

# 今後の商品先物市場のあり方について(中間整理)

平成19年12月7日  
産業構造審議会商品取引所分科会

## 目次

### はじめに

#### . 今後の商品先物市場のあり方に係る検討に向けた論点整理

##### 1. 商品先物市場を巡る現状

- (1) 内外の商品先物市場の出来高等の動向
- (2) 委託者の苦情相談件数等の動向
- (3) 我が国の商品先物市場のあり方に関連する議論

##### 2. 商品先物市場の競争力強化等に向け現在取り組んでいる取組

- (1) 競争力強化のための取組
- (2) 委託者トラブルの解消に向けた取組

##### 3. 今後の商品先物市場のあり方に係る検討に向けた論点整理

- (1) 基本的な考え方
- (2) 論点整理

#### . 商品先物市場の金融分野との連携・融合のあり方

##### 1. 商品を対象としたETFの実現

##### 2. 取引所間の資本提携や幅広い品揃えのための制度整備

##### 3. 金融・資本市場と密接な関係を有する商品先物市場の競争力強化

##### 4. 金融分野の運用資産が商品先物市場に流入しやすい制度の整備

### おわりに

はじめに

国際的な資源・エネルギーの獲得競争の激化、資金の世界規模での移動の一層の進展などを背景とし、国境・分野を超えた市場間競争が日々激しさを増している。特に、近年、海外のデリバティブ市場が急速な成長を遂げているのに対し、我が国の商品先物市場は、直近3年間で出来高が概ね半減するなど低迷している。こうした中、我が国の商品先物市場の競争力を強化し、アジアの中核的市場としての地位を確保することが喫緊の課題である。

同時に、我が国の商品先物市場は、海外の商品先物市場の市場構造とは異なり、個人投資家を中心とした市場構造である上、取引上の損失等を巡る個人委託者と商品取引員との間の苦情、紛争等も多く、先物取引に対する否定的な評価が根強いのが現状である。このため、商品先物市場の競争力強化と並び、今後も委託者トラブルの解消に向けた取組が重要である。

更に、本年6月に閣議決定された「経済財政改革の基本方針 2007」では、「『金融・資本市場競争力強化プラン(仮称)』を平成19年内を目途に金融庁が取りまとめ、政府一体として推進する」とされている。特に、このプランでは「取引所において株式、債券、金融先物、商品先物など総合的に幅広い品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得る」とされている。

本分科会では、これら我が国の商品先物市場を取り巻く内外環境を踏まえ、合計5回の会合を開催し、今後の商品先物市場のあり方に関する基本的な方向性や今後議論を深めるべき論点、商品先物市場の金融分野との連携・融合について検討を行った。本取りまとめは、これら検討の結果を踏まえ、広く今後の商品先物市場のあり方に係る検討に向けた論点整理を行うとともに、今後の「金融・資本市場競争力強化プラン(仮称)」の取りまとめに向け、商品先物市場の金融分野との連携・融合のあり方を示すものである。

---

<sup>1</sup> 先物取引やオプション取引など、原資産の売買取引から派生した取引のこと。

## ・今後の商品先物市場のあり方に係る検討に向けた論点整理

### 1. 商品先物市場を巡る現状

#### (1) 内外の商品先物市場の出来高等の動向

##### 出来高の動向

(a)世界全体の先物取引は、2001年から2006年の5年間で出来高が約3倍に増大している一方、我が国の商品先物市場は、2003年から2006年の3年間で出来高が約45%減少するなど低迷が続いている。

(b)特に、近年、大連等アジアの取引所の著しい台頭もあり、日本の商品取引所の出来高の国際的順位は低下している。

##### 国際的な動向

(a)国境・分野を越えた市場間競争が激化する中で、海外の取引所は、電子システムの改良、取引時間の延長(24時間化)、商品設計・市場設計の改良、上場商品の拡大・多様化、流動性の担い手に対する優遇支援策など、市場の利便性・信頼性の向上に取り組んでいる。

(b)海外では、取引所の株式会社化が進むほか、商品分野のみならず、金融商品分野も含め、取引所間のM & A、国際連携等が進展している。

(c)また、海外では、商品を対象としたETF<sup>2</sup>等の金融と商品を横断する投資商品の拡大、金融機関による商品への代替(オルタナティブ)投資の進展など、商品分野と金融分野の融合が進展しており、これが市場の流動性を増大させる重要な背景の一つになっていると考えられる。

#### (2) 委託者の苦情相談件数等の動向

商品先物取引に係る苦情相談件数は、(独)国民生活センター調べによると、平成17年度以降、大幅に減少し、それまでの年間7,000件超から年間4,000件超となっている(これらには海外商品先物取引等に係る苦情相談件数が含まれる)。しかし、依然として、苦情相談件数は、高い水準で推移している。

一方、日本商品先物取引協会によると、苦情の内訳は、不当勧誘が6割以上を占め

---

<sup>2</sup> Exchange Traded Fund の略。日本では「上場投資信託」の意味で用いられ、現在、株価指数等に連動したETFは国内外の証券取引所で上場されている。また、商品やその指数等を対象としたETFは、各国の取引所で上場されている。

ており(本年4月～11月実績)、次いで無断売買、一任売買<sup>3</sup>と仕切回避<sup>4</sup>が同位の順となっている。

また、近年、海外商品先物取引や海外商品先物オプション取引、いわゆる「ロコ・ロンドン」まがい取引<sup>5</sup>に係るトラブルが急速に増加している。

### (3) 我が国の商品先物市場のあり方に関連する議論

経済財政諮問会議において、我が国の金融・資本市場の競争力強化の観点から、商品先物市場にも関連する幅広い議論が行われ、「経済財政改革の基本方針 2007」(平成 19 年 6 月 19 日閣議決定)では、以下のとおり記述されている。

「経済財政改革の基本方針 2007」(平成 19 年 6 月 19 日閣議決定(抜粋))

