

米国商品先物取引委員会 (CFTC)

—組織、権限、証券規制との関係—

岡 田 悟

- ① 米国の先物市場は、世界最大規模を誇り、商品開発などの技術革新も非常に活発な市場である。そうした世界トップの先物市場を規制・監督しているのが、商品先物取引委員会 (CFTC) である。CFTC は、1975 年に先物市場を規制・監督する独立行政機関として活動を開始し、以後 30 年以上にわたって、急速に拡大、技術革新を続ける米国の先物市場を規制してきた。
- ② CFTC の組織は、委員長を含む 5 名の委員と委員長室、各業務運営部局で構成され、規制部局には、清算・仲介監視局、市場監視局、執行局の 3 つの局と、チーフエコノミスト室がある。CFTC の主要権限として、取引所の監督、先物業者の監督、市場監視、執行 (enforcement) という 4 つの権限が挙げられる。
- ③ CFTC は、取引所の監督について、取引所の指定や運営監視を行う権限を持ち、指定した取引所が商品取引所法などの規定に反するような場合には、指定の中断や指定の取消を行うことができる。先物業者の監督については、実際の登録審査や登録事務などは全米先物協会 (NFA) に委任しているが、NFA の業務運営を監督することで、先物業者の監督機能を果たしている。
- ④ 市場監視については、取引所を含む市場関係者に対して取引記録の保管や取引報告を要求する権限が認められており、報告されたデータを分析・検査して価格操作などの不公正取引を発見・防止している。さらに、CFTC は、不公正取引などの違法行為に対して、裁判所に差止命令を請求することができるほか、排除命令や民事制裁金の賦課の権限も認められており、強い執行権限を有している。
- ⑤ 米国では、先物規制と証券規制の関係をめぐり、規制の重複や監督機関の権限争い、規制内容の相違など様々な問題点が指摘されている。また、近年、金融規制改革の枠組みの中で、先物規制と証券規制の一元化や規制調和に関する動きがみられている。
- ⑥ CFTC が直面している近年の状況は、日本の先物規制体制のあり方を考える上で、示唆的である。日本では、先物規制権限を一元化して米国 CFTC のような独立機関を設置すべきだという指摘もなされてきたが、先物のみを規制・監督する CFTC 型の組織形態は、将来、理想形とならない可能性もある。先物規制のあり方については、将来の金融規制体制の全体像を踏まえた上で、先物規制をどのように位置付けるかという視点での議論も必要となってくるだろう。

米国商品先物取引委員会（CFTC） —組織、権限、証券規制との関係—

経済産業課 岡田 悟

目 次

はじめに

I 沿革と組織体制

- 1 沿革
- 2 組織体制

II 権限・機能

- 1 権限範囲と規制文化
- 2 取引所の監督
- 3 先物業者の監督
- 4 市場監視
- 5 執行

III 先物規制と証券規制をめぐる問題

- 1 先物規制と証券規制の境界
- 2 金融規制改革と CFTC

おわりに

はじめに

米国の先物市場⁽¹⁾は、世界最大規模を誇り、新規商品の開発などの技術革新も非常に活発な市場である。また、国際的な指標価格となっている商品を多く有し、それら市場価格の動向は、世界各地の現物取引に影響を及ぼしている。そうした世界トップの先物市場を規制・監督しているのが、商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission: CFTC) である。

CFTC は、1975 年に先物市場を規制・監督する独立行政機関として活動を開始し、以後 30 年以上にわたって、急速に拡大、技術革新を続ける米国の先物市場を規制してきた。その規制文化 (regulatory culture) は、市場の競争力と効率性の重視、自主規制の尊重、プリンシプル・ベースの規制アプローチ (principles-based approach)⁽²⁾ などに特徴づけられ、エコノミストが運営する組織とも称される⁽³⁾。こうした規制文化の下、先物業界は、基本的に自由な環境で発展することを許されてきた。

ただし、CFTC は、不公正取引や不適切な販売・勧誘行為などの違法行為に対して、強い執行 (enforcement) 権限が認められている。

CFTC は、先物業界の自主規制を尊重する立場をとりながらも、市場の効率性や公平性を害し、先物市場の経済的機能を損なうような行為に対しては、厳しい処分を行ってきた。規制と自由のバランスをとりながらの CFTC の活動については、時として規制の緩さを批判される場面があったものの、おおむね肯定的に評価されてきたといえる。

一方、日本の先物規制体制に目を転じると、米国や他の主要国と異なり、規制権限が経済産業省、農林水産省、金融庁の 3 省庁にまたがる特殊な体制になっている。その理由として、日本における商品先物取引やその制度目的の独自性⁽⁴⁾ が挙げられるが、反面、商品開発面での制約や商品取引所の縦割り、執行権限の貧弱さなどのデメリットも指摘されている⁽⁵⁾。こうした面から、先物に関する規制を一元化し、米国 CFTC のような独立機関を設置すべきだという指摘も少なくない⁽⁶⁾。

最近では、2010 年 6 月に閣議決定された政府の「新成長戦略」において、証券、先物の両方の上場商品を有する「総合取引所」の創設方針が盛り込まれた。併せて、各省庁に分かれている先物規制権限の一元化も実現するかどうか注目されている⁽⁷⁾。

* 本稿の情報・データは、2010 年 10 月までに得られた公表情報による。

- (1) 一般的に、米国において商品先物 (Commodity Futures) という場合は、通貨や金利などの金融商品の先物取引も含まれている。一方、日本において商品先物という場合は、工業品や農産物の先物取引を指し、金融商品の先物取引は含まない。本稿では、米国の概念範囲を念頭に、「先物」「先物市場」などの表現を使用する。特に日本の概念範囲で使用する場合のみ、「商品先物」「商品先物市場」と表現する。
- (2) 原理原則から、演繹的に規制体系を構築していく考え方。先物規制は、1970 年代以降に現在の規制体系が固まってきたため、欧州などの新しい動きを取り入れながら規制体系を構築することができた。
- (3) Jerry W. Markham, "Super Regulator: A Comparative Analysis of Securities and Derivatives Regulation in the United States, the United Kingdom, and Japan," *Brooklyn Journal of International Law*, Vol.28, Iss.2, 2003, p.360.
- (4) 日本の商品先物取引に関しては、商品の生産、流通の円滑化に資するための制度であり、現物の売買取引との関わりが深い産業インフラとしての性格を重視するという側面がある。
- (5) 小川宏幸「論説 わが国商品先物取引市場の規制と信頼性—欧米における市場監視・監督機構からの示唆 (1) : 米国商品先物取引委員会」2008.9, pp.17-20. <<http://www.jcfia.gr.jp/study/ronbun-pdf/no15/5.pdf>>; 河村賢治「日本版金融サービス市場法とは何か」総合研究開発機構編『日本版金融サービス市場法制のグランドデザイン』(包括的・横断的市場法制のグランドデザイン) 2005, pp.66-73. など。
- (6) 近年では、例えば、小川 同上, pp.20-25; 倉沢章夫『国際商品市場レポート—繁栄する米欧、沈滞する日本』同友館, 2007, pp.197-199; 「金融・商品市場の監督一元化を急げ」『日本経済新聞』2009.7.9.

本稿では、日本の先物規制体制のあり方を考える上での参考として、CFTCの組織体制や規制権限、そして、CFTCが直面する近年の課題などを紹介する。まず、第I章で、CFTC設立の経緯やその後のCFTCの足跡について紹介し、加えて、現在のCFTCの組織体制を概説する。第II章では、CFTCの主な権限として、取引所の監督、先物業者の監督、市場監視、執行を取り上げ、詳しく説明する。

また、米国では、先物規制と証券規制の関係をめぐり、両規制の境界や、規制一元化の是非に関するテーマがしばしば議論されてきた。第III章では、CFTCと先物規制を取り巻く課題として、先物規制と証券規制の境界をめぐらる問題や金融規制改革の動きについて紹介する。

I 沿革と組織体制

1 沿革

(1) 設立の経緯

米国の先物規制は、1936年に制定された商品取引所法(Commodity Exchange Act)によって、現在の基礎が形作られた。商品取引所法は、価格変動リスクの管理、価格形成(discovering prices)、価格情報の発信という3点を重要な公益ととらえ、規制当局の監督に基づく取引所や市場参加者などの自主規制を通じて、この公益を保護することを目的としている⁽⁸⁾。

同法の制定当時は、先物市場の取引商品のほとんどが農産物であったこともあり、米国産農産物のみが規制対象となっており、その規制・監督も農務省の商品取引所監督局(Commodity Exchange Authority)が行っていた⁽⁹⁾。外国産

農産物や工業品、金融商品の先物取引は、商品取引所法の規制が及ばない状態となっていた。

しかし、非規制の商品が時代のニーズを反映して上場され、その取引規模を急拡大させていくにつれ、商品取引所法の規制対象と取引実態との乖離が生じるようになっていく。さらに、1970年代に入って、非規制商品の取引を巡る不祥事の頻発や、各種商品価格の急騰といった状況が加わり、連邦議会に対して先物規制体制の抜本的な見直しを要求する声が高くなっていった⁽¹⁰⁾。

これを受けて、連邦議会では、上下両院の委員会における調査研究、数度の公聴会を経て、1974年に先物規制の改正法案(H.R.13113など)が提出された。法案審議においては、農務省の権限を大幅に残して、非常勤の委員会を創設する下院案と、農務省から中立的な独立行政機関に規制権限を移管する上院案をめぐり、当業者⁽¹¹⁾や農務省、商品取引所などの関係団体を巻き込んで議論がなされた。最終的には、特定の利益団体の影響を受けない、中立的で強い規制権限をもった独立行政機関が必要という結論に至った。農務省から独立行政機関へと組織が改編された主な理由として、取引商品が農産物に限らなくなっている点と、農務省には高度な金融市場の事情に通じた職員が少ないという点があった。

1974年10月、商品取引所法に修正を加える1974年商品先物取引委員会法(Commodity Futures Trading Commission Act of 1974, P.L.93-463)が制定され、180日後の1975年4月には、規制権限が商品取引所監督局から新機関であるCFTCに移管された。組織設計に当たっては、

(7) 「総合取引所、13年度までに政府方針」『日本経済新聞』2010.6.15；「総合取引所」議論に一石 東穀取、統合申し入れ」『日本経済新聞』2010.10.19。

