

異質リスクの総合化（１） ——証券・商品の総合取引所——

公益財団法人 日本証券経済研究所
主席研究員 二上季代司
(滋賀大学名誉教授)

1. はじめに

2019 年 11 月、日本取引所グループ（JPX）は東京商品取引所（TOCOM）を子会社化し、翌 20 年 7 月、TOCOM から上場商品（貴金属、ゴム、農産物——原油・電力等は除く——）を大阪取引所（OSE）に移管して、名実ともに証券・商品の総合取引所が誕生した。

子会社化の翌月（12 月）、TOCOM は電力先物を試験上場した。また 21 年 9 月には、電力先物の本上場および LNG 先物の試験上場を主管官庁の経済産業省に認可申請している。同じく 21 年 9 月、OSE は、移管された商品のうち天然ゴム先物の限月数を最長 1 年先の 12 限月まで増やし、原油価格に連動する指数先物（CME 原油先物）を上場した。

TOCOM は「総合エネルギー市場」を目指している。すなわち第 1 次エネルギーの原油や LNG、それを原料とする第 2 次エネルギーの電力や石油製品を、ワンパッケージで取引できる市場の構築である。原料の原油・LNG と製品である電力・石油製品の価格差を固定化することができればエネルギー産業の安定供給体制を確立することができるからである。その重要な「ピース」となる電力や LNG の上場は必要不可欠であるが、そのためには TOCOM の信用力とブランドイメージを向上させる必要があった¹。TOCOM は出来高の低迷に苦しみ財務状態は芳しくなかったのである。これが JPX による TOCOM 子会社化の主たる理由と思われる。

他方、これを除く貴金属、ゴム、農産物の OSE への移管は、低迷する商品先物市場に「証券マネー」を誘って、市場活性化に生かしたい、という目的からであろう。OSE の株式等の証券関連デリバティブは、世界有数の規模を誇っており、個人投資家はもとより証券・金融・コモディティなど商品横断的に資産運用を行っているヘッジファンド等を含む、多様なプレイヤーが参加しているからである。

ところで、今回の「総合取引所」の目的が上記のようであったとすれば、なぜ、このような回りくどい策をとる必要があったのか、という疑問は残るだろう。素人目から見ると、なぜ JPX は、子会社化した TOCOM を OSE に吸収させ、文字通りの単一総合デリバティブ取引所を作らなかったのか。

また今回の総合取引所の動きとは別であるが、同じく 21 年 8 月、農林水産省は、米の試験上場を続けてきた堂島取引所からの本上場への申請を認可しなかった。その結果、戦前の商品取

¹ TOCOM の子会社化と合わせて清算機関の統合も行われた。これも、大型商品の上場に必要措置であった。清算基金を拡大させて契約不履行リスクを吸収する能力を拡大することが目的だったといえる。

引所における最大の取引物件であった米の先物取引は 22 年 6 月をもって終了することになる。こうした一連の出来事を、どのように理解すればよいのか。

以下では、最近、数年間に起こった商品先物市場の動きを念頭に、証券市場と商品先物市場との関係について、検討してみたい。

2. 証券市場と商品先物市場

最初に、証券市場と商品先物市場について、法令、監督機関、市場、仲介者の 4 つの観点から両者を対比させてみよう。(1) 法令面からは金融商品取引法(旧証券取引法)と商品先物取引法(旧商品取引所法)、(2) 監督に当たる主管官庁は、金融庁(旧大蔵省)と経済産業省・農林水産省、(3) 市場運営主体は、金融商品取引所(旧証券取引所)と商品取引所、(4) 仲介業者としては証券業者と商品取引業者、となっている。日本の場合、両者の間には「垣根」の存在が指摘できるほど、かなり明確に分離されている。

