

商品取引所国際化の条件

一 はじめに

他誌における拙稿「商品取引所法第八条と行政の姿勢」⁽¹⁾において筆者は、結論として、わが国商品取引所制度の健全育成の為に、わが国行政の積極的態度が必要不可欠であり、具体的には、(一)投機玉プールの維持・育成、(二)経済の実情に合った新商品の上場、の二点が特に重要であると述べた。本稿においては、他誌での上記テーマの続編という形で、特に、(一)の投機玉プールの維持・育成という論点を中心にして(二)の新規商品の上場促進に関して、商品取引所制度の行政的側面が強いが故に、その考察は他の機会に譲ることとして)わが国商品取引所がその制度の充実の為にどのような施策を講じるべ

きか、そしてその国際化の留意点は何かについて考察してみることとする。

二 投機玉プールの維持・育成

商品先物取引には投機玉が必要であることは誰しもが認めるところである。商品先物取引の機能として、(一)ヘッジング手段の提供、(二)公正なる先行指標価格の形成、の二つが重要であるが、特に、(一)のヘッジング手段の提供の為に、ヘッジングの「相手方」(表現は拙いが)として投機が存在が不可欠なのである。ヘッジングに関してさまざまな定義が存在するが、簡単にいってヘッジングとは、価格変動からの危険を軽減する為に、現物市場での買い(あるいは売り)のポジションに対して、先物

小山良

市場で売り(あるいは買い)のポジションを建てるといふ売買行為によって、現物市場での損失を軽減することにある。(従つて、ヘッジングは危険の移動と考えることができ、その意味で、危険を消滅しようとする「保険」(insurance)とは異なる。)また、ヘッジングと投機との関係を簡単に述べれば、危険の移動という点で、ヘッジングと投機を相対立するものとみる見方もできるが、実際のヘッジングをみてもわかるように、ヘッジングは純粹に危険排除の為に用いられているわけでもなく、実際にヘッジングからの取引利潤を追求する場合も多くあるのであつて、その意味では特にヘッジングも投機の一形態と考えることも可能ではある。

つまり、投機を「価格変動を通じて利潤を得ようとする投資であり、それは利潤を期待して現存するリスクを引受けることである⁽²⁾」と定義するのであれば、ヘッジングをしたからといって、現物価格と先物価格の差(ベータシス)の変動が完全に除去できるものではないが故に、ヘッジングもその投機的要素を十分に残しているのである。整理すれば、(特に商品先物取引という範疇の中で取扱う)投機とは価格水準への投機であり、ヘッジング

とは(現物価格と先物価格間の)価格関係における投機と考えられなくもない。所詮は、過去の経験から、上記のベータシスにおける変動幅の方が、価格水準における変動幅より経験的に小さい。つまりは、それだけ価格変動からのリスクが減少するから、リスクを減少させたいという向きには、先物市場を利用して掛けつなぎを行なえばよいということにすぎない。換言すれば、現物市場が先物市場取引の裏側に存在するかどうかで、投機とヘッジングとは区分されることになる。

従つて、現物市場で買い(あるいは売り)のポジションの人々の先物市場での売り(あるいは買い)の総建玉量と、現物市場で売り(あるいは買い)のポジションの人々の先物市場での買い(あるいは売り)の総建玉量とが等しければ、この中に投機建玉の存在は必要ないのであるが、実際には売りヘッジングが優勢であったり(シドニー羊毛市場は買いヘッジング優勢の数少ない取引市場の一つである)して、必ずしも両総建玉量が一致せず、その過不足分を調整する為にどうしても投機建玉が必要となる⁽³⁾。また、(売りと買いの)両ヘッジングの取引が時間的に必ずしも一致して為されるわけではないので、そ

のタイム・ラグを埋め合わせる為にも投機的建玉は必要であるといえる。このような量的・時間的な(売りと買いの)ヘッジング建玉のずれを補完する為には、常にそのずれに敏速に対応できる投機玉の存在というものがあらねばならないことは明白であり、その投機量は(市場管理等が適切に行なわれている限り)大きければ大きいほど望ましいと考えられよう。

その意味で、前掲の拙稿において、どのような商品にも最低限度量以上の投機資金が必要であると述べ、その維持・育成が重要であると強調したわけであるが、では、そのような方向性をわが国において期待できるのであるか。商品取引業界の関係者からは「ダービーに投下される賭金をみても、わが国には十分なる投機資金が存在するはずである」との声もきかされるが、その個人レベルでの投機資金量と賭金量との違いをみても、その継続性と単発性との違いをみても、また情報量の違いと情報を解釈・判断する難易度をみても、競馬の賭金(あるいはその潜在賭金)がそのままスムーズな形で、商品先物取引への(一般大衆)投機資金を形成することになるとはどうも筆者には考えにくい。従って、商品先物取引で