(8) 7 U.S.C. § 5. 本稿で参照した合衆国法典第7編は、2010年2月1日までの改正が織り込まれたものである。

(9) また、商品取引所監督局は、商品取引所委員会(Commodity Exchange Commission)の監督下にあった。

(10) 以下、CFTC設立時の経緯については、Wayne D. Greenstone, “The CFTC and Government Reorganization: Preserving Regulatory Independence Greenstone,” *The Business Lawyer*, Vol.33, Iss.1, Nov. 1977, pp.177-212；河村幹夫『米国商品先物市場の研究』東洋経済新報社、2000, pp.27-32. など。

(11) 生産者や加工業者、販売業者など、各種商品を何らかの形で取り扱っている業者。

類似の組織である証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) を参考にしたといわれる。

CFTC は、先物取引を規制・監督する独立行政機関として、先物規制に関する排他的権限 (exclusive jurisdiction) を与えられ、規制商品は、農産物だけでなく、金属、エネルギー商品や、通貨、債券などの金融商品にまで広げられた。ただし、商品先物取引委員会法には、CFTC の規制権限を 1978 年までの 4 年間とする、いわゆる「サンセット条項⁽¹²⁾」が盛り込まれていた。そのため、CFTC は期限までに組織の継続を承認される必要があり、1978 年以後も、CFTC は定期的に権限・予算措置の承認 (再授権、reauthorization) を受けなければならない形が続いている。

(2) 再授権

設立後の CFTC の足跡について、定期的に行われた CFTC の再授権を中心に概観する。1978 年以降の再授権法の概要をまとめたのが、表 1 である。再授権法では、CFTC の権限・予算措置の延長とともに、先物規制の改正が行われることが多い。CFTC は、設立以来、7 度の再授権を経ており、現在は 2008 年の再授権法により、2013 年度⁽¹³⁾までの権限・予算措置が認められている。

1978 年から 1986 年の各再授権法では、CFTC の権限範囲の明確化や、規制対象の明確化など、CFTC の権限や規制体系を整備す

る内容の法改正が多く行われた。これは、CFTC が新たな監督機関として活動し始めた時期であったことと、急速に拡大していく先物市場で新しい商品や新しい取引手法の開発が活発に行われたことが背景にある。また、不公正取引を市場から一掃し、市場参加者の保護を進めることも重要な課題となっており、先物業者の登録制度や、取引の追跡監査システム (Audit Trail)⁽¹⁴⁾などが、この時期に整備されている。

1990 年代の再授権法では、店頭デリバティブ (OTC derivatives)⁽¹⁵⁾への適用除外権限を CFTC に認めるなど、規制緩和の動きが見られる一方で、追跡監査システム導入義務の法定化や不公正取引への罰則強化、先物業者の登録範囲拡大など、不正防止・投資家保護を目的とした規制強化も多く行われた。

規制緩和は、1980 年代後半から急速に規模を拡大してきた海外の先物市場に対抗するために、米国先物市場の国際競争力の強化を目的としたものである。その一方で、1989 年にシカゴの二大商品取引所 (CBOT, CME) で大規模な詐欺事件⁽¹⁶⁾が発生したことの影響で、CFTC は市場の透明性・公平性を回復するための規制強化にも取り組む必要があった。この頃から、市場参加者を個人投資家とプロの投資家に分けて、前者に対しては保護規定を充実させ、後者に対しては不要な規制を緩和していくという規制分化の考え方が見られ始める。

CFTC の発足以来、先物規制に関する最も大きな改正といわれるのが、2000 年の商品先物近

(12) ある行政組織や政策について、「～は、何年何月何日をもって廃止する」などの期限を定めておき、議会が組織や政策の再設置 (継続) を改めて承認しない限り、それを自動的に廃止するというもの。

(13) 本稿における「年度」は、アメリカの会計年度 (前年 10 月 1 日～該当年 9 月 30 日) を示している。

(14) 取引の時系列、タイミング、その他の特徴を記録するシステムで、規制当局が取引を再確認し様々な不正要素、混乱要因を見抜くためのものである。CFTC 規則により、1980 年代後半から商品取引所に対して導入が要求されるようになり、1992 年の再授権法で商品取引所法に盛り込まれた。

(15) 取引所を通さずに、デリバティブ商品を相対取引すること。デリバティブ取引は、先物取引、先渡取引、オプション取引、スワップ取引およびこれらに類似する取引を指す。

(16) FBI などの長期間にわたる覆面調査により、シカゴの二大商品取引所内で多数の不正取引や市場操作、顧客に対する詐欺行為が発覚した事件。商品取引所内で大規模な捜査が秘密裏に行われていたという事実と、CFTC や商品取引所による市場監視の信頼性への疑問を生じさせたという点で、CFTC や先物業界に大きな衝撃を与えた。

Jerry W. Markham, *A financial history of the United States*, Volume 3, Armonk: M.E. Sharpe, 2002, pp.163-165.

表 1 CFTC 発足後の再授權法とその主な内容

1978 年先物取引法 (Future Trading Act of 1978, P.L.95-405)
<ul style="list-style-type: none"> ・農産物オプション取引を禁止 ・仲介業者の破綻時に顧客資産を手当てする手続きを整備 ・CFTC の規制任務の一部を担う自主規制機関である登録先物協会の創設を準備
1982 年先物取引法 (Future Trading Act of 1982, P.L.97-444)
<ul style="list-style-type: none"> ・シャド＝ジョンソン協定の内容を法定化 (CFTC と SEC の規制権限範囲の明確化) ・CFTC に建玉制限を設定する権限を付与 ・制限されている農産物オプション取引の再開に向け、試験上場プログラムを創設 ・登録先物協会の責務と組織体制を明確化 (のちに、全米先物協会として具体化した)
1986 年先物取引法 (Future Trading Act of 1986, P.L.99-641)
<ul style="list-style-type: none"> ・商品オプション取引について、試験上場プログラムの拡大 ・CFTC に対し、店頭取引の一種であるレバレッジ取引についての調査、連邦議会への報告を命じる
1989 年商品先物改良法案 (Commodity Futures Improvements Act of 1989, H.R.2869 など)
<ul style="list-style-type: none"> ・(法案は成立せず)
1992 年先物取引実践法 (Future Trading Practices Act of 1992, P.L.102-546)
<ul style="list-style-type: none"> ・スワップなど相対のデリバティブ取引について、商品取引所法の適用除外にできる権限を CFTC に付与 ・取引所に対する取引の追跡監査システム (Audit Trail) の導入義務を法定化 ・CFTC への登録を必要とする先物業者として、フロアトレーダーを追加 ・不公正取引の定義範囲拡大や規制強化。法令違反者に対する罰則の強化
1995 年 CFTC 再授權法 (CFTC Reauthorization Act of 1995, P.L.104-9)
<ul style="list-style-type: none"> ・CFTC の再授權手続きのみ
2000 年商品先物近代化法 (Commodity Futures Modernization Act of 2000, P.L.106-554)
<ul style="list-style-type: none"> ・規制商品の類型化 (適用除外商品、農産物、適用免除商品の 3 つに分類) ・店頭デリバティブ取引について、商品取引所法の適用除外とされる条件を整備 ・個別株先物やナローベースの株価指数先物について、CFTC と SEC の共同管轄とする ・プリンシプル・ベースの規制体系の導入
2005 年 CFTC 再授權法案 (CFTC Reauthorization Act of 2005, H.R.4473, S.1566 など)
<ul style="list-style-type: none"> ・(法案は成立せず)
2008 年 CFTC 再授權法 (Food, Conservation, and Energy Act of 2008: Title XIII—CFTC Reauthorization Act of 2008, P.L.110-246)
<ul style="list-style-type: none"> ・価格形成機能を発揮していると判断された場合の適用免除商業市場 (ECM) に対する規制強化 ・取引所外の個人向け外国通貨先物に関する CFTC の規制権限を明確化

(出典) Mark Jickling, "Commodity Exchange Act : Legislative History Since 1974," *CRS Report for Congress*, 1997.3.31, pp.2-11 ; Philip McBride Johnson and Thomas Lee Hazen, *Derivatives Regulation*, Volume 1, Aspen, 2004, pp.318-347 ; Susan C. Ervin et al., "CFTC Reauthorization Act of 2008 enacted into law," *Journal of Investment Compliance*, Vol.9, no.4, 2008, pp.42-46. などを参考に筆者作成

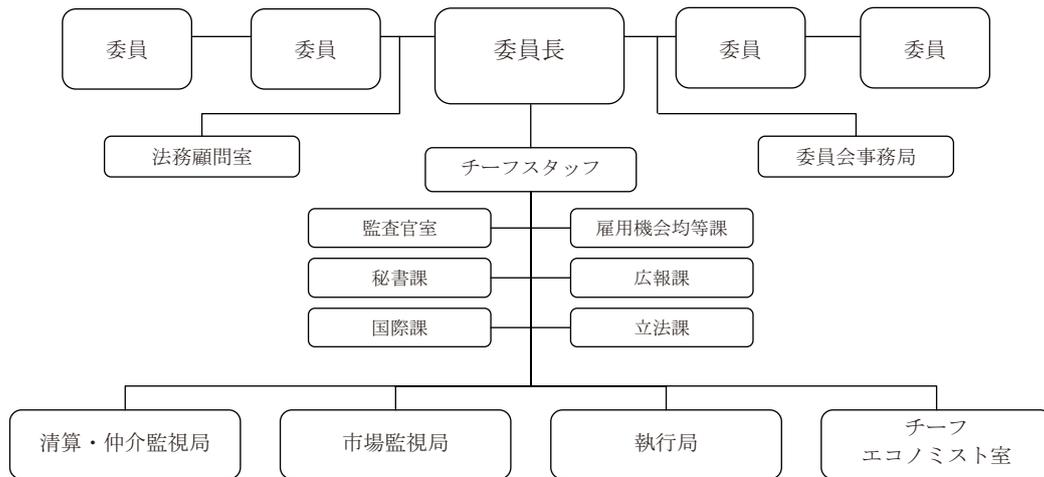
近代化法 (Commodity Futures Modernization Act of 2000, P.L.106-554) である。同法は、商品に「適用除外商品 (Excluded Commodity)⁽¹⁷⁾」「農産物」「適用免除商品 (Exempt Commodity)⁽¹⁸⁾」の 3 つの分類に分けた上で、それぞれに異なる規制

