

ISSUE BRIEF

諸外国における先物市場の監督体制

国立国会図書館 ISSUE BRIEF NUMBER 742 (2012. 3. 15.)

はじめに

I 概要と類型

- 1 先物市場の監督体制
- 2 金融監督体制

II 主要国の事例

- 1 アメリカ
- 2 イギリス
- 3 シンガポール

おわりに

日本における先物市場の監督体制は、諸外国と異なり監督権限が金融庁（金融商品）、経済産業省（工業品）、農林水産省（農産品）の三省庁に分かれる特殊な体制になっている。一方、海外では、先物市場の監督は単一の監督機関によって行われることがほとんどである。日本と同規模の商品先物市場を有する国を見ると、アメリカでは商品先物取引委員会（CFTC）が先物市場の監督を一元的に行っており、イギリスでは、金融サービス機構（FSA）が単独で先物市場を含む金融サービス分野全体を監督している。近年、商品先物市場の規模が急拡大している中国では、証券監督管理委員会が証券市場と先物市場を監督している。

本稿では、証券、商品先物の両方の上場商品を有する「総合取引所」の創設に向けた監督権限の一元化に関する議論の参考に資するため、諸外国における先物市場の監督体制を紹介する。

経済産業課

おかだ さとる
(岡田 悟)

調査と情報

第742号

はじめに

日本における先物市場の監督体制は、諸外国と異なり監督権限が金融庁（金融商品）、経済産業省（工業品）、農林水産省（農産品）の三省庁に分かれ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¹が挙げられることが多いが、反面、商品開発面での制約や取引所の縦割り、監督機関の執行権限の貧弱さなどのデメリットもしばしば指摘されてきた²。

政府は、2010年6月に閣議決定した「新成長戦略」において、日本をアジアの一大金融センターにすることを目指し、証券、商品先物の両方の上場商品を有する「総合取引所」の創設を盛り込んだ。それに伴い、三省庁に分かれている市場の監督権限の一元化についても、政府内で議論が行われた³。2012年の第180回通常国会では、総合取引所の創設に向けた証券・商品の監督権限の整理を行う金融商品取引法等の改正案の提出が予定され、三省庁の監督権限一元化の具体案が注目されるところである。

本稿では、総合取引所の創設に向けた監督権限一元化に関する議論の参考に資するため、諸外国における先物市場の監督体制を紹介する⁴。

I 概要と類型

1 先物市場の監督体制

日本および諸外国における先物市場の監督体制について、概要をまとめたのが表1である。先物市場の監督は、ほとんどの国において単一の監督機関によって行われている。日本のように規模の大きい商品先物市場を有する国を見ると、アメリカでは商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission: CFTC）が先物市場の監督を一元的に行っており、イギリスでは、金融サービス機構（Financial Services Authority: FSA）が単独で先物市場を含む金融サービス分野全体を監督している。近年、商品先物市場の規模が急拡大している中国では、証券監督管理委員会が証券市場と先物市場を監督している。

一方で、カナダは、証券市場と先物市場の監督が州政府の管轄になっている点で珍しい体制である。そして日本は、金融商品と工業品、農産品という取引商品ごとに監督機関が三つに分かれており、先進国の中でも非常に特殊な体制となっている。

さらに、証券市場の監督体制に視野を広げてみても、多くの国では証券市場と先物市場の監督を同一の監督機関が管轄しており、監督機関が三省庁に分かれる日本や、CFTCと証券取引委員会（SEC）がそれぞれ先物市場と証券市場を監督するアメリカは、例外的と

* 本稿は、2012年2月末までに得られた公表情報を基に作成している。

¹ 日本の商品先物取引については、商品の生産、流通の円滑化に資するための制度として、現物取引との関わりが深い産業インフラの性格を重視するという側面がある。

² 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」先物取引研究, no.100, 2008.9, pp.17-20. <<http://www.jcfia.gr.jp/study/ronbun-pdf/no16/100.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。

³ 「今こそ開国 市場改革、アジア資金に的」『日本経済新聞』2011.8.2; 「総合取引所 省益の壁 監督一元化合意、具体論は先送り」『日本経済新聞』2010.12.23.

