

平成 17 年 11 月 30 日

取引所為替証拠金取引にかかる不招請勧誘規制の見直しについて

株式会社東京金融先物取引所
代表取締役専務 太田省三

1. 基本理解

本年 7 月の改正金融先物取引法の施行により、様々な問題を抱えていた為替証拠金取引を規制するため、「金融先物取引」という定義において、本邦で初めて、不招請勧誘の禁止が導入された。

この規制は、適合性の原則を形式的かつ一方的に達成しようとする極めて強制力のあるものであり、我国において、貯蓄から投資への流れを促進し、個人が自己責任の下で種々の投資商品を選択するという先進欧米国並みの金融投資環境を構築して、経済の効率性、生産性を高めるという基本方針の例外的措置と理解される。

本来、個人等の投資家は、様々な内容の投資商品についてできるだけ多くの情報を得、リスクを自主的に判断して、投資の是非を決定すべきである。リスクのない投資にはリターンも有り得ないのであり、ハイリスクハイリターンの商品であっても、業者が投資家にアクセスすることを一切禁じ、セールスする途を奪ってしまうのでは、投資家は適確な知識を得、自己責任の下で自由な投資判断をすることができなくなってしまう。それでは、貯蓄から投資への流れを促進するために、所要の適切な投資家保護を確立するという投資サービス法の趣旨を後退させる結果となると思われる。

即ち、不招請勧誘禁止という強制規制の適用については、自由な投資判断の基礎となる投資商品についての情報提供の必要性和、詐欺的危険をはらむ商品の不適正な勧誘、販売行為の是正という 2 つの要請のバランスが、十分考慮されるべきと考える。

このような基本的理解に従って、従来の為替証拠金取引の実情（不適切な内容の商品を不適正な勧誘、販売行為によって投資家に押し付けた結果、個人投資家から多数の苦情が寄せられた）を考慮し、不招請勧誘禁止という強力な規制の導入が容認されたと思う。

2. 現状と問題点

(1) 現状

本年7月の改正法施行と同時に、東京金融先物取引所では、金融先物取引専門の公的取引所としての社会的責任を考慮し、為替証拠金取引の健全なマーケットを形成すべく、極めて透明で投資家が安心して投資できる商品の上場に踏み切った。

その商品性は、証拠金の保全是取引所が保管するため万全であり、価格は世界の為替マーケットに連動した透明、公正なものであり、業者による中間鞘抜きは一切できないように設計され、流動性も高く、取扱い業者については、厳しい資産基準等の制限を設ける、優れたものとなっている。

しかしながら、改正法令制定時には、取引所商品が上場されておらず、存在していなかったため、取引所上場の為替証拠金取引についても不招請勧誘の禁止規制が一律に課せられてしまった。

(2) 問題点

その結果、為替証拠金取引市場には、現在、以下のような問題が生じている。

まず、取引所上場商品は、投資家にとっては、安心できる透明性の高い商品であるが、業者にとっては、透明過ぎて、手数料以外、利鞘の稼げない儲けの薄い商品となり、既存の為替証拠金業者は興味を示さず、儲けの多い従来の店頭取引（OTC）商品を販売し続けている（清き水に魚住まずの実態）。当然、多くの既存業者は、取引所上場商品を顧客に紹介、説明することはない。

そのため、既存の投資家は、取引所上場商品についての情報が得られず、優れた安心できる新商品の存在を知らないままに従来商品の取引を続けている。一方、新規の投資家も、上場商品の正確な情報が得られないままの状態に置かれ、商品性の比較すらできない状況となっている。結局、従来型の問題ある取引がなかなか淘汰されず、結果として、証拠金の不返還や、業者の倒産による損害（Refco等の例）、不透明な価格付けによる不利な取引等についての苦情が、一向に減らない状況が続いている。

要すれば、投資家が十分な情報が与えられない結果、適確な判断をすること自体ができない事態となっているのである。これは、まさに不招請勧誘禁止という強力な規制を、玉石問わずに適用したことによる副作用、弊害であり、かかる強力な規制を導入することについての貴重な教訓（レッスン）になっていると言わなければならない。

3. 見直しの理由と内容

(1) 見直しの理由

以上の問題を踏まえ、今回、投資サービス法による行為規制の一環としての不招請勧誘の禁止規制を検討するに際し、取引所為替証拠金取引については、その適用除外あるいは緩和措置を講じるべきと考える。