の(特に一般大衆による)投機的行為がわが国の風土・精神になじまない(あるいは商品先物取引がゼロ・サム・ゲームであるので、行政側も積極的には後押しできない)というのであれば、やはり必然的に上記の投機玉は海外からもってくるより他に方法はないであろう。そこで問題となってくるのは、果たして海外の投機玉の誘致・流入が可能であるのか、言い換えれば、海外投機家がどの程度にわが国の商品先物市場を魅力のある市場とみるかどうかということであろう。

それ故、本稿では投機玉プールの維持・育成というテーマを取扱うものの、その中心を海外投機玉の誘致・流入ということに絞り、その促進の為にはわが国商品取引所(およびその業界)がどのような施策を講じたらいいのかを考察することにする。

三 商品取引所の統合

海外投機玉の誘致・流入に関して、(その方法の順序に関して)いろいろあろうが)筆者自身が最も重要視し、わが国商品取引所の国際化の為の礎石となると考えるものうちの一つは、全国一九の商品取引所の最終的統合

化である。その最大の理由のうちの一つは、前掲の拙稿の中でも述べた如く、現状においては、人気のある国際三商品（輸入大豆・ゴム・砂糖）の売買においても決して投機玉が十分ではないことの事実であり、これに現状ではさらに金が増加しているが故に、ますます既存の規模の投機玉では十分な取引所機能が果たせていないという現実である。

繊維関係の取引所も総じて商いは低調であり、逆にいえば、これらの取引所の存在が本来必要とされるべき、国際商品の取引所の投機玉の維持・育成を妨げているとの指摘もあり、早急に上場商品の再検討を計るべきなのであるが、いづれにせよ、ここで筆者が強調しておきたいことは、ただでさえ乏しいわが国の既存の投機玉を一九もの商品取引所が分割してしまっている現実である。

情報手段の発達した今日においては、地場産業的な商品ではない国際商品では特に、わが国のような国土の狭い国においては、一商品あたり一取引所さえあれば十分用を為しうるわけであり、ゴムに関しては東京と神戸、砂糖（特に粗糖）に関しては東京と大阪と関門、輸入大豆に関しては東京と名古屋と大阪と神戸の取引所での売買

を（例えば東京）一か所に集中して、ヨリ大きな投機玉のプールの形成を為しうるように努めなければならない。このようにすれば、取引所の取組高はヨリ大きくなるが故に、それだけ買占め、売崩しのような相場操縦がされにくくなり、市場管理も幾分容易になり、ヨリ公正な価格指標に近づくとともに、ヨリ強大なヘッジの受皿となる所以である。

しかしながら、このような統合化は一朝一夕で為しうるものではない。特に、それが現在の商品取引所法の枠組の中では、同法が取引所合併の規定を包含してはいないが故に、統合化は並大抵のことではないであろう。従って、統合化の為には手初めとして、先ず取引所の集合化から推し進めていくのも一法である。これは必然的に立会場の共同使用、職員の余剰労働力の削減・合理化につながる、商品取引所の経営コストの低減に寄与することになる。⁽⁴⁾このことは、商品先物取引は、その上場商品がどのようなものであっても、取引所側の運営方法（あるいは売買仕法）にあまり差違はないと思われるので十分に可能なことである。しかし、投機玉の維持・育成という本稿のテーマからは、集合化ということではなくし

て、衰退している商品の上場再検討と既存の国際商品の取引所の合併・統合化を狙うものでなければ意味がない。

この取引所の合併・統合の問題は、関係者間でも総論賛成、各論反対ということではなかなか足並みがそろわないのが実状である。(売買不振の繊維関係の取引所関係者は勿論のこと、国際商品の取引所でも東京に対する大阪の砂糖取引所の如く、役員配置、職員数の合理化、取引所資産の処理方法等に難問が多く、それは巷間の企業合併にみられるのと同程度の困難は少なくともつきまとうと思われる。)