#### 第2章 成長力の強化

##### 2. グローバル化改革

##### (2) 「金融・資本市場競争力強化プラン」(仮称。以下同じ。)の策定

「金融・資本市場競争力強化プラン」を平成 19 年内を目途に金融庁が取りまとめ、政府一体として推進する。その際、以下の施策については特に重点的に取り組む。

##### 取引所の競争力の強化

取引所において株式、債券、金融先物、商品先物など総合的に幅広い品揃えを可能とするための具体策等を検討し、結論を得る。

(以下、省略)

## 2. 商品先物市場の競争力強化等に向け現在取り組んでいる取組

こうした我が国の商品先物市場を巡る厳しい内外環境を踏まえ、現在、主として、以下のとおり、市場の競争力強化、委託者トラブル解消に向けた取組が進んでいる。

### (1) 競争力強化のための取組

#### 工業品先物市場の取組【東京工業品取引所の取組】

(「工業品先物市場の競争力強化に関する研究会」(本年 6 月)における取組)

<sup>3</sup> 商品市場における取引等につき、数量、対価の額又は約定価格等についての顧客の指示を受けないでその委託を受けること。

<sup>4</sup> 商品市場における取引等の委託につき、転売又は買戻しにより決済を結了する旨の意思を表示した顧客に対し、引き続き当該取引を行うことを勧めること。

<sup>5</sup> 国際的な大手事業者間の相対で行われるロンドン渡しの金の現物取引(ロコ・ロンドン取引)を称し、事業者が一般投資家を勧誘し取次ぎ等を行う取引のこと。本年7月15日から、特定商取引に関する法律の規制対象となった。

- ・世界最高水準の新たな電子システムの早期導入(平成 20 年度中)
- ・アジアの中心市場としてふさわしい取引時間への延長
  - 年明けから 2 時間延長、新電子取引システムの導入に合わせ 24 時間化
- ・国際的に遜色のない市場運営ルールの構築
  - 値幅制限<sup>6</sup>・建玉制限<sup>7</sup>の緩和、情報の開示方法の見直し 等
- ・取引所の株式会社化(平成 20 年中)

このほか、一般委託者の保護など市場の信頼性の確保のための取組  
農産品先物市場の取組【東京穀物商品取引所の取組】

- ・上場商品の見直し
  - : オプション 3 商品(とうもろこし、粗糖、大豆)休止(本年 3 月)、国産大豆ミール(本年 10 月)および野菜(本年 12 月)の試験上場廃止決定。他方、ヘッジニーズに併せて、魅力ある商品の開発について調査・研究。
- ・取引システムに関し、一部の商品にザラバ取引<sup>8</sup>を導入予定(平成 20 年 1 月から順次)。現在の板寄せ取引<sup>9</sup>もシステムをバージョンアップ(本年 8 月)
- ・値幅制限額等の決定方式を変更(本年 4 月から順次)。値幅制限も拡大。  
このほか、株式会社化の論点や課題を整理(本年 9 月)等の取組。

## (2) 委託者トラブルの解消に向けた取組

### 行政の取組

#### (a) 委託者の保護のための制度整備(商品取引所法の累次の改正)

- ・平成 16 年法改正(委託者資産の保全制度の拡充、財務・行為規制の強化等)
- ・平成 18 年法改正(広告規制、不当勧誘禁止の拡充、適合性原則<sup>10</sup>の拡充等)

#### (b) 厳正な法執行

- ・国内商品先物取引
  - : 平成 19 年度に既に 8 件の行政処分を行うなど、立入検査、監督を実施。

<sup>6</sup> 相場の急激な変動を防ぐため、1 営業日のうちの値動きについて、前日の終値から一定の範囲(値幅)を上回るまたは下回る値段で取引させない市場ルールのこと。

<sup>7</sup> 市場参加者が保有できるポジション(未決済残玉、「建玉」ともいう)を一定数量以下に制限する市場ルールのこと。

<sup>8</sup> 売買注文の条件が対当する都度、約定させる仕法で行われる取引のこと。また、約定値段は複数存在。

<sup>9</sup> 売買注文を単一の価格で約定させる仕法で行われる取引のこと。

<sup>10</sup> 商品取引員は、顧客の知識、経験、財産の状況及び受託契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って委託者の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、商品取引受託業務を営まなければならないという原則のこと。

- また、法令遵守一斉点検(平成18年)、自主規制機関への監督・指導を実施。
- ・海外商品先物取引
- ：平成19年度に既に6件の行政処分を行うなど、立入検査、監督を実施。
- また、海外先物取引業者等の実態把握、消費者への注意喚起等を実施。

#### (c)その他

- ・本年7月、近時トラブルが急増している「ロコ・ロンドン」まがい取引、海外商品先物オプション取引を特定商取引に関する法律の規制対象とし、同法に基づく規制、監督を開始。
- ・検査・監督部門の定員の増加など、検査・監督体制を強化。

#### 関係団体の取組

##### (a)日本商品先物取引協会

- ・商品取引トラブル解消アクションプログラムの策定(平成18年12月)及びそれに基づく会員指導(法令遵守のための社員教育・社内管理体制の点検・整備、特別監査<sup>11</sup>、中堅外務員特別研修、営業幹部向け法令遵守セミナー、特別電話相談、上級外務員認定制度<sup>12</sup>等)のほか、自主規制規則の作成・見直し、苦情・紛争の解決(あっせん・調停等)、会員及び外務員に対する処分等の取組を実施。

##### (b)日本商品委託者保護基金

- ・委託者資産の保全のため、その分離保管措置、弁済等を着実に実施。特に、平成16年商品取引所法改正により、委託者資産分離保管の徹底、商品取引員の委託者保護基金加入義務づけ等が措置された結果、これまで商品取引員の破綻等が16件あったが、委託者資産を100%保全した。

##### (c)日本商品先物振興協会

- ・会員各社における勧誘方針の開示・公表への取組推進、顧客本位の営業姿勢の表明、苦情相談窓口の周知徹底等を内容とする顧客トラブル減少に向けた理事会決議(平成18年9月)とその実施 等