また、商品先物市場では「当業者主義」が強く見られる。例えば、それは、①商品の上場要件として、十分な取引量が見込まれるほか、対象物件の「生産・流通に著しい支障を及ぼさないこと」が重視される²。また、②当該上場商品に関連する生産者・流通業者等に商品取引所での直接取引を認めている(「市場取引参加者」制度)などである。

証券市場と商品先物市場の、このような分離状態は、唯一絶対的なものではない。日本でも、戦前は「取引所法」という単一の法令のもとに、単一の主管官庁である「農商務省(のち商工省)」が証券主体の取引所、商品主体の取引所、両者混在の取引所を一体的に監督してきた。それが、今日のような姿になるのは戦後のことである。

また世界的に見ても両者の関係はさまざまである。例えばアメリカでは、(1) 法令面では証券取引所法と商品取引所法が併存し、(2) 監督機関は SEC(証券取引委員会)と CFTC(商品先物取引委員会)が併存する。ただし、CFTC は商品先物の監督機関としての実績を有していたから、後から開設された証券先物も管轄下においた。ただし、証券現物オプションは SEC が管轄する。他方、(3) 市場運営主体や(4) 仲介者については市場横断的である。すなわち CME のように、同一の市場運営主体が、農産物などコモディティ・証券・金融(金利や通貨)など異種類の物件を総合的に扱っており、仲介業者も証券・コモディティ双方を扱うブローカー・ディーラーが多い。

このように、証券市場と商品先物市場との関係は、時代的に、また世界的に一様ではないのである。今後の両者の「より良い」関係の在り方を探るためには、何よりも、わが国の歴史的な事情、とりわけ、現在の枠組みが形成された戦後の事情を検討することが重要である。

² 総合取引所への道を開いた 2012 年の金商法改正では、「金融商品」の定義(2 条 24 項三の三および四)に商品先物取引法(2 条 1 項)にいう「商品」を追加した(ただし米を除く)。ここには但し書きが加えられており、「当該商品の価格の安定に関する措置の有無その他当該商品の価格形成及び需給の状況を勘案する」とあり、商品先物市場における当業者主義が反映している。

3. 市場機能の共通性と固有・独自性

では、歴史的に証券市場と商品先物市場の関係を律してきた要因は何だったのだろうか。

それは両者の持つ「市場機能」のどれが前面に出てくるのか、どれを重視するかによって決定づけられるのではなかろうか。これが筆者の見解である。

いいかえれば、両者に共通する市場機能が重視され、固有・独自の機能が後景に退く時には重なり合い、逆に固有・独自の機能が強調される場合には、分断される。では市場機能の共通点と固有・独自な点とはどのようなものか。

(1) 共通の市場機能

[価格発見機能]

まず両者に共通するのは「価格発見機能」である。市場運営者の第一の使命は、できるだけ多くの需給を市場に集中させ、公正妥当な価格が形成されるように取り計らうことにある。

「市場メカニズム」とは、価格が希少な資源の効率的配分の指標・シグナルとして機能することを指すのであり、そのためには「買い手(需要)」と「売り手(供給)」の多数意見を反映した公正・妥当なものとして価格形成されなければならない。

[価格変動リスクに対するヘッジと投機]

第二の市場機能は、価格変動リスクに対するヘッジと投機の手段を提供することである。

価格が予想に反した方向へ変動した場合に、証券の投資家や商品生産・流通の当業者は、初期に計画した投資や操業計画を遂行する上で追加の資金負担を強いられる場合がでてくる。デリバティブ取引を利用して当初計画の値段・量を固定することができれば、そうした追加資金を節約し、所期の計画通りの投資や事業を継続できる。これがヘッジ機能と呼ばれるものである。

他方、レバレッジ効果の働くデリバティブは投機資金を節約できるのであって、こうした投機の流入が、ヘッジャーの相手方となって、リスクの再配分が行われる。加えてまた、こうしたリスクの再配分を目的とした需給が、「仮需給」として「実需給」の上に追加され、流動性を向上させる。