従って、かような現状を解決する為には、取引所間の話し合い(歩み寄り)では問題の解決が困難であるとみられる。それ故、筆者はかような方法ではなくして、社団法人・全国商品取引所連合会(全商連)がもっと強力な指導力を発揮して商品取引所の再編統合化(不適格商品の上場再検討と国際商品を中心とした適格商品の一商品一取引所化)を促進するべきであると考える。

全商連とは、「商品取引所間の結束を強め、将来の発展を期して、①取引所運営についての会議、②関係法令

や諸制度の研究、……(中略)……⑤内外取引所の調査研究、資料収集、⑥取引所間の連絡と親ばくなどを目的とした組織(傍点筆者)⁽⁵⁾」であり、「こうした組織に対し、政府としてもこれを活用して商品取引所行政を進めていく方針をとって」⁽⁶⁾いるので、新規商品の上場(政令指定)というその多くを行政側の意思決定に委ねなければならぬ課題はともかくとして、会員組織の商品取引所側で実行可能な問題として、全商連の強力な指導で再編統合化を果たし、もって既存の投機玉の有効活用を計るべきであると思う。先ず、わが国商品取引所においても有効なるヘッジングが可能であるのだという評価を受ける為には、全国に分散している投機玉(あるいは潜在投機玉)を(東京)一か所に集中させ、最少限の投機玉プールを完成させることから、わが国商品取引所は新しく出直しをはかるという程度の姿勢、方針は最低限必要なのではなからうか。この最少限の投機玉プールの完成が取引所国際化(改革)の為の第一段階である。

四 商品取引員の充実

次に第二段階に移ろう。それは商品取引員の充実であ

る。よくこの「充実」を考る時、それは商品取引員経営の基盤強化と同義のように解釈されている。例えば、「商品取引員経営の基盤強化については、証券会社同様に最低資本金の設定、必要純資産額の引上げ、そして利益配当制限、不良債権償却のための課税措置さらには決算期の統一などの課題があり、……決算期の統一をはかり、あわせ社会的信用確立のためには公認会計士による監査制度を導入することも必要である。その過程においては商品取引員の合併も進められるであろう。商品市場の国際化が進むとともに、外国の商品取引所会員が日本に進出してくることを考ると前述の課題をすみやかに解決していくことが重要である」との指摘がよく為される。この指摘は誠に⁽⁷⁾もつとまな指摘であるのだが、ではこのような方向に誰が一体もつていくのかということである。この資産内容の充実に関しては金取引所設立時での商品取引員の資産資格要件の引上げにみられる如くの政策を考えがちであり、この自然淘汰の中で優良取引員を選別していくという方法がとられているようである。

しかし筆者はこれだけの施策(言葉を換えれば、主務省の許可のみに依拠するような方法)では本当の意味で

の取引員の充実にはつながらないように思えてならない。資産内容の充実(経営基盤の強化)は取引員充実の第一段階(前提条件)であって、この上にあぐらをかいているようでは拙い。例えば、昨年⁽⁸⁾の金取引所における三星物産の場勘定未払いによる売買停止処分事件である。この事件は取引員ではない一会員の違約事件ではあるが、これが教えるところは資産要件(資産内容の充実)をクリアーしてもそれだけでは会員(あるいは取引員)の義務を果せない者が出てくるという問題である。(さらに、取引員の資産要件は金取引所より緩いが、昨年七月十四日には、東京穀物商品取引所商品取引員の川村商事および大阪穀物取引所商品取引員の京丹商事がそれぞれ場勘定未納で取引停止処分にされたのは記憶に新しい。)

かような不始末は資産内容もさることながら、商品取引員(あるいは会員)の意識の向上がないことには改善できるものではない。かつて、「大阪堂島の帳合米市場は享保一五年に徳川幕府の公認を受けた後も、そこでの取引につきいっさい公事訴訟を禁止された。違約者に対しては除名処分が行われたが、取立を強化する方法はなかった。そのためかえって違反による除名処分を受ける

ことは最大の不名誉とされ、違約者の同業知友親族等相扶けて損害を賠償し、違約による除名処分を受ける者は稀有であつたといわれる。」すなわち、「公権力に頼ることのできないところでは、市場の取引秩序を維持するために、市場自身が高い規律を立て、参加者の全員が厳しく監視し合う」ことが重要なのである。そこに商品取引員への評価の向上がみられるばかりでなく、真の意味での取引員の淘汰が行なわれると思う。主務省の許可要件としては、上述の(i)純資産資格要件と(ii)営業姿勢要件、(iii)地域経済に見合った適正配置の三要件が柱となつていゝるが、主務省が客観的に判断できるのは、(i)および(ii)と思われ、最も重要と思われる(ii)は、主務省よりは商品取引所あるいは商品取引員(あるいは会員)の自主規制の中で、取締るべき性質のものと思われる。