#### 取引所の取組

##### (a) 東京工業品取引所

---

<sup>11</sup> 受託業務全般にわたる定期監査とは別に、トラブル解消アクションプログラムに基づき、会員(商品取引員)の法令管理体制を点検する特別の監査のこと。

<sup>12</sup> 登録外務員の中から、これまでの業務実績、試験等に基づき、特に優秀な者を上級外務員として認定する制度のことであり、2007年9月に創設。

- ・一定以上に損失が拡大することを防ぐためのロスカット制度<sup>13</sup>(会員における制度構築と説明の義務づけ)やリスクを低減した小規模取引商品<sup>14</sup>を導入。
- ・外務員専門性向上のための検定試験の実施(平成16年～)。

#### (b) 東京穀物商品取引所

- ・ロスカット制度の導入(会員における制度採用の選択は任意)。
- ・TGA(東京穀物商品取引所顧客アドバイザー)認定制度等を導入。

### 3. 今後の商品先物市場のあり方に係る検討に向けた論点整理

#### (1) 基本的な考え方

##### 商品先物取引が持つ重要な機能

商品先物取引は、以下のような機能を有しており、我が国経済を支える重要な基盤である。今後も、こうした機能が適切に発揮されるよう市場の整備を進めていく必要がある。

##### (a) 透明かつ公正な価格形成機能

: 先物市場に出された注文は、明確に定められた規則に基づいて約定され、成立した約定価格は直ちに公表されるため、透明性の高い公正な価格形成が行われる。

##### (b) 価格変動リスクのヘッジ機能、在庫調整機能等

: 先物価格が現物価格とほぼ同様の動きをする性質を利用して、現物価格の変動リスクを先物価格の値動きによって相殺することができる。また、予め定める将来の一定時期に現物を受け渡すことから在庫調整等が可能である。

##### (c) 資産運用機能

: 商品は株式等との連動性が低く分散投資の観点から有効な運用手段であるとともに、投資少額の証拠金<sup>15</sup>を差し入れることにより多額の取引を行うことができるためハイリスク・ハイリターン型の資産運用が行われる。

#### 今後の商品先物市場の基本的方向性

<sup>13</sup> 委託者が選択した場合に一定以上に損失が拡大することを防ぎ、投資家のリスクをあらかじめ定めた範囲で限定することを目的とした取引のこと。

<sup>14</sup> 市場に参加する一般投資家のリスクを低減する観点から、標準の取引と比べて取引単位を大幅に小さくした商品のこと。東京工業品取引所では、2007年7月より金において導入(金先物ミニ取引)。標準取引の取引単位1Kgに対し、金先物ミニ取引の取引単位は1/10の100g。

<sup>15</sup> 先物取引に係る取引の担保のこと。基本となる担保の他に、相場の変動による差損の計算額がある一定の割合を超えた場合や、相場の変動が激しくなった場合、あるいは当月が決済期限となった場合の担保として預託する証拠金がある。



- (a)商品先物取引が我が国経済の基盤として重要な役割を有する中で、アジア諸国の取引所の台頭など、我が国の商品先物市場を取り巻く厳しい内外環境を踏まえ、今後、我が国の商品先物市場が国際的な市場間競争の中で生き残るためには、信頼され魅力ある市場となり、アジアの中核的市場としての地位を確保するよう最大限の取組を進めることが喫緊の課題である。
- (b)その際、我が国の商品先物市場に求められている大きな柱は、「競争力強化」と「委託者保護」であると考えられる。特に、委託者保護に関しては、平成18年の商品取引所法の一部改正の際の附帯決議をも踏まえ、委託者トラブルの減少にとどまらず、その解消が必要である。
- (c)現在、こうした内外環境を踏まえ、行政、取引所、自主規制団体等の市場関係者は、競争力強化と委託者保護のための取組を進めている。しかしながら、競争力強化のための取組に関しては、国際的な取引所間の競争環境は常に急速に変化しており、今後、こうした変化に対応した更なる取組についてスピード感をもって検討・具体化する必要がある。また、委託者保護の取組に関しても、現在の委託者トラブルの発生状況にかんがみると、我が国の商品先物市場が投資家から十分な信頼を受けているとは必ずしも言えない状況であり、その信頼を回復・向上させるための更なる取組が必要である。
- (d)このため、競争力強化と委託者保護に向け、現在の取組に加えて、今後、検討・具体化を進めるべき課題について、以下のとおり論点整理を行う。

【参考】証券取引法等の一部を改正する法律案及び証券取引法等の一部を改正する法律の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案に対する附帯決議(参議院財政金融委員会 平成18年6月6日)(抜粋)

- 一 …商品先物取引等については、改正後の商品取引所法の執行に鋭意努めることはもちろんのこと、委員会における指摘を誠実に受け止め、商品先物取引はレバレッジ効果を有するリスクの高い商品であることを踏まえ、一般委託者とのトラブルが解消するよう委託者保護に全力を尽くしていくこと。今後のトラブルが解消していかない場合には、不招請勧誘の禁止の導入について検討すること。

## (2) 論点整理

今後、市場の競争力強化と委託者保護を図るためには、以下のような視点からの検討や取組が必要である。

## 市場の流動性の増大に向けた課題

### (a)市場の利便性の更なる向上

#### < 現状・課題 >

・海外の取引所では、電子システムの高度化、取引ルール・商品設計の見直し等、取組が進んできたのに対し、これまで国内では取組が十分に進んでいなかった。

#### < 今後の方向性 >

・このため、近時、東京工業品取引所における世界最高水準の電子システムの導入、取引時間の24時間化、制限値段・建玉制限の緩和など、現在、着手されている取組を着実に進めることに加え、海外取引所の動向等を踏まえつつ、市場の利便性の更なる向上のための取組を検討・具体化すべきである。

