

# シカゴ・マーカンタイル取引所(CME)のブローカー免許取得

志馬 祥紀

## 1 はじめに

米国最大の先物取引所グループであるシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)グループは、NFA(全米先物協会)よりFCM(先物仲介業者)の承認を得たと二〇二四年一〇月に発表した。

CMEは、先物市場を開設する取引所(指定取引市場、DMO)であり、同時に注文執行後の清算を行う清算機関(デリバティブ清算機関、DCO)でもある、自主規制機関(SRO)である。先物市場において、市場開設者と先物仲介業者(FCM)は規制上区別され、両者を兼ねる組織は存在しなかった。

CMEのFCM免許取得について、全米先物取引業協会(FIA)は批判声明を出したが、業界全体として大規模な反対の動きは見られない。

これは二〇二二年に暗号通貨取引所のFTXがFCMを介在しない取引清算方式をCFTCに申請した際の業界対応と対照的である(取引所が直接投資家の清算を行うことは、取引所自身がFCMを兼ねることを意味する)。当時は先物業界全体で活発な議論が行われた。なお、CMEはFTX提案に反対意見を表明していたこともあり、今回のCMEの方針変更が注目されている。

本報告では、CMEのFCM参入をめぐる状況を説明、次に米国先物市場におけるリスク管理状況を述べ、二〇二二年のFTXによるFCM業務参入時の議論を分析する。最後にCMEと規制当局間の質疑状況を説明する

ことで、米国における取引所がFCMを兼任することに伴うリスク管理、利益相反に関する考え方を説明する。

## 2 CMEによるFCM認可をめぐる動き

### (1) CMEのFCM認可

二〇二四年一月二十九日、CMEグループは、自主規制機関であるNFA（全米先物協会）よりFCMの承認を得たと発表した。

これはCMEがCFTC（商品先物取引委員会）に、二〇二二年八月、投資家がCMEの先物市場における取引、また取引後の清算業務を可能とするために、自らFCMの登録申請を行った結果である。<sup>1)</sup>

申請が承認されたことで、CMEがFCMのブローカー事業に参入すれば、投資家は既存のブローカーを経由せず、取引所にシステムを直接接続し、市場での取引が可能となる。

また、注目されているのは、CMEが顧客の預かり資産を管理し、取引後の清算業務を行う点が、他のFCMと競合する可能性である。

（関連報道によれば、投資家は先物取引に支払う手数料が節約できる可能性がある一方で、CMEの手数料が他のFCMを下回れば、他のFCMから苦情が出る可能性が高い。ウォール街の銀行等のFCM部門は顧客のプライム・ブローカーとして活動しており、先物取引の清算業務は、銀行の収益源である。また、FCMは、投資家の取引について損失が発生した場合、投資家に証拠金を請求する必要がある。大口投資家がデフォルトした場合、FCM（この場合はCME）に損失をもたらす可能性がある。）

二〇二二年時の報道によれば、CME（あるいは新規設立するFCM）は、顧客と取引所会員間の仲介役とな

り、取引の執行や清算を行う。「CMEグループ、とりわけデリバティブ取引所運営会社は、既存のFCMコミュニティと競合する意図はない」とされた。

CMEのテレンス・ダフィー会長兼最高経営責任者（CEO）の、「CMEがFCMをどのように利用するのか、あるいは利用しないかについて、非常に多くの憶測が飛び交っている。しかし、FCMは現在と同じ姿なのか、それとも全く異なる姿になるのか。FCMが五年、一〇年、一五年後どのような姿になっているかは誰にもわからないことに注意する必要がある。FCM業界へのCMEの関与は揺るぎなく、今後もFCMと協力してモデルを改善していく」との発言が伝えられている。

(2) (参考) 証券市場と先物市場の業界団体等の比較  
① (参考) 業界団体の構造

証券市場と先物市場は相似形だが、歴史的経緯・実際の権限は異なる。

日本の証券業協会は、「自主規制機関」と「業界団体」の

(参考) 図表 1 米国の先物市場・証券市場における  
主な法・規制・業界団体等の状況

項目	機関	先物市場	証券市場
法律		商品取引所法 (CEA, Commodity Exchange Act)	証券取引所法 (SEA, Securities Exchange Act)
規制当局		商品先物取引委員会 (CFTC, Commodity Futures Trading Commission)	証券取引委員会 (SEC, Securities and Exchange Commission)
自主規制機関 (SRO、 Self-Regulatory Organization)	業界	全米先物協会 (NFA, National Futures Association)	米国金融業規制機構 (FINRA, Financial Industry Regulatory Authority)
	市場	取引所	取引所
業界団体		全米先物取引業協会 (FIA, Futures Industry Association)	米国証券業金融市場協会 (SIFMA, Securities Industry and Financial Markets Association)