水準を設定した。特に、適用除外商品と適用免除商品の取引に関しては規制緩和、規制範囲の明確化が徹底され、従来、法的に不明確な部分があった店頭デリバティブについては、CFTC の監視なしに取引を行うことができる条件が整

(17) 7 U.S.C. § 1a(13). 金利、為替、株式インデックスなどの金融商品と定義される。

(18) 7 U.S.C. § 1a(14). 金融商品、農産物ではないすべての商品と定義される。現在の市場においては、金属やエネルギー商品が該当する。

図1 CFTCの組織図



(出典) CFTC, *Performance and Accountability Report: Fiscal Year 2009*, November 2009, p.10. <<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/2009par.pdf>>などを基に筆者作成

備された⁽¹⁹⁾。こうした規制緩和は、プロ同士の取引市場に強い規制は必要なく、むしろ過度の規制によって取引が海外の市場に逃避することを懸念するという考えに基づいたものであった⁽²⁰⁾。

今までの再授権過程のうち、再授権法案が成立に至らず CFTC の承認期間が一時的に途切れるような事例が、1989年と2005年の2回あった。1989年は、株価指数先物の管轄と、一部の先物取引の証拠金 (margin)⁽²¹⁾に関する規制権限の論争から、上院、下院それぞれの通過法案のすり合わせがうまくいかず、法案成立に至らなかった⁽²²⁾。2005年は、外国通貨先物取引

の改正部分に関する意見対立から、特に上院での審議が停滞し、法案がたな晒しとなった⁽²³⁾。しかし、両度とも CFTC の再授権に関しての対立ではなかったため、CFTC の予算割当が停止するような事態には至らず、組織活動の停滞などの大きな混乱はなかった。

2 組織体制

CFTC の組織は、委員長を含む5名の委員と委員長室 (Office of the Chairman)、各業務運営部局で構成され、ワシントン D.C. の本部の他に、ニューヨーク、シカゴ、カンザスシティに地区支局が置かれている (図1)⁽²⁴⁾。委員長および委

(19) この他、商品先物近代化法では大小様々な規制緩和が行われている。詳しくは、Philip McBride Johnson and Thomas Lee Hazen, *Derivatives Regulation*, Volume 1, New York: Aspen, 2004, pp.318-347; 田中輝夫「2000年商品先物取引近代化法とエンロン破綻の影響」『国際商事法務』30巻7号, 2002.7, pp.896-899.

(20) 田中 同上, p.900; Alexia Brunet and Meredith Shafe, "Beyond Enron: Regulation in Energy Derivatives Trading," *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol.27 Iss.3, Spring 2007, pp.678-679. 規制緩和とその後の資源価格高騰の問題について、拙稿「米国における商品先物規制強化の動向」『レファレンス』705号, 2009.10, pp.141-161. <http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200910_705/070507.pdf>も参照。

(21) 先物取引を行う際に仲介業者に預託しなければならない一種の内金で、投資家が取引で生じる債務を履行しない場合の担保として預託するもの。

(22) CFTC, *Annual Report 1990*, 1990, p.21.

(23) Mark Jickling, "CFTC Reauthorization," *CRS Report for Congress*, 2007.1.17, pp.1, 6.

(24) 以下、CFTCの組織体制については、CFTC, *Performance and Accountability Report: Fiscal Year 2009*, November 2009, pp.9-12. <<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/2009par.pdf>>; Philip McBride Johnson and Thomas Lee Hazen, *Derivatives Regulation*, Volume 2, New York: Aspen, 2004, pp.944-960.などを参考にした。

員は、上院の助言と同意を得て大統領によって任命され（通常、任期は5年）、同一政党からの任命は、3名以下でなければならない。現在のCFTC委員長は、G. ゲンスラー（Gary Gensler）氏が務めている。

委員長室は、広報課（Office of Public Affairs）、国際課（Office of International Affairs）、監査官室（Office of the Inspector General）、秘書課（Office of the Secretariat）、雇用機会均等課（Office of Equal Employment Opportunity）、立法課（Office of Legislative Affairs）で構成され、CFTCの規制部局を監督している。

法務顧問室（Office of the General Counsel）は、組織の法律顧問であり、訴訟の際の委員会の代表を務める役割や、商品取引所法や関係法令の解釈について助言を行う役割を担っている。委員会事務局（Office of the Executive Director）は、組織の一般事務や企画、予算の編成・執行を行う。

CFTCの規制部局は、清算・仲介監視局（Division of Clearing and Intermediary Oversight）、市場監視局（Division of Market Oversight）、執行局（Division of Enforcement）の3つの局と、チーフエコノミスト室（Office of the Chief Economist）で構成されている。各部局・室の任務は以下の通りである。

清算・仲介監視局は、先物業者や自主規制機関（Self-Regulatory Organization: SRO）⁽²⁵⁾の法令遵守状況を監督する。具体的には先物業者登録制度、先物業者の適合性や財務健全性、顧客保護基金、清算・決済機能、システミックリスクなどに関する規制を所管する。加えて、海外の先物規制当局との協調や、市場に係る事件発生に対応するための緊急手続きも担当している。

市場監視局は、不公正取引などの違反行為を発見・予防するための市場監視を担当し、商品の需給を正しく反映した公正な市場の育成を使

命としている。具体的には、各市場の取引報告の分析や取引所・市場関係者からの情報収集、上場商品や取引所規則の適法性の検査、取引所の自主規制機能に関する監視などを行っている。

執行局は、商品取引所法やCFTC規則に違反すると疑われる行為の調査および訴追を担当している。調査対象は、取引所における詐欺取引や価格操作だけでなく、取引所外の先物関連商品の不正販売なども含む。違法行為に対しては、裁判所に差止命令を請求することができるほか、排除命令や民事制裁金の賦課などの制裁処分を下すことができる。

チーフエコノミスト室は、組織内における経済分析的なサポートや助言を行っている。加えて、直面する政策課題についての調査研究や、職員への研修機会の提供も担当している。

続いて、過去10年間のCFTCの予算規模と常勤職員数の推移を示したのが表2である。2000年度以降、CFTCの予算は増加傾向が続いており、規模は10年間で2倍以上になっている。一方、職員数は多少上下があるものの漸減傾向となっていたが、各種商品価格の高騰問題で規制強化の必要性が叫ばれた2008年度か

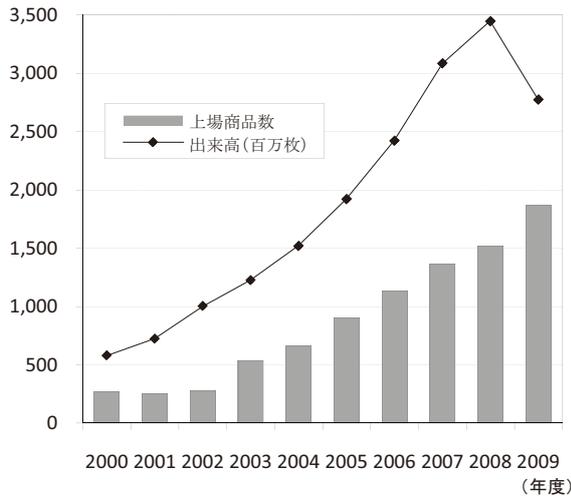
表2 CFTCの予算・常勤職員数

年度	職員数 (人)	予算 (千ドル)
2000	546	62,761
2001	514	68,050
2002	521	87,537
2003	497	85,526
2004	517	89,900
2005	491	94,549
2006	493	98,419
2007	437	98,164
2008	449	112,699
2009	498	146,197

(出典) CFTCの年次報告書（Annual ReportまたはPerformance and Accountability Report）2000年-2009年版を基に筆者作成

⁽²⁵⁾ 拘束力を有する規則の制定や登録会員の監督など、行政機関に近い権限を与えられた機関。取引所、デリバティブ清算機関、全米先物協会（NFA）が該当する。

図2 先物市場の出来高と上場商品数の推移



(注) 先物およびオプション取引を合わせた数字
 (出典) CFTC, *Performance and Accountability Report: Fiscal Year 2009*, November 2009, p.14. <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/2009par.pdf> を基に筆者作成

らは、増加に転じている。2010年度予算では、予算規模約1億6900万ドル、定員枠650名が確定しており⁽²⁶⁾、近年の組織規模の拡大傾向は継続している。

しかし、CFTCが監視を行う先物市場の出来高は、同じ期間で約5倍に急増しており、取引所に上場している商品の数は、約7倍にもなっている(図2)。加えて、従来市場監視の対象でなかった店頭市場にもCFTCの監視網を広げていく動きが存在する。CFTCの人的資源は必ずしも十分ではないといえ、CFTCは、権限の拡大には前向きな一方、人員規模と業務量増加の不均衡をしばしば訴えている。

また、表3では、2009年度における部門別の予算支出額および職員数を示した。最も多くの金額・人員が割かれているのは、執行部門であり、次いで、市場監視部門、事務運営部門となっている。

表3 CFTCの予算支出と職員数の部門別内訳 (2009年度実績)

部門	職員数(人)	予算支出(千ドル)
市場監視	107	30,823
清算・仲介監視	77	22,290
チーフエコノミスト	10	2,927
執行	121	36,168
訴訟手続き	11	3,220
法務	36	10,539
国際業務	7	2,049
委員長室	32	9,369
事務運営	97	28,398
計	498	145,783

(出典) CFTC, *The FY 2011 President's Budget and Performance Plan*, February 2010, p.58. <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcbudget2011.pdf> を基に筆者作成

II 権限・機能

商品取引所法が規定しているCFTCの主な権限は、取引所の指定や先物業者の登録、取引所・先物業者の監視、商品取引所法の規定を達成するための規則(CFTC規則)の制定、先物市場の監視、法令・規則違反に対する制裁・処分、緊急事態への対応⁽²⁷⁾などである。本章では、CFTCの権限範囲と規制文化について触れた後、取引所の監督、先物業者の監督、市場監視、執行という4つの主要権限について、詳しく説明する。

1 権限範囲と規制文化

(1) 権限範囲

CFTCの規制・監督は、商品取引所法およびCFTC規則に基づいて行われ、その権限範

⁽²⁶⁾ CFTC, *The FY 2011 President's Budget and Performance Plan*, February 2010, p.58. <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcbudget2011.pdf>

⁽²⁷⁾ 価格操作や、商品需給に大きな影響を与える事件、その他重大な市場の混乱などの緊急事態が発生しているとCFTCが判断した場合に、市場の混乱を鎮めるために、CFTCが証拠金水準の設定や建玉制限などを行うことができる権限。7 U.S.C. § 12a(9).

