁。

¹⁹² 有沢 前掲158(吉田晴二執筆分)27頁。。

¹⁹³ 田中 前掲10 17頁。

¹⁹⁴ 以下、取引所法条文の引用は、日本証券経済研究所 前掲164 1046-1048頁による。

¹⁹⁵ 有沢 前掲158(植谷久三執筆分)38頁。

同法第1条は取引所の設立が免許制であるということを規定しているにすぎない。売買仕法については、第5章取引所ノ売買取引において、第18条で「取引所ノ売買取引ハ直取引、延取引及定期取引ノ三種トス」、第19条で「取引所ノ売買取引ノ方法ニ関スル規程ハ勅令ヲ以テ之ヲ定ム」とあり、3種類の取引が法で認められ、それぞれの方法は勅令で定めることとされた。

取引所令勅令¹⁹⁶にこれら3種類の取引について規定され、第9条及び第11条において、直取引は契約成立の日より起算して2日以内、延取引は3日以上150日以内の約定の日に受け渡しを行うこととされ、両者につき、競売買及び転売買戻の方法を用いることは禁止されていた。また、定期取引に関しては、第10条において、原則として3か月以内で取引所が限月を定めるとし、第11条2項で「転売買戻ハ競売買ノ方法ニ依定期取引ニ限り之ヲ為スコトヲ得」とされた。

この点、取引所の資本金、営業保証金、株式、手数料、積立金及び売買取引の方法に関する規程並びに仲買人免許料金額の件勅令(明治26年7月22日勅令74号)¹⁹⁷の第13条に、取引所の定期取引に限って可能な方法として、「契約期限内ニ於テ為シタル転売買戻ヲ取引所ノ帳簿ニ記載スル所ニ依リ相殺スルノ方法」(1項4号)とあり、定期取引における転売買戻し時の差金決済に関する方法が規定されている。また1項5号は「売買双方ヨリ証拠金ヲ差出サシムルノ方法」と、証拠金に関する規定も存在していた。

標準物に関しては、取引所令勅令第12条において、米、綿花、綿糸又は蚕糸の定期取引は取引所の営業細則に定めるところによって標準物を定め格付受渡の方法を採ることができるとし、それ以外の有価商品などの上場商品については現物、見本又は銘柄によって取引を行うとされた。上記の勅令第74号の第13条1項3号では、「米ニ限り標準物ヲ以テ売買契約ヲ為シ取引所ニ於テ予メ指定スル同種商品ノ格付ニ従ヒ代品ヲ以テ受渡ヲ為スノ方法」について用いることが可能と規定されている。

なお、ブールズ条例の問題で、最も取引所が関心をもっていたのが取引所形態の在り方であったが、取引所法は株式取引所条例とブールズ条例の折衷案ともいべきもので、第5条において、会員組織と株式会社組織の両方を認める規定とした。

このように取引所法は、法人形態を柔軟に認めたこと、そして日清戦争後の好景気に伴い様々な株式会社が設立されたこと等から¹⁹⁸、同法施行後、取引所が数多く新設され、1893年(明治26年)末で40だったのが、1897年(明治30年)末には137にもなった¹⁹⁹。

しかしながら、地方の中小取引所の多くは中央の大都市取引所の相場を元に空取引で差

¹⁹⁶ 以下、取引所令勅令条文の引用は、日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦前編第三巻 株式取引所の歴史(一)』(日本証券経済研究所、2004) 73-74頁による。

¹⁹⁷ 以下、同勅令条文の引用は、日本証券経済研究所 前掲196 50-51頁による。

¹⁹⁸ 田中 前掲10 17頁。

¹⁹⁹ 有沢 前掲158(植谷久三執筆分) 38頁。

金決済のみを行う等、取引所としての機能を果たしていなかったことから、東洋経済新報をはじめとする言論界、全国商業会議所などの財界など、過度の取引所設立ブームに対して是正を求めるようになったのである²⁰⁰。

第2項 限月短縮問題

これに対して、政府は1899年(明治32年)取引所整理の方針を採用し、以後の取引所新設は不許可とし、違反行為や実物取引が少ない等の取引所に対して解散勧告又は解散命令を出した²⁰¹。結果として1899年(明治32年)末に116あった取引所は1901年(明治34年)末に84と減少したが、予定通りには進まなかった²⁰²。

そのため、1902年(明治35年)6月2日、政府が勅令第158号²⁰³を公布。前述の勅令第74号第12条の改正として、「取引所ノ売買取引ノ契約履行ノ期限ハ当日ヨリ起算シ直取引ハ五日以内延取引ハ百五十日以内売買双方約定ノ日限ニ依リ定期取引ハ有価証券ニ在リテハ二箇月以内…」とし、同勅令第13条第1項4号に掲げる定期取引の転売買戻しによる相殺の方法につき、「株式会社組織ノ取引所ニ在リテハ」を加えることとした。

このことは、定期取引の限月を3か月から2か月とし、また、株式会社組織の取引所のみ転売買戻しによる取引の解約を認めるといった点である。限月を短縮した狙いは、徒に空商投機に流れる弊害を改め売買取引を着実なものとする点にあった²⁰⁴。

このことはいわゆる、限月短縮問題として、大きな反響を呼ぶこととなる。取引所史では、「証券限月短縮に就きては、有力なる取引所は絶対に反対を唱へたり」²⁰⁵、「従来の商慣習を無視し取引所制度の根本に大変革を試み様とするもの」²⁰⁶と論評された。「取引所打壊令」といわれる所以である。実際に当該勅令の公布後、大株の株式は100円以上暴落したとされる²⁰⁷。取引所代表者が東京に集まりその施行時期の延期と改正を政府に請願。従来濫立する取引所に対して批判的であった新聞雑誌もこの措置を批判するようになった²⁰⁸。

また、本勅令の公布にあたっては、その内容が大幅な変更にも拘らず、法律改正によらず、また、当時の慣例を破り商業会議所などの民間に諮問せず、関係者に十分な猶予期間

²⁰⁰ 有沢 前掲 158 (植谷久三執筆分) 39 頁。

²⁰¹ 有沢 前掲 158 (植谷久三執筆分) 39 頁。

²⁰² 有沢 前掲 158 (植谷久三執筆分) 39 頁。

²⁰³ 以下、同勅令条文の引用は、日本証券経済研究所 前掲 196 61 頁による。

²⁰⁴ 佐野 前掲 31 336 頁。

²⁰⁵ 東京株式取引所 前掲 170 10 頁。

²⁰⁶ 大阪株式取引所 前掲 1 52 頁。

²⁰⁷ 大阪株式取引所 前掲 1 52-53 頁。

²⁰⁸ 有沢 前掲 158 (植谷久三執筆分) 40 頁。

が与えられなかったなど、立法上の問題も指摘されている²⁰⁹。しかしながら、政府側もこうした批判に耳をかたむけず、本勅令が撤廃、変更又は施行延期となり、朝令暮改となってしまうと、政府の威信が傷つくといった点からも譲歩はなされなかったとされる²¹⁰。

取引所側は政財界へ反対運動を展開し、東京、大阪、京都、名古屋の4取引所理事長は桂太郎首相と平田農商務大臣に対して限月復旧を訴える他、銀行界も株価の激変が銀行の担保価値を不安定にするという理由から限月短縮の反対運動に加わったのである²¹¹。

こうして限月短縮等を定めた勅令に対する反対運動の予想外の広がりにより政府は、1903年(明治36年)、農商務令第三号を交付。「有価証券ノ延取引ニ限り売買者間ノ合意ニ依リ債権債務ノ移転ヲ為シタル場合ニ於テ取引所ハ其売買差金ノ立替又ハ預リヲ為スコトヲ得」²¹²とし、既存の取引の一形態である延取引に定期取引としての性格をもたせたのである。しかし、元々の勅令の規定を勅令ではなく下位法である省令で定めたことから、違憲であるとして議会で問題となり、結果所管大臣の責任を問う決議がなされ、平田農商務大臣が引責辞任するという結果に至った²¹³。また、この省令によって取引した場合、差金決済を行うためには取引の相手方との合意が必要となり、取引に幾分支障があった²¹⁴。こうした点を踏まえ、1903年(明治36年)8月14日、最終的に政府は勅令第127号により、限月の復旧を行ったのである²¹⁵。

限月を1か月短縮するということが、当時の市場にもたらした影響、そして政財界を巻き込み所管大臣の辞任まで至った点は、大変興味深い事例の一つである。

第5節 大正11年取引所法改正と短期清算取引制度

その後、有価証券の先物取引としての定期取引は大正時代半ばまで続くが、1920年(大正9年)に大規模な取引所制度改正が行われる。その結果1922年(大正11年)改正取引所法が成立、それに合わせて取引所令及び取引所法施行規則が制定された。

デリバティブ取引との関係でいえば、改正取引所法第18条は、「取引所ノ売買取引ノ期限ハ有価証券ニ在リテハ二箇月米ニ在リテハ三箇月蚕糸ニ在リテハ六箇月其ノ他ノ商品ニ在リテハ勅令ノ定ムル期間ヲ超ユルコトヲ得ス」²¹⁶と規定され、有価証券における定期

²⁰⁹ 有沢 前掲 158 (植谷久三執筆分) 40 頁。

²¹⁰ 佐野 前掲 31 338 頁。

²¹¹ 有沢 前掲 158 (植谷久三執筆分) 40-41 頁。

²¹² 日本証券経済研究所 前掲 196 63 頁。

²¹³ 有沢 前掲 158 (植谷久三執筆分) 41 頁。

²¹⁴ 島本前掲 13 266 頁。

²¹⁵ 復旧という通り、元々の勅令第74号第12条の文言と全く同じ規定に戻った。

²¹⁶ 日本証券経済研究所 前掲 164 1051 頁。

取引の限月が勅令ではなく法律上で規定され、その期間が3か月から2か月に改めて短縮された。

この点、取引所法改正立法理由及釈義によれば、経済界が短期の投機取引を求めていたこと、売買取引の限月の上限を法律で設定するのは「投機ノ弊ニ流ルルコトヲ防止セムトスル趣旨」とした²¹⁷。さらに、限月を3か月から2か月に短縮した理由としては、第一に、商品先物取引のように商品の生産から運送に係る日数とその間の物価の変動に対するリスクをヘッジする上で長期の限月の必要性があるが、有価証券にはそれが無いこと、そして、海外の当時の法令ではドイツの1か月が最長で、イギリスでは15日とされていることを挙げ、「我国ノ三ヶ月限月制ハ有価証券ノ取引ニ付世界ニ其ノ例ヲ見サル処ナリ」とある²¹⁸。そして、立法担当者はこの3か月限月制は本来は江戸時代の帳合米取引相場を起源とし、それをそのまま踏襲しているだけで、沿革以外に何ら合理的基礎があるわけではなく、15日乃至1か月もあれば十分であるという認識を有しつつも、急激な改正は経済界に与える影響が大きいとして、2か月への短縮となったと記している²¹⁹。

また、元々法律で直取引、延取引、そして定期取引と三種類の売買取引を分類していたが、法律ではこれをせず、取引所令第9条において、「売買取引ハ実物市場ニ於ケル売買取引及清算市場ニ於ケル売買取引ノ二種トス」、続いて、第10条では「実物市場ニ於ケル売買取引ニ在リテハ差金ノ授受ニ依リ其ノ決済ヲ為スコトヲ得ス」とあり、従来の直取引、延取引、そして定期取引の3種類の取引は、差金決済を認めるか否かを基準として、実物市場における取引と清算市場における取引とに2分類へと変更された。戦後巻き起こる清算市場復活運動等、清算取引という文言で有価証券先物取引がデリバティブ取引の法令上現れるのは、この大正11年改正によってである。

続いて、第11条では第1項で「有価証券ノ清算市場ニ於ケル売買取引ニシテ七日以内ノ期限ヲ以テ履行期ト為スヘキ取引ニ属スルモノニ限り受渡其ノ他ノ決済ハ業務規程ノ定ムル所ニ依リ総決済日迄之ヲ繰延フルコトヲ得」、第2項で「前項ノ総決済日ハ一箇月一回以上タルヘシ」と規定する。これは、いわゆる短期清算取引制度の創設である。

この短期清算取引制度は、前述の通り経済界の要望により導入された取引制度であるが、実際に当時行われていた取引実態を法制度化した取引である²²⁰。当時は形式的には現物売買といいながら、実際には空売り空買いを行い差金決済のみ行う取引がなされていた²²¹。1917年（大正6年）第一次世界大戦による株式ブームの中、東京の茅場町や日本橋の市電停留所には客引きがおり、下車した客を言葉巧みに店に引っ張り込み、ヤミ取引を行っ

²¹⁷ 日本証券経済研究所 前掲 164 935-936頁。

²¹⁸ 日本証券経済研究所 前掲 164 935-936頁。

²¹⁹ 日本証券経済研究所 前掲 164 935-936頁。

²²⁰ 有沢 前掲 158（細金正人執筆分）82頁。

²²¹ 有沢 前掲 158（細金正人執筆分）82頁。

ていたという²²²。取引所の要請を受け、新場橋警察署が逮捕した容疑者の大多数がヤミ業者ではなく、正会員たる仲買人であり、逮捕者が多数に上ったことから、翌日の取引所売買が止まってしまったという事件も起きている²²³。

成立当時の短期清算取引は、1 カ月に少なくとも 1 回の受渡日（総決済日）を設けて、その時点で残っている建玉を清算しなければならず、当時の慣行は異なるものであったため、制定当時はあまり利用がなされなかった。

この点、東京・大阪両株式取引所はじめ全国 11 の取引所が 1923 年(大正 12 年)4 月 23 日に農商務大臣荒井賢太郎に対して、短期清算取引における総決済日制度の廃止を求める陳情書を提出。「短期清算取引ニオケル総決済日制度ハ甚シク該取引ノ運用ヲ妨ケ売買取引上諸種ノ支障ヲ生シ延イテ之カ発達ヲ阻害スルヲ以テ之ヲ廃止シ証券取引ノ趨勢ニ順応セシメントス」²²⁴とその理由を述べている。この点、大株は、『大株五十年史』の中で廃止理由として、「各売買取引毎に繰延期間が違って来て各取引者に不公平となること…総決済日の前後に亘り不自然な相場が生じ易く…短期取引の決済を困難ならしめること」等を挙げている²²⁵。

この短期清算取引における総決済制度は、1923 年(大正 12 年)6 月 23 日の勅令第 322 号によって、変更される。同勅令では、取引所令第 11 条第 1 項を「有価証券ノ清算市場ニ於ケル売買取引ニシテ七日以内ノ期限ヲ以テ履行期ト為スヘキ取引ニ属スルモノニ限り受渡其ノ他ノ決済ハ業務規程ノ定ムル所ニ依リ売買成立ノ日ヨリ一箇月以内之カ繰延ヲナスコトヲ得」²²⁶（下線筆者）と改正した。これにより、実質的に取引を延長することができるようになったのである。

短期清算取引は、こうして総決済日制度廃止により、制度的に当時の実体に適合することとなり、取引が増加、昭和期には全盛を極めた。1927 年(昭和 2 年)から 1941 年(昭和 16 年)の 15 年間ににおける全国株式取引所における売買高合計(33 億 2,000 万株)のうち、76.5%の 25 億 4,000 万株は短期清算取引によるものであった²²⁷。

もう一点、大正 11 年取引所法改正では、第 26 条の 2 の文言について修正を加えるものとされ、「差金取引ヲ為ス取引所類似施設ヲ為シ又ハ其ノ施設ニ依リテ取引ニ依リテ取引ヲ為スコトヲ得ス」とした。大正 3 年改正では、「定期取引ト同一若ハ類似ノ取引」を目的として市場を開きその取引をすることを禁じていたが、本改正により、取引方法の如何を問わず差金の授受で取引の決済を為すものは全て本条で禁止することとなった。ここで

²²² 有沢 前掲 158（細金正人執筆分）82 頁。

²²³ 有沢 前掲 158（細金正人執筆分）82 頁。

²²⁴ 大阪株式取引所 前掲 1 89 頁。

²²⁵ 大阪株式取引所 前掲 1 87-88 頁。

²²⁶ 日本証券経済研究所 前掲 196 100 頁。

²²⁷ 有沢 前掲 158（細金正人執筆分）83 頁。

いう差金決済の定義として、同立法積義によれば、「差金取引ヲ為ス」トハ「差金取引ヲ目的トスル売買行為ヲ総称スルモノニシテ実物ノ授受ヲ目的トスルモノ其ノ結果ニ於テ差金ニ終ルモノハ含マサル趣旨」²²⁸としている。

なお、2か月に短縮された長期清算取引であるが、こちらも前回の限月短縮問題と同様取引所等取引関係者からの反発は強く、その後、1925年(大正14年)増田義一他4名により、第50回帝国議会に対して、限月短縮実施延期法律案が提出されるが、衆議院本会議において否決された²²⁹。

しかし、限月短縮に対する反対の動きは引き続き下火にならず、昭和に入り、1927年(昭和2年)金融恐慌が発生する。第一次大戦後の好況期に対する反動、関東大震災に伴う震災手形を所持する銀行の不健全性に対する預金者の不安が高まり、取り付け騒ぎが発生²³⁰。株式市場も恐慌相場となり、「相場、俄然、傾覆し、恐怖的投物絶えず」という状況であった²³¹。

こうした経済情勢の中、1929年(昭和4年)、第56回帝国議会において、松本孫右衛門ら13名を提出者とし限月復旧法律案が提出される。衆議院本会議の冒頭で、提出者の1人吉津度がその理由として、限月を短縮した趣旨は投機の抑圧にあるとしたが、実際にはその目的が達成されず、著しく証券の流通を阻止し、大阪取引所等では「長期取引が殆ど全滅になった」と述べている²³²。

取引所の史料を見るに、大株における長期清算取引に関しては、長短清算取引制度となった大正11年下半期で長期清算取引の売買高が約445万株だったのが、大正15年上半期に約823万株とピークを迎えるが、その後昭和に入り、昭和3年上半期では約298万株と大きく減少している。なお、同時点での短期清算取引の売買高については、大正11年下半期で約966万株、大正15年上半期が長期と同様にピークを迎え約1,756万株、そして、昭和3年上半期には約1,230万株とある。このように、「長期取引が殆ど全滅になった」というわけではないが、データを見るに長期清算取引の方が短期清算取引よりも減少幅は大きかった。こうして、限月復旧法案は成立し、1929年(昭和4年)3月法29号において、定期取引の限月は3か月に戻ることとなった。

第6節 第二次世界大戦とデリバティブ取引

²²⁸ 日本証券経済研究所 前掲 164 940頁。

²²⁹ 日本証券経済研究所 前掲 164 942-947頁。延期法案に賛成の白票は36票、反対の青票は219票であった。

²³⁰ 有沢 前掲 158 (武藤正明執筆分) 109-110頁。

²³¹ 東京株式取引所 前掲 170 176-178頁。

²³² 日本証券経済研究所 前掲 164 948頁。

日中戦争開始後、我が国の経済は急速に統制経済の色を強めていったが、株式市場は様々な統制の中でも最も遅くまで自由市場性を残したとされる²³³。その理由としては株式がもし価格変動性と流通性を失えばその存在意義もほとんど失われるとされたためである。流通市場規制においても、公社債は原則として流通禁止とされ、市場価格はほぼ固定価格とされた一方、株式は乱高下を繰り返し、売却も自由で買い支えによる株価維持が続けられた²³⁴。

こうした中、1941年(昭和16年)12月、証券行政が大蔵省理財局へ移管される。ここで、課された責務は、取引所のあるべき姿、投機資金の動きのあるべき姿を描くことだった。当時の有価証券取引委員会において審議がなされ、そこでの議論は清算取引をやめるべきか残すべきかが主眼であったという。ここでは、短期清算取引に対する問題が指摘され、他方長期清算取引について存続する方向で議論がなされた。

当時の株式市場において、株式市場で最も投機的であったとされるのが、短期清算取引における株式取引所株であり、この点については、「本邦株式市場が、健全なる事業株の投資市場としてではなく、結局、新東(筆者注：東京株式取引所の新株)の投機市場として発展してきた事を明証するもの」と論じている戦時中に発行された文献もある²³⁵。

その後、太平洋戦争開戦を契機に戦時経済は最終段階を迎え、株式市場に対する統制も強まった。1943年(昭和18年)3月に日本証券取引所法²³⁶が制定公布され、同法の下、同年6月末に全国11の株式取引所が統合され、日本証券取引所が設立された。

日本証券取引所法は取引所の組織機構のみならず、売買取引方法を含め広範な制度変更を求めるものであり、本文94条、附則20条の全114条からなる法律で、最後の改正となった1929年(昭和4年)改正時の取引所法が本文32条、附則4条の全36条である点から比べても、明らかである。

日本証券取引所法は附則第108条で「取引所法ハ有価証券ニ関シテハ之ヲ適用セズ」とし、有価証券取引に関しては日本証券取引所法を、商品取引については以後取引所法が適用されることとなった。

また、第1章総則第1条は、同法の目的として「日本証券取引所は国家経済ノ適切ナル運営ニ資スル為有価証券ノ公正ナル価格ノ形成及価格ノ安定ニ任ジ且有価証券ノ流通ヲ円滑ナラシムルコトヲ以テ目的トス」とある。現在の金商法の第1条目的規定には「公正な価格形成」という文言があるが、当時の規定にはその後に「価格ノ安定」という文言があること、そして、「国家経済ノ適切ナル運営ニ資スル為」という文言が前にあり、小林和

²³³ 有沢 前掲 158 (小林和子執筆分) 152-153 頁。

²³⁴ 有沢 前掲 158 (小林和子執筆分) 152-153 頁。

²³⁵ 松本信次『日本証券取引所論』(中川書房、1943) 5-6 頁。

²³⁶ 日本証券経済研究所編『日本証券史料戦前編第二巻 証券関係帝国議会審議録(二)』(日本証券経済研究所、2000) 674-682 頁。

子氏は「まさに戦時性を強く示すものではあるが、国民経済全体の中に証券市場（戦時下では取引所自体）を位置付けた点では戦後の証券取引法に通じるものがある」と述べている²³⁷²³⁸。

日本証券取引所法において、清算取引はどのような規定となったか。第 46 条は以下のような条文となっている。

第 46 条

- 第1項 有価証券市場ニ於ケル売買取引ハ実物取引及清算取引ノ二種トス
第2項 実物取引ニ在リテハ差金ノ授受ニ依リ其ノ決済ヲ為スコトヲ得ズ
第3項 有価証券市場ニ於ケル売買取引ノ期限ハ勅令ヲ以テ定ムル期間ヲ超ユルコトヲ得ズ

この点、帝国議会における審議の中で、以下の議論が興味深い²³⁹。中村三之丞委員が「徹底した論者はドイツのように清算取引廃止をいうが、この法律で併置した理由は何か」という問いに対して、政府側は「アメリカのように株券・資金の貸借システムが整備されていれば実物取引の中で清算的取引ができるが、日本では清算取引を禁止すればまったく実需取引しか残らず、価格の激しい騰落に結果するだろう」と回答している²⁴⁰。

この当時でも、我が国においては、清算取引の必要性について、価格の平準化という観点から政府は論じ、他方で、アメリカ型の現在でいうところの信用取引に類似の制度を設けるには、株券・資金の信用制度が十分に整備されていない点を正しく把握していた、と言える。

当該取引所自体が同法において消滅し、短期清算取引における株式取引所株の取引は不可能となることから、すでに 3 月限りで短期清算取引を中止することをすでに各取引所は決定していた。こうして、戦前の昭和に取引の大部分を占めていた短期清算取引は幕を閉じることとなる。

株式流通市場は、戦況が 1944 年（昭和 19 年）には既に相当悪化していたものの、証券

²³⁷ 日本証券経済研究所 前掲 236 22 頁。

²³⁸ 当時、理財局金融課長、同局証券課長等を歴任し、日本証券取引所の設立に携わっていた森永貞一郎（後の大蔵事務次官）によれば、戦時体制においては、株を売ることが株安につながり、国威が下がるため、空売りは望ましくないという風潮があったことを認め、「株価が下がっては国民の士気の影響する」ということから、開戦の 1941 年 12 月 8 日は、森永は朝早くから取引所で待機し、日本協同証券で、開戦発表の結果株価が下落した場合買い支えることとなっていた、と述懐している。日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦後編第四巻 証券史談（一）』（日本証券経済研究所、1984）187 頁。

²³⁹ 以下、日本証券経済研究所 前掲 236 543 頁に対する小林和子氏の要約部分を紹介する。

²⁴⁰ 日本証券経済研究所 前掲 236 23 頁。

市場は機能し、戦時金融金庫による無制限買い出動がなされ、日本証券取引所でも清算取引証拠金の引き下げなどの措置が講じられた²⁴¹。そして、1945年（昭和20年）3月10日、東京大空襲が発生、取引所は3月17日に再開した際、戦時金融公庫は大空襲前日の最終価格、いわゆる三・九価格により全銘柄にわたり無制限の買い入れを行い、株価水準を支えた²⁴²。その後も空襲が激化するとともに、市場の立会が困難となり、臨時休会する日が発生²⁴³。同年6月20日、日本証券取引所が東京、大阪両市場において9月限月以降の清算取引の中止を決め、7月から実施した²⁴⁴。ここで、清算取引は事実上日本の歴史から姿を消すこととなる²⁴⁵。そして、8月10日日本株式取引所は臨時休会となり、終戦を迎えることとなる²⁴⁶。

第7節 小括

以下、第1章、第2章の小括として、江戸時代のデリバティブ取引の嚆矢は堂島米市場における帳合米取引であるが、その背景としては幕府による米価引き上げ策があった。また、帳合米の起源として、米商人達が米価の価格変動リスクをヘッジするために考案した売買繋商内が、帳合米取引の原型であることを確認した。

すでに組織化された市場と米方両替と呼ばれる清算機関を併せ持ち、現金決済を認めず差金決済のみの相対的に投機性の高い有価証券先物取引を行っていたことが確認された。他方で、帳合米取引の制度的脆弱性につき、立用制度の悪用、市場外取引の取り締まりの不徹底など、課題はあったものの、帳合米取引の有する価格保険機能と価格平準化機能が発揮された時期もあった。

明治期以降、我が国では江戸時代の米価を基礎とした有価証券先物取引（帳合米取引）に代わり、有価証券を対象とした先物取引が活発に行われていた。当初は、明治政府の発行した公債の取引が活発であったが、株式会社制度の発展と共に、株式が取引の多くを占めるようになった。先物取引制度に関しては、帳合米取引制度の取引仕法の影響を強く受けたためか、とりわけ、3か月の限月制に対して、投機抑制策の一環として、短縮しようとする政府に対して、これに反対する取引所等との間での激しい議論が起こり、また、昭和初頭の金融恐慌など当時の経済情勢も相まって、2か月に短縮した限月は結局3か月に

²⁴¹ 有沢 前掲 158（久保田晃執筆分）173頁。

²⁴² 有沢 前掲 158（久保田晃執筆分）175頁。

²⁴³ 有沢 前掲 158（久保田晃執筆分）173頁。

²⁴⁴ 有沢 前掲 158（久保田晃執筆分）173頁。

²⁴⁵ 有沢 前掲 158（久保田晃執筆分）173頁。なお、法文上清算取引の文言が消えるのは、1947年（昭和22年）の証券取引法制定を待たなければならない。

²⁴⁶ 有沢 前掲 158（久保田晃執筆分）173頁。

戻ることとなった。

最終的に、戦時下の統制経済に至り、投機に対する抑制策が採られ、そして戦況の悪化により、終戦前の1945年（昭和20年）7月に長期清算取引についても、遂に中止となり、戦前行われていた有価証券先物取引は幕を閉じることとなる。

投機の観点から、いくつかの点について言及しなければならないが、第一点は取引所の営利性を巡る議論である。取引所を株式会社化したことで、取引所の営利性が投機を助長したという見方が広がり、限月の短縮議論に勢いを与えた点を指摘することができる。

第二点は、3か月限月に対する当時の取引参加者・市場関係者の執着である。1902年（明治35年）に始まった限月短縮問題では、当時の首相に対しても陳情が行われ、同限月短縮の撤回に当たっては、本来勅令で行わなければならないところ、農商務省令で行ったことから、当時の農商務大臣が辞任する問題にまで発展した。また、有価証券の清算取引における限月の上限を一度は、勅令で定めるものとしたが、結果として取引所法では1922年（大正11年）の改正によって、法律上定めることとするなど、限月という投機を語る上では技術的な制度論ではあるが、当時は政治家・実務家・学識経験者らが激しく議論を行っていた点は注目すべきである。

第3章 第二次世界大戦後のデリバティブ取引

第1節 デリバティブ取引禁止と信用取引

第1項 証券三原則と1947年・1948年証券取引法

第二次世界大戦終戦後、連合国最高司令官総司令部（GHQ）が進める経済の民主化に伴い、我が国の証券市場・証券取引規制も、大きな改革を迫られた。終戦時に存在した日本証券取引所は、1945年（昭和20年）9月25日、連合国最高司令部（SCAP）の日本政府に対する取引所再開禁止の覚書により、1949年（昭和24年）5月まで3年9か月に渡って取引所空白時代を迎えることとなる。

その間、大蔵省は諮問機関として、「金融制度調査会」を1945年（昭和20年）12月5日に設置。同調査会の第5部会において、証券市場制度が検討された。その結果、証券取引所制度改正に関する答申案が1946年（昭和21年）1月末、政府に提出された。その中には、証券取引所の売買取引の種類として、実物取引だけではなく戦前から存在した清算取引（先物取引）の2種が含まれていた²⁴⁷。

金融制度調査会の答申を受け、政府は大蔵省理財局証券課を中心に、新しい証券取引に関する法案作成に取り掛かった。当初の政府の方針は、日本証券取引所法を廃止し、答申案の内容について、1893年（明治26年）制定の取引所法（明治26年法律第5号）を改正す

²⁴⁷ 大阪証券取引所『大阪証券取引所十年史』（大阪証券取引所、1964）前史篇 159-160頁。

ることによって盛り込む予定であった。GHQ との数次の折衝後、1946 年(昭和 21 年)8 月には法案の最終案が出来上がったが、同年 9 月に政府の方針が変わり、取引所法改正だけではなく、有価証券業取締法(昭和 13 年法律第 32 号)及び有価証券引受業法(昭和 13 年法律 54 号)などの証券関係の諸法規を総合的に統一した、証券取引に関する基本法を制定することとなったのである²⁴⁸。

こうして、米国の 1933 年証券法(The Securities Act of 1933)及び 1934 年証券取引所法(The Securities Exchange Act of 1934)を範とした証券取引法(昭和 22 年法律第 22 号)が 1947 年 3 月に制定される。しかし、1947 年証取法は政令委任事項が多く、不備が多かったことから、その翌年全面的に改正書き直しを実施され、1948 年(昭和 23 年)4 月 13 日に 1948 年証取法が公布された²⁴⁹。そこには当初日本政府が考えていた先物取引に関する規定はなかったのである。それはなぜであろうか。

その疑問を解く鍵は、当時 GHQ 経済科学局証券班担当係官であったアダムス(Thomas F.M. Adams)²⁵⁰にある。アダムスが取引所開設における最小限の条件として 1949 年(昭和 24 年)4 月 20 日に証券取引委員会に提示した証券取引 3 原則では、その 3 番目に「先物取引を行わないこと(No future trading shall be effected in the country.)」とあったのである²⁵¹。その背景として、当時米国では、有価証券の先物取引は行われていなかったこと、また、『大阪証券取引所十年史』によれば、「往年の先物取引が差金の授受を目的とする投機的取引となり、かつ、終始悪用されて証券市場の健全な発達を阻害したこと、および日本経済の安定的成長に必要な資本市場の育成の面からそれが禁止された」とされて

²⁴⁸ 大阪証券取引所 前掲 247 前史篇 183 頁。

²⁴⁹ 1947 年証取法は本則 92 条と付則 7 条を合わせて 99 条から成る法律であるのに対し、1948 年証取法は本則 210 条と付則 9 条を合わせた 219 条から成る。それゆえ、前者を旧証取法、後者を新証取法と呼ぶことが多い。なお、旧証取法を巡っては大蔵省と証券取引委員会の権限を巡る大蔵省と GHQ の路線対立が横たわっていたとする見方がある。日本経営史研究所編『東京証券取引所 50 年史』(東京証券取引所、2002) 88 頁。

²⁵⁰ トーマス・F・M・アダムス(Thomas Francis Morton Adams)は、1910 年英国出身で、1935 年 10 月にサンフランシスコ株式取引所の正会員となり、「場立ち」のような業務を行った経験もある。1945 年 10 月陸軍大尉、1946 年連合国最高司令官総司令部経済科学局証券担当官となった人物である。なお、東京証券取引所の規則は当時のサンフランシスコ取引所の規則に沿って制定されたが、その理由についてアダムスは当時のサンフランシスコ取引所と東京証券取引所の株式売買の規模がほぼ同じであったからと後に述べている。日本証券経済研究所 前掲 238 204 頁

²⁵¹ 他の二つの原則は、「会員は、上場銘柄の取引については、原則として取引所においてこれを行うこと」、そして、「取引所における各取引は、その行われた時間の順位に記録されること」である。東京証券取引所前掲 257 133-134 頁。

いる²⁵²。

この点、アダムス本人の述懐によれば、彼が問題視し、強く反対していたのは長期清算取引であった。その理由として、彼は「当時ほとんどの経済を復興させるということが第一の目的であったわけでしょう。私自身、長期清算取引というものが日本経済復興に直接結びつくのか、役に立つのかということについて正確にはわからなかったんですが、おそらくは役に立たないだろうと考えたからなんです。とくに、企業が証券を発行したり、資本を集めるというときに、この長期清算取引はおおよそ役に立たない。」と述懐している²⁵³。

戦後の証取法、金商法に関する著作物においては、1948年証取法で大幅に変更が加えられ、その後の証取法・金商法の基礎となっていることから、1948年証取法から記述するものが多い。但し、デリバティブ取引の観点から言えば、1947年証取法において、既に戦前の清算取引廃止の動きがみられる点には留意すべきである。

1947年証取法では、第4章証券取引所第四節有価証券市場における売買取引、第58条において、「証券取引所は、その開設する有価証券市場における売買取引の種類及び期限を定めようとするときは、政府の認可を受けなければならない。これを変更しようとするときも、また同様である。」とし、第67条では以下のように規定する。

第67条

- 第1項 会員は、有価証券市場における売買取引の委託を受けるときは、命令の定めるところにより、委託者から委託証拠金を徴しなければならない。
- 第2項 前項の委託証拠金の額は、当該委託により売買取引される有価証券の価額又は売買取引委託金額の百分の三十以上で、政府の定めるところにより算定した額を下ってはならない。
- 第3項 前項の有価証券の価額の算定に関し、必要な事項は、命令でこれを定める。
- 第4項 第一項の規定による委託証拠金は、命令の定めるところにより、有価証券を以て、これに充てることができる。

第58条は、有価証券市場における売買取引の種類及び期限について政府の認可を要するという点で、政令委任に多くを委ねた1947年証取法の特徴を表しているが、ここで注目すべきは、「種類及び期限」という文言が入っていることである。「種類」は売買取引が

²⁵² 大阪証券取引所 前掲 247 本史 10 頁。一方で、「ことにこれは、八十余年の長きにわたる『延取引』、長期・短期両清算取引などわが国取引所の伝統と慣習を根本的にくつがえすものであっただけに、今日にいたるまで、ことあるごとに問題とされてきた。」とも述べている。

²⁵³ 日本証券経済研究所 前掲 238 202-203 頁。

単なる現物取引のみならず、清算取引等その他の種類の取引を認めうるし、「期限」は元来清算取引等において、反対売買など行い、建玉を手仕舞うための期限を表しており、ここに清算取引を認めうる余地を法文上残しているようにも読み取れる。しかしながら、GHQがこれを認める余地がない点は前述の通りである。

次に、第4章証券取引所、第5節有価証券市場における売買取引の受託に規定された、第67条であるが、この規定はまさに米国のレギュラー・ウェイ(regular way)、我が国における信用取引を念頭においた証拠金に関する条文である。

続いて、1948年証取法における条文をみると、第5章証券取引所第4節有価証券市場における売買取引、第108条第1項には、「証券取引所が業務規程において細則を定めなければならない事項として、「売買取引の種類及び期限」(第1号)、「受渡その他の決済方法」(第5号)とあり、これらを含む業務規程については、証券取引委員会に届け出を要する。この点、引き続き清算取引を認めうる余地を残しているよう読み、さらに第5号で決済方法についても論じており、清算取引に不可欠な差金決済についても証券取引所で定めることが可能な余地を引き続き残していると考えられる。

また、1947年証取法では第67条にあった規定が、第49条に移動し、第三章証券業者の中に設けられた。そして、規定内容についても、信用取引における証拠金が有する、信用の供与という性質を明らかにしたものであるといえる。

第49条

- 第1項 証券業者が有価証券の売買その他の取引についてその顧客に供与することができる信用の額は、当該取引に係る有価証券の時価に証券取引委員会の申出により大蔵大臣の定める率を乗じた額を越えてはならない。
- 第2項 前項の規定により大蔵大臣の定める率は百分の五十五を超えてはならない。
- 第3項 前二項に規定するものの外、信用の供与に関して必要な事項は、証券取引委員会規則で、これを定める。

第2項 1948年証取法案における国会審議録と清算取引

政府はその当時は米国法を範としている以上、米国のレギュラー・ウェイの制度を採り入れるべきで、当時行われていた差金決済については、有価証券業取締法により処罰する姿勢を示しているものの、将来的な方向性については曖昧な態度をとっている。

この点、戦後初の金融デリバティブ取引となる債券先物取引の導入に当たって、その法制上の問題に対し、1948年証取法案の国会での審議録が、大きな影響を与えることとなる。当時の法案審議の中で委員会委員が関心を寄せていた点の一つが、清算取引が同法において認められるか否かであった。とりわけ、その議論は参議院財政及び金融委員会議録で数度に渡って行われている。そのため、本項は、参議院財政及び金融委員会議録でのや

り取りを少々長くなるが、可能な限り丁寧に紹介し、考察を加える²⁵⁴。

参議院財政及び金融委員会議録第十三号 昭和23年3月27日

波多野鼎君「有価証券市場における売買取引という節ですが、この市場での売買取引の方法、第百八条に書いてございますが、売買取引の種類及び期限、これは立案者の方ではどのような種類の売買取引をやらせるといふ御主旨なんですか。」

政府委員(阪田純夫君)「…証券取引委員会といたしましては、業務規程等につきまして、公衆の利益を保護いたしまするため、…(中略)…今後本法によりまして成立いたしまする証券取引委員会によって決められる、こういうことに相成る次第であります。…(中略)…ただそういうことに相成っておりますが、当局といたしましては、その際におきまして、ご承知のようなインフレ化の状態にありあすので、いわゆる証券の取引が不健全に流れませんように、でき得る限り実物を基調にいたしました取引にみて頂きますことが必要ではなかろうかと…」

波多野鼎君「それでは、清算取引の方式は認めない方針なんですか」

政府委員(阪田純夫君)「それらの点につきましては、結局は、本法律によりまして成立いたしまする証券取引委員会におきまして決定的に決められる、…(中略)…いわゆる証券の民主化が推進いたしますように、一般の大衆が健全な投資をいたしますように、従っていわゆる過当投機に相成りませんような工合の取引の方法、こういうことになるべき筋合である・・・」

波多野鼎君「今、政府委員の説明を聞いておりますと、清算取引というものは初めから過当投機になるという前提の下で、議論になるように聞いております。…(中略)…私は清算取引そのものが必ずしも過当投機になるとは限らぬと思ひます。第一条に云つておる取引の公正、或いは有価証券の流通の円滑という目的を達する上において、清算取引という方法が有効な役割をするというふうに私は思っております。」

以上の審議からは、清算取引を認めるか否かという問いに対する、政府委員である阪田純夫氏の答弁は消極的で、後に設立される証券取引委員会が決めるので、大蔵省として態度を明らかにしないという立場が読み取れる。しかし、清算取引の有する過当投機性に触れたことから、委員会委員より反論を受けている。

参議院財政及び金融委員会議録第十四号 昭和23年3月30日

山田佐一君「…今までの清算取引の何カ月先ということは全然いかんというわけですか。」
政府委員(阪田純夫君)「本問題につきましては、従来の日本のいわゆる限月制度による取

²⁵⁴ 以下、法案審議における議論は、日本証券経済研究所編『日本証券史資料 戦後編 第一巻』(日本証券経済研究所、1981) 210-244頁。

引、これは先刻御承知の通り、米の取引から発達しました、いわば商品取引におきます一つの清算取引的な制度であります。御承知のように、正常な経済の時代にありましたならば、日本はおのずから日本的な取引があるわけでありまして。そういう制度も考え得らるると存じますが、御承知のようなインフレ下でもございますし、同時に只今申し上げましたように、この制度全体がアメリカの一九三三年の証券法、一九三四年の証券取引所法、これを相当参酌しまして、それに範を取ってできておりますその取引の態様につきましては、只今申し上げましたような具合で行くべきではないか。こういうことに考えておる次第であります。』

前回の委員会から3日後であるが、インフレ経済状態を理由とする点は変わらないものの、「過当投機」という言葉を用いずに、法案が米国に範を取っている点を参酌している点で、清算取引の代わりにアメリカのレギュラー・ウェイを導入する方向性を前回よりも指し示しているように読み取れる。

参議院財政及び金融委員会議録第十六号 昭和23年4月1日

木内四郎君「ちょっとお伺いしたいのですが、この間何か売買取引の種類は取引委員会の規則で決めるようなことに伺いましたが、そうじゃないですか。」

政府委員(岡村峻君)「売買取引の種類及び期限につきましては、取引所で定めます業務規程によってこれを一時的に定めまして、その業務規程の内容につきましては、証券取引所の設立の登録の際及びその後におきます変更によって証券取引委員会の審査を経る、こういうことになっております。」

木内四郎君「…この間何か政府委員の御説明によると、今後の清算取引を許すか許さんかということその他については取引委員会規則で決めるということに説明されたようにも記憶しておりましたが、私の記憶違いですか。」

政府委員(岡村峻君)「さように御説明申上げたことはないように思っておりますが、何かのお聞き違いではないでしょうか。」

木内四郎君「…証券取引所が業務規程案を出して来た場合に、何ら法律上の根拠なしにその一定の売買の種類及び期限等について、政府或いは或る種の機関がそれに制限を加えることはできるのですか。」

政府委員(岡村峻君)「この売買取引の種類及び期限ということは、取引所を運営して参ります場合において、極めて重大なことをございまして、その方法が不適切でありますならば、この法律の精神に合致しない、或いはその結果違法の売買取引を誘発し易い。こういうふうな関係になりますので、本法の精神に適應しないという意味において、それについては適当な修正を求めることができますし、又しない場合には、これを拒否する、こういうことに相成っております。法文で具体的に申し上げますと、第八十五条の一号から三号に掲げております事項に当たりますときには登録が拒否される。」

ここで、3月27日での政府の答弁が微妙に変化しているのがわかる。3月27日の政府委員の答弁では、同法によって新設される証券取引委員会があたかも積極的に売買取引の種類を決める、ととられかねない発言であったところ、その点を今回の4月1日の委員会では、木内四郎氏が再度問いただしたところ、あくまで、証券取引委員会は、証券取引所がまず売買取引の種類及び期限を業務規程案に盛り込み、それを証券取引委員会が判断する、と証券取引委員会の関与を受け身の方向性に答弁を微修正しているのがわかる。

木内四郎君「…具体的の問題だけれども、仮に清算取引というようなことになれば、この一号乃至三号に該当しますか。」

政府委員（岡村峻君）「単なる清算取引ということでは一号乃至三号に該当しないと思います。ただ具体的な問題といたしまして、例えば非常に長期の先物取引をするというようなことになりました場合には、その長期の先物取引をいたします経済上の必要性、実益というものが無いということになりますれば、この一号或いは三号の規定によりまして調整ができるというふうを考えられます。…」

木内四郎君「今何か必要があるかないかということよっての判断というふうなお話がありましたけれど、それが過当投機になって有害だから止めるというふうな何かそういう規定はこの中にはないでしょう。この一号乃至三号にはそういう意味はないと思うのですが、何かその必要ありや否やということよって制限し得るという規定がないようにも思われるのですけれども、そこはどうかうふうになりますかね。」

政府委員（岡村峻君）「過当投機というふうな点につきましては、外の条文におきましてこれを禁止或いは制限する規定がございますが、その過当投機に陥るというふうな結果を生ずるものでございますならば、この八十五条の第三号に書いてございます当該証券取引所が、この法律の規定に適合するように組織されているものではない。まあこれに該当することになる。或いは又第一号に掲げてありますような『売買取引の公正を確保し、且つ、投資者を保護するために十分でない』という条件にも該当するようになって参りますので、その点において登録を拒否するということが可能であると、こう考えております。」

木内四郎君「何かどうもこの規定では十分でないような気がするのだが、制限するならばつきりした何か根拠がないと、単に委員会の行政上のあれだけで制限するということが困難なように・・・法的根拠が薄弱な気がするのですが、そういうことではないですか。」

政府委員（岡村峻君）「この売買取引の種類及び期限につきましては、いろいろ重大な問題があるわけでございますが、本法の建前はそれを業務規程において決めるということにいたしまして、できるだけ弾力性をもたせる。従ってインフレが非常にひどい時代における売買取引の方法と、又経済が非常に安定して来た場合における売買取引の方法というものは、そこにおのずから判断をいたします場合に基礎的な条件が違いますので、例えば平常の状態においては不適当だというような場合も生じ得るのではないかと考えられるわけ

でございまして、要は経済状態から照しまして、妥当な売買取引方法ということになれば、認められるということになるのではないかと、こう考えます。」

最後は、やはり売買取引の種類及び期限については、第一義的には取引所が業務規程を通じて決める点を再度念押しし、将来的に経済が安定し判断の基礎的条件が異なってきた時点で、清算取引が妥当な売買取引方法として認められる余地を残している。こうした委員会での審議を経て、参議院において、財政及び金融委員長である黒田英雄氏より、当該法律案に関する委員会の審議の経過並びに結果について報告がなされ、売買取引の方法については、以下のようにまとめている。

