

JPX・TOCOMの統合と総合取引所化



大阪取引所 執行役員

多賀谷 彰

2019年3月28日、株式会社日本取引所グループ（以下「JPXグループ」という。）と株式会社東京商品取引所（以下「TOCOM」という。）は、総合取引所の実現に向け経営統合に関して基本合意した。

本稿では世界のデリバティブ取引所の現状や我が国における総合取引所実現に向けた議論の背景、そして今後両社が目指していく総合取引所の姿についてご紹介したい。

（目 次）

1. コモディティ・デリバティブ市場の状況
2. 総合取引所実現に向けた議論の変遷
3. 総合取引所実現に向けたこれまでの取組み
4. 総合取引所実現に向けて

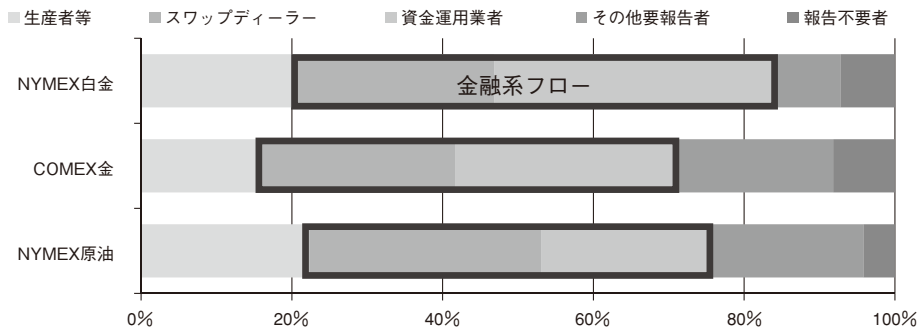
1. コモディティ・デリバティブ市場の状況

■世界のコモディティ・デリバティブ市場の状況

市場のグローバル化を背景とした競争環境の激化により、世界では金融・コモディティといった取扱商品の垣根を超え、国境をまたぐ取引所の統合が行われてきた。このような市場統合による効率化やアジアを中心とした商品市場の拡大等を背景に、世界のコモディティ・デリバティブ市場もその規模を拡大し、世界のデリバティブ取引所における総取引高は、2003年の6.6億枚から2017年には約55億枚までに成長した。

コモディティ・デリバティブ市場は実需家のヘッジ市場としての機能のほか、ファンドや銀行など金融系の投資家の参加も多い。近年のコモディティ・デリバティブ市場の成長

(図1) 米国における主要商品先物の参加者別建玉残高状況



(出所) CFTC (2018/10/16データ)

(図2) 海外デリバティブ取引所の取扱商品

取引所	株式	債券	コモディティ
CMEグループ (米)	○	○	○
ICE (米)	○	○	○
ドイツ取引所	○	○	○
シンガポール取引所	○	○	○
香港取引所	○	—	○
韓国取引所	○	○	○
JPX (OSE)	○	○	—
TOCOM	—	—	○

(出所) 各取引所ウェブサイト

はこのような金融系投資家の参加にも支えられており、特に金や原油等は金融市場との連動性も高く、証券・金融分野の投資家の参加率が高い状況となっている(図1)。投資家にとってはコモディティ市場も金融市場も同じデリバティブ市場であり、一つの規制・取引所で金融デリバティブからコモディティ・デリバティブまで幅広く取扱うことができる総合取引所は投資家の利便性という観点からも重要なインフラとなっている。

