

早稲田大学大学院法学研究科

2019年2月

博士学位申請論文審査報告書

論文題目

「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」

申請者氏名

小林 貴誉志

審査委員

主査	早稲田大学教授	博士（法学）	（早稲田大学）	上村達男
副査	早稲田大学教授			黒沼悦郎
副査	早稲田大学教授			大塚英明

## 小林貴誉志氏博士学位申請論文審査報告書

早稲田大学大学院法学研究科研究生小林貴誉志氏は、早稲田大学学位規則第7条第1項に基づき、2018年10月22日、その論文「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」を早稲田大学大学院法学研究科長に提出し、博士（法学）（早稲田大学）の学位を申請した。後記の委員は、上記研究科の委嘱を受け、この論文を審査してきたが、2019年1月30日、審査を終了したのでここにその結果を報告する。

### 1 本論文の構成と内容

本論文は、金融商品取引における投機とは何か、投機の定義・本質をどこに見出すべきか、そして投機に対して法はどのような姿勢を取るべきかという問題意識を設定し、デリバティブ取引規制の歴史に立ち返って現状の法規制のあり方を考察することを目的としたものである。本論文は、「序論」「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—」「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3篇 店頭デリバティブ取引規制」「結論」から成る。

「序論」において、筆者はこうした問題意識を述べ、そのうえで分析の対象としてデリバティブ取引とこれに係る制度を取り上げること、また比較法検討の対象として英国及び米国を取り上げる旨を述べる。その理由として、本論文の関心である投機を論ずるに際して、デリバティブ取引はその投機性が相対的に高いこと、2008年の世界金融危機以降、店頭デリバティブ取引に対する新たな規制が設けられたこと、そして、英国・米国には2008年世界金融危機に関連するものを含めてデリバティブ取引に関する事例が豊富であり、両国で取引されるデリバティブ取引が2016年時点で世界全体の約8割に及ぶ点を挙げている。

「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—」において、筆者は、まず日本のデリバティブ取引とその規制を取り上げる。江戸時代の堂島米市場における帳合米制度に始まり、金融商品取引法におけるデリバティブ取引に至る、日本のデリバティブ取引について、多くの資料を基に、その実相を明らかにするとともに、その時代的な背景に照らした意義を明らかにしようとする。

第1章では、世界初の先物取引とされた堂島米会所における帳合米取引に対する考察を通じ、帳合米取引を公認した理由が、幕府の米価対策であったこと、そのことは同時に米商人にとっては米価の価格変動リスクをヘッジするねらいがあったことを意味するとしている。また、現在の清算機関の機能を有した両替商、帳合米取引の健全性を確保するための違約処分等の制度が存在した一方で、実物取引である正米取引価格と先物取引である帳合米取引価格との連携がみられなかったこと、立ち合い制度の悪用、市場外取引禁止の不徹底等、帳合米取引が有していた制度的な欠陥にも言及している。

第2章では、明治期から第二次世界大戦終結時までのデリバティブ取引制度について検

討している。明治初期の株式取引条例、取引所条例（ブルース条例）に続く 20 年の間に、デリバティブ取引を巡る法制度には紆余曲折があり、最終的に明治 26 年に取引所法が成立・施行されたことで、戦前のデリバティブ取引に係る議論は取引所法を中心に行われることとなった。この間、定期取引、後の清算取引の限月について度々その短縮を試みるも、その試みは全て頓挫し、政治問題化した経緯等について詳細な検討を行っている。

第 3 章では、第二次世界大戦後から金融商品取引法成立までのデリバティブ取引制度の変遷を整理・検討している。GHQ の証券取引 3 原則等により、我が国では昭和 60 年証券取引法改正まで、金融デリバティブ取引は行われることはなかった。この間にも、清算取引復活運動が二度に渡って活発化したが、結局導入を見たのは米国の証拠金取引に対応する信用取引制度であった。