(出所) 筆者作成

異なる性格を有するが、米国の証券・先物市場においては性格ごとに組織が異なる。

② 伝統的先物市場における役割分担

先物市場の構造はセーフガードとして各組織が独立して機能することが想定されている。顧客資金の管理、取引注文の執行、取引後の清算といった各機能は、それぞれ独立した組織に分離されてきた。

同分離は利益相反を最小化し、各主体が他の主体に対するチェックの提供を可能とし、顧客保護の重層的な枠組みを維持している。

○イントロデューシング・ブローカー（IB）

イントロデューシング・ブローカー（IB）はマーケティング及び顧客に直接対応するブローカーとして、顧客とFCMを結び、取引を促進、アドバイザー・サービスを提供する。

IBは顧客の資金を直接扱わない。FCMが顧客資産の保護責任を有する。このためIBは顧客との関係と資金運用を分離できる（FCMは顧客に対し、注文執行・清算サービス業務を提供する仲介業者となる）。

○先物取引業者（FCM）

先物取引業者（FCM）は、顧客と先物市場を仲介するブローカーである。

FCMは、先物取引・先物オプション取引（その他に取引所外取引、スワップ取引）の売買注文を勧誘、受け

図表2 先物市場における顧客注文の流れと担当組織

投資家	ブローカー	市場	清算機関
個人	イントロデューシング・ブローカー	取引所	清算会社
機関投資家	FCM		

(出所) 筆者作成

付け、その注文をサポートするための顧客資金（又はその他の資産）を受け入れる。

FCMは取引の発注を支援するが、自らが取引の相手方となって執行することはない。

FCMは顧客口座の管理、必要証拠金の確保、規制基準に準拠した顧客資金の分別管理等のバックオフィス業務を行う。

FCMは顧客と取引所を結ぶ仲介業者であるが、顧客とFCMの間にさらにイントロデューシング・ブローカー（IB）が介在する場合もある。

FCMは、清算機能とは独立した、トレーディングに関連する一定の機能も果たしている。

FCMは、清算ポジション管理の他、取引所におけるFCM顧客の取引執行に関する義務を負う（「取引のリスクに関する顧客への情報開示」「注文および取引の記録義務」「最低取引基準・取引承認要件」「月次報告書および確認書の作成義務」「利益相反および取引基準」等）。

#### ○FCMにおける顧客資金の分別管理

FCMの中心的な業務は顧客資金の分別管理である。これは顧客資産と先物市場の健全性を保護するための重要な措置であり、以下の内容が含まれる。

口座の分離・規制上、FCMは顧客資金を会社の資本とは別の指定口座に保管することが義務付けられており、FCMが倒産した場合でも顧客資産は保護される。

日々のモニタリングと照合・FCMは、顧客の口座状況の規制との合致状況を確認するため、日常的なモニタリングと照合を行う責任がある。同内容には、顧客の証拠金を管理し、口座に十分な資金が確保されていることを確認することが含まれる。

厳格なコンプライアンス監査・CFTCによる定期的な監査とコンプライアンス・チェックにより、FCMの資金分離要件の遵守が確認される。FCMはまた、市場リスクのエクスポージャーを最小化するため、顧客資金の運用に関する厳格なガイドラインを遵守する義務があり、資金の安全性が確保される。

破綻時の顧客保護・FCMが破産した場合、顧客の分離資金は優先債権とされ、一般債権者よりも迅速に資産回収が可能となる。これによりFCMの存在は顧客保護に、追加的な保護の段階を加えている。

#### ○取引所

取引所は、取引注文執行の場を提供する。FCM経由で顧客注文が出した注文は取引所の注文照合システムに送信され、売買双方の注文をリアルタイムで照合・マッチングする。

取引所は取引ルールを実施、取引執行を管理することで、市場の健全性を維持し、透明性のある価格を維持する。

#### ○清算機関

清算機関は、取引のセントラル・カウンターパーティー(CCP)として、取引の決済を管理・保証し、カウンターパーティー・リスクを軽減、市場の安定性を維持する。

日次の証拠金の調整、清算参加者であるFCMの財務要件管理により、取引参加者のシステミック・リスクを軽減する。

この細分化は、CFTCの基本原則（顧客資産の保護、透明性の向上、強固なリスク管理）の維持に貢献している。米国先物市場においては、単一組織における複数の機能管理の集中を防ぐことで、潜在的な利益相反に対するチェックを確立している。

### (3) FIAの批判

二〇二四年一〇月三十一日、全米先物取引業協会(FIA)のウォルト・ルッケン会長兼最高経営責任者(CEO)は、CMEによるFCM免許の承認について、以下の声明を発表した。

「CMEのFCM申請が承認されたことは、市場規制とシステムミック・リスクに深刻な懸念を抱かせる傾向の最新かつ最も重要な例である。」

「同承認は、CFTCが関連するCFTC規制主体間の利益相反(conflict)に対処するためのルールが未提案の時期に行われた。」

「約三年前、FTXは垂直統合型ビジネスモデルの承認をCFTCに求めた。FIAは当時、CFTCに対し、このように斬新な構造では複数の市場機能をひとつ屋根の下に統合することによる利益相反の懸念が生じると警告した。三年経った今も、こうしたリスクは未解決のままである。」