こうした価格発見機能、ヘッジ・投機の機能は、証券と商品に共通のものである。

(2) 固有・独自の機能（当業者機能）

他方、固有・独自の機能として、証券市場では「資金調達機能」があげられる。株式や社債を発行することで長期かつ大量の資金を調達するという機能である。これは証券現物市場の機能であって、先物等のデリバティブ取引は、こうした資金調達機能を直接的には持たないし、受渡制度を「現物」決済ではなく「現金」決済にしてしまうと、全く資金調達機能とは関係なくなり、純粋に価格発見機能とヘッジ・投機の機能だけとなる。

同様に、商品市場は「物品配給機能」を備えている。商品市場では現物取引はもちろん、先物等のデリバティブ取引でも現物決済であれば、受渡時点で必要な物件を必要な量だけ、当初の価格で入手できるので、間接的ながら、デリバティブ市場についても「配給機能」が認めら

れる。ただし、商品市場の配給機能は物件の用途ごとに分かれていて代替性がなく、物品ごとの市場規模は小さくなる。

資金調達機能と物品配給機能は証券市場、商品市場それぞれに固有・独自の市場機能であって、これらの機能だけを重視すると、両市場は重なる部分が少なくなり、まったく別個の市場ということになる。この二つの機能は市場のユーザーのうち上場会社と商品生産・流通業者、つまり市場の「当業者」が必要とする機能なのである。

(3) 戦前の市場行政

戦前の証券市場は、満州事変以降の戦時体制に入る前まで「資金調達機能」は重視されていなかった。日本経済を主導した財閥本社は、傘下の企業から配当を吸い上げ、それを増資払い込みに充てていたため、外部からの資金調達をさほど必要としなかったのである。

東京株式取引所（東株）や大阪株式取引所（大株）では先物取引が盛んであり、取引所で形成された株価は株券の担保価値を評価するうえでの指標価格とされた。戦前の企業融資は、戦後と同様に銀行融資が主であったが、株券担保が多かった。戦前の株式払込みは「分割制」のため、残額の追徴通知があると株主は株券を担保に払込み資金を借りた。銀行は担保価値を保全するため、指標銘柄である東株や大株の先物取引をヘッジ手段として利用したのである。

他方、当時の取引所の大半は「株式会社組織」をとっていた。そのため、出来高拡大策として投機を助長させる取引仕法を取りがちだったのである。こうして戦前の証券取引所は、まず投機やヘッジ機能、ついで株価形成の機能が重視されていた。同様に商品取引所も大半が「株式会社組織」をとっており、投機的な取引仕法に偏っていた。

当時の農商務省は、「取引所」それ自体を商業の一種と考えており、一方ではその振興を図って多数の取引所の設立を認可しながら³、他方で、取引所で行われる取引が過当投機に流れると、それを抑えようと一転、取引所の整理に乗り出して、矛盾した取引所行政を繰り返した。そこには、市場の持つ当業者的な機能（資金調達機能や配給機能）に対する問題意識は——もちろんあったであろうが——、第二義的なものだったように思われる。

(4) 戦時経済から戦後へ

それが大きく変化するのが、満州事変以後の統制経済である。証券市場では、重化学工業化に必要な資金調達のため、財閥企業の株式公開が始まり、資金調達機能が重視されるようになる。さらに、臨時資金調整法(1937年)以来、政府は資金調達を許可制とする。

軍事生産に資源を集中配分する必要性から、あらゆる物資の価格や配給の統制が強化され、市場機能を否定された商品取引所は次々と閉鎖されていく。また、1943年に全国11の株式取引所も統合され「日本証券取引所」へ一本化される⁴。証券市場の持つ株価形成やヘッジ・投機機能は軽視、無視され、「資金調達機能」だけが重視される。戦争末期になると、戦時金融