・具体的には、主として、以下のような取組について検討・具体化すべきである。

- 取引コストの低減(取引所手数料体系の柔軟化(ボリュームディスカウント<sup>16</sup>等))
- 証拠金制度の見直し(リスクに応じた証拠金制度の導入など)
- 現物受け渡しの円滑化
- 市場参加に係る書面の英文化、英語による円滑な対応のための体制整備
- EFP(Exchange of Futures for Physicals)<sup>17</sup>の拡充・活性化
- 将来における商品取引所間の取引システムの統合・共通化 等

#### < 留意点 >

・その際、以下のような指摘があり、こうした指摘も踏まえて検討する必要がある。

- 海外からのアクセスを容易にし、海外の投資資金を呼び込むため、日本においても市場への参入障壁を下げるべきではないか。
- 誤発注の対処ルールを明確化し、投資家が誤発注した注文で取引が成立したものを取り消せるように制度整備し、末端ユーザーに伝えるべきではないか。

・なお、現在、着手されている取組のうち、東京工業品取引所の24時間化については、単に24時間化を実現すれば事足りるわけではなく、流動性を増やすために、関係者が議論し、具体的な対策を講じることが重要であるとの指摘があり、取引所は、今後、こうした指摘を踏まえて具体的な対応をすべきである。

### (b)上場商品構成の多様化・拡大

#### < 現状・課題 >

---

<sup>16</sup> 一定期間内で一定枚数以上の約定があった場合等、通常より低い料率を適用する取引所における手数料体系のこと。

<sup>17</sup> Exchange of Futures for Physicals の略。現物取引の契約を結んだ売り方と買い方が、同一価格の先物の買いと売りについて、個別競争売買を介さずに成立させる取引のこと。

・海外の商品先物市場に上場される商品は、その数も多く豊富であるとともに、幅広い市場参加を促すための商品設計の工夫が進んでいるのに対し、我が国の商品先物市場に上場される商品のラインアップは極めて限定的である。

< 今後の方向性 >

・原商品・デリバティブの双方において、ヘッジニーズ・投資家ニーズを踏まえた豊富で魅力ある上場商品構成を実現する必要がある。このため、どのような取組・措置が必要かといった点について、具体的な品目毎に実現に向けて検討する必要がある。幅広い商品構成の観点から、例えば、商品指数、LPG、A重油等のほか、排出量、電力等の新たな分野についても、国際的な動向、国内のニーズを分析し、上場の可能性及び必要な環境整備のあり方を十分検討すべきである。検討の結果、可能なものから、上場を進めるべきである。

< 留意点 >

・その際、以下のような指摘があり、こうした指摘を踏まえて検討する必要がある。

- 軽油についても上場を検討すべきではないか。
- 軽油については、既に試験上場に失敗しており、慎重に検討すべきではないか。
- 上場までの時間がかかりすぎないように手続を簡素化すべきではないか。
- 取引が不調な上場商品を将来のために維持することも容認すべきではないか。
- 上場の自由度を高め、柔軟かつ迅速な上場ができるように制度整備すべきではないか。

(c) 市場参加者の構成の多様化・拡大

< 現状・課題 >

・海外の商品先物市場は、リスクヘッジャー、個人投資家のほか、金融機関、ファンド、機関投資家等の大口のリスクテーカーが参加した、多様で厚みのあるプロ中心の市場である。他方、我が国の場合は、個人投資家が相当割合を占めるとともに、国内の金融機関、証券会社、機関投資家等の市場参加が極めて限定的であるなど、大口のリスクヘッジャーやリスクテーカーの幅広い市場参加が十分に進んでいるとは言い難い。

< 今後の方向性 >

・商品先物市場の競争力強化に向けては、従来の個人投資家を中心とした市場構造から、当業者、機関投資家、金融機関等のいわゆる“プロ”のリスクヘッジャーやリスクテーカー（特に大口の主体）を中心とした市場構造に転換することを目指す必要がある（いわゆるプロ市場化）。

- ・このため、市場参加者の多様化、厚みの増大のため、リスクヘッジャー、リスクテーカー双方において、いわゆる“プロ”(特に大口の主体)の参加を促すべきである。同時に、プロップファーム<sup>18</sup>等のリクイディティ・プロバイダー(市場流動性供給者)の市場参加を促すことも重要である。
- ・特に、金融機関、機関投資家等の大口リスクテーカーの市場参加の促進に際しては、これら主体が商品先物市場に直接参入するのではなく、コモディティとファイナンスを結びつける仕組債<sup>19</sup>等に投資をするという世界的な潮流を踏まえ、今後、リスク分散のための代替投資を求める投資家ニーズを取り込むためにどのような措置が必要か等について具体的な検討を行う必要がある。その際、金融と商品をつなぎつけるデリバティブ商品を通じて、商品先物・現物市場、デリバティブ商品を取り扱う者、投資家をつなぐ重層的で厚みのある構造を構築する必要がある(特に、OTC取引<sup>20</sup>が可能な工業品については、取引所取引のみならず、OTC取引も含めこうした構造を構築すべきである)。
- ・市場のプロ化に際し、個人投資家については、金融商品取引法の特定投資家に該当するようなプロとみなされる個人投資家とそれ以外の一般投資家に分けてとらえる必要がある。一般投資家については、専門家に運用を委託するファンド形態の活用、外務員の勧誘が介在しないネット取引等を活用するなど、委託に伴うトラブルが生じない形で市場参加するようにすることが必要であるが、いずれにせよ、必要な情報に基づき、自己の判断で、リスクを理解・管理しながら運用できる環境の整備を徹底し、委託者トラブルが解消するよう最大限取り組むことが必要である。

#### (d)金融と商品の連携・融合の進展

##### < 現状・課題 >

- ・海外市場では、金融と商品にまたがる投資商品(商品ETF<sup>21</sup>等)、金融機関等が投資しやすい商品(商品指数等)等もあり、代替投資が拡大している。また、金融と商品の融合が進み、その垣根も低下している。他方、国内では、こうした投資商品の開発・上場が不十分なこともあり、金融機関等による代替投資、融合化が十分に進んでいない。