⁴ 必要に応じて、先物市場にとどまらず、証券市場の監督体制や金融監督体制についても言及する。

いえる。

表1 日本および諸外国における先物市場の監督体制

	監督機関	先物規制法	備考
日本	金融庁(金融商品) 経済産業省(工業品) 農林水産省(農産品)	商品先物取引法、 金融商品取引法	1985年に債券先物市場が開設されて以降、金融商品と工業品、農産品という取引商品ごとに監督機関が三つに分かれている。また、証券市場の監督は、金融庁が担当する。
アメリカ	商品先物取引委員会 (CFTC)	商品取引所法	先物市場を監督する独立行政機関として1975年に発足。また、証券市場の監督は、証券取引委員会(SEC)が担当する。
イギリス	金融サービス機構 (FSA)	2000年金融サービス市場法	1997年に発足。銀行、保険、証券など金融サービス分野全体の監督を行う。ただし、2013年から新しい金融監督体制に移行する予定であり、FSAは二つの監督機関に分割される。
ドイツ	連邦金融監督庁 (Bafin)	証券取引法、各州の取引所法	金融サービス分野の監督機能を集約し、2002年に発足。証券市場と先物市場の監督を行うが、個々の取引所の監督権限は州政府に置かれている。
フランス	金融市場庁(AMF)	通貨金融法典	証券・投資サービス分野の監督機能を集約するカタチで、2003年に発足。証券市場と先物市場を監督する。
イタリア	証券取引委員会 (CONSOB)	金融統一法典	証券取引所の監督機関として1974年に発足し、1985年にその他の権限を加えられて独立行政機関となった。証券市場と先物市場の監督を担う。
カナダ	州の証券委員会	商品先物法(マニトバ州)など	証券市場と先物市場は、州政府の監督機関がそれぞれ監督する。国全体にまたがる監督機関は存在しない。
シンガポール	通貨監督庁(MAS)	証券先物法	金融サービス分野全体を監督し、シンガポールの中央銀行でもある。2008年には、商品先物の監督権限が国際企業庁(IE)から移管された。
中国	証券監督管理委員会	先物取引管理条例	証券市場と先物市場の監督を担う。2007年に先物取引管理条例が施行され、先物市場に関する法整備が進んだ。
オーストラリア	証券投資委員会 (ASIC)	2001年金融サービス改革法	1998年に発足。先物市場を含む金融サービス分野全体について、業務行為の監督を行う。

(出典) Group of Thirty, *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, Washington, D.C., 2008; Technical Committee of the IOSCO, *Task Force on Commodity Futures Markets Survey*, June 2010. <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD325.pdf>>; 各国の監督機関のホームページなどを参考に筆者作成

2 金融監督体制

(1) 概要

次に各国の先物市場の監督体制を比較するにあたり、先物市場の監督を含めた金融監督体制の違いを参照しておく。世界の有識者で構成される非営利のシンクタンク G30 (Group of Thirty)⁵の作業グループが2008年10月にまとめた世界各国の金融監督体制に関する報告書を参考にすると、各国の金融監督体制はおおまかに4つのモデルに類型化することができる。4つの類型について、概要をまとめたのが表2である。ただし、各国の金融監

⁵ 世界の中央銀行、民間銀行、学界などの有識者からなる、国際金融・経済問題に関する提言等を行う非営利シンクタンク。メンバーには、ポール・ボルカー元FRB議長、ティモシー・ガイトナー米財務長官、マリオ・ドラギECB総裁、マーヴィン・キングBOE総裁などが名を連ねる。

督体制は、その国固有の歴史や政治、文化、経済規模、経済の発展段階などを反映しており、すべての国にあてはめることができるような理想的なモデルは存在しない点には留意しておく必要がある⁶。

表2 日本および諸外国における金融監督体制の類型

	特徴	主な該当国
業態別アプローチ (Institutional Approach)	法的に区別される業態（銀行、証券会社、保険会社など）ごとに監督機関を設ける手法である。法的に異なる業態の企業が、経済的に同様な業務を行うような場合も、それぞれが業態別に異なった監督機関の監督を受ける。	中国、メキシコ
機能別アプローチ (Functional Approach)	法的業態に関係なく、行われている業務分野によって規制が分けられ、業務分野ごとに監督機関が存在する。一企業が銀行業務、証券業務、保険業務など複数の業務を行う場合には、各業務分野に対応する機能別の監督機関の監督を受ける。	イタリア、フランス、スペイン、ブラジル、(アメリカ*)
統合アプローチ (Integrated Approach)	単一の総合的な監督機関が金融サービス分野全体の監督を行う手法である。1990年代末からの約10年間、世界で注目を集めた監督アプローチである。	日本**、イギリス、ドイツ、カナダ、シンガポール、スイス
ツインピークス・アプローチ (Twin Peaks Approach)	規制監督の目的に合わせて監督機関を二つに分ける手法である。金融システムの安定・健全性を規制する監督機関と、業務行為を監督する監督機関とが、二元的に金融サービス分野の規制監督を行う。	オーストラリア、オランダ

* アメリカは、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、さらに連邦法と州法の規制が存在するなど、特殊かつ複雑な金融監督体制をとっており、報告書では「例外」に分類されている。ただし、機能別アプローチの側面を有していることも付記されている。

** 商品先物の例外があるものの、金融庁が金融サービス分野全体の監督を行う日本の監督体制は、統合アプローチに分類されている。

(出典) Group of Thirty, *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, Washington, D.C., 2008, pp.24-38.を参考に筆者作成

(2) 各類型の特徴

【業態別アプローチ】

業態別アプローチ (Institutional Approach) は、法的に区別される業態（銀行、証券会社、保険会社など）ごとに監督機関を設ける手法である⁷。このモデルは、金融監督体制としては古典的な体制といわれ、金融サービス分野における様々な環境変化に適応しにくくなってきている。

近年、多くの総合金融グループで、銀行、証券、保険など複数分野にまたがる業務が行われるようになり、また、銀行、証券会社、保険会社といった別業態の企業が、経済的に同様な業務を行うことも増えている。そのため、業態別アプローチでは、監督機関によって規制の適用に矛盾や相違が生じるという問題が潜在する。さらに、企業の業務行為や金融市場の全体を包括的に監視するような監督機関や、システムリスク⁸を監視する監督機関を持たない点などのデメリットがある。

⁶ Group of Thirty, *The Structure of Financial Supervision: Approaches and Challenges in a Global Marketplace*, Washington, D.C., 2008, pp.23-24.