囲は、別に定めがある場合を除き、取引所で行われる「将来の受渡しに係る商品の売買契約や取引」すべてに及ぶとされる⁽²⁸⁾。

商品取引所法において、「商品 (Commodity)」とは、将来の受渡しに係る契約において取引されるものの、たまねぎを除く各種農産物および全ての財貨、物品、役務、権利・権益と定義されている⁽²⁹⁾。「将来の受渡しに係る売買契約や取引」とは、単に現金を前払いする商品売買契約は当てはまらず⁽³⁰⁾、先物取引やオプション取引などが該当する。また、いわゆる先渡取引 (forward) については、商品取引所法の適用除外との解釈がなされている⁽³¹⁾。

したがって、CFTC の規制権限は、基本的に、農産物や工業品だけでなく、外国通貨や債券、株価指数といった金融商品を含め、あらゆる先物取引やオプション取引に及ぶ。ただし、その排他的権限は、他の官庁の権限範囲に抵触するものではなく、例えば、SEC が規制する証券取引に関しては権限が及ばず、CFTC の権限は SEC の権限を制限しない⁽³²⁾。

また、1990 年代から急速に拡大してきた店頭デリバティブについては、議論の末、2000 年の商品先物近代化法で商品取引所法の適用除外とされた。しかし、資源価格高騰問題を受けた 2008 年の CFTC 再授權法では、価格形成機能を発揮していると判断された場合にのみ、店頭デリバティブに対する CFTC の規制権限が認

められた⁽³³⁾。さらに、2010 年 7 月に成立した金融規制改革法では、スワップ取引が CFTC と SEC の規制下に置かれることが決められた⁽³⁴⁾。このように、近年、店頭デリバティブに対する CFTC の規制権限は広がる方向にある。

(2) 規制文化

CFTC の使命は、価格形成と価格変動リスクの移転という先物市場の経済的効用を確保するために、市場の競争力と効率性を促進し、公正を確保するとともに、価格操作・詐欺的行為から市場参加者を保護することとされている⁽³⁵⁾。

この組織使命を反映するように、CFTC の規制文化は、市場の競争力と効率性の重視、自主規制の尊重、プリンシプル・ベースの規制アプローチなどに特徴づけられ、エコノミストが運営する組織との形容もなされる。これは、ルール・ベースの規制アプローチ (rules-based approach)⁽³⁶⁾を採用し、法律家が運営する組織ともいわれる SEC とは対照的な規制文化となっている⁽³⁷⁾。したがって、先物業界は、基本的に、自由な環境で商品開発、業界発展することを許容され、それは米国の先物市場の拡大につながってきた。

ただし、CFTC は、価格操作・詐欺的行為や不適切な販売行為などの違法行為に対して、強い執行権限を有しており、組織の予算・人員も、執行部門に最も多く割り当てている。そし

(28) 7 U.S.C. § 2(a)(1).

(29) 7 U.S.C. § 1a(4).

(30) 7 U.S.C. § 1a(19).

(31) Johnson and Hazen, *op.cit.* (19), pp.23-24.

(32) 7 U.S.C. § 2(a)(1)(A). しかし、先物と証券の境界は必ずしも明確でなく、CFTC と SEC には規制権限をめぐる争いの歴史がある (本稿第Ⅲ章第 1 節を参照)。

(33) この規制権限は、店頭デリバティブの中でも、取引参加者間で電子的に多角取引が行われる適用免除商業市場 (ECM) に対するもの。相対取引の店頭デリバティブには規制権限が及ばない。Food, Conservation, and Energy Act of 2008, P.L.110-246, § 13201-13202.

(34) Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, P.L.111-203.

(35) CFTC, *op.cit.* (24), p.9.

(36) 個別の規則を積み上げて規制体系を構築していく考え方。1930 年代以来、個々の規制を積み上げる形で証券規制が形成されてきたことが背景にある。

(37) Markham, *op.cit.* (3), p.360.

て、先物業界の自主規制を尊重する立場をとりながらも、市場の効率性や公平性を害し、先物市場の経済的機能を損なうような行為に対しては、厳しい処分を行ってきた。

こうした CFTC の規制文化をまとめると、「徹底した規制とそれを前提とした最大限の自由」⁽³⁸⁾と表現することができ、先物市場の経済的効用の確保と不正行為の排除という組織使命の実現を目指すものになっているといえる。

2 取引所の監督

(1) 取引所の指定

商品取引所法において、先物取引は、指定された取引所で行うことが要求されており、適用除外と規定される場合を除き、取引所外での取引は違法となる（市場集中原則）⁽³⁹⁾。米国の先物規制においては、歴史的に取引所による自主規制も大きな役割を果たしてきたため、商品取引所法も、取引所が規則制定権、市場監視権、懲戒権といった自主規制機能を有していることを前提としている。

しかし、自主規制機関による規制に限界があることも確かであり、取引所の自主規制機能については CFTC が監督を行っている。CFTC は、取引所の指定や運営監視を行う権限を持っており⁽⁴⁰⁾、指定した取引所が商品取引所法や CFTC 規則の規定に反するような場合には、指定の中断や指定の取消を行うことができる⁽⁴¹⁾。

取引所の形態は、「指定契約市場（Designated Contract Market: DCM、以下「商品取引所」）」、「デリバティブ取引執行機関（Derivatives Transaction Execution Facilities: DTEF）」、「適用免除商業市場（Exempt Commercial Market: ECM）」、「適用免除

取引所（Exempt Boards of Trade: EBOT）」という 4 種類が規定されている。本稿では、伝統的かつ一般的な取引所形態である「指定契約市場」について「商品取引所」と表現し、それ以外の形態の取引所も含む場合には、「取引所」を用いる。2009 年において、CFTC が指定している取引所の数は、商品取引所が 14、デリバティブ取引執行機関が 0、適用免除商業市場が 27、適用免除取引所が 10 となっている⁽⁴²⁾。

4 種類の取引所のうち、商品取引所は、商品取引所法が伝統的な市場概念としてとらえてきた取引所形態であり、先物規制の内容も商品取引所に対するものが基本となっている。商品取引所法は、商品取引所について、以下の 8 つの指定基準を満たすことを求めており、CFTC が指定の認可・取消などの判断を行う場合も、これら指定基準が判断材料となる⁽⁴³⁾。

- ①以下の指定基準を満たしていることを示すこと
- ②価格操作を防止する機能を有すること
- ③公正かつ公平な取引を確保すること
- ④取引執行機関として機能することを示すこと
- ⑤取引の財務的完全性を確保すること
- ⑥規則違反者に対する懲戒手続きを有すること
- ⑦一般大衆のアクセスが確保されていること
- ⑧一定の情報収集力を有すること

デリバティブ取引執行機関は、市場参加者が機関投資家などに限定される取引所であり、商品取引所よりも課される規制水準が大幅に緩和されている⁽⁴⁴⁾。適用免除措置の 2 つの取引所（ECM, EBOT）は、市場参加者と取引商品が限定

⁽³⁸⁾ 河村 前掲注⁽¹⁰⁾, pp.76-77.

⁽³⁹⁾ 7 U.S.C. § 6(a).

⁽⁴⁰⁾ 7 U.S.C. § 7, 7a.

⁽⁴¹⁾ 7 U.S.C. § 7b.

⁽⁴²⁾ CFTC, *op.cit.* (24), pp.16-19.

⁽⁴³⁾ 7 U.S.C. § 7(b).

⁽⁴⁴⁾ CFTC, “Derivatives Transaction Execution Facilities (DTEFs).” <http://www.cftc.gov/IndustryOversight/TradingOrganizations/DTEFs/index.htm> ただし、近年、実際に指定を受けている取引所はない。

された取引所で、詐欺や価格操作に関する規定や価格形成機能を発揮していると判断された場合などを除き、通常は商品取引所法の適用が免除されている⁽⁴⁵⁾。

(2) 運営監視

商品取引所法は、指定基準の他に、商品取引所が遵守すべき18の中核原則 (core principles) を定めている⁽⁴⁶⁾。中核原則には、市場参加者の規則遵守状況の監視、市場取引の監視、建玉制限などの取引制限の設定、取引の円滑な執行、取引情報の開示、市場参加者の保護、市場運営に関する記録保持などがあり、商品取引所は中核原則を遵守した自主規制機能を果たすことが求められている。

CFTCは、そうした商品取引所の法令遵守状況や自主規制機能を監視する役割を果たしている。CFTC市場監視局の市場コンプライアンス部門は、商品取引所が取引所規則を適切に執行し、価格操作や市場の混乱を防ぎ、取引情報を適切に記録・保管するなどの継続的な法令遵守を行っているかを定期的に検査している。この検査業務は、ルール・エンフォースメント・レビュー (Rule Enforcement Review: RER) と呼ばれ、各商品取引所が数年ごとに検査され、その報告書は一般公開される。

RERでは、市場監視局の職員が、商品取引所の自主規制機能に関する業務文書や業務シス

テムについて詳細な調査を行い、商品取引所のコンプライアンス部門の職員と面談を行うなどして、報告書を作成している⁽⁴⁷⁾。しかし、予算・人的資源面の制約から、RERは各商品取引所に対する毎年の検査とはなっていない。CFTCは、継続的な検査ができないことで、商品取引所の法令遵守状況を監視する効果が薄れてしまうことへの懸念を示している⁽⁴⁸⁾。

また、市場監視局では、商品取引所からの新しい規則や計画、新規上場商品の申請について、それらが商品取引所法やCFTC規則に反していないか検査を行っている⁽⁴⁹⁾。ここでも、膨大な量の新規則や新規上場の申請に対して、人的制約から検査作業に要する時間が長くなってきていることが課題となっている⁽⁵⁰⁾。

その他、CFTCは、商品取引所が定める取引所規則のうち、取引条件や取引方法、会員の財務責任や勧誘業務、委託者保護などに関する規定に対しては、規則の変更や追加を行える権限を有している⁽⁵¹⁾。商品取引所が会員や市場参加者に課した懲戒処分に関しても、CFTCが適切でないと判断すれば、取引所の処分内容を変更することや、取引所に代わってCFTC自らが処分を行うことができる⁽⁵²⁾。

3 先物業者の監督

商品取引所法は、様々な先物業者について登録制を採用しており、登録業者によらない先物

(45) CFTC, "Exempt Markets." <<http://www.cftc.gov/IndustryOversight/TradingOrganizations/EBOTs/index.htm>>

(46) 7 U.S.C. § 7(d). 補足規定として、17 C.F.R. § 38 Appendix B.