適合性原則の適用にとどまらず不招請勧誘の禁止という強力な規制を導入する合理的理由としては、一般的に、次の二つが述べられる。

- ① ハイリスク、ハイリターンの商品（レバレッジの高いもの）で元本を超える損失が発生し得るもの。
- ② 現実に、不透明で危険な商品が不適切な勧誘によって販売され、多くの苦情、問題が発生している。

この点に沿って、取引所為替証拠金取引についての見直しの理由を説明する。

①について

そもそも、不招請勧誘規制とは、お年寄りや主婦等に対して面談や電話等により執拗なセールスや押売りをを行い、無理やり契約を締結させて取引開始に誘導する途を閉ざそうとする、いわばリアルタイムの接触を禁ずるものである。従って、判断能力のある者が自己責任により自由意思に基づき投資決定をすることが保障されれば、その目的は達せられることになる。つまり、不招請勧誘の禁止は、元本割れの可能性等の取引（商品）の内容を本来問題とするものではなく、販売についての執拗な勧誘等の不適切な行為を問題とする規制である。

従って、商品内容がハイリスクハイリターンであるからといって、勧誘行為が適切か否かに関らず、接触すらさせずに遠ざけておけばよいというのは、必ずしも合理的ではない。ハイリスクハイリターン商品も含め、様々な商品についての情報を求める投資者の要請を否定することになれば、自己責任に基づく自由で活発な投資環境を育成するという政策目的は達成できないであろう。個人等の投資者にも、世の中にはどのような商品があるかを知り、提案される途が開かれているべきであり、ハイリスクだからといって接触を禁ずることは、日本人を子供扱いしていることではなからうか。

また、本来、何がハイリスクハイリターン商品かという点についても、誤解があると思われる。価格の決定方法等が開示されない不適切な取引や詐欺的要素を含む取引かどうかは言うに及ばず、当該取引がもつリスクとリターンを総合的に

勘案して判断されるべきであり、単にレバレッジが高いとか元本を失う可能性がある等の理由で決められるものではない。投資商品には、それぞれ固有のリスクがあり、レバレッジは低くても信用リスク（カウンターパーティリスク）があるものや、一瞬にして紙切れになる可能性のあるハイボラティリティのものも存在する。投資商品のマーケットリスク（価格変動リスク）として要注意なのは、むしろ、その商品が持つボラティリティの高さの方であろう。

要すれば、単純に一つの観点だけでリスクを測ることはできないのである。例えば、現物の株式取引においても、突然の不祥事発覚等による上場廃止で、紙切れ同然になることもあるし、株の信用取引と為替証拠金取引のどちらがハイリスクかも一概に決められるものではないと思う。為替の変動率（ボラティリティ）は、通常それ程高いものではなく、ボラティリティの観点からはミドルリスクの商品と見られよう。

さらに、為替証拠金取引のレバレッジは、一律に決まっているものではなく、あくまで当該投資家と業者の合意によりその都度個々に決められるのである。実際に、低いレバレッジに限定している業者も在るし、1倍の取引しかしない顧客も存在する。レバレッジそのものは、個々の投資家の欲望に応じて設定されるものであり、為替証拠金取引自体が本来的に他の投資商品と比べてハイリスクな取引であるとは断定できない。

②について

為替証拠金取引について、依然、大量の苦情、トラブルが国民生活センター等に寄せられ、社会問題となっているという点については、それらの投資家からの苦情、トラブルは、従来からの店頭（OTC）の為替証拠金取引に係るものであって、取引所上場商品についてはではないことを理解願いたい。最近、メディアを賑わすトラブルで、証拠金が返ってこない等の問題（海外先物大手会社 Refco や倒産した国内為替証拠金業者を巡って生じる深刻なトラブル等）は、そもそも、取引所上場商品については、その商品性から起こり得ない筈のものである。

もしも、取引所上場商品の安全性、透明性についての情報を、個人等の投資家が十分持っていたならば、それらのトラブル、悲劇は防げたかもしれないと思う。不招請勧誘規制の対象から取引所上場商品が除外され、安全で透明な商品の存在を知り、選択する機会があれば、回避できた可能性が高いと考えられる。

繰り返しになるが、取引所為替証拠金取引には

- ・ 証拠金の取引所による完全分別保管
- ・ 価格（レート、スワップポイント両方）決定の透明性
- ・ 業者による鞘抜き、のみ行為等の完全除去
- ・ 清算機関による業者破綻時まで対応する履行保証
- ・ 取引所の資格要件、審査及び考査による業者の品質管理