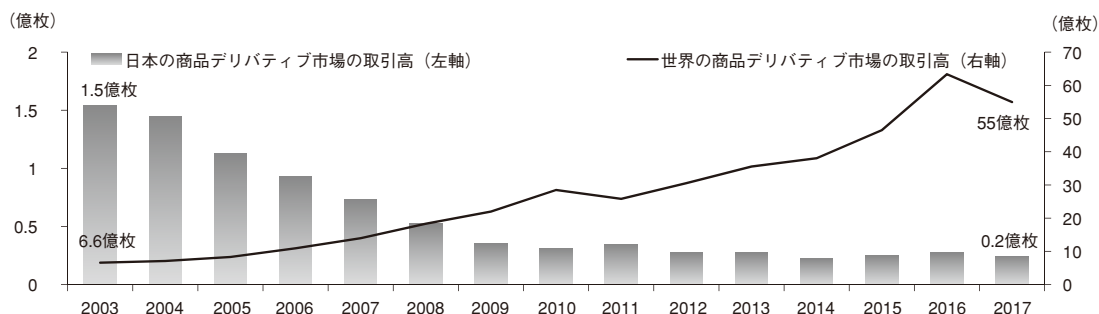
こうした流れを受け、CMEグループや

ICE、ドイツ取引所等といった世界の主要なデリバティブ取引所では、金融及び商品分野のデリバティブ商品をワンストップで取引できる、いわゆる「総合取引所」が主流となっており、原資産の種類によって規制・監督が異なることはない(図2)。

■日本のコモディティ・デリバティブ市場の状況

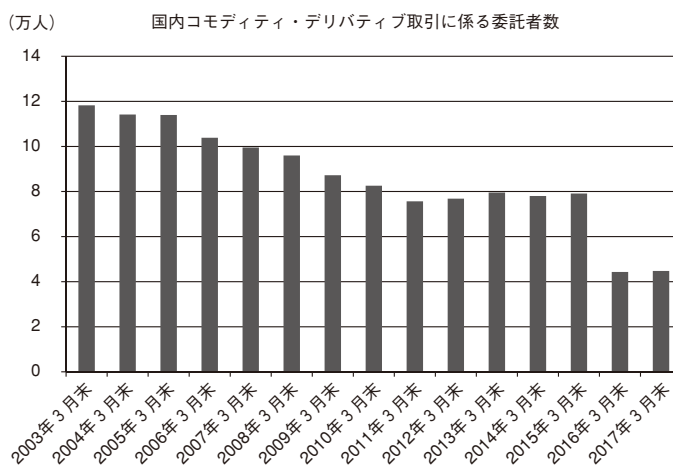
世界の状況とは対照的に、我が国の商品デリバティブ市場全体の取引高は2003年の154

(図3) 我が国商品デリバティブ市場の出来高



(出所) JCCH、FIA

(図4) 国内コモディティ・デリバティブ取引に係る委託者数の推移



(出所) 日本商品先物振興協会統計データ

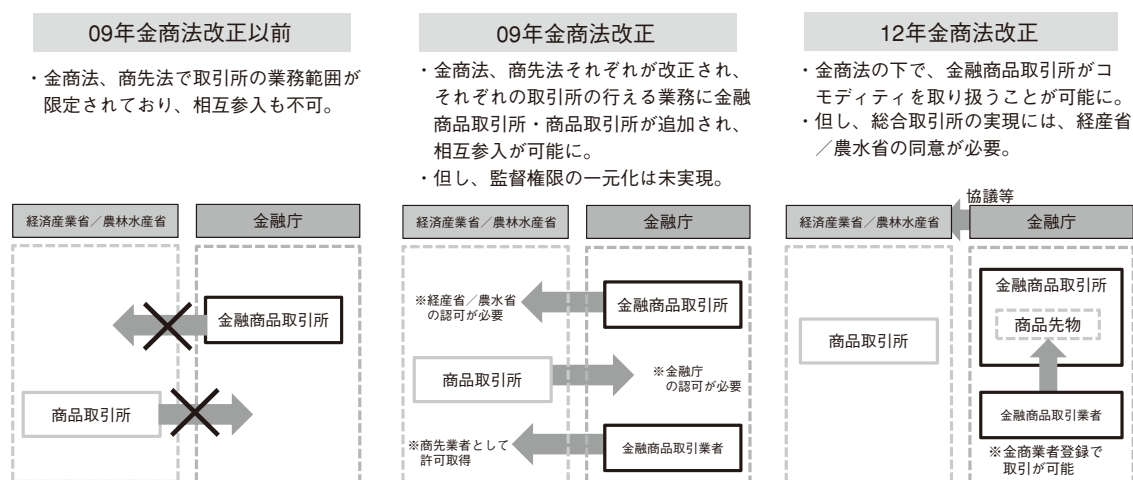
百万枚をピークに減少し続け、現在はピーク時の6分の1の規模である23百万枚にまで縮小している(図3)。市場の縮小とともに委託者数も減少し続け、ピーク時の約12万人(2003年)から2017年には約4万人となっている(図4)。