参議院会議録第三十号 昭和 23 年 4 月 6 日

黒田英雄（財政及び金融委員長）「…次に非常に問題になりましたのは第八八条に関する点であります。…（中略）…実物取引に限って、清算取引を認めない考えであるか、というような御質問に対しましては、この法律案はアメリカの法律に範を取っておるのでありまして、従って売買取引の種類もアメリカの取引所におきますものを十分参酌して決定する措置を取りたいと考えておるのである。…（中略）…以前に行われておりましたところの先物の清算取引は、有価証券につきましては、インフレ下の現在におきまして過大な投機を助長する作用が大きいと思われるので、今日は先ず行わない方がいいと考えておるといふような答弁であったのであります。…（中略）…又限月取引のような清算取引でも、これを厳重に行わして行つたならば必ずしも過当投機とはならない、むしろ流通の円滑化又は暴騰暴落を防ぐに効果があると思われるが、どうであるかというふうなお尋ねに対しましては、限月取引のような長期的な清算取引は、多年我が国に培われて来ておるところの独特な制度であるのであって、弊害もあることはあるが、その長を採れば将来必ずしも排斥すべき制度ではないと考えて研究をしておるのであって、他日関係方面の了解も得られれば大いに考究せらるべきものであると考えておる」（下線筆者）

以上の発言からも明らかなように、前述の委員会での質疑をまとめつつ、筆者が下線を付した通り、将来的に清算取引の復活もありうる余地を認めた発言内容となっている。

戦前の旧取引所法第 18・19 条及び旧取引所令第 9 条並びに旧日本証券取引所法第 46 条において、清算取引（先物取引）についての明文が存在していたが、1947 年証取法及び 1948 年証取法両方において、法文上、清算取引または先物取引の語が削除された²⁵⁵。しかし、当時の 1948 年証取法を巡る国会審議を見るに、将来的な清算取引の復活する余地を残した発言が残されているのもまた事実である。そして、このことが、後の戦後初の金融

²⁵⁵ 堀口亘「債券先物取引と法」喜多祐先生退官記念論文集編集委員会編『商事法の現代的課題:喜多祐先生退官記念論文集』（中央経済社、1985）246-247 頁。

デリバティブ取引となる、昭和 60 年証取法改正における、債券先物取引における議論に影響を与えるのである。

1948 年証取法に基づく証券取引所は前述の 1949 年（昭和 24 年）5 月 16 日に取引を再開するが、法が認める信用取引はまだ開始することはできなかつた。なぜなら、昭和 23 年の大蔵省令によって、信用供与率はゼロと定められていて、事実上投資者は実物取引しか利用することができなかつたためである²⁵⁶。

第 3 項 第一次、第二次清算取引復活運動と信用取引制度の実施

米国流のレギュラー・ウェイに従い信用取引制度を実施するべきか、戦前の清算取引を復活させるかで、東京と大阪で当時の取引所の意見は分かれていた。東京証券取引所は、第一に、「証券三原則」を実施することで証券の民主化につながることに、第二に、清算取引が投機を助長し、その対象が特定の少数銘柄に集中してしまう点などを理由に、信用取引を支持²⁵⁷。他方、大阪証券取引所は、信用取引は多額の資金を必要とすることから、資金不足に苦しむ我が国の実情に合わないとし、清算取引の復活を支持した²⁵⁸。

しかし、1951 年（昭和 26 年）、信用取引において必要な資金融資につき、証券取引委員会は日本銀行の了解をとりつけたため、信用取引を可能とする環境を整備。さらに、証券会社に対して信用取引を行う上での資金の融通又は株式の貸借を行う証券金融会社の準備を進めた。

かくして、1951 年（昭和 26 年）6 月 1 日から信用取引制度が実施される。信用取引制度は対取引所には現物の受渡を要することから、先物取引とは異なり、金商法においてもデリバティブ取引には位置付けられてはいないが、信用取引を利用する投資家及び業者の自己取引を行う者からすれば、後述の通り投機の要素を含んだ取引制度となっていることは事実である。

こうして、第一次の清算取引復活運動は、信用取引の開始によって、一度収束するが、その後、市場規模の拡大化を目標として、第二次清算取引復活運動が起こる。大阪証券取引所理事会議長である高橋要氏が 1954 年（昭和 29 年）3 月 29 日付「日本経済新聞」紙上に、「株式の定期取引はかく実施せよ」という論文を寄稿し、具体的構想を発表したのである。

これに対して、近畿圏の各証券取引所が同調、さらに第一次の運動では信用取引の実施を支持していた東証も「定期取引推進委員会」を設置、東西証券取引所が足並みを揃え、清算取引の復活を働きかけたのである。高橋要氏の論文に前後し、福田敬太郎氏が長期清算取引の復活論を批判、経済学者、実務家を中心にこれに対する支持、反対の立場からの

²⁵⁶ 杉江雅彦『投機と先物取引の理論』（千倉書房、1984）222 頁。

²⁵⁷ 東京証券取引所『東京証券取引所 10 年史』（東京証券取引所、1963）総括編 219 頁。

²⁵⁸ 大阪証券取引所 前掲 247 77 頁。

議論が巻き起こった²⁵⁹。投機との関係で言えば、「投機が取引所内において実物取引から分離して制度化されるか（定期取引・清算取引）、それとも実物取引の中に投機が混入されて存在するか（信用取引）の相違に関して、そのいずれかがのぞましいと考えるかという選択の問題」²⁶⁰であったが、その中には、期間の根拠と投機との関係性と一般大衆の投機取引への参加、という重要な論点が含まれており、詳細については後述する。しかし、当時の大蔵省は清算取引に対しては反対の立場を崩さず、証券金融会社の機能を拡充させることで信用取引制度の育成を推進したことから、第二次清算取引復活運動も衰退の一途を辿ったのである²⁶¹。

第2節 証券取引法とデリバティブ取引

第1項 昭和60年証取法改正と長期国債先物取引

戦後、我が国においてはじめて証取法で認められたデリバティブ取引は昭和60年証取法改正により認められた債券先物取引、とりわけ長期国債先物取引である。

その背景について簡単に述べると、1971年の為替の変動相場制移行に伴う国際金融制度の混乱と為替変動の激化である²⁶²。これに伴い、1972年にはアメリカ、シカゴ・マーカ

²⁵⁹ 清算取引復活賛成の立場の文献として、高橋要「株式の定期取引はかく実施せよ」『日本経済新聞』（5版）1954年3月29日3頁、岡野衛士「福田敬太郎博士の『証券定期取引の問題点』を読んで」『インベストメント』6巻11号（1955）20頁、向井鹿松「証券定期取引復活論の理論的根拠」『インベストメント』7巻9号（1954）1頁、向井鹿松「再び証券定期取引について（福田博士の論文を讀みて）」『インベストメント』8巻9号（1955）1頁、今西庄次郎「日本向きな株式定期取引」『インベストメント』7巻2号（1954）1頁、今西庄次郎「株式定期取引に対する反対論の誤解とその復活の価値」『インベストメント』8巻6号（1955）1頁、島本得一「清算取引か信用取引か」『東洋経済新報』2561号（1953）645頁。反対の立場として、福田敬太郎「証券定期取引の問題点」『インベストメント』6巻10号（1953）2頁、福田敬太郎「適正投機と証券取引」『国民経済雑誌』91巻6号（1955）1頁、小池厚之助「株式の信用取引はかく是正せよ」『日本経済新聞』（5版）1954年5月17日4頁。また、東洋経済新報において3回に渡り清算取引復活の是非を議論している。高橋要他「清算取引復活は是か非か」『東洋経済新報』2552号（1952）664頁、高橋要他「清算取引復活は是か非か」『東洋経済新報』2552号（1952）730頁、遠山元一他「清算取引復活は是か非か(3)」『東洋経済新報』2554号（1952）796頁。他、平山亮太郎他「売買仕法は現行のままでよいか（座談会）」『インベストメント』6巻12号（1953）16頁、河辺照夫「定期清算取引は実施されるか」『旬刊商事法務研究』2号（1955）10頁、長尾義三「定期取引再開論の進行について」『インベストメント』8巻6号（1955）6頁。そして、これらをまとめて考察を加えた文献として、杉江 前掲 256 221-250頁。

²⁶⁰ 杉江 前掲 256 235頁。

²⁶¹ ここでの議論については、第3篇第1章において詳述する。

²⁶² 西條信弘「金融先物取引について」商品先物市場 7巻12号（1983）8-9頁。

ンタイトル取引所の一部門として国際通貨市場(IMM: International Monetary Market)が開設され、7種類の外国通貨の先物取引が開始されたのを皮切りに、1980年にはトロント、1982年にはロンドンにおいて、金融先物市場が発足。その後チューリッヒ、シンガポール、香港において同様の市場開設の動きがある。²⁶³こうした国際的な動きに対し、我が国も金融取引の国際化がすすみ、1980年外国為替取引の原則自由体制移行を定めた外国為替管理法が改正された²⁶⁴。また、金融の自由化が金利変動幅を増大し、また、金利変動が頻繁になるおそれがあることから、金利変動に対して高まるリスクに対するヘッジのニーズが広まってきた。さらに、我が国では国債の大量発行が続き、その残高が当時でも100兆円を越え、1975年以降に大量発行した国債につき、本格的な借換期を迎えるため、国債の発行・流通の円滑化が一層要請され、その価格変動に伴うリスクのヘッジ機会を提供することで、国債の引受・流通の円滑化に資すると考えられた²⁶⁵。

こうした状況を踏まえ、日本証券経済研究所が発表したのが、「債券先物取引に関する研究の中間報告」(以下、中間報告)であり、その後の証券取引審議会に大いに影響を与えたとされ、同審議会が1984年(昭和59年)12月11日付でまとめた「債券先物市場の創設について」の報告書において、国債の先物取引市場を設置することが適当である旨答申した²⁶⁶。興味深いのは、金利変動に対するヘッジという点から金利そのものの先物取引を海外では行っているのに対して、金利は債券の本質的部分をなし、我が国では国債の引受・流通の円滑化に資することを目的としたから、債券という有価証券の先物取引を通じて、実質的に金利変動リスクのヘッジを行うという点である。中間報告では債券先物取引が、「機能及び利用形態の点では金利先物取引と比べて大きな差異はないものと思われる」²⁶⁷と述べている。

この点、いきなり金利先物取引を制度化せず、帳合米取引以降、戦前では株式だけではなく、公債の定期取引、国債等の長期清算取引も行われており、歴史的に有価証券先物取引に慣れ親しんだ経験を踏まえ、戦後最初に導入する金融デリバティブ取引として、債券先物取引を導入した点は妥当ではなかったか。

ここでの法律上の最大の論点の一つは、当時の証取法において当該改正案で債券先物取引を行うことが認められるか否かという点であった。中間報告では、結論として認められるという立場で報告書をまとめているが、これに対して堀口亘氏が「証券取引法全体の体系を無視し、ごく僅かの点の手直しをただで債券先物市場が開設されることになった

²⁶³ 西條 前掲 262 8-9頁。

²⁶⁴ 日本証券経済研究所「債券先物取引に関する研究の中間報告」(日本証券経済研究所、1983)はしがき i頁。

²⁶⁵ 日本証券経済研究所 前掲 264 はしがき i頁。

²⁶⁶ 堀口 前掲 255 245-246頁。

²⁶⁷ 日本証券経済研究所 前掲 264 はしがき i-ii頁。

のは、今後に多くの問題を残すこととなった」とし、立法論の観点を中心に、中間報告に対する批判を展開している。以下、中間報告の主張の4点の根拠と堀口亘氏の反論を紹介しつつ、この議論を考察する。

第一に、前述にある1948年証券法制定時から「売買取引の種類及び期限」という文言がある点、国会審議において、その後の経済情勢など踏まえて先物取引を行うことができる余地を残していたといえる立法担当者の答弁があることである。これらを踏まえ、鈴木竹雄・河本一郎両氏の著書から「証券取引法は、取引所における売買取引仕法については、直接には規定せず、取引所の業務規程で定めることとしているので(108条)、戦前のような清算取引を認めることも、証券取引法上は、必ずしも違法ではない。」²⁶⁸という点を中間報告は引用している²⁶⁹。

この点、堀口はこれら国会審議での政府答弁を同様に紹介した上で、清算取引が認められるか否か「あいまいな答え方」²⁷⁰をしている点を指摘した上で、「立法者として清算取引も認められるということを明言するのはまずいような事情の存在がうかがわれる」と分析する²⁷¹。この点から、第108条は先物取引を禁止していないものの、はっきり認めているわけでもなく、過去の証券法改正においては常に投資者保護が考慮されていた事情に鑑み、今回証券法の根本的改正なしに、先物取引を認めることは、投資者保護という証券法の主目的に反すると論じている²⁷²。

第二に、証券法第201条の「有価証券市場によらないで、有価証券市場における相場により差金の授受を目的とする行為をした者は、これを1年以下の懲役又は10万円以下の罰金に処する」という規定の反対解釈として、有価証券市場によって、有価証券市場における相場により差金の授受を目的とする行為は認められるとする。そして、そもそも同規定が存在するのは、「差金の授受により取引を終了させることが認められる有価証券の先物取引が証券取引所の開設する市場において行われる限りにおいて同法上存在しうることを前提としているものと解される」²⁷³と論じている。

これに対して堀口は、「きわめて乱暴な議論」²⁷⁴とし、「同条が禁止している行為は純然たる一種の賭博であり、放置されるべきではないから、有罪とされているわけである」²⁷⁵とする。

²⁶⁸ 鈴木竹雄・河本一郎『証券取引法(新版)』(有斐閣、1984年)22頁。

²⁶⁹ 日本証券経済研究所 前掲264 36頁。

²⁷⁰ 堀口 前掲255 247-248頁。

²⁷¹ 堀口 前掲255 248頁。

²⁷² 堀口 前掲255 248頁。

²⁷³ 日本証券経済研究所 前掲264 36頁。

²⁷⁴ 堀口 前掲255 249頁。

²⁷⁵ 堀口 前掲255 249-250頁。

第三に、商品取引法第8条第1項が「何人も、先物取引をする商品市場に類似する施設（証券取引法（昭和23年法律第25号）第2条第12項に規定する有価証券市場を除く。）を開設してはならない。」と規定していることから、立法上有価証券取引所が、先物取引が可能な施設として認識されていると論じている²⁷⁶。

堀口亘氏はあくまで同条の趣旨は「証券取引法上先物取引が行われることの可能性を考えてのことで」²⁷⁷、「あくまでも可能性を考慮しただけのこと」²⁷⁸とする。

第四に、中間報告は証取法第133条1号との関係について述べている。同条が「何人も、政令で定めるところに違反して、左に掲げる行為をしてはならない。」とし、1号に「有価証券を有しないでその売付をすること」とあるが、中間報告は、この規定にある空売りの制限は、「絶対的な禁止ではなく、弊害が伴う空売を制限しうることにしたものであって、先物取引の問題とは直接関係がない」²⁷⁹とする。

この点については、第133条1号は、空売りを原則として自由とした上で、その規制権限を政令に委ねたとし、第133条1号が先物取引を禁止していると解するのは本末転倒であるという見解がある²⁸⁰。この見解によれば、空売りとは「有価証券を有しないでその売付をなすこと」（第133条第1号）と広い概念であるが、取引所市場での売付けそのものは、取引所が定める売買取引の方法で行わざるを得ないことから、取引所が実物取引しか認めない場合、空売りを行う者は他から株券を借りて受渡を行う、すなわち信用取引の形をとり、取引所が差金決済を認めれば空売りは先物取引、すなわち清算取引の形をとることができる、と論じている²⁸¹。

この点、堀口亘氏は中間報告のいう「先物取引の問題とは直接関係がない」という点を、そもそも同条が先物取引を考えていないことを示すものと解し、空売原則自由という見解には批判的で、立法当時の政府委員の著書を紹介し、空売りは原則として禁止すべきであるが、弊害の生ずるおそれのない場合に必ずしも禁止することを要しないため禁止すべき場合を政令に委ねたという点に言及している。

以上中間報告及び堀口亘の批判を元に、私見を述べる。第一に、当時の国会審議に対する評価であるが、確かに証券取引三原則がある中で、当時法文上または政府の答弁上、清算取引を真正面から認めることは難しく、その意味で「あいまいな答え方」になっているのであって、証取法は清算取引、即ち、先物取引を取引所の業務規程を通じて認めうる余地を残した形となっていると読める。このことは、前述の国会での審議からも明らかであ

²⁷⁶ 日本証券経済研究所 前掲 264 36-37頁。

²⁷⁷ 堀口 前掲 255 249頁。

²⁷⁸ 堀口 前掲 255 250頁。

²⁷⁹ 日本証券経済研究所 前掲 264 37頁。

²⁸⁰ 鈴木＝河本 前掲 268 486頁。

²⁸¹ 鈴木＝河本 前掲 268 486頁。

る。

そうすると、なぜ同改正案の第 107 条の 2 第 1 項で先物取引の定義を設けたのか疑問である。当時の立法者の意図としては、取引所の業務規程で定め、必要な手続き（当時は証券取引委員会への届出）を経れば先物取引が可能であるとするならば、先物取引の定義を業務規程の改正で済む話である。この点、改正前の証取法下においても、取引所の業務規程に定めることで可能だが、当該改正には金融機関にも債券先物取引を認めることから、金融機関が有価証券市場へ参加する範囲を限定する等のために当該定義条項を設けたと考えるのが妥当であろう²⁸²。しかし、そう考えると、取引主体の範囲を一部の売買方法にのみ広げる場合に、本来法律に規定しなくても良い売買方法を定義しなければならなくなるのではないか。

このように考えると、先物取引は確かに歴史的に法が認める売買取引の一形態として捉えられ、あくまで取引の仕組みが現物取引と異なっているだけにすぎず取引所の業務規程で定めることができるといえるが、通常の有価証券売買取引とは異なった機能等、国民経済的意義があることを明確化するためにも、証取法上で通常の売買取引と別途、先物取引を定義することはやはり重要であったと考える。

第二に、証取法第 201 条の規定は歴史的には、江戸時代の虎市や米会所外で行われた取引のように、差金取引の利便性から安易に取引所外で取引が行われてしまうと、公定相場に対する価格形成にまったく寄与しないという点が本条の趣旨ではないかと考える。先物取引が認められているか否か問わず、こうした取引が市場外でなされると困るので、禁止しているのであって、この規定は先物取引を含め得るが、先物取引を認める積極的な意味合いを持っているわけではないと考える。

第三に、商品取引法における有価証券除外に対する評価であるが、堀口巨氏の述べる通り、あくまで証取法での先物取引の可能性を考慮し、このような規定になっているのであり、ここに証券取引法において有価証券先物取引が認められているという積極的意義を見出すのは困難ではないだろうか。

第四に、空売りとの関係であるが、空売りは、受渡の有無にこだわり、売買仕法を区分してきた歴史的背景、そして空売りそれ自体が有する投機性、価格形成に与える影響、決済不履行の問題などを考慮すると、法は原則禁止し、その例外は技術的な側面が強いことから、政令によって定めると解するのが妥当である。そして、この条文自体は先物取引とは関係がなく、そのことをもって、先物取引が認められる根拠、又は認められない根拠にはならないのではないだろうか。

ここで検討すべきは、債券先物取引がいかに国民経済的意義を有しており、法の保護を受けるべき取引かという点を検討することである。この点、中間報告では、米国での経験を元に以下のように論じている。第一に、総体的に「国際通貨の変動相場制移行、金利変

²⁸² 河本一郎「国債先物取引における標準物の特徴」旬刊商事法務 1050 号（1985）44 頁。

動の激化等の経済の動揺変革の中で、これらに妨げられることなく、全体として平静に各経済主体が対応することができるみちを開いた」点を挙げる。第二に、米国での金利先物取引の意義として、ア) 金利変動等に伴うリスクの一般的ヘッジ手段の提供、イ) 債券発行市場の安定と拡大、ウ) 流通市場の安定と拡大、そしてエ) 新金融サービス産業の提供と国際的地位の向上について言及している。

これらは米国における国民経済的意義を紹介したにすぎず、これらを参考にしつつも、我が国にとって債券先物取引の意義は何であるかを深く議論することが重要であったように思われる。この点、河本一郎氏も証取法が定義する各種有価証券について先物取引を行うことが法解釈上可能であるとした上で、「株券についても先物取引を行おうと思えば、できないことはない。許すかどうかは、政策的決定の問題である。そして、その政策的決定をなすに当たっての指導原理は、証取法第1条の定める法の目的にかなうかどうかである。」²⁸³と論じている。証取法・金商法の目的論については様々な説があるが、この点については、「国民経済の健全な発展」にかなうかどうか重要であるとする。

第2項 債券先物取引制度

こうして1985年(昭和60年)証取法改正により、有価証券先物取引が可能となった。同改正により第107条の2が新設され、先物取引の定義として、「売買の当事者が証券取引所の定める基準及び方法に従い、将来の一定の時期において有価証券及びその対価の授受を約する売買取引であつて、当該売買の目的となつている有価証券の転売又は買戻しをしたときは差金の授受によつて決済することができる取引」と規定した。

また、第108条の2も新設され、第1項では「証券取引所は、定款の定めるところにより、国債証券に係る先物取引について、その取引の円滑化に資するため、取引の対象として、利率、償還期限その他の条件を標準化した標準物を設定することができる。」と定め、第2項において、「前項の場合において、証券取引所は、標準物の条件、標準物と受渡しに用いる国債証券との交換比率の算定方法その他の標準物の取引に関し必要な事項を、業務規程で定めなければならない。」とし、第3項において、「第一項の規定により設定された標準物は、この法律の適用については、第二条第一項第一号に掲げる国債証券とみなす。」とした。

さらに、第108条の3では、証券取引所が会員から預託を受ける先物取引に関する売買証拠金に関する規定を設け、第132条第1項では「会員は、受託契約準則の定めるところにより、先物取引の受託について、委託者から委託証拠金の預託を受けなければならない。」とし、同条第2項で「証券取引所が先物取引の受託について受託契約準則で定める委託証拠金の料率は、取引の事情を考慮して大蔵大臣が定める料率を下つてはならない。」と規定が設けられた。

²⁸³ 河本 前掲282 44頁。

このように国債先物取引を導入するにあたっての、立法上の特徴としては、国債の標準物を証券法第 108 条の 2 第 3 項によって有価証券とみなし、第 107 条の 2 に新たに先物取引を定義し、有価証券とみなされる標準物の先物取引を証券法上の「有価証券の売買」（第 2 条第 8 項第 1 号）の規定で読むという対応となった点である²⁸⁴。

ここで戦後初めて、金融デリバティブ取引における標準物概念が法律上に存在することとなる。戦後まもなく再開された商品取引においても標準物（品）という概念は存在するが、当時の商品取引所法には標準物（品）という概念は直接用いられておらず、当時の同法 80 条における上場商品の格付に関する規定が実質的に標準物（品）に関するものとされる²⁸⁵。同条第 1 項に基づき、各取引所の業務規程において、はじめて「標準品」という概念がでてくる。

先物取引の客体を定める方式としては、標準物方式の他、現存する個別銘柄の中からいくつかの代表銘柄を選び取引対象とする代表銘柄方式がある。結果として国債先物取引では標準物方式を採用したわけだが、その理由としては価格の継続性維持及び取引の簡便性が挙げられている。代表銘柄方式の場合、債券では時間の経過により残存期間が短くなり、銘柄の差し替えが必要となり、価格の継続性の維持が困難となる。また、個別銘柄の属性や現物市場における銘柄間の価格差が持ち込まれ得るという問題が、証券取引審議会報告で指摘されている²⁸⁶。また、個別銘柄の属性や現物市場における銘柄間の価格差が持ち込まれ得るという問題を標準物方式により、捨象できるという点がある²⁸⁷。なお、標準物方式に賛同する立場として、利率、償還期限その他の条件が標準化された標準物について先物取引を行わせた方が円滑な価格形成が期待でき、その取引に不公正取引の禁止規定を及ぼすことができる点に着目する見解がある²⁸⁸。

²⁸⁴ 神田秀樹「資本市場法制の現状と課題 デリバティブ取引（その 1）」資本市場 157 号（1998）38 頁。

²⁸⁵ 河本 前掲 282 39 頁。

²⁸⁶ 「債券先物市場の創設について（証券取引審議会）」金融 454 号（1985）25 頁。

²⁸⁷ 経済学の立場から標準物を論じたものとして、羽森 前掲 13 43-44 頁。同論文によれば、売り手と買い手には情報の非対称性が生じ、さらに農作物の取引においては産地・銘柄等の相違により商品間で品質差が大きくなってしまふ。そのため取引所は取引の基準となる商品及び品質を決定し、標準物として定めることによって、買い手と売り手の双方に品質に関する情報を与える。さらに、取引所は売り手に対して受渡し時における商品の品質に対する責任を負わせる。これによって買い手側が直面しうる品質リスクを低減させるとし、こうして、取引所が品質及び契約履行に関する管理を行うことで、買い手は情報の非対称性から生ずるリスクを気にすることなく、情報収集の時間とコストを削減することができる。標準品を取引所で取引するため、買い手と売り手の注文を取引所に集中させ、将来の契約価格を現在の需給によって決定させることができる、これがまさに相場の形成といえる、と論じており、標準物には需給を取引所に統合させることに寄与するという点を指摘している。

²⁸⁸ 黒沼悦郎「証券市場の再生へー証券取引法の制定とその後の諸改正一」浜田道代編『日本会社立法の

この両者の方式のどちらを採用するかという点は立法論としては大きな影響を及ぼす。なぜなら、代表銘柄方式の場合、法改正をせずとも取引対象物が現実に上場されている国債の中から適当なものを選定し、取引所の業務規程でもって受渡代用国債の格付表を定めておけばよいが、標準物方式の場合は、法改正が必要となるためである²⁸⁹。なぜなら、国債の先物取引を取引所で行うにはその取引対象である国債証券が証取法第2条第1項第1号の「国債証券」でなければならないが、抽象的・観念的証券である標準物を国債証券と解することは、同法が少なくとも何らかの権利が現実に存在していることを有価証券概念の前提としていると困難だからである²⁹⁰。そのため、法的擬制としての標準物を規定する第108条の2が新設されることとなり、標準物を法律で明記し、証券取引所の業務規程によって標準物の条件、コンバージョン・ファクター等の必要な事項を定める旨規定している。

こうした議論を踏まえ、東証では1985年(昭和60年)1月4日、東証理事長の諮問機関として、「債券先物取引に関する特別委員会」を設置。参加者、売買取引制度・決済制度に係る事項を審議し、債券先物取引制度要綱をまとめた²⁹¹。

売買取引制度であるが、先物取引の対象銘柄は長期国債の標準物である。標準物の上場には、大蔵大臣の承認を必要とし、額面100円、クーポンレート(利率)6%、償還期限を10年とした²⁹²。売買取引の期間であるが、最長1年3か月とし、限月は3月20日、6月20日、9月20日、12月20日である。この点、期間は主な利用者と想定された機関投資家、銀行、証券会社、事業法人等への聞き取り調査の結果、最も多かった1年程度という回答を元に設定している。また、限月は金融市場で3か月レートが中心を占めており、企業決算、諸外国の制度にならい3か月刻みとし、長期国債の利払期日に合わせることで、受渡決済の際の経過利子の授受を可能な限り行わないように済む配慮がなされている。

このように期間が1年3か月で、限月が3か月であることから、常に5本の異なる限月の先物取引が行われており、投資家はその中から自身のニーズに合ったものを選択できる。

売買単位は額面金額1億円とし、呼値の単位は額面100円につき1銭とし、売買契約締結は個別競争売買(始値の決定は板寄せ方式で、その後はザラバ方式)とした。また、値

歴史的展開：北澤正啓先生古稀祝賀論文集』(商事法務研究会、1999)599頁。

²⁸⁹ 河本 前掲282 42-43頁。

²⁹⁰ 具体的には、同法同条第2条第2項の規定する「前項各号に掲げる有価証券に表示されるべき権利は…」という点との関係で当該解釈が不可能である。河本 前掲282 43頁。

²⁹¹ 制度要綱については以下の文献を参考とした。田中良二「債券先物取引制度要綱について」金融462号(1985)30-45頁。藤島由紀夫「債券先物取引制度要綱の概要」旬刊商事法務1049号(1985)27-33頁。水野潮・岩崎範郎「債券先物取引制度要綱について」証券437号(1985)37-101頁。

²⁹² 償還期限を10年としたのは、1972年(昭和47年)1月以降、長期国債の償還期限が10年であったためである。東京証券取引所債券総務課『債券先物取引市場10年間の歩み』「証券」559号(1995)16頁。

幅制限が設けられており、前日の最終約定値段（最終気配値段を含む）から上下1円とし、これは東証の国債大口取引における過去5年間の1日の変動幅がほぼ1円以内に収まっている点に基づいている。

委託証拠金については、会員は投資家から売買額面金額の3%（但し、600万円に満たない場合は600万円）以上とし、委託証拠金のうち売買額面金額の1%以上は必ず現金とした。建玉は当日の最終約定値段等により値洗いがなされ、売買額面金額に3%を乗じた額を維持するために必要な額を委託証拠金として徴収することとし、その際は必ず現金とした。

他方、会員が東証に差し入れる売買証拠金は売買額面金額の2%以上とし、その際の売買額面金額は限月毎に、同一限月の総売建玉と総買建玉の差し引きした結果、いわゆる差引建玉により算出する。以後、当日の最終約定値段等に基づき、日々の値洗いが行われ、当日の約定であれば引直差金、既存建玉であれば、更新差金として、これらを東証と会員間で授受されることとなる。

売買規制方法であるが、東証は以下の方法を規定する。

- イ 証拠金の差入日時の繰上げ
- ロ 証拠金率の引上げ
- ハ 委託証拠金の現金比率の引上げ
- ニ 制限値幅の縮小
- ホ 新規の売建・買建の制限、禁止
- ヘ 売建玉・買建玉の制限
- ト 売買取引の制限
- チ 売買取引の停止

これらは、価格変動や売買取引の状況等に異常があると認められる場合、またはその恐れがある場合に、必要に応じて上記の規制措置を講じることとした。

次に決済制度であるが、転売・買戻し（反対売買）を行った場合は、会員は東証にその旨を申告することで、当該会員の建玉残高から減少することができるとした。当該限月の売買取引最終日までに反対売買によって決済されなかった場合、国債の受渡が必要となる。この点、決済物件はその種別として、登録債、振込債及び本券とし、受渡適格物件は東証が指定することとした。また、国債の受渡に伴い授受される代金であるが、取引で用いられる標準物と実際の決済で必要となる受渡適格物件との間では利率が異なる他、受渡適格物件には残存年数がある。そのため、この両者の価値が同一になるよう交換比率（コンバージョン・ファクター、Conversion Factor）と呼ばれるものが定められ、標準物で取引した先物取引を実際に債券と資金の受渡で行う上で、受渡代金の算出に用いられている。

なお、受渡代金に含まれる債券の経過利子については、取引当事者に課税主体（事業法人、個人等）と非課税主体（指定金融機関等）に区別されていることから、東証は極力、課税主体、非課税主体同士でそれぞれ受渡相手方を指定し、決済を行うわけだが、双方で

数量が合致しない場合には、課税主体と非課税主体との代金授受となり、この場合課税扱いとなる。

第3項 昭和63年証取法改正・金融先物取引法の成立

世界経済の変化の流れは加速すれこそ、止まることはなく、デリバティブ取引の世界についても、昭和60年改正から3年後、次の変化を法が要求されることとなった。昭和63年証取法改正が行われ、有価証券指数先物取引及び有価証券オプション取引（有価証券オプション、有価証券指数など先物取引のオプション取引、そして有価証券指数等のオプション取引）が可能になり、同年金融先物取引法が制定され、通貨・金利先物取引が可能となった。

これらの一連の法改正・新法の成立にあたっては、証券取引審議会の証券先物特別部会において「証券先物市場の整備について」と題する報告書（以下、証取審報告書）²⁹³が発表され、他方、金融制度調査会の金融先物専門委員会と外国為替等審議会の金融先物専門部会とが合同で「金融先物取引の整備について」と題する報告書（以下、金先報告書）²⁹⁴が取りまとめられた。以下では、両報告書、そして改正証取法、金先法の条文、取引制度を概観する。

はじめに両報告書に対する検討であるが、これら両方の報告書に共通する問題意識として、第一に為替相場・金利・株価の変動に対するリスク管理とそのヘッジ手段に対するニーズが、内外の機関投資家を中心に高まった点がある。そして、第二に、我が国市場の国際競争力の観点からの必要性で、すでに米国をはじめ世界の主要市場において、本格的な株価指数先物取引、株式、株価指数、債券、為替及びこれらの先物に係るオプション取引が幅広く導入されていた点である。

他方、両者の相違点としては、金先報告書においては、「主要国の金融先物市場はいずれも総合的な専門市場」²⁹⁵であることから、株価指数、債券を含む総合的な金融市場の創設を提案していたが、証取審報告書では、先物市場と現物市場との統合的な管理・運営が望ましいとされ、証券先物市場は証券取引所で行うことが提案された。

過当投機の防止に関しては、両報告書が、証拠金率の変更、値幅制限、建玉制限、そして緊急事態における売買制限措置を挙げている。また、公正な価格形成についても、両報告書について言及があり、証取審報告書では「株価指数先物取引等の信頼性が確保されるためには、公正な価格形成が図られることが不可欠であり、このため、市場の適切な管理・

²⁹³ 「証券先物市場の整備について--昭和62年4月20日、証券取引審議会・証券先物特別部会報告書(資料)」旬刊商事法務1110号(1987)80頁。

²⁹⁴ 金融制度調査会金融先物専門委員会=外国為替等審議会金融先物専門部会「資料 金融先物取引の整備について」証券466号(1988)67頁。

²⁹⁵ 金融制度調査会金融先物専門委員会=外国為替等審議会金融先物専門部会 前掲294 69頁。

運営が極めて重要である」とし、金先報告書は「金融先物市場で形成される価格は、投資家による投資判断の際の最も重要な要素であり、金融先物取引の信頼性を確保するためには、公正な価格形成が図られるよう市場の適切な管理・運営を行うことが不可欠」と記している。どちらも、取引の信頼性を確保するため市場の適切な管理・運営が必要である点を強調している。

両報告書に基づき、証取法が改正され（昭和 63 年 5 月 31 日号外法律第 75 号）、金融先物取引法（昭和 63 年 5 月 31 日法律第 77 号）が新たに成立した。

証取法のデリバティブ取引に関する規定については、有価証券先物取引の規定が、定義の文言は一切変わらないまま、第二条の定義規定の部分に移動し（第 2 条第 13 項）、有価証券指数等先物取引（同条第 14 項）、有価証券オプション取引（同条第 15 項）についても定義がなされた。

金先法は、第 1 章総則、第 2 章金融先物取引所、第 3 章金融先物取引業、第 4 章雑則、第 5 章罰則及び附則からなる。第 1 条の目的規定には、「この法律は、国民経済の適切な運営及び金融先物取引等の委託者の保護に資するため、金融先物取引所の制度を整備するとともに、金融先物取引業を営む者の業務の適正な運営を確保することにより、金融先物取引及び金融先物取引等の受託等を公正かつ円滑にすることを目的とする。」とあり、同法が金融先物取引所制度の整備と金融先物取引業者に対する規制を中心とし、金融先物取引及び金融先物取引等の受託等を公正かつ円滑にすることを目的とする。ここで、「金融先物取引」とは国内の金融先物取引所で行われる金融商品を対象とした先物取引・オプション取引を指し、「金融先物取引等」は海外の金融先物市場で行われている取引を含める場合に用いる。また、「受託等」には業として金融先物取引等の委託を受け、又はその委託の媒介、取次ぎ、若しくは代理を引き受けることを指し、取次ぎの取次ぎ等の「又取次ぎ」等も含まれる²⁹⁶。

金先法が対象とする商品であるが、第 2 条において「通貨等」と「金融指標」が対象であるとされ、それぞれ定義がある。「通貨等」には「通貨」（第 2 条第 1 号）と証取法が定める有価証券を除いた「有価証券、預金契約に基づく債権その他の政令で定めるもの」がある（第 2 条第 2 号）。さらに、同条第 2 項において、標準物規定を定め、「金融先物取引所が、前項第二号に掲げるものについて、金融先物取引を円滑化するため設定した利率、償還期限その他の条件を標準化した標準物」も「通貨等」に含まれるとした。

「金融指標」については、同条第 3 項に規定があり、通貨の価格若しくは同条第 1 項第 2 号に掲げるものの価格若しくは利率又はこれらに基づいて算出した数値で、金融先物取引所の定めるものと規定し、金融先物取引所が金融指標を定めるとした。

金先法及び昭和 63 年改正証取法で、デリバティブ取引規定・制度において、注目すべ

²⁹⁶ 佐川宣寿「金融先物取引所の創設と金融先物取引業の適正な運営の確保--金融先物取引法(昭和 63.5.31 公布,法律第 77 号)」時の法令 1352 号(1989)8 頁。

きは1)取引対象につき実際に受け渡しのできない「指数等」「金融指標」が先物取引の対象となった点と2)オプション取引の登場である。これらは、法文上どのように定義され、規定されているのであろうか。

昭和63年証取法第2条第14項は、有価証券指数等先物取引の定義として、「証券取引所の定める基準及び方法に従い、当事者があらかじめ有価証券指数（株券その他大蔵省令で定める有価証券について、その種類に応じて多数の銘柄の価格の水準を総合的に表した株価指数その他の指数で証券取引所の指定するものをいう。以下同じ。）として約定する数値（以下「約定指数」という。）又は有価証券（株券その他大蔵省令で定める有価証券のうち証券取引所の指定するものに限る。）の価格として約定する数値（以下「約定数値」という。）と将来の一定の時期における現実の当該有価証券指数の数値（以下「現実指数」という。）又は現実の当該有価証券の価格の数値（以下「現実数値」という。）の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引をいう。」と規定する。

また、金先法では、第2条第4項第2号で、金融指標先物取引は、金融先物取引所の定める基準及び方法に従い、金融先物市場において行われる取引で、「当事者があらかじめ金融指標の数値として約定する数値（以下「約定数値」という。）と将来の一定の時期における現実の当該金融指標の数値の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引」と規定される。

両者に共通するのは、第一に、これらの取引は取引所が基準及び方法を定めるとした点で、取引所取引としての性格を有している点を定義部分で明らかにしている。また、当事者があらかじめ約定する「約定数値」、「約定指数」と、将来の一定時期における「現実数値」²⁹⁷、「現実指数」との差に基づき算出される金銭の授受を約する取引と規定し、取引の客体に対して受渡ができない有価証券指数、金融指標の場合、有価証券先物取引の定義にあるような、売買の目的物の「転売又は買戻しをしたときは差金の授受によつて決済することができる取引」といった文言が存在しない。つまり、この取引は最初から差金決済以外の方法で取引関係を終了させることはできず、この点は第2篇で詳述する。

次に、オプション取引である。改正証取法では、第2条第15項において、有価証券オプション取引の定義として、「証券取引所の定める基準及び方法に従い、当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利（以下「オプション」という。）を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引」と規定する。他方、金先法では、第2条第4項第3号において、「当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利（以下「金融オプション」という。）を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引」と規定し、「次に掲げる取引」には、売買型先物取引（同号イ）、指標型先物取引（同号ロ）、そして同号イ以外の通貨等の

²⁹⁷ 金先法では、証取法と文言は同一であるものの、「現実数値」という概念は利用していない。

売買取引（売買型現物取引）（同号ハ）がある²⁹⁸。どちらも、「取引を成立させることができる権利」とあるが、実際には買う権利をコール・オプション、売る権利をプット・オプションと呼ぶ。どちらも買ったものがそれぞれの権利を行使することができ、売ったものがその逆の立場で取引を成立させる義務を負う。両者はオプションの定義として、その後の金商法にも受け継がれていくこととなる。

次に、注目すべきは市場類似施設の開設及び相場による差金決済の禁止規定である。金先法第6条は第1項で、「何人も、金融先物市場に類似する施設を開設してはならない」とし、第2項で「何人も、前項の施設において金融先物取引と類似の取引をしてはならない」と、市場類似施設の開設及び市場類似施設での、金融先物取引の類似取引を禁止している。さらに、第7条では「何人も、金融先物市場によらないで、金融先物市場における相場により、差金の授受を目的とする行為及び次に掲げる取引と類似の取引をしてはならない。」として、指標型先物取引と指標型先物取引を成立させるオプション取引を禁止する。

この点、昭和63年証取法改正においては、第191条において、市場類似施設の開設禁止（同条第1項）及び類似取引の禁止（同条第2項）、第201条において有価証券市場における相場を用いて、差金決済を目的とする取引を禁止している。

こうして、昭和63年証取法改正に基づき、東証ではTOPIX先物取引が、大証では日経225先物取引が、1988年(昭和63年)9月3日より開始され、金先法成立により、新設された東京金融取引所においては、ユーロ円3ヵ月金利先物取引、ユーロドル金利先物取引および日本円・米ドル通貨先物取引が開始された。

第4項 店頭デリバティブ取引と外国為替証拠金取引

金融デリバティブ取引の中で店頭デリバティブ取引として登場するのが外国為替証拠金取引である。外国為替証拠金取引とは、「顧客が一定の証拠金を業者に預託し、証拠金を大きく上回る約定元本で差金決済による外国為替の売買を行う取引」²⁹⁹であり、この取引が開始された直接の原因は1998年(平成10年)の外為法改正により、外国為替業務が完全自由化されたことにある。

個人などの一般投資家に対して取引を勧誘・提供する業者が増加し、トラブルも多発したことで、政府は金融商品の販売等に関する法律の対象に外国為替証拠金取引を含めるべく、同法施行令の改正を行った。そして、金融審議会金融分科会第一部会において、同取引に対して効果的・抜本的な規制のあり方について議論がなされ³⁰⁰、その結果、2004年(平成16年)6月23日、「外国為替証拠金取引に関する規制のあり方について」と題する報告

²⁹⁸ 金先法のオプション取引の定義についても、第2条第4項に規定があるため、金融先物取引所の定める基準及び方法に従い、金融先物市場において行われる取引である。

²⁹⁹ 大江亨「金融先物取引法の一部を改正する法律の概要」金融695号(2005)24頁。

³⁰⁰ 大江 前掲299 24頁。

書がまとめられ、「外国為替証拠金取引に基づく被害の拡大を防止するため、外国為替証拠金取引が先物取引と同様の性質を有するデリバティブ取引であると整理し、金融先物取引法を改正することにより、外国為替証拠金取引を取り扱う業者に対し、金融・証券先物取引に関するルールに倣ったルールに基づいて、行政による監督がなされるよう措置することが妥当である」とされた。

こうした流れを受け、金先法改正が平成 16 年に行われることとなった。ここで、第 2 条第 4 項に店頭金融先物取引の定義が加えられることとなる。同項には、「金融先物取引所の開設する金融先物市場及び海外金融先物市場によらないで行う次に掲げる取引（その内容等を勘案し、取引の当事者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定めるものを除く。）をいう」とし、外国為替証拠金取引を想定し、「当事者が将来の一定の時期において通貨等（標準物を除く）及びその対価の授受を約する売買取引であつて、当該売買の目的となつている通貨等の売戻し又は買戻しその他政令で定める行為をしたときは差金の授受によつて決済することができる取引」とした。

また、改正前の金先法では「金融先物取引業」は、金融先物取引又は金融先物市場に類似する外国に所在する市場において行われる金融先物取引と類似の取引につき、業として委託を受け、又はその委託の媒介、取次ぎ若しくは代理を引き受けることとされ、そのため、市場外の取引は対象外とされていた。

そこで、平成 16 年改正によって、一般顧客を相手方として店頭金融先物取引を行い、又は一般顧客のために店頭金融先物取引の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為もまた金融先物取引業に含めている（第 2 条第 11 項第 2 号³⁰¹）。

第 3 節 平成 10 年証取法と有価証券店頭デリバティブ取引の全面解禁

1997 年(平成 9 年)5 月 20 日、証券取引審議会が「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」³⁰²と題する報告書を発表する。これを受けて、1998 年(平成 10 年)に証取法が改正され、有価証券店頭デリバティブ取引が全面的に解禁されることとなる。

同報告書では、問題の背景として、デリバティブ取引の意義として、「より少ないコストでキャッシュ・フローとリスクを自由に組み合わせて再配分する」点に見出し、我が国の有価証券関連のデリバティブ取引の種類が限られている現状につき、改善の余地が大きいとする。また、昭和 63 年改正と同様に、世界の金融資本市場の動きに目を向け、「金融・

³⁰¹ ここでは、その範囲が過度に広がらないよう、業者の取引の相手方となる一般顧客については、「金融先物取引に関する専門的知識及び経験を有すると認められる者として内閣府令で定める者」と「資本の額が内閣府令で定める金額以上の株式会社」が除外されている。

³⁰² 証券取引審議会「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」証券業報 555 巻別冊(1997)189 頁。

証券取引のグローバル化が急速に進展し、資金が利便性の高い市場を求めて流れて行く傾向がますます強まって」いるとする現状認識の下、我が国の金融資本市場の国際的競争力を確保することが喫緊の課題であり、「デリバティブ取引の多くは、原資産の移転を伴わない取引であることから、(何ら対策を講じない場合)取引の流出の可能性が大きい」という危機感を記している。

有価証券デリバティブ取引の種類が限られているとされるのは、とりわけ店頭デリバティブ取引に関してであるが、規格化され取引所で行われているデリバティブ取引に比べ、店頭デリバティブは個々の取引当事者のヘッジや資産運用収益の向上等多様化するニーズに対して、金融・証券業者が創意工夫を發揮し、最新の金融技術を駆使して、即応するデリバティブ取引であるとして、その重要性を認め、「その健全な発展のために、早急に所要の法的整備を行い、我が国市場の国際的競争力の確保に努めていく必要」³⁰³があるとした。

同報告書では、取引所でのデリバティブ取引と店頭デリバティブ取引の関係性については、両者で信用リスク、流動性の点で異なることから、相互補完関係にあるとし、店頭デリバティブ取引の発展は取引所におけるデリバティブ取引の増加にもつながると見込んでいる³⁰⁴。同報告書では、考慮すべき点として、リスク管理体制の充実、自己資本規制及び報告体制、公正な取引のためのルール、ディスクロージャー、そして、営業主体の適格性とその範囲等について指摘している。この中で、興味深いのは、リスク管理体制、報告体制、そして、ディスクロージャーの3点である。

第一にリスク管理体制であるが、デリバティブ取引が「リスクが複雑に絡み合っている面もあることからリスクに対する理解や管理方法が不十分な場合には不測の損失を招来する可能性があり、国内外でも大きな損失事例が現実に発生している」としつつ、証券会社等取引主体の経営戦略等により、採るべき内部体制、リスク管理体制は異なるため、世界的に監督当局間での共通認識として、最低限求められるリスク管理の指針を提供する、と記している³⁰⁵。

第二に、報告体制であるが、同報告では「監督当局への報告体制の整備」として、店頭デリバティブ取引が「国境をもまたいで広範に行われているので、ある取引当事者の破綻の影響が他の取引当事者に直ぐさま伝播する危険性(いわゆるシステミックリスク)を持つことから、監督当局は、常に、取引実態、営業主体のリスク管理体制・リスク量等の把握に努める必要がある」と述べ、監督当局に対して、報告徴求体制整備の必要性を訴えているが、他方で報告者の事務負担や国際的動向等に配慮した効率的報告体制に努めるべき