³ 取引所法の施行(1893年)後、取引所の新設が相次ぎ、1897年末には全国各地に137もの取引所が乱立、わずか5年の間に3倍半になる(「取引所濫設時代」)。

⁴ 商品取引所はなくなって株式取引所だけが残り、取引所法の主管官庁は大蔵省に移る。

庫や日本証券取引所は「無制限」の買い出動を行って株価を維持し、資金調達への阻害要因を除去するための機関になっていく。

こうして市場がもつ価格形成、ヘッジ・投機機能は否定され、物品配給機能も否定されて、証券市場の持つ資金調達機能だけが重視されるという事態に至るのである。

4. 戦後の証券市場と商品先物市場

敗戦とともに戦前の経済統制とこれを根拠づけた法令も撤廃された。

証券市場では、新たに証券取引法が公布され、GHQ（総司令部）の占領下にあった 1949 年、証券取引所が再開された。GHQ は「先物取引禁止」等の条件を課したうえで取引所の再開を認めた。

1950 年代の市況低迷期には市場活性化策として 2 度にわたり、「先物取引復活運動」が盛り上がった。大阪証券界がその中心となったが、その努力は実らず、株式ブームに入る 50 年代後半には、その運動も下火となった。その結果、1987 年の大証「株先 50」開設まで、わが国証券取引所は株式先物取引の不在時代を迎えるのである⁵。

この時期に、先物取引が開設されなかった背景は、高度成長期の日本経済において資金調達機能のプライオリティが高かったためである。戦後復興期から高度成長期にかけて、低金利政策や起債調整など大蔵省・日銀を中心とした重化学工業への傾斜配分を特徴とする資金調整が続けられていた。増資においてさえも、1970 年ごろまで時価から乖離した「額面」での株主割当発行が中心であった。株価による資源配分機能よりも絶対額の資金調達の確保が重視された。そのような時期に先物取引を認めれば、資金調整の効果が薄れ、必要資金が投機に流れる恐れがあると考えられたのであろう。

他方、商品市場では、商品取引所法が制定され(1950 年)、主管官庁は通産省（現経済産業省）・農林水産省となった。商品取引所は証券取引所と次の点で異なっていた。すなわち、当初から先物取引を認めていたこと、当業者の直接取引を認めていたことである。1952 年の法改正で当業者以外に受託業務のみを行う仲買人制度（現在の商品先物取引業者）が発足する。

財閥解体による大衆株主の形成、朝鮮戦争前後の株式や商品の大幅な相場変動、高度成長期に入ると中間所得層が拡大し、証券と商品取引の「大衆化」が始まる。これに伴って証券業と商品先物取引業の兼業が中小規模の業者にみられるようになる。

[証券業と商品先物取引業の兼営]

株式相場と商品相場の変動要因は異なっており、株式と商品の双方の受託業務を兼営することは経営安定化に資すると考えられた。それは、大手証券のような業務多角化の手段を持たない中小証券にとって合理的な経営判断である⁶。株式相場の低迷期に「先物取引復活運動」が中小証券によって担われたのも同じ理由であり、大阪証券界にはそうした兼営が多かったのである。図表 1 は 1959 年当時の兼営状況を示している。

⁵ 債券先物については、その 2 年前の 1985 年、東証に創設されている。

⁶ 中小証券の中に戦前のコメ取引員が多かったことも関係していると思われる。

もっとも、1962 年に、大証は会員業者に対して商品取引業者の株式の処分を要請した。理由は、証券会社が他社の株式の 1 割を超えて所有することは独禁法違反であって、その旨の公正取引委員会からの指摘があったという⁷。その後、証券業界は証券恐慌（1965 年）を経験して 68 年には「免許制」となり、免許基準の適用からも証券界と商品先物業界は全く関係が断絶した。こうして、証券と商品先物は全く無関係な業界として歩いていくことになる。