##### < 今後の方向性 >

<sup>18</sup> 自己勘定で取引を行う会社のことであり、市場の流動性提供者の一つである。

<sup>19</sup> デリバティブを組み込んだ債券のこと。

<sup>20</sup> Over the counter の略。取引所における取引ではなく、相対で売買を行う取引のこと。

<sup>21</sup> 受益証券の価格が商品市場や OTC 取引の商品価格や商品指数に連動するように作られた上場投資信託のこと。

・このため、金融商品と商品の融合が進む世界的な潮流の中で、金融商品と商品の垣根を越えた連携・融合を進めるため、今後、金融商品と商品の関係はどうあるべきか、また、どのような取組が必要かについて検討を深めるべきである(ETF、取引所、法規制、監督機関等)。

なお、このうち、商品を対象としたETFなど、現時点で具体的な方向性について結論づけることができた事項については、下記「 」のとおり対応する。

#### (e)その他

上記のほか、以下の指摘があり、こうした指摘を踏まえて検討する必要がある。

- 国内における競争を回避して国際的な競争力を高めることは無理なので、国内の取引所間の競争を促進していく必要がある。まずは、国内で競争することが国際競争に勝つための近道なのではないか。
- 商品先物取引の産業インフラとしての機能を損なわないよう、様々な角度から十分に議論を行った上で結論づけを行う必要があるのではないかと。また、流動性の分散という観点にも十分留意すべきではないか。
- 投資(特に投資によるリスク)に関する国民への教育が必要ではないか。

### 市場の信頼性の向上に向けた課題

#### (a)クリアリングシステム<sup>22</sup>の強化

##### <現状・課題>

・我が国の商品先物市場が内外の投資家からより一層信頼されるものとなるためには、強固なクリアリングシステムが整備されることが必要不可欠である。しかしながら、我が国のクリアリングシステムは、清算参加者の財務要件が厳格でなく信用力が低いなど、国際的に比較して必ずしも強固なシステムとはなっていない。

##### <今後の方向性>

・このため、市場の信頼性向上に向け、クリアリングシステムの強化を図る必要がある。その際、例えば、以下のような検討課題があると指摘されており、少なくとも、こうした課題を含め、課題を整理し、必要な見直しを早急に行うことが必要である。

- 決済不履行防止のための監視体制の充実強化
- トランスファー制度の活用
- 清算参加者の資格要件の見直し

---

<sup>22</sup> 清算機関が、取引の債務を引き受けることにより、取引相手の信用リスクを遮断する制度のこと。

- 取引証拠金、清算預託金、決済不履行積立金等の充実
- 清算参加者として、信用力の高い金融機関の加入を促進 等

#### <留意点>

- ・その際、以下のような指摘があり、こうした指摘を踏まえて検討する必要がある。
  - リアルタイムに近い監視をした場合、そのためのインフラ及びシステムの整備やリスクベースでのマージン<sup>23</sup>の検討も必要となる。こうしたことがビジネスとなるのかも含め、まず、どのようなビジョンを持つか検討すべきではないか。また、例えば、OTC取引をリアリングハウスに取り込むことも一つの強化の方法として検討すべきではないか。
  - 日本は、JCC<sup>24</sup>というアウトハウス型クリアリングハウス<sup>25</sup>に統合していることを強みにうまく使って先物市場を振興すべきではないか。
  - 日本には、商品先物のクリアリングハウスのほか、日本証券クリアリング機構、東証や大証のインハウス型クリアリングハウス<sup>26</sup>が併存する中で、縦割りの決済組織ではなく、横型のクリアリングシステムを設立すべきではないか。
  - アウトハウス型のクリアリングハウスで一つに集中するのとインハウス型のクリアリングハウスで複数設けるのとで、それぞれ長所・短所がある。

#### (b)市場の透明性・公正性と市場監視

##### <現状・課題>

- ・市場の信頼性を確保するためには、市場が透明・公正に運営されるとともに、的確な市場監視が行われることが不可欠である。これに関し、我が国の商品取引所では、東京穀物商品取引所において価格推移状況・建玉内容、立会の監視を行っており、また、東京工業品取引所においてはこうした監視に加え SMARTS システム<sup>27</sup>を採用するなど、一定の取組が進んでいる。

##### <今後の方向性>

- ・こうした状況を踏まえ、取引所は、市場の信頼性をより一層高める観点から、国際的な動向等を踏まえつつ、現在の取組状況について再度点検し、市場の透明性・公正性の向上、市場監視の充実に向け必要な取組を行うべきである。また、行政

<sup>23</sup> 投資家が有する損失のおそれの程度に応じた証拠金のこと。

<sup>24</sup> 株式会社日本商品清算機構 (Japan Commodity Clearing House Co.Ltd) のこと。商品取引所法に基づき、商品市場における取引に基づく債務の引受けを行う。

<sup>25</sup> 商品取引所とは別組織で、商品取引債務引受業を行う機関。

<sup>26</sup> 商品取引所自身で、商品取引債務引受業を行う機関。

<sup>27</sup> Securities Market Automated Research Trading and Surveillance の略。オーストラリアの SMARTS 社が開発したパッケージ化された取引監視システムの総称。

においても、市場監視の充実を図る必要がある。

## 委託者保護(委託者トラブルの解消)に向けた課題

### <現状と課題>

・我が国の商品先物市場が、その社会的信頼を回復・向上させるためには、委託者トラブルを解消することが前提となる。しかし、海外商品先物取引に係るものも含め苦情相談件数が年間 4,000 件を越え((独)国民生活センター調べ)、訴訟件数が 1,000 件を超える状況にあるなど、取引員と委託者との間でのトラブルが多い。

### <今後の対応>

#### (a)委託者トラブルの解消

・このため、委託者トラブルの解消に向け、行政、関係団体、取引所、取引員等の各主体が全力を尽くし必要な取組を進めていくべきである。特に、「今後のトラブルが解消していかない場合には、不招請勧誘<sup>28</sup>の禁止の導入について検討すること」との国会の附帯決議がなされていることから、同決議を踏まえた対応を行う必要がある。

