

総合取引所の意義について考える

滋賀大学経済学部
教授 二上季代司

1. はじめに

政府は今春、「総合取引所」実現に向けた改正法案（「金融商品取引法等の一部を改正する法律案」）を国会に提出した。ここでいう「総合取引所」とは、証券・金融・商品の取引を一体として行う取引所をさしている¹。この改正案についてはすでに大崎氏の簡明なレビューがあるが²、重複することをいとわず、総合取引所構想について、そもそもの目的、残る問題などを検討してみたい。

2. 「総合取引所」の目的

わが国では、証券・金融と商品を扱う取引所は、法・規制・監督そのほかの面で、①金融商品取引所（証券取引所および金融先物取引所）と②商品取引所に分かれ、いわば市場は分断されている状態である。取引所の戦略によって「総合化」したくても、実際上はそれが困難なのが現状である。今回の改正案は、この状況を打破し、わが国の取引所が総合的に市場運営することを可能にしようというものである。

ところで、市場の総合化を図ることの目的はそもそも何なのであろうか。総合取引所構想は、政府の「新成長戦略」（2010年6月）において金融分野の国家戦略プロジェクトと位置付けられている。そこでは「投資家・利用者の利便性」を第一とし、ひいては「アジアの一大金融センターとして新金融立国を目指す」と述べられている³。

では、投資家・利用者の利便性向上のために「総合化」を目指すとはどういうことか。それは、投資家・利用者にとって、証券・金融・商品の取引が一つのプラットフォームで可能になる「ワンストップサービス」が享受できる、ということではなからうか。

具体的にいえば、投資家にとって、一元化された顧客口座のもとで、①証券・金融・商品が取引でき、②信用取引やデリバティブ取引に必要な証拠金を集約・流用でき、③実現損益も通算できれば、今よりはるかに効率的な資産運用が可能になるだろう。

他方、取引業者にとっても、①取引システムと②清算システムが共通化でき、③勧誘をはじめとする行為規制が統一できれば、低いコストで効率的な営業ができるはずである。

¹内実は証券・金融先物・商品先物の総合取引所であるが、一般には、証券・金融・商品の総合取引所といわれるので、ここでもそのように使う。

² 大崎貞和「ようやく実現に向かう総合取引所」『金融ITフォーカス』2012年5月号。

³ 『新成長戦略一元気な日本復活のシナリオ』2010年6月18日、p51.

そのことが、ひいてはマネーを引き付け、市場流動性を向上させ、わが国取引所の国際競争力を高め、金融センターとしての地位向上につながるのである。

もっとも、総合取引所になることが上記の利便性向上にとって必要不可欠な前提条件であるというわけではない⁴。しかし取引システムや清算システムの共通化、一体運用を可能にするような証拠金の算出等は、取引所が総合化していなければ、不可能とまではいえないにしても、困難であることは間違いない。

そして今回の改正案もこうした見地から、つまり市場参加者にとって「ワンストップサービス」の状態にどの程度まで近づくことができるか、という観点から評価すべきだろう。

3、「総合取引所」構想の議論

ところが、ここに至るまでの動きをみると、これまでは利用者の観点というよりも取引所の組織再編の在り方に関心が集まってきたように思われる。

「総合取引所」がはじめて提唱されたのは2007年つまり5年前の「経済財政諮問会議」(当時)においてであった。この提唱を政府が受けとめた初めてのアクションが2009年の金融商品取引法(以下、金商法)等の改正である(2010年7月施行)。この法改正は、金融商品取引所と商品取引所が、①子会社化や持株会社傘下の兄弟会社化を通じて1つのグループを形成することや、②金融商品取引所が商品先物取引市場を開設する、といった形での「相互乗り入れ」を可能にしたのであった。しかし、この「相互乗り入れ」は実際には進展しなかった。

というのは、証券・金融の取引を規制する法律(金商法)と商品先物取引を規制する法律(商品先物取引法)が並存し、監督官庁も金融庁と農水省(農産物)・経産省(工業品)の縦割り二元的行政が残るからであった。このままでは、たとえば金融商品取引所が商品取引所を子会社化しても、二元的な法令と規制監督に服さなければならず、統合のメリットはないと考えられる。

今回の改正案はこうした状況から大きく踏み出すものである。改正案の下地となった「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」によれば⁵、商品先物取引法上の商品(ただしコメ等の特定商品は除く)を、金融商品取引所におけるデリバティブ取引の対象となる「金融商品」の定義に加えることになった。

この結果、金融商品取引所が証券・金融のほか商品のデリバティブ取引も一体として行

⁴ たとえば、税制について言えば、現物株、株式投信やデリバティブも譲渡益は申告分離課税である。しかし税率は、現物株や株式投信は10%、デリバティブは20%で異なっているし、損益通算は現物取引、デリバティブ取引それぞれの範囲内でしかできない。たとえばデリバティブでいえば、証券・金融・商品にかかわる譲渡益は取引所取引、店頭取引ともにすべて合算して損益通算できるが、現物とデリバティブの間では通算できない。これらの税率を同一にし、互いに損益通算できるような「資産運用における税制の一元化」が望ましいが、これは取引所が総合化しているかどうかとは関係ない。

⁵ 金融庁・農水省・経産省「総合的な取引所検討チーム取りまとめ」2012年2月24日。

う総合取引所に脱皮することが可能になる。この総合取引所は金商法に基づき規制され、金融庁が一元的に監督することになる。これに合わせて、商品デリバティブにかかる清算機関、取引業者、保護基金・分別管理、不公正取引防止についても、金商法の枠内で規制されることになった。