図表 1 証券業者にして商品取引所会員を兼ねるもの

加入商品取引所 証券会社	大阪 化繊	大阪 三品	神戸 生糸	神戸 ゴム	大阪 砂糖	大阪 穀物	東京 ゴム	東京 繊維	東京 穀物	備 考 資 本 金 (単 位 百 万 円)
今川証券株式会社	○									75
江口証券株式会社	○	○	○	○						200
大谷証券株式会社	○	○								40
岡三証券株式会社	○	○		○	○	○				225
岡安証券株式会社				○	○	○				30
黒川商店		○								35
須々木証券株式会社						○				30
大商証券株式会社	○	○								600
高木証券株式会社	○	○				○				30
中井証券株式会社	○	○	○	○		○				30
日栄証券株式会社						○	○		○	46
広田証券株式会社	○	○		○	○	○				50
藤浪証券株式会社	○	○								30
豊栄証券株式会社						○				30
万富証券株式会社				○	○	○				30
大神証券株式会社						○				30
山崎証券株式会社	○				○	○	○	○		200

(注) 1) 1959 年 10 月現在、資本金は 58 年未。

2) 商品取引所会員は証券会社の子会社・関連会社である場合が多い。

(出所) 川合一郎『株式価格形成の理論』日本評論社、1960 年（同著作集、第 3 巻、p139）。

原資料は大阪証券取引所調べ。

5. 証券市場と商品先物市場との新たな関係

こうした分離状態に変化が見られ始めるのは 1990 年代に入ってからである。1980 年半ばから証券界に長らく封印されてきた先物取引が解禁された。債券先物取引の創設は、国債管理政策の観点から大量の国債を保有する金融界にヘッジ手段を与えるためであり、株式先物やオプションは国際化の要請にこたえるものであった。

(1) 株式市場の変化

1990 年のバブル崩壊後、ほどなく株式市場に大きな変化が現れた。それは、株式市場の機能の重点が資金調達機能よりも株価形成、ヘッジ・投機の手段の提供という機能にシフトしてい

⁷ 大阪証券取引所「証券業者の他会社株式所有について」1962 年 9 月 8 日（日本証券経済研究所『日本証券史資料』戦後編第 8 巻、976 ページ）。

ったのである。90年代、2000年代と年代が進むにつれ、増資金額よりも配当や自社株など株主への資金還元額のほうが多くなっていく。資金調達手段も、増資よりは起債が主となっていく。加えて、M&Aが拡大し企業買収や現業部門の組み替えなど、株式市場では既存資源の再配分が盛んにおこなわれるようになる。

そうした資源再配分のシグナルとなる株価発見機能こそが第一のプライオリティを占めるようになり、これとは逆に株式市場のもつ資金調達機能は徐々に後景に退いていく。高度成長時代の終焉を迎え、株式市場の機能は全く逆転していった。

ここでようやく、証券市場の方から、①価格形成、②ヘッジ・投機の機能の面で共通する商品先物市場と共存できる余地が生まれてきた。2006年には、リスク性の投資商品の取引に横断的な規制をかける「金融商品取引法」が制定される。リスク性の投資商品には商品先物取引も当然含まれることになる。同じ年に商品取引所法も改正審議中だったが、その際に商品先物取引の勧誘行為が問題視され、「不招請勧誘禁止の議論も検討すべし」とする付帯決議がなされた。ではこの時期、商品先物市場の現状はどうだったのか。

(2) 商品先物市場の変化

商品先物市場では、当業者の直接市場参加を許し、商品先物業者の受託業務を介した一般顧客の取引が交流しあうことになっている。もちろん、当業者が委託者となって発注することも多い。ここで問題なのは、当業者と一般の個人顧客とは立ち位置や情報量の面で大きな格差があることである。この格差は株式市場と比べて大きい。