従つて、この意味で、商品取引員の横の組織である全国商品取引員協会連合会(全協連)の責務は重大といわねばなるまい。全協連は「取引員の地位向上と親善(傍点筆者⁽¹¹⁾)」をその旗印としているが、その「地位向上」の爲には取引員協会の上部組織として悪質取引員の自主的排除、優良取引員の勧奨という活動をもっと積極的に

展開していくことが望まれる。

以上は横の連絡を密にして、ギルド的結合の中で取引員の資質を向上させていく方途であるが、国際化の爲にはそれに加えて各商品取引員の自己研鑽が急務である。それは具体的に何かというと、(実に情のないことながら、それが実状であるので)商品取引員による外国語の修得である。これは当該業界外の方々には奇異に思えるかも知れないが、海外の投機玉誘致の最大の足枷となつてゐるのが(後述の証拠金障壁と)この外国語を話すことのできる人材が乏しい(あるいは国際的に顔のきく者がいない)という事実である。従つて、海外に取引員の営業所・出張所等を建設しても当地の投機玉を誘致できなく、まして当事者の爲のヘッジ玉を誘致することなど一種の夢物語となつてゐる。(しかしながら業界大手のY商事はシンガポールの自社の営業所を通してタイからかなりの量のヘッジ玉の導入に成功し現在も継続中である。)

このようなところにもわが国商品取引員の好ましからぬ共通の体質がみられる。つまり、一部の極めて零細でかつ自己玉の相場張りに失敗したところ、あるいは悪質

で主務省から営業停止処分を受けた取引員は別として、現在のこの商品取引業界の極めて沈滞的狀況の中においても、全国一八五の商品取引の経営はその大部分が(大幅黒字ではありえないとしても)黒字経営なのである。

それ故に、新規商品の上場、商品取引員の合併による資産の向上、経営規模の拡大等が叫ばれても、当の個々の取引員達の重い腰は上がりそうもない。従って、このような現実を打破しうるのは良識ある業界大手を中心とする強力なリーダーシップの確立であり、全協連の統率力であろうと思われる。無論それにはある程度の経済力が要求されるが、商品取引所の国際化を狙う為には、商品取引員各自の中に語学力豊かな国際的人材を獲得あるいは育成するような精神的土壌が大切である。

五 売買仕法の再検討

第三段階は何であるかというそれは紛れもなく売買仕法の問題である。上林正矩教授は取引所の充実策について、(i)取引主体(取引所及び取引員)、(ii)客体(上場物件)、(iii)時間的側面、(iv)場所的側面の四つに分類し、考察を進められ、また「商品(先物)取引所制度の充実に

いての検討であるが、およそ制度(system, institution)は、一つの事柄を、主体的(誰が)、客体的(何を)、時間的(いつ)、空間的(どこで)、どうするか(行動)の社会経済的(同時に法制的)現象形態である」と述べられている。本節のテーマは上記のまさに「どうするか(行動)」の枠組形成に関する極めて重大なテーマであろう。売買仕法の重要性に関しては、筆者はかつて国際商品の商品別アプローチ(特にゴム)の考察の中で、現在一応の成果をおさめている国際商品関係のわが国取引所がヨリ一層の発展を期する為には、売買仕法に関してヨリ国際的慣行に沿ったものに改めていくのが必要であるとの認識をもった。以下、筆者自身の考えを中心に考察を加えてみよう。

全商連会長・東京ゴム取引所理事長の鈴木正武氏は「ゴム取引所の国際化の現状と将来」⁽¹³⁾の中で、「(i)売買仕法については、わが国の板寄せ法による単一約定値段の集団売買に理解を示したが、なおザラバ相対による複数価格制を良しとしているので、それぞれの仕法による他ない。……(ii)売買単位、受渡単位を増量して欲しい。少なくとも一〇トンにはして欲しいとの要望に対しては、

東京は応じたい、とした。(一)限月の六限月は短い。ロンドンの二三カ月までは無理としても、一年に延長して欲しい。で、なければサヤ取り商いに不便である。わが方もこれには応じたい。⁽¹⁶⁾と述べ、①売買単位、受渡単位の国際化(現在の五トンから一〇トンへの引上げ)②限月の延長(現行の六カ月から一二月カ月へ)にはかなり積極的姿勢を示したが、ここで注目したいことは、ザラバ相対による複数約定値段段制に極めて消極的姿勢を示していることである。