その後、資本の自由化・国際化、金利の自由化が進展する中で、昭和 60 年の証券取引法改正以後様々なデリバティブ取引が認められるに至った経緯・背景などを明らかにしている。例えば、長期国債先物取引の導入には、国債の流通市場の形成を背景に、国債安定消化と国債の引き受けを担ってきた金融機関へのリスク・ヘッジ手段の提供という動機があった。

第 4 章では、金融商品取引法におけるデリバティブ取引制度を概括し、先物取引、先渡取引、オプション取引、スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引といったそれぞれのデリバティブ取引についてその意義を明らかにし、これらの制度の中核概念である金融商品・金融指標といった概念について考察を加えている。

第 5 章では、帳合米取引が有していた価格保険機能、価格平準化機能を取り上げながら、デリバティブ取引の多面的機能としてのレバレッジ効果、リスク・ヘッジ効果といったデリバティブ取引が共有する経済効果を示している。さらに、長期国債清算取引の導入を巡る大蔵省及び日本銀行の議論を紹介し、当該取引制度の導入目的が結局の所、原資産である国債取引の公正な価格形成の確保にあったと述べている。

筆者は以上の第 1 篇での考察が、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、という本論文の問題意識を検討するための基礎的考察と位置付け、結局、我が国における過去のデリバティブ取引に関する法制度の変遷に対する認識が、現在のデリバティブ取引規制の在り方を論ずる上で大いに示唆を与えるものであるとしている。

第 2 篇では、投機の本質に照らした定義論、並びに投機の活用とその弊害防止のバランスに配慮した法規制について、先行研究を基に考察を加えている。

第 1 章で筆者は投機の意義について、金融商品取引、とりわけデリバティブ取引を想定した場合には、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行為と想定する。そのうえで、賭博との対比で投機の本質を論ずる先行研究に対して批判的検討を加え、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

ことが必要であると述べている。

第 2 章では、投機を適切にコントロールしうる法規制として、差金決済、清算機関、取引期間・限月制度、売買証拠金・委託保証金、市場外取引・市場類似施設規制等、それぞれの制度が有する投機の弊害防止策との関係性について論じている。本章では旧く英国における南海泡沫事件後の差金決済取引に対する法規制、近時のジェイコム株誤発注事件、及びリーマン・ブラザーズ東京支店破綻の際の清算機関の役割について検討を加えている。

第 3 篇では、筆者は 2008 年世界金融危機後の店頭デリバティブ取引規制について考察を行っている。

第 1 章では、2008 年世界金融危機と店頭デリバティブ取引との関係について、米国連邦議会直属の委員会である金融危機調査委員会が発表した「金融危機調査報告書」、英国の「ターナー・レビュー」、そして、欧州の「ド・ラロジエール・レポート」を基に、世界金融危機の原因及び店頭デリバティブ取引に対する規制案を検討している。とりわけ、米国金融危機調査報告書が明らかにしたことは、米国では金融危機前まで店頭デリバティブ取引に対してむしろ規制緩和が進行していたこと、したがって規制当局及び取引当事者にとって、取引の透明性が著しく欠けており、市場の価格発見機能も脆弱であったことである。こうした点を踏まえ、2009 年の G20 ピッツバーグ・サミットにおける首脳声明においては、店頭デリバティブ取引に対する新たな規制強化の方向性が示された。第一に、すべての店頭デリバティブ取引が標準化され、取引所又は電子取引基盤を通じて取引されるべきこと、第二に、こうした店頭デリバティブ取引は中央清算機関を通じて決済されるべきこと、第三に、店頭デリバティブ取引は常に取引情報蓄積機関に報告されるべきこと、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対しては、より高い自己資本規制比率を課すべきこと、である。