「一つの組織が複数の市場機能(取引、清算、仲介、市場規制)を管理する場合、固有の利益相反が存在すると強く信じている。FIAはCFTCに対し、この問題に対処するためのルール作りを直ちに進めるよう求める。」  
(なお、FIAは利益相反、清算・決済問題が引き起こすシステムミック・リスクへの懸念に言及しているが、これらの点は、後述のCFTCによる質問事項と重なっている)。

### 3 暗号通貨取引所FTXによるFCM申請(二〇二二年)

#### (1) FTXについて

FTX Trading Ltd.(FTX)は暗号通貨取引所(現物、先物)及びヘッジファンドの運営企業である。

FTXはサム・バンクマンIIフリードによって、二〇一九年五月に設立された（ちなみにFTXは「Futures Exchange」の略称）。本社はバハマに設置された。

同取引所は二〇二二年七月のピーク時には一〇〇万人以上のユーザーを抱え、取引高で三番目に大きな暗号通貨取引所であった。

同取引所は二〇二二年一月の一部報道（CoinDeskの記事）後、顧客からの出金が拡大、当該引き出し需要に対応できず破綻した（二〇二二年一月、米国の連邦倒産法の破産手続きに入る）。サム・バンクマンIIフリードは二〇二二年一月米国政府の要請により、金融犯罪容疑でバハマ当局に逮捕された（同社の設立から破綻への経緯は、マイケル・ルイス著「一兆円を盗んだ男―仮想通貨帝国FTXの崩壊」（日本経済新聞社）に詳しい）。

## （2）FTXによるFCM免許申請（概要）

CMEのFCM免許取得について、FIAが迅速に批判声明を発表したことには、背景（二〇二二年の暗号通貨取引所FTXによるCFTCへのFCM申請が行われていた際の議論）が存在している。

CFTCは、二〇二二年三月一〇日、FTXの求めの是非について、パブリック・コメントを求めた（CFTC（二〇二二））。但し本件はFTX社がその後経営破綻したことで取り下げられた。

ちなみに、FTXの規制改革提案をめぐる議会の公聴会において、CMEのテレンス・ダフィー最高経営責任者（CEO）は、FTXの計画は「市場リスクを著しく増大させる」と述べており、顧客取引に関するリスク管理が焦点となった）。

### (3) FTXの主張するリスク管理

FTXは、自らがFCMとして投資家資金の分別管理やリスク管理を行うことを希望し、以下の主張を展開した。

まずFTX US Derivatives (以下「FTX」)傘下のLedgerX LLCは、CFTCに対し、法令上の清算機関としての命令を修正し、FTXが直接顧客の証拠金を管理できるよう申請した(FTXが清算FCMとして機能することを意味する。以下、FTXの主張から抜粋する)。

FTXは、暗号通貨の現物取引所業務及び清算業務を顧客に直接提供しており、先物取引の証拠金管理業務についても、同様の取り扱いを希望する。

伝統的な清算機関モデルにおいては、証拠金に関するリスクが清算機関の清算参加者間で共有されてきた。しかし、商品取引所法(CEA)は必ずしも同商慣習を要求しておらず、DCOに適切なリスク管理を求めているに過ぎない。

FTXは、顧客のポジションをリアルタイムで監視し、デフォルトに陥った投資家口座のリスクを軽減するために、以下の措置を講じることで、同リスクを管理できる。

#### ① 平時

FTXは、リスク・エクスポージャーの評価は、FTXに預託された担保のみに依拠する(投資家個人の価値、職業、クレジット・スコア等、経時的に陳腐化しえる情報に依拠する信用調査とは対照的である)。

FTXは、証拠金管理に伴うリスクを認識し、以下のリスク管理基準を導入する。

第一に、FTXは、従来取引所の証拠金計算と異なり、全顧客の必要証拠金状況及び必要額について、毎秒ごとに計算・評価する。

第二に、変動証拠金は、時間の経過に伴う損失の蓄積を回避するために、ほぼリアルタイムで管理される。FTXは二四時間三六五日稼動し、市場の変動を監視、変化に即座に対応することで、デフォルト・リスクを回避する。

第三に、FTXは、顧客と直接コンタクトすることで、口座の評価及びリスク処理に伴う摩擦や遅延を排除し、オペレーショナル・リスクを軽減する。

## ② デフォルト発生懸念時

FTXは投資家の口座を二四時間三六五日監視し、資金不足のポジションをリアルタイムで清算するため、各参加者に最低資本要件を設定する必要はない。

投資家のポジションに関する維持証拠金が基準額を下回った場合、FTXは同ポジションの清算を開始、取引注文板(CLOB)上で清算する。

FTXがCLOBでポジションを清算できない場合、事前に清算注文の受け入れ契約を交わした「バックストップ流動性プロバイダー」に清算を依頼、清算業務が開始される。

バックストップ流動性プロバイダーは、公開された市場で一時的に解決することが困難なリスクを吸収し、処分可能なプロ・トレーダーによって清算を実現する。

バックストップ流動性プロバイダーは、二四時間三六五日利用可能な一定のバックストップ流動性を提供し、

短時間で要求される証拠金支払いに同意する必要がある。

バックストップ流動性プロバイダーが投資家の不足を解消できない(デフォルトによる損失の残額が存在する場合)、FTXは当該損失を補填するため、自己資本である基金(二億五〇〇万ドル)から資金を投入する。

