

「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令（案）」等に対する意見

2009年5月28日
日本弁護士連合会

第1 はじめに

金融庁は、本年4月28日付けて、金融商品取引業等に関する内閣府令（以下「金商業等府令」という。）の改正案を公表した。同改正案は、外国為替証拠金（FX）取引について、その区分管理の方法を金銭信託に一本化すること等を内容とするものである。

当連合会は、外国為替証拠金（FX）取引が多くの消費者被害を発生させてきたことから、被害の防止のための規制を求める意見書を公表してきたところであり、同取引の区分管理の方法についても、2008年2月14日付けて「外国為替証拠金取引における分別管理に関する意見書」にて、顧客資産確保の観点から、区分管理の方法を信託銀行等への金銭の信託に限定すべきとの意見を述べていた。今回の内閣府令の改正は、基本的に同意見に沿うものであるが、他方、上記の規制はデリバティブ取引全般に及ぶものではないことから、外国為替証拠金（FX）取引以外のデリバティブ取引において同種の問題が生じるおそれも存する。

そこで、金商業等府令改正案に関連して以下のとおり意見を述べる。

第2 意見の趣旨

- 1 通貨関連デリバティブ取引等の区分管理の方法を「信託会社又は信託業務を営む金融機関への金銭信託」の方法に限ることに賛成する。なお、通貨関連デリバティブ取引等以外のデリバティブ取引等についても、基本的に同様の規制を及ぼすべきである。
- 2 通貨関連デリバティブ取引等にロスカット・ルールの整備・遵守を義務付けることに賛成するが、ロスカット・ルールが経済的合理性を欠いたり、社会的相当性を逸脱して賭博的取引を助長することができないように、実効ある規定の整備と監督を行うべきである。
- 3 通貨関連デリバティブ取引等にレバレッジ規制を導入し、一定の経済的合理性の認められる倍率のレバレッジの範囲内で、取引を認めるべきである。

第3 意見の理由

1 外国為替証拠金（FX）取引の実情

(1) 外国為替証拠金（FX）取引と法規制の経緯

外国為替証拠金（FX）取引は、外国為替の売買価格について当初約定した数値と決済時の数値の差額について差金決済を行う取引で、投資者が証拠金を業者に預託して行われるものである。現在、取引所において行われる市場取引と、投資者と業者の相対で行われる店頭取引（OTC）がある。

外国為替証拠金（FX）取引は、1998年の外国為替及び外国貿易法の改正以降広がった取引であり、外国為替に関する規制が緩和されながら、業者規制法規や監督官庁が存しなかったことから、外国為替証拠金（FX）取引を行う悪質業者が跋扈し、多くの投資者被害を出した。

当連合会は、2003年12月20日、「外国為替証拠金取引および不招請の広告・勧誘禁止に関する意見書」を公表し、国に対して早期の対応を求めたが、その後2004年12月1日に金融先物取引法が改正され、外国為替証拠金（FX）取引は金融先物取引として同法の規制対象となり、外国為替証拠金（FX）取引を行う業者は登録を要することとされ、また、不招請の勧誘を禁止する等の行為規制が行われることとなった。金融先物取引法による規制は、証券取引法が金融商品取引法に改正されるに際して同法に統合され、以降、外国為替証拠金（FX）取引は金融商品取引法により規制が行われている。

金融先物取引法による規制の導入により、極めて悪質な業者はその多くが一掃された。しかし、金融先物取引法により導入された規制は、顧客からの預かり資産の分別管理（区分管理）の規制が不十分であるなど投資者保護の観点から不十分なものであったことから、投資者保護の体制が十分でない業者がなお生き残ることとなり、金融商品取引法は金融先物取引法の規制を基本的に引き継いだことから、そのような状態もまた引き継がれた。

(2) 外国為替証拠金（FX）取引をめぐる問題点

外国為替証拠金（FX）取引の破綻と顧客の預かり資産の流用

こうした状況を背景として、2007年夏以降の為替相場の変動（ドルの下落）のなかで、複数の外国為替証拠金（FX）取引業者が破綻し、これらの業者において顧客からの預かり資産が返還されない