産業インフラとしての必要性や、海外との競争基盤維持の観点からも、価格形成機能の

あるコモディティ・デリバティブ市場を国内に維持することは国策として重要であるといえるが、この状態が続けば、市場の更なる縮小の可能性も否定できない。

コモディティ・デリバティブ市場の活性化のためには、海外他市場と同様、金融系フローを中心とした多様な投資家を呼び込む必要があるが、そのためには金融分野と商品分野

(図5) 2009年／2012年金融商品取引法改正



の規制・基盤を一元化し、金融分野と商品分野の垣根をなくすことが重要である。しかし現在、証券会社が商品デリバティブ市場に参加しようとする場合には商品先物取引業の認可を得なければならず、金融商品取引業を主とする証券会社にとっては二重規制のもとコモディティ・デリバティブ市場に参入するまでには至っていない状況である。

2. 総合取引所実現に向けた議論の変遷

前述のような問題意識から、長年にわたり、我が国では総合取引所の実現に向けた議論がなされてきた。2007年4月、経済財政諮問会議グローバル化専門委員会の金融・資本市場ワーキンググループによって総合取引所実現の道筋を示す報告書がとりまとめられ、総合

的な取引所の設立を可能にする制度整備を行うよう提言された。

この報告書の提言を受け、2009年に金融商品取引法が改正され、金融商品取引所と商品取引所が、共通の持株会社の下でグループ会社化や子会社化をすることが認められた（相互乗入れ方式）（図5）。しかしながら、本法改正では、規制や監督については従来どおりであったため、証券会社が商品デリバティブを取引する場合には、金融庁に加え、経済産業省や農林水産省の監督下となることが従来同様に必要であった。その結果、2009年の法改正後も総合取引所が実現することはなく、その後も抜本的な法改正に向けて協議が続くこととなった。

2010年に策定された政府の「新成長戦略」で改めて「総合的な取引所（証券・金融・商品）の創設推進」がうたわれ、政府として総

(図6) 総合取引所を巡る議論の経緯

政府方針等		法正改
2006年	経済財政改革の基本方針2007 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を検討し、結論を得る。	
2007年	金融・資本市場競争力強化プラン 取引所の相互乗り入れのための枠組みの整備 ・取引所間の資本提携を通じたグループ化等によって、株式、債券や金融デリバティブに加え、商品デリバティブまでのフルラインの品揃えを可能とするための制度的土台を整備することが必要である。	2009年
2011年	日本再生の基本戦略 総合的な取引所（証券・金融・商品）の創設の推進 ・総合的な取引所の実現に向け、取引所や規制・監督の在り方等の論点について方針を取りまとめた上で、2012年の通常国会に向けた所要の法案の提出準備を行う	金融商品取引法改正 ・金融商品取引所と商品取引所が共通の持株会社の下でのグループ化、子会社化が可能に ※適用される規制・監督官庁は従来どおり
2016年	日本再興戦略2016 金融資本市場の利便性向上と活性化 ・市場参加者の利便性の向上や日本の取引所の国際競争力の強化といった観点から、引き続き、総合取引所を可及的速やかに実現するとともに、電力先物・LNG先物の円滑な上場を確保するよう、積極的に取り組む。	2012年
2018年	内閣府・第三次規制改革推進会議答申 ・電力先物市場では、（中略）資本金、人的資源、経験等の面からみて、東京商品取引所が単独で信頼性が高く市場参加者にとって使いやすい市場を形成するには課題が多いといわざるを得ない。 ・市場創設に先立ち、東京商品取引所単独での取組以外に、実績ある海外取引所との提携、総合取引所の創設とを比較検証の上結論を得て、その実現のために必要に応じて措置を講ずる。 未来投資会議2018 金融資本市場の利便性向上と活性化 ・引き続き、総合取引所を可及的速やかに実現するとともに、電力先物市場について、電気事業者等との調整を踏まえた円滑な開設を早急に確保するよう、積極的に取り組む	金融商品取引法改正 ・金融商品取引所と商品取引所の合併規定整備 ・金融商品の定義改正により、金商法の下、金融商品取引所が商品先物等を扱うことが可能に（規制・監督の一元化） ※ただし、主務官庁の同意が必要