これら清算業務手続き(ウォーターフォール)が終了した時点で、万が一、保証基金が枯渇した場合には、従来のDCOにおけるデフォルト管理手続きが適用される。

#### 4 伝統的清算機関におけるリスク管理

##### (1) OCCについて

OCC(オプション清算機関、The Options Clearing Corporation)は一九七三年に設立された世界最大の株式デリバティブ清算機関である。

OCCは、証券取引委員会(SEC)管轄下の一六の証券取引所で取引される株式オプション取引、商品先物取引委員会(CFTC)の管轄下の二つの先物取引所で取引される先物・先物オプション取引の清算業務を実施している。

FTX提案に対する批判として、OCCの他にCME、NFA等から意見が提出される。その内容はほぼ共通している。OCC資料が詳細であることから、以下、同資料に基づき説明する。

##### (2) 伝統的モデル(CCPモデル)

清算機関(セントラル・カウンターパーティ、CCP)は、取引所市場における全ての取引の相手方(売り手

に対する買い手（あるいはその逆）になることで、一方の当事者の債務不履行（デフォルト）が発生した場合においても取引の履行を保証する。リスク管理は、CCPがその機能を果たす中核的手段である。

### （3）債務不履行（デフォルト）に対する考え方

取引後の債務不履行に対し、CCPは清算参加者に加盟基準を設定、その信用力及び業務上の信頼性を継続的に監視、信用リスクを管理する。

CCPは、デフォルト発生時から対象ポジションが最終的に決済されるまでの期間をカバーする証拠金を維持することで、清算参加者に対する信用エクスポージャーを管理する。

対象ポートフォリオは時価評価され、取引日を通じて少なくとも日に一度は再評価（値洗い）される。

CCPは、清算参加者の債務不履行に対する潜在的なエクスポージャーをカバーするため、清算参加者が出資する清算基金を設立、清算参加者の不履行リスクを共有（mutualize）している。

清算基金の規模は、OCCの場合、OCCの最大及び次位の（合計で何万口座もの顧客口座を管理している）二大清算参加者が、想定されうる最も極端な市況下において、同時にデフォルトしても、市場機能が維持される規模（カバー2と呼ばれる）である。

OCCの清算基金への預託金額は、全清算参加者に要求される固定額と、OCCは、清算参加者の総リスク、建玉及び取引高比率に基づき配分・賦課される変動額の合計である。このリスクに基づく清算基金預託金は、清算参加者がリスクを管理上で、（リスク削減に関する）追加的なインセンティブとして機能している。

(4) デフォルト発生時の手続き (デフォルト・ウオーターフォール)

① 証拠金及び清算基金預託金

デフォルトした清算参加者の拠出する証拠金及び清算基金預託金が、最初に使用される。

② OCCの自己資本

デフォルトしていない清算参加者の清算基金預託金を請求する前に、OCCは規則に基づく自己資本 (スキーン・イン・ザ・ゲーム) を拠出する。同金額には、OCCの取締役会が定める最低拠出金、及び債務不履行時のOCCの規制資本要件の一一〇%を超える自己資本を原資とする流動的純資産が含まれる。

③ 債務不履行に陥らなかった会員の清算基金預金及びOCCの役員報酬

①②の後、残された損失について、OCCは債務不履行を起こしていない会員の清算基金預金及びOCCの役員繰延報酬プログラム信託に関して保有されている資金に比例配分する。

④ その他

OCCは、デフォルト・イベント終焉後の資金回収及び清算計画を有する。定款及び規則に基づき、追加清算基金賦課金、任意支払い、任意清算、一部清算等の回復手段を利用できる (但し、これらの手段は、OCCが上述の自己資本を使い果たした後にのみ効力を有する)。

(5) OCCによるFTX提案の批判

① 全体的な批判

以下は、OCCがCFTCに提出した、FTX提案に対する批判（OCC（二〇二二）の引用（要約））である。

FTXの提案は、デリバティブ清算機関（DCO）としての登録規則の修正要求の体裁をとっている。

しかしFTXの提案は、DCOコア・プリンシプル、CFTC規則、及びCPMI（BIS決済・市場インフラ委員会）とIOSCO（証券監督者国際機構）が公布した「市場インフラに関する原則 Principles for Financial Market Infrastructures（PFMIプリンシプル）」に規定される国際基準を満たす取引清算について、要件の免除を要求しているのが実態である。