³⁰³ 証券取引審議会 前掲 302 189-190 頁。

³⁰⁴ 証券取引審議会 前掲 302 189-190 頁。

³⁰⁵ 証券取引審議会 前掲 302 190-191 頁。

とした³⁰⁶。

第三に、ディスクロージャーである。同報告では、「店頭デリバティブは、国際的に見て、その取引規模が全体として取引所でのデリバティブ取引を上回っているにもかかわらず、通例、相対取引で行われることから、取引の状況が外部からは見えにくい。また、リスクが複雑に絡み合っている取引もあること、システミック・リスクを顕在化させる可能性も内包していること、原資産取引と相互に密接な連関性を有すること等からも、その取引実態や企業等の利用状況の透明性を高める必要がある」と記している³⁰⁷。そして、平成8年に改正された財務諸表等規則等に、有価証券店頭デリバティブ取引もまた「当然に開示の対象となる」とした³⁰⁸。

上記からわかる通り、我が国の証券取引審議会においては、店頭デリバティブ取引の有する国際性・リスクの複雑性、システミック・リスクにつながる危険性についてこの時点で言及がなされ、それに対する対応策として、リスク管理体制については最低限の基準を設けるだけにとどまったものの、報告体制・ディスクロージャーについては、現在でも十分に有用な指摘であると思われ、同報告書には、一定の先見性があったといえよう。この点、龍田節氏もデリバティブ取引にはレバレッジ効果があり、デリバティブ取引をヘッジ目的で利用したとしても、ヘッジと投機は紙一重の関係にあり、巨額の損失を生ずる可能性があるとし、損失を蒙った参加者の債務が履行できないことで、その影響が他の参加者にも及び、連鎖的に債務不履行の環が広がるというシステミック・リスクの問題を指摘している³⁰⁹。

そして、システミック・リスクを防止する上で必要なこととして、1)取引のネットワークに参加する業者から倒産などによる脱落者を出さぬよう、平素から財務の健全性を確保し、問題には早めの警告による是正措置を促すこと、そして、2)取引のネットワークに参加する業者が、不当に一方的な損失を被ることがないようにすること、を挙げている³¹⁰。

1)に関しては、第3篇で述べる取引情報保存・報告制度、2)に関しては清算機関による集中清算義務の規制根拠とも大いに重なるところと言えよう。

第4章 金融商品取引法とデリバティブ取引

2006年(平成18年)6月7日、「証券取引法等の一部を改正する法律」及び「証券取引法

³⁰⁶ 証券取引審議会 前掲302 191-192頁。

³⁰⁷ 証券取引審議会 前掲302 193-194頁。

³⁰⁸ 証券取引審議会 前掲302 194頁。

³⁰⁹ 龍田節「第1章 先物取引の規制対象」『商品取引所論体系101』(全国商品取引所連合会、1998)17-18頁。

³¹⁰ 龍田 前掲309 17-18頁。

等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律」が第 164 回国会（通常国会）において可決成立し、2007 年(平成 19 年)9 月 30 日に施行された。金融商品取引法の誕生である。

こうした一連の改正の目的につき、立法担当者は以下のように述べている。「金融・資本市場をとりまく環境の変化に対応し、幅広い金融商品について投資者保護のための横断的な法制として、証券取引法を改組して『金融商品取引法』、いわゆる投資サービス法等の整備を行うことにより、利用者保護ルールの徹底と利用者利便の向上、貯蓄から投資に向けての市場機能の確保および金融・資本市場の国際化への対応を図ることを目的とするものである」³¹¹。

また、金融商品取引法制は 4 つの柱から成っており、第一に、規制対象商品・サービスの拡大（包括化・横断化）、業者の業務範囲の拡大（包括化）、そして投資者の属性や業務類型に応じた規制の差異化（柔軟化・柔構造化）である³¹²。第二は、公開買付制度・大量保有報告制度の見直し等にみられる開示制度の整備、第三は、取引所の自主規制業務の適正な運営の確保である。そして、第四が相場操縦行為に対する課徴金・罰則の拡大である³¹³。

デリバティブ取引との関係では、上記の 4 つの柱の中でも、第一の部分が大きく関係する。金商法では金融デリバティブ取引の規制対象を包括化・横断化するため、前述の 2006 年(平成 18 年)に成立した 2 つの法律により、金先法が廃止され、同法が対象としていた金利先物取引や外国為替証拠金取引等が金商法の規制対象に加わっただけではなく、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引、天候デリバティブ取引等新たなデリバティブ取引も金商法の射程範囲に追加された。さらには、将来の新たな形態のデリバティブ取引に対して機動的な対応を可能とするべく、取引類型、原資産、及び金融指標について政令指定を可能とする規定を設けている³¹⁴。

また、金商法第 1 条の目的規定については、旧証取法が「国民経済の適切な運営」から「国民経済の健全な発展」へと文言を改めた他、新たに「資本市場の機能の十全な発揮による金融商品等の公正な価格形成等を図り」という文言が加わり、いわゆる市場法としての性格を有することを明確化している³¹⁵。

³¹¹ 松尾直彦他「金融商品取引法制の概要（金融商品取引法・関係政府令の解説）別冊商事法務 318 号（2008）3 頁。

³¹² 松尾 前掲 311 3 頁。

³¹³ 松尾 前掲 311 3 頁。

³¹⁴ 松尾 前掲 311 7 頁。

³¹⁵ 松尾 前掲 311 6 頁。

第1節 デリバティブ取引の分類・基本的要素

金商法は金先法を廃止し、証取法を改正するという形式で誕生したが、デリバティブ取引の定義規定に関しては、金先法の形式をベースに規定されている。すなわち、デリバティブ取引を取引がなされる場で分け、それぞれに様々なデリバティブ取引類型を定義する一方、取引の原資産が現物取引の対象となるか否かに着目するという点である。

金商法成立にあたっては、元来「投資サービス法」という仮称の下、適用対象を「投資商品」という概念を用いて議論がなされていた。金融審議会第一部会の「中間整理」³¹⁶では、①金銭の出資、金銭等の償還の可能性を持ち、②資産や指標などに関連して、③より高いリターン（経済的効用）を期待してリスクをとるもの、とされる。

しかし、結果として、金商法は「投資商品」という規制対象に対する包括定義を置くことはせず、有価証券とデリバティブ取引に分けて定義することとした。

金商法においてデリバティブ取引及びデリバティブ取引の基本的要素の定義は第2条にある。同条第20項は「この法律においては『デリバティブ取引』とは、市場デリバティブ取引、店頭デリバティブ取引又は外国市場デリバティブ取引をいう。」とし、デリバティブ取引を取引がなされる場で区別し、国内外の市場で行われるデリバティブ取引と、国内外問わず、市場外において行われる店頭での取引とに分類する。また、原資産については、現物取引の対象となる原資産を「金融商品」、対象とならない数値を「金融指標」として、それぞれ金商法第2条第24項、第25項に定義規定をそれぞれ定めている。

第2節 金融商品

「金融商品」であるが、第2条24項に定義規定がおかれ、有価証券（1号）、預金契約に基づく債権その他の権利又は当該権利を表示する証券若しくは証書であつて政令で定めるもの（2号）、通貨（3号）、商品先物取引法第2条1項に規定する商品のうち政令で定めたもの（3号の2）、均質性・多量性があり、および価格変動が著しい資産で当該資産に係るデリバティブ取引について投資者保護の確保が必要と認められるものとして政令で定めるもの（商品先物取引法第二条第一項に規定する商品を除く）（4号）、そして、金融商品取引所が市場デリバティブ取引を円滑化するため、利率、償還期限その他の条件を標準化して設定した標準物（5号）とある。

1号の有価証券については、金先法においては、証取法第2条第20項の有価証券を除いていたが、金商法ではその文言はなく、有価証券の範囲につき限定がなくなった。有価証券概念を巡っては、本論では深く論じないが、第2条第1項及び第2項に規定される様々

³¹⁶ 金融庁 金融審議会金融分科会第一部会「中間整理」6頁。

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/siryuu/kinyu/dai1/f-20050707_d1sir/a.pdf)

な有価証券が対象となる。

2号の預金債権等、3号の通貨については、金先法から踏襲しており、金利デリバティブ取引、通貨オプション取引・外国為替証拠金取引等を定義するためである。

3号の2は商品であるが、商品先物取引法第2条1項に規定する商品のうち、「法令の規定に基づく当該商品の価格の安定に関する措置の有無その他当該商品の価格形成及び需給の状況を勘案し、当該商品に係る市場デリバティブ取引により当該商品の適切な価格形成が阻害されるおそれがなく、かつ、取引所金融商品市場において当該商品に係る市場デリバティブ取引が行われることが国民経済上有益であるものとして政令で定めるもの」、という括弧書きがなされている。

3号の2の委任を受けた金商法施行令第1条の17の2では、3号の2の括弧書きにある部分をさらに詳細に規定している。

「当該商品の売買、売買の媒介、取次ぎ若しくは代理、生産、加工又は使用を業として行っている者の取引の状況その他の当該商品に係る経済活動の状況に照らし十分な取引量が見込まれることその他の当該商品の価格形成及び需給に関する事情を勘案し、取引所金融商品市場において当該商品に係る市場デリバティブ取引が行われることにより当該商品の公正な価格形成を図ることができ、かつ、投資者が当該商品の価格の変動に伴い生ずるおそれのある損失を減少させることができることとなることその他の効果があることによつて取引所金融商品市場において当該商品に係る市場デリバティブ取引が行われることが国民経済の健全な発展に資すると認められるもの」。ここで「投資者が当該商品の価格の変動に伴い生ずるおそれのある損失を減少させることができることとなること」とあり、リスク・ヘッジがデリバティブ取引の原資産としての政令指定の条件に加えている。

なお、3号の2の商品からは、「法令の規定に基づく当該商品の価格の安定に関する措置であつて、当該商品の需給の均衡を図るために必要な施策が講ぜられているものを除く」とある。平成24年金商法改正時の立法担当者によれば、「当面、コメは政令指定しない予定である」との方針が示されているが、商品先物取引法下において、米穀の先物取引の試験上場が2011年(平成23年)8月8日より開始している。なお、商品の政令指定の場合、金融庁長官が商品市場所管大臣(農林水産大臣又は経済産業大臣)と協議して指定するものとされている。

4号では、デリバティブ取引の原資産としての金融商品を政令で追加指定することが可能とされている。但し、3号の2にある商品は除外されている。その要件として、同一の種類のものが多数存在し、価格の変動が著しい資産であつて、当該資産に係るデリバティブ取引について投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの、とある。3号の2との類似性として、均質性・多量性が原資産の要件として示されている。

3号の2と4号を比較すると、どちらも政令指定であるものの、4号には、3号の2にある原資産価格形成の阻害性の有無、国民経済における有益性の要件がない。3号の2は商

品という実物経済との関係性を重視し、デリバティブ取引の原資産とする場合、対象商品に関わる者（生産者等）への影響を考慮した点が反映されていると考えられるが、4号の政令指定の金融商品もまた、その適切な価格形成が阻害されるおそれがないこと、そして国民経済における有益性という要件が、要請されるべきであろう。

5号は標準物規定である。同号は1号若しくは、2号又は4号に掲げるもののうち政令指定されたものについて、金融商品取引所が市場デリバティブ取引を円滑化するため、利率、償還期限その他の条件を標準化して設定した標準物と規定する。

金商法第118条により、金融商品取引所は定款の定めるところにより、市場デリバティブ取引のために、標準物を設定することとなるが、その場合、金融商品取引所は標準物の条件その他の標準物の取引に関して必要な事項を業務規程で定めなければならない。

なお、標準物概念は5号に「金融商品取引所が、市場デリバティブ取引を円滑化するため」と規定しているように、市場デリバティブ取引にのみ存在する原資産である。店頭デリバティブ取引について定義する第2条22項においても、各号において金融商品の文言には括弧書きで5号を除外する旨規定がある。

第3節 金融指標

次に金融指標について金商法は第2条25項に定義規定を設ける。この点、金先法では、通貨若しくは有価証券、預金債権等の価格若しくは利率又はこれらに基づいて算出した数値とあるが、この点、金商法は新たな種類のデリバティブ取引を対象とするため、いくつか金融指標を加えている。

1号は金融商品の価格又は金融商品の利率等とあり、金融商品の利率等からは、通貨と商品が除かれている。

2号は、気象観測数値である。これはいわゆる天候デリバティブ取引、地震デリバティブ取引等を想定した金融指標といえる。ここでの問題は、「その他の者」について何ら政令指定などの制約がない点である。気象観測の成果に係る数値を計測し発表するのは気象庁だけではなく、民間業者も行っている。国土交通省令で定める技術上の基準に従わずに私人が気象観測を行うことは気象業務法違反に問われる可能性があるが、この場合その値を金融指標としてデリバティブ取引を行った場合は認められるのか疑問が残る。「その他の者」については政令指定を行うことで、同号の定める金融指標をより明確化した方が良いのではないだろうか³¹⁷。

3号はいわゆる政令指定による統計指標等である。同号は「その変動に影響を及ぼすこ

³¹⁷ 気象業務法上第6条1項及び2項においては、研究、教育または国土交通省令で定める場合を除き、気象庁以外の政府機関又は地方公共団体が気象観測を行う場合、またそれ以外の者が気象観測を行う場合、国土交通省令が定める技術上の基準に従って行わなければならない、と規定する。

とが不可能又は著しく困難であつて、事業者の事業活動に重大な影響を与える指標又は社会経済の状況に関する統計の数値であつて、これらの指標又は数値に係るデリバティブ取引について投資者の保護を確保することが必要と認められるものとして政令で定めるもの」とある。

具体的には、金商法施行令第1条の18に、気象庁その他の者が発表する地象、地動、地球磁気、地球電気及び水象の観測の成果に係る数値、統計法第2条第4項に規定する基幹統計の数値（GDPの数値等）、前二者に相当する外国の統計数値、そして地方公共団体を含む行政機関が法令の規定に基づき、又は一般の利用に供することを目的として定期的に発表し、又は提供する不動産の価格又は二以上の不動産の価格の水準を総合的に表した数値、不動産に関連する業務を行う団体が投資者の利用に供することを目的として定期的に発表し、又は提供する不動産の価格又は二以上の不動産の価格の水準を総合的に表した数値その他これらに準ずるものとして内閣府令で定める数値が含まれる、と規定されている。

この点、指標の性質として人為的変更の不可能性・困難性の要請の他、社会経済状況または事業者の事業活動に重大な影響を与えるという意味での重要性、そして投資者保護の必要性の3点に鑑みて政令指定がなされる。

この3点は原資産ではない、金融指標を用いたデリバティブ取引の基本要素を踏まえているように思われる。指標の人為的変更の不可能性・困難性は、デリバティブ取引（に限らず金融取引一般にいえることだが）には将来に対する不確実性があることを前提としていることを意味し、事業者の事業活動に重大な影響を与える指標及び社会経済状況に関する統計数値といった指標のもつ重要性は、デリバティブ取引を望む当事者のリスク・ヘッジとう取引目的に大きく関わる点である。原資産における公正な価格形成の代わりに、指標の人為的変更の不可能性・困難性が担保されることが金融指標を原資産とするデリバティブ取引の公正性及び、取引当事者である投資者保護にもつながる。ただしこれらだけでは十分ではなく、国民経済における意義という観点から、考慮されなければならないであろう。

4号は、上記の1号から3号までの金融指標に基づいて算出した数値を金融指標の一つとして規定する。この点、典型例が株価指数先物取引である。

第4節 デリバティブ取引の類型

第2条第21項では、市場デリバティブ取引の定義として、金融商品市場において、金融商品市場を開設する者の定める基準及び方法に従い行う取引として、5つの取引類型を規定する。

第1項 先物取引・先渡取引

一点目が、「売買の当事者が将来の一定の時期において金融商品及びその対価の授受を

約する売買であって、当該売買の目的となつている金融商品の転売又は買戻しをしたときは差金の授受によつて決済することができる取引」(第2条第21項第1号)とあり、これは有価証券先物取引・先渡取引を指す。この定義規定は、昭和60年証取法改正時に盛り込まれた先物取引の定義から変わらない定義である。

二点目が、「当事者があらかじめ金融指標として約定する数値(以下「約定数値」という。)と将来の一定の時期における現実の当該金融指標の数値(以下「現実数値」という。)の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引」(第2条第21項ニ)とあり、これは指数先物取引を意味する。

先物取引と先渡取引の違いについては、先渡取引は相対で行われる取引であるが、先物取引は取引所でなされる取引である。また、決済の方法につき、先渡取引は原則期限日に対象となる原資産を受け渡すこととなっている一方、先物取引については、期限日までの間に反対売買を行うことができる。

ここで問題となるのは、先渡取引につき結果として現物決済となった場合、これは単なる売買契約であってデリバティブ取引であるのか否かという点である。この点、規定の書き振りからは、「当該売買の目的となつている金融商品の転売又は買戻しをしたときは差金の授受によつて決済することができる取引」とあり、取引成立時点で、転売又は買戻しをした際に差金決済できる選択権がある取引は第2条第21項第1号の適用を受けると解することができる。

第2項 オプション取引

第2条第21項第3号にはオプション取引の定義として、「当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引」と規定され、こちらは昭和63年証取法改正・金先法にあったオプション取引の定義から変化はない。

なお、第2条第21項第3号には、オプションが対象とする取引が列挙されており、イには有価証券先物取引を除く金融商品の売買、そしてロには同項二号の指数先物取引、スワップ取引(第4号及び第4号の2)、クレジット・デリバティブ取引等(5号)、そして政令指定されたデリバティブ取引(6号)がある。

第3項 スワップ取引

第2条第21項第4号は、スワップ取引である。当事者が元本として定めた金額について当事者の一方が相手方と取り決めた金融商品の利率等又は金融指標の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた金融商品の利率等又は金融指標の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引とある。

ここでのポイントは、第一に当事者間で元本として定めた金額がある点である。典型的

な固定金利と変動金利の金利スワップ取引の場合、元本そのものの受け渡しは行わずあくまで当事者間で合意した元本（これを想定元本という）から発生する固定金利及び変動金利の交換である。

第二に、第一で定めた元本に基づき、両当事者をそれぞれ主語として、当事者の一方が相手方と取り決めた「金融商品の利率等」又は「金融指標の約定した期間における変化率」に基づいて「金銭を支払う」ことを約する取引としている。この点、最後の部分を「金銭を支払う又は受取ることを相互に約する取引」とせず、「相手方が当事者の一方と取り決めた金融商品の利率又は金融指標の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引」と主語を入れ替えてほぼ同じ文章があるのはどうしてだろうか。この点、上記の固定金利と変動金利の金利スワップの場合のように、両当事者が支払いを約する対象がどちらも、金融商品の利率の場合もあれば、固定金利と特定の株価の約定した期間の変化率のように、異なるものである取引もこの条文の射程範囲に含めるためではないだろうか。

第4号の2は商品先物取引法に定める商品に金融商品を限定し、当事者が数量を定めた金融商品について、両当事者間で取り決めた当該金融商品に係る金融指標の約定した期間における変化率に基づいて金銭を受け払いすることを約する取引である。これは例えば原油における指標などをもとにスワップ取引を行う場合を想定していると思われる。

第4項 クレジット・デリバティブ取引

第5号は、当事者の一方が金銭を支払い、これに対して当事者があらかじめ定めた事由が発生した場合において相手方が金銭を支払うことを約する取引とあり、その事由として、法人の信用状態に係る事由その他これに類似するものとして政令で定めるもの（同号イ）、当事者がその発生に影響を及ぼすことが不可能又は著しく困難な事由であつて、当該当事者その他の事業者の事業活動に重大な影響を与えるものとして政令で定めるものとする。

典型的な例がクレジット・デリバティブ取引である。とある企業に対して債権を有している者が、債務者である企業の信用状況について疑念を抱いた際に、第三者との間で、一定の金銭を支払うことで、債務者の信用状態が悪化した際に当該第三者から金銭を受取るという取引をいう。このことは、いわゆる債務者の信用リスクを売買していることに他ならない。

ここで注目すべきは「あらかじめ定められた事由が発生した場合において相手方が金銭を支払う」点である。ここで保険との区別がなされている。損害保険もまた経済的に考えると、損害という事由が発生したことによって、被保険者は金銭を受取る。しかしながら、あくまでその金銭は損害額の填補である。損害保険の場合は、契約で定められた上限内において、損害の填補がなされるため、損益でいうならばゼロである。しかしながら、クレジット・デリバティブ取引の場合は、仮に1億円の債権を有しているものが、3億円分のクレジット・デリバティブを購入、対象となる債務者が倒産した場合、3億円得られるこ

とから、損益が発生する点が大きく異なるといえよう。そして、もちろん債権を有していなくても、とある参照組織の信用状態に対して、投機的取引を行うことも可能である。

また、あらかじめ当事者間で定める事由として、第5号ロにおいて、「当事者がその発生に影響を及ぼすことが不可能又は著しく困難な事由であつて、当該当事者その他の事業者の事業活動に重大な影響を与えるものとして政令で定めるもの」とあり、政令指定の趣旨としてクレジット・デリバティブ取引同様、事業活動に対するリスク・ヘッジ、保険の意味合いを色濃く反映した規定となっている。これを受けて、金商法施行令第1条の14において、暴風、豪雨、豪雪、洪水、高潮、地震、津波、噴火その他の異常な自然現象（第1号）、そして、戦争、革命、内乱、暴動、騒乱その他これらに準ずるものとして内閣府令で定める事由（第2号）が定められている。第2号については、さらに、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第21条において、外国政府、外国の地方公共団体その他これらに準ずる者により実施される、為替取引の制限又は禁止（第1号）、私人の債務の支払の猶予又は免除について講ずる措置（第2号）、そして、その債務に係る債務不履行宣言（第3号）がある。

第5章 デリバティブ取引の多面的機能

本章では、デリバティブ取引の経済的意義にはどのようなものがあるのか、そして、デリバティブ取引の導入にあたりどのような意義を期待されていたのか、デリバティブ取引の有する多面的機能を明らかにする。

第1節 デリバティブ取引の経済的効果

第1項 レバレッジ効果

デリバティブ取引の特徴としては、第一に、レバレッジ効果がある。すなわち、少額の資金でそれ以上の多額の原資産取引をするのと同様の経済的効果が得られる、という意味である。このことはデリバティブ取引の持つ投機性の本質であるといえ、デリバティブ取引が、様々な金融商品及び金融商品取引の中でも、相対的に投機性が高いといわれる所以である。

株式取引の場合、信用取引を除き、当たり前の話であるが、100万円を有する投資家は100万円以内の価値を有する株式しか買うことはできない。デリバティブ取引になると異なる。例えば、A社株1株90万円で買う権利（これを、コールオプションという）を10万円（これをプレミアムという）で購入した投資家は、当該株式の株価が150万円に上昇した場合、当該買う権利を行使し、90万円を支払い、150万円相当の株式を、当初の買う権利の支払い10万円と買う権利を行使した際の購入金額の合計100万円で購入すること

ができる。

日経 225 先物は日経平均株価を 1,000 倍した金額を最低取引単位とし、仮に日経平均株価が 20,000 円だとすると、最低取引単位は、20,000,000 円となる。しかし、日経 225 先物 1 単位を買う投資家は 20,000,000 円支払わなくて良い。その何十分の一の 50 万円を証拠金として投資家は金融商品取引業者に、また金融商品取引業者は日経 225 先物の清算・決済を行う日本証券クリアリング機構に差し入れさえすれば良いのである。

日経 225 先物の呼値が 10 円単位であるため、例えば当該先物価格が 100 円上昇すると 100,000 円の利益が発生し、10 円下落すると、100,000 円の損失が発生する。日経平均株価が 20,000 円から 20,100 円に上昇すると、その上昇率は 0.5%であるが、50 万円の証拠金を差し入れた投資家は 10 万円の利益を得、元手を 20%増加させたことになる。

このように、少ない元手で、大きな利益を得、または大きな損失を被るのがレバレッジを内在させた取引の大きな特徴である。

第 2 項 リスク・ヘッジ効果

第二に、将来の金融商品における価格変動リスクを回避するため、保有する現物ポジションと反対のポジションを取る、又は逆のペイオフカーブを描くデリバティブ取引を行うことで、現時点で将来の価格変動リスクを回避できるリスク・ヘッジ効果である。現在、1 株、市場価格が 100 万円の株を 10 株保有している者が、3 か月後の決算発表時に予想外の結果等により株価が下落するリスクを今この時点でヘッジしておきたいとする。その場合、1 株 100 万円のプット・オプション（権利行使により、1 株 100 万円で売ることの出来る権利）を 10 株分購入しておけばよい。（但し、プレミアムという対価を支払わなければならないのは言うまでもないが。）

また、CDS の場合³¹⁸だと、ある銀行が保有する企業 X に対する 1 億円の債権につき、その信用リスクをヘッジする目的で、X を参照組織とする、CDS を買う（これをプロテクションを買うという）。万が一、X が倒産してしまったり、債務を履行しない事態となり、かつ、その事態の公示性など一定の要件が満たされれば、クレジットイベントが発生したとして、1 億円をプロテクションの売り手から受け取ることで、損失を回避できるのである。

第 2 節 帳合米取引の意義にみるデリバティブ取引の価格保険機能と価格平準化機能

³¹⁸ 本事例の作成にあたっては、河合祐子・糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて（第二版）』（財形詳報社、2007）を参考とした。

帳合米取引は、正米取引と比較して、売買希望者がわずかな敷銀（売買証拠金）と歩銀（売買手数料）を支払うだけで、取引に参加することができたため、大量取引・投機取引・ヘッジ取引が容易であった³¹⁹。堂島米会所は帳合米取引及び米切手の現物取引である正米取引の両取引が、大量に、そして継続的、組織的に行われる市場であると言われるが³²⁰、これを可能としたのは、取引を支える堂島米会所（取引所）、米方両替（清算機関）、そして違約処分といった市場インフラが一定程度整備され、そして、取引参加者に高い規範意識があった点にあると考える。

こうして、市場機能が発揮できる環境が一定程度整備されているという前提の下、帳合米取引の意義について考えてみると、価格変動リスクに対するヘッジ機能（価格保険機能）と価格平準化機能があったといえる。

価格保険機能に関しては前述の売買繋商内で述べた通り、帳合米取引の原点である建物米取引は価格変動リスクに対するヘッジを目的として考案され、堂島米会所において帳合米取引として受け継がれた。また、その後の実証研究によっても支持されている³²¹。

価格平準化機能については、時間的平準化機能と空間的平準化機能がある³²²。時間的平準化機能とは、需給の将来予測を含めて形成される帳合米取引価格が現物取引である正米取引価格に影響を及ぼし、結果的に異時点間の価格差が縮小されるという機能である³²³。島本得一氏はこれを、「帳合米取引は将来を売買し、正米取引は現在を売買した」³²⁴、と述べている。

空間的平準化機能とは、端的に言えば、堂島米会所での帳合米取引が取引毎に代金・現物の授受を伴わないことから、遠隔地からの取引参加・離脱が容易であるため、帳合米取引価格に広い空間における需給が反映され、これが実物価格に影響を与えることによって

³¹⁹ 宮本 前掲 32 351 頁。

³²⁰ 宮本又郎「近世後期堂島米市場における帳合米取引の機能-米価変動の分析を通して-」新保博・安場安吉編『数量経済史論集 2 近代移行期の日本経済』（日本経済新聞社、1979）173 頁。

³²¹ 米価史の観点から正米取引価格と帳合米取引価格を比較し、時代によって機能がどの程度発揮されたか差異はあるものの、一般的に当該ヘッジ機能があるとした文献として、宮本 前掲 320 173-194 頁。島本 前掲 8 108-127 頁。

³²² 宮本 前掲 32 352 頁。

³²³ 宮本 前掲 32 352 頁。この点、宮本又郎氏は帳合米取引価格と正米取引価格の相関について実証研究し、江戸時代の一定の時期において、帳合米取引は正米取引に対して価格平準化作用をもっていると、述べている。高槻泰郎氏は、江戸時代後期に当該価格平準化作用が機能しなくなり、後述の例外的に認められた正銀正米取渡仕法が機能していたか、限日（きりび）における両者の価格差を調査している。高槻 前掲 9 115-121 頁。

³²⁴ 島本 前掲 8 104-106 頁。

空間的価格差が縮まるという意味である³²⁵。こうして大阪堂島米会所における帳合米取引はその当時の我国の米価をリードしたのである³²⁶。

帳合米取引について、現在のデリバティブ取引に照らし合わせてその性格を考察すると、前述の通り、金融先物取引に近いと思われる。なぜなら、対象とする標準物は米価であるが、実際の米穀の受渡がない、完全な差金決済を要求しており、これは株価指数先物取引などに見られるものと類似しているためである³²⁷。また、米切手の取引である正米取引についても、米の実物取引ではなく、有価証券取引であると考え³²⁸。

また、帳合米取引を世界初の先物取引というのは、あくまで先物取引が多数の売買約定を総合し、組織的に差金の授受により決済する制度を有する取引所・清算機関の存在を前提としているためである。この点、堂島米市場の公許が1730年（享保13年）であり、米方両替という清算機関が備わり、約定から決済まで組織的に実施しうる体制が一定程度整った。

第3節 長期国債清算取引導入の議論にみるデリバティブ取引と公正な価格形成

第1項 我が国における国債発行の歴史

我が国最初の国債は、明治政府成立後の、1870年（明治3年）4月23日に、鉄道の敷設を目的としてロンドンで発行したポンド建て国債である³²⁹。明治政府は東京―京都間、東京―横浜間、京都―神戸間、琵琶湖―敦賀間への鉄道敷設を決定。大隈重信、伊藤博文らに資金調達的全権を委任する。当時は、国内で資金調達を行おうにも、政府紙幣を大量に発行したことから、インフレが進行。さらに政府紙幣以外にも藩札や旧貨幣など多様な通貨が流通し、幣制が統一されていなかったことから国内における国債発行の基本的環境が整っていなかった。³³⁰

海外での調達にあたっては、フランス・パリのエマイル・エルランジェ商会が引受を、ヘンリー・シュローダー商会が募集取扱いを行い、1870年（明治3年）4月23日、ロン

³²⁵ 宮本 前掲32 353頁。

³²⁶ 島本 前掲8 104頁。

³²⁷ 深尾京司・中村尚史・中林真幸編「岩波講座 日本経済の歴史 第2巻 近世 16世紀末から19世紀前半」（第2章第3節米切手取引市場（柴本昌彦・高槻泰郎執筆担当部分））では、同様の見解がみられる。

³²⁸ 島本 前掲8 93-98頁。

³²⁹ 富田俊基「明治維新期の財政と国債」知的資産創造13巻1号（2005年）78-79頁

³³⁰ 富田 前掲329 79頁。

ドン証券取引所において“Imperial Government of Japan Customs Loan”の発行目論見書が公表される³³¹。発行条件として、発行総額 100 万ポンド（488 万円）、無記名証券、発行価格は額面の 98%とし、金利は年 9%であった。また、担保として関税収入と鉄道純益を付加的担保として充当することとなった³³²。

国内での国債発行は 1871 年（明治 4 年）8 月の廃藩置県の詔書に大きく関連している。明治政府の財政上の大きな課題の一つが、旧体制の累積債務の処理及び武士階級に支給されていた俸禄の整理であり、当時の財政状況に鑑みてこれらの対応は不可能であったが、明治新政府がこの処理を誤れば、旧士族、豪農、豪商などからの支持を失うことになりかねないものであった。³³³

そのため、新政府が考えたのが、旧藩が有していた債務を交付国債に転換するという方式である。³³⁴江戸幕府が棄捐令を出した 1844 年（天保 14 年）以前の藩の債務は全て強制的に免除とし、それ以降の債務については、現金又は新公債で債権者に支払われたのである。³³⁵これが、我が国最初の内国債である。

公債発行にあたり、1873 年（明治 6 年）3 月に新旧公債証書発行条例が交付され、発行規定として証券の種類、償還年限、利子、元利金の支払い等が定められた。その後の 1875 年（明治 8 年）改正新旧公債証書発行条例では、第六条に「新旧公債証書授受売買等ノ手順ヲ明ニス」とし、同条第一節において、「新旧公債証書共全ク所持人ノ所有物タレハ相続人ヘノ遺物ハ勿論何人ニ不拘他人ヘ（外国人ヲ除）譲渡シ質入売買借金ノ抵当等都テ勝手タルヘシ」³³⁶とし、第二節で売買の方法について規定していた。このように、国内での初めての国債発行時点から自由流通を認める規定が存在していた。

こうして国内においても国債が順次発行され、第一次世界大戦中から戦後にかけて、軍備拡張、国内・植民地におけるインフラ整備の必要性から財政支出が増大、その財源の大部分は国債の増発でまかなわれていく³³⁷。当時の国債流通市場は取引所市場と店頭市場があったものの、その大部分は店頭市場で行われていた³³⁸。他方、取引市場での国債取引は低迷していたことから、取引所市場の価格形成機能は低下。国債の公定相場は、一部の取引

³³¹ 富田 前掲 329 79 頁。

³³² 富田 前掲 329 79 頁。

³³³ 富田 前掲 329 81 頁。

³³⁴ 富田 前掲 329 82 頁。

³³⁵ 富田 前掲 329 82 頁。

³³⁶ 改正新旧公債証書発行条例 1873 年 国立国会図書館近代デジタルライブラリー
(<http://dl.ndl.go.jp/info:ndljp/pid/790301>)

³³⁷ 永廣 題「第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革」(日本銀行金融研究所、2009 年)2 頁。
(<http://www.imes.boj.or.jp/japanese/jdps/2009/09-J-23.pdf>)

³³⁸ 永廣 前掲 337 4 頁。

所仲買人の見込みによる相場表への登録という不正確なもので、取引所市場の価格公示機能が低下してしまったのである³³⁹。このことは、店頭市場において、各業者が勝手に作成した無標準の相場表を基準とした国債取引を許すこととなったのである³⁴⁰。

第2項 国債長期清算取引導入を巡る議論

このように、取引所国債取引が低迷していた背景から、大蔵省及び日本銀行は国債長期清算取引導入を検討³⁴¹。ここで注目すべきは大蔵省と日本銀行が市場における清算取引を含めた自由な国債取引の拡大が国債価格の安定をもたらすと認識していた点である。この点、大蔵省は「実物市場ニ於ケルカ如ク少額ノ買付ヲ以テ市場相場ヲ釣り上げ得ル如キハ国債市場ノ狭少ヲ意味シ寧ロ之ニ依リ公正ナル国債市価ノ形成ヲ紊スモノト謂ハサル可ラス」³⁴²と述べ、国債市場における流動性が低いが故に国債の公正な価格形成を乱すと主張している。また、日本銀行は「国債清算市場ノ開設ヲ見タル暁ニ於テハ・・・(中略)・・・国債清算市場ニ於テハ掛繫即チ売繫買繫ノ方法ヲ許サルヘキヲ以テ国債ノ需給ハ一層円滑トナリ国債市価モ一層良好ニ調節セラル、ノ効果アルヘシ。」³⁴³とし、国債清算取引の導入によってリスク・ヘッジ取引も加わり国債の需給関係がより一層円滑化し、国債市場価格の調節機能が良好になると主張している。

以上のことから、戦前の国債清算取引の導入の背景には、その原資産である国債市場の規模が小さいがために価格の発見機能が著しく低下していたことに対する大蔵省及び日本銀行の問題意識があったといえる。

では、清算取引と投機の関係について両者はどのように考えていたのであろうか。この点、両者は清算取引が投機化する可能性は低いと考えていた。例えば、日本銀行は「元来国債自体ハ投機ノ目的物トシテハ寧ロ妙味ニ乏シキモノナルヲ以テ財界ノ好況ナル際ニハ投機ハ主トシテ株式ニ赴キ又財界不況ノ際ニハ一般ノ投機力モ自ラ減退スヘキヲ以テ国債ニ対スル投機ノ弊害ハ差シテ甚シキモノニハアラサルヘシ」³⁴⁴とし、国債が株式と比べ投機の対象としては魅力がないため、投機が活発となる好景気のときにはその対象は株式へと移り、不景気の際には投機そのものが減退すると述べている。日本銀行は投機性が低いのであれば強いて国債清算取引市場を開始する必要性があるのか疑問を呈し、慎重な

³³⁹ 永廣 前掲 337 4 頁。

³⁴⁰ 永廣 前掲 337 4 頁。

³⁴¹ 永廣 前掲 337 6-8 頁。

³⁴² 同資料は、大蔵省理財局国債課、「国債長期清算取引ニ関スル件」、『昭和財政史資料 1-082-3』であるが、永廣 前掲 337 11 頁に記載されているものを参照した。

³⁴³ 同資料は、日本銀行調査局、『国債清算市場開設ノ可否ニ就テ』、日本銀行金融研究所アーカイブ保管資料 1837 であるが、永廣 前掲 337 11 頁に記載されているものを参照した。

³⁴⁴ 永廣 前掲 337 12 頁。

立場を表明していたものの、結果として東京の国債市場では 1925 年（大正 14 年）11 月 28 日、大阪の国債市場では翌 26 年（大正 15 年）2 月 8 日より、国債長期清算取引が開始されることとなった。

このように、当時の大蔵省及び日本銀行は国債清算取引の導入にあたって、原資産たる国債取引の価格形成に寄与することを意図していたことが窺える。

以上のように、デリバティブ取引には、レバレッジ効果、リスク・ヘッジ効果（価格保険機能）といった経済的効果の他、帳合米取引で述べた時間的平準化機能と空間的平準化機能がある。こうした効果・機能を期待し取引参加者が取引所において取引を活発に行い、需給の投合が行われることは、デリバティブ取引そのものだけではなく、原資産の流動性増加、ひいてはその価格形成にも寄与することを期待し、先人が議論の末、国債についても清算取引を導入していたことが明らかになった。これらの効果については、もちろん実証的研究による裏付けは必要になってくるであろうが、新しいデリバティブ取引、金融商品を導入するに当たっては、多面的にその取引・金融商品を理解し、国民経済的意義を見出すことが重要であるように思われる。

第 6 章 小括

以上第 3 章、第 4 章では、我が国における戦後のデリバティブ取引について整理を試みた。GHQ の証券三原則により、金融デリバティブ取引は昭和 60 年の証取法改正による、長期国債先物取引まで待たなければならなかった。その間、戦前からの清算取引の復活運動もあったものの、結果として米国から輸入された信用取引が広く利用されることとなり、清算取引の復活には至らなかった。その後の世界経済状況の急速な変化に呼応するように、昭和 63 年改正により、指数先物・オプション取引、及び金先法の成立、平成 10 年証取法改正により、有価証券店頭デリバティブ取引が解禁になるなど、短期間の内に、様々な種類のデリバティブ取引を法が認めてきた。2 点大きな変化としては、昭和 63 年の証取法改正により、現金決済しかできない、指数先物・オプション取引を認めた点である。ここでは、原資産が存在せず、あくまで金融指標を基に取引が行われるため、金融指標を定めるプロセスが非常に重要になってくるものと思われる。また、金商法の成立により、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引等新しい種類のデリバティブ取引が定義に加わり、現在に至っている。

第2篇 投機の本質及び投機を過当化させうる 制度と法規制

本篇では、投機の本質及び投機を過当化させうる制度と法規制について論ずる。第一に、デリバティブ取引を含む金融商品取引には投機という要素が多かれ少なかれ含まれるが、そもそも投機とは何か、投機の本質的要素は何か、戦前から戦後に至るまで投機の本質論について議論がなされてきたものの、近年多く議論されていない。しかし、その一方で、金融商品取引の中でも相対的に投機性が高いデリバティブ取引は進化を続けている。本篇では、投機の定義・本質論に関して先行研究をまとめ、考察を加える。そして、投機に対する法規制を考える上で、投機の本質的要素につき、私見を述べる。

第二に、投機を過当化させうる制度として、差金決済、相殺の意義、売りから始めることのできる性質、委託保証金・担保、取引期間・限月制度、市場外取引を挙げる。日米英での議論を元に、これらの点と投機との関係を明らかにし、これら諸制度の法規制を考察することで、法がどのように投機を認め、また、制約しているのか論ずる。

第1章 投機の定義・本質論

第1節 投機の定義論

投機の定義論・本質論については、戦前から戦後に至るまで、経済学・商学の分野で多くの議論がなされてきた。本章では投機の定義を巡って、我が国における代表的な議論をまとめる。

明治期、大正期、昭和期（戦前及び戦後）には、それぞれ我が国の投機論の「主潮」³⁴⁵として、佐野善作氏、向井鹿松氏、福田敬太郎氏、そして住ノ江佐一郎氏、そして、彼らの投機論に考察を加えた杉江雅彦氏がおり、彼らの主張に沿って、投機の定義を整理することが有用であると考え³⁴⁶。

第一に、彼らの多く、とりわけ明治から戦前の昭和期にかけての論者は、投機を広義から狭義に渡って定義している例が多い。投機の広義の定義としては、佐野善作氏は「危険を冒して利益を収めんとする行為」として、例えば商人が遠隔地に商品を輸送し販売する行為、漁師が風波の危険を冒して海洋に漁に出る行為を例に挙げている³⁴⁷。向井鹿松氏は最広義の投機の定義として、「将来の思索推量によって現在と将来を結び付ける行為は即ち広義の投機に外ならない」とし、ここではすべての経済行為を投機と結び付けて捉えている³⁴⁸。そして、福田敬太郎氏もまた、「人間の行動は、現在の必要に応じてなされるものと、将来の必要に対してなされるものがあるが、投機は、将来の事件に対する予見的判

³⁴⁵ 杉江 前掲 256 173 頁。

³⁴⁶ 岸信介氏もまた投機について論じていることから、氏の定義についても紹介し考察を加える。

³⁴⁷ 佐野善作『取引所投機論』（同文館、1905）158 頁。

³⁴⁸ 向井鹿松『総合取引所論』（日本評論社、1932）192 頁。

断にもとづいてする現在における決断的行為」を最広義の投機概念とおき、人間生活全体を通じて認められる、という³⁴⁹。

これらの定義では、余りにも広く、本論文の主旨に合致させるためにも、より狭義の定義について検討しなければならない。この点、どの論者もほぼ同様の定義を行っているように思われる。佐野善作氏は「市場の気配より起る其市価の変動を予期して其差額を獲得するの目的を以てする売買取引を云ふなり即ち俗に相場取引若くは差金売買(Dealings in Difference; Differenzhandel)と称するものは實に吾人の投機にして…」と述べている³⁵⁰。向井鹿松氏は狭義の投機として「此の将来に於ける代価の変動を予測し、之を利用することによって利益を得んとするを唯一の目的とする独立の取引又は職業を投機と云はんとする」と述べている³⁵¹。杉江雅彦氏はカルドアの定義³⁵²に依拠しつつ、「投機とは将来における価格変化が予想される場合に、将来のある時点で再売却（もしくは再購入）の目的をもって現時点において商品を購入（もしくは売却）すること」と論じている³⁵³。

次に、福田敬太郎氏の狭義の定義をみる上で、彼の主張をみると、まず「狭義の投機取引は、差金取引の一種であって、受渡しによって決済されるものは、投機取引から区別されるのが当然である」³⁵⁴としつつも、「差金取引もまた、ことごとく投機取引ではないことに注意しなければならない」³⁵⁵とする。ここからが、彼の狭義の投機概念の本質部分で、「投機取引は、市価の変動から利益を得ることを目的とする差金取引である。しかるに差金取引の中には、現に存在する市価の場所的または時間的差異から確定した利益を実現することを目的とする鞘取引があり、また市価の変動から生ずる危険を免れる手段として行うところの掛繋取引が含まれている。鞘取引および掛繋取引は、相場投機の性質を含んでいるけれども、これらを狭義の投機取引と同一視することはできない」³⁵⁶と主張する。ここからわかる通り、差金決済か否かで狭義の投機取引か否かを峻別し、さらに、そこから鞘取引と掛繋取引を捨象しているところが福田敬太郎氏の投機の定義である。

また、岸信介氏は狭義の定義として「価格の変動に因る差額を利得する目的を以て爲す売買取引を指して投機取引」³⁵⁷といい、さらに最狭義の定義として取引所を投機市場とみ

³⁴⁹ 福田敬太郎『証券投機（証券学体系）』（千倉書房、1972）53頁。

³⁵⁰ 佐野 前掲 31 2頁。

³⁵¹ 向井 前掲 348 196頁。

³⁵² Kaldor, Nicholas, *Essays on economic stability and growth* (2nd Edition), Duckworth, 1980, at 17.