合取引所を推進していくよう位置づけられた。2012年の二度目の金融商品取引法改正では、2009年の相互乗入れ方式に加え、金融商品取引所と商品取引所を当事者とする合併についての規定が整備された。また、金融商品等の定義が拡大されたことにより、金融商品取引所の開設する市場が、「総合的な取引所」として金融庁の一元的な監督の下、一定の要件（商品所管官庁の同意等）を満たした商品デリバティブ取引を取扱うことが可能となった。さらに、商品デリバティブの取扱いを第一種金融商品取引業と位置づけることで、第一種金融商品取引業者（証券会社）による商品デリバティブの取扱いが可能となり、当業

者が金融商品取引所の参加者となるための法整備も行われた。

3. 総合取引所実現に向けたこれまでの取組み

JPXグループでは、これまでの中期経営計画でも掲げてきたように総合取引所化へ向けた研究・検討を推進しており、2016年9月には大阪取引所の売買システム（J-GATE）のTOCOMとの共同利用を開始するなど、両社の間で投資家の利便性向上に向けた取組みを行ってきた。

他方、商品市場分野では、電力先物取引創

(図7) 基本合意の概要

■ 両社は、以下の基本合意内容に沿って、総合取引所の実現に向けた協議を誠実に進めてまいります

目的	■ 金融からコモディティまで幅広い商品のワンストップでの取引を可能とする総合取引所の実現を通じて日本のデリバティブ市場の維持・発展
経営統合	■ 日本取引所グループによるTOB（+スクイズアウト）による東京商品取引所の完全子会社化
移管商品	■ 貴金属、ゴム、農産物は大阪取引所に移管 ■ 石油関連商品は当面、東京商品取引所で取引を継続。新たな石油関連商品の大阪取引所への上場については、両社で協議 ■ 電力・LNGは東京商品取引所にて上場を目指す
清算機関	■ 日本商品清算機構（JCCH）を、日本証券クリアリング機構（JSCC）に統合
その他	■ 経営統合後の事業方針、役員構成および組織等については、今後検討 ■ 総合取引所の実現に際しては、既存の取引参加者に対し十分に配慮

設を含む総合エネルギー市場の整備に向けた取組みが進められてきた。政府の規制改革推進会議第3次答申（2018年6月）では、エネルギー分野の規制改革（電力先物市場の在り方）が議論され、日本国内における電力先物市場の創設に向けて、「市場創設に先立ち、東京商品取引所単独での取組み以外に、実績ある海外取引所との提携、総合取引所の創設とを比較検証の上結論を得て、その実現のために必要に応じて措置を講ずる。」と述べられ、あらためて総合取引所に対する関心が高まるきっかけともなった。

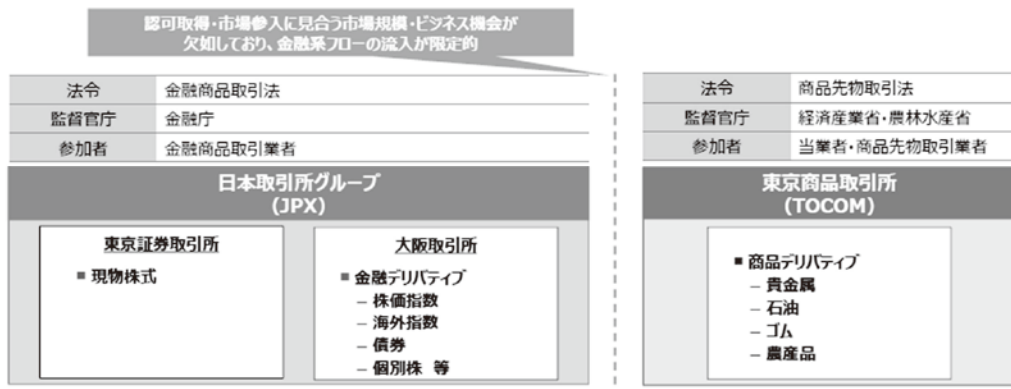
また、規制改革推進に関する第4次答申（2018年11月）では、「総合取引所をおおむね2020年度頃の可能な限り早期に実現できるよう、現在の実行計画を前倒すこととし、両