FTXの提案は、シSTEMミック・リスクの増大、投資家保護の弱体化に繋がりと実績あるセントラル・カウンターパーティー・モデルを異質なものに変質させると懸念する。

② 提供情報の不十分さ

FTXの提案は、有意義なコメントを行う上で、情報が不十分である。

FTXは先物等証拠金制度が適用される取引への清算拡大を図っているが、証拠

図表3 FTX及び伝統的モデルの比較

	FTXモデル	伝統的モデル
顧客の信用リスクの把握	×	○
初期証拠金	○	○
値洗い／強制的ポジション解消	○	○
清算基金の使用（デフォルト発生投資家／会員分）	×	○
清算機関の自己資本	○	○
清算基金の使用（非デフォルト会員分）	×	○

（出所）FTX及びOCC発表資料より作成。○：あり、×：なし

金及び流動性ストレステスト等の方法に関する情報が不足している（FTXの主張には、証拠金モデルに関する情報、CFTC規則における証拠金要件（少なくとも九九%の信賴水準を満たす証拠金カバレッジ要件、バックテストのプロセス、利用される価格データ、モデルの検証等）の具体的な遵守方法が未記載）。

情報不足は、FTXの提案する業務の他の側面（担保の掛け目や投資管理方針、流動性リスク管理、デフォルト管理テスト手順等）についても同様である。

### ③ FTXの提案がもたらすシステミック・リスク

FTXの提案は、CCPモデルの基礎であるリスク管理慣行から逸脱している。以下の内容から、FTXの提案する仲介排除モデルは金融システム全体にリスクをもたらず。

#### A 信用力調査の欠如

FTXの提案するFCM排除モデルには、デフォルトに対し最初に機能する、信用デュー・デリジェンスやリスクベースの参加者要件がない（清算機関には、CFTC規則に基づき、参加者要件の遵守を監視する手続きが義務付けられている）。

FTXの提案は、非FCMメンバーに対して資本要件を課していない。（伝統的な手続き中、FCMに関しては、FCMの顧客に対するクレジット・エクスポージャーの管理・監視方法が手続きに含まれ、クレジット・デュー・デリジェンス上の一つのレイヤーとなる）。

これら信用エクスポージャーの二重の監視の排除は、個々の参加者が直接清算することでもたらされるシステミック・リスクを増大させる。

従って、特にFTXが提案する自動清算ポリシーの下では、ストレスのかかった市場環境下で多数の参加者が同時にデフォルトに陥る可能性が高い。

## B 非常時における財源の未確保

FTXの提案上、最も重要な論点は、FTXの提案には「極端だが、実現しえる市場環境」をカバーする財源の確保が説明されていない。

会員の出資する保証基金の代わりに、FTXは二億五〇〇〇万ドルの法人拠出を行うことを提案している。

しかし、FTXはこの固定的な拠出金の金額設定理由や、ストレスシナリオ等のリスクベースの方法による、同金額の再設定方法について言及がない。また、その自己資本の補充についても示されていない。

FTXは、最大清算参加者の損失をカバーする資金が当初証拠金総額の一〇%未満である場合（カバー1）、最大及び次位の清算参加者の損失をカバーする金額（カバー2）又は上位三社損失をカバーする金額（カバー3）の基準に移行することを提案している。カバー2のシナリオでは、OCCにおいては、CCPが利用可能な総資産に占めるデフォルト清算メンバーの割合は一〇%を軽く凌駕する。OCCの場合、機関投資家の利用に伴い、その規模が大きい実態が存在する。

FTXの三つの口座をカバーするという提案は、数万もの口座で構成される金融機関をカバーするCCPとは比較にならない。（ちなみに、OCCは当初証拠金に加え、CFTC規則三九・一一（C）に従ったストレスシナリオに基づくカバー2の基準を満たすため、二〇二二年三月三十一日時点で一六〇億ドルを超える清算基金の預託金を維持している）。

## C FTX提案における「流動性提供者」について

FTXの提案は、伝統的なCCPのデフォルト規則や手続きから逸脱しており、システムミック・リスクを増大させる可能性が高い。

流動性が低下する可能性のある不安定な状況下で、提案されている自動清算機能がどのように機能するかは不明。自動清算は市場をさらに変動させ、より多くの自動清算を誘発、フィードバック・ループや「フラッシュ・クラッシュ」を発生させる可能性がある。

この結果を軽減するために、FTXが提案する清算手続き（デフォルト・ウォーターフォール）は、「バックストップ・リクイディティ・プロバイダー」の介入に依存している。

しかし、このバックストップ・リクイディティ・プロバイダーが何者か、どのような専門知識を有するのか、どのような財源を使用できるのか、その財源のうちどの程度がその機能に投入されるのか、利用可能な流動性はどの程度か、その機能を果たすための義務負担の程度等の情報は提案にない。