確かにわが国の板寄せによる単一約定値段制は歴史も古く、上林教授の如くこの板寄せを「(他国の制度に比し)最も合理的な優れた制度である」と断言する方もおられるが、現在のように通信(情報)技術の発達した今日果たしてそう言えるのか筆者には疑問視せざるを得ない。(実際に金取引所の如き、ザラバがないから売買がしにくいという商社筋の声もあるが、それを別としても)英米の取引所を見聞する時、上記の如く簡単に(鈴木理事長の如く)ザラバを一蹴できるか疑問である。例えば、現在隆盛を誇るシカゴ商品取引所(CBOT)、コメックス(CME)等の米國商品取引所は、その総売

買高の約半分がオーバーナイトしない場立と呼ばれる支取会員(フロア・ブローカー=Floor Broker)の売買によって占められているという現実がある。この支取会員は(通常わが國の商品取引ではみられないが)証券取引では、「東京・大阪・名古屋の三証券取引所では一般の証券会社である正会員のほかに、立会場内で正会員間の売買を仲介する会員を置いている。これが支取り会員で、大阪では仲立ち会員と呼んでいる」者たちのことであって、米國の商品取引所で正会員間の売買を仲介し、「取引フロアにおいて注文を実行して料金または手数料の支払いを受ける取引所の会員」であると考えられるが、彼らはその売買の仲介をするともに自己の計算で売買も行ない、しかもその後者の自己玉が圧倒的に多い。

このような場立は全くの職業的投機家であって、彼らは上場商品の知識に長けているばかりでなく、取引所内の「気配」にも敏感であるが故に、一日の間に何度も同一契約の売買を頻繁に行なっている。⁽²⁰⁾(これが可能であるのも後述する如く、取引所での売買手数料が、米國はわが國に比して極端に低いことによる。)つまり、頻繁な売買も立会が継続(連続)的に行なわれるザラバ方式

であるが故に可能であり、特にこの方式は金、金利先物、株式指数といった値動きの激しい金融商品先物あるいは為替レートを敏感に反映する国際商品先物に（わが国の板寄せ以上に）有効であると考えられる。また、逆に言えば、この場立による頻繁な投機売買によりそれだけ一層ヘッジ玉がはまり易くなると考えられ、当業者も利用し易いであろう。

例えば、総合商社の現物取引をみても、その現物取引はわが国での板寄せ（英国ではコール）の立会時間のみ行なわれるわけではなく、現物取引の瞬間に先物につながるということができなければ、それだけリスクが増大することになる。従って、価格変動が激しい瞬時を争うような国際商品（あるいは金融商品）の先物取引の売買仕法は常にザラバであることを念頭に置くべきではないのだろうか。そして、このザラバの方が市場の中に常に投機玉が回転しやすいことは米国の市場が教えるところである。わが国の場合、前述した如く投機玉が乏しいので（あるいは売買高が少ないので）ザラバ方式をとっても取引が行なわれにくい、定時での板寄せで取引を集めまとめるからこそ売買が成立するのだという主張もあ

るが、それは比較的一日の間での値動きの少ない（あるいは一日に一、二度相場を公表すればよいような国際商品でない地場型）商品に関していえることで、取引所の国際化（あるいは金融商品の上場）を目指すのであれば、当然ザラバを中心に据えるべきである。投機玉が乏しいからザラバはできないという思考ではなく、ザラバ方式をふまえて投機玉の育成・誘致流入につとめるべきであろう。

従って、再三強調するようにわが国商品取引所制度の充実（本稿では国際化）の為には投機玉の増大を意図すること念頭に置くべきであって、①売買単位と受渡単位、②限月の延長等を国際的商（品先物）取引慣行に合致させることも必要ではあるが、それ以上に現代の商品先物取引の瞬時性に着目した売買仕法の改善を目指すべきである。そしてそれが投機玉を呼び、ヘッジがし易くなり、またさらに投機玉を呼ぶという良循環の図式の構築につながるのである。

六 委託証拠金（と売買手数料）

以上の第三節から第五節までの留意点をわが国商品取

引所が達成したとしよう。そうすれば繁栄するであろうか。いや、それだけで欧米の取引所と対等に伍していくのはかなり難しいと思われる。残る改善策の重要なものうちの一つは(第四段階として)委託証拠金制度の問題である。(本稿の参考文献とする商品取引所制度の充実に関する上林教授、高橋弘氏の両論文⁽²¹⁾において、この委託証拠金制度のあり方を深く究明しておられないのは大きな見落しであると思うし、誠に奇妙なことであると筆者には思える。)