<<http://www.group30.org/images/PDF/The%20Structure%20of%20Financial%20Supervision.pdf>>

⁷ 以下、各類型の特徴に関する記述は、主に *ibid.*, pp.23-38.を参考にした。

⁸ 個別の金融機関の支払不能や、特定の市場または決済システムの機能不全などが、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスク。

【機能別アプローチ】

機能別アプローチ（Functional Approach）は、法的業態に関係なく、銀行業務、証券業務、保険業務などといった業務分野ごとに監督機関を設ける手法である。ただし、業態別アプローチと機能別アプローチについては、両者を明確に区別できない側面がある。

機能別アプローチの明確なメリットとして、経済的に同一の業務活動に対しては、一つの監督機関が一貫性のある規則を適用できるという点が挙げられる。したがって、複数の監督機関が同じ規則を異なる方法で解釈・執行するという問題が避けられる。

一方で、機能別アプローチにおける大きなデメリットは、ある業務行為がどの監督機関の権限下に入るのかを明確に区別するのが難しいということである。新しく生まれた金融サービスの監督権限をめぐる監督機関の間での権限争いが生じやすく、それによって新しい商品開発が抑制的になってしまうおそれもある⁹。さらに、総合金融グループが複数の監督機関に対応しなければならず、時間と労力の面でより多くのコストがかかる点や、業態別アプローチと同様に、システミックリスクを監視するような監督機関が存在しないという点などもデメリットとして挙げられる。

【統合アプローチ】

統合アプローチ（Integrated Approach）は、単一の総合的な監督機関が金融サービス分野全体の監督を行う手法であり、1997年にイギリスで導入されたのを契機として世界で注目が集まったモデルである。

統合アプローチの大きなメリットは、業態別アプローチや機能別アプローチにおいて生じうる監督権限の矛盾や混乱がなく、合理的・効率的な監督が可能になる点である。監督対象の企業の業務に対しては、包括的な監視を行うことができる。また、規則の適用に一貫性が生まれるため、監督を受ける企業側は統合アプローチを好むことが多い。

一方で、統合アプローチにも潜在的なデメリットがある。単一の監督機関が問題の核心を見抜くことができない場合は、その問題に対処できる他の監督機関が存在しない。また、単一監督機関は、効率的に運営するには組織が大きすぎるという側面もある。その他、システミックリスクに関しては、単一監督機関が金融システムの安定・健全性の規制（プルーデンス規制）より業務行為規制に比重を置いてしまいがちになるという問題点も指摘されている¹⁰。

【ツインピークス・アプローチ】

ツインピークス・アプローチ（Twin Peaks Approach）は、金融システムの安定・健全性を規制する監督機関（プルーデンス監督機関）と業務行為を監督する監督機関とが、二元的に金融サービス分野の規制監督を行う手法である。イギリスが2013年からツインピークス型の金融監督体制に移行する計画であるなど、金融監督体制の比較的新しいモデルとして、その機能や実際の効果が注目されている。

ツインピークス・アプローチは、統合アプローチの様々なメリットを獲得すると同時に、金融システムの安定・健全性の規制と消費者保護という二つの目的の間の潜在的な利害対

⁹ こうした問題の事例として、アメリカにおける CFTC と SEC の権限争いが紹介されている。CFTC と SEC の権限争いについては、岡田悟「米国商品先物取引委員会（CFTC）—組織、権限、証券規制との関係」『レファレンス』719号、2010.12、pp.92-94。も参照。

¹⁰ Erlend Walter Nier, “Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis,” *IMF Working Paper*, April 2009, pp.41-42.

<<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0970.pdf>>

立に対処することを意図した体制である。二つの監督機関がそれぞれ一つの目的に規制監督の重点を絞るので、統合アプローチにおける単一監督機関の中で目的の対立が起こるようなリスクを減らすことができる。また、このモデルでは、それぞれの監督機関が、自らの特定の機能に適した専門知識を有する人材を揃えることが可能である¹¹。

一方で、デメリットとしては、プルーデンス上重要な金融機関などが、プルーデンスと業務行為の両方の監督を受けなければならなくなる点や、中央銀行がプルーデンス監督機関を兼ねる場合には、中央銀行の任務が大きくなってしまふことなどが挙げられる¹²。

II 主要国の事例

本章では、日本の現状に参考となりうるような主要国の例として、アメリカ、イギリス、シンガポールの事例を紹介する。この三か国を取り上げる理由は、日本のように規模の大きい商品先物市場を有する先進国であること（アメリカ、イギリス）、先物市場をアジア地域のハブとして発展させる観点から、近年、先物市場の監督権限を一元化したこと（シンガポール）である。

1 アメリカ

(1) 商品先物取引委員会 (CFTC)

先物市場の監督は、商品取引所法 (Commodity Exchange Act) に基づき CFTC が行っている¹³。CFTC は、1974 年の商品取引所法改正により先物市場を監督する独立行政機関として創設され、先物に関する排他的権限を有している¹⁴。

CFTC 発足以前は、先物市場の監督は農務省の商品取引所監督局が行っていた。しかし、時代とともに農産物以外の工業品、金融商品が数多く上場されるようになったことや、1970 年代に入って非規制商品の取引を巡る不祥事の頻発、各種商品価格の急騰といった状況が生じたことがあり、先物市場の監督体制の抜本的な見直しが行われた。見直しの中で、農務省から独立行政機関へと組織が改編されることになった主な理由としては、取引商品が農産品に限られなくなっていることや、農務省には高度な金融技術や金融市場の事情に通じた職員が少ないということがあった¹⁵。

CFTC の使命は、詐欺や価格操作、不正行為、また先物、オプション、スワップに関係するシステムリスクから市場参加者と公衆を保護し、オープンで競争力があり財務的に健全な市場を育成することである¹⁶。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、規則 (CFTC 規則) の制定、

¹¹ プルーデンス監督機関は金融業界や経済の専門知識を有した人材を揃え、業務行為監督機関は執行機能に重点を置いた陣容を整えることができる。

¹² Nier, *op.cit.* (10), pp.44-45.