清算参加者による損失の共有化（相互負担）を回避するために、デフォルト・オークションに応札するインセンティブを持つCCPモデルとは異なり、バックストップ・リクイディティ・プロバイダーが妥当な価格を達成するインセンティブを有することを示唆する情報にはない。

同じことが、FTXの仲介なしモデルの下での参加者間の自主的なオークションにも当てはまる。

最後に、FTXの提案は、単に清算保証する基金を使い果たした後の回復手段としてではなく、デフォルト清算手続きの一部として部分的なティアアップ（訳注：残存ポジションの清算や解約）を組み込むことにより、CCP保証の本質を損なっている。これらティアアップは、自己資本の適用後に行われるべき事項である。

従って、FTXの提案は、清算参加者、顧客、CCP、規制当局の間で長年議論されてきた、部分的なティアアップのような回復手段は清算保障基金を使用する最終段階に存在すべきとの議論に反する。

#### D 投資家保護の弱体化

FTXの提案モデルは、規制当局や自主規制機関の監督を含む、確立された顧客保護体制に関するFCM規制を回避する。

FTXは、FCMが存在しない場合、業界全体の投資家に対してどのように各機能を実行するのか不透明である。

さらに、FCMの規制体制を迂回するFTXの提案は、投資家保護に関する他の懸念も提起する。

FTXは、証拠金不足となった参加者のポジションの（いかなる時点においても）自動清算を提案しているが、同提案は、個人投資家を含む参加者に、証拠金資産の価値を注意深く監視する（証拠金不足にならないようにする）負担を強いる。また、個人投資家にとっては、不安定な市場において、また、FTXの担保管理手続き（例えば、担保の掛け目）に関する透明性のある情報が未公開の場合、対応が困難となる。

CCPモデルにおいて、清算会社の不履行が発生した場合、顧客口座のポータビリティは重要な顧客保護であるが、これは仲介排除モデルの下では失われることになる。

また、仮にFTXが破綻した場合、FTXの提案では投資家は独自のリスクにさらされることになる。

例えば、FTXは、一時的な流動性ニーズを満たすために、破綻していない参加者の当初証拠金及び変動証拠金を使用する権限を提案している。こうした証拠金の使用は、CCPモデルの下での証拠金の目的と矛盾する。

#### ④ OCCの結論とその後の経緯

OCCは、「以上の理由により、OCCは、CFTCがFTXのDCCO登録変更申請を却下すべきである」と主張した。他の機関（CMEやNFA、FIA）による主張・結論も同内容である。この後、FTXによる経営破綻に伴い、FTXの申請は取り下げられた。その結果、FTXの申請に伴う議論も、明確な結論が出ないまま終了した。

### 5 CMEに対するCFTCからの質問状とCME側の対応

#### (1) 概要

CFTCは、CMEによるブローカー設立申請について、幅広く意見を求めた（CFTC（二〇二三））。CMEも自らの意見を述べている（CME（二〇二三））。以下では、これら質疑応答を通じて、CFTCの懸念事項とCMEの回答について、概要を説明する。

主な論点は二点存在し、清算機関（を兼ねた取引所）によるFCMの兼任に伴う「リスク管理」、そして自主規制機関である取引所がFCMを兼任（あるいは提携）する場合に発生し得る「利益相反」の問題である。

#### (2) CMEによる主な回答内容（回答の抜粋）

##### ① 利益相反について

市場を運営する自主規制機関（SRO）である取引所とその監視対象者（市場参加者）との間に潜在的な利益相反が生じる可能性は、自主規制の本質に内在している。SROと市場参加者の関係が変化すれば、潜在的な利

益相反の種類や大きさも変化する（自主規制における「あいまいさ」の存在）。

例えば、かつて会員制度として市場参加者が相互社会的な形で集合的に所有していた市場SROは、いまや市場持株会社が所有する取引所に変化し、現在では、取引所が一（又は複数の）市場参加者グループによって所有される場合や、取引所自身が個々の市場参加者を所有又は共同所有する場合もある。

また、マイアミ・インターナショナル証券取引所持株会社によるミネアポリス穀物取引所（先物取引所）とドーマン・トレーディング（FCM）の買収といった企業買収事例は、潜在的な利益相反を明確化した。

CMEは、CFTCのスタッフが、新しい企業構造が生み出す潜在的な利益相反について、十分な理解を得ようとしていることに感謝する。

利益相反については、原則ベースの既存のアプローチが機能しているとの認識が重要である。

CFTCは、SROが意思決定や業務運営において利益相反に直面する可能性を個別に特定し対処、拡大的かつ規定的な規則を採用するべきではない。潜在的な利益相反の性質は広範に変化し得るものであり、目前の特定の事実によって異なり、状況は常に変化するため、杓子定規な制度では、将来発生しうる潜在的な利益相反を予測できないリスクがある。