という事態が生じた。

外国為替証拠金（FX）取引業者が破綻したのは、外国為替証拠金（FX）取引業者が、顧客との取引においてリスクを負い（店頭取引の場合）、また、自ら投資リスクを負って自己勘定取引を行っているなどの場合に、財務管理が適切に行われていない業者が破綻する可能性が高いことがその背景にある。店頭取引により外国為替証拠金（FX）取引を行っている業者は、業者が取引の相手方になっているので、顧客が利益を上げるときには顧客の利益に相当する額が業者の損失となる。業者が、その損失をカバーするために、他の業者との間で顧客との取引に対応する取引をカバー取引として行っているときには、業者は顧客との間の取引によって生じた損失をカバーすることができるが、カバー取引を行っていないかったり、カバー取引が顧客との取引量に対応していない場合には、業者に損失が生じることになる。また、業者が、自己の勘定で自己の投機のために他の業者との間で外国為替証拠金（FX）取引を行っているときには、自己勘定による取引による損失が生じることになる。取引が高レバレッジで行われている場合には、これらの業者の損失は大きいものとなり、破綻の可能性は、当然高まる。

預かり資産が返還されない事態が生じたのは、外国為替証拠金（FX）取引業者において、分別管理（区分管理）が顧客資産確保に十分でなかったことによる。そのため、業者が、顧客からの預かり資産を業者の運転資金や自己取引に流用したり、あるいは、自己取引の危険にさらすことになったため、預かり資産が返還されなかった。

高レバレッジの取引による弊害

この間、外国為替証拠金（FX）取引では、レバレッジ（証拠金に対する約定数値の比率）について規制が行われてこなかったことを背景に、高レバレッジの取引が増大し、なかには600倍にも及ぶレバレッジの取引が行われている例もある。また、取引単位の低額化も進行し、証拠金5000円から取引を行うことができる例もある。

結果として、少なくない顧客が高レバレッジ、すなわち極めて投機性の高い（賭博性の高い）取引を行うようになり、また、個人が零細な資金を投機性の高い（賭博性の高い）取引により費消するなどの例も存する。高レバレッジの取引では、高額の収益を得る可能性がある反面、高額の損失を被る可能性も高まる。保証金に対して取引の損失

が一定割合以上になったときに、強制的に反対売買を行って決裁をするロスカット・ルールが導入されている場合には、ロスカット・ルールが適正に機能するときには、予定されたロスカット水準の損失に抑えることができるが、ロスカット・ルールが適正に機能しないために顧客に不測の損害が生じるという問題が発生している。ロスカット・ルールが適正に機能しない場合、高レバレッジの取引では、顧客がこうむる損失は当然大きなものになる。

また、業者が高レバレッジの外国為替証拠金（FX）取引を行っている場合には、前記のとおり、損失を被ったときに業者が破綻する危険性が高まる。

ロスカット・ルールに関する問題

高レバレッジの取引が行われるようになってきていることと相まって、この間、取引にロスカット・ルールを導入するものが増えている。ロスト・ルールとは、保証金に対して取引の損失が一定割合以上になったときに、強制的に反対売買を行って決済をするルールである。顧客の損失を一定の水準に抑えるためのしくみである。

このロスカット・ルールに関しては、当該ルールが機能しない結果、ロスカット水準を超えて顧客に不測の損害をもたらすなどの問題が生じている。ロスカット・ルールが機能しない場合としては、市場取引では対応する反対注文がない場合、店頭取引では業者がロスカットをきちんと実行しない場合や、カバー取引においてロスカット取引が成立しないときに顧客との関係でロスカットを行わない場合などが考えられる。ロスカット・ルールが機能しない場合には、顧客は、ロスカット・ルールにより覚悟した水準を超える損失を被ることになる。高レバレッジの取引の場合には損失の規模は当然大きくなる。

また、高レバレッジの取引の場合、価格変動によってロスカットが行われる可能性（すなわち、顧客の損失により取引が終了となる可能性）が高くなる。レバレッジの水準が高すぎる場合には、わずかの価格変動によってもロスカットが行われることになる。

他方、店頭取引において顧客に対するロスカット・ルールの発動に対応するカバー取引が成立しないときには、業者は多額の損失を負担しなければならなくなるが、これは業者の財務状況を悪化させる要因となる。高レバレッジの取引の場合には、財務状況の悪化の可能性、破綻の可能性が高まる。