(47) CFTC, "Rule Enforcement Reviews of Designated Contract Markets." <<http://www.cftc.gov/IndustryOversight/TradingOrganizations/DCMs/dcmruleenf.html>>

(48) CFTC, *op.cit.* (26), p.63. SECは、主要証券取引所については毎年の検査を行っており、規模の小さい取引所については、数年ごとの検査を行っている。CFTCよりSECの方が、取引所の監視水準が高いといわれる。

(49) 以前は、取引所規則の改正や新規商品の上場などについて、改正・上場前にCFTCの認可を受ける必要があった。しかし、2000年の商品先物近代化法によって、CFTCの事前認可が必ずしも必要ではなくなり、取引所が自らの判断で改正・上場を行うことも可能となった。ただし、事後的にCFTCの検査が行われている。

(50) CFTC, *op.cit.* (26), pp.62-63.

(51) 7 U.S.C. § 12a(7).

(52) 松岡啓祐「米国商品先物取引における自主規制機関による制裁と最近の状況」全国商品取引所連合会編『商品取引所論体系11』全国商品取引所連合会, 2001, pp.250-251.

取引を禁止している。CFTCは先物業者の監督権限を有し、商品取引員 (Futures Commission Merchant)⁽⁵³⁾、仲介ブローカー (Introducing Broker)⁽⁵⁴⁾、商品投資顧問業者 (Commodity Trading Advisor)⁽⁵⁵⁾、商品ファンド運用業者 (Commodity Pool Operator)⁽⁵⁶⁾などの先物業者は、業務活動を行うためにCFTCへの登録が必要となる⁽⁵⁷⁾。2009年9月末時点での各先物業者・関係者の登録数は表4の通りであり、米国の先物市場では延べ6万6000以上の業者・関係者が活動を行っている。

実際の登録審査や登録事務に関しては、CFTCが自主規制機関である全米先物協会 (National Futures Association: NFA)⁽⁵⁸⁾に委任することが認められている⁽⁵⁹⁾。NFAは、登録事務を担うだけでなく、自主規制機関として、登録の可否を判断する裁量権や会員に対する規則制定権、違反業者に対する懲戒権も与えられている⁽⁶⁰⁾。CFTCに登録する先物業者は、同時にNFAに会員加入する必要があり、NFA規則により、倫理基準および委託者保護原則の徹底、勧誘・販売に関する規定の遵守などが求められる。

登録時の手続き、登録要件は、先物業者の業務・性質に応じて異なっている⁽⁶¹⁾。登録時に審査された先物業者の適合性や適格性は、登録後も継続して監査対象になり、要件を満たさな

表4 登録先物業者・関係者の数 (2009年9月末)

登録カテゴリー	
商品取引関係者 (AP)	51,921
商品ファンド運用業者 (CPO)	1,277
商品投資顧問業者 (CTA)	2,568
フロアブローカー (FB)	7,114
フロアトレーダー (FT)	1,447
商品取引員 (FCM)	166
仲介ブローカー (IB)	1,694
計	66,187

AP: 商品取引員などに従属し、取引の勧誘等を行う。
 FB、FT: 商品取引所の立会場 (フロアー) で取引、仲介活動を行う。

(注) 同時に複数のカテゴリーに登録されている業者・関係者を含む。

(出典) CFTC, *Performance and Accountability Report: Fiscal Year 2009*, November 2009, p.16. (<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/2009par.pdf>) を基に筆者作成

くなった際には、登録の取消事由となる。NFAは、会員の法令遵守状況を継続的に監視しており、例えば財務要件については、監査システムを用いて日常的に会員の財務内容を監視している。

CFTC 清算・仲介監視局の監査・財務調査部門は、最低財務要件や委託者保護などに関する先物業者の法令遵守を確保する責任を担っており、商品取引所やNFAが会員に対する監視活動を効果的に行っているかを監督している⁽⁶²⁾。

53) 7 U.S.C. § 1a(20). 先物の売買注文を勧誘、受注する業務に従事し、取引に関連して証拠金等の資産を受け入れる業者。

54) 7 U.S.C. § 1a(23). 先物の売買注文を勧誘、受注する業務のみに従事し、取引に関連して証拠金等の資産を受け取ることをしない業者。

55) 7 U.S.C. § 1a(6). 先物やオプションに関する投資助言を行うことにより報酬を受ける業者。

56) 7 U.S.C. § 1a(5). 顧客の資金を集めた商品ファンドを運用・管理する業者。

57) 7 U.S.C. § § 6d-6n.

58) 以下、NFAの機能、権限については、Johnson and Hazen, *op.cit.* (19), pp.303-314; 高橋弘『先物世界の構図—21世紀グローバル市場のスケッチ』商事法務, 2002, pp.60-67. など。

59) 7 U.S.C. § 21(o). これは、CFTCの事務負担軽減と登録プロセスの遅滞改善、行政コストの利用者負担化を主目的としたものである。

60) 7 U.S.C. § 21(a).

61) 例えば、商品取引員・仲介ブローカーに関しては、調整済純資産が100万ドル以上 (商品取引員)、同45万ドル以上 (仲介ブローカー)、委託者資産の分離保管、帳簿記録保持、取引報告義務などの要件が求められる。7 U.S.C. § § 6d, 6f, 6g; 17 C.F.R. § 1.17(a)(1).

62) CFTC, *op.cit.* (26), pp.72-73.

また、CFTC は、NFA が行う登録判断の容認・撤回を行う権限や、NFA の業務、懲戒行為などについて審査を行う権限、NFA 規則の変更・廃止を行う権限を有し⁽⁶³⁾、NFA の業務運営を監督する役割を果たしている。

4 市場監視

(1) 取引報告制度

CFTC は、市場監視に必要な情報を収集するために、取引所を含む市場関係者に対して取引記録の保管や取引報告を要求する権限を認められている⁽⁶⁴⁾。CFTC 市場監視局は、先物市場において価格操作の可能性がある取引を発見または防止することを目的として、取引所、商品取引員、外国ブローカー、外国トレーダーから、市場情報や建玉（未決済の売買契約）情報を収集している。

CFTC に報告されるデータは、取引所からの市場データと仲介業者などからの大口取引データの大きく 2 種類に分けられる。市場監視局の職員は、取引所から提供されるデータと仲介業者などから提供されるデータの照合・分析を行い、矛盾する点がないか確認を行っており、加えて、定期的に報告企業の事務管理部門に保管されている記録と照合を行うという検査も実施している⁽⁶⁵⁾。

取引所は、クリアリングメンバー (clearing member)⁽⁶⁶⁾ ごとに、①買い建て玉の総数と売り建て玉の総数、②買い契約の出来高と売り契約の出来高、③現物と先物の交換数、④受渡し通

知の数を、CFTC に日次報告することが義務付けられている⁽⁶⁷⁾。これによって、CFTC は特定の取引所または複数の取引所において清算された大口建玉の特定、仲介業者から報告される大口取引データとの照合、取引口座の名寄せといった監視活動を行っている。しかし、取引所からのデータは、建玉の実質的な保有者を特定することが難しいという限界もあるため、同時に、仲介業者などからの大口取引データの報告が必要となる。

クリアリングメンバーや商品取引員、外国ブローカーは、自らの顧客である取引口座開設者全てについて、市場ごとに CFTC 規則が定める大口建玉の基準⁽⁶⁸⁾を超える建玉を CFTC に日次報告しなければならない⁽⁶⁹⁾。報告内容は、特定商品・限月（売買契約の決済期限の月）において該当トレーダーが保有する先物とオプションの売り・買いすべての建玉情報である。情報の収集は、大口取引報告システム (Large-Trader Reporting System: LTRS) と呼ばれる報告システムによって行われ、これにより、各先物市場のうちの 70～90% の建玉情報が把握されている⁽⁷⁰⁾。

さらに、CFTC では、「フォーム 102」、「フォーム 40」と呼ばれる報告書式により、大口トレーダーの属性や取引目的、他の関連取引などの情報も集めており、複数の仲介業者を通じて取引しているトレーダーについても、名寄せを行って保有建玉の総数を把握できるよう努めている。このように大口トレーダーごとの建玉総数

⁽⁶³⁾ 7 U.S.C. § 21(h)-(l).

⁽⁶⁴⁾ 7 U.S.C. § § 6g, 12. など。

⁽⁶⁵⁾ 以下、CFTC の取引報告システムについては、John Fenton and Gary Martinaitis, “Large Trader Reporting: The Great Equalizer,” *FI Magazine*, July/August 2005 ; CFTC, “Large Trader Reporting Program.” 〈<http://www.cftc.gov/IndustryOversight/MarketSurveillance/LargeTraderReportingProgram/index.htm>〉

⁽⁶⁶⁾ 清算会員。清算機関が行うクリアリング（清算）業務の相手方となる資格を有する。

⁽⁶⁷⁾ 17 C.F.R. § 16.00(a).

⁽⁶⁸⁾ 17 C.F.R. § 15.03(b). 市場の規模によって、報告基準は異なる。例えば、小麦：150 枚、とうもろこし 250 枚、天然ガス：200 枚、原油：350 枚、2 年米国債：1,000 枚、主要外国通貨：400 枚、など。

⁽⁶⁹⁾ 17 C.F.R. § 17.00(a).