¹³ CFTC の組織、権限などについては、岡田 前掲注(9)も参照。

¹⁴ CFTC の監督権限は、原則として、農産物や工業品だけでなく通貨や株価指数といった金融商品を含め、あらゆる物品・役務・権利に係る先物取引やオプション取引に及ぶ。

¹⁵ 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。

¹⁶ CFTC, *Summary of Performance and Financial Information Fiscal Year 2011*, February 2012, p.16. <<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@aboutcftc/documents/file/2011spfi.pdf>>

先物市場の監視、法令・規則違反に対する制裁・処分などである。

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、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。CFTC の監督部局は、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などを担当する市場監視局 (Division of Market Oversight)、デリバティブ清算機関や、清算プロセスにリスクをもたらす可能性のある市場参加者を監視する清算・リスク局 (Division of Clearing and Risk)、先物業者や取引所などの登録や法令遵守状況を監督するスワップディーラー・仲介機関監視局 (Division of Swap Dealer and Intermediary Oversight)、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する執行局 (Division of Enforcement) の主に四つの局で構成されている¹⁷。2011 会計年度における予算規模は約 2 億 2700 万ドル、常勤職員数は 666 名となっている¹⁸。

先物市場の監督に関する CFTC の姿勢は、市場の競争力と効率性の重視、自主規制の尊重などに特徴づけられる¹⁹。しかし一方では、価格操作・詐欺的取引などの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強い執行権限を有しており、組織の予算・人員も執行関連部門に最も多く割り当てている²⁰。

(2) 先物市場と証券市場の監督権限をめぐる課題

アメリカでは、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²¹としてそれぞれ規制監督されてきた。しかし、1975 年に CFTC が活動を開始し、その監督権限が農産品だけでなく金融商品を含むあらゆる物品、役務などの先物取引にも広がったことで、先物市場と証券市場の境界を明確に示すことが難しくなった。

これにより、先物と証券の両方の性格を有するような新しいデリバティブ商品²²が開発されるたびに、CFTC と SEC の間で監督権限をめぐる争いが巻き起こることになる。そして、証券市場と先物市場の境界や、両市場の監督権限の一元化に関するテーマがしばしば議論されてきた²³。

CFTC と SEC の監督権限の分担については、権限範囲をめぐる多くの議論や調整を経て、現在ではおおむね整理がされている。しかし、先物市場と証券市場の連動性が高まり、両市場で活動する投資家が増える中、CFTC と SEC の権限争いや監督権限の重複の問題に対しては、依然として様々な批判があがっている。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規制の不確実性によって新しい金融商品の開発や上場が遅れて

¹⁷ CFTC, *op.cit.* (16), pp.18-21. 2011 年に、従来の三局体制から四局体制に組織再編された。

¹⁸ CFTC, *Agency Financial Report Fiscal Year 2011*, November 2011, pp.35, 63.
<<http://www.cftc.gov/About/CFTCReports/index.htm>>

¹⁹ 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 ; 河村 前掲注(15), pp.76-77.

²⁰ CFTC, *op.cit.* (16), pp.38-42.

²¹ 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だった。

²² 金融派生商品。株式、債券、商品などの原資産に対して、その価格変動を対象とした取引契約で、代表的なものとして先物、オプション、スワップなどがある。

²³ 岡田 前掲注(9), pp.92-94.

いる、③類似の金融商品が別々の規制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総合金融グループが複数の機関の監督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、などである²⁴。

そして、結果的に実現には至らなかったが、2008年に財務省が発表した金融制度改革のブループリント²⁵では、CFTCとSECの統合などの監督体制の中期的な改革を経て、長期的な改革の展望として、ツインピークス・アプローチに似た金融監督体制²⁶への再編が提案された。実際には、監督権限の一元化に至るには乗り越えるべき障害がいくつもあり²⁷、それは簡単な作業ではない。しかし、先物市場と証券市場の垣根が一層低くなり、CFTCとSECとの権限争いや権限重複の問題に対する批判的な見解が強まる中で、CFTCとSECを統合する提案も一定の根拠を有するようになってきているといえる。

2 イギリス

イギリスでは、2010年における政権交代後、保守党・自由民主党の連立政権による金融監督体制の改革が途上であり、2013年から新しい金融監督体制が発足する計画となっている。本節では、まず従来のFSAの体制を紹介し、次に新しい体制の概要を紹介する。

(1) 金融サービス機構 (FSA)