むしろ市場SROが（関連登録機関の共通グループ構造下を含め）生じうる潜在的な利益相反を特定し、それに対処することを引き続き信頼すべきである。

考え得る事例の一例として、取引所FCM（あるいは取引所の関連FCM）が自己勘定取引を行うことは、懸念を生じさせるものであり、さらなる検討が必要であろう。

CMEは、CFTCに対し、最近の市場経験や、このような提携関係がもたらすより深刻な利益相反を考慮し、

自取引所の市場において関連会社が自己勘定取引を行うことを認める取引所に対し、規制や強化された監督義務の採用を提案する。

本書簡で説明したように、CMEは、CFTCがFCMと提携する取引所に対し、その業務とFCM業務が十分に分離されていることを保証する規則、方針、手続きを採用し、実施を要求することを支持する（規制当局に対する規制見直しを提案）。

## ② リスク管理（証拠金要件等）について

### OCFTCによる質問

証拠金要件は、一般的に、（個々の清算参加者に対して裁量を行使することなく）、全清算参加者に一律に適用されるパラメータに基づき設定される。しかし、一部の証拠金設定は、特定のポートフォリオ（従って、特定の清算参加者）に合わせて設定される場合があり、個々の清算参加者に特有の裁量が存在する場合がある。清算機関がFCMと提携することで、このような調整が影響を受ける可能性はあるか。可能性が存在する場合、リスクをどのように軽減できるのか。

### OCMEの回答

既存の規制枠組みは、証拠金規制に関する問題に効果的に対処している。

中核的な原則及びCFTC規則に基づく規制義務を履行している清算機関は、FCMとの関係に基づき証拠金を決定した場合、規制義務違反となる。

具体的には、清算機関は証拠金規制を公平に設定・適用し、証拠金決定における潜在的な利益相反を緩和する

ことが求められている。

CFTCは、規制上の義務を果たしていない清算機関に対して強制措置を取ることができる。

さらに、実務的な観点から言えば、証拠金要件はエクスポージャーやポートフォリオ構成に基づいて調整することができるが、取引所が清算機関に一方的な影響を与えるような裁量的な証拠金賦課を行うことはほとんどない。

例えば、証拠金の不足及び／又は偏よりの高いポートフォリオを有する清算参加者に裁量的運用が適用された場合、標準的な実務では、他の清算参加者にも同様の料率が適用されることになる。

清算機関の中核的機能は、リスク・テイクではなくリスク管理であり、特定の清算参加者について他と異なる扱いをする財務的インセンティブは存在しない。

しかし、市場を運営する自主規制機関と関連FCMに利益相反が生じる可能性を踏まえれば、清算機関とFCMの適切かつ効果的な分離する施策の検討を、CMEはCFTCに提案する。

#### OCFTCによる質問

清算機関に対するデフォルトの連鎖リスクの発生可能性をどう考えるか。

清算機関に対するリスクの一つは、清算参加者及び／又は顧客が清算機関に対する信頼を失い、FCMの破綻又は破綻が差し迫っているとの認識から、(例：ポジションの急速な決済や証拠金の引き出しといった)「ラン(取りつけ)」を開始することである。

このような状況において、関連清算参加者を有する清算機関は、どのように連鎖リスクを管理できるのか。

## ○ C M E による回答

前提として、清算機関及び F C M は、各々の役割と規制上の登録に基づき、異なる資本要件を維持する必要がある。こうした条件下で、D C O が適切に運営されていれば、質問で述べられたリスクは比較的小さいと考える。

### ③ C F T C — C M E のやりとりから見えるもの

C F T C の質問事項は、大別して「S R O 及び清算機関である C M E と資本関連のある F C M」間の「利益相反への懸念」と「清算業務に伴うリスク」である。

とりわけ、取引所が規制対象である F C M を兼ねることについて、C M E は自主規制制度そのものに利益相反の可能性が内包されることを認めつつ、必要に応じて新たな規制を適用するよう、C F T C に提案する等、柔軟な姿勢を示している。

また清算業務に関するリスクについて、過去の C M E の清算リスク管理に関する実績と対応が一定の評価を得ていると考えられる。

こうした C M E の対応の結果、二〇二四年一〇月二九日、C M E グループは、自主規制機関である N F A (全米先物協会) より F C M の承認を得たと発表<sup>(2)</sup>した。

## 6 終わりに

C M E による F C M の認可申請は、F T X の申請時とは異なり、(一部を除き) 業界における大規模な議論等はなく、認可された。

こうした反応の背景としては、「清算業務に関するリスクに対するCMEの実績と対応状況」「自主規制機関である取引所がFCM運営に関与することについて、利益相反の可能性を認識しつつも、規制当局に積極的に利益相反への対応規制整備を求める」といった柔軟な姿勢が評価されたと考えられる。

実際のところ、CMEがFCM業務への参入を通じて、どのようなビジネスモデルを検討しているかは明確ではない。

CMEによるFCM業参入の契機は、FTXの申請であることに疑いはない。暗号通貨の現物・先物取引が一体的に運用されている現状を踏まえ、伝統的な先物市場への影響を検討した結果と考えられる。