³⁵³ 杉江 前掲 256 252頁。

³⁵⁴ 福田 前掲 349 57頁。

³⁵⁵ 福田 前掲 349 57頁。

³⁵⁶ 福田 前掲 349 57頁。

³⁵⁷ 岸信介『取引所法』末弘巖太郎編 現代法学全集 第23巻（日本評論社、1928）111頁。

なす場合の投機の定義として、「差金投機とか差金売買」³⁵⁸というものを指し「売買取引を爲す目的とか動機とかを見るのではなくして、売買取引の決済に着目して其の概念を定めるのである。売買せられた物件と売買代金との授受に依りて売買が履行せらるるならば、それは實物取引である。之れに反して同一人が売と買とを爲した場合に此の両者を相殺して其の差額の授受に依りて売買の決済をつけるものが茲に云ふ投機取引である」³⁵⁹とする。

以上からわかる通り、これらの論者の定義には、共通点として、①将来の価格変動を予測し、②その価格変動に伴う差益を得ることを目的として、③売買取引を行うという3点が重要な要素として含まれているといえる。そして、上記の論者で立場が異なっているように思われるのは、差金決済か否かという点である。佐野善作氏・岸信介氏は、差金決済を狭義の投機と定義づけ、他方、向井鹿松氏・杉江雅彦氏は取引の客体に関する決済の有無については論じていない。このことは、例えば株価指数先物取引のように差金決済しかできない取引の場合、また、国債先物取引でも反対売買を行い、先物取引を手仕舞いした場合、前者・後者とも投機の定義に当てはまる。他方、投資者が株式を自己資金で買い、当該株式の株価が上がった際に、売却した場合、前者では投機には該当せず、後者では投機に該当することとなろう。そのため、前者だとやや投機の定義としては、狭いと考える。

この点、後者のように、差金決済か否かを問わず、将来の価格変動に基づく差益を得る目的で、有価証券の売買を行うことを投機することが妥当であるように思われる。この立場に立った場合、何十年先の老後の生活資金のために株式、投資信託等を長期的に運用し、最終的にこれらを売却することにより売却益を得て年金生活の足しにする行為も投機の側面があるのかもしれない³⁶⁰。この点、短期の投機、長期の投資と明確にわけるとは困難であると思われる。

また、デリバティブ取引の観点から投機という概念を考えた場合、指数先物取引や天候デリバティブ取引の場合は、将来の価格変動と言ったときの価格が存在しない。これらの商品の場合、金融指標や気象観測数等の変化(変化しないということも含む)を予測して、取引を行う。さらに、変動に伴う差益といった場合、オプションのストラドルの売りの場合等、原資産の価格・金融指標が変動しないことで取引相手方から受け取るプレミアムを求める取引があり、天候デリバティブ取引の場合は、取引によって得られるプレミアムが、こうしたデリバティブ取引の売り手の利益となる。

さらに、利益の中に、リスク・ヘッジによって得られた損失回避という概念を含めるか否かが問題となる。現在のデリバティブ取引を用いたリスク・ヘッジは、常に原資産の価格変動リスクに100%反対の損益の動きをするデリバティブ取引を行っているわけではな

³⁵⁸ 岸 前掲 357 111 頁。

³⁵⁹ 岸 前掲 357 111 頁。

³⁶⁰ 但し、配当金といったいわゆるインカムゲインを得ること、又は価格変動に伴う差益、いわゆるキャピタルゲインを得ることを求めること、のどちらが主目的かも投機か否かの判断材料となろう。

い。取引コストがかかるのは当然のことだが、それ以上に様々な原資産・リスクを大量かつ複雑に保有している場合、そのリスク・ヘッジ行為そのものが投機の色彩を帯びているというのが実情である。そのように考えると、損失を回避することを投機の定義に含めても差し支えないように思われる。

そのため、金融商品取引、とりわけデリバティブ取引における投機の定義を考えた場合、将来の金融商品の価格変動、金融指標等の変動（又は、変動をしないこと）を予測し、これらの変動（又は、変動しなかったこと）に伴い、利益を得る、または損失を回避することを目的として行う金融商品取引（デリバティブ取引）行為といえるのではないだろうか。

第2節 投機の本質論

本章では、上記で議論した投機について従来から展開されている本質論を紹介し、投機概念をより明確化していくこととする。投機の本質論に当たっては、我が国にとどまらず、米国においても、戦前から賭博概念との相違点を明らかにすることで投機の本質にせまろうとするものが多い。本章ではこれらの従来からの方法に従い、投機の本質論を整理することによって、示唆を得ることを目的とする³⁶¹。なお、本章における投機の本質論については、筆者は金融デリバティブ取引、商品デリバティブ取引との間に差を設けるべきではないと考えるため、商品デリバティブ取引を念頭に置いている文献についても紹介することとする。

第1項 知的考察の有無を基準とする立場

第一に、投機と賭博との基準は、知的考察の有無にあるとする立場である。Serenio S. Pratt³⁶²によれば、投機者(speculator)は買おうとする株式の発行体の状況や収益力について調査を行う他方、投機者は大量の商品を発注する商人と同様に用心し、保守的に行動する。株式市場における賭博者(gambler)は盲目的で、自身が投資しようとする財産やその状況を調査せず、ただ運を天に任せる。賭博者は自身が負担できる以上のリスクを抱え、おそらく一回の取引で何カ月物間蓄えた貯金を無駄にする。賭博者は競馬やルーレットに興じ、自身の資金をリスクにさらすだろう、と主張する。

John E. Kirshman³⁶³によれば、株式や債券は様々な程度のリスクを抱えているが、これ

³⁶¹ 本章で用いた分類については、山名義高『有価証券と取引市場』（東亜堂書房、1913）243-245頁、及び、上林正矩「投機および賭博に関する諸説--アメリカ文献による考察」駒沢大学経営学部研究紀要7号（1977）1-26頁を参考とした。

³⁶² 以下、Prattの発言は、Pratt, Sereno Stansbury, *The Work of Wall Street*, D. Appleton and Company, 1906, at 43-44.

³⁶³ Kirshman, John Emmett, *Principles of Investment* (2nd Ed.), McGraw-Hill Book Company, 1933, at 16-

らは慎重な分析によってある程度の正確性をもって計ることが可能である。それゆえ、成功の確率を計ることができるかもしれず、投機リスクのみを引き受け、利益が出ることを期待し、目を開き、自身の財産を投資する。こうした点に基づき株式や債券を購入する者は、もし付随するリスクを計算することを学んだのであれば、不動産を購入するものと全く同じ立場である。しかし、不動産も株式も経験がなく、どちらの場合においても、付随する危険性がわからないまま、投機リスク以上を引き受ける、これは賭博者の危険性(the gambler's chance)である。

我が国では、田中耕太郎氏は、「投機も亦思弁の一つの働きである」とし、「合理的試行には思索 (speculation) がなければならぬ。投機は思索と相通ずる。」³⁶⁴と述べている。また、山名義高氏は「投機に於ける成、不成は、理論上より言ふ時は、自己の知識判断に依りて決せられるべきものとす。之れに反し賭博は決して予想計算を爲さずして、只偶然の出来事に依りて利益を得るなり。」³⁶⁵と主張する。

これらの考え方の背景には、投機を表す英語の speculation の元来の意味が「思索」を表す点に由来していると思われる³⁶⁶。

この説に対しては、佐野善作氏が批判を展開しており、賭博の一例である競馬を取り上げ、競馬では競走馬の研究を行う場合がある一方で、証券投機においてストップオーダーのように判断力を用いずに機械的に取引することも可能であるため³⁶⁷、この点は投機の本質としては適当ではないとする。

第2項 引き受けるリスク（危険）の性質又は種類を基準とする立場

この立場は、投機と賭博の違いとして、それぞれ行為者が引き受けるリスク（危険）の性質又は種類が異なる点に着目し、投機と賭博を区別する基準となると主張する。Julius B. Baer 及び George P. Woodruff³⁶⁸は、以下のように述べる。ポーカーに興じる者とトレーダーとの間に明確な違いがある。商品取引所におけるトレーダーは、価格変動に係る経済状況を見出し、そこから利益を見出そうとする。ポーカーに興じる者は、運任せの利益を得ようとする明白な目的のために、他者と共に参加し、リスクが生成されている状況を作り上げている。このように、賭博者は自身のリスクを創造するが、投機者は単にリスクを引き受ける、この重要な点において、投機は賭博と異なる、と。

17.

³⁶⁴ 田中 前掲 10 6 頁。

³⁶⁵ 山名義高『有価証券と取引市場』（東亞堂書房、1913）244-245 頁。

³⁶⁶ ちなみに、「投機」の語は、元来仏教用語で、師弟の心機が投合することを意味するという。

³⁶⁷ 佐野 前掲 31 7-8 頁。

³⁶⁸ Baer, Julius B and Woodruff, George P., *Commodity Exchanges*, Harper & Brothers Publishers, 1929, at 124-125.

J. Edward Meeker³⁶⁹もまた、投機者に必然的に伴うリスクは、投機者が売買する財産に本質的に存在するリスクから基本的に生ずる。他方、賭博のリスクは賭博者によって創られ、財産の所有権と全く関係なく将来の出来事に基づいている、と主張する。

この点、米国における投機の本質論に関する論文を渉猟しまとめた上林正矩も、投機は価格変動危険ないし財産的危険の引受行動であり、賭博は人工的創造危険の引受行動であるとする説がアメリカでは最も多数であった、と述べている³⁷⁰。

第3項 公益性（社会的利益）を基準とする見解

向井鹿松氏は、「危険を冒すことでなくして本来生産及び配給に伴う現実の危険を思考によって防止せんとするのが投機の本質である。故に市場生産大量生産となったから投機的職分を必要とするに至ったのではなくして、投機的計算的手段によって将来の予測が出来るやうになったから危険なる市場生産、大量生産が出来るやうになったのである」³⁷¹と述べている。投機（的計算的手段）が、リスクを伴う市場生産、大量生産を可能にしている点で、一定の国民経済的意義、社会的利益を投機の本質に見出しているといえる。

米国では、Richard J. Teweles³⁷²は、この立場だけに依拠せず、上記のリスクの性質又は種類を基準とする立場と両方を考慮する立場である。Tewelesらは、賭博との相違点は、リスクの性質と社会的利益を基にする、という立場である。賭博は誰かが取るというただそれだけの目的でリスクを創造する。競馬、ポーカー、ルーレットはリスクを作り出し、そのリスクはこれらの賭博なしには顕在化しない。賭博者は幾分かのお金を得る機会を求める見返りにこれらのリスクを進んでとる。特に社会的利益は全くもたらされない。投機は、反対に、自由な資本主義システムの中で商品を販売するプロセスの中に必然的に存在するリスクを扱う。投機者は経済にいかなるリスクも加えない。単に投機者が投機を望んでいるだけだからだ。そして、この点は、自身の賭博を行いたい希望を満足するためだけに作られるゲームをの原因を作る賭博者とは異なるのである。

第4項 主観的側面を基準とする立場

Lawrence Chamberlain³⁷³は、投機と賭博の区別は経済的(economic)よりも倫理的(ethical)であるとする。両者とも将来を取引するが、両者の違いは動機の相違にあり、かつ利益追求に伴うリスクの程度と性質の相違にある、と主張する。そして、賭博は不確実

³⁶⁹ Meeker, J. Edward, *The Work of the Stock Exchange*, The Ronald Press Company, 1922, at 399-400.

³⁷⁰ 上林 前掲 361 24 頁。

³⁷¹ 向井鹿松『取引所の理論的研究—附・短期取引の技術的研究』(丸善、1926) 28 頁。

³⁷² Teweles, Richard J. et al., *The Commodity Futures Trading Guide*, McGraw-Hill Book Company, 1969, at 4-5.

³⁷³ Chamberlain, Lawrence, *The Principles of Bond Investment*, Henry Holt and Company, 1917, at 8.

性に対する魅力が主な動機であるのに対し、投機は利益追求がそれであるとする。

また、Arthur Twining Hudley³⁷⁴は、取引の形式に基づいて投機か賭博か区別してはならないとし、正当な投機と賭博との区別は意思(intent)と目的(purpose)にあるとする。正当な投機は市場の必要性という期待と、これらの必要性を満たすための取引をなす上で生ずるリスクを引き受ける力が含まれるとする。

なお、この立場に対しては、佐野善作が、主観的要素の検討により投機とみなされない場合で、単に行為者の射幸心、不確実性に対する魅力からなされた取引であったとしても、結果として公益につながることもありうる、と批判している³⁷⁵³⁷⁶。

第5項 売買取引の有無を基準とする立場

Henry Crosby Emery は以下のように述べる。賭博とは、偶然の出来事(a chance event)によって、一方の当事者が自身の財産からある金額を支払う取引である。投機は(特定の目的物ではないかもしれないが)とある財産に対する権利を購入し、売却時と購入時の当該財産の価格差により損益が生ずる取引である。この違いは大きい。賭博では、一方の当事者が勝ったものを、他方が失わなければならない。投機の場合は必ずしもそうではない。両者とも不確実性に左右されるが、賭博が偶然の出来事という人工的に創られたリスクに対して資金を投じるが、投機は価格変動とう避けられない経済的リスクを負担する³⁷⁷

佐野善作氏もまた、Emery の文献を参照し、上記と同様の点に触れつつ、「投機も賭博も共に将来発生的事实を基礎として輸贏を決するものにして危険を履む行為たる点に於て相擇む所なきも投機は夫の私有財産の制及び個人的営利を認めたる我経済組織に避くへからざる行為にして実に生産的行為の一を為すものなれとも賭博にありては経済社会の生産的行為と全く没交渉なり」³⁷⁸と論じている。

第6項 我が国の商法における投機

岸信介氏は当時の商法を参照し、「投機とは 263 条に規定する投機購買・投機売却の意味で、価格の変動による差額を利得する目的をもってなす売買取引を投機取引」³⁷⁹とすると論じているが、現在の商法は投機をどのように捉えているのか、本節で整理する。

現行商法第 501 条第 1 項及び第 2 項において、行為自体の性質から商行為とされる絶対

³⁷⁴ Hudley, Arthur Twining, *Economics*, G.P.Putman's Sons, 1896, at 110-111.

³⁷⁵ 佐野 前掲 31 8 頁。

³⁷⁶ 同様の批判として、Emery, Henry Crosby, *Speculation on the stock and produce exchange of the United States*, Columbia University, 1986, at 99.

³⁷⁷ Emery, *id.*, at 100.

³⁷⁸ 佐野 前掲 31 8-9 頁。

³⁷⁹ 岸 前掲 357 111 頁。

的商行為として列挙されている行為の中に、投機購買及び投機売却がある。同法第 501 条第 1 項は「利益を得て譲渡する意思をもってする動産、不動産若しくは有価証券の有償取得又はその取得したものの譲渡を目的とする行為」を講学上投機購買と呼ぶ。

ここでは営利意思が必要とされ、営利意思を有して有償取得された物品が取得価額よりも安い価格で他に譲渡され、利益が得られなかったとしても、取得行為と処分行為はそれぞれ投機購買およびその実行行為として、絶対的商行為とされる。(大判昭和 14 年 2 月 18 日)。なお、営利意思は、外部から認め得ることを必要とし、行為の内心の状態にとどまっているにすぎない場合は絶対的商行為とならない³⁸⁰

また、同条第 3 項では、取引所においてする取引もまた絶対的商行為と規定されることから、同項もまた投機行為について規定した条文であり、取引所を投機市場と捉える考え方³⁸¹に接近する。

このように、商法では投機について、定義規定があるわけではなく、あくまで商法の適用範囲を画するため、絶対的商行為の規定が存在し、講学上の概念として、投機購買、投機売却などの概念が登場するわけだが、投機を将来との価格差を利用した売買取引とした場合、売りと買いの一组で投機取引というところ、投機購買の説明においては「投機購買およびその実行行為」と呼び、売りにあたる実行行為には「投機」の文言は付されていない。これは、条文の中で「利益を得て譲渡する意思をもって」、といういわゆる営利意思に、投機性を見出していると解することも可能である。この点、利益を得て他人に譲渡する意思を投機意思とし、投機意思どおりに売却を実行したか否かはこの条項の適用には関係ないとされることから、商法においては、投機概念は、投機意思が外観において存することを要するものの、その意思に着目していると考えられる。

第 7 項 私見

以上のように、投機の定義に関する我が国と米国の先行研究の議論をまとめたが、第一に、賭博との区別にあたっては、賭博の側から比較検討を加え消極的に投機の本質を理解するのではなく、投機の意義が何であるか、積極的な意義を見出すことが重要であると考える。そして、上記の様々な説の中で、引き受けるリスクの性質又は種類を基準とする立場、公益性（社会的利益）を基準とする立場から、投機を定義することが重要であると考える。両者の立場は矛盾するわけではなく、他者の有する価格変動リスク、財産的リスクを引き受けるという行為には、一定の公益性・社会的利益があるといえ、これが仮にそのような意図でなかったとしても、外見上認められれば足る、と考える。

³⁸⁰ 神崎克郎『商行為法 I—商事売買の機能的考察』（有斐閣、1973）16 頁。

³⁸¹ 岸 前掲 357 111 頁。

第3節 小括

第1章では投機の定義・本質論について、先行研究を整理し、私見を述べた。投機の定義については、元々の定義論は先物取引のみを前提として議論がなされていたきらいがあり、現在の様々なデリバティブ取引なども考慮した場合、私見ではあるが、投機とは、将来の金融商品の価格変動、金融指標等の変動（又は、変動をしないこと）を予測し、これらの変動（又は、変動しなかったこと）に伴い、利益を得る、または損失を回避することを目的として行う金融商品取引（デリバティブ取引）行為といえるのではないだろうか。

また、投機には積極的な意味合いとして、引き受けるリスクの性質又は種類が、社会経済上意義を有し、公益性（社会的利益）を有する点が、投機の本質でなければならないと考える。

第2章 投機を過当化させうる制度と法規制

本篇では、投機を過当化させうる制度として、差金決済、相殺の意義、売りから始めることのできる性質、委託保証金・担保、取引期間・限月制度、市場外取引を挙げる。日米英での議論を元に、これらの点と投機との関係を明らかにし、これら諸制度の法規制を考察することで、法がどのように投機を認め、また、制約しているのか論ずる。

第1節 差金決済

本章では、差金決済をいくつかに分類し、その後、差金決済に関連した過去の議論をいくつか紹介することとする。

第1項 資金以外の決済を一部必要とする取引

資金以外の決済を一部必要とする取引として、第一に、米国の証拠金取引（レギュラー・ウェイ）及び、それを継受し戦後導入された我が国の信用取引がある。信用取引は投資者と業者との間では、取引及び取引客体の市場価格を日々値洗いすることで計算される委託証拠金を差し入れることで、実際の株券の受渡は発生しない。しかし、対取引所・清算機関の間では、株券の受渡が行われているというところが重要である。その意味で、資金以外の決済が一部必要となる取引類型であるといえる。

戦後まもなく、大蔵省に設置された金融制度調査会特別委員会報告が1947年（昭和22年）7月17日付で出した「証券取引法の施行に関する意見書」によれば、「売買取引の種類並に期限は未だ決定に至らぬが、米国流のレギュラー・ウエーの方式を採用せんとするものである事は大体既定の事実として認めて不可なく、然るときは証券市場と金融市場とは不可分の関係に立ち、一層現実的なる協力の下に両者相共にこれが実行案を樹立するに

非ざれば、その実現は期待されない」と記している³⁸²。

また、同報告書の「証券取引所の設立、運営に運する問題」の中では、米国のレギュラー・ウエーを採用し、翌日受渡による証拠金取引を実施するには、株式担保のコール資金の市場流入、貸株市場の開設が必要であるため、関連業界等において委員準備委員会を設置すること、そして、レギュラー・ウエーによる受渡決済等には清算会社を新設するか、設立が困難である場合には、証券取引所に受渡を行うべき最終の相手方を決定させ、受渡差金の授受は証券取引所を通じて行うこと³⁸³、と具申している。

このように、信用取引制度の運用には、資金及び有価証券等の貸借市場の存在が不可欠である。なぜなら、信用取引の買い・信用、売り信用から開始する場合、買いのための必要資金、売りに見合う株券を借りられなければ、信用買い・売りを行うことができないためである。そして、貸借関係が発生するため、担保の受渡しも行われ、差し入れることのできる担保余力の分まで、また、信用供与側も自身の範囲でのみ信用供与が可能となる。このように、以下に述べる、資金以外の決済を必要としない取引、資金以外の決済ができない取引と比べて、相対的に投機に対して抑制的に働く制度であるともいえる。

信用取引は、金商法第 156 条の 24 第 1 項において、「金融商品取引業者が顧客に信用を供与して行う有価証券の売買その他の取引」と定義される。取引の対象が有価証券と定義しているため、株券に限らず債券等幅広く信用取引を行うことにつき法的制約はない³⁸⁴。信用取引の目的は仮需給の導入にあるとされる。すなわち、手元に売却するための株式または購入するための十分な資金がない人が、株券・資金を借り受け、市場参加に結び付けることを指す³⁸⁵。また、市場の側から見ても、現物取引市場の中に信用取引注文が加わり一体となって約定・執行されるため、「現物取引に対して直接、仮需給が投合される効果をもち、そのことを通じて、現物価格の継続性と安定性が維持され、現物株式の流通と公正な価格形成に資する」³⁸⁶と期待される。信用取引には、証券金融会社が資金または株券の貸付を行う制度信用取引と、個別の金商法業者がこれら貸付を行う一般信用取引³⁸⁷がある。

³⁸² 日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦後編第五巻 証券市場の改革・再編（五）』（日本証券経済研究所、1985）766-770 頁。

³⁸³ 日本証券経済研究所 前掲 382 766-770 頁。

³⁸⁴ 東京証券取引所グループ『東京証券取引所 60 年史 制度編』（東京証券取引所グループ、2010）38 頁。

³⁸⁵ 日本取引所グループ 東京証券取引所 信用取引の目的
(<https://www.jpx.co.jp/learning/basics/margin/purpose/index.html>)

³⁸⁶ 二上季代司「個別株先物取引と信用取引」証研レポート 1596 号(2001)1-10 頁。

³⁸⁷ 一般信用取引は、1998 年（平成 10 年）証取法改正により、貸株市場が整備され、証券会社が自由に株券を調達しこれを顧客に貸し付けることが可能となり、これに伴い、同年、東京証券取引所業務委員会の下部組織として設置された、「信用取引制度検討ワーキング・グループ」が取りまとめた、金利及び品貸料等を自由とする信用取引の導入等が理事会で了承、証取法改正施行と同時に実施された。東京証券取

制度信用取引については、対象銘柄、返済期限、品貸料、権利処理等を取引所が定めることとし、一般信用取引は顧客と金商法業者との間で決定することができる³⁸⁸。

第2項 資金以外の決済を必要としない取引

本節では資金以外の決済を必要としない取引を概観する。この意味は、資金以外の決済を必要としないということであり、資金以外の決済を行うか行わないかは、取引当事者間、若しくは原資産の価格・金融指標等により決定されるという意味において、である。

資金以外の決済を必要としない取引の代表例は有価証券先物取引である。国債先物取引のように、限月を迎えた先物取引は、受渡適格銘柄を先物の買い手に渡すか、反対売買によって差金決済を行うことが可能である。但し、この場合でも、資金以外の取引客体の受渡を行いうる制度となっており、どのように先物の建玉を手仕舞うかは、取引当事者の選択に委ねられている。我が国の有価証券先物取引の歴史は古く、明治期より定期取引、後に清算取引として戦前まで存在した。当時のデータを見ると、大株取引所における明治11年から大正15年までの各年の長期清算取引につき、受渡株数を売買株数で除した値は、およそ5パーセントから34パーセント³⁸⁹の間で推移していた。ここからもわかる通り、大部分は反対売買を期日までに行っているように思われる。しかしながら、敗戦の後、GHQのいわゆる「証券三原則」により、有価証券先物市場は姿を消し、昭和60年証取法改正による長期国債先物取引まで待たなければならなかった。

同様の性質を有する取引としては、有価証券オプション取引がある。当該取引は、権利行使が行われるか否かにおいて、対象となる有価証券を取引相手との間で受け渡さなければならぬため、プット・オプションの売り手及びコール・オプションの買い手は必然的に引き渡し対象株券の調達に迫られる。プット・オプションの売り手は、通常株価の下落を想定するわけだが、オプション取引約定時に原資産である個別株式を保有している必要はない。

第3項 資金以外の決済ができない取引

次の取引類型は、資金以外の決済ができない取引である。古くは江戸時代の帳合米取引が、現在では、指数先物取引、スワップ取引、CDS、天候デリバティブ取引などが当てはまる。

江戸時代の堂島米会所における帳合米取引は、米切手という有価証券の先物取引を制度化

引所『東京証券取引所50年史 資料集 制度編』（東京証券取引所、2000）446-447頁。

³⁸⁸ 日本取引所グループ 東京証券取引所 信用取引のしくみ

(<https://www.jpx.co.jp/equities/trading/margin/outline/index.html>)

³⁸⁹ 長期清算取引導入初年である大阪株式取引所 前掲1 69-83頁のデータ（取引種類別売買高表（長期取引一株式））を基に筆者が計算した。

された市場で行った歴史上最古の例であるが、前節との大きな違いは、先物取引関係を終了させるためには、必ず反対売買による差金決済を行わなければならない、対象となる米切手の受渡が制度上認められていない点である。資金以外の決済ができない取引は、反対売買が強制されるという点において、反対売買をその取引期間の最終取引日まで行わない場合、その日の相場に左右される可能性が高いという意味において、前二者よりも投機性が高いといえる。そのため、明治期を迎え、帳合米取引を賭博と見なした政府は、定期取引、清算取引制度を設置、資金以外の決済も可能とする取引制度を設けたのである。

その後、資金以外の決済ができないデリバティブ取引は姿を消し、再度登場するのが、有価証券指数先物取引である。その名の通り、原資産が、例えば、株価の指数 (TOPIX 等) であることから、受渡を行う客体が存在しない。こうした指数を先物取引の客体として認め、先物取引制度を導入するにあたっては、経済学・商学の分野において、大きな論理的転換を要求するものであった。杉江雅彦氏は株価指数先物の導入にあたって、「伝統的先物取引論の常識からすれば、先物取引は現物取引による決済を延長したものであって、始めから受渡し不可能な商品 (もしくは証券) を先物取引の対象として認めることができるかどうかは、大きな問題点である」³⁹⁰と述べている。なぜなら、「売買最終日の売買終了時に未決済の形で残された建玉は現物受渡しでもって決済されることにより、先物価格が現物価格に収斂し、それが先物価格形成の基礎をなすと同時に、現物市場の参加者に対して先物取引によるヘッジングの手段を提供する」³⁹¹ためだからである。

この点、戦後我が国よりも先に株価指数先物取引を導入した米国の例を見てみよう。CFTC は、1981 年 12 月現金決済の方式を採用したユーロダラー定期預金先物取引を、CBT、CME 及び NYFE の 3 取引所に認可した。この先物取引は、現物受渡を行わない現金決済に限定する先物取引として、米国で初めて導入された資金以外の決済ができないデリバティブ取引である。

では、なぜ CFTC は現金決済のみの先物取引を認めたのであろうか。ここで、登場するのが、“good cash price” (信頼できる現物価格) という概念である。この概念は Allen B. Paul が、米国農商務省の報告書の中で述べている。本報告書は、規制上の目的において、真正なヘッジを定義する理由、そして、規制上の定義の不備等を論じた報告書である。

本報告書の「完全な現金決済(Complete Financial Settlement)」の項³⁹²で、Paul は、ブ

³⁹⁰ 杉江雅彦「株価指数先物の導入をめぐる問題点—現金決済の是非論—」フューチャーズ 9 巻 11 号(1985) 2 頁。

³⁹¹ 越智和雄「株価指数先物取引における現金決済の論理」龍田節=神崎克郎編『証券取引法大系：河本一郎先生還暦記念』(商事法務研究会、1986) 665-666 頁。

³⁹² 以下の部分は、Paul, Allen B, *Treatment of Hedging in Commodity Market Regulation*, Economic Research Service, United States Department of Agriculture, Technical Bulletin, No.1538, at 14-15 による。

ロイラーの先物取引について述べる。ブローラーは、腐敗しやすいという性質から、売り建玉を保有する取引参加者は、現物を引き渡す代わりに引き渡し証書(shipping certificate)を発行することができる制度を設けている。そして、引き渡し証書を受け取った者には、入札に参加する者に転売することができ、その際に用いた価格が、米国農商務省が公表する、翌週のシカゴ地域に流通される、グレード A の鶏肉の加重平均現物価格である。ここで、Paul は、現金決済で重要なことは、信頼し得る現物価格である、と述べている。また、別の完全に現金決済となった事例を挙げ、そこで用いた価格が、「真実の商業的価値(true commercial value)」であり、この価値は、他の確立した市場における価値及び、この国において製造・消費の目的で用いられる価値で、これら双方が公正な価格決定の一部となるもの」と定義されるという。

こうした先例をもとに、Paul は、「商品取引において、信頼できる現物価格の公示制度があれば、そうした公示制度を基に公式に、現金決済制度を設計することは可能である」と述べている。そして、「信頼できる(good)」の意味について、「広く相場操縦されないもの、相当に市場価格が公示されること」と述べている。

まとめると、「信頼できる現物価格」は、真実の商業的価値を有しており、公正な価格決定の一部をなし、広く相場公示機能が働き、広く相場操縦されないもの、と言える。この点、前述の金融指標でも述べた、政令が指定する金融指標の機銃として、人為的変更の不可能性・困難性の要請の他、社会経済状況または事業者の事業活動に重大な影響を与えるという意味での重要性、そして投資者保護の必要性の3点と大きく重なる点である。

こうした理論構成を基に、CFTC では、株価指数若しくは株価平均は現物市場において株式の市場価値を正確に反映した取引価格から計算されたもので、信頼し得る現物の価格系列として広く伝達、利用され、かつ周知されたもので、それらは多数の株式で構成され、実質的に株価操作を行うことが不可能であり、現金決済方式の株価指数先物取引への適用は問題ないとしたのである³⁹³。

このように、資金以外の決済ができないデリバティブ取引は、取引最終日において、残っている建玉を清算する際の価格が非常に重要になる。この点、現在の我が国の上場先物・オプション取引については、特別清算数値（最終清算数値、Special Quotation: SQ 値ともいう）について定められている。大阪取引所業務規程第 36 条第 1 項において最終清算数値は、取引最終日の終了する日の翌日に定めるものとし、例えば、日経平均株価先物の場合、取引最終日の終了する日の翌日における東京証券取引所が開設する取引所金融商品市場における各構成銘柄の売買立会の始めの約定値段（取引最終日の終了する日の翌日に約定値段がない銘柄については、本所が定める値段）に基づき算出した指数³⁹⁴と定義されてい

³⁹³ 越智 前掲 391 673 頁。

³⁹⁴ 日本証券取引所グループ 大阪取引所業務規程
(http://jpx-gr.info/rule/dsho_dreg_201412010002001.html)

る。なお、同条第3項では、最終決済期日前に特別清算数値に誤りがあると認められた場合に、再算出された特別清算数値を最終清算数値とすることができるとあり、同条第4項で、取引参加者は、取引対象指数又は対象指数の算出若しくは配信の不能、遅延若しくは誤り又は清算数値若しくは最終清算数値の変更により損害を被った場合においても、本所及び指数算出者（当該算出者から当該指数の算出に関して業務の委託を受けた者を含む。）に対してその損害の賠償を請求することができない、と規定している。

第4項 明治11年の株式取引所条例第39条を巡る元老院での議論

上記3項において、いわゆる、差金決済制度を3つに分類し、それぞれを整理した。差金決済取引は、取引対象の価格差に着目し、売買を行い、その結果として、差額を決済するという取引であり、売買取引の目的物を必要とせず、さらに買い付け代金もまた不要であるという意味で、決済物件及び資金の所有、有限性から投資家を開放させる結果をもたらし、このことが取引を相対的により投機的なものとしているといえる。

差金決済取引は取引・決済の一形態であり、信用制度が未発達な経済で普及した制度であり、我が国では江戸時代の堂島米市場における帳合米取引、石建米取引、明治から戦前の昭和にかけての定期取引、清算取引は差金決済をその特徴としていた。このことは、言い換えれば、売買当事者相互間で信用を供与し、その履行期を将来のある日とすることを契約条件として取引を行う方法ともいえる。

杉江雅彦氏は、投機が市場取引に参加する方法として、上記の取引関係を通じて行う投機の他、もう一つの方法として、貸借関係を通じた投機を論ずる³⁹⁵。即ち、現在の有価証券信用取引である。すなわち、信用買いを行うものは資金を借り有価証券を買い、信用売りは有価証券を借りることで、その売却を可能とする。この場合も、信用を供与する証券金融会社又は金融商品取引業者と投資家との間は差金決済によるが、実際の市場での取引は実物取引となっている点が、取引関係を通じて行う投機と異なる点である。貸借関係が発生するため、担保の受渡しも行われ、差し入れることのできる担保余力の分まで、また、信用供与側も自身の範囲でのみ信用供与が可能となる。

米国では貸借関係を通じた投機が発達したため、実物取引市場を保持しつつ、他方で、貸株市場及び金融市場が著しく発展し他方、欧州は実物取引と共に、取引関係を通じた投機が発達した。我が国もまた、戦前の取引をみるに、欧州と同じ途を辿ってきたといえよう。

このように株式、債券、または商品など取引の客体が存在する場合であっても、差金決済制度または信用取引制度を創設することで、これらの取引に投機的色彩を加えることが可能なのである。

このことが議論となったのが、明治11年の株式取引所条例第39条を巡る元老院での議

³⁹⁵ 杉江 前掲 256 271-273 頁。

論である。そもそも同条例では、現物取引にあたる現場取引と定期取引の二種類が認められていたが、後者の定期取引は江戸時代における帳合米取引のように、決済期日が到来したとしても、現物の受渡しを必要としない純然たる差金決済取引ではなかった。³⁹⁶同条例案では、「約定期間内ニ於テ之ヲ転売スルヲ得ヘシト雖モ其期日ニ至レハ必ス現物ノ受渡ヲ為スヘシ」と規定し、差金決済ではなく、現物の決済を要求していたからである。

この条文案に対して、陸奥宗光は、「本条ニ必ズ現物ノ受渡シヲ為スベシトアレド此ノ一句ヲ削リ但書キヲ本文中ニ加ヘテ『取引所ニ於テ為ス所ノ売買取引ハ現金ト定期トス但三ヶ月ヨリ永キ定期ノ約定ヲナスベカラズ』ト修正セント欲ス」³⁹⁷と述べ、現物による受渡しを強制する文言の削除に関して動議を提出したのである。強制現物決済の部分の意図は、取引所取引において現物決済が実際には容易に行われなことを知る監督官庁が、警告的に挿入していたためである。この点、陸奥はそのことを察知できたが、別項に違約人の規程が明記されていることから削除の妥当性を指摘した。なぜなら、条例が徒に過酷となり、民心が遠ざかるのを避けようとしたからである³⁹⁸。陸奥の発言に続き、津田出がこれに賛意を表明、現物の受渡しは実際には行われ難いことから、取引所を早急に設立しようという意図にも反すると、発言した。³⁹⁹

これに対し、山口尚芳が発言を求め、陸奥らの発言に真っ向から反論し、「此現物ノ受渡ト云フコトハ取引所ヲ設立スルニ付テハ最肝要ノ事ナリ」とし、もし現物受渡しを法律で強制しておかなければ、かつての米市場のように空相場が続出し弊害が生ずると発言した。以下、少々長いですが、陸奥、山口らの議論を紹介する⁴⁰⁰。

陸奥「受渡しが肝要であることは、貴官同様、本官も十分心得ている」、「ただ利を求めに急ないわゆる投機的商売には、しばしば現物の受渡しは不要となりがちであり、無理強いできるものではない。」

山口「元来、現物の受渡しを行うは正、行わざるは変である」とし、「たとえば盗賊は法あるが故に捕まえることができる。かく変に臨むには明文がなければならぬ。この一句の存在すべき理由である。」

津田「この一句がないと現物の受渡しが行われなくなるようにいわれるが、決してそうではない。ただ定期取引では励行し難いことであり、これによって損害を受ける者があれば別に処罰規定もある以上、これは蛇足であり、また定期を認め、一方にて現物受渡しに固執するは矛盾にも似たるものであろう」

³⁹⁶ 杉江 前掲 256 87 頁。

³⁹⁷ 加藤福太郎 前掲 183 29 頁。

³⁹⁸ 黒澤正男『証券人物百年史 I 草創期の群像』（政経時事、1983）132 頁。

³⁹⁹ 加藤 前掲 183 29 頁。

⁴⁰⁰ 以下、加藤 前掲 183 30-34 頁を筆者が一部現代語に改めたものである。

山口「定期の受渡しは行い難しと再三聞くが、十五日、三十日と猶予のあることなのだから、むしろ行い易いことである。」

陸奥「定期におけるように、未必の条件にあっては、十五日といい三十日というも、その期日にならなければ、約定の履行は容易に予断を許すものではない。未必の条件とは、未然を約すことである。さらにいうならば、取引所はいずれ数ヶ所に設置されようが、それらの取引を合すれば、発行高を超える取引も行われることが考えられよう。だが、取引所ごとにこれを制限することはできないのである。」

山口「これは驚くばかりである。発行高を超える取引とは、つまり空相場である。空相場は即ち賭博である。これを禁じないというなら賭博も罰するには及ばないだろう。」

ここで、中島信行、細川潤次郎、前島密がつぎつぎと発言をもとめて、現物の受渡しが原則であること、これを条例に掲げて政府の命令とするには及ばないこと、実際に励行し難きものを強制し、いたずらに取引を混乱せしめることの不利、などの諸理由を述べて陸奥の意見を支持した。

河野敏謙「空相場の諸弊害は諸君の熟知されるところである。米の空相場はこれを禁ず、証券のそれは不問に付す。これは理なきも同然。ある議官は取引高は発行高を超えんという。この一言、何たる言か。現物受渡しのこの一句は、空物売買者への頂門の一針である。この空物売買を断固として禁止せねば、取引所は忽ち一大賭博場と化すだろう。」

陸奥「数個の取引所において取引する場合、その取引高は発行高を超過するにいたるだろうとは、私が先刻述べたことである。この事は証券等の売買取引にあっては当然の状況であって少しも怪しむに足らぬ。然るにある議官はこれを称して賭博だといわれた。私は決してそうは思わない。取引所においては、一件の物件も、甲乙丙丁と極めて複雑な取組の中で売買される。したがって中には、身元金や証拠金を損しても違約するが有利とし、敢てその約を履行しない者もあろう。これ即ち英語でいうスペクレーションなるもので、いわゆる投機商売にあってはやむをえぬところである。これらをすべて空相場だ、賭博だというなら、株式取引所は設立せぬ方がよいのである。」

河野「只今ある議官の説を聞くと賭博に非ずと論じ、また甲乙丙の例をあげ、さらに発行高超過等を示して取引所取引の実際を示した。あるいはそうかも知れぬが、百株はやはり百株、これを二百株として売買するときは、百株は空物であろう。各国でも空相場は禁制である。これが実際に行われぬのは、法律の力が及ばないからである。慨歎の至りと申すほかない。また一面かかる売買によって得た利益は殆ど善事に使用されることはまれで、多くは遊蕩に遣い果たすのみならず、ひいて社会の悪風を誘導するに至る。されば空物売買は、厳にその根源を絶たね

ばならぬのである。」

陸奥「これは投機売買そのものの不可避の枠組みにあるのだ。現物受渡しをこれに強ければ、狡猾の輩は、これを口実にさらに悪どい取引を犯すやも知れず、さすればこの一句は實際上何らの功を齎さぬばかりか、いっそう深い弊害の禍因ともなりかねない。」

結果、佐野常民が最後の発言を求め、ついに空相場の弊を防ぐ見解の支持にまわった。そして、議長である有栖川熾仁親王が採決をとり、起立者9名、陸奥の動議は少数意見として否決された。

当時の議論の中では、人々による投機を抑えることはできないという現実的な感覚から賛成する陸奥と、道徳的視点から反対する山口・河野らとの対立で、差金決済を認めることで市場における価格形成がどうなるのか、差金決済を認める国民経済的意義はどこにあるのか、といった議論は残念ながら見られない。しかし、受渡を差金決済にするか否かという技術的な論点を法的・経済的見地から議論を元老院に求めるのは、いささか酷ではないだろうか。限月も同様であるが、投機を過当化しうる技術的規制については、法的側面、計量的、科学的手法をもって、決するのが妥当ではないだろうか。ただ、投機を議論する上で取引客体の受渡の必要性の有無を巡って、当時の立法機関である元老院で喧々諤々の議論がなされていた点は非常に興味深い。

第5項 英国のデリバティブ取引の歴史概観

本項では、英国におけるデリバティブ取引の歴史について、ここで整理しておきたい。その理由としては、英国におけるデリバティブ取引の歴史は、差金決済を中心となっているためである。

ロンドンではデリバティブ取引市場として、世界において大きな存在感を示しているが、初期の英国デリバティブ取引の歴史は差金決済取引・オプション取引に対する法の許容と禁止の歴史と言ってもよい。18世紀の英国においては、上場株式における、オプション取引や定期取引が行われていた。英国では、1733年バーナード法が、英国初のデリバティブ取引規制であるという記述⁴⁰¹があり、デリバティブ取引の歴史を描いたSwanの著作⁴⁰²から、当時のデリバティブ取引を巡る争いは司法の場で解決されていたことを勘案すると、当時の英国では、デリバティブ取引規制は専ら、司法の役割であったと思われる。

デリバティブ取引規制は投機との関係で議論がなされることがしばしばあるが、投機の

⁴⁰¹ Gogel, Jeremy, 'Shifting Risk to the Dumbest guy in the Room' – *Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 11 J. Bus. & Sec. L. 1 2010-2011, at 13.

⁴⁰² Swan, Edward J., *Building the Global Market – A 4000 Year History of Derivatives*, Kluwer Law International Ltd., 1999.

極大化が原因の一つとして発生するのがバブルである。そのバブルの語源となった事件が、18世紀のジョージ1世の治世下における英国で発生した南海泡沫事件(the South Sea Bubble)である。当時の英国は、植民地との取引が急速に拡大しており、これに加え、スペインとの間で予定されていた条約が締結されれば、スペイン領アメリカ大陸における取引についても特権を得られることから、英国商人に大きな利益がもたらされるという強い期待が醸成されていた⁴⁰³。その結果、英国において株式取引のブームが発生し企業の株価が上昇した⁴⁰⁴。その期待を利用したのが、南海会社である。当時の状況につき、Corbett's Parliamentary History of Englandには以下のような記述がある。「国全体が、株式仲買人(stockjobber)になってしまった。南海会社は感染性のジステンパー(筆者注:犬の伝染病)のようなもので、驚くような形で広がりを見せている。毎晩新しい計画が作られ、これをバブルと呼ばれ、新しい会社が毎日設立された。これらは高貴な者たちの支持を得ていた。皇太子(the Prince of Wales)は、Welsh Copper社のトップとなり、シャンダス侯爵(the Duke of Chandos)はYork Building社のトップに、そして、ブリッジウォーター侯爵(the Duke of Bridgewater)はロンドンとウェストミンスターに住宅を建設するための会社を設立した。100に近い異なる計画、すなわち、バブルがあったのだ」⁴⁰⁵。

しかしながら、待ち望んでいたスペインとの条約は成立せず、1720年9月、南海会社の株価は暴落する⁴⁰⁶。結果として、多くの投資家が困窮し、株式仲買人に対して社会的非難が向けられることとなったのである⁴⁰⁷。これを受けて、ロバート・ウォルポール卿は、第一大蔵卿、そして大蔵大臣に任命され、南海泡沫事件の調査を始めることとなる⁴⁰⁸。その過程で明らかになったのは、南海会社のオプションが、影響力ある貴族や政府要人に譲渡されていた事実である。その中には、当時の大蔵大臣であったジョン・エズラビーも含まれていたという⁴⁰⁹。

南海バブルの中、一つの訴訟が提起される。それが、Cuddee v. Rutter事件⁴¹⁰である。被告であるカデーが原告であるラッターに対して南海会社の株を、予め同意した価格で、11月20日に渡すことを約した、現在でいうところの先渡取引である。しかし、受渡日前に南海会社の株価が上昇、被告は受渡し日に株券を原告に引き渡すことができなかった。

⁴⁰³ Swan, *id.*, p.181.

⁴⁰⁴ Swan, *ibid.*

⁴⁰⁵ Corbett's Parliamentary History of England, T.C. Hansard, 1811, vol.7, at 654.

⁴⁰⁶ Swan, *supra* note 402, at 182.

⁴⁰⁷ Swan, *id.*, at 183.

⁴⁰⁸ Swan, *id.*, at 182.

⁴⁰⁹ Swan, *ibid.*

⁴¹⁰ Trin 6 Geo 1 [1720]; 同判決要旨は *English Reports Full Reprint Vol. 22 – Chancery*, Morrison & Gibb Limited, 1902, at 136-137 に収録されている。

その後、被告が差金による決済を提案したが、原告はそれを拒否、株の引渡しという特定履行を主張し、司法の場へと舞台を移すこととなった。

第一審では原告の特定履行請求を認め、被告に対して、南海会社株を原告に引き渡すこと、そして、11月20日以降の配当金を支払う決定を下したが、第二審は第一審判決を退け、原告は受渡日時点の価格と被告が差金決済を申し出た日の株価の差額に利子を加えた金額を受けとるべきと判示した。ここで、大法官パーカーは以下のように判示した。資産を将来のある時点で受け渡すという被告の約束が履行されていない場合、原告は特定履行を求めることはできない。しかし、原告は（株価上昇という）逸失利益に対する金銭賠償を求めることができる、と。このパーカー大法官の判決で特徴的なのは、元々の契約の趣旨が対象物を受け渡す先渡契約であったとしても、契約の中心的目的は特定の資産（本件では南海会社株式）の将来における受渡しを保証することではなく、価格変動に対する経済的保護を得ることであるから、事後的に差金決済取引で司法的に救済しても良いとする点である。しかし、パーカー大法官の判決は、本件の契約をまるで、差金決済取引(contract for differences)のように取り扱っているが、彼自身にはそのような認識がないだろう、という指摘もある⁴¹¹。

南海泡沫事件は、英国議会でも活発な議論が行われ、ロバート・ウォルポール卿の支持の下、ロンドン市長(the Mayor of London)であった、ジョン・バーナード卿が、法案の起草者となり、賛否両論あった中⁴¹²、最終的には投機的取引を厳しく規制することを決定。1733年にバーナード法が制定される。1733年バーナード法の主たる規定は以下の通りである⁴¹³。

公開会社の株、Joint stock、外のいかなる上場している有価証券、または、株ま

⁴¹¹ Swan, *supra* note 402, at 179.

⁴¹² 議会での議論において、バーナード卿は、オプション取引を含めた株式関係の取引に関して、賭博場がロンドンの真ん中に公然とできたとし、宝くじの中でも最も悪質なものを、株式仲買人らを悪と呼び、海外の悪が株式関係の取引に参加することで、こうした取引によって国は、一挙に多くの富が収奪されたかもしれないと主張した。これに対して、反対派の意見としては、個人の財産を自由に利用する権利を侵害するという主張、また、この規制が成立すると取引がアムステルダム取引所に逃避し、海外の投資家もたらず手数料が失われるという主張があった。

The History and Proceedings of the House of Commons from the Restoration to the Present time, Richard Chandler, 1742, at 376-385. (<https://hdl.handle.net/2027/njp.32101074632660>)及び *The history and proceedings of the House of Lords from the Restoration in 1660 to the present time, containing the most remarkable motions, speeches, debates, orders and resolutions*, Ebenezer Timberland, 1742, at 246.