店頭取引における価格の透明性

店頭取引では、価格の透明性についても問題がある。店頭取引では、取引価格は業者が提示する売買価格によることになるが、売買価格の決定方法を開示していない会社があるなど価格の透明性が必ずしも十分でなく、業者が恣意的な価格形成を行うことを必ずしも十分防ぎ切れない問題がある。高レバレッジの取引が、ロスカット・ルールを導入して行われた場合において、業者が恣意的な価格操作を行う場合には、業者は容易にロスカットにより、取引を終了させることができることになる。

2 法規制と外国為替証拠金（FX）取引

外国為替証拠金（FX）取引などのデリバティブ取引は、一般に賭博の構成要件に該当するが、正当行為（刑法第35条）と認められる場合には違法性が阻却されると解されている。

外国為替証拠金（FX）取引は、金融先物取引法により業法による規制の網がかけられ、現在金融商品取引法により規制されているが、規制が及ぼされたことにより直ちにすべての外国為替証拠金（FX）取引が正当行為として適法と認められたわけではなく、実質的に社会的相当性が認められない場合には、違法となる¹。

デリバティブ取引が正当行為と認められるためには、当該取引において、目的の正当性、取引内容の相当性が、客観的に認められる必要があるところ、法的規制との関係では、目的の正当性に鑑みて、取引内容の相当性が確保されるように、規律を整備すべきである。

この点、目的の正当性に関しては、公正な価格形成機能、価格のヘッジ機能、資産運用機能（投機）などが考えられる。なお、資産運用機能（投機）が目的としての正当性を認められるためには、公正な価格形成機能、価格のヘッジ機能を実現するために、資産運用機能（投機）を目的とする取引により市場に投資資金を供給する必要

¹ 外国為替証拠金（FX）取引に法的規制を及ぼす金融先物取引法の改正が行われた際には、増井喜一郎政府参考人から「従来、金利、通貨を用いた店頭デリバティブ取引につきましては、社会通念上、正当な取引であって正当業務行為として違法性が阻却されるというふうに考えられてまいりました。今般、金融先物取引法におきまして、外国為替証拠金取引などの店頭デリバティブ取引が店頭金融先物取引として法制化をされるということでございますので、正当行為として違法性が阻却されるための要素がさらに強化されるというふうに考えられます。ただし、外国為替証拠金取引という名目で行われる取引がこれで全て一律に適法とされるものではないというふうに考えておりまして、個別の状況を見ながら、最終的には裁判所の判断に依拠するということになるかというふうに考えております。」と説明されていた（衆議院財務金融委員会平成16年11月17日）。

があるか否かなどが、考慮される必要がある。

外国為替証拠金（FX）取引については、もともと金融審議会において規制が検討されていた議論の中で、個人向けの商品としてこのような商品が認められる意義を疑問とする意見が出されていた²。また、現在、多くの個人が資産運用（投機）を目的として外国為替証拠金（FX）取引を行っているとみられるが、公正な価格形成機能や価格のヘッジ機能などの観点からのこの取引の必要性についても、慎重な検証が必要である。このように、外国為替証拠金（FX）取引の目的の正当性、特に高レバレッジの取引の目的の正当性は、慎重に検討される必要がある。

次に、取引内容の相当性は、取引の目的に適合する取引のしくみであることを前提として、投資者の保護のための制度が整っているか、市場の規律を確保するための制度が整っているか等に鑑みて検討されるべきである。この点についても、外国為替証拠金（FX）取引においては慎重な検討が行われる必要がある。

デリバティブ取引については、今般の世界的な金融危機が起こる中で、これまで基本的に自由にこれを認めようとしてきた施策が見直され、欧米において合理的な規制の強化が検討されている。こうした規制は、ゆきすぎた自由化・規制緩和が金融システムの混乱の原因となったことに対する反省に基づいて、検討されているものである。