まず商品先物市場では、上場商品ごとに用途が異なっており、価格に影響する需給関係はマチマチである。そうした特殊個別的な情報については、当該商品の生産者や流通業者である当業者と一般顧客の間の「情報格差」は非常に大きい。加えて第二に、先物取引を現物取引と絡ませて複合的に行う当業者と異なって、個人顧客は常に「投機者としての立ち位置」に固定されている。受渡時に小豆や原油を引き取る個人顧客はいないのである。相場が期待外れに終われば、損切りをするか、ロールオーバーするしかない。現物の引取りや現渡しのできる当業者とははじめから「立ち位置」が異なっているのである。

他方、株式市場では、有価証券報告書のほかに企業決算や企業情報などが日常的に新聞紙上で公表され、業者や機関投資家との情報格差があったとしても、商品市場と比べれば大きなものではない。さらに株価指数先物取引に参加している個人顧客は、現物株式の売買も自由に行うことができ、投機者として、あるいはヘッジャーとしていつでも立ち位置を交代させることができるのである。

以上のように、商品先物取引における個人顧客の立ち位置は「スペキュレーター」として固定されるうえに、情報劣後の状況に置かれる度合いも大きいため、株式顧客よりも、よほど「適合性の原則」に照らしてみても厳選されるべきだということになる。そうした配慮を受託業者としての商品先物業者が十分、配慮しなければ顧客とのトラブルが多発するのは当然であるし、そして実際にも不幸にして多年にわたり個人顧客とのトラブルが続いた。その結果、2006

年の商品取引所法改正時の国会付帯決議もあり、2009 年の商品取引所法改正（商品先物取引法）において「不招請勧誘の禁止」が法制化されたのである。

こうした規制強化によって、個人顧客からの商品先物受託業務は極端に縮小し、市場流動性が低下、それが当業者のヘッジ機能にも支障を及ぼし、当業者は海外市場にヘッジの場を求め、それがまた市場流動性を損なうという悪循環に陥り、市場は縮小の一途をたどることになった。

6. おわりに

以上、証券市場と商品先物市場との関係について、その歴史的な変遷を概観してきた。両者は、株式市場の資金調達機能が後景に退き、価格形成やヘッジ・投機の市場機能が重視されるようになってから、距離が近くなり、重なり合うようになる。

しかし、株式と商品では、一般顧客の「立ち位置」や「情報格差」において異質な面があり、これに留意した整合性のある投資家保護策が必要である。現在の商品先物取引における「不招請勧誘の禁止」の法制化は、これまでの歴史的な経緯からやむを得ないかもしれない。しかし、「市場の消失」をもたらすとすれば、それも放置することはできないだろう。

商品先物市場の主管官庁である経産省と農水省は商工業や農業の振興が目標であって、関心が当業者の利害に向きがちである。価格形成やヘッジ・投機の機能に深い関心を持っているようには思えない。それは、OSE とは切り離して TOCOM を「総合エネルギー市場」として育成しようとする経産省の方向性や、コメの本上場を不認可とした農水省の決定にも表れている。

株式市場では、個人顧客でさえ現物取引と絡ませたうえでデリバティブ取引を投機にもヘッジにも機動的に使える立ち位置にある。それは現物とデリバティブ両面にわたってリスクを分散させるということでもある。つまりリスクのポートフォリオが多様に作成できるということでもある。商品先物もそのリスクのポートフォリオの一つに加えることができれば、より適切なものになるのではないか。つまり異質のリスクのポートフォリオを組成する機会を提供するのである。それは商品先物市場に「証券マネー」を導入させる、という「総合取引所」の目的に沿うことでもあろう。

リスクのポートフォリオは株式市場では機関投資家によって多面的に行われているが、近年では異質のリスク（証券以外の商品、保険、天候・地震など災害リスク）のポートフォリオ作成も始まっている。次回ではその実例を取り上げてみよう。

本資料に関する著作権は、株式会社大阪取引所にあります。

本資料の一部又は全部を無断で転用、複製することはできません。

本資料の内容は、株式会社大阪取引所の意見・見解を示すものではありません。

本資料は、デリバティブ商品の取引の勧誘を目的としたものではありません。