背景には、暗号通貨取引について、店頭市場と取引所市場が融合している実態に加え、米国証券・先物における構造変化（取引所市場の株式会社化、経営のグループ化の進展）がある。

（本文中言及されているマイアミ証券取引所グループは、証券取引所に加えて、傘下に先物取引所（MIAX Futures Exchange、旧Minneapolis Grain Exchange）と先物取引業者のDorman Tradingを有する）。

CMEは、（株式市場、先物市場を含め）米国で最も早く株式会社化を実現した取引所であることを思い起こせば、取引所が市場運営上、自主規制機関と営利組織という異なる性格を共存させる組織であるものの、CMEの関心が営利組織に傾斜していると考えられる。そうした問題意識が今回の申請に繋がったと考えられる。

注

(1) 二〇二二年及び二〇二四年の報道時期によって、「CMEグループ内に子会社FCMを設立する」「CMEがFCM免許を取得する」との異なる報道内容がある。以下では、CMEがFCMを兼ねる形式を想定して記載するが、本回の

報告に関して、いずれの形態でも論点に大きな差はない。

(2) 米国先物市場におけるFCMの認可業務は、CFTCからNFAに委任されている。

#### 参考文献

- Bai, Lynn (2020), "THE REGULATION OF EQUITY INDEX FUTURES", The Tennessee Journal of Business Law, 5 Oct 2020, University of Cincinnati - College of Law, ([https://scholarship.law.uc.edu/fac\\_pubs/404/](https://scholarship.law.uc.edu/fac_pubs/404/))
- Chicago Mercantile Exchange (2022), "Re: Request for Comment on FTX Request for Amended DCO Registration Order", May 11, 2022, CME, (<https://comments.cftc.gov/PublicComments/ViewComment.aspx?id=69466&SearchText=cromin>)
- Chicago Mercantile Exchange (2023), "Re : CFTC Staff Releases Request for Comment on the Impact of Affiliations of Certain CFTC-Regulated Entities", Final CME Comment Letter 091923.docx, 2023/09/20, Commodity Futures Trading Commission, (<https://comments.cftc.gov/Handlers/Handler>)
- Commodity Futures Trading Commission (2022), "CFTC Seeks Public Comment on FTX Request for Amended DCO Registration Order", Release Number 8499-22, March 10, 2022, (<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8499-22>)
- Commodity Futures Trading Commission (2023), "CFTC Staff Releases Request for Comment on the Impact of Affiliations of Certain CFTC-Regulated Entities", Release Number 8734-23, Commodity Futures Trading Commission, June 28, 2023, (<https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8734-23>)
- Fischer, D., (2015), "NOTES - DODD-FRANK'S FAILURE TO ADDRESS CFTC OVERSIGHT OF SELF-REGULATORY ORGANIZATION RULEMAKING", 115 Colum. L. Rev. 69 (2015), Columbia Law Review, (<https://www.columbialawreview.org>).

- org/wp-content/uploads/2016/04/Fischer-D..pdf)
- Futures Industry Association (2024), "FIA statement on CME's FCM license", 29 October 2024, ([https://www.fia.org/fia/articles/fia-statement-cme-fcm-license?utm\\_campaign=2023BoardMembers&utm\\_content=statement&utm\\_term=&utm\\_medium=COPR&utm\\_source=FIAEmail](https://www.fia.org/fia/articles/fia-statement-cme-fcm-license?utm_campaign=2023BoardMembers&utm_content=statement&utm_term=&utm_medium=COPR&utm_source=FIAEmail))
  - OCC (2022), "OCC Comments on FTX Request for Amended DCO Registration Order- Re:Comments on FTX Request for Amended DCO Registration Order", The Options Clearing Cooperation, May 11, 2022, (<https://www.theocc.com/newsroom/comment-letters/2022/05-11-occ-comment-letter-on-ftx-request-for-amended-dco-registration-order>) (<https://www.theocc.com/getmedia/a0351796-a04a-431f-bbd3-68f25cd9c1e0/694361ohndavidson.pdf>)
  - Osipovich, A. (2022), "Futures exchange CME considers brokerage, taking cue from crypto rival FTX", Oct. 1, 2022, The Wall Street Journal, (<https://www.marketwatch.com/story/futures-exchange-cme-considers-brokerage-taking-cue-from-crypto-rival-ftx-11664649321>)
  - Securities Exchange Commission (2015), "MEMORANDUM SUBJECT: Current Regulatory Model for Trading Venues and for Market Data Dissemination", SEC Market Structure Advisory Committee SEC Division of Trading and Markets, October 20, 2015, (<https://www.sec.gov/spoight/emsac/memo-regulatory-model-for-trading-venues.pdf>)
  - Shanny Basar (2022), "CME Defends FCM Application", 10.26.2022, marketmedia, (<https://www.marketmedia.com/cme-defends-fcm-application/>)