筆者の参加する商品取引所法研究会(関東部会)において最近次のような判例研究の機会があった。それは「商品取引員が委託証拠金を徴することなしに商品市場で売買取引をした場合における商品取引員と委託者との間の契約の効力(つまり委託証拠金を徴しない場合の契約の効力)」⁽²³⁾に関する判例研究である。判例はいずれも(地裁・高裁・最高裁の判決とも)上記の契約は有効であるとしているのに対し、出席の法律の先生方の多くは本件の契約は無効であるとの見解をとられた。

この見解の相違の源は、商品取引所法第九七条第一項の規定する委託証拠金を、(1)主に商品取引員が委託者に

対して取得する委託契約上の債権を担保するためのものである、あるいは(2)この委託証拠金は、(1)の性質を有するばかりでなく、過当投機を抑制して大衆投機家を保護することを目的としている、という(1)あるいは(2)のいずれかの立場をとるかによって、異なる見解に至ることになる。前述の先生方の多くは、(2)の立場をとり、同法第九七条第一項を任意規定というよりは強行規定であると判断したわけであるが、これに関しても筆者はわが国商品取引所制度の苦悩の一端をみる思いである。

すなわち、(2)の立場には(筆者の見解だが)その判断の根幹に一般大衆を前提とした委託者保護の思想がある。つまり、これは委託者と商品取引員間の債権・債務に関する個別的機能ないしは効果を問題とする規定なのではなく、同条は商品取引全体を包含する制度的・一般的機能ないしは効果を問題とする規定と解釈する立場である。⁽²⁴⁾換言すれば、同条の趣旨は、「過当投機を抑制し、それに入ってくるおそれのある委託者を保護し、さらに相場の不当な変動を防止して市場秩序の維持を図ることにある」と解し、かつ過当投機抑制には証拠金徴収の方法が最も有効な手段である⁽²⁵⁾から、上記契約を無効とすべきで

あるという考え方である。

しかしこの考え方は筆者に言わせれば、過当投機と過当勧誘とを混同した考え方なのではないかと思われる。

すなわち、過当投機は委託証拠金の有無（あるいは高低）で抑制するよりはむしろ委託臨時増証拠金の徴収（あるいは建玉制限）によって抑制されるべきであり、やはり問題の委託（本あるいは追）証拠金は商品取引員の債権担保を目的とするものと解すべきである。

実際問題として、過当投機は（委託臨時増証拠金の徴収あるいは建玉制限等の）市場管理によって抑制されるべきであり、委託（本あるいは追）証拠金によって為されるのではない。つまり、ここで筆者が強調しておきたることは委託（本あるいは追）証拠金は商品取引員の債権担保なのであるから、資力と信用力のある委託者にはその預託の存否を問うものではなく、換言すれば、商品取引員の自己判断によって、戦前のわが国の制度の如く「委託者から預託を受ける委託証拠金²⁷⁾についての規定はなく、また取引所の定款・業務規程にも規定するところがなく、通常は受託契約準則に定めがあるだけで、しかもこれを徴収するかどうかは取引員の自由であり、実際

上も委託者の資産運用のいかんによっては徴収しないこともあり、徴収するにしても定率どおりによらないことも多かった⁽²⁷⁾」ようにすべきであると考える。

例えば、わが国の砂糖の精製メーカーであるN社の（販売）代理店であるN社は、一九七三年当時の粗糖価格高騰後の原糖高製品安の砂糖業界の泥沼時においても、他の多くのメーカーが軒並み大赤字になったにもかかわらず、N社のグループは黒字決算であった。これは代理店N社を中心にして砂糖価格の変動リスクを軽減する為にニューヨークあるいはロンドンの砂糖市場に現物のヘッジをしておいたからである。

N社グループとしてその苦境時にリスク・マネジメントの為の十分な余裕資金があったのではなく、それにもかかわらず上記のヘッジ取引ができたのは、英米においてはN社グループの信用力でもって委託本（およびある程度までの追）証拠金を全く積まずに、例えば米国におけるメルル・リンチ社に一〇億円までの先物取引が可能といった形のヘッジ取引ができたことによるものである。