取引所において協議が円滑に進むよう、今年度末を目途に目指すべき方向性について結論を得るべく、金融庁、経済産業省等において、関係者との協議を行う。」と提言された。

そして、2018年10月にJPXグループとTOCOMとの間で総合取引所化に向けた検討・研究の推進に関して具体的な協議に入るための前提となる秘密保持契約を締結し、両社は商品デリバティブ市場の競争力の維持・強化のための施策について、様々な見地から協議・検討を実施してきた。その結果、国際的な取引所間競争が激化する中で、新たなデリバティブ商品の普及・定着と取引活性化、新規投資家の参入促進による流動性の向上を行っていくためには、両社が互いの得意分野を持ち寄り金融からコモディティまで幅広い商

(図8) 我が国の商品取引所の課題

- 海外の商品デリバティブ市場が拡大する一方、日本の商品デリバティブ市場は縮小。東京商品取引所においても厳しい経営状況が続いており、日本の商品デリバティブ市場のサステナビリティの確保が課題となっている
- 金融からコモディティまで幅広いデリバティブ取引を一元的に提供する取引所が国際的主流となる中、日本ではそれぞれの根拠法・取引所等が分立し、投資家の利便性が損なわれている



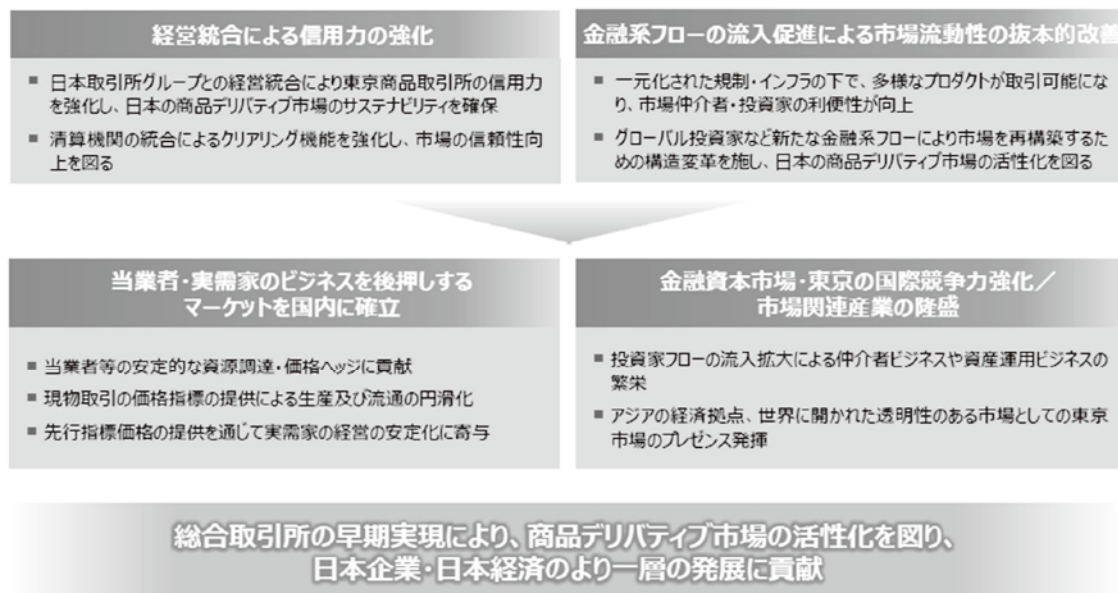
品のワンストップでの取引を可能とする総合取引所の実現が最適であるとの認識で一致し、今後の経営統合を通じて総合取引所の実現を目指していくため、2019年3月28日、統合に向けた基本合意に至った。

■ 4. 総合取引所実現に向けて

両社が総合取引所の創設に向けた経営統合に関する基本合意に至ったのは前述のような我が国コモディティ・デリバティブ市場の課題(図7)に対して、両社経営統合を通じた総合取引所の実現が抜本的な解決策になり得るものと共通の認識で一致したからである。すなわち、総合取引所が実現した際には、東京商品取引所の信用力の強化により日本の商

品デリバティブ市場のサステナビリティが確保されるとともに、一元化された規制・インフラの下で多様なプロダクトが取引可能となる結果、金融系フローを含む多様な投資家の参入が促進され、コモディティ市場の流動性の大幅な改善が期待される。また、こうした商品デリバティブ市場の流動性の改善は、当業者や実需家にとって信頼できる国内マーケットを確立することに繋がるほか、金融プレイヤーにとっては、ビジネス機会の拡大、ひいては東京の金融資本市場の国際競争力強化としても意義深いものとなる。つまり、総合取引所化による商品デリバティブ市場の活性化は、極めて多くの人々の利益に資するものであり、日本企業・日本経済の更なる発展に貢献するものであると確信している(図8)。