第 2 章では、これらの規制強化策のうち、清算集中義務、取引情報保存・報告制度、電子取引基盤制度、そして 2011 年の G20 カンヌ・サミットで合意された、非集中清算デリバティブ取引に対する証拠金規制が日本の金融商品取引法及び内閣府令に新たに盛り込まれた経緯、及びその規制内容について考察を加えている。そして清算集中義務の導入は、従来清算機関が有していた「有価証券の流通の円滑」という目的に加え、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・リスクの防止目的を明確にするものであるとしている。他方で、清算集中義務規定については、清算機関自身がシステミック・リスクを作り出すという米国での懸念についても言及されている。

取引情報保存・報告制度については、規制当局による店頭デリバティブ取引に対する平時のモニタリング機能を強化し、また、規制当局が入手した情報の一部を適宜市場に提供することで、市場の透明性・予測可能性を高めることが期待されるとしている。

IOSCO による店頭デリバティブ取引規制案である電子取引基盤規制については、デリバティブ・プロの対象範囲が狭まること、また、相場操縦を定める金融商品取引法 159 条の適用対象となる店頭デリバティブ取引を明示的に制限しており、仮に電子取引基盤を利用した仮装取引や馴合売買が行われた場合に、そうした行為を行った者はもとより、電子取

引基盤運營業者の法的責任を問うことが難しいとの問題点を指摘する。

非清算集中デリバティブ取引に対する証拠金規制については、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との性格を明らかにしている。

最後に筆者は結論として、以下の点を述べる。第一に、本論文は世界初のデリバティブ取引と言われる日本の先物取引も含めて、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、必要に応じて導入されてきたものであり、その規制は賭博の弊害を防止する過程で形成されてきたものではないこと、換言すると現在の視点で見るとそこには国民経済的意義という公益の存在が認められていることを確認した。

第二に本論文は、投機の本質論については、引き受けるリスクの性質又は種類を基準としてこれを取引ルールの視点で考察する立場を踏まえつつも、その取引が有する公益性ないし社会経済的利益を明快に意識して投機を把握することが重要であるとしており、その結果、取引法的にデリバティブ取引に該当しうるかに見える取引であっても、後者の観点に照らして正当視されない取引が存在することを強調し、法規制の対象とならないデリバティブ取引を認識することが必要であると強調する。

第三に、本論文はデリバティブ取引を売買取引の一類型として認識しつつ、市場規律に関する法制度の下で正当化しうることを明らかにした。差金決済、清算機関、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・市場類似施設規制等の諸制度は市場規律の確保という観点から相互に関係しており、これらに対する規制及びその法執行の水準の如何が、デリバティブ取引を過当化させ、被害を増大させるとともに、適度に厳格な規制水準がこれらの弊害を除去しその経済効果を発揮させるものであるとした。2008年世界金融危機の原因の1つとされた店頭デリバティブ取引については、むしろ規制緩和の風潮の下に適切な規制水準が確保されていなかったこと、すなわち規制の不十分性・不適切性が大きな経済危機をもたらしたと筆者は主張する。

最後に、店頭デリバティブ取引については、ともすると契約自由の観点が強調されてきたが、現在では清算集中義務、担保提供などを中心に、システム・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の意義が強調されるに至っていること、そしてこうした店頭取引についても金融商品取引法第1条が掲げる「資本市場の機能の発揮」「公正な価格形成の確保」という法目的は貫かれる必要があるが、グローバルな金融・資本市場においては、そうした法目的の達成は一国の規制だけでは達成できないことを強調している。

## 2 本論文の評価

本論文は、内外のデリバティブ取引に係る法制度に対する考察を通じ、金融商品取引が有する「投機」という概念に対し、法がどのような視点でこれに取り組むべきかという問題にできる限り答えようとするものである。