・また、委託者とのトラブルが生じない形での個人投資家の商品先物市場への参入という観点から、引き続き、以下の点についても検討を進めるべきである。

- ファンド形態による個人投資家の市場参加の推進

- インターネット取引の推進

- ロスカット制度、ミニ商品など、リスクを限定・低減した取引・商品の推進 等

・上述のとおり、市場のプロ化という観点からも、違法な勧誘を受け、又は仲介された個人投資家を市場に参加させないための取組が必要である。商品取引受託業務の許可を行っている行政としても、勧誘、仲介等の適正化のみならず、多数の委託者トラブルを発生させる取引員に対する許可の取り消しを含めた厳正な処分を通じ、悪質業者の退出等を図るべきである。また、取引所においても、同様に、トラブルを発生させている仲介業者の市場取引の停止を含め、適切な措置を講じることが必要である。

#### (b)情報の正確な開示

・同時に、取引員各社の苦情等の件数などの委託者保護に関する情報を正確に開示することは、商品先物取引に対する社会的信頼を確保する観点からのみならず、

---

<sup>28</sup> 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、契約締結の勧誘を行うこと。

こうした情報が委託者保護制度のあり方を検討する際の基礎となり、その内容にも深く影響するという観点からも、極めて重要である。しかしながら、今回、委員より指摘があったとおり、商品取引員及び日本商品先物取引協会を通じて開示される会員各社の苦情等の件数について、これまで必ずしも適切な開示が行われていなかった。今後、こうした不適切な情報開示が行われることのないよう、委託者保護に関する情報の開示に当たっては、正確な情報を開示するものとする。

#### (c) 海外商品先物取引、オプション取引等

・また、海外商品先物取引、海外商品先物オプション取引等について、以下のような指摘がある。このため、こうした指摘を踏まえつつ、今後、制度的な措置も含め、必要な措置のあり方について具体的に検討していくべきである。

- 今般、特定商取引法で措置されたものの、これはあるべき姿ではなく、今後、国内外分け隔てせず抜本的な見直しが必要ではないか。
- 海外商品先物オプション取引の店頭取引は金融商品販売法の対象に入っていないのは適当ではないのではないか。

#### < 留意点 >

その際、以下のような指摘があり、こうした指摘を踏まえて対応する必要がある。

#### (a) 委託者の保護

- ・消費者が望まなければ誘わないという制度がない限り、儲かりますと言われれば取引してしまうのが普通である。営業の自由もあるが、職場や家庭への勧誘により生活が脅かされることのないよう入口からの規制を考えるべきではないか。
- ・日本の商品先物市場が現時点では個人委託者によって支えられており、プロ化を進めるとしても、ここ2～3年のうちにそれが実現できるとは思えず、当面の間、個人依存となることは否定できないのではないか。
- ・1～2年で商品先物市場から個人委託者がいなくなることは非現実的であるとしても、基本的方向性はプロ市場を目指し、その過渡期においては十全なる委託者保護を取るべきではないか。
- ・個人が委託者になること自体には反対しないが、望まないにもかかわらず勧誘されて取引をした者を自己責任で取引したのだからトラブルになっても仕方ないというのは適当でない。これを解決するには不招請勧誘を禁止すべきではないか。
- ・委託者トラブルが多い取引員とそうでない取引員とで一律でない対応が必要ではないか。
- ・商品先物取引は勧誘入口段階の苦情が全体の7割を占めており、これが最大の



問題。商品先物市場がプロ市場を目指すということであれば、プロ市場にふさわしい適合性原則の水準を上げるか、自分で取引をしたいと言って取引をする人達のみで市場を構成するかのどちらかにすべきではないか。

**(b) 委託者への情報提供、苦情分析**

- ・ロスカット制度等の委託者保護のための制度に関する消費者への情報提供を十分に行うべきである。
- ・また、日本商品先物取引協会等が受け付けた苦情については、その内容について、しっかり分析すべきである。

**(c) その他関連事項**

- ・ロスカット制度の導入により、商品取引員が負担する委託玉のリスクが低下するので、純資産額規制比率<sup>29</sup>の計算の見直しを行うことが可能ではないか。
- ・純資産額規制比率を計算するための財務情報について、各社の財務情報を比較できるような開示を行うべきではないか。

## **取引所、取引員等の組織・事業運営に関する課題**

**(a) 取引所の組織・事業運営**

< 現状・課題 >

- ・海外の取引所においては、株式会社化など、ガバナンスの強化の観点を踏まえた組織運営が進められてきたが、我が国の商品取引所においては、これまで、必ずしも、こうした取組が十分に進んでいるとは言えなかった。

< 今後の方向性 >

- ・このため、既に株式会社化を進めている取引所については、その取組を着実に進めるとともに、それ以外の取引所においても、ガバナンスの強化等の観点を踏まえ、取引所の株式会社化、内部統制システムの導入等について検討を行い、これらを行うことが適当な場合には、その具体化を進めるものとする。

**(b) 取引員の組織・事業運営**

< 現状・課題 >

- ・近時、商品取引員を巡る経営環境は一層の厳しさを増している。日本商品先物振興協会によれば、商品取引員(協会員)の平成18年度の取扱高は、平成15年度比 56%で 44%の落ち込みとなっている。また、平成18年度決算では調査に回答

---

<sup>29</sup> 純資産額の、商品市場において行う取引につき生ずる相場の変動その他の理由により発生し得る危険に対応する額に対する比率。

した商品取引員70社のうち42社が経常収支がマイナスとなっており、これがプラスである27社についても23社が経営環境が厳しいとしている。

- ・こうした中、同協会においては、信頼性確保に係る取組を進めるほか、市場振興戦略会議を設置し、平成18年3月、トラブルのない取引の普及による流動性を確保するための取組等について報告書を公表するなど、取組を進めている。