等の、公的インフラとしての整備が十分なされ、店頭（OTC）取引に比べてその健全性は極めて高い。

商品性に優劣があるにも関わらず、一律に強力な規制を適用したことにより、却って不健全な取引が温存され、様々な社会問題が減少しないという皮肉な現象が生まれている。

（２）見直しの内容

- ① 取引所上場の為替証拠金取引については、現行の不招請勧誘の禁止を適用せず、その代わりに、商品取引所法改正後の本年５月から商品先物取引について適用され、十分な実質的効果を上げている行為規制（ワンコールルール（断られた場合には勧誘禁止）、その他不適正な勧誘、販売行為の規制）を適用する。

取扱い業者については、行政による検査の他、金融先物取引業協会並びに当取引所が考査等を通じて、規制の実行をチェックする。

- ② 現行、不招請勧誘の適用除外対象要件とされている「継続的取引関係にある顧客」に、取引所取引に限っては、金融先物取引のみならず証券及び商品取引につき継続的取引をしている投資者も含むこととする。

（現状は、従来型の問題の多い店頭（OTC）金融先物を取引していた者には不招請勧誘を許し、証券先物や商品先物の取引を行っている者には禁止する等、極めて不合理な結果となっている。）

以 上

取引所為替証拠金取引（くりっく365）の優位性

～ 店頭（OTC）取引との比較 ～

平成 17 年 11 月 30 日
株式会社東京金融先物取引所

店頭（OTC）取引	取引所為替証拠金取引 <u>くりっく365</u>
<p data-bbox="259 432 600 480">証拠金保全の不完全</p> <p data-bbox="62 512 797 643">業者は顧客の証拠金の区分管理義務はあるが、それを同時に自己のカバー取引の証拠金として預託することもできるため、証拠金保全が完全ではない。</p>	<p data-bbox="1249 432 1738 480">取引所による証拠金分別管理</p> <p data-bbox="824 512 2163 595">業者は顧客の証拠金をそのまま取引所に預託する義務あり。取引所は預託された証拠金を完全に分別管理。</p>
<p data-bbox="181 675 703 722">価格が不透明・不公正・不公平</p> <p data-bbox="62 754 797 1086">業者と顧客との相対取引であって、顧客間で異なる価格を提示することもあり、公正・公平性を欠く。また、業者の利益分を上乗せした約定価格やスワップポイント（顧客の売建のスワップポイントを、顧客の買建のスワップポイントよりも高くして鞘を抜く）を顧客に提示して、中間鞘抜きを行うことが多い。</p>	<p data-bbox="1301 675 1711 722">価格が透明・公正・公平</p> <p data-bbox="824 754 2163 991">世界の外為市場の相場に連動した有力なマーケットメイカーの提示するレート of 最良条件の注文（売りは最も安いもの、買いは最も高いもの）と業者が受託した顧客注文を公開市場で直接付け合せて価格が決定されるため、透明・公正。スワップポイント（通貨間の金利差）も、取引所がマーケットの実勢を踏まえ、売建・買建両方を同一値で提示。業者は、約定価格やスワップポイントから中間鞘抜きを行い、自己利益を上乗せすることはできない。</p> <p data-bbox="824 999 2163 1082">※ 以上の実態を理由に、税務当局は不透明な店頭取引を排除し、<u>くりっく 365</u> のみに税制の優遇措置を認めている。</p>
<p data-bbox="300 1118 595 1166">業者の破綻リスク</p> <p data-bbox="62 1198 797 1329">業者破綻時、証拠金の信託保全を義務付けていないことから、証拠金の不返還の可能性が高い。また、債務不履行の可能性もある。</p>	<p data-bbox="1160 1118 1868 1166">業者が破綻しても証拠金・債務履行は万全</p> <p data-bbox="824 1198 1783 1233">取引相手方は取引所(清算機関)であり、証拠金及び債務履行は万全。</p>
<p data-bbox="327 1345 533 1393">業者登録のみ</p> <p data-bbox="62 1409 797 1492">要件は自己資本規制比率 120%と純財産額 5 千万円等。</p>	<p data-bbox="1025 1345 1962 1393">取引所による厳しい参加要件の設定等の業者品質管理の徹底</p> <p data-bbox="824 1409 2163 1533">純資産額 30 億円以上(外国為替証拠金取引業者の大手 30 社しか満たせない厳しい要件)など、業者登録要件に加重して厳しい要件を設定。また取引所の審査も行うことで業者の法違反をチェック。</p>