本論文の意義は、第一に考察の対象を世界初のデリバティブ取引とも言われる江戸時代の堂島米会所での帳合米取引にまで遡り、その幕府による公許が、当時今で言う通貨の機能をも有していた米の価格平準化対策として認められたこと、そのために現在の清算機関の機能を有する両替商の違約処分等の制度的条件を確認し、それにもかかわらず制度の悪用や場外取引の横行などの制度的な脆弱性が認められていたこと等、今日のデリバティブ取引に共通する問題点を明らかにしているところにある。こうした検討を通じて、江戸時代のデリバティブ取引規制の根拠は、今日的には、その時代の経済状況等に応じた取引の国民経済的意義の認識にあったと見るができるとしている点には説得力があり、これを評価することができる。

第二に、本論文はおよそ投機に関係する様々な現象を網羅的に検討しており、その検討対象は英米から日本の直近の課題に渡り、時間軸も江戸時代から明治初期、戦後の護送船団時代から国債流通市場の整備とそれに伴う国債にかかる価格変動リスク対応としての国債標準物の先物取引、指数等先物取引、さらには店頭デリバティブ取引を広く包含している。さらに、リーマンショックの引き金を引いたとされるクレジット・デリバティブ等への直近の対応等も検討対象としている。この分野の専門実務家でもある筆者が、その実務の経験に照らして、投機制度全般に共通する問題を学問的に研究しようとする姿勢を持ち続け、およそ投機に関する制度的な問題を広範に検討し、個々の制度の意義を取引ルールとしてだけではなく、その取引が有する国民経済的意義ないしシステム・リスクへの対応という観点から理解しようと努めたことには十分な学問的意義があり、これを高く評価することができる。

以上のように本論文は、投機という概念に着目し、デリバティブ取引規制に対する考察を広範に行う、意欲的で優れた研究であるが、なお今後の研究課題として次の点を指摘することができるように思われる。

それは本論文が取り上げている具体的な事象とそれに対する制度的対応への理解を通じて、投機とは何かという当初の問題設定が十分に解明されたと言えるかについてはなお疑問があると思われる点である。金融取引一般に言えることは、それは将来のリスクを現在評価して行う取引であるから、それを投機と呼べば本論文で検討された一切の取引に投機性があることになる。他方で、高度に組織化された市場取引としての先物取引はそれが定型化され組織化されているが故に投機の弊害に対する耐久力は高い。この間に存在する店頭デリバティブ取引や相対のデリバティブ取引の投機性は制度の成熟度に応じて評価しうると言える可能性がある。これら一切の制度的条件を欠くデリバティブ取引は賭博と評される可能性も高い。その意味では、投機とは何かといった投機の本質論は、予め一般的抽象的に概念規定することで解明できるものではなく、制度的条件との関係で相対的に分析的に評価する姿勢が求められているように思われる。その意味で本論文が網羅的に検討した具体的事象を投機性の濃淡と制度的条件との相関関係として方法論的に体系化する作業を通じて本論文の真の目的が達成されるのではないかと思われる。

なお、2008年世界金融危機後に導入された店頭デリバティブ取引規制に関しては、米国を中心に規制の在り方につき様々な文献があり、筆者自身もその多くを渉猟しているが、これらに対する考察は、本論文では一部の見解を紹介するにとどまっている。今後はこれら文献を十分に活用し、とりわけ集中清算義務に対する評価、クロスボーダーの店頭デリバティブ取引の規制の在り方について、米国法の域外適用、代替コンプライアンスに対する検討を含めてより一層の考察を行うことにより、本論文はより重厚なものとなりうることを指摘しておきたい。

もとよりこうした点は、筆者に対する相当に高度な期待を意味するものであり、課程博士論文としての本論文の意義をいささかも損なうものではない。

### 3 結論

以上の審査の結果、後記の審査員は、全員一致をもって、本論文の執筆者が博士（法学）（早稲田大学）の学位を受けるに値するものと認める。

2019年1月30日

審査員

主査 早稲田大学教授 上村 達男（会社法、資本市場法）

---

副査 早稲田大学教授 黒沼 悦郎（会社法、資本市場法）

---

早稲田大学教授 大塚 英明（会社法、資本市場法、保険法）

---