⁽⁷⁰⁾ CFTC, *op.cit.* (65)

やその取引目的（価格ヘッジか投機か）などを明らかにすることで、トレーダーの潜在的な市場へのインパクトや建玉制限（Position Limit）⁽⁷¹⁾に関する法令遵守状況などを把握でき、市場監視の効果を高めている。

その他、CFTCは、価格操作や市場混乱の恐れがある取引注文が存在するかどうかを調査するために、スペシャル・コール（Special Call）と呼ばれる特別な追加報告を要求することができる⁽⁷²⁾。報告対象となるのは仲介業者や市場参加者などで、非常に多数の仲介業者を通じて取引していたり、取引が報告基準以下の小口であったりして、通常の取引報告では取引実態が把握できないトレーダーがいる疑いがあるような場合に、スペシャル・コールが用いられる。近年では、2008年に、商品インデックス投資と資源価格高騰の関係を調査する目的から、スワップディーラーの取引状況について、スペシャル・コールが用いられた⁽⁷³⁾。

また、CFTCはLTRSによって把握しているデータをもとに、建玉明細報告（Commitments of Traders reports）と呼ばれる先物市場のデータを、週次で公表している。その内容は、当業者、スワップディーラー、資金運用者、その他の大口トレーダー、非報告（小口）トレーダーという

属性ごとに売り・買い・スプレッド（spreading）⁽⁷⁴⁾の建玉保有状況などをまとめたものになっている。従来は、商業部門（当業者）、非商業部門（投機家）、非報告部門（小口トレーダー）という分類で建玉保有状況が報告されていたが、分類が粗すぎて市場実態を正しく把握できないなどの批判を受け、2009年9月から細かい分類の報告に改善された⁽⁷⁵⁾。建玉明細報告は、各市場における当業者や投機家、機関投資家の取引動向をつかむことができる一次資料として、先物業界関係者だけでなく数多くの調査研究にも利用されている。

(2) 取引規制

商品取引所法は、先物市場における過当投機は価格の急激もしくは不合理な変動をもたらすとして、善意のヘッジ取引（Bona Fide Hedging）⁽⁷⁶⁾を除いて、CFTCなどが建玉制限を課すことを認めている⁽⁷⁷⁾。CFTCは、とうもろこし、オート麦、小麦、大豆、大豆油、大豆ミール、綿花の7種類の農産物について、制限の具体的な水準を設定している⁽⁷⁸⁾。上場商品について取引所が制限を設定することも認められており⁽⁷⁹⁾、取引所はそれぞれ建玉制限または建玉説明責任水準（Position Accountability Level）⁽⁸⁰⁾を設定し

(71) 過当投機や買占め・売崩しなどの価格操作を防止するため、上場商品ごとに保持できる建玉の数量制限を行うこと。

(72) 17 C.F.R. § § 18.00, 21.00-04.

(73) CFTC, *Staff Report on Commodity Swap Dealers and Index Traders with Commission Recommendations*, 2008.9, pp.15-20, 57-59. <<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/cftcstaffreportonswapdealers09.pdf>>

(74) サヤ取り。先物の価格差を利用して行う取引で、「同一市場で異なる限月」や「異なる市場で同一限月」の商品間において、割高な先物を売り建て、同時に割安な先物を買って建てること。

(75) Pauline McCallion, "CFTC boosts transparency with new report," *Energy Risk*, Oct 2009, p.8. あわせて、従来形式の報告も継続して公表されている。

(76) 現物商品の取引において生じる価格変動リスクをヘッジすることを目的とした取引で、ヘッジ取引をする際には価格操作をする動機が生まれにくいという理由から、建玉制限が免除される。

(77) 7 U.S.C. § 6a.

(78) 17 C.F.R. § § 150.1-6. ただし、2010年7月成立の金融規制改革法は、あらゆる農産品と適用免除商品（エネルギー商品や金属などが該当）について、CFTCが建玉制限を課すことを要求している。CFTCは建玉制限に関する新たな規制を検討中である。

(79) 7 U.S.C. § § 6a(e), 7(d)(5).

ている。

また、CFTCによる建玉制限が課せられる農産物先物市場について、当業者のヘッジ取引は制限が免除されるが、制限を超える建玉を保有している当業者は、毎月CFTCに報告書を提出する必要がある⁽⁸¹⁾。報告書では、現物市場における該当商品の持ち高を示す必要があり、制限を超えるヘッジ取引の規模を正当化できるだけの現物持ち高を有しているかどうか調査されている。

先物市場における取引規制に関しては、建玉制限のほか、値幅制限や証拠金制度なども考えられるが、商品取引所法は、値幅制限や証拠金制度についての具体的な規定を設けておらず、取引所の自主規制に水準設定を委ねる形となっている。値幅制限は、取引所が各市場の動向に応じて制限水準を設定しており、CFTCは、取引所規則の修正権によって、間接的に制限内容を変更することが可能である。証拠金制度については、緊急事態における対応⁽⁸²⁾を除き、CFTCは証拠金水準を設定する権限を与えられておらず、取引所が独自に証拠金の水準を設定・運用している。

5 執行

CFTCは、不公正取引などの違法行為に対して、裁判所に差止命令を請求することができるほか、排除命令や民事制裁金の賦課の権限も認められており、強い執行権限を有しているのが特徴とされる。実際に、組織の中でも執行部門に最も多くの予算・人員を投入している。

CFTCが取り締まる法令違反には、詐欺的取引や価格操作などの不正取引や、法で禁止されている取引所外取引、不適切な販売・勧誘行為、先物業者の違反行為などがある。

CFTCの執行手続きには、民事手続きと行政手続きの大きく2つがある⁽⁸³⁾。民事手続きによる制裁には、裁判所への差止命令 (injunction) や付随的救済命令 (ancillary relief) の請求、民事制裁金 (civil monetary penalty) の賦課請求などがある。差止命令は、被告に一定の行為をなすことを禁じるか、すでに生じた違法状態の排除のために一定の作為を命じる裁判所の命令であり、その行為を差し止めることにより、被害を阻止または将来の被害の発生を防止することを目的とする。

付随的救済命令には、違法行為により得た利益を強制的に取り上げる利益吐き出し (disgorgement) や、発生した損害に対する原状回復 (restitution) などがあり、違反行為の被害者に対する救済手段となっている。民事制裁金の賦課は、法令違反に対して裁判所に制裁金の賦課を求めるもので、通常の法令違反に対しては10万ドルまたは不当利益の3倍以下の制裁金を、特に価格操作に対しては100万ドルまたは不当利益の3倍以下の制裁金を請求できる⁽⁸⁴⁾。

行政手続きによる制裁は、排除命令とその他の手段の2種類に分けられる。排除命令 (cease and desist order) は、CFTCから出される命令であり、違法行為の排除と将来の違法行為の防止を目的とする。排除命令の対象となる違法行為に対しては、利益吐き出し命令を発することや

⁽⁸⁰⁾ 建玉が説明責任水準を上回った場合、そのトレーダーは、建玉の内訳や自身の取引戦略、ヘッジ取引の有無などを取引所に報告しなければならない。この報告を基に、取引所は建玉をこれ以上増やすことを禁止するか、建玉を減らすように指示する。

⁽⁸¹⁾ 17 C.F.R. § 19.

⁽⁸²⁾ 7 U.S.C. § 12a(9). 価格操作の発生やその恐れ、商品需給に大きな影響を与える事件の発生、その他重大な市場の混乱などの緊急事態が発生しているとCFTCが判断した場合、市場の混乱を鎮めるためにCFTCが緊急に証拠金水準の設定を行う権限を与えられている。

⁽⁸³⁾ 刑事手続きに関しては、刑事訴追を単独で行う権限は認められていないが、刑事訴追を求めて司法当局に告発・情報提供をすることが可能である。

⁽⁸⁴⁾ 7 U.S.C. § 13a-1.

民事制裁金を賦課することもできる⁽⁸⁵⁾。その他の手段としては、先物業者の業務停止や登録取消、取引所の指定解除などがあり、これはCFTCの先物業界に対する監督機能の発動という側面を持つ制裁行為である。

執行に係る業務を担っているのはCFTC執行局であり、法令違反が疑われる行為の調査や摘発、制裁処分などを行っている。執行局は、CFTCの他部局や自主規制機関、市場参加者などから法令違反に関する情報を常時集めており、違反疑惑の調査においては、取引記録や電子メール履歴、電話の通話記録なども詳細に調べられる。調査自体の存在や調査の進捗状況に関する情報は非公開とされ、調査活動の結果、法令違反の疑いが強まった場合には、執行案件として提起される⁽⁸⁶⁾。

過去5年間(2005-2009年度)の執行活動の実績を示したのが表5である。5年間で計238件の執行案件が提起され、救済行為および民事制裁金の賦課の合計は約22億ドルにのぼっている。直近の2009年度では、50件の執行案件が提起され、約1億8300万ドルの利益吐き出しおよび原状回復、約9700万ドルの民事制裁金の賦課が提起された。また、2009年の活動実績で特徴的なのは、取引所外の個人向け外国通貨先物(Forex)詐欺に対する取り締まりである。

表5 CFTCの執行活動の実績(2005-2009年度)

年度	2005	2006	2007	2008	2009	5年間計
執行案件数(件)	69	38	41	40	50	238
利益吐き出し、原状回復(百万ドル)	115	257	291	402	183	1,248
民事制裁金(百万ドル)	170	189	251	234	97	941

(出典) CFTCの年次報告書(Performance and Accountability Report)2005年-2009年版を基に筆者作成

⁽⁸⁵⁾ 7 U.S.C. § 13a.

⁽⁸⁶⁾ CFTC, *op.cit.* (26), pp.77-80; Geoffrey F. Aronow, "Distinctions With Some Differences: CFTC and SEC enforcement," *Futures & Derivatives Law Report*, vol.21, no.7, October 2001.