(<https://hdl.handle.net/2027/uva.x030229953>)

⁴¹³ 当該バーナード法の条文は Gogel, *supra* note 401, at 12 を参照した。

たは利子の要素が含まれているものを、不当に扱う、受渡を行う、また受け取るもしくは拒絶する自由のために支払われるプレミアムまたはまたは対価に関する当事者間で締結されるいかなる契約または同意、及び、現在又は将来の、前述の株式又は証券の価格又は価値に関連する、いかなる賭博または賭博の性質を有する契約、そしてプットまたはコールの性質を有する契約は、これを無効とする。

上記の契約等を請け負った者は、500 ポンドの罰金、また、自己が所有しない株式又は有価証券を売却・譲渡した者も、同様に 500 ポンドの罰金とされた⁴¹⁴。

こうして、英国における初のデリバティブ取引規制とされる、1733 年バーナード法が成立したにもかかわらず、株式のオプション取引等は止むことはなく、1820 年、ロンドン証券取引所(LSE)の会員らによって提出された、オプション取引を控える旨の請願が受理され、公式に同所会員はオプション取引を自粛する旨合意した⁴¹⁵。しかしながら、3 年後 LSE がオプション取引を禁止する提案を行ったところ、多くの会員が反対に投票したという⁴¹⁶。こうして、同法は 1860 年に廃止された。その背景としては、英国において、当該取引が活発に行われ続けたこと、そして、政府及び取引所が熱心に取り締まりを行わなかった点を指摘する文献がある⁴¹⁷。

バーナード法が廃止される前に、1845 年賭博法が成立する。この法律は、当事者間でいかなる商品について受渡しの意図がなく、単に差額を支払うことを約した契約は無効であり、法的拘束力がないとしたのである⁴¹⁸。

これに対して、司法は「意図テスト」という基準を設けた。この基準が最初に適用されたケースが、1851 年の Grizewood v. Blane 事件である⁴¹⁹。本事件は、原告と被告との間で The Great Western Railway Company 社等、複数の鉄道会社株につき、将来のある時点で被告が原告に対して当該株の受渡しを約した契約に関する事案で、そもそも被告はこれらの株を有しておらず、当該株の価格が上昇したことから、被告が差額を支払わなかったことに対して原告が損害賠償を請求した。これに対して被告側は、当該契約は 1845 年賭博法 18 条に基づき違法な射倖契約であると主張した。審理の中で、「以前より両当事者間で

⁴¹⁴ Poitras, Geoffrey, *The early history of financial economics, 1478-1776: from commercial arithmetic to life annuities and joint stocks*, Edward Elgar, 2000, at 355.

⁴¹⁵ Poitras, *ib.*, at 356.

⁴¹⁶ Poitras, *ibid.*

⁴¹⁷ Swan, *supra* note 402, at 356.

⁴¹⁸ Swan, *ib.*, at 211.

⁴¹⁹ Grizewood v. Blane, 11 CB 526 (20 November 1851). 本判決は *English Reports Full Reprint, Vol. 138 - Common Pleas*, Green & Son, 1915, at 574-584 に所収されている。

は同様の取引が行われており、株式市場における投機家の通常のやり方にしたがって、一切株式の受渡しは行わず、単に差額のみを決済していた」事実が認定された。これにより、裁判所は本事案については明らかに法令（賭博法）にある賭博契約であり、被告を勝訴とする旨、判示している。

上記の点からは、元来司法がデリバティブ取引を巡る紛争解決を行っていたのに加え、1733年バーナード法、1845年賭博法と、デリバティブ取引とりわけ、差金決済取引、オプション取引に規制を加えようとした姿勢が窺える。最終的に、現在のデリバティブ取引規制の骨格となるのは、1986年英国金融サービス法である。

20世紀に入り、英国では1939年に成立した詐欺防止法の内容を含む1958年投資詐欺防止法が、1980年代まで適用され、同法がそれまで投資一般を含む先物取引に関する唯一の重要な法規制であった⁴²⁰。

1971年8月にいわゆるニクソン・ショックが発生、ニクソン大統領が金・ドル交換停止を表明し、IMF・GATT体制が崩壊、1973年2月に変動相場制へ移行する。これをきっかけに、前述の通り、1972年5月には、シカゴ商業取引所(CME)において、IMM、国際通貨市場が開設され、主要外国通貨の対ドル先物取引が始まった。その後の、石油危機、インフレ基調の経済が続くなどしたことから、金利の変動リスクをヘッジするニーズから、金利先物市場が次々と誕生する⁴²¹。

こうした状況を受けて欧州各国でも金融先物市場を創設する動きが表面化、英国でも、イングランド銀行が金融先物市場創設に賛成することとなり、1982年9月、ロンドン国際金融先物取引所(London International Financial Futures and Options Exchange)が誕生する。設立当初は、ユーロダラー預金金利と英ポンドの対ドル相場の2銘柄で開始していた。

一方、1980年代は、英国では金融機関の破綻など金融業界を巡って様々なスキャンダルが噴出、他方で自主規制が業界を守る目的で内向き志向を強めていたことから、1958年法と自主規制では、国際的なロンドン金融市場を管理するには十分ではなく、より強い政府による監督が必要であるという声が強まってきた⁴²²。その結果、L.C.B. Gower教授が、貿易産業大臣によって、投資業務の調査を行うよう任命され、新法制定の必要性について検討するよう依頼された⁴²³。

その結果発表された報告書が、「投資者保護の再考察(Review of Investor Protection)」⁴²⁴である。この報告書内の第4章、「規制の範囲」において、まず、原則として規制の対象を正確に定義し、残されたものを「投資(investment)」を広く定義することで対応すること

⁴²⁰ Swan, *supra* note 402, at 179.

⁴²¹ 中村靖志『英・米両国の商品取引所』(九州共立大学地域経済研究所、1986年)91頁。

⁴²² Swan, *supra* note 402, at 179.

⁴²³ Swan, *ibid.*

⁴²⁴ L. C. B. Gower, *Review of Investor Protection, Report I*, Cmnd 9125 (HMSO, 1984).

とし、商品及び金融先物取引・オプション取引については、投資として扱うべきとされた⁴²⁵。次に、正当な投資と法的拘束力を有さない賭博契約との違いについて述べているが、この点はいわゆる差金決済取引をどのように位置づけるかであると思われる。この点、Bower は両者の違いは取引参加者の目的をみることで区別はできないとし、両者を賭博契約とすることは投資者保護において最悪の方法であるため、法が両者を明確に区別しなければならない、と述べるに留まっている⁴²⁶。

本報告書を元に、制定されたのが、1986年金融サービス法である。その後の2000年金融サービス市場法へとつながっていく。1986年金融サービス法では、Schedule1、Part1で、投資の定義を定めており、この中には株式、債券の他、先物取引、オプション取引についても定められている。前述の正当な投資と賭博契約を区別するため、差金決済取引(Contract for Difference, CFD)という定義を設けるに至った。以下、英文のままであるが、定義を記すこととする。

Contracts for differences etc.

Rights under a contract for differences or under any other contract the purpose or pretended purpose of which is to secure a profit or avoid a loss by reference to fluctuations in the value or price of property of any description or in an index or other factor designated for that purpose in the contract. *Note.* This paragraph does not apply where the parties intend that the profit is to be obtained or the loss avoided by taking delivery of any property to which the contract relates.⁴²⁷

この点、興味深いのは、差金決済の定義として、大正11年取引所法改正時における同立法釈義によれば、「差金取引ヲ為ス」トハ「差金取引ヲ目的トスル売買行為ヲ総称スルモノニシテ実物ノ授受ヲ目的トスルモノ其ノ結果ニ於テ差金ニ終ルモノハ含マサル趣旨」としており、CFDの定義のNote部分と類似性が見られる点である。

このようにして、英国におけるデリバティブ取引規制においては、南海泡沫事件以降、1986年金融サービス法までの間、主に差金決済取引を巡っての法の立場が揺れ動き、最終的にCFDという定義を設けることで、法文上の手当を行ったのである。

第2節 清算機関

本章では、清算機関について論ずる（但し、集中清算義務については第3篇で論ずるこ

⁴²⁵ L. C. B. Gower *ib.*, at 26-27.

⁴²⁶ L. C. B. Gower *ib.*, at 27.

⁴²⁷ *Financial Services Act 1986 (Repealed)* (<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1986/60/schedule/1>)

ととする)。清算機関は資本市場において重要な役割を果たしており、その重要性は店頭デリバティブ取引に対する新たな規制により、さらに増したといえる。他方で、投機との関係で清算機関を考えるならば、清算機関はカウンターパーティー・リスクを低減するという役割を担うが故に、清算機関利用者のモラル・ハザードを起こる存在になりうる。ここでは、清算とは何か、清算機関の役割等について整理をし考察を加える。

第1項 清算とは

第一に、資本市場における清算とはどういう意味であろうか。例えば、日本株の機関投資家による取引においては、機関投資家は市場参加資格を有する証券会社に口座を開設し、日本株の売買をするため、当該証券会社に取引を発注する。証券会社の取引担当者は当該投資家からの注文を受け、その指図に基づき、これを証券取引所等において顧客の注文(委託注文)として、取引の執行を行う。取引が成立した後、証券会社は対証券取引所(ストリート・サイド)、対機関投資家(カスタマー・サイド)それぞれで、取引成立後の決済に至るプロセスを行う。

まず、証券会社は証券取引所側と投資家側と、それぞれで、執行した取引内容(銘柄・株数・価格・売買の別など)について確認する。これを照合といい、その次に来るプロセスが清算である。清算とは「最終的な資金・証券の決済に先立って、決済日に受け渡しが行われる証券と受け払いが行われる資金の金額を確定させる」⁴²⁸行為をいう。そして、清算行為により確定した、債権債務の当事者同士による証券の受け渡し・資金の受け払いによる債権債務消滅行為を決済と定義する。では、清算は決済の一部だろうか。この点、決済は債券債務の消滅行為であり、実際に清算行為によって債券債務が一部又は全部消滅することもありうるが、清算固有の法的効果、意義があるため、清算と決済は異なる概念として定義するのが妥当である。⁴²⁹

また、清算は相殺(ネッティング)することという理解も適当ではない。清算方法の一部として、相殺という法的効果を伴う、行為があるにすぎない。ただし、本稿で論じる金融商品取引清算機関では相殺を伴う清算を行っている。

清算を行う上で、取引当事者間で同種の証券の受渡し債権債務及び資金の受け払い債権債務を相殺することで、決済数量を減少させることができる。この決済数量を減少させる方法には、①バイラテラル・ネッティング(二者間相殺)、②マルチラテラル・ネッティング(多数者間相殺)、そして、③債務引受けによる集中清算がある。

図1、2は当事者A、B、C、D間の債権債務関係を表している。例えば、AからBへの矢印には16という数字が付しているが、これは、AがBに対して、16株を引き渡す債務を負うということを意味すると仮定する。そして、これらの図は全て同じ株式であるとす

⁴²⁸ 中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて』(第2版)(東洋経済新報社、2008)4頁。

⁴²⁹ 藤沢広一「統一清算機関の稼働と今後の課題について」『月刊資本市場』211号(2003)43頁。

る。

この前提で、図1を見ると、ネットイングがない場合と比べて、①バイラテラル・ネットイング、②マルチラテラル・ネットイングの順に決済数量が減少していることがわかる。しかしながら、マルチラテラル・ネットイングの場合であっても、当事者 A、C、D の間で、相手方の信用リスク、すなわちカウンターパーティー・リスクを負うこととなる。すなわち、当事者 A、D から見て、当事者 C が破綻した場合、それぞれ 15 株、9 株を受け取ることができないリスクを負うことになる。

そこで決済数量を減少させる効果を有しつつ、カウンターパーティー・リスクを削減する方法が図2にある清算機関をセントラル・カウンターパーティーとした債務引受けによる集中清算である。この場合、はじめに、全ての当事者の債権債務関係を清算機関が引き受け、次に、各当事者との間でバイラテラル・ネットイングを行うことで、マルチラテラル・ネットイングと同等に決済数量を減少させることができると同時に、カウンターパーティー・リスクを各当事者から清算機関に移転することで、削減することができる。⁴³⁰このように、清算機関を設置することは、どの金融機関にも倒産リスクがあるという前提に立つと、合理的な清算の方法といえる。⁴³¹

図1

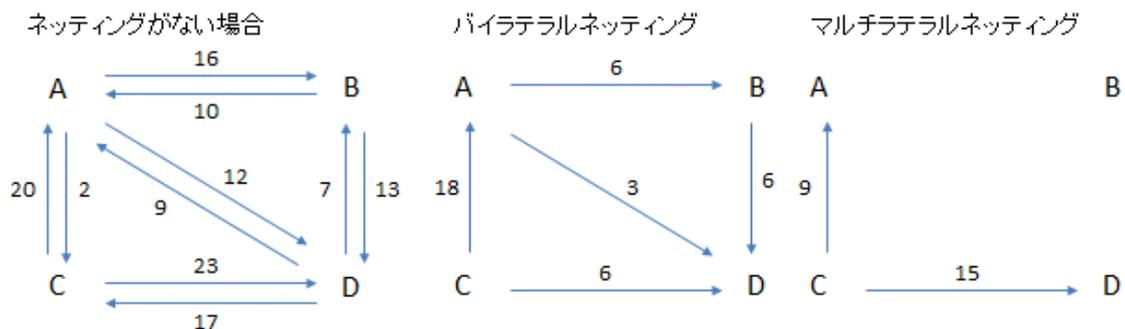
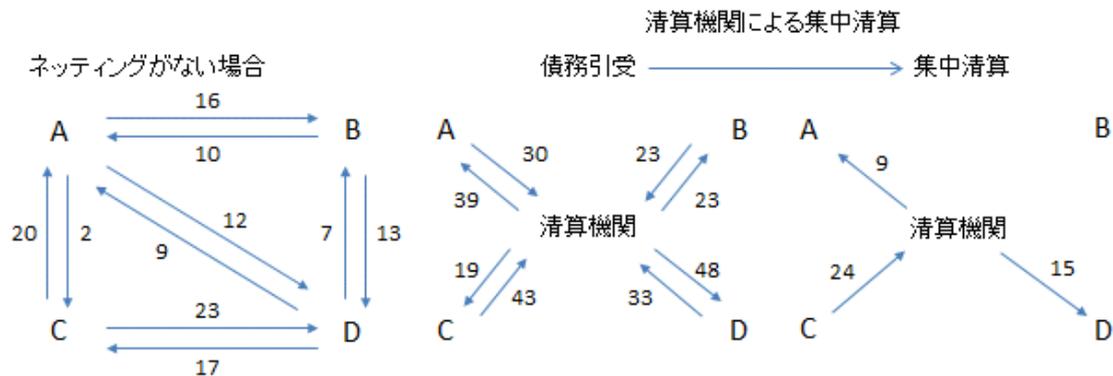


図2

⁴³⁰ マルチラテラル・ネットイングと清算機関をセントラル・カウンターパーティーとしたバイラテラル・ネットイングでは、ネットイングの方法が異なる。松尾琢己氏は、「各参加者と清算機関との間でバイラテラル・ネットイングを行うことで、実質的にマルチラテラル・ネットイングを実現する方法」と述べ、マルチラテラル・ネットイングの一型体と捉えている。松尾琢己「清算機関によるマルチラテラル・ネットイングに関する法的論点（上）」『NBL』772号(2003)26頁。

⁴³¹ 神田秀樹「清算機関とネットイング」『SFJ 金融・資本市場研究』1号(2010)12頁。



第2項 インハウス型からアウトハウス型クリアリング・ハウス方式⁴³²

1998年のいわゆる金融システム改革法（「金融システムの改革のための関係法律の整備等に関する法律」）等による金融システム改革により、取引所集中義務が廃止され、私設取引所（PTS）での取引や、いわゆる店頭市場での相対取引といった、取引所外取引が増加していった。それまでは、証券取引所自身が、清算機関としても業務を行ってきたが、全体の取引量が増加するに伴い、既存の各証券会社の清算機関が対象とする取引だけではなく、市場外の取引、また、機関投資家等と取次業者のいわゆるカスタマー・サイドにおける取引の決済についても、マルチラテラル・ネットイングによる清算の必要性が以下の理由により高まってきた⁴³³。

第一に、市場ごとに決済している非効率な現状を改め、第二に、証券会社における証券・資金の一元管理、即ち統合的なリスクコントロールを可能とし、第三に、決済にかかる事務コストの削減、そして、第四に、清算基金を統一させることで、担保の効率化をはかることである。

この点、従来の証券取引法では、証券取引所が有価証券市場の開設を目的とし、自己の有価証券市場開設に附帯する業務のみが認められる（旧証券取引法87条の2）ことから、上記の証券取引所以外でなされた取引の決済を証券取引所の清算機関が行うには、法改正が必要であった。

そこで、当該証券取引法の改正担当者は著書の中で、このように述べている。

「そもそも清算機関については、

- (イ) 各清算参加者に分散している決済リスクを集中的に引き受ける存在であるため、清算機関がリスクを適切に管理できずに決済が不履行に陥った場合には、参加者全体の決済が停止し、システムック・リスクが現実化するおそれがあることか

⁴³² 高橋康文＝長崎幸太郎『証券取引法における清算機関制度』金融財政事情研究会(2003)13-14頁。

⁴³³ 今川嘉文「11 金融商品取引清算機関」『金融商品取引法の理論と実務 別冊金融・商事判例』76-77頁。

- ら、清算機関のリスク管理能力を確保することが極めて重要であること
- (ロ) 証券取引に係る実質的なマルチラテラル・ネットィングに不可欠な存在であり、証券取引に係る決済の基盤的サービスの提供者としての公共性を確保することが必要であること。

から、法律上の規制を及ぼすこととされたものである。このため、より適切な清算機関制度を構築すべく、『有価証券の流通の円滑』という目的を有する証券取引法上に清算機関制度が位置付けられたものである。⁴³⁴

こうして、結果として、証券取引法において、清算が証券取引成立後の場面であることから、市場の提供者である証券取引所の章（第5章）に続き、5章の2として「証券取引清算機関」の章が設けられることとなった⁴³⁵。

そして、上記改正証券取引法に基づき、ストリート・サイドと呼ばれる証券会社と市場との間の清算を行う日本証券クリアリング機構(JSCC)、が2002年に設立され、2003年有価証券債務引受業の免許を取得、業務を開始した。また、機関投資家と取次業者との間のカスタマー・サイドと呼ばれる部分の清算には、日本株などの保管振替機関である、証券保管振替機構の子会社として、ほふりクリアリング(JDCC)が2003年に設立され、翌2004年、一般振替DVP業務を開始した。

第3項 金融商品取引法の成立と金融商品取引清算機関

平成14年改正の旧証券取引法で創設された、証券取引清算機関・有価証券債務引受業は、金商法の登場により、幅広い金融商品を対象とすることとなったため、それぞれ、金融商品取引清算機関・金融商品取引債務引受業と名称を変え、現在に至る。

金商法における清算機関は、内閣総理大臣の免許を受けた金融商品債務引受を業として行う者をいう（第156条の2）。金商法における金融商品債務引受業とは、金融商品取引業者、登録金融機関又は証券金融会社を相手方として、金融商品債務引受業対象業者が行う対象取引に基づく債務の引受けを業として行うことをいう（第2条第28項）。

第4項 ジェイコム株誤発注と日本証券クリアリング機構の対応

ジェイコム（現在のジェイコムホールディングス）は2005年12月8日に東京証券取引所（東証）マザーズ市場に新規上場したが、その際、ある市場参加証券会社が、1株61万円の売り、と発注すべきところを、61万株1円の売りと発注してしまい、その後、当該売り注文の取消ができなかったことによる同証券の反対売買などにより、株価が乱高下した事例である。この際、他の市場参加者からの買い注文が殺到し、発行済総株数(14,500株)

⁴³⁴ 高橋=長崎 前掲 432 14-15頁。

⁴³⁵ 高橋=長崎 前掲 432 17頁。

を超える株数（96,236株）が取引されてしまい、翌日にジェイコム株式が東証により、売買停止となった。

理論上、同日中に売買を繰り返す日計り取引を行うことで、1日の取引株数が発行済総株数を超えることは可能であるが、ジェイコム事件のように、実際に保有するポジションの実売り又は借株による手当てのある空売りの場合と異なり、決済するための株が存在しない誤発注の場合、フェイルという決済未了が大量に発生してしまう。2005年12月8日は木曜日であり、同日を起算として4営業日後の12月13日火曜日が決済日であったが、その間、どのように当該ジェイコム株の決済を行うかが焦点となった。

この点、清算機関である、日本証券クリアリング機構（JSCC）は12月12日に「ジェイコム株式に係る決済条件の改定について」というプレスリリースにおいて、業務方法書第82条の規定に基づき、決済条件を改定することを発表する。

この理由として、クリアリング機構は、当該誤発注を生ぜしめた証券会社の引渡し株数は、「受渡を履行するにはあまりにも膨大な数であり、決済日における当該株券の受け渡しは著しく困難である」とし、こうした事態を放置した場合に、決済日に「相当数の証券決済未了（フェイル）が発生し、しかも、それが長期間にわたり継続することが予想され」、「かかる事態は『清算機能』の事実上機能停止であり、我が国証券市場における清算・決済制度の信頼性の失墜につながりかねない」と論じ、結論として、「我が国の証券市場の機能・信頼性維持の観点から、現在、『株券の授受により行う』としている決済条件について、『金銭の授受により決済を行う』ことに条件を改め、当該株式に係る決済を結了させること」とした⁴³⁶。

その後のJSCCが設置した「ジェイコム株式の誤発注に係る措置等に関する委員会」がまとめた報告書によれば、「証券市場に参加する者にとって、売却した株券を引き渡し、また、購入した株券を入手するというのは当然の前提と認識されているものである。その前提条件を覆すこととなった今回の事態は、我が国証券市場始まって以来の出来事ともいえるべきものであり、証券市場に対する国民の信頼はもとより、証券市場の国際化が進展している現在において、まさに我が国証券市場に対する全世界の信用を著しく失墜させるおそれがあったものである」とし、特にこのような証券の流通に係る問題が、我が国の資本市場における国内・国際的信頼性を損なう恐れについて、懸念を表明している⁴³⁷。

このときクリアリング機構が参照した業務方法書第82条とは、第1項において、「当社は、清算約定の決済が、天変地変、経済事情の激変、品不足その他やむを得ない理由に基

⁴³⁶ 日本証券クリアリング機構『ジェイコム株式に係る決済条件の改定について』2005年12月8日付プレスリリース

(https://www.jpx.co.jp/jsccl/information/news/cimhll0000000dv4-att/20051212_press1.pdf)

⁴³⁷ ジェイコム株式の誤発注に係る措置等に関する委員会『みずほ証券に対する措置などについて』2006年2月14日 (<https://www.jpx.co.jp/jsccl/information/news/cimhll0000000dt1-att/20060214-11.pdf>)

づいて、不可能又は著しく困難であると認められるに至ったときは、取締役会の決議により、その取引について、決済の条件を改めて定めることができる。」とあり、第2項には、「前項の規定により当社が決済の条件を定めたときは、清算参加者は、これに従わなければならない」とし、清算参加者に対して改定した決済条件を取締役会決議により、強制させることができる。さらに第3項において、「第1項の場合において、緊急の必要があるときは、当社は、取締役会の決議を経ずに、決済の条件を改めて定めることができる」とあることから、緊急性の解釈如何によっては、取締役会決議を経ることなく、決済条件の改定ができる規定となっている。

当該プレスリリース・委員会報告には、当該決済条件改定が業務方法書の第1項に基づく改定なのか、第3項に基づくものなのか、明らかにはなっていない。

第5項 リーマン・ブラザーズ東京支店破綻の事例

2008年9月15日に、リーマン・ブラザーズ・ホールディングス・インクが、米国において、連邦倒産法第11章の適用を申請したことを受けて、同日夜に、金融庁は日本法人であるリーマン・ブラザーズ証券（リーマン社）に対して業務停止命令を発出した⁴³⁸。当該業務停止命令では、例外として、すでに取引済みで決済日が到来していなかった未決済取引の決済については、リーマン社に認められていたため、日本証券クリアリング機構（JSCC）はリーマン社に決済継続の見込みを確認したところ、決済不能のおそれがありと認定し、JSCCは業務方法書第76条第1項及び第5項の規定に基づき、リーマン社を当事者とする清算対象取引⁴³⁹に基づく債務の引受け及び決済の履行を停止した、と9月16日朝に発表した⁴⁴⁰。そのため、決済日ベースで、16日から18日までのリーマン社の清算約定の決済がなされなくなった。

これに対して、JSCCは、これらの清算約定に対して、整理売買を実施することで、リーマン社とJSCCとの間のポジション解消を行った。つまり、JSCCが、リーマン社に対して、履行が停止された取引と反対の取引を新たに実行させ、この反対取引をJSCCが債務引受することで、両者を相殺したのである。⁴⁴¹

これに伴い、リーマン社が不払いによって、JSCCにおいて不足する資金、そして、リー

⁴³⁸ 金融庁「リーマン・ブラザーズ証券株式会社に対する行政処分について」

(<https://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20080915-1.html>)

⁴³⁹ リーマン社は、自社清算資格として、株式の現物清算資格だけではなく、有価証券オプション、国際先物等、そして指数先物等の清算資格を有していたが、これらの取引に基づく債務の引き受けもJSCCは停止した。

⁴⁴⁰ 2008年9月15日は、日本においては祝日（月曜日）であり、16日が火曜日であった。

⁴⁴¹ 日本銀行決済機構局「リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓」2009年3月11日 11頁 (http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2009/ron0903a.htm/)

マン社から受け取った上で、別の参加者に引き渡す予定であった株式の調達が必要となった。この点、資金についてはあらかじめ準備されていた借入スキームが利用され、調達必要額が借入枠内であった。一方、株式の調達は、JSCC がリーマン社から受け取れなかった株式を調達し、受け方に渡すまでの間、JSCC から受け方清算参加者に対してフェイルが発生した。

JSCC の業務方法書第 76 条第 7 項は、「当社は、第 5 項の規定により不履行清算参加者を当事者とする清算対象取引に基づくすべての債務の引き受けの停止を行った場合には、その不履行清算参加者の清算約定で未決済のものの他の清算参加者への引継ぎその他当社が必要と認める整理を行わせることができる。」とある。また、同条第 8 項は、「当社は、前項の規定による整理を行うために必要とする限度において、第 5 項の規定によりすべての債務の引き受けの停止の措置を受けた不履行清算参加者から、当該不履行清算参加者の清算対象取引に基づく債務の引き受けを行うことができる」とある。

この事例においては、履行停止取引に対する反対取引という、第 7 項の「その他当社が認める整理」をリーマン社に行わせ、第 8 項に基づき、両者の取引の債務引き受けをしたと解する。

当該事例では、清算参加者が破綻した事例であり、誤発注という清算客体の問題ではなく、清算参加者による決済が不履行になるという清算主体の問題であった。これはまさにカウンターパーティー・リスクの問題といえ、当該リスクを遮断する役割をまさに清算機関が担ったといえる。この場合のクリアリング機構の果たすべき役割とは、他の清算参加者に引き継ぎさせる、又は他の方法によって、決済未了の状態を遅滞なく解消し、通常の価格形成プロセスへの迅速な復帰を果たすことである。

日本銀行がまとめた報告書によれば、株式等の受渡につき、「破綻直後からフェイルが連鎖的に発生し、全体のフェイル規模は極めて高い水準に上がった」⁴⁴²。しかしながら、「JSCC 等がフェイル解消に向けたポジション再構築を迅速に進めた結果、これらのフェイルは 9 月 22 日週の後半には概ね解消した。」⁴⁴³とある。また、同報告書は、清算機関におけるセントラル・カウンターパーティーの機能として、カウンターパーティー・リスクや、それに伴うポジションの再構築コスト負担リスクを意識せず、市場参加者は取引をできることから、「市場参加者を決済不履行リスクから開放することで、清算対象取引の市場流動性を下支えする効果」⁴⁴⁴があり、価格ボラティリティ上昇を防ぐ効果があると言及している。

第 3 節 売りから始めることのできる性質

⁴⁴² 日本銀行信用機構局 前掲 441 14 頁。

⁴⁴³ 日本銀行信用機構局 前掲 441 14 頁。

⁴⁴⁴ 日本銀行信用機構局 前掲 441 22 頁。

本節では、投機を過当化させうる制度として、売りから始めることのできる性質について論じたい。ここでいう「売りから始める」という意味は、対象となる証券等を有しない、または、受渡し対象物件が存在しない場合の売りのことを指す。しばしば、資金を借りて財物を購入するのと比べて、取引客体を有しないにも関わらず売却することについては、様々な方面から非難が多い。この非対称性はどこから来るのか。本章では、売りから始めることのもつ理論上の損失額について論じ、米国におけるショート・セル論争について取り上げる。

第1項 無限大である理論上の損失額

先物取引を例に買いと売りにおける損失可能額について考えてみる（取引にかかった手数料、税金、委託保証金・取引証拠金等は考えない）。ここで、例えば TOPIX の先物を1枚 2,000 ポイントで買ったとする。取引単位は、TOPIX を 10,000 倍した金額であるから、2,000 万円分の TOPIX を買ったことになる。この TOPIX 1 枚の買い建玉の最大損失額は、2,000 万円、すなわち、TOPIX が 0 ポイントになったときである。他方、最大利益額は、株価が上昇し、TOPIX が上昇すればするほど、利益が上がるわけであるから、無限大となる。

他方、TOPIX を売りから始めた場合はどうか。同様に、TOPIX 先物を 1 枚、2,000 ポイントで売った場合、2,000 万円分の売り建玉を保有することとなる。この際の、最大可利益額は、TOPIX が 0 ポイントのとき、すなわち、2,000 万円であるが、最大損失額は、TOPIX の上限はないので、無限大となる。

次に、オプション取引について考える。オプション取引においては、コール、プットそれぞれに売り買いがあるが、オプション取引において、最大損失額が無限大となるのは、コール・オプションの売りである。オプション取引は、原資産価格と権利行使価格及びプレミアムとの関係如何によって、オプションの買い手が利益を得るか否かが決まる。オプションの買い手が権利を行使することにより利益を得る原資産価格を、イン・ザ・マネー (in-the-money)、オプションの買い手が権利行使を行っても利益がでない原資産価格の状態をアウト・オブ・ザ・マネー (out-of-the-money) と呼ぶ。イン・ザ・マネーの状態を、コール・プットそれぞれで考えると、コール・オプションの場合は原資産価格が権利行使価格とプレミアムを合わせた値を上回った場合、プット・オプションの場合は、権利行使価格とプレミアムを合わせた値が原資産価格を上回った場合となる。

アウト・オブ・ザ・マネーの状態はこの逆となるが、この場合、オプションの買い手は権利行使を行わないので、オプションの売り手はプレミアムが利益となる。これを利用したのが、ニック・リーソン、女王陛下の銀行といわれる英国の名門銀行であるベアリング銀行を倒産に追い込んだ人物である。

第2項 オプションの売りとベアリング銀行の破綻

彼は、コール・プット双方の日経 225 のオプションを SIMEX(シンガポール国際金融取引所)において売り建て、プレミアムを得る目的をもったショートストラドルというオプション戦略を実施。実際に、この戦略でベアリング・シンガポールはおよそ 470 億円ものプレミアムを受け取っていたという⁴⁴⁵。

このショートストラドルというオプション戦略の前提は、日経平均が大きく変動しない、すなわちボラティリティが小さいという前提のもとで利益が得られることとなる。日経平均が上でも下でも大きく変動してしまうと、損失は膨らむこととなる。

オプションの売り建玉を持つ者は、損失に備えてヘッジを行う。代表的なヘッジ方法がデルタヘッジと呼ばれるものである。例えば、コール・オプションの売りは前述の通り、原資産価格が上昇すればするほど損失が増大し、最大損失額が無限大であることから、通常原資産価格の上昇により利益が得られるよう、原資産そのものを購入したり、先物で買い建玉を持つなどヘッジを行う。しかし、彼が「ショートストラドルで狙ったのは、もっぱらオプションの売りから得られるプレミアム収入」⁴⁴⁶であったため、損失に対して無防備であった。

リーソンのショートストラドルの権利行使価格は、18,500 円から 21,500 円の間分布しており、オプションの満期が到来するまでこの範囲に留まれば、権利行使がなされずにそのままオプションの売りから得られるプレミアムが利益となったが、1995 年 1 月 17 日に阪神・淡路大震災が発生⁴⁴⁷。震災当日の日経平均は 19,350 円、その週末には、18,950 円、そして、1 月 23 日には 17,950 円まで下落したのである。リーソンは、これ以外にも日経平均先物など様々な取引を行っており、これら合わせて 1,400 億円もの損失を出し、英国の名門銀行はその歴史に幕を閉じることとなった⁴⁴⁸。

第 3 項 米国におけるショート・セル論争

株式の実売りであっても、空売りであっても、売りはその対象の価値を下落させる圧力を幾分有している。通常の市場ではこの点は、問題とはならないが、非常時においては、前者は自身の資産の損失を最小限に食い止めるための売り、後者は非常時にも拘らず利益を得ようとするものの売りという見方がされやすい。その結果、空売りに対する激しい非難がもたらされ、何らかの規制を求める声が出る⁴⁴⁹。そして、これが実際に発生したのが、1929 年世界恐慌時の米国におけるショート・セル論争である。

⁴⁴⁵ 可児滋『デリバティブの落とし穴』（日本経済新聞社、2004）28 頁。

⁴⁴⁶ 可児 前掲 445 32-33 頁。

⁴⁴⁷ 可児 前掲 445 32-33 頁。

⁴⁴⁸ 同事件の詳細及び教訓については、可児 前掲 445 7-68 頁。

⁴⁴⁹ 資産価格が上昇する局面においては、空買いに対する批判はあまり見られない。不動産における売買ぐらいだろうか。

1929年に始まった世界恐慌は、欧米にとどまらず全世界に波及。1931年になってもその影響は続き、同年5月にはオーストリア最大の銀行、クレジット・アンシュタルトの破綻が、ドイツ・オランダに波及する⁴⁵⁰。同年7月14日、ついにドイツは銀行を休業、実質上のモラトリアムを宣言することとなり、「ドイツの銀行引受手形を多量にもっているアメリカ諸銀行の困難は、容易に予想されたところで、さらに株価は八月初週まで下落を続けたのである」⁴⁵¹。

こうした状況下において、株価不況の様相を呈してくると、ショート・セル（以下、空売り）との因果関係を見出し批判を加える者、それを擁護する者が現れる。その中でも最も先鋭的であったのが、空売り擁護側に立つニューヨーク証券取引所のプレジデント、Richard Whitney と空売り批判側のニューヨーク市の弁護士、William R. Perkins である。Whitney と Perkins は、1931年10月16日、コネチカット州ハートフォードの商工会議所（the Chamber of Commerce）において、双方の主張を交えた。その後、Whitney は1931年12月15日ニューヨーク州シラキュースの商工会議所、そして、1932年2月24日、下院の司法委員会において証言し、空売り擁護の立場を主張。一方、Perkins は1932年2月17日、同年2月27日に下院の司法委員会で空売り批判の立場から証言を行っている。以下、これら双方の主張がまとめられた文献及びいくつかの経済学の文献を元に、この論争を考察し、私見を加える。

この点の空売り擁護側の立場としては、深見義一氏⁴⁵²の整理を借用すれば、1)類似点主張論、2)価格クッション説、3)価格抑制論、4)価格安定説、5)中和力説、6)市場継続性論であるとする。1)は商品先物市場における先物売りと類似であり、株式においても認められてしかるべきであるというもの、2)は、空売りは最終的に買戻しによって取引を手仕舞うため、株価が下落する中で、必ず最終的に買いが入り、価格にクッションを与えるという説、3)と4)は不当に高い株価に売り向かい、不当に下落した際に買戻しが入ることで、経済の正常状態の維持に努める立場である。5)は、証拠金による買い付けが許される限り、空売りも許すべきで、空買いによる不当な株価上昇は、空売りによって中和させるのが妥当であるという立場である。最後に6)は空売りを行う者がいてこそ、買い方も相手を見出し得るとする立場である。

他方、空売り批判論の立場としては、イ)不条理説（不道德説）、ロ)売方誘発説、ハ)下落加速説、ニ)不況論、ホ)売崩し論、ヘ)実証論とあり、イ)はその名の通り、無所有のものを有るがごとく見せて売ること、仮想供給をつくること自体が不条理、不道德であるとする説、ロ)は、空売りは売気分をひろめ買い方を恐れさせるとする立場である。

⁴⁵⁰ Whitney, Richard & Perkins, William R., *Short Selling For and Against*, D. Appleton and Company, 1932, at 109.

⁴⁵¹ 深見義一「ショート・セイル論争」ビジネスレビュー2巻2号（1954）2頁。

⁴⁵² 以下、空売り擁護論、批判論の各立場の分類は、深見 前掲 451 4-12頁に依拠した。

ハ) は、空売りは不況時の下落に、加速度を増す効果があるとする立場で、ニ) は、空売りは価格を下落させ、長期不況の原因を成すとする説である。ホ) は、空売りは売崩しでありその非を問題視する説で、ヘ) は過去の価格変動とその際の空売りの実態を調査し、実証的に空売りと株価下落との因果関係を見出す立場である。

第一に、空売り批判論のホ) 売崩し論については、買い上がり同様、相場操縦であり公正な価格形成を阻害する不公正取引であることから、そもそも問題外であり、このことは擁護派である Whitney も「ある者が現在の株価が高すぎるという理由ではなく、無理やり価格を下落させるために大量にかつ短時間に売りを浴びせるならば、それは空売りの正当な行為を濫用している」⁴⁵³とし、「(そのような) 市場を混乱させる目的で有価証券を売る会員は、資格停止または追放となる可能性がある」⁴⁵⁴と述べている。

次に、否定論のイ) 不条理説であるが、これは江戸時代の儒教的立場からの帳合米取引に対する批判に近く、こちらも道徳的議論として、この問題を論ずるのであれば、それは価値判断の問題であり、市場機能をいかに発揮させるかという法的な議論においては、この立場を採ることはできない。また、ニ) の不況論についても、株価の下落は不況の結果であり、空売りをもって不況の原因とするのは、いささか無理があろう。

他方、否定論のハ) 下落加速説についてであるが、Perkins は株価下落という有望な前途に魅了された、大量のかつ不必要な空売りが、証券取引の流れに自然且つ不可避の影響を与えており、それはまるで土砂降りの雨が水流となるがごとくである⁴⁵⁵、と主張する。短期における株価の下落につきその加速度が増すにあたって空売りが寄与する可能性は大いにある。だからこそ、現在では株式空売り規制として、空売り価格規制トリガー抵触銘柄については、株価上昇局面では直近公表価格未満、株価下落局面では直近公表価格以下の価格での空売りが禁止されている（金商法施行令 26 条の 4）。

逆に空売り擁護論の立場を見ると、1) の類似点主張論については、確かに商品取引との類似性はあるが、だからといって、一方で容認されているから、取引所における株式取引にも容認されるべき、というのはやや乱暴な議論のように思われる。

むしろ、積極的な意義を見出すべきであり、特に 6) の市場継続論は重要であると思われる。この点、Whitney も 1929 年の世界恐慌の発生時、「もし証券の空売りが認められていなければ、証券取引所は閉鎖に追い込まれていたであろうことを私は確信する」⁴⁵⁶とし、「空売りを擁護することは意見の問題ではなくプリンシプルの問題である」⁴⁵⁷と述べている。

⁴⁵³ Whitney, *supra* note 450, at 19.

⁴⁵⁴ Whitney, *ibid.*

⁴⁵⁵ Whitney, *ib.*, at 27.

⁴⁵⁶ Whitney, *ib.*, at 106.

⁴⁵⁷ Whitney, *ib.*, at 57.

但し、Whitney も発言中に認めているところではあるが、1931年9月21日、22日、英国政府が金離脱政策に対応したことから、両日に渡り、空売り禁止の措置を採用している。これは、1873年に数日、そして1914年の第一次世界大戦時に数か月市場を閉鎖したことを念頭に、彼は「我々は経験から取引所を閉鎖することは株価を支えることにはならず、むしろ反対に、どん底まで株価が下落する」とし、こうした経験を元に、空売り禁止措置に踏み切ったとする⁴⁵⁸。また、近年でいえば、2008年世界金融危機の際に、SECが2008年9月19日、英国FSAと協調し、「証券市場の公正性と質を守り、投資家の信頼を強固なものとするため」799の金融機関の株式を対象に空売りを一時的に禁止した例もある⁴⁵⁹。

以上のように、歴史的には株式の空売りを禁止するという措置は何度かとられてきたが、その際に空売り禁止の対象となる原資産を含むデリバティブ取引に与える影響はいかなるものか、そしてデリバティブ取引の制限というものについては、どうあるべきか、ここでは問題提起にとどめておきたい。

第4節 取引期間・限月制度

本節で論じるのは、取引期間・限月制度である。デリバティブ取引は、単なる株式や債券の売買のように一度の資金決済等によって取引が完了するのではなく、取引開始時点から終了までの間、1) 取引対象となる金融資産・金融指標等の変動が当事者間のキャッシュ・フロー（得失）を生み出す、または、2) 将来発生し得る特定の事実に基づき当事者間のキャッシュ・フローが発生するという性質を有している。そのため、その変動する期間を長く設定すればするほど、取引対象となる金融資産・金融指標等の変動幅は大きくなり、特定の事実が将来発生しうる確率が増える。とある銘柄の株価につき、明日の株価と1年後の株価だと、1年後の方が、今日時点の価格よりも大きく乖離している可能性が高く、また、CDSの取引のように、対象となる企業の債務不履行は1週間以内に発生しないかもしれないが、30年後、50年後だと、不確実性は増すだろう、と考えられるからであ

⁴⁵⁸ Whitney, *ib.*, at 13. その後、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) が閉鎖をやむなくされたのは、1960年代を中心としたペーパー・クライシス（売買取引量の急激な増加に伴い決済などのバック・オフィス業務の処理能力を超えてしまった件）を除くと、2001年9月11日世界同時多発テロの際で、市場における取引が再開したのは9月17日であった。

⁴⁵⁹ SEC プレスリリース (<https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>)

本プレスリリースでは、SECのチェアマンである Christopher Cox が、「SECは、投資家と資本市場を脅かす相場操縦に対処すべく我々の武器庫にあるあらゆる武器を用いることを約束する。金融株の空売りを禁止する一時的な緊急命令は市場に（需要と供給の）均衡を回復させるだろう。市場が健全に機能している場合には必要がないこの決定は、一時的であると同時に、連邦準備制度理事会、財務省、そして連邦議会議による包括的な対策の一部である」と述べている。

る。

第1項 我が国における限月制度

「長期先物取引カ物産ニ付き必要ナルハ生産運送等ニ要スル時日ノ間ノ物価変動ノ危険ヲ保険スル意味ニ於テ欠クヘカラサルモノニシテ外国ノ物産取引所ノ例ニ徴スル…」⁴⁶⁰。これは、大正11年取引所法改正における、立法理由及釈義の一部分である。ここから明らかな通り、商品先物取引においては、生産者が商品を生産し運送し、買い手に届くまで間生ずる価格変動リスクをヘッジすることを考慮して、限月は設定されるものである。しかしながら、有価証券の場合は、こうした考慮すべき事情が存在しない。そのため、金融デリバティブ取引における限月は、投機を抑制すべきか否か、という観点から論じられてきたといっても過言ではない。前述の立法理由及釈義は、「必要以上ノ長期限ノ先物取引ヲ許スハ無用ノ投機ヲ助長スル結果ヲ生ス如此売買取引ノ期限ハ投機取締上頗ル重要ナル意義ヲ有スル…（中略）…有価証券ノ売買取引ノ限月ヲ短縮シタルコトハ有価証券ノ本質ヨリ見テ長期ノ先物思惑ヲ不必要ナリトミトメタルニ依ル」⁴⁶¹と述べていることから明らかである。

帳合米取引の限月制度は、3期にわかれ、第一期が春物と呼ばれ1月8日から4月27日まで、第二期が夏物と呼ばれ、5月7日から10月8日まで、そして第三期が冬物で10月17日から12月23日までである⁴⁶²。冬物は新米の出盛り期であり、正月をひかえ一番の需要期であったとされ、冬物と春物は米の需給で、そして夏物は5か月と期間が最長で、田植えから収穫までの天候が相場を決めた⁴⁶³。

現在、大阪取引所に上場する先物・オプション取引を見た場合、日経225先物・オプション取引の場合、四半期限月（3、6、9、12月）で最長8年⁴⁶⁴となっている。

第2項 第二次清算取引復活運動と限月の意義

第1篇で触れた1954年頃から始まった第二次清算取引復活運動であるが、ここでの主要な論点の一つが期間の根拠と投機との関係性である。この点、清算取引復活に批判的な福田敬太郎氏は、もともと、商品先物取引との比較を念頭に、株式の定期取引の方が、「商品相場投機取引よりも、少なくとも理論上、過当投機に陥る危険性が大きい」⁴⁶⁵という認

⁴⁶⁰ 日本証券経済研究所 前掲164 936頁。

⁴⁶¹ 日本証券経済研究所 前掲164 936頁。

⁴⁶² 時子山 前掲26 149頁。

⁴⁶³ 時子山 前掲26 149頁。

⁴⁶⁴ 日本取引所グループ 大阪取引所 日経225先物制度概要

(<https://www.jpx.co.jp/derivatives/products/domestic/225futures/01.html>)

⁴⁶⁵ 福田 前掲349 58-59頁。

識を示していた。商品先物取引を認める理由は、商品の生産・運送に要する相当の期間を要し、生産の途中である、又は、遠隔地の商品を目的物件とした先物契約は当然認められるが、「証券取引所の上場物件については先物取引すなわち定期取引を認める根拠は極めて薄弱である」⁴⁶⁶とする。福田敬太郎氏は、証券投機を助成するため定期取引を復活することが必要であるなら、半箇月毎に共同清算日を設ける、半月清算取引を提唱する。その背景には、英国における「2週間取引」があるが、その背景として、金融市場と証券市場との関係において2週間が適していること、ロンドンと世界各国の証券の輸送に2週間要する点、そして、ブローカーが投資者の信用状態を調査するのに2週間程度必要であること、を挙げている⁴⁶⁷。

福田敬太郎氏が英国での2週間をその歴史的・地理的条件などをどこまで考慮して、日本に当てはめようとしたのか、明らかではないが、福田敬太郎氏の主張には、期間を長くすればするほど、不確実性が高まり、そのことが投機を助長すると考えているところが重要である。福田氏は、「投機の対象たる企業の価値は将来のいかなる時点を取っても不明である。遠い将来については未定・不明がいよいよ大きくなる。…（中略）…そこで健全なる証券投機を維持するためには、できるだけ近い将来の予測をする範囲内で行うことが望ましいということになる。その意味で共同清算日取引を採用するとしても、なるべく短期間のものが正当であると考えられる」⁴⁶⁸と述べている。

これに対して、清算取引復活賛成の立場の今西庄太郎氏は、正常な定期取引のためにその期間をどうすべきかという問いを設定し、これを規定する要因として「定期取引に参加する需給が必要とする期間」と「どの位将来を織り込むが適当なりやの将来への時間的隔り」であるとす。とりわけ、後者について、「会社業績の変化は十日や半月位の状態で現れること難く、その成績の好化、悪化の動向は、近時の我国として少なくとも二、三ヶ月が期間単位となって表面化するところ」⁴⁶⁹とし、2、3ヶ月の先物取引期間が必要であると主張する。

向井鹿松氏も清算取引復活賛成の立場であるが、その理由としては、投機取引そのものが認められるという前提のもと、「実物取引の形式をとる米国式投機取引の仕法よりも。定期取引の仕法の方が合理的であり、経済的である」⁴⁷⁰とし、米国には米国特有の金融事情があり、事情が異なる我が国では戦前から行われてきた清算取引を復活すればよいという考えである。そして、期間については、福田氏と同様に、「長期ほど危険である」⁴⁷¹とし、