つまり、世界的な規模での商品先物取引は（信用力のある委託者には）委託証拠金預託の存否などは問わずに、

信用でもって置換えるのが主流であり、(わが国取引所がその国際化を志向するのであれば) かような商(品取引) 慣行に合わせなければ将来到底英米の取引所と対等に伍して発展していくことはできないのである。⁽²⁸⁾ その点ただやみくもに過当勧誘排除の為の(一般大衆) 委託者保護という命題・政策(消極的姿勢) ばかりを重要視しては、ひとりわが国の商品先物市場のみが世界の潮流からとり残され、とてもその国際化は計れないものといえよう。

〔参考〕 売買手数料の低さ

上記の委託証拠金制度との関連で若干触れておかねばならないことに、米国市場での売買手数料の低さ(これは頻繁な取引所売買をヨリ促進する為に、第五節でのザラバによる売買仕法とも関連するものであるが) という現実がある。

米国の場合ヒーティング・オイルを例にとると、既述の「揚立」の場合の売買手数料は現在ほど往復で二ドル五〇セント位であるといわれる。この額の算定目安は商品の値動き五ポイントに対し、往復一ポイントの売買手

数料であることを基準とし、ヒーティング・オイルの場合、最低価値は一ポイントであり、これはほぼ一〇ドル程度の値動きに相当するので、市場参加者は一ポイントだけの値動きでもそれ相応(一〇ドル―二ドル五〇セント―七ドル五〇セント)の利益をおさめることが可能となる。

これに対しわが国では、取引所会員の売買手数料は往復で商品丸代金の〇・三五―〇・四パーセントといわれている。⁽²⁹⁾ これは(例えば輸入大豆のように) 一枚の丸代金が一〇〇万円の商品ならば三・五―四千元に相当するわが国の場合、商品の最低価値は一円あるいは一〇円を基本としており、商品取引から利益を得ようとする為には丸代金にして上述の売買手数料三・五―四千元以上の値動きが必要であり、これは一五円以上の値動きを意味し、最低価値内にとどまるものではない。

従って、計算上では米国の六―八倍程度の売買手数料であり、売買回数が比較的少ないと思われるヘッジジャーには許容範囲内の料率かもしれないが、抜け目なく値翰を稼ごうとするスキャルパー(scalper)の目には日本市場は魅力のないものと映ろう。

米国のように売買手数料が低ければ当然それだけ少しの値動きでも頻繁に売買が行なわれやすくなり（換言すれば投機玉が流入しやすくなるとともにその回転が速まり）それだけヘッジ玉もはまりやすくなる。すなわち、信用でもって買換える委託証拠金制度（これは委託者を中心に売買を容易にする）と、わが国に比べて格段に低い売買手数料（これは取引所の売買高の約半分を占める場立の頻繁な投機売買を容易にする）とがザラバという売買仕法と相まって、瞬時瞬時に反応しやすいたく大きな投機玉プールを形成し、そこでのヘッジ売買を容易にしているといえよう。

七 おわりに

以上わが国商品取引所国際化の為の条件を考察してみたが、ここでもう一度まとめると、それは①商品取引所の合併統合化（集合化にとどまらない）、②商品取引員の資質の向上（具体的なものの一つとして語学力ある海外（国際）通従業員確保・育成）、③ザラバの積極的導入を考慮した売買仕法の改善・工夫、④証拠金制度の再検討（と売買手数料の低廉化志向）の四点に集約でき

よう。

このうち①は既存の国内投機玉の維持を建前とする（ヘッジの為の）投機玉の有効利用であるとともに国際化志向の為の屋台骨ともなりうるものであり、②③④は海外の投機玉誘致・流入を目論む為の基本的留意点である。筆者の主張としては、わが国商品取引所は過度の委託者保護の重視という後向きな政策から脱却して、かつまた、わが国の投機性悪説的土壌を考慮すれば国内の投機玉の開拓には非常な困難がつきまとうと思われるので、将来は海外の投機玉に依存する傾向を高めるよう努めるべきであると考える。

その為の基本的留意点を本稿において考察したわけであるが、これらは新規商品の上場という課題よりは（あるいはこのような行政色の濃い課題よりは）ヨリ商品取引所および取引員の側に近い課題であり、新規商品の上場よりは自助努力によってはるかに実行（達成）可能な課題⁽³¹⁾であると考える⁽³²⁾。