⁽⁸⁷⁾ CFTC, "CFTC Enforcement Program Files 25% More Cases During Fiscal Year 2009 than in the Prior Fiscal Year," Release: 5733A-09, October 16, 2009. (<http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr5733A-09.html>) 過去数年において、全執行案件に対する外国通貨先物詐欺関連の案件は、2006年が38件中6件、2007年が41件中6件、2008年が40件中1件という実績となっている。

2008年のCFTC再授權法で、同取引詐欺に対するCFTCの執行権限が明確化されたが、CFTCはこの種の詐欺の摘発に積極的に取り組み、50件の執行案件中、16件が外国通貨先物詐欺関連の案件となっている⁽⁸⁷⁾。

III 先物規制と証券規制をめぐる問題

本章では、CFTCを取り巻く課題として、米国でしばしば議論となってきた先物規制と証券規制をめぐる問題について取り上げる。まず、先物規制と証券規制の境界に関して、CFTCとSECの権限争いの歴史やその論点・問題点を説明し、続いて、そうした先物規制と証券規制の課題に関係する近年の金融規制改革の動向を紹介する。

1 先物規制と証券規制の境界

(1) CFTCとSECの権限争い

米国では、1930年代に証券関係諸法と商品取引所法が制定されてからしばらくの間、先物市場と証券市場は、明確に異なる市場としてそれぞれ規制されてきた。先物市場はリスクヘッジ機能を果たし、証券市場は資金調達機能を果たすという市場機能の違いや、先物市場の商品が農産物に限られていたという事情もあり、先

物市場と証券市場の線引きが容易で、両者が重複する部分は非常に少なかった⁽⁸⁸⁾。

しかし、1975年にCFTCが活動を開始し、その排他的権限が農産物以外の商品の先物取引にまで広がったことで、先物規制と証券規制の関係は大きな転換を迎える。まず、先物取引の範囲が金融商品を含むあらゆる役務、権利などにも広がったことで、先物と証券の境界を明確に示すことが難しくなった。さらに、CFTCが先物取引に関する排他的権限を認められたことで、先物と証券の両方の性格を有するような金融商品の取り扱いが不透明となった。これにより、CFTCとSECの間で規制権限をめぐる対立 (turf battle) がしばしば巻き起こることになる⁽⁸⁹⁾。

例えば初期では、1975年にジニーメイ債 (GNMA pass-through certificates)⁽⁹⁰⁾の先物取引をCFTCが認可した件について、1981年にはジニーメイ債のオプション取引をSECが認可した件について、CFTCとSECが規制権限を争った。結果的には、両度とも、ジニーメイ債が商品取引所法における「商品」として解釈されうるため、CFTCがその規制権限を認められた。

1981年には、CFTCとSECの委員長が、権限範囲の調整を目的として、シャド=ジョンソン協定 (Shad-Johnson Accord) を締結した。これにより個別株先物とナローベースの株価指数⁽⁹¹⁾先物の取引が当面禁止された上で、株価指数先

物や商品オプションを含む先物全般についてCFTCが管轄し、すべての証券や証券オプションはSECが管轄することになり、両機関の権限の境界がいったんは整理された。

しかし、その後も新しいデリバティブ商品が開発されるたびに先物と証券の境界はあいまいになり、規制権限をめぐる議論が再燃した。1990年代には、当時取引が拡大してきた店頭デリバティブについて、CFTCが商品取引所法の規制下に置くことを提案したが、SECや財務省など他機関の反対もあり、提案は実現しなかった。また、両機関の対立や先物市場と証券市場の関連性の高まりに伴い、規制の一元化を目的としたCFTCとSECの組織統合が議論されることも少なくなかった⁽⁹²⁾。

2000年の商品先物近代化法では、シャド=ジョンソン協定の見直しによる権限分担の整理が行われた。協定内容のうち、当面禁止とされていた個別株先物やナローベースの株価指数先物・オプションの取り扱いが焦点となったが、これら取引はCFTCとSECとが共同で管轄することで決着した。ブロードベースの株価指数⁽⁹³⁾先物・オプションについては、CFTCの管轄と決められた。また、CFTCが規制権限を有するかどうか議論となっていたスワップなどの店頭デリバティブやハイブリッド金融商品 (hybrid instruments)⁽⁹⁴⁾に関しては、商品取引所法の適用除外とすることが定められた。

⁽⁸⁸⁾ Markham, *op.cit.* (3), pp.341-346.

⁽⁸⁹⁾ 以下、CFTCとSECの規制権限をめぐる争いについては、Johnson and Hazen, *op.cit.* (24), pp.999-1022 ; *ibid.*, pp.357-369. など。

⁽⁹⁰⁾ ジニーメイ (GNMA、連邦政府抵当金庫) は、モーゲージ担保証券 (MBS) の元利金支払い保証業務を行っており、その支払い保証が付された証券が、ジニーメイ債と呼ばれる。

⁽⁹¹⁾ 市場全体を対象とするような株価指数ではなく、指数を構成する銘柄数が少ないもの。

⁽⁹²⁾ 大きな議論となったのは、1990年と1995年である。この時は、CFTCとSECを統合する法案が連邦議会に提出され審議が行われている。しかし、結果的に法案は成立しなかった。Verity Winship, "Public Agencies and Investor Compensation: Examples from the SEC and CFTC," *Administrative Law Review*, Vol.61, no.1, WIN 2009, p.143.

⁽⁹³⁾ 市場全体または多数の銘柄を対象とする株価指数。例えば、S&P500など。

⁽⁹⁴⁾ 7 U.S.C. § 1a(21). 1つまたは複数の商品の価格などに連動した支払いを受ける証券。証券と先物の両方の性格を持っているとされている。

(2) 課題

権限範囲をめぐる多くの議論や調整を経て、現在、CFTCとSECの規制権限の分担は、おおむね表6のように整理されている。しかし、先物市場と証券市場の連動性が高まり、両方の市場で活動する投資家、仲介機関が増えている中、先物規制と証券規制の関係をめぐっては、依然として様々な問題点が指摘されている。

表6 CFTCとSECの権限範囲

		CFTC	SEC
先物・オプション		○	-
外国通貨	先物	○	-
	オプション	△	△
株価指数 (ブロード・ベース)	先物	○	-
	オプション	○	-
株価指数 (ナロー・ベース)	先物	△	△
	オプション	△	△
個別株	先物	△	△
	オプション	-	○
証券		-	○

(注) 「○」は専管、「△」は共管を示す。
(出典) 筆者作成

例えば、①規制の重複で監督機関の資源が浪費されている、②規制の不確実性が新しい金融商品の開発や上場を遅らせている、③類似の金融商品が別々の規制体系の下で取引されているため、市場間、取引所間の競争を阻害している、④金融サービス業者が複数の機関の規制を受けなければならず、市場参加者のコスト増大と監督機関の縄張り争いを招いている、⑤取引証拠金の水準、インサイダー取引規定、顧客の適合

性原則、自主規制機関との関係などにおいて、規制内容に大きな相違がある、などである⁽⁹⁵⁾。さらに、今後も新しいデリバティブ商品が開発されるたびに、CFTCとSECが規制権限をめぐって争うことが予想され、そうした不毛なコストに対する批判的な見解は、年々強まってきているといえる。

その一方で、先物規制と証券規制の一元化に対しては、先物市場と証券市場は、リスクヘッジ機能と資金調達機能という性格が異なる機能を有しているため、規制の一元化が逆に不利益や非効率を生むという見解⁽⁹⁶⁾や、むしろ複数の監督機関が競争的に存在することの方が、規制の質を高めることにつながるという見解⁽⁹⁷⁾があることも事実である。

加えて、規制の一元化に至るまでには、両規制の間の様々な内容相違のほか、CFTCとSECの規制アプローチの大きな違い、先物業界からの反対、連邦議会の所管委員会間の権限争い⁽⁹⁸⁾など乗り越えるべき障害がいくつもあり⁽⁹⁹⁾、組織や規制の統合は思うほど簡単ではない。

2 金融規制改革とCFTC

(1) 財務省の金融規制改革案

先物規制と証券規制をめぐる問題に関して、近年、米国では金融規制改革の枠組みの中でいくつかの動きが見られた。米国の金融規制体制は、銀行、証券、保険、先物などに関する監督機関がそれぞれ分かれており、さらに連邦法と州法の規制が存在するなど、非常に特殊で複雑

⁽⁹⁵⁾ Markham, *op.cit.* (3), pp.404-407; Department of the Treasury, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, March 2008, pp.108-109. (<http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf>) など。

⁽⁹⁶⁾ “SEC/CFTC merger,” *International Financial Law Review*, Sep 2006.

⁽⁹⁷⁾ Jonathan R. Macey, “The Business of Banking: Before and After Gramm-Leach-Bliley,” *Journal of Corporation Law*, Vol.25, Issue 4, Summer 2000, p.713.

⁽⁹⁸⁾ 連邦議会において、先物規制は、上院農業・栄養・林業委員会、下院農業委員会が管轄している一方で、証券規制は、上院銀行・住宅・都市問題委員会、下院金融サービス委員会が管轄している。先物規制と証券規制の一元化は、農業委員会にとって、権限の縮小を意味する。

⁽⁹⁹⁾ Jerry W. Markham, “Merging the SEC and CFTC: A Clash of Cultures,” *University of Cincinnati Law Review*, vol.78, no.2, Win. 2009, pp.591-602. 同文献は、先物規制と証券規制の間の様々な対立点やCFTCとSECの組織統合においてハードルとなる論点について詳しい。

なものとなっている⁽¹⁰⁰⁾。それにより、複数の規制が重複することがある一方で規制を受けない金融取引もあるなど、金融規制体制は、煩雑、非効率で、時代遅れと批判されることも少なくなかった⁽¹⁰¹⁾。

2007年のサブプライム問題を契機に、こうした金融規制体制の改革がテーマとなり、2008年3月に、財務省が金融規制体制の改革案(通称「ブループリント」)を発表した⁽¹⁰²⁾。ブループリントでは、複雑に入り組んで非効率になっている金融規制体制を改革することを目的に、監督機関の権限の整理、抜本的な再編などが提案されている。

改革案は、短期・中期・長期の期間ごとの提言に分かれており、中期的提言の1つとして、CFTCとSECの統合が掲げられた。組織統合の理由として、上場商品や市場参加者の同質化、市場の関連性の高まりや国際化などにより、先物市場と証券市場の規制を分けたままにしておくことは、非効率で有益でないことが挙げられている。さらに、長期的には、そのCFTCとSECの統合機関も、目的ベースの規制システム(objectives-based regulatory approach)⁽¹⁰³⁾に合わせて大きく再編される案が提示された。

ブループリントの改革案は、しばしば指摘さ

れてきた金融規制体制の問題解決を目標に、監督機関を抜本的に整理再編する構想にまで踏み込んだものであった。しかし、特に長期的提言は議論の叩き台として提案したという背景もあり、提言内容に対しては、関係する組織や業界から賛否両論、様々な意見が出された⁽¹⁰⁴⁾。

その後、オバマ政権の発足を経て2009年6月に財務省が改めて発表した金融規制改革案⁽¹⁰⁵⁾では、金融規制体制を抜本的に整理再編する構想は大きく後退し、焦点の1つになっていたCFTCとSECの統合も盛り込まれなかった。組織統合が見送られた背景には、それぞれの監督機関や業界に対する影響力を保持したい連邦議員の抵抗があったともいわれる⁽¹⁰⁶⁾。これにより、金融規制体制を抜本的に再編する好機は失われ、金融規制改革は、従来と同様に既存の規制体制を前提にして、個別規制の強化、修正などを進めていく方向へ転換されたといえる。

改革案は、先物規制と証券規制について、経済的に同等の金融商品が2つの監督機関から規制され、その規制理念や規制内容に相違や矛盾が生じていると指摘し、両規制の調和(harmonization)を実現するための法改正を提案した。規制調和すべき分野の具体例として、商品ファンド運用者(CPO)への両機関の規制権限、先物

⁽¹⁰⁰⁾ こうした構造になっているのは、それが理想的であるからではなく、主として歴史的な積み重ねの結果によるものといわれる。Markham, *op.cit.* (3), pp.320, 323, 338.