⁴⁶⁶ 福田「適正投機と証券取引」前掲259 7頁。

⁴⁶⁷ 福田「証券定期取引の問題点」前掲259 8-9頁。

⁴⁶⁸ 福田「適正投機と証券取引」前掲259 5頁。

⁴⁶⁹ 今西「株式定期取引に対する反対論の誤解とその復活の価値」前掲259 2頁。

⁴⁷⁰ 向井「再び証券定期取引について（福田博士の論文を読みて）」前掲259 1頁。

⁴⁷¹ 向井「再び証券定期取引について（福田博士の論文を読みて）」前掲259 12頁。

信用リスクの観点から、「買う時は支払い能力があつてもその後になつて資力を失えば支払不能になる。この危険は信用を与える期間の長きにつれ大となる」⁴⁷²と述べて、福田氏とは視点は異なるものの、結論は一致している。さらに、向井氏は、「福田博士が長期定期取引は過度を助長するという論は、『助長し易い』という意味においては否定できないのである」と述べている。そして、期間がどうあるべきか、という問いについては、福田氏が「向井博士は、定期取引の期間を三箇月にするか半箇月にするかは単に技術的問題に過ぎないとして、期間の長短を軽視してられる。しかしこの期間の長短の差は、決して単なる技術問題でなく、そこに証券定期取引の適正か不適正化のわかれめが存在するので、証券投機に取っては重要な本質問題がひそんでいる」⁴⁷³と述べる。これに対して、向井氏は、まず定期取引の期間については、「その国における資金及び貸株の供給、株式金融の発達程度、大衆の国民性（賭博性向）、証券投資に関する知識の普及等種々の条件によつて決せられなければならない」⁴⁷⁴とした上で、期間を定めるにはこうした条件を考慮すべくデータを集め、ウェイトを付し、英米の実例をもとに実証研究できれば、数学的な正確さで解答を与えることができるが、その当時の計量経済学ではこの解答を与えることはできず、科学的正確さをもって理論上何日が適当かはいえない、と述べている。その上で、「技術的問題」の真意は、定期取引の本質が、取引の相手方に信用を供与する取引であり、「定期取引の期間が信用許与の期間であり、それは業界の事情によつて業界の決する技術問題である」⁴⁷⁵という意味だと説明している。

第5節 売買取引金・委託保証金

本章では、売買取引金・委託保証金について論ずる。前章と同様、デリバティブ取引の有する性質から、取引成立時及び取引が継続している間に発生する原資産の価格変動に応じて、取引当事者が受渡を行うのが売買取引金・委託保証金である。清算機関（以前は取引所）が取引所参加者に徴求するのが売買取引金、金商法業者が投資者に徴求するのが委託保証金である。

第1項 売買取引金・委託保証金の歴史的変遷

戦前の取引所法に遡ると、明治26年成立時の取引所法第20条において「取引所ハ其ノ定款ニ依リ売買取引ニ付証拠金ヲ納メシムルコトヲ得」⁴⁷⁶と規定し、取引所が自由に会員

⁴⁷² 向井 「再び証券定期取引について（福田博士の論文を読みて）」前掲259 12頁。

⁴⁷³ 福田 前掲467 14頁。

⁴⁷⁴ 向井 「再び証券定期取引について（福田博士の論文を読みて）」前掲259 15頁。

⁴⁷⁵ 向井 「再び証券定期取引について（福田博士の論文を読みて）」前掲259 16頁。

⁴⁷⁶ 日本証券経済研究所 前掲164 1047頁。

らに対して売買証拠金について、徴求するかどうか、そして徴求する場合その額をどうするか、自由に決定することができた。当時の取引所の一つである東株（東京株式取引所）の定款には、第 52 条に「売買証拠金ハ業務規程ニ依リ之ヲ徴収ス」とあり、業務規程第 7 章売買証拠金に詳細が規定されている⁴⁷⁷。

まず、短期清算取引及び実物取引については証拠金の徴収を行わなかった（第 66 条）。そして、長期清算取引については、第 51 条において、本証拠金、割増本証拠金、追証拠金、増証拠金、予納証拠金の 5 種類とされた。本証拠金は原則「帳入値段ノ百分ノ五十ノ範囲内ニ於テ之ヲ定メ新規売買ニ対シ売買者双方ヨリ徴収ス」（第 53 条）とし、割増本証拠金は会員が各銘柄毎に各限を通算して売買玉を相殺した結果の残った建玉が、取引所の定めた値を越えた場合に差し入れる証拠金である（第 53 条の 2）。追証拠金は、現在の建玉の帳入値段とその後の帳入値段を比較しその差額が建玉に対して納入した本証拠金の半額以上に達する毎に現在の建玉に対して其の損方から、本証拠金の半額を損方から徴収する、と規定する（第 54 条）。増証拠金は第 55 条に規定があり、「非常ノ事変、立会ノ停止其ノ他ノ事由ニ因リ相場ニ著シキ変動ヲ生シ又ハ受渡ニ危険ヲ来スト認ムル場合ニ於テ現在建玉又ハ新規売買ニ対シ売買者ノ一方又ハ双方ヨリ之ヲ徴収ス」とある。そして、最後が予納証拠金であるが、「相場ニ著シキ変動アリト認ムルトキ又ハ取引員カ一時ニ巨額ノ売買ヲ為サムトスル場合ニ於テ新規売買ニ対シ取引員ノ全部又ハ一部ヨリ予メ徴収スルコトを得」とある。

当時の売買証拠金の性格については、藤田國之助氏は、私的理​​由として「売買取引から生ずる債務の履行を確保するものである」⁴⁷⁸とし、売買証拠金によって「売買を堅実ならしめ、相場の公正を期する爲、取引所がその市場管理権に依つて行ふのであつて、これが證據金徴収の公的理​​由である」⁴⁷⁹と論じている。取引所令第 13 条第 1 項には「農商務大臣必要ト認ムルトキハ取引所ニ対シ会員又ハ取引員ヲシテ売買証拠金ヲ納メシムヘキコトヲ命スルコトヲ得」⁴⁸⁰とあり、藤田氏はこの規定の根拠は、上述の公的理​​由にあるとしている。

他方、委託保証金については、取引所法及び取引所令、定款・業務規程には規定はなく、受託契約準則にその規定があるだけで、その規定も「取引員カ株式長期取引ニ付キ委託者ヨリ差入レシムル証拠金ハ左ノ五種トス…」とある通り、投資者に委託保証金を差し入れさせるかどうかは、取引員の自由であったという。藤田氏によれば、我が国の委託保証金は「取引員組合で定めた定率に従ふことになつてをり、これは普通その有價證券の時價の

⁴⁷⁷ 以下、東株業務規程については、大正 11 年法改正後のものを参照した。日本証券經濟研究所 前掲 196 158-160 頁。

⁴⁷⁸ 藤田國之助『日本取引所解説』（千倉書房、1942）309 頁。

⁴⁷⁹ 藤田 前掲 478 324 頁。

⁴⁸⁰ 日本証券經濟研究所 前掲 196 93 頁。

一割くらみであるが、これすら履行されず、時には全然委託証拠金なしで注文を受けることすらある」⁴⁸¹と述べている。

戦後はデリバティブ取引が中断するため、信用取引において委託保証金の制度が導入されることとなった。1947年証取法では第67条に、1948年証取法では第49条に、それぞれ信用取引の委託保証金に関する規定が設けられた。なお、1947年証取法では、最低30%を委託証拠金として求めていたが、1948年証取法では、最低45%としている。そして、1947年証取法では、現在のデリバティブ取引で用いている「委託証拠金」という文言があるが、1948年証取法では存在せず、以後信用取引の「委託保証金」の文言は、東証の受託契約準則に見られるようになる。

市場デリバティブ取引における委託証拠金については、清算機関であるJSCCの業務方法書第2章第3節清算参加者の義務、第73条の43第1項において、JSCCが行う証券取引等清算業務における先物・オプション取引に係る取引証拠金等に関する事項は、先物・オプション取引に係る取引証拠金等に関する規則に定めるとし、同規則第3条第1項に、取引証拠金の目的として、取引証拠金は、この規則で定めるところにより、清算参加者、非清算参加者、又は顧客が、JSCC、清算参加者、又は取引参加者それぞれに対して、負担する先物・オプション取引に係る債務の履行を確保するためのものと規定している。そして、同条第2項において、清算参加者、非清算参加者等は、前項に規定する債務につき不履行が発生した場合には、取引証拠金に対する権利を行使し、当該債務の弁済に充当することができることとある。

取引証拠金の計算には、JSCCがSPAN（スパン；Standard Portfolio Analysis of Risk）と呼ばれる、CMEが開発した証拠金の計算方法を用いて、所要額を計算し、その額に基づき、投資者及び清算参加者が委託証拠金（又は代用有価証券）を差し入れる⁴⁸²。

では、この委託保証金・委託証拠金（以下、委託証拠金等）はそれぞれ名称は異なるが、どのような意義を有しているのだろうか。この点、昭和28年証取法改正における理由としては、「証券取引に関し、信用統制を行うために信用供与率を上下することは、わが国において意味が薄いから保証金（証拠金）の面から、過当投機の抑制と損害の担保を目的として取引を規制することができる規定に改めることがわが国の実情に即する」とされた。

このように、委託証拠金等の意義は、レバレッジを低減させることで過当投機を抑制するという点、そして、投資者が損失分を支払うことができなかった場合に、損失分を担保するという点が多く主張される。他に、薄資者の参加を防止するという意味があるとする

⁴⁸¹ 藤田 前掲 478 339 頁。

⁴⁸² 詳細は、日本証券クリアリング機構「SPAN®とは」

(https://www.jpx.co.jp/jscs/seisan/sakimono/shokokin_seido/span.html)

考えもある⁴⁸³。この点につき、投資者保護のためであると解する説⁴⁸⁴があるが、私見では、その説は採らず、本来想定していない薄資者の参加により、証券の円滑な流通及び公正な価格形成を阻害する恐れがあると考ええる。

第2項 売買取引金・委託保証金とレバレッジ

売買取引金・委託保証金の額の設定如何は、投機資本の節約、又はレバレッジと直接的に関わってくるといえよう。そして、この規制は、直接的に取引参加者の経済的負担に影響を及ぼすことから、投機に対する制約を課す上で、最も効果的な手段の一つであると思われる。こうした市場デリバティブ取引における売買取引金・委託保証金制度を店頭デリバティブ取引にも応用したのが、後述の非集中清算デリバティブ取引に対する担保規制である。

第6節 価格形成技術

投機を望む者としては、投資対象の価格変動が大きい点が重要であることは論をまたないが、川合一郎氏は、この点、相場操縦は論外として、投機を望む者は自ら価格変動要因を作り出すことができないため、需給不均衡要因が発生した場合、それが阻害されずに、投機業者のところまで波及してきて、投機業者の目の前で価格変動をおこしてくれるかどうか保証できない、と述べる⁴⁸⁵。そのため、この阻害要因の最たるものが売買主体のもつ個人的性格であり、この波及の障害の除去し価格変動の波をすくうためには、取引主体の個人的性格の除去が必要となる⁴⁸⁶、と説明する。また、田中耕太郎氏は、元来商取引は集団的に行われ個性が喪失し定型化が進んでいたが、取引所取引においてはその傾向が著しく、業務規程等において売買可能な時間、方法、受渡など詳細に規定、定型化されていた⁴⁸⁷、と述べている。本章では、とりわけこうした流れの中で、価格形成技術がどのように変化を遂げたか、川合一郎氏の『株式価格形成の理論』⁴⁸⁸を元に簡単ではあるが整理する。

一般に、価格形成技術は、相対売買→糶糶売買→競売買という形で発展を遂げてきた。相対売買は、文字通り、一対一の取引で、A対B、C対Dと、それぞれ取引当事者双方が交渉により取引を成立させる。A対Bの間で成立した需給、価格の変化等はC対Dには

⁴⁸³ 川村 前掲 111 (品谷篤哉執筆分) 529 頁。

⁴⁸⁴ 河本一郎・大武泰南『金融商品取引法読本 (第2版)』(有斐閣、2011) 377 頁。

⁴⁸⁵ 川合一郎『株式価格形成の理論』(日本評論新社、1960) 118 頁

⁴⁸⁶ 川合 前掲 485 118-119 頁。

⁴⁸⁷ 田中 前掲 10 60-61 頁。

⁴⁸⁸ 川合 前掲 485。

すぐには伝わらない⁴⁸⁹。

そこで、次に産み出されたのが糶糶売買である。これはセリ売買とも呼ばれ、一对多の関係で、例えば、一人の売り手に対して、複数の買い手があり、最も高い価格をつけるものが取引を成立させる。魚市場でのセリなどが典型例である。しかし、糶糶売買であっても、まだ売買の個人的制約は一方に残っており、この制約を解放するのが競売買である⁴⁹⁰。

競売買では、多対多の関係で、集団的に売買取引が成立していく。この点において、「商の個性喪失及集団性の特色を最も多分に具有する」のである。川合一郎氏は、競売買においては、「いくらの価格を申出ているかだけが問題であり、個人の姿を社会の中に埋没させたところの価格だけが純粹に前面にでてきている。」⁴⁹¹と説明する。

こうして、価格形成技術は最終形へと遂げるわけだが、競売買はさらに投機の持つ究極的には相反する2つの要求を満たす売買方式に分化する。一つが、需給の均衡化が完全に行われることで、一定の時点で一物一価の状態が招来するまで取引をおしすすめる投機の要求に応える板寄せ方式（単一価格競売買）であり、もう一つの投機の要求が価格形成の連続性の維持であり、これに応えるのがザラバ方式（複数価格競売買）である。現在の東証株式市場においても、立会開始・終了時、売買中断後の再開時等では板寄せ方式を、それ以外ではザラバ方式を採用している。

明治時代の売買仕法はどうであったか。例えば、大正11年取引所法下での東株の業務規程には第36条において清算取引の売買仕法が規定され、「清算取引ハ競売買ノ方法ニ依ルモノトス」とし、長期清算取引の場合は「同一銘柄ニ付二回之ヲ行ヒ第一回ノ競売買ヲ寄付ト称シ第二回ノ競合ヲ大引ト称ス」と、一日に2回のみ板寄せ方式で取引が行われたのに対し、「短期取引ノ競売買ハ長期取引ノ競売買ニ準シテ之ヲ行フモノトス但寄付大引間ニ於テハ歩ミ売買ノ方法ニ依ル」とし、寄付・大引は長期清算取引と同様に板寄せ方式で行われ、寄付と大引の間は「歩ミ売買」、すなわちザラバ方式により取引が行われた。このことは、現在の取引所における売買仕法とほぼ同一である⁴⁹²。

短期清算取引は、導入当初こそ、総決済制度の存在により売買が振るわなかったが、同制度廃止により、取引が増加。その背景には、長期清算取引と比べて連続した価格形成がなされる売買仕法にあったとされる。

⁴⁸⁹ 川合 前掲 485 118-125 頁。

⁴⁹⁰ 川合 前掲 485 120 頁。

⁴⁹¹ 川合 前掲 485 120-121 頁。

⁴⁹² 現在、大阪取引所のデリバティブ取引においては、オープニング・オークション、クロージング・オークション及び取引の一時中断後の取引再開時の個別競争取引においては、板寄せ方式により約定値段を決定し、レギュラー・セッションの個別競争取引は、ザラバ方式により約定値段を決定する。日本取引所グループ「先物・オプション取引方法」(<https://www.jpx.co.jp/derivatives/rules/trading-methods/index.html>)

第7節 市場外取引・市場類似施設

本節では、市場外取引・市場類似施設規定について論ずる。取引所市場は、多数の自由な需給が投合されることによって、競争原理に基づき、継続的に価格形成がなされる市場であることを目標としている⁴⁹³。そのため、市場の外、又は市場開設者以外の者が必要な規制に服さず市場に類似した場所において、取引を行うことは、市場における価格形成に影響を及ぼすだけでなく、こうした取引所以外の場で、投機が助長されうるという問題点がある。この点、江戸時代の帳合米取引時代からも同様の問題があった。以下では、堂島米市場における市場外取引禁止とその限界、また、法の解釈により、投機を助長する結果となった、商品取引制度における内閣法制局の解釈変更問題、そして、平成10年証券法改正により撤廃された、我が国の株式市場における取引所外取引について順に論ずる。

第1項 堂島米市場における市場外取引禁止

江戸時代には、帳合米取引相場を基礎とした一種の賭博市場が発生した。これを懸合濱（かけあいはま、掛合場ともいう）及び現銀店（現銀掛合店ともいう）という⁴⁹⁴。両者とも宝暦（1751-1764年）初頭に発生したとされる⁴⁹⁵。これらは、米方年行司、年行司、米方両替等堂島米会所の関係者から町奉行に対して、営業停止を願い出て、これらの営業を停止させる他、これらの開設の出願があっても、町奉行が堂島米会所に諮問し、堂島米会所が常に支障ある旨答申したことから、町奉行が出願を不許可にしており⁴⁹⁶、堂島米会所以外の帳合米取引類似施設の開設は公には認められなかった。しかしながら、懸合濱は事実上諸方に存在し、盛んに帳合米相場による賭博取引を行っていたとされる⁴⁹⁷。さらに、1760年（宝暦10年）、徳川家治が将軍となり、田沼意次を側用人・老中として重用。幕府財政が窮乏していたこともあり、賄賂政治が横行し、様々な業種に対して独占的特権を与える見返りに冥加銀を上納させる制度を設けた⁴⁹⁸。これに乗じて、冥加銀上納を条件として、現銀店の設立を出願する者が続出⁴⁹⁹。結果菱屋の米会所等いくつかが認められることとなったのである⁵⁰⁰。田沼意次失脚後松平定信が代わり、多くの現銀店が閉鎖されたが、

⁴⁹³ 鈴木=河本 前掲 268 433 頁。

⁴⁹⁴ 島本 前掲 8 128 頁。

⁴⁹⁵ 島本 前掲 8 128 頁。

⁴⁹⁶ 島本 前掲 8 129 頁。

⁴⁹⁷ 島本 前掲 8 128 頁。

⁴⁹⁸ 島本 前掲 8 129 頁。

⁴⁹⁹ 島本 前掲 8 130 頁。

⁵⁰⁰ 島本 前掲 8 130 頁。

相模屋又市の市場は閉鎖を命じられず、幕末まで存在した⁵⁰¹。このように、懸合濱及び現銀店は、帳合米取引相場を基礎とする賭博市場に過ぎないため、米価を適正化させる機能もない、単なる差金の授受を目的とする常習的賭博取引であった⁵⁰²。

明治期に入り、法が取引所外取引の禁止を明記したのは、ブールズ条例である。第 28 条において、「取引所ニ於テ売買取引スヘキ物件ノ種類ニヨリ農商務大臣ハ取引所外ニ於テ取引所ノ売買取引ト同一又ハ類似ノ方法ヲ以テ売買取引ヲ為スヲ禁止スルコトヲ得」とあり、農商務大臣が取引所外取引を禁止する上場商品、取引所類似施設での取引、とりわけ取引所外での差金決済取引を禁止することが法律上明記された。この点、株式取引所条例には同様の条文は存在せず、ブールズ条例制定の契機となった、取引所を通さない密売買の事件が念頭にあったのではないだろうか。

なお、罰則規定として、第 28 条違反は、10 円以上 200 円以下の罰金と第 34 条に規定された。その後の取引所法においても、ブールズ条例と同様、第 25 条において「取引所外ニ於テ取引所ノ定期取引ト同一又ハ類似ノ方法ヲ以テ売買取引ヲ為スコトヲ得ス」とし、取引所外取引の禁止と、先物取引類似行為の禁止が規定されている。

第 2 項 我が国の株式市場における取引所外取引解禁

取引所集中原則とは、当時の東京証券取引所をはじめ各証券取引所の定款・規則に基づき、取引所会員に対して、一定の場合を除き、取引所が開設する市場でのみ上場有価証券の取引を義務付けるという原則である。さらに、平成 4 年改正により、有価証券市場に類似する施設の開設及び、当該類似施設での有価証券売買・有価証券指数等先物取引及び有価証券オプション取引と類似の取引の禁止が平成 4 年証取法第 87 条の 2 規定され、取引所への取引集中の確保をその趣旨とされた⁵⁰³。取引所集中原則の趣旨は、取引所に取引を集中させることで、取引所市場に厚みを持たせ、取引の円滑化を図り、公正な価格形成に寄与することを目的としたものであった⁵⁰⁴⁵⁰⁵。

しかし、その後のコンピューターや通信技術の発達により、価格・数量等の取引情報が手中して公表されることで、証券取引所という物理的な場所に取引を集中させなくとも、

⁵⁰¹ 島本 前掲 8 130 頁。

⁵⁰² 島本 前掲 8 130 頁。

⁵⁰³ 他には、取引所への行政規制・監督の確保という規制趣旨がある。岸田雅夫監修『注釈金融商品取引法【第 3 巻】行為規制』（行澤一夫）（金融財政事情研究会、2010）177-180 頁。

⁵⁰⁴ 川村 前掲 111 655 頁。

⁵⁰⁵ 取引コストの観点からは、証券売買が 1 つの市場で集中的に行われるということは、取引希望者が取引相手を探す手間を省け、取引コストが低減する、といえる。梅本剛正「取引所外取引の規制について」『甲南法学』39 卷 3・4 号(1999)188 頁。

証券の円滑な流通と公正な価格形成を確保することが技術的に可能になった⁵⁰⁶。また、取引所会員は、取引所気配よりも良い値段で顧客にとって売買を執行できるにも拘らず、同原則により、取引所へ注文を回送しなければならず、また、大口の取引を行いたい顧客が自身の注文により市場価格を変動させてしまうことを避けるために市場外取引を行いたいというニーズにも応えることができなかった⁵⁰⁷。

こうした中、我が国の金融市場を国際的な金融市場として再生させることを目指した金融ビッグバンが始動。証券取引審議会で議論が行われ、1997年(平成9年)6月13日「証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～」と題した報告書が発表された⁵⁰⁸。その中で、投資家の取引ニーズの多様化等に対応する観点から取引所市場については、取引所内における取引システムの見直し・改善に加え、取引所集中義務を撤廃し、上場銘柄の取引所外取引を認めることとする、とし、翌1998年(平成10年)証取法改正及び、証券取引所定款の改正、日本証券業協会による、「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則」(公正慣習規則5号)⁵⁰⁹の制定をもって、取引所集中義務が撤廃されることとなった。証取法改正により、平成10年証取法第79条の2第4号において、証券会社は、自己の計算において行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買又は媒介、取次ぎ若しくは代理を行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買が成立した場合には、当該売買に係る上場株券等の種類及び銘柄並びにその売買価格及び数量等を自身の所属する証券業協会に報告しなければならないとした。

なお、同じタイミングで、店頭デリバティブ取引が証取法において認められた。有価証券と異なり、「市場外」という語を用いず、「店頭」という語を用いて、取引所市場の外で行われる取引につき定義がなされており、また、上場有価証券の市場外取引については、前述の通り証券会社は証券業協会への報告義務が法律上明記されたが、店頭デリバティブ取引については、同様の規定は設けられなかった。

現在の金商法においても、第167条の2において、第80条に規定する内閣総理大臣の免許を受けてない者(認可金融商品取引業協会を除く)が開設する金融商品市場において、有価証券の売買又は市場デリバティブ取引をしてはならないと規定がある⁵¹⁰。

⁵⁰⁶ 大崎貞和「我が国における取引所外取引の解禁」『資本市場クォーターリー』2巻3号(1999)60頁。

⁵⁰⁷ 大崎 前掲506 60頁。

⁵⁰⁸ 金融庁ホームページ内「証券取引審議会」(https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/top.htm)

⁵⁰⁹ 現在の名称は「上場株券等の取引所有価証券市場外での売買等に関する規則」日本証券業協会(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/content/torigaikisoku180701.pdf>)

⁵¹⁰ 当該規定は、取引所集中原則撤廃に伴い、元来の規定の趣旨の一部が失われたことにより、金商法第6章の不正取引に移動し、残存する当該規定の趣旨である取引所への行政規制・監督の確保へと当該規定の目的が変容した。この点に対する疑問として、金融商品取引法研究会『金商法第6章の不正取引規制の体系』(松尾直彦発言部分)(日本証券経済研究所、2012)8頁。

以上の通り、我が国では取引所集中原則は存在しない。だからといって、市場外取引・市場類似施設が問題ではないというわけではない、むしろ情報技術の発達により、サイバー空間上での、市場外取引、市場類似施設が現れた場合、どのように対応すべきなのか、ここでは問題提起にとどめておきたい。

第8節 小括

本章では、投機を過当化させうる制度と法規制について整理をした上でいくつか考察を加えた。差金決済においては、資金以外の決済ができない取引が、他に分類される取引よりも投機性が高いこと、そして江戸時代の帳合米取引はこの分類に属することを確認した。また、英国のデリバティブ取引の歴史については、南海泡沫事件以後金融サービス法までの間を

簡単に眺めたところ、1733年バーナード法が成立以前からデリバティブ取引に係る私人間の紛争は司法が解決をしており、その争いの対象となる取引は差金決済、オプション取引が主だった。その後、金融サービス法に至り、英国における差金決済取引の慣行は、CFDとして、実定法に定義づけられることとなった。また、市場外取引、市場類似施設に係る禁止規定については、取引所集中義務が撤廃された後でも、昨今のサイバー空間を用いた取引等考えうる。市場管理・規制が厳しくなればなるほど、市場外取引へと逃避する可能性があるため、投機に対する法規制を考える上では、この点も非常に重要な論点の一つとなろう。最後に、限月制度については、明治時代は元老院のメンバーが喧々諤々議論をしていたのが興味深い。こうした技術的規制については、現場主義のもと対処すべき規制であると考えられる。

第3篇 店頭デリバティブ取引規制

第1章 2008年世界金融危機と店頭デリバティブ取引

第1節 米国の金融危機調査報告書

2008年9月のリーマン・ブラザーズ破綻に端を発した世界金融危機については、様々な原因が指摘され、その原因の一つとして店頭デリバティブ取引があるとされる。世界金融危機の震源地となった米国においては、世界金融危機の原因を分析し究明する目的で、連邦議会直属の委員会として、「金融危機調査委員会(Financial Crisis Inquiry Commission, FCIC)」が設置され、同委員会が2011年1月27日に発表したのが「金融危機調査報告書(The Financial Crisis Inquiry Report)」⁵¹¹である。但し、同委員会の委員は民主党委員6名と共和党委員4名から構成されたこと、そして世界金融危機後、2009年1月20日に共和党のジョージ・W・ブッシュ大統領から民主党のバラク・オバマ大統領へと政権交代がなされたこともあり、党派的色彩を帯びている点は否めず、当該報告書の採択において民主党委員は6名全員が賛成したものの、共和党委員4名が反対し反対意見書が付される結果となった。⁵¹²以下、民主党委員のみが賛成した報告書本編を中心に検討していく⁵¹³。

第1項 米国における金融危機前の店頭デリバティブ規制

報告書本編における金融危機発生時の店頭デリバティブ取引規制の評価として、1) 連邦法によって規制されているシカゴ・ボード・オブ・トレードで取引される先物やオプションなどの取引所デリバティブ取引と異なり、店頭デリバティブ取引は集中化されず、取引所デリバティブ取引同様の規制がないこと、そして2) 店頭デリバティブ取引は透明性が欠如し、価格発見機能も限定的であることの2点を挙げている。

米国における取引所デリバティブ取引に関しては1936年商品取引所法(the Commodity Exchange Act of 1936)が1974年に改正されたことで、先物やオプション契約を規制対象とし、これらを取引所において取引することを要求したと共に、新たな独立した連邦機関として米国商品先物取引委員会(the Commodity Futures Trading Commission, CFTC)が規制当局として新たに設置された。

他方、取引所外でなされていた店頭デリバティブ取引量は1980年代より急速に増大。この流れに対してCFTCが採った政策は、詐欺及び相場操縦以外の1936年商品取引所法

⁵¹¹ Financial Crisis Inquiry commission, *The Financial Crisis Inquiry Report* (27 January 2011)

(<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>)

⁵¹² 神山哲也「金融危機兆歳委員会(FCIC)による報告書の公表」野村資本市場クォーターリー 2011 Spring 2頁。

⁵¹³ 米国の規制、デリバティブ取引に関する記述はもっぱら Financial Crisis Inquiry commission, *supra* note 511 による。

の規制対象から店頭デリバティブ取引を除外するというもので、店頭デリバティブ取引については規制緩和の方向へ進んでいったのである。

その後米国ではいくつかの事件を通じて店頭デリバティブ規制強化の機運は高まることがあった。1994年のP&Gによる店頭金利デリバティブ取引及び店頭為替デリバティブ取引による1億5700万ドルの損失、同じく1994年のカリフォルニア州オレンジ郡の投機的店頭デリバティブ取引による15億ドルの損失、また1998年に店頭デリバティブ取引等の巨額損失によりLTCM(Long Term Capital Management)が破綻し、14の銀行を通じてニューヨーク連邦銀行から36億ドルもの救済融資がなされた後でも、店頭デリバティブ取引規制強化の議論がCFTCから提起されたが実際に強化されることはなかったのである。店頭デリバティブ規制反対論者は規制当局側にも多数存在し、SEC委員長であるArthur Levitt、財務大臣Robert Rubin、連邦準備制度理事会議長のAlan Greenspanらは、CFTCが出した規制強化案に対して反対を表明していた。例えば、Alan Greenspanは、「銀行法や証券規制の下でデリバティブ・ディーラーに対する安全で健全な規制があるのだから、プロ同士が個々で交渉するデリバティブ取引に対する規制は不必要だ。」⁵¹⁴と述べている。

逆に2000年12月には、2000年商品先物現代化法(the Commodity Futures Modernization Act of 2000)が議会において成立。ビル・クリントン大統領によって署名されたが、この内容は店頭デリバティブ取引に対する一層の規制緩和とCFTCとSEC(米国証券取引委員会)の店頭デリバティブ取引に対する監督権限を縮小する内容だった。

店頭デリバティブ取引が米国において急速に増加した背景としては、当初はリスク管理とそこから発生する必要な自己資本の圧縮というメリットを享受するためであった。しかしながら、その後店頭デリバティブ取引はトレーダー等にとってはレバレッジをかける手段となっていく。例えば、エクイティ・スワップのような店頭デリバティブ取引を用いれば、対象となる株式を購入するコストよりもはるかに小さな額の担保を差し出すだけで、購入した場合に得られる経済的価値を得られるのである。

またCDSに関しては対象となる企業について一定の条件に基づいて生ずる損失額の補填を受けることができる性質を有しているため、元来は信用リスクヘッジ目的での取引がなされており、その商品の性質から保険に関する法令の適用の是非が議論されたが、結果として米国ではCDSは店頭デリバティブ取引として保険に関する法令が適用されることはなかった。

同様にヘッジ目的ではなく投機目的⁵¹⁵でなされたCDS取引については、2000年6月に法律事務所からの問い合わせに対してニューヨーク州の保険局が「ネイキッドCDSは保

⁵¹⁴ Financial Crisis Inquiry Commission, *ib.*, at 47.

⁵¹⁵ CDSを売却することで手数料を受領する目的のこと。CDSの売却により発生したポジションのリスク・ヘッジを行わない。

険とみなさず、それゆえに（保険に関する）規制に服さない」⁵¹⁶という回答を行った。このように、CDS は保険規制からも除外されてしまったのである。

こうした緩和された規制の中 CDS 取引はその量を拡大し、世界金融危機直前の 2007 年には想定元本ベースで 86.4 兆ドルに達した。そして、米国を代表する金融機関が大量の CDS 残高を保有しておりその一つが AIG だったのである。

第 2 項 AIG と店頭デリバティブ取引⁵¹⁷

AIG は世界有数の保険会社であるが、その子会社である AIG フィナンシャル・プロダクツにおいて、大量の CDS 及びサブプライム関連の金融商品を大量に保有していた。サブプライムローンに関する問題は 2007 年頃から顕在化してきたが、2008 年 6 月末時点でも同社では 750 億ドルをサブプライム関連の金融商品に投資しており、この評価額が 595 億ドルまで目減りしていた。その結果として、短期資金市場での資金調達が困難となるだけでなく、担保として差し出していたサブプライムローン関係の金融商品の担保価値が低下し、それに加えて同社の信用リスクが高まったことで、さらなる担保の差し入れを求められ、経営はますます逼迫していった。そして 2008 年 9 月 12 日金曜日、AIG はニューヨーク連邦銀行を訪れ、この先 5 日から 10 日の間に資金が不足する旨伝えている。

こうした状況下の 2008 年 9 月 14 日日曜日、ニューヨーク連銀内において、AIG に対して連邦準備法 13 条 3 項⁵¹⁸に基づく特別融資を実施するか否かで議論が交わされた。賛成意見は AIG が破綻した場合の波及効果に言及。とりわけ、AIG から購入した CDS を保有する欧州の銀行が大きな影響を受けるため、融資を実施すべきであると主張した。

他方、反対意見は連邦準備法による特別融資で果たして AIG を救済できるのか疑念をもっており、特別融資が上手くいかなかった場合に、政策手段としての連邦準備法 13 条 3 項のもつ実効性を毀損することになると主張した。

上記の両者の主張からも分かる通り、CDS が AIG 問題を論じる上で中心に位置する金融商品であったことは否めず、また反対意見の主張からは、CDS の売主が破綻した際の影響の度合い、CDS 取引市場の規模などに関して当局側に十分な情報がなかったことが示唆される。

その日の議論では結果が出なかったものの、翌 9 月 15 日リーマン・ブラザーズが連邦倒産法第 11 章を申請。AIG が連邦準備制度理事会に融資を打診していた情報が明らかに

⁵¹⁶ Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 511, at 50.

⁵¹⁷ Financial Crisis Inquiry Commission, *ib.*, at 344-352.

⁵¹⁸ ニューヨーク連銀を含め米国の連邦準備制度は銀行の流動性が枯渇した場合に「最後の貸し手」として融資を実施する権限を有しているが、それに加えて例外かつ緊急の状況下では、銀行ではない金融機関以外に対しても特別に融資することができる。Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Act Section 13 (<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>)

なったこともあり、AIG の経営危機が広く知られることとなる。その日の市場が終了後、AIG はニューヨーク連銀に対して短期のコマーシャルペーパー市場での資金調達ができなくなったことを報告した。そして、その夜ニューヨーク連銀は連邦準備法第 13 条 3 項を発動、AIG の株式 79.9%を保有し同社を国有化したのである。⁵¹⁹

この報告書では、危機の際に米国の規制当局が店頭デリバティブ取引に関する基本的な情報の入手ができなかったことが不確実性をより高めたとする。規制当局は誰がどのくらいの店頭デリバティブ取引残高を保有しているのか把握できておらず、一例として米国通貨監督庁(the Office of the Comptroller of the Currency)は、デリバティブ取引の残高につき情報収集を行ったが商業銀行と銀行持ち株会社のみを対象としたため、多くの残高を抱える投資銀行や AIG のような保険会社の実態を迅速に把握することができなかったのである。

さらに、AIG を監督していた財務省の貯蓄金融機関監督室(The Office of Thrift Supervision、以下 OTS)では、2008 年 9 月前の段階で AIG の有する CDS に関連する債務額について何ら情報を持ち合わせていなかったこと、また、すでに大量の CDS を保有していた 2007 年 7 月に実施された AIG に対するレビューの中では、OTS は CDS の残高は非常に小さいため精査せず、2008 年までより詳細な精査は延期すると結論づけるなど、規制・監督当局側の問題は大きいものの、CDS 取引の透明性の欠如がもたらした影響は大きい。

当該報告書では、AIG が国有化されるに至った一連の問題について、膨大な量の CDS の売却に対してコーポレートガバナンス、とりわけリスクマネジメントの運用について重大な失敗があったと結論付けている。そして、AIG の問題の背景として店頭デリバティブに対する規制緩和を指摘、資本規制及び担保規制を含む連邦及び州規制が店頭デリバティブ取引から取り除かれたことも指摘する。

さらに、店頭デリバティブ取引の持つ透明性の欠如と、効果的な価格発見機能の欠如がこうした金融危機時において担保の必要額を巡って CDS の取引当事者間で紛争が発生した点にも触れている。

そして AIG が多くの巨大商業銀行、投資銀行、そしてその他の金融機関と CDS 等の取引を通じて取引関係があったことから、政府として AIG は「大きすぎてつぶせない(Too big to fail)」ため、総額 1800 億ドル以上を使い同社を救済した。同社の国有化がなければ、AIG の破綻は取引相手方に波及し連鎖的な損失と破綻が金融システムで発生しただろうと結論付け、政府の対応を支持している。⁵²⁰

他方共和党の反対意見では、店頭デリバティブ取引及び AIG の問題は、どのように述べ

⁵¹⁹ 連邦準備法第 13 条 3 項による特別融資は AIG が金融危機に関連した場合 2 つ目の事例で、最初はベアスターンズが経営危機となり JP モルガンが同社を救済合併する際にも発動されている。

⁵²⁰ Financial Crisis Inquiry Commission, *supra* note 511, at 352.

られているのだろうか。

共和党反対意見は共和党委員 3 名による反対意見（共和党反対意見）と、共和党委員ピーター・ワリソンによる反対意見（ワリソン意見）の 2 つから成る。店頭デリバティブ取引に関して言えば、両方の反対意見に共通するのは、店頭デリバティブ取引そのものが金融危機を引き起こしたのではないという点である。共和党反対意見では CDS 以外のデリバティブ取引は金融危機と全く関係がなく、それぞれの金融商品は適切に利用すれば問題は発生しないのであって、問題は証券化プロセスにみられるような金融関係者の行為が問題であるとする。⁵²¹

ワリソン意見では CDS についても、AIG が特殊事例であるとする。すなわち、CDS を原因として金融危機の一部を構成したのは、例外的な量の CDS 取引を行っていた AIG のみであって、このことを理由として CDS を否定するのは、銀行が破綻した原因として銀行による貸し出しを否定するようなものだと主張する。⁵²²

以上のように、金融危機調査報告書は FCIC として統一的な見解を示すには至らず、報告書本編では今後同様の問題を防止するための店頭デリバティブ取引規制については論じていない。また、共和党反対意見については、AIG の事例は特殊事例として、CDS 及び店頭デリバティブ取引そのものが金融危機の要因とはいえないと否定している。

確かに金融危機において AIG の問題は特殊な事例といえる。そして、CDS ひいては店頭デリバティブ取引そのものが金融危機の直接的要因であるという論理は飛躍している感が否めない。しかしながら、AIG が過剰なまでの CDS 取引を行っていた問題、そして、AIG だけでなく店頭デリバティブ取引全体の市場規模を迅速に把握できなかった規制当局側の問題は確かに存在し、金融危機発生時にこれらの問題が顕在化した。その意味において店頭デリバティブ取引における透明性の欠如という問題が世界金融危機の要因の一部を構成しており、この問題に対処することはやはり適当であったといえる。

同報告書においては、本編及び共和党による二つの反対意見の中でも、店頭デリバティブ取引に関する新たな規制の提言などはなされていない。しかし、店頭デリバティブ取引規制との関係で注目すべきは、上記の透明性の欠如という問題の他、報告書本編で述べているように現行の店頭デリバティブ取引では価格発見機能が限定的であるという点である。金融危機時には CDS 取引において必要な担保額を巡って取引当事者間で多くの争いが発生した。このことは店頭デリバティブ取引が発展する上で取引の安定性が阻害する要因となる。そのため、電子取引基盤を用いることで市場デリバティブ取引ほどではないものの、店頭デリバティブ取引における価格発見機能を向上させるアプローチは適切であろう。

⁵²¹ Financial Crisis Inquiry Commission, *ib.*, at 414, 426, 447.

⁵²² Financial Crisis Inquiry Commission, *ib.*, at 447.

第2節 欧州における店頭デリバティブ取引の評価

第1項 英国「ターナー・レビュー」

2009年に英国において発表された「ターナー・レビュー(The Turner review)⁵²³」においては、米国金融機関であるAIGが一時国有化される原因ともなった同社のCDSを含む店頭デリバティブ取引には、本質的に景気循環増幅効果(プロシクリカリティ)があることから、システミック・リスクを増大させる要素があると指摘された。その理由として、店頭デリバティブ取引が相対で取引及び決済がなされるため、自身の信用力が低下した場合に、取引の相手方からより多くの担保を徴求され、このことが結果として自身の資金調達をより困難なものとし、負のスパイラルに陥る点を同レビューでは指摘する。⁵²⁴

しかしながら、ターナー・レビューにおいては店頭デリバティブ取引規制として電子取引基盤利用の義務付けについては言及しておらず、あくまで店頭デリバティブ取引の中でもCDSに対する清算機関による清算集中制度の創設を強く支持し、提案している⁵²⁵にとどまっていた。

第2項 欧州委員会「ド・ラロジエール・レポート」

欧州ではターナー・レビューの他、2009年2月25日に、欧州委員会より「ド・ラロジエール・レポート」⁵²⁶が公表されている。ド・ラロジエール・レポートにおいては世界金融危機の原因として店頭デリバティブ取引、特にCDSが急速に増大し、本来果たすべきリスクを削減するのではなく、リスクを増大させ、当該危機の引き金を弾く上で大きな役割を果たした、と論じている。⁵²⁷その上で、店頭デリバティブ取引に対する提言内容とし

⁵²³ ターナー・レビューとは、世界金融危機後の2008年10月、ダーリング英国財務大臣(The Chancellor of the Exchequer)の要請により、英国金融サービス機構(FSA)の会長であった、アデア・ターナー卿が、2008年世界金融危機の原因を検討し、規制上、監督上のアプローチに対する提言についてまとめた報告書である。当該報告書は2009年3月18日に公表され、ターナー卿の名前を関して、「ターナー・レビュー(The Turner Review)」と題された。

⁵²⁴ The U.K. Financial Services Authority, *The Turner review – A regulatory response to the global banking crisis*, March 2009, at 22. (http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)

⁵²⁵ The U.K. Financial Services Authority, *ib.*, at 82-83.

⁵²⁶ 欧州委員会では2008年10月にバローゾ欧州委員会委員長のもとハイ・レベル・グループが設置され、元フランス中央銀行の総裁、欧州復興開発銀行会長を歴任したジャック・ド・ラロジエール氏が議長を務め、金融危機の原因の分析の他、EU及びグローバルで採るべき施策の提言を盛り込んだ報告書が作成された。

⁵²⁷ European Commission, *The High-Level Group On Financial Supervision in the EU*, 25 February 2009, at 9-10. (http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf)

て、店頭デリバティブ取引の単純化と標準化、適切なリスク削減技術の開発、そして透明性確保こそが、デリバティブ取引市場の信頼を回復する上で必要だと指摘する。そのために短期的には十分な資本を有する CDS の清算機関による集中清算を提言している。⁵²⁸

以上のように、欧州における金融危機後の議論では CDS 取引の増大及び不透明性等が世界金融危機の原因の一つである認識では一致し、その原因に対して清算機関による集中清算及び透明性の確保等が提言されているものの、明確に電子取引基盤利用の義務付けについて提言してはなかった。ただし、ド・ラロジエール・レポートにおいては、その提言の中で、店頭デリバティブ取引における透明性の確保の必要性、適切なリスク削減技術の開発につき論じており、このことは電子取引基盤を議論する上で重要なポイントである。

第3項 G20 ピッツバーグ・サミットにおける首脳声明

世界金融危機の発生直後より首脳会議が複数実施され、世界金融危機の原因分析に加えて、再発防止策についても議論がなされた。その結果、店頭デリバティブ取引規制に関して発表されたのが、G20 ピッツバーグ・サミットにおける首脳声明の以下の部分である。

店頭デリバティブ市場の改善：遅くとも 2012 年末までに、標準化されたすべての店頭 (OTC) デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきである。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである。我々は、FSB とその関連メンバーに対して、実施状況及びデリバティブ市場の透明性を改善し、システムミック・リスクを緩和し、市場の濫用 (market abuse) から守るために十分かどうかにつき、定期的に評価することを要請する。⁵²⁹

この首脳声明における店頭デリバティブ取引規制のポイントは4つで、第一に、標準化されたすべての店頭デリバティブ取引について、取引所又は電子取引基盤を通じて取引されること。第二に、こうした店頭デリバティブ取引については中央清算機関を通じて決済されるべきであること。第三に、店頭デリバティブ取引は取引情報蓄積機関に報告されるべきであること。そして最後に集中清算されない店頭デリバティブ取引については、より高い所要自己資本額を課すべきであるという点である。

これらの政策の目標として、デリバティブ市場の透明性の改善やシステムミック・リスクの緩和の他、市場阻害行為を防ぐ (protect against market abuse) ことが重要であると述べ

⁵²⁸ European Commission, *ib.*, at 25.