現在のような（幾度かの商品取引所法改正の変遷をみてわかることだが）大衆参加を前提とした委託者保護のあり方、そしてその大衆参加の上に何とか倒産に追い

こまれない程度の経営を確保し、それ以上の努力はしようとしな(あるいはできない)多くの商品取引員の体質、現在の商品取引所法の(国際化志向での)大改正を行なうことの困難⁽³³⁾さを考えると、現在のところその国際化の将来に幾分暗澹たるものを感じざるをえないが、現状を直視しこの国際化の為の条件を考えると、以上のようなことになるのではなからうか。商品取引所関係者の意識改革と奮起を期待するものである。

- (1) 拙稿「商品取引所法第八条と行政の姿勢」(『商品先物市場』昭和五八年八月号)二一六頁。
- (2) Mark J. Powers, *Getting Started in Commodity Futures Trading*, Investor Publications Inc., 1978, p. 298.
- (3) 入江成雄「投機資本と市場規制」(『商品先物市場』昭和五五年一月号)四四—五〇頁。
- (4) 取引所立会場の集合化等の運営コストの削減が売買手数料の減少につながり、後述(第六節)の投機家のスキヤルピング活動を促進する。
- (5) 日本経済新聞社編『商品取引所の話』日経文庫、昭和五八年、四五頁。
- (6) 同上。
- (7) 高橋弘「商品取引所制度の充実策」(全国商品取引所

- 連合会(全商連)編『商品取引所論体系3』全商連、昭和五七年)六三頁。
- (8) 竜田節「商品取引所の自主規制と責任」(同上)一六三頁。
- (9) 同上。
- (10) 前掲『商品取引所の話』四八—五〇頁。
- (11) 同上、四四頁。
- (12) 昭和五八年三月現在。
- (13) 上林正矩「商品取引所制度の充実に関する諸問題」(前掲『商品取引所論体系3』)一一—二四頁。
- (14) 同上、二頁。
- (15) 鈴木正武「ゴム取引所の国際化の現状と将来」(『商品先物市場』昭和五七年四月号)二—五頁。
- (16) 同上、四頁。
- (17) 上林正矩「前掲論文」二二頁。
- (18) 日本経済新聞社編『株式用語辞典』日経文庫、昭和五五年、六八頁。
- (19) Chicago Board of Trade, 松岡将訳『アメリカの商品取引——その理論と実際——』全商連、昭和四七年、二四〇頁。
- (20) いわゆるスキヤルピング (scalping) である。これは小さな利益を求めて取引を行なうことであり、一日のうちに、あるいは時には一時間のうちに速やかにポジションを建てたり、手仕舞ったりする。Mark J. Powers, op. cit.,

p. 297.

- (21) 註(7)および(8)での兩論文。
- (22) 担当者は酒巻俊雄早稲田大学教授であった。
- (23) 最判昭和五七年一〇月二六日、『金融商事判例』六六〇号、三一—一頁。
- (24) 酒巻俊雄「商品先物取引における委託証拠金預託の機能とその法律関係」(全商連編『商品取引所論体系1』全商連、昭和五四年)二三六頁。
- (25) 同上、二三九頁。
- (26) ここでは委託本(あるいは追)証拠金を指す。
- (27) 酒巻俊雄、前掲論文、二三三—二三四頁。藤田國之助『日本取引所解説』千倉書房、昭和一七年、三三五—三三六頁。
- (28) 現在(昭和五八年六月九日)の東京金取引所の売買不振の最大原因のうちの一つは、その委託証拠金率の高さ(商品丸代金の約一五パーセント)にあることは誰しもが認めているところである。
- (29) 取引所会員でない一般委託者の場合は、この二倍の〇・七〇・八%位である。

(30) 米国の場立とわが国の一般委託者の売買手数料を比較すれば、わが国は米国の一五倍程度高い水準であるといえよう。

(31) わが国商品取引所に取引所の合併規定がないから合併は困難であるという姿勢ではなくして、逆にないからこそ(全商連等が中心となって)自らで合併を促進させようとする積極的姿勢が重要である。

(32) 委託証拠金料率の決定は商品取引所法第九七条第二項により主務大臣が決定する定めである。(売買証拠金は各取引所が定め、主務者がこれを許可する。)従って、本稿第六節の課題は商品取引所側だけの自助努力によって必ずしも直接的に改善される性質のものではないが、これもやがてはその自助努力によって解決されるものと信ずる。

(33) 既存の商品取引所法の枠にとらわれずに、新たに国際化志向の為の「国際商品取引所法」制定の構想も関係者の間にあるにはある。

(一九八三年六月九日)

(一橋大学助手)