⁽¹⁰¹⁾ Elizabeth F. Brown, "E Pluribus Unum—Out of Many, One: Why the United States Needs a Single Financial Services Agency," *University of Miami Business Law Review*, vol.14, Fall/Winter 2005, pp.10-12; BERT ELY, Ely & Co., "Functional Regulation Flunks—It Disregards Category Blurring," *American Banker*, Feb 21, 1997, p.4. など。

⁽¹⁰²⁾ Department of the Treasury, *op.cit.* (95)

⁽¹⁰³⁾ 規制の目的ごとに監督機関を分ける考え方。ツインピークス型(Twin peaks approach)とも呼ばれる。ブループリントでは、市場の安定性を監視する監督機関と金融システムの健全性・安定性を監視する監督機関、業務行為を監督する監督機関の3つで構成される体制が提案されている。

⁽¹⁰⁴⁾ 例えば、SECのコックス委員長(当時)は、SECとCFTCの統合機関を作ることに前向きな姿勢を示した。一方、CFTCのルーケン委員長(当時)は、SECとCFTCの単純な統合は問題解決につながらないとし、目的ベースの規制システムへ抜本的に再編すべきであると指摘している。

⁽¹⁰⁵⁾ Department of the Treasury, *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*, 2009.6.17. <http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf>

⁽¹⁰⁶⁾ Zachary A. Goldfarb, "Fault Lines Emerge as Financial Players Try to Influence Regulatory Overhaul," *Washington Post*, June 9, 2009.

規制と証券規制の規制アプローチ、新規上場商品や自主規制機関の規則変更の承認手続きの迅速性が挙げられている⁽¹⁰⁷⁾。その上で、改革案は、CFTCとSECに対し、類似の金融商品⁽¹⁰⁸⁾に関する法令・規則上のあらゆる相違点とその理由を明らかにし、9月30日までに議会に報告書を提出することを求めた。

(2) CFTCとSECの共同報告

改革案の要請に対し、CFTCとSECは、合

同会議を立ち上げて業界関係者や有識者などから意見を聴取するとともに規制の相違点などの内容を協議、2009年10月16日に共同報告書を発表した⁽¹⁰⁹⁾。同報告書では、先物規制と証券規制に関して、両組織の協調・協力の進展、市場監視や執行機能の強化、市場の効率性や投資家保護の向上を目的とした20項目に及ぶ提案が示されている(表7)。これらの提案は、両規制の矛盾や相違点の減少につながるものであることは疑いなく、CFTCとSECの関係改善

表7 共同報告書の提案内容

提案内容	法改正の要・不要
[市場監視の強化]	
A リスクに応じた証拠金制度の促進	要
B 新規上場商品の承認プロセスの迅速化と法的確実性の確保	要
C 取引所や清算機関の法令遵守に対するCFTCの権限強化	要
D クロスボーダー取引に対するSECの規制アプローチの見直し	不要
E 外国取引所に対しCFTCに登録することを要求できる権限の付与	要
[金融仲介・投資家保護]	
F 先物や証券の投資助言を行う仲介業者に対する統一的な受託基準の設定	要
G 仲介業者に記録保管を要求する期間の統一	不要
H 顧客のリスクディスクロージャー文書の統一	不要
I 特定のプライベートファンドについて、報告義務内容の統一	不要
J 利益相反に関するCFTCの規制権限の拡充	要
[執行機能の強化]	
K 内部告発者の保護の強化	要
L 原状回復救済に関する商品取引所法の規定の明確化	要
M 市場を混乱させる取引行為に対するCFTCの執行権限強化	要
N 商品取引所法におけるインサイダー取引の禁止範囲の拡大	要
O 証券法や投資会社法の規定を補助・補足するための制定法上の権限をSECに付与	要
[業務協力の推進]	
P 先物市場と証券市場に共通の問題を解決するための共同諮問委員会を設置	要
Q 市場監視、執行機能の強化のための共同エンフォースメントタスクフォースの設置	不要
R 両機関横断の職員訓練・研修プログラムの創設	不要
S 職員の相互派遣プログラムの促進	不要
T 両機関が持つ市場関連情報を結びつけるための共同ITタスクフォースの設置	不要

(出典) SEC and CFTC, *A Joint Report of the SEC and the CFTC on Harmonization of Regulation*, October 16, 2009, pp.86-94; Government Accountability Office, *Financial Regulation: Clearer Goals and Reporting Requirements Could Enhance Efforts by CFTC and SEC to Harmonize Their Regulatory Approaches*, GAO-10-410, April 22, 2010, pp.10-12. を参考に筆者作成

⁽¹⁰⁷⁾ Department of the Treasury, *op.cit.* ⁽¹⁰⁵⁾, p.50.

⁽¹⁰⁸⁾ 農産物や金属、エネルギー商品などの物質的な商品に関する先物取引については、この規制調和の対象とされていない。

⁽¹⁰⁹⁾ SEC and CFTC, *A Joint Report of the SEC and the CFTC on Harmonization of Regulation*, October 16, 2009. (<http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@otherif/documents/ifdocs/opacftc-secfinaljointreport101.pdf>)

の効果も期待できるものである。SEC のシャピロ委員長は、「両機関のより一層の規制調和に向けた一歩」⁽¹¹⁰⁾とコメントしている。

一方で、会計検査院 (Government Accountability Office: GAO) の報告書⁽¹¹¹⁾は、数か月程度の限られた検討期間で、先物規制と証券規制に関するあらゆる相違点、問題点への対応策を網羅することは、事実上不可能であるとしている。そして、共同報告書の提案では触れられていないものの、証拠金水準や、新商品の市場承認の法的確実性、取引所規則の監督、投資家の定義などの分野で、両規制の調和において重要な課題が残されていると指摘している。

確かに、共同報告書の内容は、既存の規制体制を前提にした調整の域を超えるものではなく、先物規制と証券規制の関係をめぐる課題の多くは、解決には至らない。しかし、CFTC と SEC が規制内容のすり合わせに向かい始めたことは、将来、規制の一元化や金融規制体制の再編を目指す際のハードルが低くなることも意味する。GAO も、規制調和に向けて両機関が今後も共同の取り組みを続けていくことの重要性を強調している⁽¹¹²⁾。今後の規制調和の検討は、共同報告書で創設が提案された共同諮問委員会が中心となって取り組んでいく予定となっており、共同諮問委員会が実際どのように機能していくのか注目される。

おわりに

サンセット条項を伴う小規模な機関として発足した CFTC は、組織の存続が無条件では認められていないという中で、規制権限をめぐっ

てしばしば SEC などからの問題提起を受ける立場にあった。その点では、組織発足以降、絶えざる緊張感の中で活動を続けてきたといえる。しかし、外部からの介入を受けながらも、CFTC は創設以来 30 年以上にわたって再授權を認められてきた事実がある。そうした再授權の積み重ねは、CFTC の活動に対する一定の評価を示している⁽¹¹³⁾。

その一方で、金融分野の技術革新などにより、先物市場と証券市場の境界がますますあいまいになっていくことは否定できない。CFTC と SEC との権限争い、規制重複の問題に対する批判的な意見は徐々に強まってきており、CFTC と SEC を統合する提案も一定の根拠を持つものになってきている。今後、権限分担の明確化や規制の重複排除、規制調和などのテーマは、CFTC にとって組織の行方を左右する課題となるだろう。

こうした CFTC が直面している近年の状況は、日本の先物規制体制のあり方を考える上で、示唆的である。日本では、先物規制の権限が 3 省庁にまたがっている点から、規制権限を一元化し、米国 CFTC のような独立機関を設置すべきだという指摘もなされてきた。確かに、規制権限の一元化、組織の独立性、執行権限の強さなどの点において、CFTC 型の組織体制には優れた部分がある。

しかし、米国では CFTC と SEC の組織統合が議論される場面も少なくなく、近年では金融規制体制の抜本改革も議論されている。将来、先物のみを規制・監督する CFTC 型の組織形態は、理想形にならない可能性があることを考慮しておくべきだろう。

⁽¹¹⁰⁾ SEC, "SEC and CFTC Issue Joint Report on Regulatory Harmonization," For Immediate Release 2009-218, Oct. 16, 2009. <<http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-218.htm>>

⁽¹¹¹⁾ Government Accountability Office, *Financial Regulation: Clearer Goals and Reporting Requirements Could Enhance Efforts by CFTC and SEC to Harmonize Their Regulatory Approaches*, GAO-10-410, April 22, 2010, pp.16-22. <<http://www.gao.gov/new.items/d10410.pdf>>

⁽¹¹²⁾ *ibid.*, p.23.

⁽¹¹³⁾ 河村 前掲注(10), pp.114-115.

河村賢治関東学院大学准教授は、証券規制の分野でしばしば提案される日本版 SEC 構想について、米国の現在の金融規制体制は理想形ではないとし、拙速に SEC という形だけを追い求めることに注意を促している。そして、日本の金融規制体制の形については、国際的な議論の行方を踏まえながら、なお検討を深める必要があるとしている⁽¹¹⁴⁾。この指摘は、先物規制に関しても当てはまるものといえる。

今後、先物分野の視点のみから先物規制体制

のあり方を検討するのでは不十分となる恐れもある。先物規制改革に関しては、先物規制権限を一元化する以外に、例えば、先物規制と証券規制を一元化して監督機関を独立させる独立行政委員会方式や、先物規制の金融庁への統合、または国際的な動向を踏まえて金融規制体制を抜本的に再編するなどの方法も考えられるだろう。将来の金融規制体制の全体像を踏まえた上で、先物規制をどのように位置付けるかという視点での議論が求められている。

(おかだ さとる)

⁽¹¹⁴⁾ 河村賢治「SEC と FSA」上村達男編著『企業法制の現状と課題』（企業社会の変容と法創造 第4巻）日本評論社、2009、pp.254-256.