⁵²⁹ 外務省 「首脳声明ピッツバーグサミット (仮訳)」 (2009 年 9 月 24,25 日)
(http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/0909_seimei_ka.html)

ている。

第3節 小括

これら欧米における世界金融危機に関する分析及び政策提言については、店頭デリバティブ取引に限って言えば以下の点を指摘することができる。第一に、ターナー・レビュー及びド・ラロジエール・レポートにおいて、店頭デリバティブ取引、とりわけ CDS が拡大してきたことについて触れ、透明性の確保などの目的から清算機関による清算集中の必要性について説いている。第二に、しかしながら、これら3つの報告書の中には店頭デリバティブ取引に対して電子取引基盤を義務付けることについて直接的に言及したものは存在しない。第三に、金融危機調査報告書そして金融危機調査報告書（共和党委員による反対意見を除く）が言及するように、CDS そのものが直接的に世界金融危機の原因となったというよりは、CDS を大量に保有していた金融機関がサブプライム関連商品を有していたことで、サブプライム関連商品の価格下落によって、損失が拡大しただけではなく CDS を大量に保有していたことで、当該金融機関の経営状況の悪化を加速度的に早めたといえよう。第四に、第三に述べた金融機関等による CDS の取引実態及び残高が規制当局において把握することが難しかったため、規制当局として適切な規制強化及び監督をすることが困難であったことがある。そして、最後に CDS が相対取引であることから、経営状況が悪化している金融機関が CDS を大量に保有している場合、その金融機関が破綻してしまうと、CDS の相手方にも大きな影響を与えてしまい、システムック・リスクが顕在化する懸念があるという点である。

第2章 我が国における店頭デリバティブ取引規制

本章では 2008 年金融危機後の一連の店頭デリバティブ取引に係る規制を中心にまとめて、考察を加える。前述の G20 ピッツバーグサミットにおける首脳声明の店頭デリバティブ取引に係る部分に対応するべく、金融庁は 2010 年（平成 22 年）1 月 21 日「金融・資本市場に係る制度整備について」、⁵³⁰と題する報告書をそれぞれ公表、平成 22 年の金商法改正により清算機関への店頭デリバティブ取引の清算集中、取引情報蓄積機関での取引情報保存・当局への報告制度を定めた。また、電子取引基盤利用義務については、2011 年（平成 23 年）12 月 26 日の、『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめ⁵³¹を踏まえ、平成 24 年金商法改正により、対応を計った。以下では、それぞ

⁵³⁰ 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」

(<https://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>)

⁵³¹ 金融庁『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめについて

れ清算集中義務、取引情報保存・報告制度、電子取引基盤利用義務、そして非集中清算デリバティブ取引に対する証拠金規制について順に考察する。

第1節 清算集中義務

店頭デリバティブ取引は、元来その名の通り、相対取引の性格を有するため、取引の成立から、決済まで全て取引当事者間で行われる。この店頭デリバティブ取引の成立後、清算・決済を中央清算機関に集中させることを義務づけることが清算集中義務である。清算集中義務の導入に当たっては、同規制の本来の趣旨に鑑み、取引量が多額な店頭デリバティブ取引、清算機関への清算集中を義務づけることで、取引当事者間のカウンターパーティー・リスクを遮断し、ひいては、システミック・リスクへとつながることを防止することが重要である。他方、店頭デリバティブ取引が日常的にクロス・ボーダー化し、国内清算機関のみに清算集中を義務付けた場合、決済リスクの縮減の必要上、我が国の市場を避け、海外で取引するなど、我が国の店頭デリバティブ取引市場の空洞化をもたらすという懸念がある。

そのため、国内清算機関についてはその経営基盤が強固なものであることを確保するための規制を整備し⁵³²、また、国内清算機関と外国清算機関との連携による清算集中、また、外国清算機関による我が国市場における清算業務への参入を認めるための法改正を行うこととした。

国内清算機関の経営基盤を強固とするための規制の整備については、金商法第156条の5の3を新設、第1項において、国内清算機関の議決権の5%を超える議決権を保有する者に対して、内閣府令の定めるところにより、議決権の保有割合、保有の目的等を遅滞なく内閣総理大臣に提出することを義務付け、同じく新設の第156条の5の5において、国内清算機関の議決権の20%（その財務及び営業の方針の決定に対して重要な影響を与えることが推測される事実として内閣府令で定める事実がある場合は15%）を超える議決権を取得、または保有しようとする者等は、あらかじめ、内閣総理大臣の認可を受けなければならない、とした。

なお、上記の認可の申請があった場合、内閣総理大臣は審査を行わなければならないが、その基準として、1) 認可申請者がその対象議決権を行使することにより、金融商品取引清算機関の業務の健全かつ適切な運営を損なうおそれがないこと、2) 認可申請者が金融商品取引清算機関の業務の公共性に関し十分な理解を有すること、3) 認可申請者が十分な社会的信用を有する者であること、などが定められている。また、清算機関の免許審査基準の拒否事由である第156条の4第2項が第1号を除き、認可に準用される。

このように、清算機関は金商法156条の4第2項1号により、株式会社であることが免

(<https://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20111226-3.html>)

⁵³² 小出篤「金融商品取引清算機関」『ジュリスト』1412号(2010)13頁。

許審査基準の一つとなっており、上記の規定は主要株主規制として位置づけられる。清算機関は資本市場を支えるインフラとして、公的な役割を強く担っていることから、大株主の不当な影響力を排除する必要性がある。

続いて、清算機関の安定性を確保するため、最低資本金制度が導入され、新設の第 156 条の 5 の 2 において、国内清算機関が金融商品取引所を兼ねている場合を除き、資本金の額は政令で定める金額以上でなければならないと規定された。この点、金商法施行令では、第 19 条の 4 の 2 で最低資本金を 10 億円と定め、金商法第 2 条第 8 項第 1 号に規定する商品関連市場デリバティブ取引のみについて金融商品債務引受業を行う金融商品取引清算機関については、5 億円とした。この清算機関に対する最低資本金規制であるが、清算機関が破綻しないよう資本を厚くするという意味では重要なことだといえる。しかし、我が国の会社法上、資本金はそれに相当する純資産が会社に存在することを保証する制度ではなく、株主に対する財産分配を行う場面で上限を定める基準額となるという意味を有するに過ぎず、本来の目的に鑑み、当該規定の意味がそれほど大きくないという指摘がある⁵³³。

また、国内清算機関の免許審査基準を定める第 156 条の 4 第 1 項に、4 号が新設され、「未決済債務等の決済に充当する担保の適切な徴求、当該決済が円滑に行われるための信頼性の高い設備の運用その他当該決済が適正かつ確実に行われるための仕組み及び体制が十分に整備されていること」を求めた。

次に、外国清算機関との連携、国内清算業務への参入を認めるに当たり、我が国とは異なる海外での法律構成に基づく清算についても、認める必要があり、有価証券引受業の定義についても改正がなされた。そのため、第 2 条第 28 項における金融商品債務引受業の定義が、「債務の引受を業として行うこと」から、「債務を、引受け、更改その他の方法により負担することを業として行うこと」へと改正された。

以上の規定については、平成 23 年 4 月 1 日付で施行され、平成 24 年 11 月 1 日施行となった清算集中義務に関する規定は、第 156 条の 62 である。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国内清算機関に対して、そして、同様のおそれ、特性にかんがみ、上記以外の取引で内閣府令で定めた取引は国内、外国清算機関、又は国内と外国清算機関の連携清算機関に対して、金融商品取引業者等は当該取引の債務を負担させなければならない。

清算集中の対象となる取引は、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

⁵³³ 小出 前掲 532 17 頁。小出氏は金商法業者に課される自己資本規制比率規制や、EU のように、債務引受により負うリスクに基づき、タイムリーに細かく計算された純資産額を保有する規制を置く方が実効的であると述べている。

に定められている。第1項、第2項は対象となるデリバティブ取引、即ち、CDS等（第1項）と、金利スワップ取引等（第2項）で、金融庁長官が指定するものとする。第3項においては取引主体の属性に基づき、CDS等の第1項清算集中義務の適用対象外とし、同項第1号は、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おける当該取引、第2号は、信託勘定に属するものとして経理される取引、そして第3号はグループ会社間でなされる取引である。第4項は金利スワップ取引等の第2項清算集中義務対象取引であるが、こちらも適用対象外の取引として、上記の者による取引の他、取引当事者の少なくとも一方が清算集中の対象となっている取引に係る想定元本額の合計額の平均額が3,000

億円未満である者による取引も清算集中義務の対象外となる。

清算集中義務の対象となる店頭デリバティブ取引であるが、取引量が一定以上ある取引が対象となり、本論文執筆時点で最新の平成24年金融庁告示第60号「店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令第二条第一項及び第二項に規定する金融庁長官が指定するものを定める件」には、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項に定める取引として、iTraxx Japanの一部、また、同条第2項に定める取引として、変動金利の参考指標である、変動金利が3か月物、6か月物の円LIBOR又はユーロ円TIBORに該当する取引（ユーロ円TIBORについては、3か月物は約定日から取引の効力が消滅するまでの期間が1,839日以内の取引、6か月物は3,666日以内の取引）が明記されている。

以上のように、清算機関の意義は、前述の「有価証券の流通の円滑」に留まらなくなってきた。従来の上場商品の清算のみならず、当事者間で相対で取引が行われた店頭デリバティブ取引であっても、清算を行うということは、今まで以上に清算機関にリスクが集中する、といえる。この点、清算機関がシステミック・リスクを作り出す可能性を指摘する者もいる⁵³⁴。この点、今後も増える可能性があると考えるのは、“futurization”の進展である。とりわけ、ドット・フランク法が成立後、店頭デリバティブ取引であったスワップ取引を、経済的機能を変えずに上場先物商品へと衣替えするなどの動きが始まっている⁵³⁵。

⁵³⁴ Levitin, Adam J., Response: The Tenuous Case for Derivatives Clearinghouses, 101 Geo. L.J. 445., at 465

⁵³⁵ Futurizationについては、様々な文献が米国を中心に発表されている。Rosenberg, Gabriel D. & Massari, Jai R., Regulation through Substitution as Policy Tool: Swap Futurization under Dodd-Frank, 2013 Colum. Bus. L. Rev. 667, Barr, Michael S et al., Financial Regulation: Law and Policy, Foundation Press 2016, at 1064. また、Johnson, Christian, Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implication of US Global OTC Derivative Regulation, 14 Nev. L.J. 542 (2014)は、各国の規制が複雑化する中で、以下に規制逃れ(regulatory arbitrage)をいかに防ぐか、Dodd-Frank法をいかに適用しうるか論

このように、集中清算義務及び futurization の進展により、リスクが清算機関に集中するという事は、他方でシステミック・リスクに関する規制については、清算機関に焦点を絞れば良いという利点があるという指摘もある。

また、清算業務は装置産業であり、スケールメリットを生かした規模の経済が働きやすいことから、例えば、CDS のリスクを低く見てしまい、結果として清算参加者の担保所要額の減少へとつながることで、より多くの清算を行うという誘惑があるという指摘もある⁵³⁶。

第2節 取引情報保存・報告制度

続いて、取引情報蓄積機関についてその制度を考察する。2008年世界金融危機の際、店頭デリバティブ取引は相対取引であったことから、市場の透明性が欠如し、監督当局において必要な対応を図る上で困難を伴った。そのため、清算集中義務の有無にかかわらず店頭デリバティブ取引に関する情報を取得できる制度を構築することで、当局は店頭デリバティブ取引に係る平時のモニタリングを強化し、また、当局が取得した情報の一部を市場に提供することによって、市場の透明性・予測可能性を高めることを可能とすること、これが取引情報保存・報告制度の趣旨である⁵³⁷。この点、取引所市場のもつ価格公示機能に準じた機能を店頭デリバティブ取引にも導入する役割を担っているといえるのではないだろうか。市場の透明性・予測可能性については述べていないが、この制度構想自体は、真新しいものではなく、平成10年証取法改正において、有価証券店頭デリバティブ取引の全面解禁にあたり、平成9年の証券取引審議会報告において、すでに、監督当局に対して、報告体制整備の必要性について述べていた。

平成22年改正により、金商法第156条の63、第156条の64が新設され、第156条の63第1項は、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）は、清算集中義務の対象となった取引情報、即ち清算集中情報について、第156条の64第2項は、金商法業者等が、集中清算義務の範囲外の取引情報で、投資者保護のため、その取引の状況を明らかにする必要があるものとして内閣府令で定める取引に関する情報について、それぞれ、内閣府令の定める事項に関する記録を作成し、保存しなければならない。そして、第156条の63第2項、第156条の64第2項では金融商品取引清算機関等、金商法業者等が、各々の取引情報を内閣総理大臣に報告しなければならない、と規定する。

じている。

⁵³⁶ Levitin, *supra* note 534, at 465.

⁵³⁷ 金融庁「金融・資本市場に係る制度整備について」

(<https://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>)

金商法業者等については、第 156 条の 64 第 3 項の規定により、第 156 条の 67 第 1 項の規定による指定を受けた取引情報蓄積機関又は、指定外国取引情報蓄積機関に対して、取引情報を提供した場合は、前 2 項の規定は適用されない。なお、指定外国取引情報蓄積機関とは、外国において取引情報の収集及び保存に関する業務（取引情報蓄積業務）に類する業務を行う者のうち、内閣総理大臣がその者の収集及び保存に係る取引情報を取得することが見込まれる者として内閣総理大臣が指定する者をいう。

そして、第 156 条の 65 では、取引情報蓄積機関が、取引情報につき記録を作成し保存しなければならない（第 1 項）、当該情報を内閣総理大臣に報告しなければならない（第 2 項）。

ここで、第 156 条の 64 第 1 項で金商法業者等が記録作成・保存義務を課されている取引情報について、「投資者保護のため、その取引の状況を明らかにする必要があるものとして内閣府令で定める取引に関する情報（清算集中情報を除く。）」とあるが、「投資者保護のため」だけでなく、市場の透明性・予測可能性という市場の観点からの目的が含まれるべきではないだろうか。なお、取引情報蓄積機関への報告の徴収及び検査を定めた第 156 条の 80 では、「公益又は投資者保護のため」と規定されている。

第 156 条の 66 は、取引情報の公表を規定し、第 1 項において、内閣総理大臣は、上記、金融商品取引清算機関等、金商法業者等、そして取引情報蓄積機関から受けた報告の対象となっている取引について、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ものとした。この点、現在は金融庁ホームページにおいて「店頭デリバティブ取引情報」として、店頭デリバティブ取引残高情報が定期的に公表されている⁵³⁸。

なお、同条第 2 項では、必要があると認めるときには、内閣総理大臣が、金融商品取引清算機関等又は取引情報蓄積機関に対し、その保存する取引情報に対して、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、と規定した。

取引情報蓄積機関は、内閣総理大臣が指定できるものとし（第 156 条の 67 第 1 項）、その要件については、取引情報蓄積業務を健全に遂行するに足りる財産的基礎を有し、かつ、当該業務に係る収支の見込みが良好であると認められること（同条第 1 項第 5 号）、取引情報蓄積業務を適正かつ確実に遂行することができる知識及び経験を有し、かつ、十分な社会的信用を有すると認められること（同条第 1 項第 6 号）等が、第 156 条の 67 第 1 項第 1 号から第 6 号までに記載されている。取引情報蓄積機関の指定を受けようとする者は、商号又は名称、取引情報蓄積業務の対象とする取引等の事項を記載した指定申請書を内閣総理大臣に提出しなければならない。（第 156 条の 68）

取引情報蓄積機関は、大量の取引情報を取り扱い、店頭デリバティブ取引市場の透明性向上に資することが期待される。そのため、一定の公的性格、情報管理体制が求められて

⁵³⁸ 金融庁「店頭デリバティブ取引情報」(<https://www.fsa.go.jp/status/otcreport/index.html>)

おり、役職員には秘密保持義務が課され（第 156 条の 70）、付随業務以外の取引情報蓄積機関による兼業、又は取引情報蓄積業務の一部を第三者への委託には内閣総理大臣の承認を必要とし（第 156 条の 72、第 156 条の 73）、特定の金融商品取引業者等に対する不当な差別的取扱いの禁止（第 156 条の 75）、取引情報の漏えい、滅失又はき損の防止その他の取引情報の安全管理に関する事項・取引情報の正確性の確保に関する事項を含む業務規程の内閣総理大臣の認可（第 156 条の 74）等が定められている。また、内閣総理大臣は、取引情報蓄積機関の取引情報蓄積業務の運営又は財産の状況に関し、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、その必要の限度において業務改善命令を出すことができることが第 156 条の 81 に定められている。

取引情報蓄積機関として指定された者は金融庁ホームページ⁵³⁹においても確認することができ、本論文執筆時点では、DTCC データ・レポジトリ・ジャパン株式会社が指定されている。

取引情報の保存・報告対象については、店頭デリバティブ取引等の規制に関する内閣府令の第 6 条に規定がある。金商業者等のうち、取引情報作成対象業者としては、第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者、銀行、保険会社等が含まれ、これらが行う金利、為替、株式等の金融商品における先物取引等（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）、オプション取引（権利行使期間が 2 営業日以内のものを除く）、スワップ取引、CDS 等のクレジット・デリバティブ取引である。

第 3 節 電子取引基盤制度の創設

第 1 項 IOSCO における店頭デリバティブ取引規制案

G20 ピッツバーグ・サミットにおける首脳声明に基づいて、国際的な店頭デリバティブ取引に関する規制のあり方を議論してきた中心的存在が IOSCO である。

2010 年 10 月に IOSCO は店頭デリバティブ取引規制に関するタスクフォースを設置。店頭デリバティブ取引の取引所もしくは電子的取引基盤を用いた取引量を増加させる方策を実施に移した場合の便益及び課題について調査及び評価を行うこととなった。その結果 2011 年 2 月に公表されたのが、「店頭デリバティブ取引に関する報告(Report on Trading of OTC Derivatives)」⁵⁴⁰である。

本報告書は各国の金融規制当局が店頭デリバティブ取引の電子取引基盤等の義務付けを行う上で分析する際の一助となることを目的として作成されている。そのため、本報告書の内容を分析することは、我が国で議論された電子取引基盤利用の義務付けを論ずる上

⁵³⁹ 金融庁「免許・許可・登録等を受けている業者一覧」(<https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyo.html>)

⁵⁴⁰ Technical Committee of the IOSCO, *Report on Trading of OTC Derivatives*, (February 2011). (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>)

で有益である。

本報告書は四章及び結論から成り、第一章では組織化されたプラットフォームの特徴について、そして第二章では、組織化されたプラットフォームを利用させることが可能な店頭デリバティブ取引の特徴について論じている。第三章では、G20 ピッツバーグ・サミット首脳声明が掲げる目的を達成する上で発生する便益及びコストについて論じ、第四章で店頭デリバティブ取引の電子取引基盤の義務付けに関する規制上のインセンティブ等についての議論がまとめられている。

序章部分では、報告書公表時で入手可能であった店頭デリバティブ取引に関する情報があり、これによれば、2010年6月時点の世界の店頭デリバティブ取引の残高(想定元本ベース)は、約583兆ドルで、その内訳は75%が金利デリバティブ、9.1%が為替デリバティブ、5.2%がクレジット・デリバティブ、1.1%が株式デリバティブと続く。⁵⁴¹

また報告書ではISDA(The International Swaps and Derivatives Association)等の情報として、1日平均2,000弱の標準化された店頭デリバティブ取引が行われている。またCDSに関して言えば、国を参照するCDSがもっとも流動性が高いが、取引量としては1日に20件程度だという。

IOSCO 報告書で注目すべき点は、同報告書の結論部分において様々な種類がある電子取引基盤における共通要素を7点挙げていることである。第一に、電子取引基盤については管轄権を有する規制当局において登録され、資本規制及び電子取引基盤の運営能力に関する基準を満たす必要があること、第二に、電子取引基盤へのアクセスに関して、公平で非差別的な方法によって、客観的かつ公正な基準を用いること、第三に、電子取引基盤が提供する機能並びに、対象とする店頭デリバティブ取引等の性質及び流動性に適した透明性の確保が取引前及び取引後になされること、第四に、電子取引基盤の潜在的障害への対処と取引後のインフラへの接続を含む業務上の効率性及び復旧力があること、第五に過去に遡ってデータを追跡する能力を含め、能動的な市場監視体制があること、第六に電子取引基盤の業務を規律するルールにおいて透明性が確保されていること、そして最後に電子化されているかハイブリッド式か問わず、電子取引基盤における売買注文の付け合わせに関して、電子取引基盤の運営業者は類似の電子取引基盤に参加する者を差別的に取り扱ってはならないという点である。⁵⁴²

第2項 平成24年金商法改正における電子取引基盤制度の創設

平成24年金融商品取引法の改正によって、第三章金融商品取引業者等、第二節業務、第一款通則内に、第40条の7が新設され、店頭デリバティブ取引に関する電子情報処理組織の使用義務等について規定が盛り込まれた。すなわち、店頭デリバティブ取引にお

⁵⁴¹ Technical Committee of the IOSCO, *ib.*, at 6.

⁵⁴² Technical Committee of the IOSCO, *ib.*, at 48-49.

る電子取引基盤の使用義務は、店頭デリバティブ取引を行う金融商品取引業者等の行為規制と位置づけられた。

第40条の7第1項は、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が特定店頭デリバティブ取引を行う場合には、当該金融商品取引業者等又は店頭デリバティブ取引等許可業者が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れなければならないとする。そして、同条第2項において、前項の規定に基づいて電子情報処理組織を使用に供した者が、当該電子情報処理組織を用いて行われた特定店頭デリバティブ取引について、価格、数量その他の概要を明らかにするために必要な事項を公表しなければならないとし、その具体的な内容については内閣府令により定めるとする。

同条で規定する店頭デリバティブ取引とは、店頭デリバティブ取引のうち取引高、その他の状況に照らして、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。

新設された第60条の14では、電子店頭デリバティブ取引等業務の許可について規定され、同条第1項では、外国の法令に準拠し、外国において店頭デリバティブ取引等を業として行う者であって、金融商品取引業者又は金融機関のいずれにも該当しないものは、内閣総理大臣の許可を受けて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、特定店頭デリバティブ取引又はその媒介、取次ぎ、若しくは代理を業として行うことができるとし、国外から日本の金融商品取引業者等に対して電子取引基盤業務を提供する者への許可制度を整備した。

第3項 特定店頭デリバティブ取引の範囲

電子取引基盤利用の義務付けの対象となる店頭デリバティブ取引であるが、この点検討会では、電子取引基盤の義務付けの対象取引を決定するにあたり考慮すべき点として、一定の標準化が実現しており、流動性（1日当たり取引件数等）が一定以上ある取引であること、そして、クレジット管理の負担軽減及びSTP化のメリットを享受するべく、「清算機関を通じて清算される取引」である点を挙げている。そして結果として「制度施行当初の具体的な対象取引は…（中略）…少なくとも円金利スワップのプレーンバニラ型とすることが適当」であると結論づけた。なお、CDSについては取引の公正確保の観点からは対象とする意義がある一方で、流動性が低いため見送るべきと検討会では論じている。

金融商品取引業等に関する内閣府令改正案第125条の7第1項

金商法第47条の7第1項に規定する特定店頭デリバティブ取引は、同法第2条22項代5号に定める相対型通貨金利スワップ取引の中でも、円金利スワップのプレーンバニラ型のうち、金融庁長官が指定するもの、と規定。CDSについては今回の改正案には盛り込まれなかった。

第4項 電子取引基盤利用が義務付けられる者の範囲

検討会では、特定店頭デリバティブ取引であったとしても、過度に対象者を広げると過剰な規制の対象となる者が増えることを考慮。まずは店頭デリバティブ取引量（残高、頻度）が多い金融商品取引業者等を義務付けの対象とし、これらの業者間で取引される場合には電子取引基盤の利用を義務付けるのが適当であるとした。

そのため相手方が取引量の少ない一般事業会社となる取引の場合には清算集中義務の対象ではないこと、またグループ内の取引については清算集中義務の対象ではない点に加えて、不公正取引の防止及び危機時における流動性の担保という本制度の趣旨から見て必ずしも必要とは言えないことから、義務付けの対象外とすることが望ましい、と述べている。

この点、金商法第47条の7において、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を行う場合に電子情報処理組織を使用して行わなければならないと規定し、検討会における議論をそのまま反映させている。このことから、電子取引基盤の義務が課される金融商品取引業者は第一種金融商品取引業者に限定される。

さらに、金融商品取引業等に関する内閣府令改正案第125条の7第2項に例外規定を設け、信託勘定に属するものとして経理される取引（一号）、グループ内取引（二号）の他、当事者の一方又は双方がイ）金融商品取引業者等以外の者、ロ）金融商品取引業者等であっても、特定店頭デリバティブ取引に係る契約を締結する際に原則前年度の一定期間内の各月末における店頭デリバティブ取引（清算集中等取引情報又は取引情報の対象となっているもの）に限り、信託勘定に属するものとして経理されるものを除く）に係る想定元本額の合計額平均値が6兆円未満である者に対しては、電子取引基盤利用義務は課されない。その他の例外規定として、同項4号により、店頭デリバティブ取引等の業務の用に供する電子除法処理組織の使用の停止を必要とする障害が発生した場合、電子取引基盤運営業務が不適當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当該義務を課された金融商品取引業者等が行う取引についても、電子取引基盤利用の義務は課されない。

第5項 電子取引基盤の義務付け対象者の範囲に関する問題点

電子取引基盤の義務付け対象者の範囲については、清算集中の対象と平仄を合わせるため、取引当事者の一方が金融商品取引業者等ではない場合に、当該義務付けの対象から除かれた。この点につき、本来電子取引基盤の義務付けの根拠となる取引の公正性や価格の透明性の観点からは潜在的な問題があるように思われる。金融商品取引業者等が事業会社との間で特定店頭デリバティブ取引である取引を大量に行った後、その金融商品取引業者等がリスク・ヘッジの目的で他の金融商品取引業者等との間で取引を行った場合、後者は電子取引基盤の利用が義務付けられ、電子取引基盤利用者には気配及び取引価格は開示さ

れるものの、利用者ではない事業会社にまで気配及び取引価格を開示する必要はないため⁵⁴³、義務付けされた金融商品取引業者等は取引の公正性及び透明性による取引コストの低減を享受できるが、事業会社は享受できないこととなる。

確かに株式市場であれば、市場参加者は証券会社に限られ、投資家は市場参加者である証券会社を通じてのみ市場での株式の売買を行うことができる。証券取引所は気配及び取引価格は直接ウェブサイト等で一般公表はしていない。同様のことは PTS についてもいえる。

しかしながら、店頭デリバティブ取引はその商品の性質上、相対取引を中心として拡大してきた取引であり、店頭デリバティブ取引と電子取引基盤、そして電子取引基盤の利用義務者との関係は株式と証券取引所または PTS、そして取引所参加者 (PTS 参加者) との関係と同列で論じていいのか疑問は残る。取引の規模が大きい事業会社等にも電子取引基盤の利用義務付けを行うことが、取引の透明性を確保し、システムック・リスクを軽減する上では必要であると考えられる。

次に、金商法第 47 条の 7 は金融商品取引業者以外の者が特定店頭デリバティブ取引を行う場合に電子情報処理組織を用いることは認められるのだろうか。この点、より多くの者が特定店頭デリバティブ取引のために電子情報処理組織を利用することは取引の公正性及び透明性を確保する上では望ましい。IOSCO が言及した電子取引基盤の共通要素の中にも、電子取引基盤へのアクセスに関して、公平で非差別的な方法によって、客観的かつ公正な基準を求めていることから、電子取引基盤の利用については義務付けされた者以外の利用を一律に拒否するという事は難しい。

しかしながら、特定店頭デリバティブ取引は清算集中制度の対象となっており日本証券クリアリング機構(JSCC)が定める清算資格要件の一つが金融商品取引業者又は登録金融機関であることから、非金融商品取引業者以外が電子情報処理組織を利用して特定店頭デリバティブ取引を行うことを申し込む場合、申込者が清算参加者との間で申込者が行った特定店頭デリバティブ取引に関する清算取次ぎ契約を締結しているか、財務状況は健全か等、電子取引基盤運営を営むものが客観的かつ公正な基準を定め、公平で非差別的な方法で確認をした上で顧客として電子情報処理組織を使用させるか否か判断が必要であろう。

さらに、今回の電子取引基盤の義務付けによっていわゆる「デリバティブ・プロ」の対象範囲が狭まることにも留意しなければならない。金商法では金商法第二条に規定する定

⁵⁴³ 2014 年 11 月 19 日に金融庁より発表された「金融商品取引法施行令の一部を改正する政令等 (案)」に対するパブリックコメントに対する金融庁の考え方として、「気配等を『顧客に公表する方法』の『公表』は、参加者間の取引価格の透明性向上と市場規律や不正な取引の発見・抑止により、取引の公正性。透明性を確保するためのものであるため、ウェブサイト等での一般公表を求めるものではありません」と回答している。(http://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20141119-1/01.pdf)

義に関する内閣府令第 15 条 1 項に掲げる一定の者が非有価証券関連店頭デリバティブ取引又は媒介等を行う場合には、金融商品取引業の定義にあたらぬとする。これにより、金融商品取引業者間で行われる非有価証券関連店頭デリバティブ取引についてはそもそも金融商品取引業とはされていなかった。

その理由としては投資者保護の必要性が乏しいこと、取引の迅速性・円滑性を確保する要請が強いこと、同一企業グループ間取引の場合実質的に独立した投資性を有する取引ではなく、企業グループ全体のリスク管理目的の側面が強い点などが挙げられる。

しかし、今回の電子取引基盤の義務付けにより、特定店頭デリバティブ取引については、金融商品取引業となり、この特定店頭デリバティブ取引を行う者、そして媒介等を行う電子取引基盤の提供者も含め全て第一種金融商品取引業者である。そうすると金融商品取引業の対象外であった非有価証券関連店頭デリバティブ取引におけるデリバティブ・プロの適用除外範囲は狭められることとなったといえる。⁵⁴⁴そうすると、電子取引基盤利用を義務付けられた第一種金融商品取引業者が行う取引は金融商品取引業であり、義務付けされていない第一種金融商品取引業者や適格機関投資家、資本金の額が 10 億円以上の株式会社などとの取引が金融商品取引業に該当しないとされる。このことをどのように理論的に整理できるか。

電子取引基盤の義務付けの根拠が一部店頭デリバティブ取引における透明性の向上、システミック・リスクの軽減にあるとし、店頭デリバティブ取引を一定以上行っている者に対して電子取引基盤の義務付けを行うとすれば論理的に明快ではあるが、先に述べた通り、今回義務付けの対象となっているのは第一種金融商品取引業者のみである。そのため、デリバティブ義務付けによって金融商品取引業となり、様々な規制に服することとなる。この点自体は大きな変更であるし、デリバティブ・プロの目的と電子取引基盤の義務付けの目的との間に理論的な整合性がないように思われる。

神田秀樹氏はデリバティブ・プロ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を金融商品取引業から一律除外する点は再考されるべきと論じ、その理由として金融庁が述べている「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ふ金商法の趣旨」を上げている。⁵⁴⁵

結論部分については同意するが、電子取引基盤の義務付けの観点からこのデリバティブ・プロの問題を考えた場合、投資者保護の観点ではなく、むしろ店頭デリバティブ取引の透明性、システミック・リスクの軽減という市場の規律という観点から、デリバティブ・プロについて再考されるべきではないだろうか。

店頭デリバティブ取引における取引の主体及び取引実態に鑑み、金融商品取引業の射程

⁵⁴⁴ 神田秀樹「ホールセール取引」（デリバティブ取引の現状と課題 金融法学会第 29 回大会〈シンポジウム〉資料）金融法務事情 No.1951 (2012) 58-59 頁。

⁵⁴⁵ 神田 前掲 544 59 頁。

範囲を決めていたのであれば、今回の電子取引基盤の義務付けにおいても、金融商品取引業者に限定せず、取引量が大きい事業会社等であっても、取引の透明性を確保することが店頭デリバティブ取引規制の本来の目的に照らして必要である場合には、金融商品取引業者以外にも義務付けをする必要性については留意すべきであると考えます。

第6項 使用が義務付けられる電子情報処理組織とは

「検討会」においては、使用が義務付けられる電子取引基盤の要件として、①取引の公正確保のために必要な機能を具備し、使用に当たって予め定められたルールが存在する等、一定の要件を満たした電子取引基盤の提供が確保されること、そして②電子取引基盤の提供者に対して、これを利用する金融商品取引業者等と少なくとも同等以上の適切な監督が行われるという2点の条件が必要だと述べている。

この点、①に対しては、当該電子取引基盤に求められる要件を満たしていることを確保するため、当該提供者に対して必要な記録の保存及び公表、当局への報告、公正かつ信頼性の高い取引ルールの策定、そして適切なシステム管理を求めることが適当とする。また、②については第一種金融商品取引業者としての登録を求めることにより最低限担保される、と検討会は結論付けた。ここでは取引情報の公表と不公正取引への対処という論点があるように思われる。

第7項 特定店頭デリバティブ取引の公表について

取引情報の公表であるが、金商法第40条の7第2項では電子情報処理組織を使用に供した者が、当該電子情報処理組織を用いて行われた特定店頭デリバティブ取引について、価格、数量その他の概要を明らかにするために必要な事項を公表しなければならないと規定する。この点については、株券等におけるPTS（私設取引システム）と取引所金融商品市場外における売買の際の公表と同様の制度が採用されている。

PTSについては、公正な取引を確保する上でその価格形成が公正かつ透明に行われる必要があることから、株券等を取り扱うPTS業務について、当該システムの最良気配及び取引価格等を、他の証券会社によるPTS業務と比較可能な形で即時に外部公表することを義務付け、これを認可の条件としている⁵⁴⁶また、PTSシステムを通じない金融商品取引所外取引においても、日本証券業協会の規則により、銘柄名、売り買いの別、価格・数量、申込みの時刻等を公表している。⁵⁴⁷

⁵⁴⁶ 金融庁「証券会社、証券投資信託委託業者及び証券投資法人等並びに証券投資顧問業者等の監督等に当たっての留意事項について」（事務ガイドライン）第1部 3-1-3。

(<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/syouken/f-20001116-1b.pdf>)

⁵⁴⁷ 日本証券業協会が定める「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」では第7条において、取引所金融商品市場外において上場株券等の売買の申込みを行った場合における申込内容の協

上場株券のように取引を行う者の数、取引主体の多様性は、店頭デリバティブ取引のそれと比べると大きな違いはあるものの、だからといって取引内容を公表しなくて良いということにはならない。店頭デリバティブ取引を行う取引主体は決して金融商品取引業者だけではないこと、そして金商法 157 条のように取引の公正性はその対象となる金融商品によって左右されるものではないことに鑑みれば、取引内容の公表は電子取引基盤運営業務を行う上で非常に重要な役割を果たすと考える。⁵⁴⁸

第 8 項 電子取引基盤を利用した店頭デリバティブ取引と 159 条との関係

金融商品取引法 159 条は、相場操縦につき規制しており、その対象は有価証券の売買、市場デリバティブ取引、そして店頭デリバティブ取引である。このうち、店頭デリバティブ取引については、金融商品取引所が上場する金融商品、店頭売買有価証券、取扱有価証券または金融商品取引所が上場する金融指標に係るものに限られている。

しかし、電子取引基盤を利用した取引において、偽装取引、馴合売買などが行われていた場合の電子取引基盤運営業者の法的責任はあるのか否か。この点、金融商品取引業等に関する内閣府令改正案第 45 条第 7 号ワにおいて、金商法第 33 条の 3 が定める金融機関の登録申請における必要記載事項として「不公正な取引の防止の方法その他の取引の公正の確保に関する事項」とあるが、そもそも金商法上 159 条の対象となる店頭デリバティブ取引を明示的に制限している以上、仮に電子取引基盤を利用した偽装取引や馴合売買が行われても、そうした行為を行った者はもとより、電子取引基盤運営業者の法的責任を問うことは難しいと解する余地があるのではないだろうか。確かに不公正取引の一般規定である 157 条については、特定店頭デリバティブ取引にも適用されるものの、明示的に除外している 159 条との関係において、理論的に整理する必要があるだろう。

第 9 項 電子取引基盤の義務付けの法的位置付けについて

金融商品取引業等に関する内閣府令改正案第 1 条第 4 項 16 号は電子取引基盤運営業務が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特定店頭デリバティブ取引又はその媒介、取次ぎ（有価証券等清算取次ぎを除く。）若しくは代理を業として行うことと定義し、電子取引基盤運営業務を創設し、当該業務は第一種金融商品取引業者が行うものとする。電子取引基盤の提供者に対して適切な監督が実施されることとした。

会への報告義務を日証協の会員である証券会社に課し、第 9 条第 1 項において、協会が報告内容を直ちに公表すると規定する。

(http://www.jsda.or.jp/shiryo/web-handbook/105_kabushiki/files/141201_torigai.pdf)

⁵⁴⁸金融商品取引法においては、157 条の不公正取引規制の一般規定は有価証券の売買や市場デリバティブ取引にとどまらず、店頭デリバティブ取引にも適用される。

また、金商法上は電子情報処理組織という概念を使用するものの、具体的な要件については規定されていない。この点、検討会では、想定される電子取引基盤の提供者として、店頭デリバティブ取引の媒介等のみを行うマルチ・ディーラー型と、提供者自身が取引の相手方となるシングル・ディーラー型に分類した上で、義務付けの対象範囲が取引量の多い金融商品取引業者であることから、シングル・ディーラー型による取引が行われることは想定しにくく、施行当初はマルチ・ディーラー型の利用が基本となるとする。

また、電子取引基盤である以上特定店頭デリバティブ取引の注文及び執行が電子的に行われることが基本であるが、取引の柔軟性を確保するため、注文の受付やマッチングを電話で実施し、その注文及び約定結果を別途電子取引基盤に入力するといったハイブリッド型の電子取引基盤についても許容されるべきとする。この点は、パブリックコメントに関する金融庁の考え方において反映されている。

第 10 項 標準化された店頭デリバティブ取引の市場デリバティブ取引化

検討会の取りまとめには一切言及されていないため、実際に検討会において議論されたか否かは確認ができないが、G20 ピッツバーグ首脳声明の内容に沿って店頭デリバティブ取引規制を考えると、標準化された店頭デリバティブ取引で一定の流動性を有するものについては、市場デリバティブ取引化するというアプローチもありえたはずである。

上村達男氏は金融商品の市場性を認定する際には、取引単位の均一性、同質性、多量性、長期保存性、流通性、取引客体の評価可能性、品質の検証可能性、確実性とその取引を認めることの有する国民経済的意義を勘案して認定することを主張する。⁵⁴⁹この認定を通じて金融商品は市場適合性を帯びる。この点、標準化された店頭デリバティブについても、上記にある様々な市場性の認定要素を満たす可能性が高い。そうであれば現在標準化された店頭デリバティブ取引が金融商品取引市場において取引を行うことも可能であろう。

また別の観点から店頭デリバティブ取引と市場デリバティブ取引の関係を考えるに、PTS には存在する量的基準が今回の電子取引基盤の義務付けに対しては設けられなかった点をどのように理解すべきであろうか。

平成 16 年改正証取法において、PTS の価格決定方式として取引所と同じオークション方式での価格決定方法が認められたが、その際に取引所との区別を行うため量的基準が設けられた。これによれば、証券取引所における売買高の 1%または個別銘柄ごとについて売証券取引所における売買高の 10%を超える場合には、PTS 業務を行うことは認められず、証券取引所の免許が必要となる。

仮に今後ある特定の電子取引基盤において特定店頭デリバティブ取引の多くがなされることとなった場合に、果たしてこれを特定「店頭」デリバティブ取引といえるのである

⁵⁴⁹ 上村達男「証券取引法 65 条と有価証券概念」商事法務 1193 号 (1989) 5 頁及び上村達男「証券取引法における市場法的構成の試み」私法 48 号 (1986)179 頁を参考とした。

うか。金融商品取引所で行われていないデリバティブ取引を店頭デリバティブ取引と定義する以上、論理的には明快かもしれないが、形式論に偏っている点は否めない。

この点、松尾直彦氏が述べているように、電子取引基盤は実質的には市場に近いものだとし、市場の規制方式が多様化してきている現状に対して金融庁が理論的整理を行わず表面だけ手当てをしたという指摘は妥当であると考える。⁵⁵⁰

また、PTS は厳格な認可制を採用しているが電子取引基盤は第一種金融取引業者の登録のみである点についても、神作裕之氏が論じているように、有価証券の場合は、取引所、PTS、および店頭という 3 層を区別しているが、デリバティブについては取引所と店頭の 2 層構造であり、有価証券の場合とデリバティブ取引の場合とで規制を異にする理論的な理由が何であるか問われている。⁵⁵¹

第 4 節 非集中清算デリバティブ取引に対する証拠金規制

2008 年世界金融危機の際に、前述の通り、AIG が CDS 取引において過度のリスクを引き受けていた問題が顕在化した。その際に、規制当局はもとより、AIG との取引相手方もまた、AIG がどのくらいのリスクを当時抱えていたか、自身との取引の結果発生するリスクをヘッジしていたか否かは知る由もなかった⁵⁵²。AIG は主に CDS 取引においてプロテクションの売り手の立場であり⁵⁵³、プロテクションの買い手としては、AIG がさほど信用力の高くない企業であれば、万が一の際に備えて、担保の提供を求めたかもしれないが、「AIG はトリプル A の格付けを有していたため、プロテクションの買い手が、AIG が CDS 取引に基づき当初証拠金を差し入れることを免除する誘因があった」⁵⁵⁴。こうした反省も踏まえ、店頭デリバティブ取引を行う者が破綻した場合に、他の取引参加者の連鎖破綻を防ぐというシステム・リスク防止の観点から導入された規制である。

具体的には、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が平成 28 年 3 月 31 日に公布された。そもそも、金商法第 40 条においては、金商法業者等が、業務を運営するに当たって、該当することがないように運営しなければならない状況を定めており、同条第 2 号後段において、「その他業務の運営の状況が公益に反し、又は投資者の保

⁵⁵⁰ 日本証券経済研究所金融商品取引法研究会「デリバティブに関する規制」（松尾直彦発言）（2012）34 頁。

⁵⁵¹ 「（シンポジウム）デリバティブ取引の現状と課題」（神作裕之発言）金融法研究 第 29 号（2013）103 頁。

⁵⁵² Levitin, *supra* note 534, at 457.

⁵⁵³ Squire, Richard, “*Clearinghouses as Liquidity Partitioning*”, 99 Cornell L. Rev. 857 (2014) at 875.