イギリスでは、2000年金融サービス市場法 (Financial Services and Markets Act 2000、以下「FSMA」) の下、FSAが銀行、証券、保険等あらゆる業態を包括的に監督しており、先物市場も証券市場などと同様にFSAの監督下にある²⁸。1990年代に相次いで起こった金融不祥事の反省から、金融監督体制を抜本的に改革する必要性が叫ばれ、複数の監督機関を統合するかたちで、1997年にFSAが創設された。その後、銀行監督権限の移管 (1998年)、上場管理機関の役割の移管 (2000年)、FSMA施行による各種監督権限の一元化 (2001年) などを経て、現在に至っている。

FSAは、法律上、公的な監督機関として位置づけられているが、政府機関ではなく保証有限責任会社 (company limited by guarantee) の形態をとっており、その運営費用は主に認可業者からの手数料で賄われている。FSAには、財務省が任免する理事長および理事会が置かれ、財務省や議会への年次報告書の提出を義務づけられている。また、財務省はFSAの運営に関する調査権も有している²⁹。

従来、FSAの組織は、オペレーション、個人市場 (Retail Markets)、法人・機関投資

²⁴ Markham, *op.cit.* (19), pp.404-407 ; Department of the Treasury, *Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, March 2008, pp.108-109.

<<http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/Blueprint.pdf>>

²⁵ Department of the Treasury, *ibid.*

²⁶ 目的ベースの規制アプローチとして、市場の安定に責任を持つ監督機関と個別金融機関などの監督を担うブルードエンス監督機関、業務行為を監督する監督機関の三つで構成される体制。

²⁷ 例えば、先物、証券、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、先物業界からの強い反対、連邦議会の所管委員会間の権限争いなど。 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.

²⁸ ここでは、新体制への移行準備前のFSAの組織を紹介する。FSAの概要については、FSAホームページの情報 <<http://www.fsa.gov.uk/about>> ; 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 ; 日本証券経済研究所編『図説イギリスの証券市場 2009年版』日本証券経済研究所, 2008, pp.158-161などを参考にした。

²⁹ 財務省は、金融分野の規制監督に関する全体的な制度構築とその法制化に対しての責任を有している。

家市場 (Wholesale & Institutional Market) という三つの部門を中心に組織されていた³⁰。そして、各部門にまたがる専門的問題に対処するために、分野横断リーダーが率いるチームも配置して、柔軟な組織対応と情報共有を可能にする組織構成がとられていた。2011年3月末時点で常勤職員数は3,909人となっており、2011年度の業務予算規模は約4億6000万ポンドとなっている³¹。

FSAの規制目的としては、「市場の信頼確保」、「金融の安定」、「消費者の保護」、「金融犯罪の削減」の4項目が規定されている³²。これらの目的を達成するために、FSAには、規則制定・ガイダンスの提示、業者の認可、業務行為の監視、業者や消費者の教育・啓蒙、違反行為への制裁、消費者の救済、といった広範な権限が与えられている。

執行権限については、FSAは、FSMAやFSA規則等の違反に対して刑事・民事上の制裁を課すことができる。例えば、認可・承認の取り消しや金融サービス業への従事禁止、無制限の制裁金、違反行為の公表などであり、また、裁判所に阻害行為の差止請求および原状回復を求めることもできる。

(2) 新しい監督体制

現在イギリスでは、2013年から新たな金融監督体制に移行する計画で準備が進められている。計画されている新たな金融監督体制の枠組みを示したのが図1である。

まず、イングランド銀行(BOE)に金融安定委員会(Financial Policy Committee: FPC)を新設し、金融システム全体に関わるリスクを横断的に監視する役割を担わせる。FSAを解体して、その権限を、ミクロプルーデンスの観点から個別金融機関などの監督を担うプルーデンス規制機構(Prudential Regulation Authority: PRA)と、消費者保護などを目的として業務行為の監督を担う金融行為監督機構(Financial Conduct Authority: FCA)に移管する。そして、金融システム全体の安定を図る責任と権限を、中央銀行であるBOEに集中させる方針が示されている。

先物市場の監督はFCAが管轄する予定であり、FCAは個人向け業務や法人向け業務を扱う様々な金融サービス会社の業務行為や、市場サービスを提供する法人(取引所など)などを監督する³³。PRAの監督対象外の業者(投資会社など)に対しては、業務行為に加えて健全性についても監督権限を有する。市場関連では、取引所市場、機関投資家間の店頭市場、市場で取引される金融商品や各種取引行為を規制監督する。また、所管範囲における規則制定権も付与される。

FCAの使命・目的は、イギリスの金融システムに対する信頼の保護・強化とされ、それは、適切なレベルでの消費者保護の保証、金融サービス市場における効率と選択の促進、イギリスの金融システムの信頼性の保護・強化、という三つの業務目的を通じて達成される³⁴。

³⁰ 現在は、新しい金融監督体制への円滑な移行を視野に、プルーデンス業務ユニット、業務行為ユニット、オペレーションユニット、幹部直轄業務ユニットという四部門の構成に再編されている。