(図9) 総合取引所実現の意義



総合取引所の実現に向け、JPXグループがTOCOMを完全子会社とすることを目的として、今夏にも公開買付けを実施することを予定している。TOCOMを完全子会社としてJPXグループに迎えた後に、対象商品の大阪取引所への移管及び清算機関の統合を実行していくことを想定しており、その後、おおむね2020年度頃の可能な限り早期に、商品移管の完了及び清算機関の統合を実現させ、我が国資本市場の競争力強化に貢献したいと考えている(図9)(図10)。

■総合取引所が目指す姿

両社は経営統合を通じた総合取引所の実現により、東京商品取引所の信用力の強化及び

日本のデリバティブ市場の活性化を図り、日本企業・日本経済のより一層の発展に貢献することを目指している。

■総合取引所の実現に向けた方針について

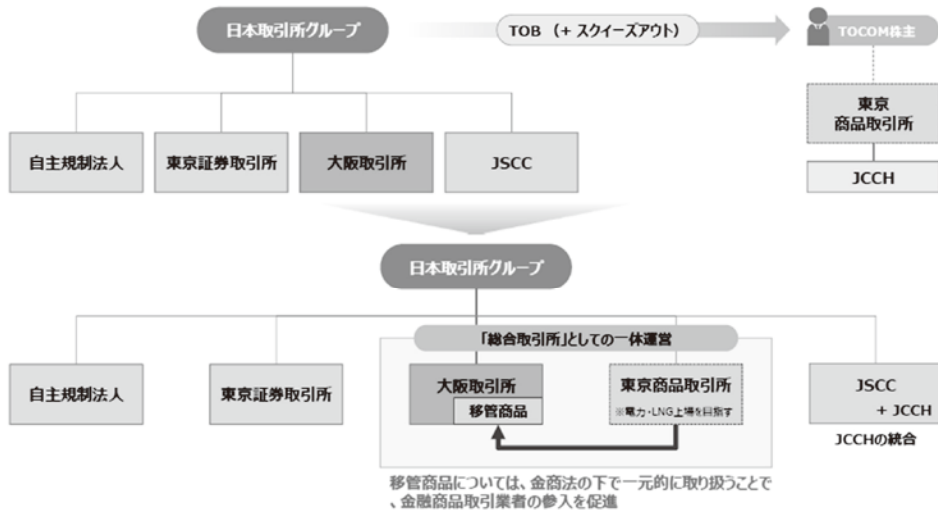
また、両社が目指す「総合取引所」では、経営統合による経営体制の一元化のみならず、おおむね2020年度頃の可能な限り早期に総合取引所を実現し、その効果を発揮するため、大阪取引所への商品移管と清算機関の統合という大きく2点の方針を掲げている。

(a) 大阪取引所への商品移管等

両社は、本経営統合後、おおむね2020年度

(図10) 統合ストラクチャー

- 日本取引所グループによるTOB（+スウィーズアウト）手続きを通じて東京商品取引所を完全子会社化した後に、商品移管・清算機関の統合を実施



頃の可能な限り早期に、東京商品取引所から株式会社大阪取引所（以下「大阪取引所」という。）に対し、次の各号に定めるとおりに各商品を移管（以下「本商品移管」という。）等する予定であることを確認している。

- ① 貴金属市場、ゴム市場及び農産物・砂糖市場の全ての上場商品構成品（農産物・砂糖市場の粗糖を除く）を、東京商品取引所から大阪取引所に移管すること
- ② 石油市場及び中京石油市場の各上場商品構成品は、当面移管しないこと、なお、新たな石油関連上場商品構成品の大阪取引所への上場については、両者間で協議すること
- ③ 電力・LNGは、東京商品取引所の市場において上場を目指すこと

- ④ 立会休止中の上場商品構成品、新たな上場商品構成品及び上場商品指数対象品は、両社間で協議すること

(b) 清算機関の統合

両社は、本経営統合後に、東京商品取引所の子会社である株式会社日本商品清算機構を、日本取引所グループの子会社である株式会社日本証券クリアリング機構に統合させることで合意している。