⁵⁵⁴ Squire, *ibid.*

護に支障を生ずるおそれがあるものとして内閣府令で定める状況」とある。これに対して、当該状況を具体的に規定した、金融商品取引業等に関する内閣府令第123条第1項に、第21の5号及び第21の6号を新設し、一定の非清算店頭デリバティブ取引につき、変動証拠金（第21の5号）と当初証拠金（第21の6号）の預託を受ける等、所定の措置を講じていないと認められる状況を加えたのである。こうして、非清算店頭デリバティブ取引について、証拠金の授受を行うことを取引当事者に課したのが、この規制である。当該規制は、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)及び証券監督者国際機構(IOSCO)により、2013年9月及び2015年3月に発表された、「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制に関する最終報告書」⁵⁵⁵を元に制定された。

この非集中清算デリバティブ取引に対する証拠金規制に関しては、施行・適用のタイミングを、当初証拠金と変動証拠金で分け、さらに、非清算店頭デリバティブ想定元本の大きい金商法業者等から順次施行していくアプローチを採用している⁵⁵⁶。変動証拠金については、当該想定元本が420兆円を越える者には平成28年9月1日から適用され、それ以下は、平成29年3月1日からの適用となった。また、当初証拠金については、平成30年9月1日適用時点では、当該想定元本が210兆円以上の金商法業者等が当該規制を受けており、今後2年を要して当初証拠金についても完全実施を行うこととしている⁵⁵⁷。

ここで問題となるのは、相対取引である非清算店頭デリバティブ取引における証拠金の規制根拠は何かという点である。この点、前述のBCBS/IOSCOの報告書によれば、当該規制の目的として、システミック・リスクの削減と清算機関利用の促進にあるという。

⁵⁵⁵ Basel Committee on Banking Supervision, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives* (March 2015) (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD480.pdf>)

⁵⁵⁶ 金融庁 「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」等（案）及び「主要行等向けの総合的な監督指針」等の一部改正（案）に対する意見募集の結果等について (<https://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20160331-4.html>)

⁵⁵⁷ 金融庁 前掲 556

結論

以上の考察を踏まえ、本論文での結論は以下の通りである。第一に、本論文では、デリバティブ取引は歴史的にその時代時代の経済状況等に照らし、国民経済的意義を踏まえ導入されてきたことを再確認した。江戸時代の帳合米取引は、その当時の米価対策の一環で公許された取引であり、そこには米価をいかに安定させるか、苦心していた江戸幕府の姿があった。明治に入り開始された有価証券の先物取引である定期取引、後の清算取引は、明治維新直後、当時の明治新政府が発行した公債の価格平準化を目的とするものであり、国債の長期清算取引の導入は、国債の公正な価格形成を目的とするものであった。戦後の長期国債先物取引に始まる一連のデリバティブ取引の導入は、金利の自由化、資本の自由化・国際化が進展する中で、国家には国債安定消化の方策、金融機関含めた取引主体にはリスク・ヘッジ手段の提供といった重要な国民経済的意義について認められた結果である、といえよう。このように、デリバティブ取引の有する国民経済的意義は、法がデリバティブ取引を保護する上で最も重要な点である。この点は、投機性を帯びる様々な金融商品はもとより、幅広く投機に用いられ得る商品、取引においても、経済的意義がどこにあるのか、議論を尽くすことが重要であろう。

第二に、投機と法という問題をデリバティブ取引規制の文脈で考えた場合、デリバティブ取引の有する国民経済的意義について、投機という観点からも考察を加えるべきであり、また、我が国では経済学・経営学上で投機に関する研究が多くみられるが、法学上投機に関するルール・枠組みについての議論がほとんど行われていないことから、投機とは何かについて従来からの議論を踏まえ私見を述べた。この点、投機は引き受けるリスクの性質又は種類を基準とする立場と、公益性（社会的利益）を基準とする立場を中心に投機を定義づけることが重要であると考え。両者の立場は矛盾するわけではなく、デリバティブ取引が他者の有する価格変動リスク、財産的リスクの引受行動につながるという意味で、一定の公益性・社会的利益があるといえ、投機を主観的側面、知的考察の有無を基準として判断するのは適当ではないと考える。そのため、一見、デリバティブ取引に該当しうる取引であっても、この基準に照らして、当てはまらない取引に関しては、法の保護を受けべきデリバティブ取引ではないといえよう。

デリバティブ取引そのものに対しては、否定的な見解も一般的にあることから、実際にデリバティブ取引の有する投機性とその結果生じた様々な問題に触れたが、他方で、デリバティブ取引の多面的機能を論じ、デリバティブ取引が取扱い危険物であることを認めつつ、そのものを否定するのではなく、いかに多面的機能を発揮させるための規制・法制度の整備を行うことが重要である。デリバティブ取引により生じた様々な問題は法規制の不十分性・不適切性という問題であり、いかに法規制をより良くすべきか、という観点で論じられるべき問題であると考え。

第三に、人間が有する根源的欲求の発露としての投機行動に対して、法はこれを全面的

に禁止することは極めて困難なことは、歴史的な事実からも明らかである。しかしながら、投機行動が金融商品取引として顕在化した時、法の問題となる。その際に、投機を過当化させうる制度にはどのようなものがあり、それに対する法規制はどのようなものがあるのか、明らかにした。

まず、歴史的には売買取引の一類型として、デリバティブ取引は市場というインフラ、市場に関する法制度の下で過当化しうることを明らかにした。差金決済、清算機関、売りから始めることの出来る性質、取引期間・限月制度、売買証拠金・委託保証金、そして市場外取引・市場類似施設と、これらは相互に関係し、これらに対する規制及びその法執行の強弱は、デリバティブ取引を場合によっては、過当化させ、問題を引き起こし、しばしば法がデリバティブ取引に対して厳しい姿勢を示す結果となりうる。明治新政府が誕生し、帳合米取引・石建米取引が禁止され、戦後、GHQ の証券三原則により、有価証券先物取引は禁止された。また、海外においても、英国では南海泡沫事件の後、サー・ジョンバーナード法の成立、その後の賭博法によって、差金決済取引について禁止された。米国もまた、いわゆるショート・セル論争を通じて、売りから始めることの出来る性質を規制するべきか否かについて激しい議論がなされた。

こうした市場インフラ・市場に関する法制度を基礎としたデリバティブ取引が伝統的なデリバティブ取引だとすると、20 世紀後半以降、法と数理、情報技術を最大限に駆使し、歴史的発展を遂げ、オプション、スワップ、CDS 等の新たなデリバティブ取引類型は、新たなデリバティブ取引とも言える。こうして誕生した店頭デリバティブ取引に対して、十分な規制を設けず放置したことから、そのことが 2018 年の世界金融危機の原因の一つとなったとされている。しかし、店頭デリバティブ取引であったとしても、投機を過当化しうる制度に照らして考えると、差金決済、売りから始めることのできる性質、売買証拠金・委託保証金、市場外取引・市場類似施設といった観点から考察すると、これらに対する対処がなされていなかったことが原因であるといえ、その結果、一連の国際的な店頭デリバティブ取引の規制が導入されることとなったと考える。

また、これらの制度の一部については、その規制主体が取引所等、より市場に近い者に委ねられるようになり、現場主義化していることを明らかにした。その一例として、限月短縮については、戦前は元老院、帝国議会において議論がなされていたが、現在では取引所が限月につき決定できる。このように現在では、市場に近い者が時宜にかなった形で規制を調節するようになり、このことは重要であると考えるが、他の制度・規制について、規制主体がどうあるべきかについては、今後の課題とした。

これらの点については、理念的・演繹的アプローチとは別に、帰納的アプローチで現場主義に基づいてなされるべき議論であり、デリバティブ取引を含む金融商品に留まらず仮想通貨など、新たな投機性の高い商品・取引に対する規制の枠組みを考える上でも応用できるのではないだろうか。

最後に、今まで述べてきた諸点を踏まえ、店頭デリバティブ取引規制の意義と問題点に

ついて考察した。第一に、店頭デリバティブ取引の規制に関しては、いわゆる「先物化」(futurization)が進展しているという点である。これは、電子取引基盤整備義務、清算集中義務、情報蓄積機関への情報提供義務等、デリバティブ取引において取引所取引がなされている典型例である先物取引に見られる規制が店頭デリバティブ取引にも課されつつある現象を端的に表した造語である。

第二に、電子取引整備基盤制度に関連した店頭デリバティブ取引の市場管理の問題である。金融商品取引法 159 条は、相場操縦につき規制しており、その対象は有価証券の売買、市場デリバティブ取引、そして店頭デリバティブ取引である。このうち、店頭デリバティブ取引については、金融商品取引所が上場する金融商品、店頭売買有価証券、取扱有価証券または金融商品取引所が上場する金融指標に係るものに限られている。

しかし、電子取引基盤を利用した取引において、偽装取引、馴合売買などが行われていた場合の電子取引基盤運業者の法的責任はあるのか否か。この点、金融商品取引業等に関する内閣府令改正案第 45 条第 7 号ワにおいて、金商法第 33 条の 3 が定める金融機関の登録申請における必要記載事項として「不公正な取引の防止の方法その他の取引の公正の確保に関する事項」とあるが、そもそも金商法上 159 条の対象となる店頭デリバティブ取引を明示的に制限している以上、仮に電子取引基盤を利用した偽装取引や馴合売買が行われても、そうした行為を行った者はもとより、電子取引基盤運業者の法的責任を問うことは難しいと解する余地があるのではないだろうか。不公正取引の一般規定である 157 条については、特定店頭デリバティブ取引にも適用されるものの、明示的に除外している 159 条との関係において、理論的に整理する必要があるだろう。市場管理という市場機能の根幹ともいうべき役割を一私企業である金融商品商品取引業者に期待するというのは、はたして妥当か。取引所及び PTS が免許制・認可制であるのに対し、電子取引基盤は登録制であることとの整合性についても議論の余地がある。

第三に、担保の法的性質については、店頭デリバティブ取引に照らし合わせて再確認する必要があると考える。従来からの考えによれば、その法的性質として、債権担保確保という見方があるが、ではなぜ相対取引である店頭デリバティブ取引に対して、担保規制を課すのか。その規制根拠はシステミック・リスクの防止といったマクロ・プルーデンスの観点からの規制であるという理解が妥当ではないだろうか。

第四に、欧米でも日本同様店頭デリバティブ取引規制が課されているが、店頭デリバティブ取引がクロス・ボーダーの性格を強く帯びていることから、域外適用の問題、欧米との法の調整という問題がある。この問題は 2 点あり、1 つは域外適用の問題に対してどのような調整を行わなければならないかという点、2 点目は国際的な議論から始まった店頭デリバティブ取引に関して、各主権国家が異なる法規制を敷くことの問題である。1 点目については、CFTC が自己資本やデリバティブ・データの記録・保存・報告といった参入レベル規制につき、CFTC が外国の法規制について CFTC の法規制と比べて同等 (comparable) かつ包括的 (comprehensive) と認める場合に、本国の法規制のみを遵守すれば

よいとする代替コンプライアンス措置を設けた。しかし、清算・デリバティブ処理、清算対象外デリバティブ証拠金やその分別管理、日々取引記録などの取引レベル規制については、代替コンプライアンス措置は許容されない。この点、我が国は競争の前提となるルールが欧米と比べてどうであるか、改めて問われている。

2 点目については、店頭デリバティブ取引の取引の健全性を確保しつつも、技術的規制の国際的平準化をはかり、取引当事者の負担を軽減する方策を考慮すべきではないだろうか。とりわけ情報蓄積機関については、国際的平準化・統一化をはかるべきであると考え。

最後に、そもそも相対の契約的色彩の強い店頭デリバティブ取引に対して、電子取引基盤整備義務、清算集中義務、情報蓄積機関等といった市場型規制を導入した点をどのように理論的に説明するかということである。当該規制を盛り込んだ金商法改正の背景は、2018年世界金融危機後に開催された G20 ピッツバーグ・サミットでの首脳声明であり、法的な拘束力をもたない国際的な議論をもとに国内法においてこれらの規制を設けたのは事実であるが、理論的にどのように説明がなされるべきか。国際的な議論の主眼は国境を越えて行われる店頭デリバティブ取引に対して、各主権国家がそれぞれ適切な措置を講じなければ、このような世界金融危機が再発するという危機感にあったわけであるが、実際に措置を講じ規制を定めるのは、各主権国家の国内法であり、必然的にその保護法益は国内にとどまる。金商法第 1 条の目的規定に掲げる「国民経済の健全な発展」は、国際化した金融・資本市場においては、一国の規制だけでは達成できない、というのが現実ではないだろうか。海外で一部の金融機関の取引の結果として、金融商品取引と無縁であった者、我が国はじめ他国の企業が倒産し、多くの人々が雇用を奪われた。このことこそ、グローバル化した金融商品取引市場が危機に陥ったことの重みを如実に表しているのである。

序論でも述べたが、投機を巡る問題は、本論文で述べた点だけにとどまらない。はじめに言及しなければならない残された大事な論点としては、本論文で整理した投機を過当化させる制度と法規制の主体をどこが担うべきかという点である。他にも、デリバティブ取引における適合性の原則、説明義務はどうあるべきか、他にも金商法業者にとどまらず、比較的高いリスクの高い金融商品取引を行う企業等のガバナンスの問題、昨今の仮想通貨に関する法規制など、投機を巡って法律上の論点は尽きない。今後も新たな金融商品取引、投機性の強い商品・取引が産まれることが想定される中で、法は新たな金融商品取引の投機に絶えず随伴しなければならない。そこでは、機動性ある法規制が必要である。そのためには、投資サービス法の実現、新しい金融商品・取引の育成と規制とのバランスを考慮し、新商品・新取引を金商法の規制下に置いた上で、初期の段階で不必要な規制を外しておく、オプト・アウト式の立法形式を導入することも検討されるべきである。投機の問題は決して法学のみで解決できるわけではない点を十分に理解し、経済学・経営学等と協働し、不断の努力を続けていかなければならない問題といえよう。投資家についても、デリバティブ取引のように複雑な金融商品を理解するため、そもそも投機とは何かを真正面から学ぶための金融リテラシー教育の必要性とその内容がどうあるべきか、更なる議論が必要であろう。今後も国内外の事

例を踏まえつつ、研究を進めていきたい。

以上

参考文献

論文（国内）

- 麻生裕介「金融・資本市場における清算機関の意義と役割」NBL910号(2009)100頁
- 石塚洋之=木内敬「デリバティブ取引に清算機関の利用を義務付け 金融システム安定化を図る 改正金融商品取引法」ビジネス法務10巻7号(2010)38頁
- 伊豆久「上場デリバティブ取引と清算機関」証研レポート1585号(2000)1頁
- 磯部昌吾「米国のOTCデリバティブ規制改革—改革の全体像と課題—」野村資本市場クォーターリー15巻3号(2012)132頁
- 稲場顯二「国債清算機関の利用拡大に向けた取組みについて」信託247号(2011)68頁
- 井上武「金融・証券規制動向 欧州における金融規制改革の議論」資本市場クォーターリー12巻4号(2009)122頁
- 今川嘉文「11 金融商品取引清算機関」河本一郎=龍田節編『金融商品取引法の理論と実務 別冊金融・商事判例』(経済法令研究会、2007)76頁
- 今西庄次郎「日本向きな株式定期取引」インベストメント7巻2号(1954)1頁
- 今西庄次郎「株式定期取引に対する反対論の誤解とその復活の価値」インベストメント8巻6号(1955)1頁
- 岩原紳作他「質疑応答(シンポジウム デリバティブ取引の現状と課題)」金融法研究29号(2013)76頁
- 上村達男「商品取引所法91条1項、94条1項1号、並びに97条1項に違反する委託契約の効力」酒巻俊雄・吉井溥編著『商品取引の判例と紛議処理』(同文館出版、1976)19頁
- 上村達男「商品取引員がいわゆる仕手の買建の注文を拒絶した行為が仕手とは別に買建をしていた投資家に対する不法行為にあたらぬとされた事例(最判昭和56.2.17)」法律のひろば34巻11号(1981)72頁
- 上村達男「投資者保護概念の再検討--自己責任原則の成立根拠」専修法学論集42号(1985)1頁
- 上村達男「証券取引法における市場法的構成の試み」私法48号(1986)179頁
- 上村達男「セキュリティゼーションと証券取引法(上)」旬刊商事法務1099号(1987)98頁
- 上村達男「セキュリティゼーションと証券取引法(中)」旬刊商事法務1100号(1987)38頁
- 上村達男「セキュリティゼーションと証券取引法(下)」旬刊商事法務1101号(1987)36頁
- 上村達男「商品先物取引をめぐる制度改革」判例タイムズ701号(1989)20頁
- 上村達男「健全な証券市場と法理念の転換--国際化・証券化に対応する法制度の確立を(日本経済は異質か--世界と共生の途を探る<特集>)」日本経済研究センター会報663号(1992)49頁
- 上村達男「証券市場の規制と競争」経済法学会年報14号(1993)37頁
- 上村達男「証券市場と株式会社法」旬刊商事法務1402号(1995年)51頁
- 上村達男・澁谷志朗・岩田満泰「特集 商品先物取引制度をどう改革するか」通産ジャーナル31巻6号(1998)22頁
- 上村達男「金融商品取引法--目的規定の意義を中心に」法律のひろば59巻11号(2006)50頁

- 上村達男「証券取引法における市場法的構成の試み」私法 48 号 (1986) 179 頁
- 上村達男「証券取引法 65 条と有価証券概念」商事法務 1193 号 (1989) 2 頁
- 梅本剛正「取引所外取引の規制について」甲南法学 39 卷 3・4 号 (1999) 185 頁
- 羽森直子『堂島米先物市場の機能と特徴』流通科学大学論集—経済・経営情報編—第 8 卷第 2 号 (1999) 41 頁
- 榎本雄一朗・塚本晃浩「『清算集中制度』の概要と今後の見通し:来年 12 月から想定元本 3000 億円以上の金融機関同士の円金利スワップも対象に」金融財政事情 65 卷 41 号 (2014) 58 頁
- 大江亨「金融先物取引法の一部を改正する法律の概要」金融 695 号 (2005) 24 頁
- 大崎貞和「金融・証券規制動向 我が国における取引所外取引の解禁」資本市場クォーターリー 2 卷 3 号 (1999) 60 頁
- 大武泰南「先物取引法の展開と課題<特集>;先物取引市場の整備と課題—証券」判例タイムズ 40 卷 22 号 (1989) 28 頁
- 大間知麗子「SFJ Report デリバティブ取引の中央清算機関設立と清算集中義務の検証」SFJ ジャーナル 4 卷 (2011) 9 頁
- 岡田俊平「明治初期の洋銀対策—横浜を中心として—」経済と貿易通号 54・55 号 (1952) 1 頁
- 岡野衛士「福田敬太郎博士の『証券定期取引の問題点』を読んで」インベストメント 6 卷 11 号 (1955) 20 頁
- 越智和雄「株価指数先物取引における現金決済の論理」龍田節=神崎克郎編『証券取引法大系:河本一郎先生還暦記念』(商事法務研究会、1986) 661 頁
- 神山哲也「金融危機調査委員会(FCIC)による報告書の公表」野村資本市場クォーターリー(ウェブサイト版) 2011 Spring (2011) 1 頁
(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2011/2011spr03web.pdf>) (2018 年 10 月 1 日閲覧)
- 片山謙=中垣内 正宏=石井 英行「CDS 清算機関整備の動き--清算機関の分立状態は収斂するのか」証券アナリストジャーナル 47 卷 10 号 (2009) 29 頁
- 片山謙「店頭デリバティブ清算機関の整備動向」資本市場 309 号 (2011) 17 頁
- 加藤慶一郎「近世中後期大坂における米穀流通機能の変質過程—堂島帳合米商内のヘッジ機能を中心にして—社会経済史学 58 卷 2 号 (1992) 172 頁
- 金子夏樹「始動する国債清算機関 期待と不安、決済インフラの重責」日経公社債情報 1399 号 (2003) 2 頁
- 金本悠希「CDS の集中清算機関設立と米国での規制の動向」DIR market bulletin 20 号 (2009) 102 頁
- 神山哲也「金融危機調査委員会(FCIC)による報告書の公表」野村資本市場クォーターリーウェブサイト版 14 卷 4 号 (2011) 1 頁
- 河村賢治「会社法・金商法の新視点(第 17 回)公正な価格形成をめぐる人類の闘い(江戸時代・堂島米会所編)」ビジネス法務 16 卷 10 号 (2016) 142 頁
- 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 60 卷 15 号 (2012) 44 頁

- 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 (2012) 56頁
- 河辺昭夫「定期清算取引は実施されるか」『旬刊商事法務研究』2号(1955) 10頁
- 河本一郎「国債先物取引における標準物の特徴」旬刊商事法務 1050号 (1985) 183頁
- 神田秀樹「資本市場法制の現状と課題 デリバティブ取引 (その1)」資本市場 157号 (1998) 37頁
- 神田秀樹「清算機関とネットィング」SFJ金融・資本市場研究 1号 (2010) 7頁
- 神田秀樹「金融危機後の法整備」ジュリスト 1399号 (2010) 2頁
- 神田秀樹「ホールセール取引 (デリバティブ取引の現状と課題 金融法学会第29回大会〈シンポジウム〉資料)」金融法務事情 60巻 15号 (2012) 56頁
- 上林正矩「投機および賭博に関する諸説--アメリカ文献による考察」駒沢大学経営学部研究紀要 7号(1977) 1頁
- 岸信介「取引所法」末弘巖太郎編『現代法学全集 第23巻』(日本評論社、1928) 111頁
- 木村晴寿「横浜における洋銀の市場取引方法-明治前期田中平八の洋銀取引」松商短大論叢 47号 (1999) 93頁
- 金融情報システムセンター調査企画部「欧州における証券市場統合化の動き--証券取引所,清算機関,証券決済機関の合併・統合の動き」金融情報システム 243号 (2001) 36頁
- 金融制度調査会金融先物専門委員会=外国為替等審議会金融先物専門部会「資料 金融先物取引の整備について」証券 466号 (1988) 67頁
- 金融法委員会「デリバティブ取引に対する参入規制および行為規制の整理(1)金融商品取引法および商品先物取引法を中心に」NBL1035号 (2014) 48頁
- 金融法委員会「デリバティブ取引に対する参入規制および行為規制の整理(2)金融商品取引法および商品先物取引法を中心に」NBL1036号 (2014) 50頁
- 金融法委員会「デリバティブ取引に対する参入規制および行為規制の整理(3)金融商品取引法および商品先物取引法を中心に」NBL1037号 (2014) 68頁
- 金融法委員会「デリバティブ取引に対する参入規制および行為規制の整理(4)金融商品取引法および商品先物取引法を中心に」NBL1038号 (2014) 52頁
- 金融法委員会「デリバティブ取引に対する参入規制および行為規制の整理(5)金融商品取引法および商品先物取引法を中心に」NBL1039号 (2014) 60頁
- 金融法委員会「デリバティブ取引に対する参入規制および行為規制の整理(6・完)金融商品取引法および商品先物取引法を中心に」NBL1040号 (2014) 58頁
- 黒沼悦郎「第18章 証券市場の再生へー証券取引法の制定とその後の諸改正一」浜田道代編『日本会社立法の歴史的展開：北澤正啓先生古稀祝賀論文集』(商事法務研究会、1999) 568頁
- 小出篤「金融商品取引清算機関」ジュリスト 1412号 (2010) 12頁
- 河本一郎「国債先物取引における標準物の特徴-商品先物取引の標準物を比較して」旬刊商事法務 1050号 (1985) 183頁
- 小林貴誉志「資本市場における金融商品取引清算機関の法的意義について」早稲田大学大学院法研論集 147号 (2013) 143頁

- 小林貴誉志「店頭デリバティブ取引の電子取引基盤制度に関する一考察」早稲田大学大学院法研論集 155号 (2015) 125 頁
- 佐川宣寿「金融先物取引所の創設と金融先物取引業の適正な運営の確保--金融先物取引法(昭和 63.5.31 公布,法律第 77 号)」時の法令 1352 号 (1989) 5 頁
- 島本得一「清算取引か信用取引か」東洋経済新報 2561 号 (1953) 69 頁
- 証券取引審議会公社債特別部会「債券先物市場の創設について(報告)--昭和 59 年 12 月 11 日」証券 431 号 (1985) 89 頁
- 証券取引審議会「有価証券関連の店頭デリバティブ取引について」証券業報 555 巻別冊 (1997) 188 頁
- 進藤久佳「市場で関心呼ぶ CDS 市場--欧米での契約標準化と清算機関設立と日本の CDS スプレッド高騰」ファンドマネジメント 60 号 (2009) 28 頁
- 杉江雅彦「投機の効果と先物取引の機能」同志社商学 35 巻 6 号 (1984) 1 頁
- 杉江雅彦「株価指数先物の導入をめぐる問題点--現金決済の是非論--」フューチャーズ 9 巻 11 号 (1985) 2 頁
- 杉江雅彦「先物取引法の展開と課題<特集>; 先物取引市場の整備と課題--金融」判例タイムズ 40 巻 22 号 (1989) 38 頁
- 鈴木利光「清算集中を中心とするデリバティブ規制の動向」金融財政事情 61 巻 21 号 (2010) 46 頁
- 鈴木利光「清算集中を中心とする CDS 規制--欧米の動向と日本への示唆 (特集 グローバル金融・資本市場の動向)」DIR market bulletin 25 号 (2010) 194 頁
- 高木悠子「わが国における店頭デリバティブ市場規制 : 国際的な規制の緩和と市場実態に配慮した清算集中制度の整備 (特集 カウンターパーティーリスクへの対応)」金融財政事情 63 巻 6 号 (2012) 17 頁
- 高橋要他「清算取引復活は是か非か」東洋経済新報 2552 号 (1952) 40 頁
- 高橋洋明=矢原雅文「法令解説 店頭デリバティブ取引等の決済の安定性・透明性の向上、グループ規制・監督の強化、投資家保護措置等--金融商品取引法等の一部を改正する法律」時の法令 1861 号 (2010) 42 頁
- 田澤元章「米国におけるデリバティブの法規制と訴訟 (一) --バンカーズ・トラスト事件の前後--」名城法学 47 巻 4 号 (1998) 37 頁
- 龍田節「第 1 章 先物取引の規制対象」『商品取引所論体系.10』(全国商品取引所連合会、1998)
- 田中良二「債券先物取引制度要綱について」金融 462 号 (1985) 30 頁
- 津川正幸「大阪堂島米商会所創立事件の経過」関西大学経済論集 18 巻 3 号 (1968) 39 頁
- 津川正幸「大阪堂島米商会所の取引方法と実況--明治 9 年から 13 年まで--」関西大学経済論集 18 巻 4 号 (1968) 465 頁
- 津川正幸「堂島米会所についての覚書」関西大学経済論集 20 巻 4 号 (1970) 85 頁
- 津川正幸「『ブルース条例』発布の動因」関西大学経済論集 28 巻 1-4 号 (1978) 631 号
- 洞富雄「洋銀相場の発生」早稲田大学大学院文学研究科紀要 13 号 (1967) 111 頁
- 洞富雄「洋銀相場と内国通貨-2-」大隈研究 5 号 (1954) 167 頁
- 東京証券取引所債券総務課「債券先物取引市場 10 年間の歩み」証券 559 号 (1995) 16 頁
- 遠山元一他「清算取引復活は是か非か(3)」東洋経済新報 2554 号 (1952) 796 頁

- 時子山ひろみ「堂島米会所における帳合米取引—徳川時代の金融先物取引—」日本女子大学紀要家政学部第33号(1986)148頁
- 富田俊基「明治維新期の財政と国債」知的資産創造13巻1号(2005)72頁
- 長尾義三「定期取引再開論の進行について」インベストメント8巻6号(1955)6頁
- 中島真志「OTC デリバティブ市場になぜ清算集中は必要か?:流動性リスク防止の観点から」証券経済研究76号(2011)103頁
- 中島将隆「国債決済リスクの削減と国債清算機関の創設」証研レポート1631号(2005)1頁
- 西村健「ポジション圧縮・担保管理に向けた取組み:中央清算機関のリスク管理にも有用」金融財政事情63巻2965号(2012)28頁
- 長谷川新「取引所条例(ブールズ条例)と仲裁制度(1)金融商品取引法における金融ADR制度の源流を巡る」関東学院法学24巻1号(2014)47頁
- 羽森直子「堂島米先物市場の機能と特徴」流通科学大学論集—経済・経営情報編第8巻2号(1999)41頁
- 平山亮太郎他「売買仕法は現行のままでよいか(座談会)」インベストメント6巻12号(1953)16頁
- 兵頭徹「洋銀引替継続と長崎奉行」東洋研究154号(2004)1頁
- 兵頭徹「洋銀引替と長崎奉行岡部長常—『貨幣事件』を中心として—」東洋研究149号(2003)67頁
- 藤島由紀夫「債券先物取引制度要綱の概要」旬刊商事法務1049号(1985)123頁
- 深見義一「アメリカ証券市場におけるショート・セイル」一橋論叢30巻1号(1953)1頁
- 深見義一「ショート・セイル論争」ビジネスレビュー2巻2号(1954)1頁
- 福田敬太郎「証券定期取引の問題点」インベストメント6巻10号(1953)2頁
- 福田敬太郎「適正投機と証券定期取引」国民経済雑誌91巻6号(1955)1頁
- 藤沢広一「統一清算機関の稼働と今後の課題について」資本市場211号(2003)42頁
- 福田敬太郎「適正投機と証券定期取引」国民経済雑誌91巻6号(1955)1頁
- 福本葵「東京証券取引所決済の清算機関方式への移行」証研レポート1572号(1999)46頁
- 福本葵「証券決済清算機関のガバナンス」証券経済学会年報41号(2006)213頁
- 細村武弘「システミック・リスクの削減と清算機関の役割:日本証券クリアリング機構の取組みを中心に」Financial regulation1巻(2013)34頁
- 二上季代司「個別株先物取引と信用取引」証研レポート1596号(2001)1頁
- 二上季代司「清算機関のガバナンス--競争と市場インフラ」証券経済研究37号(2002)1頁
- 二上季代司「清算機関のガバナンス--市場インフラと競争」証研レポート1604号(2002)1頁
- 星野堅「解説 統一清算機関「日本証券クリアリング機構」の稼働について--各取引所の清算機能を集約し安全性と効率性を向上」金融財政事情54巻2542号(2003)34頁
- 堀口亘「債券先物取引と法」喜多祐先生退官記念論文集編集委員会編『商事法の現代的課題:喜多祐先生退官記念論文集』(中央経済社、1985)245頁
- 堀口亘「わが国における先物取引法の形成と問題点」判例タイムズ701号(1989)6頁
- 増田豊=大野正文「資金清算機関法制をめぐる法整備」ジュリスト1391号(2009)40頁

- 松尾琢己「清算機関によるマルチラテラル・ネットティングに関する法的論点(上)」NBL772号(2003)25頁
- 松尾琢己「清算機関によるマルチラテラル・ネットティングに関する法的論点(中)」NBL777号(2004)53頁
- 松尾琢己「清算機関によるマルチラテラル・ネットティングに関する法的論点(下)」NBL779号(2004)44頁
- 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題[1]」旬刊商事法務1823号(2008)4頁
- 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題[2]」旬刊商事法務1824号(2008)22頁
- 松尾直彦「金融商品取引法制の制定過程における主要論点と今後の課題[3]」旬刊商事法務1825号(2008)23頁
- 松尾直彦「米国ドッド=フランク法の域外適用問題」神作裕之責任編集、資本市場研究会編『企業法制の将来展望：資本市場制度の改革への提言 2013年度版』(財経詳報社、2012)208頁
- 松尾直彦他「金融商品取引法制の概要(金融商品取引法・関係政府令の解説)」別冊商事法務318号(2008)3頁
- 松添聖史「店頭デリバティブ取引規制の新しい枠組みと制度構築の課題」NBL973号(2012)34頁
- 松本幸一郎「国債清算機関としての取組みについて」信託247号(2011)53頁
- 水野潮=岩崎範郎「債券先物取引制度要綱について」証券437号(1985)37頁
- 満井美江「2010年金商法改正による店頭デリバティブ規制の見直し—CDS取引の清算集中義務化を中心として—」国土館法学43号(2010)137頁
- 満井美江「近年の店頭デリバティブ取引規制の動向:電子取引基盤を中心として」最先端技術関連法研究12号(2013)81頁
- 宮川康子「『夢の代』(1820)山片蟠桃(1748-1821)--懐徳堂の知の集大成」現代思想33巻7号(臨増)(2005)62頁
- 宮本又郎「近世後期大阪における米価変動と米穀取引機構—正米価格と帳合米価格の動き—」経済研究26巻4号(1975)359頁
- 宮本又郎「近世後期堂島米市場における帳合米取引の機能—米価変動の分析を通して—」新保博・安場安吉編『数量経済史論集2 近代移行期の日本経済』(日本経済新聞社、1979)
- 向井鹿松「証券定期取引復活論の理論的根拠」インベストメント7巻9号(1954)1頁
- 向井鹿松「再び証券定期取引について(福田博士の論文を読みて)」インベストメント8巻9号(1955)1頁
- 森早苗「電子金融・証券取引 進展する清算機関統一化の議論」資本市場クォーターリー4巻16号(2001)50頁
- 森田章他「目的規定・定義規定(その1)[含 討論]」別冊商事法務308号『会社法・証券取引法の諸問題シリーズ 金融商品取引法の検討 [1]』(2007)24頁

- 森田智子「バーゼル委「市中協議文書」の批判的検討(6)カウンターパーティーリスク(4)清算機関(CCP)向けエクスポージャー」金融財政事情 61 巻 2886 号 (2010) 60 頁
- 安田正敏「国債取引清算機関の目的と機能--「日本国債機関」開業への課題」金融財政事情 54 巻 2577 号 (2003) 30 頁
- 山片蟠桃(有坂隆道校注)「夢ノ代」『日本思想体系 43』(岩波書店、1973) 398 頁
- 山崎晃義「法令解説 より安全で効率的な証券決済システムへ--社債・国債等のペーパーレス化、多重構造の振替決済制度の創設、清算機関制度の整備 証券決済制度等の改革による証券市場の整備のための関係法律の整備等に関する法律」時の法令 1678 号 (2002) 6 頁
- 山澤光太郎「清算リスク管理体制の強化等について--清算機関としての大証の取組み」資本市場 262 号 (2007) 40 頁
- 横山隆介「東証における決済の清算機関方式への移行」旬刊商事法務 1525 号 (1999) 83 頁
- 和田弘之=三田真史「電子取引基盤規制等の概要と今後の見通し：来年 9 月から想定元本 6 兆円以上の金融機関の円金利スワップに利用義務付け」金融財政事情 65 巻 41 号 (2014) 63 頁
- 「証券先物市場の整備について--昭和 62 年 4 月 20 日,証券取引審議会・証券先物特別部会報告書(資料)」旬刊商事法務 1110 号 (1987) 80 頁
- 「特集 大証・株式先物取引スタート 『株先 50』取引手法の概要」金融財政事情 38 巻 21 号 (1987) 49 頁

論文 (海外)

- Awrey, Dan , *The FSA, Integrated regulation, and The Curious Case of OTC Derivatives*, 13 U. Pa. J. Bus. L. 1 (2010)
- Buxbaum, Hannah L., *Transnational Legal Ordering and Regulatory Conflict: Lessons from the regulation of Cross-Border Derivatives*, 1 U.C. Irvine J. Int'l Transnat'l & Comp. L. 91 (2016)
- D'Souza, Frank, Ellis, Nan S., Fairchild, Lisa M., *Illuminating the Need for Regulation in Dark Markets: Proposed Regulation of the OTC Derivatives Market*, 12 U. Pa. J. Bus. L. 473 (2010)
- Duff, Arthur W.S. & Zaring, David, *New Paradigms and Familiar Tools in the New Derivatives Regulation*, 81 Geo. Wash. L. Rev. 677 (2013)
- Gogel, Jeremy, *Shifting Risk to the Dumbest guy in the Room' – Derivatives Regulation after the Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 11 J. Bus. & Sec. L. 1 (2010)
- Griffith, Sean J., *Substituted Compliance and Systemic Risk: How to Make a global Market in Derivatives Regulation*, 98 Minn. L. Rev. 1291 (2014)
- Johnson, Christian, *Regulatory Arbitrage, Extraterritorial Jurisdiction, and Dodd-Frank: The Implication of US Global OTC Derivative Regulation*, 14 Nev. L.J. 542 (2014)
- Levitin, Adam J., *Response: The Tenuous Case for Derivatives Clearinghouses*, 101 Geo. L.J. 445 (2013)

- Lubben, Stephen J., Failure of the Clearinghouse: Dodd-Frank's Fatal Flaw, 10 Va. L. & Bus. Rev. 127 (2015)
- Madison, Allen D., *Derivatives Regulation in the context of the single theory*, 1999 Colum. Bus. L. Rev. 271 (1999)
- Markham, Jerry W., *Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom, and Japan*, 28 Brook. J. Int'l L. 319 (2002)
- Rauterberg, Gabriel V. & Verstein, Andrew, *Assessing Transnational Private Regulation of the OTC Derivatives Market: ISDA, the BBA, and the Future of Financial Reform*, 54 Va. J. Int'l L. 9 (2013)
- Rosenberg, Gabriel D. & Massari, Jai R. *Regulation through Substitution as Policy Tool: Swap Futurization under Dodd-Frank*, 2013 Colum. Bus. L. Rev. 667 (2013)
- Schultz, Paul, The Shifting Foundations of Financial Regulation, 10 U. St. Thomas J.L. & Pub. Pol'y 1 (2015)
- Sharma, Seema G., *Over-the-Counter Derivatives: A New Era of Financial Regulation*, 17 Law & Bus. Rev. Am. 279 (2011)
- Squire, Richard, *Clearinghouses as Liquidity Partitioning*, 99 Cornell L. Rev. 857 (2014)
- Stout, Lynn A., *Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in The Market for OTC Derivatives*, 48 Duke L.J. 701 (1999)
- Stout, Lynn A., *Derivatives and The Legal Origin of the 2008 Credit Crisis*, 1 Harv. Bus. Rev. 1 (2011)

書籍（国内）

- 有沢広巳監修『証券百年史』（日本経済新聞社、1978）
- 上村達男＝神田秀樹＝犬飼重仁編著『金融サービス市場法制のグランドデザイン』（東洋経済新報社、2007）
- エドワード・チャンセラール（山岡洋一訳）『バブルの歴史 チューリップ恐慌からインターネット投機へ』（日経 BP 社、2000）
- 永廣頭『第一次大戦後の日本における国債流通市場の制度改革』（日本銀行金融研究所、2009 年）
- 大隈侯八十五年史会編『大隈侯八十五年史 第一巻』（原書房、1926）
- 大阪株式取引所『大株五十年史』（大阪株式取引所、1928）
- 大阪市参事会編『大阪市史第三』（大阪市参事会、1911）
- 大阪府史編集専門委員会編『大阪府史第 5 卷近世編 I』（大阪府、1985）
- 大阪府史編集専門委員会編『大阪府史第 6 卷近世編 II』（大阪府、1987）
- 大阪株式取引所『大株五十年史』（大阪株式取引所、1928）
- 小野清造『日本証券史論』（日本評論社、1943）
- 外務省条約局編『舊條約彙纂 第一巻第一部』（外務省条約局、1920）

- 加藤福太郎編『取引所史料 元老院会議筆記抄』(財政経済学会、1936)
- 可児滋『デリバティブの落とし穴』(日本経済新聞社、2004)
- 川合一郎『株式価格形成の理論』(日本評論新社、1960)
- 河合祐子・糸田真吾『クレジット・デリバティブのすべて(第二版)』(財形詳報社、2007)
- 川村正幸編『金融商品取引法(第5版)』(中央経済社、2014)
- 河本一郎=大武泰南『金融商品取引法読本(第2版)』(有斐閣、2011)
- 神崎克郎『商行為法I—商事売買の機能的考察』(有斐閣、1973)
- 上林正矩『各国株式取引所論』(有斐閣、1928)
- 岸田雅夫監修『注釈金融商品取引法【第3巻】行為規制』(金融財政事情研究会、2010)
- 金融商品取引法研究会『デリバティブに関する規制』(日本証券経済研究所、2012)
- 金融商品取引法研究会『金商法第6章の不正取引規制の体系』(日本証券経済研究所、2012)
- 金融法務研究会『デリバティブ取引に係る諸問題と金融規制の在り方』(金融法務研究会事務局、2018)
- 黒澤正男『証券人物百年史I 草創期の群像』(政経時事、1983)
- 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法(第2版)』(弘文堂、2004)
- 黒沼悦郎『金融商品取引法』(有斐閣、2016)
- 興梠奎太郎『投機経済論』(文影堂書店、1916)
- 小谷勝重『日本取引所法制史論』(法経出版社、1953)
- 作道洋太郎『日本貨幣金融史の研究』(未来社、1961)
- 佐野善作『取引所投機取引論 上巻』(明治大学出版部、1913)
- 島本得一『本邦証券取引所の史的研究』(文雅堂書店、1942)
- 島本得一『徳川時代の証券市場の研究』(産業経済社、1953)
- 島本得一編『堂島米会所文献集』(所書店、1960)
- 食糧庁『日本食糧政策史の研究 第一巻』(1951)
- 杉江雅彦『投機と先物取引の理論—わが国先物取引制度の成立に関する研究—』(千倉書房、1984)
- 須々木庄平『堂島米市場史』(日本評論社、1940)
- 鈴木竹雄=河本一郎『証券取引法(新版)』(有斐閣、1984)
- 住ノ江佐一郎『証券理論の展開』(多賀出版、1979)
- 高窪喜八郎『取引所法ヲ論ス』(未定稿版)(出版社・出版年不明)
- 高槻泰郎『近世米市場の形成と展開』(名古屋大学出版会、2012)
- 高橋弘『米国商品先物市場発展史』(東洋経済新報社、1978)
- 高橋康文=長崎幸太郎『証券取引法における清算機関制度』(金融財政事情研究会、2003)
- 田中耕太郎『取引所法』(日本評論社、1942)
- 田淵直也『ファイナンス理論全史』(ダイヤモンド社、2017)
- 東京株式取引所『東京株式取引所五十年史』(東京株式取引所、1928)
- 東京高等商業学校調査部(原稜威雄調査)『横浜開港当時之貿易状態並洋銀相場取引之沿革』(東京高等商業学校、1914)

- 東京証券取引所『東京証券取引所 50 年史 資料集 制度編』（東京証券取引所、2000）
- 東京証券取引所グループ『東京証券取引所 60 年史 制度編』（株式会社東京証券取引所グループ、2010）
- 中井竹山『草茅危言』（日本経済叢書刊行会、1915）
- 永田鐵三『株式取引所職能論』（南郊社、1940）
- 中島真志=宿輪純一『証券決済システムのすべて』（第 2 版）（東洋経済新報社、2008）
- 中村靖志『英・米両国の商品取引所』（九州共立大学地域経済研究所、1986）
- 藁田藤吉『取引所論下巻』（瞭文堂、1919）
- 日本経営史研究所編『東京証券取引所 50 年史』（東京証券取引所、2002）
- 日本証券経済研究所『債券先物取引に関する研究の中間報告』（日本証券経済研究所、1983）
- 日本証券経済研究所編『債券先物取引研究会記録』（日本証券経済研究所、1982）
- 日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦前編第一巻 証券関係元老院・帝国議会審議録（一）』（日本証券経済研究所、2000 年）
- 日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦前編第二巻 証券関係帝国議会審議録（二）』（日本証券経済研究所、2000）
- 日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦前編第三巻 株式取引所の歴史（一）』（日本証券経済研究所、2004）
- 日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦後編第四巻 証券史談（一）』（日本証券経済研究所、1984）
- 日本証券経済研究所編『日本証券史史料戦後編第五巻 証券市場の改革・再編（五）』（日本証券経済研究所、1985）
- 日本経済新聞社編『先物王国 シカゴー投機地帯を行くー』（日本経済新聞社、1983）
- 深尾京司・中村尚史・中林真幸編『岩波講座 日本経済の歴史 第 2 巻 近世 16 世紀末から 19 世紀前半』（岩波書店、2017）
- 福田敬太郎『取引所機能論』（寶文館、1929）
- 福田敬太郎『証券投機 証券学体系 VIII』（千倉書房、1972）
- 藤田國之助『取引所論』（千倉書房、1931）
- 藤本実也『開港と生糸貿易 下巻』（開港と生糸貿易刊行会、1939）
- 松本信次『日本証券取引所論』（中川書房、1943）
- 向井鹿松『取引所の理論的研究－附・短期取引の技術的研究』（丸善、1926）
- 向井鹿松『綜合取引所論』（日本評論社、1932）
- 宮本又郎『近世日本の市場経済』（有斐閣、1988）
- 宮本又郎他『日本市場史 米・商品・証券の歩み』（山種グループ記念出版会、1989）
- 山名義高『有価証券と取引市場』（東亞堂書房、1913）

書籍（海外）

- Barr, Michael S et al. *Financial Regulation: Law and Policy*, Foundation Press (2016)

- Baer, Julius B and Woodruff, George P. *Commodity Exchanges*, Harper & Brothers Publishers (1929)
- Chamberlain, Lawrence, *The Principles of Bond Investment*, Henry Holt and Company (1917)
- Emery, Henry Crosby, *Speculation on the stock and produce exchange of the United States*, Columbia University (1986)
- Hibbard, Benjamin Horace, *Marketing agricultural products*, D. Appleton and Company (1921)
- Hudley, Arthur Twining, *Economics*, G.P.Putman's Sons, (1896)
- Swan, Edward J. *Building the global market: a 4000 year history of derivatives*, Kluwer Law International Ltd. (1999)
- Kirshman, John Emmett, *Principles of Investment (2nd Ed.)*, McGraw-Hill Book Company (1933)
- Meeker, J. Edward, *The Work of the Stock Exchange*, The Ronald Press Company (1922)
- Paul, Allen B, *Treatment of Hedging in Commodity Market Regulation*, Economic Research Service, United States Department of Agriculture, Technical Bulletin, No.1538 (1976)
- Poitras, Geoffrey, *The early history of financial economics, 1478-1776 : from commercial arithmetic to life annuities and joint stocks*, Edward Elgar (2000)
- Pratt, Sereno Stansbury, *The Work of Wall Street*, D. Appleton and Company (1906)
- Teweles, Richard J. et al. *The Commodity Futures Trading Guide*, McGraw-Hill Book Company (1969)
- U.K Government, *Review of Investor Protection, Report I*, Cmnd 9125 HMSO (1984)
- Whitney, Richard & Perkins, William R. *Short Selling For and Against*, D. Appleton and Company (1932)
- *Corbett's Parliamentary History of England vol.7*, T.C. Hansard (1811)
- *English Reports Full Reprint Vol. 22 – Chancery*, Morrison & Gibb Limited (1902)
- *English Reports Full Reprint Vol. 138 – Common Pleas*, Green & Son (1915)
- *The History and Proceedings of the House of Commons from the Restoration to the Present time*, Richard Chandler (1742)
(<https://hdl.handle.net/2027/njp.32101074632660>) (2018年10月16日閲覧)
- *The history and proceedings of the House of Lords from the Restoration in 1660 to the present time, containing the most remarkable motions, speeches, debates, orders and resolutions*, Ebenezer Timberland (1742)
(<https://hdl.handle.net/2027/uva.x030229953>) (2018年10月16日閲覧)

ウェブサイト

- 証券取引審議会 「証券市場の総合的改革」
(https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/top.htm) (2018年10月19日閲覧)

- 外務省 「首脳声明ピッツバーグサミット（仮訳）（2009年9月24,25日）」
(http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/q20/0909_seimei_ka.html) (2018年10月19日閲覧)
- 金融庁 「『欧米の金融・証券市場に関する調査』報告書の公表について」
(<https://www.fsa.go.jp/news/21/sonota/20100624-2.html>) (2018年10月15日閲覧)
- 金融庁 「金融・資本市場に係る制度整備について」
(<https://www.fsa.go.jp/news/21/syouken/20100121-7.html>) (2018年10月19日閲覧)
- 金融庁 「『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』等（案）及び『主要行等向けの総合的な監督指針』等の一部改正（案）に対する意見募集の結果等について」
<https://www.fsa.go.jp/news/27/syouken/20160331-4.html> (2018年10月19日閲覧)
- 金融庁 「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」
(<https://www.fsa.go.jp/news/26/syouken/20141119-1/01.pdf>) (2018年10月22日閲覧)
- 金融庁 「『証券会社、証券投資信託委託業者及び証券投資法人等並びに証券投資顧問業者等の監督等に当たっての留意事項について』（事務ガイドライン）第1部 3-1-3」
(<http://www.fsa.go.jp/news/newsj/syouken/f-20001116-1b.pdf>) (2018年10月22日閲覧)
- 金融庁 「証券取引審議会」
(https://www.fsa.go.jp/p_mof/singikai/shoken/top.htm) (2018年10月19日閲覧)
- 金融庁 「『店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会』における議論の取りまとめについて」
(<https://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20111226-3.html>) (2018年10月19日閲覧)
- 金融庁 「店頭デリバティブ取引情報」
(<https://www.fsa.go.jp/status/otcreport/index.html>) (2018年10月19日閲覧)
- 金融庁 「免許・許可・登録等を受けている業者一覧」
<https://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyo.html> (2018年10月19日閲覧)
- 金融庁 「リーマン・ブラザーズ証券株式会社に対する行政処分について」
(<https://www.fsa.go.jp/news/20/syouken/20080915-1.html>) (2018年10月19日閲覧)
- 日本銀行決済機構局 「『リーマン・ブラザーズ証券の破綻がわが国決済システムにもたらした教訓』2009年3月11日」
(http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2009/ron0903a.htm/) (2018年10月22日閲覧)
- 日本証券業協会 「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」
(http://www.jsda.or.jp/shiryu/web-handbook/105_kabushiki/files/141201_torigai.pdf) (2018年10月19日閲覧)
- 日本証券業協会 「上場株券等の取引所金融商品市場外での売買等に関する規則」
(<http://www.jsda.or.jp/katsudou/content/torigaikisoku180701.pdf>) (2018年10月19日閲覧)
- 日本証券クリアリング機構 「ジェイコム株式の誤発注に係る措置等に関する委員会『みずほ証券に対する措置などについて』2006年2月14日」
(<https://www.jpx.co.jp/jscc/information/news/cimhl10000000dt1-att/20060214-11.pdf>) (2018年10月22日閲覧)

- 日本証券クリアリング機構 「『ジェイコム株式に係る決済条件の改定について』2005年12月8日付プレスリリース」
(https://www.jpx.co.jp/jscc/information/news/cimhl0000000dv4-att/20051212_press1.pdf)
(2018年10月22日閲覧)
- 日本証券クリアリング機構 「SPAN®とは」
(https://www.jpx.co.jp/jscc/seisan/sakimono/shokokin_seido/span.html) (2018年10月22日閲覧)
- 日本取引所グループ 東京取引所 「信用取引の目的」
(<https://www.jpx.co.jp/learning/basics/margin/purpose/index.html>) (2018年10月16日閲覧)
- 日本取引所グループ 大阪取引所 「大阪取引所業務規程」
(http://jpx-gr.info/rule/dsho_dreg_201412010002001.html) (2018年10月16日閲覧)
- 日本取引所グループ 大阪取引所 「先物・オプション取引方法」
(<https://www.jpx.co.jp/derivatives/rules/trading-methods/index.html>) (2018年10月16日閲覧)
- 日本取引所グループ 大阪取引所 「日経225先物制度概要」
(<https://www.jpx.co.jp/derivatives/products/domestic/225futures/01.html>) (2018年10月18日閲覧)
- Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department, *Triennial Central Bank Survey OTC interest rate derivatives turnover in April 2016*
(<https://www.bis.org/publ/rpfx16ir.pdf>) (2018年10月15日閲覧)
- Basel Committee on Banking Supervision, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives (March 2015)*
(<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD480.pdf>) (2018年10月18日閲覧)
- Board of Governors of the Federal Reserve System, *Federal Reserve Act Section 13*
(<http://www.federalreserve.gov/aboutthefed/section13.htm>) (2018年10月18日閲覧)
- European Commission, *The High-Level Group On Financial Supervision in the EU 25 February 2009*
(http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf) (2018年10月19日閲覧)
- Financial Crisis Inquiry commission, *The Financial Crisis Inquiry Report (27 January 2011)*
(<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>) (2018年10月19日閲覧)
- Technical Committee of the IOSCO, *Report on Trading of OTC Derivatives (February 2011)*
(<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>) (2018年10月19日閲覧)
- U.S. SEC, *Halts Short Selling of Financial Stocks to Protect Investors and Markets*
(<https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm>) (2018年10月19日閲覧)
- The U.K. Financial Services Authority, *The Turner review – A regulatory response to the global*

banking crisis, March 2009

(http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf) (2018年10月19日閱覽)