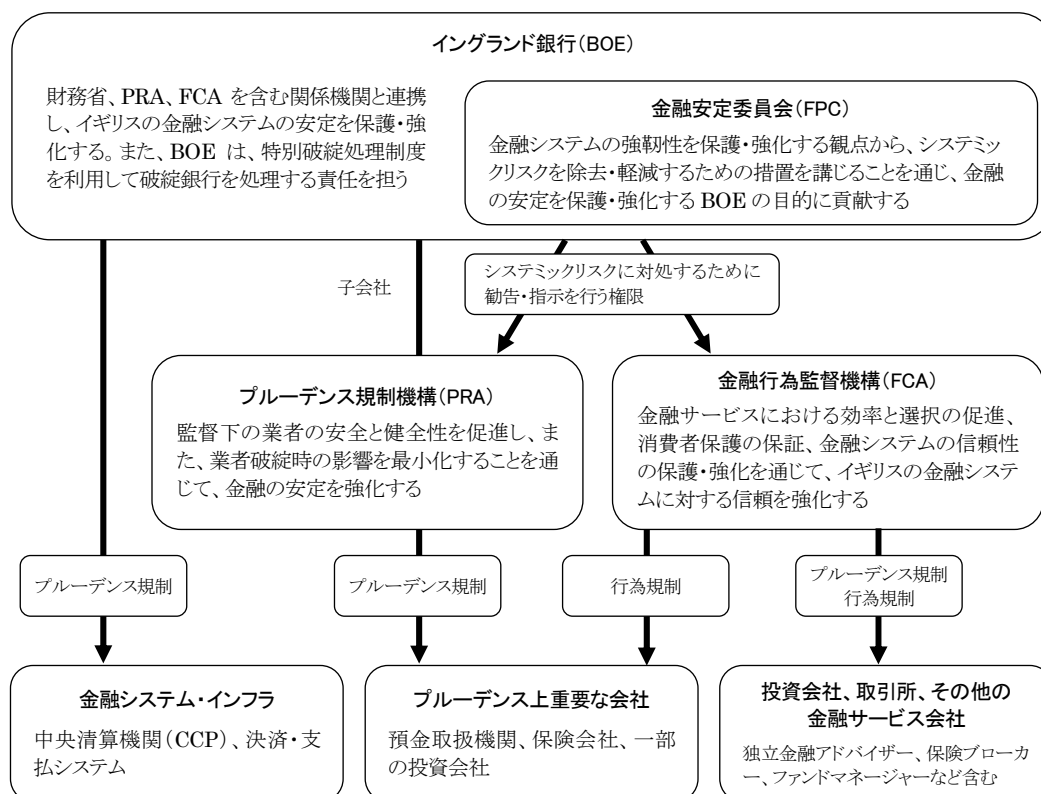
³¹ FSA, *Annual Report 2010/11*, 2011, pp.100, 105-106.
<http://www.fsa.gov.uk/pubs/annual/ar10_11/ar10_11.pdf>

³² Financial Services and Markets Act 2000 (c.8) ss.3-6。従来は、第二の項目として「公衆の啓蒙」があったが、2010年金融サービス法によりそれが削られ、「金融の安定」が加えられた。

³³ FCAについては、FSA, *The Financial Conduct Authority: Approach to regulation*, June 2011, pp.29-39.
<http://www.fsa.gov.uk/pubs/events/fca_approach.pdf>など。

³⁴ *ibid.*, p.15.

図1 イギリスの新しい金融監督体制



(出典) HM Treasury, *A new approach to financial regulation: building a stronger system*, February 2011, p.5. を基に筆者作成

こうした制度改革を行う理由については、従来の金融監督体制において、①BOEは金融の安定に対する法的な責任を有していたが、その責務を果たすための手段が限られていた、②一方で、FSAは金融の安定の責務を果たすための規制手段を持っていたが、FSAには消費者保護、公衆の啓蒙、市場の信頼、金融犯罪の削減を含む幅広い責務があり、金融の安定の問題には重点を置いていなかった、③企業レベルの安定と金融システムの安定の連関の問題が監督機関の間の隙間に落ちてしまい、この非常に重要な問題に対処する権限を持つ監督機関がなかった、という問題点があったことが報告されている³⁵。

この再編により、イギリスは複数の国の金融監督体制のモデルとなった統合アプローチを廃止し、ツインピークス型の体制を採用することになる。イギリスにおける制度改革は、今後、金融監督体制の国際的な潮流にどのような影響を及ぼすのか。また、ツインピークス・アプローチがイギリスにおいて実際に有効に機能するのか。今後の動向が注目される。

3 シンガポール

³⁵ HM Treasury, *A new approach to financial regulation: building a stronger system*, February 2011, p.4. <http://www.hm-treasury.gov.uk/d/consult_newfinancial_regulation170211.pdf> 一方で、この改革は前労働党政権が行ったFSAへの金融監督権限の集約に対して、それ以前の監督体制に戻すような内容であり、政権交代を強く印象付ける政治的選択の要素を含んだものであるとの指摘もある。河村賢治「英国における金融制度改革—アメリカ法との対比において」『企業と法創造』7巻3号, 2011.1, p.10.など。

(1) 通貨監督庁 (MAS)

シンガポールでは、通貨監督庁 (Monetary Authority of Singapore: MAS) がすべての金融サービス分野の監督を行う体制をとっている³⁶。MAS は中央銀行かつ銀行監督機関として 1971 年に設立されたが、その後、保険や証券など様々な金融分野の監督権限の移管を受け、2002 年には造幣業務を担当してきた通貨理事会 (BCC) と統合して、現在の姿となっている。金融サービス分野の監督だけでなくシンガポールの中央銀行としての機能も有する MAS の管轄は非常に広いが、こうした体制が可能となる一因として、シンガポールが人口規模や国土面積が小さい都市国家であることが指摘できるだろう。