#### < 今後の方向性 >

- ・こうした状況を踏まえ、商品取引員においては、委託者保護を前提としつつ、今後、想定される経営環境の中で新たなビジネスモデルを構築していくことが求められる。また、経営環境次第では、商品取引員の統合・合併、受託会員から取次取引員や市場会員へといった業態転換が進むと考えられる。その際、既存取引員の統合・合併、自主廃業、撤退等が急激に進むことによる市場の混乱や委託者保護上の問題等を最小限にとどめるべく、新規参入も考慮に入れつつ適切に対処していくことが必要である。
- ・このため、今後、これらの指摘を踏まえつつ、委託者の保護を前提とした商品取引員の業態転換の円滑化、新たなビジネスモデルの構築等に向け、必要な措置のあり方について検討すべきである。

#### < 留意点 >

- ・その際、以下のような指摘があり、こうした指摘を踏まえて検討する必要がある。
  - 今後の措置としては、以下のような点が重要ではないか。
    - ・経営環境に係る会員の共通認識の醸成
    - ・参入・退出に係る環境整備(取次業への参入・転換の環境整備、他社清算を業とする清算参加者参入のための環境整備、取次業と清算引受会社間の権利義務関係の明確化、IB(Introducing Broker:契約仲介者)制度の導入等)
    - ・将来的には一定の要件を満たした商品取引員に対して、個人の一任売買を解禁することを検討すべきではないか。
    - ・清算制度の充実・強化、取引所システムの共通化 等

## ・商品先物市場の金融分野との連携・融合のあり方

本分科会におけるこれまでの議論、「経済財政改革の基本方針 2007」の記述等を踏まえ、商品先物市場の金融分野との連携・融合に向け、以下のような方向性で対応すべきである。なお、「金融・資本市場競争力強化プラン(仮称)」の取りまとめに際しては、少なくとも、こうした事項を盛り込む方向で対応すべきである。

### 1. 商品を対象としたETFの実現

- (1) 商品を対象としたETFに関しては、投資家からのニーズが指摘されているほか、国内商品先物市場に連動したものが金融商品取引所において上場されれば、我が国の商品先物市場の流動性の増大をもたらす。こうした観点を踏まえ、商品を対象としたETFを実現するため、必要な制度整備を行うべきである。

#### 【ポイント】

投資信託及び投資法人に関する法律施行令第3条の「特定資産」の範囲

「商品」及び「商品先物取引に係る権利」を追加する。

商品ファンド法との重複規制の調整

「投資運用業を行う者」が商品ファンド法の適用を受けないようにする。

その他所要の制度整備

:投資信託法で現物交換を可能とする場合の同法の所要の改正など

- (2)同時に、商品取引所は、ヘッジ取引・裁定取引を通じた市場の流動性の増大に向け、国内商品先物市場に連動する商品を対象としたETFが上場されるよう最大限の取組を進めるべきである。

### 2. 取引所間の資本提携や幅広い品揃えのための制度整備

- (1)我が国の商品先物市場が競争力を強化し、今後の発展可能性を高めるため、取引所間の連携や競争のための環境整備を図ることが喫緊の課題である。このため、国際的な動向等を踏まえ、取引所間の資本提携をより行いやすくすることや商品取引所が金融商品を取り扱うことについて、拙速とならないよう留意しつつ、喫緊の課題として検討を進めるべきである。
- (2)具体的には、近年、国際的に取引所間の資本提携が活発になっている状況を踏まえ、こうした動向について調査・分析を行うとともに、商品取引所法における 兼業禁止規制の緩和、 議決権保有制限の緩和、 持株会社の規定の整備について、

意義、課題等を検討し、商品取引所法の制度・運用の見直しを行う(なお、金融商品取引法においても所要の制度整備が必要と考えられる)。

(3)その際、以下の点に留意すべきである。

商品先物取引が有する産業基盤としての機能等を踏まえ、商品取引所法と金融商品取引法は、異なる法目的・規制体系を有している。こうした状況を踏まえ、商品取引所が金融商品を取り扱う場合には、金融商品取引法の下で規制を行うことが適当である。

逆に、金融商品取引所又は金融商品取引所持株会社の子会社が商品先物市場を開設する場合には、上記と同様の趣旨から商品取引所法の規制の下でこれを行うものとするべきである。

### 3. 金融・資本市場と密接な関係を有する商品先物市場の競争力強化

(1)金融・資本市場の競争力強化に際しては、これと密接な関係を有する商品先物市場も同時に競争力強化をしていくことが重要である。このため、金融・資本市場の競争力強化に合わせ、この点を明らかにすべきである。

(2)具体的には、金融・資本市場の競争力強化に合わせ、市場の利便性の向上、幅広い品揃えの実現、市場参加者の多様化など、商品先物市場の競争力強化を進めることを明らかにすることが必要である。

### 4. 金融分野の運用資産が商品先物市場に流入しやすい制度の整備

(1)金融と商品の連携・融合の進展の観点から、金融分野における運用資産が商品先物市場に流入しやすい環境を整備することが必要である。

(2)具体的には、以下のような制度整備を進めるべきである。

銀行、保険会社等が、現物受け渡し決済に伴う法令上のリスクを懸念することなく商品先物市場で取引できるよう制度整備する。

年金等が商品先物で資産を運用できるようにするなど、金融市場で運用されている資金が商品先物市場に流入しやすい環境を整える。

### その他委員からの指摘と留意すべき事項

今回の分科会においては、以上のとおり委員間で意見の一致を見たところであるが、その過程において、各委員から以下のような指摘がなされた。こうした指摘については、引き続き、今後の論点として認識するものとする。

(1) 商品を対象とするETFの実現

- ・商品を対象にしたETFについて、投資信託法に商品や商品先物取引に係る権利を入れて、商品ファンド法の適用を受けないことにすることとした場合、投資信託法と商品ファンド法の違いがわかりにくくなってしまわないか。