外国為替証拠金（FX）取引に関する規制も、こうした状況を踏まえて、検討されるべきである。デリバティブ取引が賭博行為に該当し、正当行為と認められるかどうかを慎重に検討すべきとの基本的な立場に立ち返って、取引の必要性と許容性が検討されるべきであり、取引の内容の相当性に関する今回の金商業等府令の改正等も、このような観点から慎重な検討が行われるべきである。

3 分別管理（区分管理）の規制

外国為替証拠金（FX）取引において顧客からの預かり資産の分別管理（区分管理）において、信託銀行等への金銭の信託のほか、銀行等への預金又は貯金、カバー取引相手方への預託等、顧客の預かり資産を確保する手段としては不十分な方法が認められていたことが、破綻業者から顧客の預かり資産が返還されなかった事態の一因である。証券取引等においては、顧客からの預かり資産の分別管理（区分管理）は信託銀行

² 金融審議会金融分科会第1部会（平成16年6月14日）における池尾和人委員の発言。

等への金銭の信託に限られているが、このように受託者責任としての当然の規定が整備されていれば、上記の被害は防ぐことができたものである。

そこで、当連合会は、2008年2月14日付けて「外国為替証拠金取引における分別管理に関する意見書」を公表し、店頭外国為替証拠金（FX）取引を取り扱う金融商品取引業者の分別管理（区分管理）の方法を、信託銀行等への金銭の信託に限ることを求めていた。

今回の区分管理の方法に関する金商業等府令の改正は、通貨関連デリバティブ取引等に関する限り、当連合会の意見に沿うものであり、基本的に賛成する。

但し、今回の改正が、区分管理の方法について金銭信託に限る対象を、通貨関連デリバティブ取引等に限定していることは問題である。

これまで、金融商品ないし投資商品に関して、悪質な業者は、規制のない分野または規制の緩い分野を求めて、投資者被害を巻き起こしてきていた。外国為替証拠金（FX）取引、海外商品先物取引、海外商品オプション取引、ロコ・ロンドン金取引等、いずれも、規制のない分野または規制の緩い分野に、順次悪質な業者が進出していったものである。

こうした過去の経験に鑑みれば、今回の改正において規制を徹底せず、通貨関連デリバティブ取引等以外のデリバティブ取引において従前の緩い規制のままにしたときには、悪質業者がこの分野に進出して投資者被害を発生させることは必至である。

従って、今回の金商業等府令の改正によって、通貨関連デリバティブ取引等のみでなく、それ以外のデリバティブ取引についても、業者に顧客資産の流用等を許さない実効ある規制を及ぼすべきであり、基本的には、通貨関連デリバティブ取引等と同様の規制を及ぼすべきである。

4 ロスカット・ルールについて

現在多くの取引において、ロスカット・ルールが導入されていること、および、ロスカット・ルールに関して前記のような問題が生じていることに鑑みると、ロスカット・ルールの制定を義務付けること自体には、望ましい面がある。

しかし、ロスカット・ルールを定める場合には、そのルールの内容が合理的である必要があり、また、同ルールがその趣旨に従って、適切に実行されるよう規律の整備および監督の実効が図られる必要がある。

ロスカット・ルールは、本来、顧客が取引を行うに際して、通常の相

場の動き、または、自ら合理的に予測する相場の動きに反して損失が発生した場合に、当初の想定額以上に損失が拡大しないように、取引を終了するものである。通常の相場の動きの中でロスカットが頻繁に適用されるような取引、特に、わずかの相場の動きによりロスカットが適用されるような取引は、正常な取引といいうるか疑問がある。このような取引は、投機性ないし賭博性が高いものであり、経済的合理性にも疑問があり得る。

ロスカット・ルールは、通常の相場の動き、または顧客が合理的に予測する相場の動きに反して損失が発生した場合に発動されるような合理的な水準での設定を求める実効ある施策を検討すべきである。

また、市場取引においては、ロスカット・ルールが発動された際に、適切に反対売買が行うことができるよう、マーケットメーカーにおいて反対売買の引受ができるだけ確保されるように適切な条件整備を検討すべきである。なお、ロスカットが当初に想定していた水準で行うことできず、同水準以上の損失を顧客に及ぼすおそれがある場合には、その旨の説明を十分に行うこと、および、ロスカットの実行に関して業者は忠実義務を負うことを明確化すべきである。