MAS の使命は、インフレなき持続的な経済成長と、健全かつ先進的な金融センターを育成することである。MAS の機能としては、①シンガポールの中央銀行としての、金融政策の立案と実施、通貨発行、決済システムの監督、国庫金の取り扱い、②金融サービスの包括的な監督と金融の安定の監視、③外貨準備の管理、④シンガポールにおける国際金融センターの育成、の四つが規定されている³⁷。

MAS には、首相が任命する理事長および理事会が置かれている。MAS の組織は、理事会と役員室などのほか、金融政策・投資・調査、発展・渉外 (Monetary Policy, Investment & Research / Development & External) 部門と金融監督 (Financial Supervision) 部門の大きく二つに分かれる。前者の部門は、金融政策や外貨準備の管理、マクロ経済動向の調査研究、国際金融センターの育成などの役割を担っており、後者の部門は、銀行、保険、金融市場などの監督を担当している。そのうち、先物市場の監督は、金融監督部門の資本市場グループが行っている。

MAS の収入は、金利や配当収益、外国為替収益や各種手数料などから得られており、2011 年 3 月期における年間の業務経費は約 8 億 7000 万シンガポールドル³⁸である。

(2) 先物市場の監督権限の一元化

シンガポールでは、2007 年以前、商品先物市場については商品取引法 (Commodity Trading Act) の下、国際企業庁 (International Enterprise Singapore: IE) が監督を行っており、証券市場や金融先物市場については証券先物法 (Securities and Futures Act) の下で、MAS が監督を行っていた。

しかし、2007 年の両法の改正によって、商品先物市場の規制が商品取引法から証券先物法に移り、それに伴って 2008 年には商品先物市場の監督権限も IE から MAS に移管された。これにより、証券、金融先物、商品先物の全てが証券先物法によって規制されることになった。一方で、この時、店頭商品デリバティブ³⁹と現物取引の監督権限については、従来の通り商品取引法下で IE に監督権限が残された⁴⁰。

³⁶ MAS の概要については、MAS ホームページの情報<http://www.mas.gov.sg/about_us/About_MAS.html> ; MAS, *Annual Report 2010/2011*, 2011. <http://www.mas.gov.sg/about_us/annual_reports/annual20102011/pdf/ar2011.pdf> ; Group of Thirty, *op.cit.* (6), pp.162-165.などを参考にした。

³⁷ Monetary Authority of Singapore Act (Chapter 186) §4.

³⁸ MAS, *op.cit.* (36), p.62.

³⁹ 取引所を通さずに、原油や穀物、金属などのデリバティブ商品を相対取引すること。

⁴⁰ その理由として、商品取引法における店頭商品デリバティブなどの規制は、違法な売買仲介行為などの防止に重点が置かれていて、店頭市場におけるほとんどの合法的な自己売買は許認可が免除されていたため、現状の枠組みのままの方が好ましいと判断したことが挙げられている。MAS and IE, “Response to feedback received - consultation paper on regulatory oversight of commodity futures,” 13 July 2007, pp.3-4. <http://www.mas.gov.sg/resource/publications/consult_papers/2007/>

こうした権限の一元化がなされた背景には、金融先物市場と商品先物市場の垣根がなくなり、両市場で活動を行う投資家が多くなる中で、複数の監督機関による監督体制にコストがかかるようになってきたことがある⁴¹。監督機関を単一にすれば、従来 IE と MAS の二機関から許認可や法令遵守が求められていた業者も、一機関の許認可のみで活動を行えるようになる。MAS への権限の集約は、シンガポールの先物市場がアジア地域のハブとして発展していくための国家戦略的な側面を強く意識したものである。IE と MAS は、権限移管の提案について国民や産業界へ意見募集を行ったが、寄せられた意見のほとんどは、MAS が単独で先物市場を監督することを支持するものであった⁴²。

その後、2012年2月には、2008年の権限移管の際に IE に残された店頭商品デリバティブの監督権限を MAS に移管する案が公表された。この構想の理由については、①店頭商品デリバティブの市場が急速な拡大を遂げる中で、標準化された取引も増えており、店頭市場と取引所市場の違いがあいまいになってきていること、②店頭市場と取引所市場の双方で活動する機関投資家にとって監督機関が一つになる利点があること、③国際的に店頭商品デリバティブの規制強化の動きがある中で、国際的な標準に歩調を合わせるために、証券先物法の規制範囲を店頭商品デリバティブにも広げて監督権限を MAS の下におく必要があること、などが説明されている⁴³。

シンガポールでは、MAS の組織使命にもあるように、自国の市場を国際金融センターとして発展させるという戦略が重要な位置におかれている。金融分野の監督権限の見直しに際しても、金融市場の発展に資するために市場参加者にとって余計な負担となるような部分は改善するという視点が常に意識されているといえる。

おわりに

本稿では、諸外国における先物市場の監督体制に関して、その概要や主要国の事例などを紹介してきた。最後に、こうした例を参考に、日本における証券・商品の監督権限一元化に関して、その論点をまとめておこう。

現状のように証券市場と先物市場の監督権限が金融庁、経済産業省、農林水産省に分かれているメリットは、上場商品とその関連産業について専門的知識・情報を有する官庁が監督を行うという点である。特に、生産・消費に限りがあり、その価格動向が国民生活に直接影響する農産品やエネルギー商品、金属などを扱う商品先物市場については、現物を取り扱う産業界の動向や商品の需給などの情報も把握した上で適切な市場監督を行うことの重要性が、国際的に再認識されている⁴⁴。

Comm%20Futures%20Responses%20_for%20publication_v4.pdf>

⁴¹ 権限集約の理由・目的については、“Second Reading Speech by Mr Lim Hng Kiang, Minister for Trade & Industry and Deputy Chairman, MAS - Commodity Trading (Amendment) Bill 2007,” MAS Policy Statements/Speeches 2007, 17 Jul 2007. <http://www.mas.gov.sg/news_room/statements/2007/Second_Reading_Speech_by_Mr_Lim_Hng_Kiang_Minister_for_MTI_and_DC_MAS.html>など。

⁴² MAS and IE, *op.cit.* (40), p.1.