ただし、商品デリバティブの上場は金融庁の認可事項になるものの、その認可にあたっては、当該商品デリバティブが対象とする原資産の所管官庁（農産物なら農水省、工業品なら経産省）と事前協議し、同意を得ることとなっている。また、商品デリバティブにかかる市場開設、上場廃止命令、取引証拠金変更命令等についても金融庁は原資産の所管官庁との事前協議、同意が求められる。そして商品デリバティブのみの取引所についてはひきつづき、商品先物取引法に基づき規制され、原資産の所管官庁の監督下におかれる。また、「コメ等」の取引は、金融商品取引所ではできない。つまり、法制の二元性や監督行政における農水省や経産省の関与はなお残るわけである。

4、取引所再編の現状

他方、こうした法改正のプロセスと並行しつつ、取引所サイドでは再編の動きが実際に進んでいる。

証券取引所では、来年1月をめどに東証・大証が経営統合することで合意している。最終形としては、持株会社「日本取引所グループ」の傘下に4つの事業会社（現物株市場、デリバティブ市場、清算機関、自主規制）を置くようである。

他方、商品取引所では、東京穀物商品取引所が本年中に解散し、米取引は関西商品取引所に移管、米以外のトウモロコシ、一般大豆その他については東京工業品取引所に移管されると報道されている（『日本経済新聞』5月12日）。つまり商品取引所は、東京工業品取引所と関西商品取引所の2つに集約される。そこで、市場関係者の関心事は、もし改正案が成立し総合取引所ができるとして、それは具体的にどのような形になるのか、ということに集まる。

その際、大証がその受け皿になることが有力視されている。大証はわが国最大のデリバティブ市場を擁し、将来的に、「日本取引所グループ」傘下のデリバティブ事業子会社の中核になるからである。つまり、日本取引所グループが商品デリバティブ市場をも包含するとすれば、大証がどのような経営判断を下すか、に関心が集まるわけである。

この場合、次の選択肢がありうるだろう。すなわち、①大証が中核となるデリバティブ事業会社が、新たに金商法上の「金融商品」に加えられた商品デリバティブをみずから上場するか、②上記二つの商品取引所で行われている商品デリバティブ事業を、合併や事業譲渡等のやり方で吸収するか、③これら二つの商品取引所を持株会社傘下の兄弟会社の形で統合するか（あるいは商品ごとに②と③の併用）、のいずれかである。このうち③については、今回の法改正を待たずとも現状で可能である。そして「コメ等」については③によるしか道はない、ということになる。

5、法改正後の運用こそ重要

今回の改正法案は審議中であり、成立自体が不確定である。上記のような組織再編によって総合取引所構想が実現するかどうかさえ分からない。また、冒頭で述べたように、総合取引所の目的は、ユーザーの利便性向上にあったはずで、「総合化」は、(1) 業者レベルでは、取引システムや清算システムの統合、勧誘規制の一元化が、また(2) 顧客レベルでは、口座や証拠金の一元化が、どの程度達成されるかによって評価されるべきである。その意味では、法案の成否自体よりも、これが成立した後、それがどう運用されるか、その運用のやり方により重要な作業が残されているというべきである。

というのは、商品先物の上場と上場廃止の基準、売買管理や緊急時の売買停止の在り方、受け渡し・清算・決済の方法、証拠金額の変更、取引員の財務規制・行為規制等は、証券先物のそれとは必ずしも同じではなく、相違点がいくつかあるからである。もし総合化を図るなら、証券先物との整合を目指しつつ、農水省・経産省とも協議し、彼らの同意を取り付けたうえで決定しなければならないのである。

一例を挙げれば、勧誘行為規制において相違点がみられるが、この相違を放置してよいのか、あるいはどう解消すべきか、これはなかなか悩ましい問題である。

勧誘規制の程度という点では、一般に商品先物の方がはるかに厳しいものがある。商品先物では、2011年1月より商品先物取引法が全面施行され、「不招請勧誘⁶の禁止」が導入された(損失限定取引については禁止の対象外)。すでにそれ以前、2005年改正商品取引所法施行により「再勧誘禁止など不当勧誘行為禁止」が導入され、これに準拠した形で農水省・経産省が「委託者の保護に関するガイドライン」を策定している。

このガイドラインは、勧誘行為をかなり広くとらえ⁷、先物取引のメリットを強調するだけでも「勧誘行為」とみなし、その行為に対してすら「再勧誘」を禁止する、極めて規制色の強いガイドラインである。今回、「不招請勧誘の禁止」が法定化されたことにより、先のガイドラインは、「商品先物取引業者等の監督の基本的な指針」と改められたが、その厳しさはむしろ増している。

他方、金融商品デリバティブにおいても、金商法は「不招請勧誘の禁止」条項を設けているが、その対象は政令にゆだねられている。現状ではFXやCFDなど店頭デリバティブがその対象であり⁸、上場デリバティブについては対象外になっている。その理由は、店頭デ

⁶ 「不招請勧誘」とは、「契約締結の勧誘の要請をしていない顧客に対し、訪問し又は電話をかけて勧誘をする行為」をさす。

⁷ ガイドラインでは勧誘行為について、「商品先物取引の委託契約締結、または契約締結後の個々の取引の委託の意思形成に影響を与える程度に商品先物取引を勧める行為」と定義している(下線部、筆者)。

⁸ 店頭FXは、先のような農水省・経産省策定の厳しいガイドラインは適用外となっている。それは法令と所管官庁が異なるからであるが、不招請勧誘を禁止されているはずの店頭FXが学生・主婦層など幅広い層に浸透していったのは、このガイドラインの非適用と無関係ではないと思われる。

リバティブは価格が不透明であるが、取引所取引は透明・公正だから、というものである。
しかし商品デリバティブでは、これが支配的な見解とはされていない。

何度も言うように改正法案の成立は問題の解決を意味しない。その後に真に困難な作業が待ち受けている、と心すべきだろう。