店頭取引では、ロスカット・ルールの実行は、カバー取引におけるロスカット取引の成否にかかわりなく行わせるべきである。店頭取引の場合、業者は顧客の取引の相手方であることから、ロスカットの決済を成立させることができないという事態は考えられないし、ロスカット・ルールを導入している以上、そのような処理を行うことは、契約上の義務と考えられるからである。このように規律することによって、店頭取引業者に、ロスカット・ルールの水準の設定に慎重を期す効果も期待できると考えられる。

また、ロスカット・ルールが、高レバレッジ取引を許容する理由として用いられてはならない。ロスカット・ルールが適切に設定され実行されれば、顧客が不測の損失を被る危険は低くなるが、その危険がなくなるわけでなく、投資者を不合理な投資行動にいざなう可能性も存する。また、業者の財務体質の健全性確保の点では、問題はなんら解決されないからである。

なお、米国において、相対型デリバティブ取引について、決済を清算機関に一元化する動きがある。監督の実効および公正な価格の形成という観点から、取引所ないし清算機関への取引の集中は望ましいというべ

きである。ロスカット・ルールの規律に際しては、このような点も配慮すべきである。

5 レバレッジ規制について

現在行われている外国為替証拠金(FX)取引のうち、高レバレッジの取引は、正当行為としての根拠に疑問がある。

もとより、レバレッジの高い取引は、投機性(賭博性)が高いため、取引目的の正当性や取引内容の相当性を認めにくい。しかも、前記のとおり、外国為替証拠金(FX)取引においてレバレッジの高い取引は、顧客に不測の損失を被らせるおそれがあること、業者の財務の健全性を害し、破綻の可能性を高めるという弊害がある。

さらに、レバレッジの高い取引が認められる場合、業者が自己が負うことができる損失に対応する利益を超えて、レバレッジの高い取引を行うことができることから、業者が無責任に高レバレッジの取引を行うことが懸念される。また、自己取引で損失が生じた場合に、損失を取り戻すためにより高いレバレッジの取引を行うという行動にでることも懸念され、さらに、高いレバレッジの取引が多く行われるときには、価格の騰落を激化させ、投資者に不測の損害を被らせるおそれもある。

レバレッジ規制に類似の制度としては、信用取引における委託保証金の率に関する規制、商品先物取引における証拠金の倍率に関する規制がある。前者は、信用取引に関する委託保証金の率を原則として約定価格の 30 パーセントとし、信用取引の利用が過度となつた場合に、新規の信用取引の利用を抑制するため、委託保証金率の引上げ等を行うものである。信用取引による仮需給の導入は、実需給と相まって現物市場における需給の厚みを増し、公正・円滑な株価形成を図ることが期待するものであるが、信用取引の利用が行き過ぎると、株価の騰落を激化させ、投資者に不測の損害を与えるなど、本来の機能を逸脱するおそれがあることから、上記の規制が行われている。

後者は、商品先物取引において、取引価格の概ね 5 ~ 10 パーセントに相当する委託証拠金を預託させることを原則として、値動きが激しいときには、委託証拠金の比率が引き上げられる措置がとられる。

こうした他の投資取引における規制の実情に鑑みれば、少なくとも 25 倍を越えるレバレッジによる取引は、認められないと考えるべきである。もっとも、レバレッジの適切な水準は、外国為替証拠金(FX)取

引の目的の正当性に適うように設定されるべきであり，公正な価格形成のために経済的合理性が認められる水準，価格のヘッジのために経済的合理性が認められる水準を慎重に検討のうえ，かかる合理性が確認できる範囲内において設定されるべきである³。

なお，レバレッジに関する規制が自主規制として実効を持って行われる場合には，法規制を厳格化する必要は必ずしもないが，むしろ業者間において高レバレッジを競う競争が取引所も巻き込む形で行われており，公的な規制によらなければ規制の実効を確保し得ない現状では，公的な規制を整備することにより，規制の実効を図るべきである。

以上

³ なお，外国為替証拠金取引への規制の導入を検討した金融審議会金融分科会第1部会（平成16年5月26日）では，外国為替証拠金業者から，レバレッジの上限を10～15倍とする規制が必要との意見が述べられていた。