⁴³ MAS and IE, *Consultation Paper: Transfer of Regulatory Oversight of Commodity Derivatives From IE to MAS*, February 2012, pp.2-4. <http://www.mas.gov.sg/resource/publications/consult_papers/2012/TransferofRegOversightofCommodityDerivatives.pdf> ただし、現物取引については引き続き IE の監督下におかれることが提案されている。

⁴⁴ 2008年の商品価格高騰と急落への反省から、現物の需給を正しく反映した価格形成が行われるような規制・市場監視の枠組みを構築する必要性が叫ばれている。Technical Committee of the IOSCO, *Principles for the*

一方で、デメリットは、監督機関が分散することにより、総合的な金融サービスを展開する金融グループは複数の監督機関に対応しなければならず、時間と労力の面でより多くのコストがかかる点である。また、監督機関が複数であるため規則の適用に一貫性が生まれにくい。その他にも、組織の重複で監督機関の資源が浪費される点や、総合金融グループの監督を効率的・包括的に行いにくい点、各市場が縦割り構造になってしまう点、経済産業省や農林水産省には高度な金融技術や金融市場の事情に通じた人材が相対的に多くない点などが、デメリットとして挙げられる。また、国際的にみて、取引商品ごとに監督機関を分けているような体制が例外的であるという事情も、考慮しておく必要があるだろう。

これに対し、金融庁に監督権限を一元化した場合は、上記のメリット・デメリットが反対に作用することになる。メリットは、規制の適用に矛盾や混乱がなく、合理的・効率的な監督が可能になる点である。総合金融グループや総合取引所などにとっては、対応する監督機関が一つで済むコスト的メリットがある。海外から投資家を呼びこんで日本を国際金融センターにしようとする戦略を考えた場合、監督機関の窓口が一つに集約された方が、国際的な総合金融グループを誘致しやすいだろう。また、高度な金融技術や金融市場に関する情報・専門知識を有する官庁が、一元的に市場監督を担当するという点も指摘できる。

一方で、想定されるデメリットとしては、金融庁は、農産品やエネルギー商品、金属などの現物を取り扱う産業界の事情に、相対的に詳しくないという点が挙げられる。当業者⁴⁵のリスクヘッジの場としての機能を持ち、価格動向が国民生活に直接影響する商品先物市場においては、時として他の金融市場の監督とは異なる対応も必要になる。

直近の情報では、監督権限の見直しについては、合併などで統合された総合取引所の監督権限は金融庁に一本化するが、持株会社方式で証券取引所、商品取引所が分立するような場合には、各取引所に対する三省庁の監督権限が残るとの方針が発表されている⁴⁶。また合併方式による総合取引所の場合でも、上場商品の認可や取引停止命令などで経済産業省と農林水産省の関与が残るとされる。これでは、取引所の再編の行方次第で現状よりさらに複雑な監督体制になってしまい、監督制度の面からは、証券市場や先物市場の活性化につながらない可能性が懸念される⁴⁷。

日本の先物市場については、特に商品先物市場において過去 10 年間で市場規模が急速に縮小してきており、国際的な地位の低下が強く懸念されている。また、証券市場についても、中国をはじめとするアジア諸国の市場の活況により、アジアトップの地位が脅かされる状況になってきている⁴⁸。総合取引所の創設に向けた監督権限の整理においては、各市場の活性化につなげるという視点をふまえた議論が望まれる。

Regulation and Supervision of Commodity Derivatives Markets: Final Report, September 2011, pp.5-10.
<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD358.pdf>など。

⁴⁵ 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。

⁴⁶ 金融庁・農林水産省・経済産業省「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」2012.2.24。

⁴⁷ <http://www.meti.go.jp/press/2011/02/20120224009/20120224009-2.pdf>；「総合取引所 持ち株方式で 縦割り規制温存」『日本経済新聞』2012.2.1。

⁴⁸ 例えば、総合取引所の実現方式によって監督体制を変えるのではなく、市場の監督権限をすべて金融庁に集約した上で、需給を反映しないような商品価格の高騰・急落などの緊急時にのみ、経済産業省・農林水産省が金融庁と対応を協議できるというような枠組みであれば、監督権限の集約によるメリットを享受しつつ、デメリット面を抑えることができるような体制になると思われる。「総合取引所法案提出へ 監督権限、金融庁に」『日本経済新聞』2012.1.17；「商品取引の監督 金融庁に移管へ」『朝日新聞』2012.1.17を参考にした。

⁴⁹ 「日本株復活の条件(上) マネー呼び込む決意を」『日本経済新聞』2011.11.23；「日本株復活の条件(下) 企業の魅力向上も正念場」『日本経済新聞』2011.11.24。