(2) 取引所間の資本提携や幅広い品揃えのための制度整備

〔商品取引所法と金融商品取引法の規制関係に関する指摘〕

- ・海外では、トウモロコシ、金、原油等の原資産がいったんデリバティブ化すると、金融商品として扱われることが一般的であり、日本における取扱いはこれとギャップがある。日本の法律も国際標準に整合させるべきではないか。金融商品取引法と商品取引所法の2つの法律で規制され、監督機関も分かれており、実際に取引を行う立場からは利便性がないため、2つの法律を統合していくなど、新しく取引に参加する事業者にとってフレンドリーな仕組みにしないとうまくいかないのではないか。
- ・現行の商品取引所法の枠外で商品先物市場を開設すると、産業インフラの機能がどのように担保されるかという点について懸念が生じる。商品取引所が持つ産業インフラとしての機能に留意すべきであり、こうした懸念に配慮し、十分に議論を行うべきではないか。
- ・産業インフラとしての重要性については、例えば、国内産業政策との関係から農産物は別の扱いとするとしても、国際商品となっている金、アルミ、原油等については、金融商品として取り扱ってよいのではないか。産業政策の観点から検討するとしても、全ての商品を一律に考える必要はなく、従来の商品について分けて考えていくべきではないか。
- ・商品取引所の産業基盤としての機能は重要であり、機能によって規制のあり方は異なるので、形式的に法律を一つにしても、機能が異なるものが一つの法律と一緒に含まれていれば、結局、法律が二つあるのと同じであり、手間がかかることに変わりはないのではないか。
- ・商品先物は金融商品とは異なるということが重要なポイントであり、産業インフラとしての機能は必要であるから、単純に金融市場と一体化するのは難しいのではないか。
- ・必要な規制の形で機能的に、ある機能に対して適切な規制をかける必要がある。法律が2つで、それぞれが自己完結的な規制体系であるという過剰規制の問題が出てくる。他方、一つの法律になったところで、機能が異なると、その中で独自の規制が必要になり、横断的法制といっても実際にどこが横断可能かという点が重要な

ポイントになってくる。

- ・金融と商品の垣根の横断化に関する工程表のようなものを作って、取り組んでいく必要があるのではないか。
- ・課徴金制度や犯則調査権限など、金融商品取引法と商品取引所法の規制が整合していない点について、これらを整合させるべきではないか。

#### 【その他】

- ・金融商品取引法と商品取引所法の統合といった議論に至らないとしても、取引所のマージンの計算やクリアリングの方法に係る金融と商品のデリバティブの規制を同じにすべきではないか。産業政策の観点から金融商品と同一の扱いをできないものについては区別し、基準を設けた上で、金融と商品の規制を同じにすべきである。つまり、原則としては、ある程度、規則を一緒にした上で、例外を設けるという方法にすべきではないか。
- ・金融商品取引法と商品取引所法にまたがる論点について、金融審議会と商品取引所分科会で別々に議論しているが、合同の場を作って議論すべきではないか。
- ・商品と金融分野との連携・融合を促進する中で、商品と金融の一体課税についても取り組んでいくべきではないか。

おわりに

今般、「競争力強化」と「委託者保護(委託者トラブルの解消)」という2つの理念の下に整理された各課題について、今後、スピード感をもって検討・具体化を進める必要がある。今般、整理された論点には、法制度の改正を含みうるものとそうでないものが混在していることから、各論点を早急に整理の上、本分科会を中心として検討を開始するとともに、可能なものから具体化に着手すべきである。

また、今般、取りまとめを行った論点整理は、現在の商品先物市場を取り巻く内外環境を前提として、今後、検討・具体化が必要な最小限度の論点を抽出したものである。このため、商品先物市場を巡る内外環境が急激なスピードで変化し続ける中で、今後、検討・具体化すべき課題が新たに生じること等も十分に想定され、今後も、我が国経済を支える基礎的な経済インフラとしての機能を発揮させる観点から、検討の枠組みを柔軟に考えていく必要がある。

## 産業構造審議会商品取引所分科会委員名簿

平成19年12月

尾崎 安央	早稲田大学大学院法務研究科教授
荒井 史男	日本商品先物取引協会会長
池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
石戸谷 豊	日本弁護士連合会消費者問題対策委員会委員
上村 達男	早稲田大学法学学術院長
大河内 美保	主婦連合会副会長
加藤 雅一	日本商品先物振興協会会長
久野 喜夫	FIAジャパン理事
高井 裕之	住友商事株式会社理事 金融事業本部副本部長
多々良 實夫	日本商品委託者保護基金理事長
中島 敬雄	株式会社みずほコーポレート銀行常務執行役員
南學 政明	東京工業品取引所理事長
平井 茂雄	新日本石油株式会社常務取締役
堀田 健介	モルガン・スタンレー証券株式会社最高顧問
森 宏史	明治製菓株式会社取締役常務執行役員
家森 信善	名古屋大学大学院経済学研究科教授
唯根 妙子	社団法人日本消費生活アドバイザー・コンサルタント協会常任理事
渡辺 好明	東京穀物商品取引所理事長

( 印:分科会長、50音順、敬称略)



## 産業構造審議会 商品取引所分科会

### 開催状況

- 第1回** 平成19年9月27日(木) 15:00～16:50  
(議題) 商品先物取引を巡る現状について
- 第2回** 平成19年10月11日(木) 10:00～11:50  
(議題) 市場の流動性の増大に向けた課題  
商品を投資対象としたETFについて
- 第3回** 平成19年10月31日(水) 16:00～18:05  
(議題) 取引所、取引員等の組織・事業運営  
市場の信頼性の向上  
委託者保護
- 第4回** 平成19年11月28日(水) 10:00～11:40  
(議題) 商品先物市場の金融分野との連携・融合のあり方  
今後の商品先物市場のあり方について(中間整理)(骨子案)
- 第5回** 平成19年12月7日(金) 9:30～11:30  
(議題) 今後の商品先物市場のあり方について(中間整理)(案)