

商品取引所の価格保険機能

——掛繋ぎの有効性について——

商学研究科2年
深見ゼミナール

田 内 幸 一

1

商品取引所における先物市場 (futures market) で売買を試みるエイジェン
シイズには、二つのものが見える。掛繋ぎ者と投機者、すなわちこれである。
先物市場ないし先物取引については、多年にわたつて是非の論がやかましく戦
われている。しかし、その非難の声のほとんどは、投機者グループないし投機
取引に向けられたものである。別のいい方をすれば先物市場の反対者といえど
も、それが掛繋ぎ (hedging) の便宜を供与するという点では、あえて非難の
態度を固執するものではない。むしろその存在価値をさえ、認めているのであ
る。

配給にはさまざまなリスクが附随する。このうちには、大きく分けて、自然
リスク (腐敗など)、人間リスク (不注意など)、および経済リスク (価格の下
落など) の三つがある⁽¹⁾。

これらの配給リスクを吸収もしくは減少せしめる方法には、種々のものがあるが、ここで取り上げようとする掛繋ぎは、その中の経済リスクに関するものである。掛繋ぎというのは、手持商品の値段の下落による損失、すなわち、インヴェ
ントリイ・ロスを免かれるため、その商品の買いもしくは売りを、先物契約⁽²⁾にお
ける等量の反対売りもしくは反対買い (counterbalancing sale or purchase)
により、オフセットする一種の市場操作である。たとえば、ある穀物買付業者
が現物穀物 (cash grain) を購入すれば、それが手許にある間、彼は価格低落

の危険にさらされている。しかし、もし彼が現物穀物を買うと同時に、同じ穀物の等量の先物を売るならば、彼は保護されることになる。すなわち、その後現物穀物の値段が下つたとしても、その現物取引の損は、先物値段もまた現物値段と同調して下つていであろうから、先に空で売つた先物の買い埋めによる得によつて、相殺されるのである。

実例をひけば、もつと容易に理解されるであろう。ある終端市場穀物商が9月10日に1万ブッシェルの小麦を、ブッシェルあたり仮りに2ドルで買い、再販売されるまで、それを穀物倉庫に貯蔵するとする。値段低落から保護するために、彼は等量の小麦を、12月限の先物で売つて、これを繋ぐ。この場合、それがブッシェルあたり2.04ドルの相場であつたと仮定する。その後、10月10日に、この荷の買手が見付かつたが、この間に現物市場では8セント値段が下つていたので、ブッシェルあたりは、1.92ドルで仕切られた。同時に、先物の繋ぎも買い戻しによつてはずされた。もし12月限先物もまた8セント下つていたならば、彼はこの取引で損をしない。すなわち、もし繋がなかつたならば、ブッシェルあたり8セント、全部で800ドル損したであろうが、先物でブッシェルあたり8セント、全部で800ドルの得をしたので、全然損はない。⁽³⁾

小 麦		12月限契約
9月10日、買…10,000 @ \$ 2,00		売…………… \$ 2,04
10月10日、売…10,000 @ 1,92		買…………… 1,96
損……………	\$ 0,08	得…………… \$ 0,08

(上図参照)

こうした市場操作は、手許にストックを持越すところの、たとえば地方穀物倉庫、終端穀物倉庫、貨車貸切荷口量荷受卸売商といったような商業者の利用するところであるが、他方、製粉業者ないし加工業者は、時として、これの裏返しをいく掛繋ぎ取引を行う。もつとも、彼等も現物の買いは、先物の売りによつて繋ぐ、厳密には、ネット・ポジション、すなわち、ストックから延売り

契約の分をマイナスした残りの分、を繋ぐ、のであるが、小麦のストックが蓄積される前に、延渡して小麦粉を売つたときには、製粉業者のポジションはマイナスになる。これから買わなければならない。そうした原料小麦の値段の変動から、保護される必要がある。すなわち、業者は小麦粉を受注すると同時に、原料小麦の先物を買ひ繋ぐ。このプロセスを更にくわしくいえば、先ず彼は、たとえば、三ヶ月後に引渡す小麦粉を、契約に際して値段付けしなければならない。そこで彼は、小麦のその時の先物値段に基いて、小麦粉（三ヶ月後に引渡される）の値段を計算する。すなわち、種々の先物値段を平均し、これを、売られる小麦粉に換算する。4.5ブッシェルの小麦が1バレルの小麦粉に相当するので、この場合の換算率は、4.5である。これに、製粉および販売コスト、利潤、さらに、格付差にしたがう割増（プレミアム）または割引（ディスカウント）、および袋代をカバーする額などを加減する。そして、この数字から副産物の価値を差し引いて、ネット・コストに到達する。彼は、この値段で小麦粉現物契約をすると同時に、延売りした小麦粉を原料小麦に換算しただけ、先物市場で買繋ぐ。そして、現物市場で原料小麦を買ひ付けるにしたがつて、先物市場の買建玉を売つて、はずしていく。挿入の小麦粉製粉業者の計算例を参照されたい。⁽⁴⁾

(1) Heidingsfield, Myron S. and Blankenship, Albert B.: Marketing. 1953. pp. 186—187.

(2) 先物契約 (futures contract) については、多くの著者によつて様々の定義が与えられているが、その一つを、Duddy, Edward A. and Revzan, David A.: Marketing. 2nd ed. 1953. p. 368, によつて掲げれば、「先物契約とは、将来におけるある特定時に、もしくは特定期間中に、ある特定値段で、ある商品のある特定種類、特定等級の、ある特定量を引渡し、もしくは受け取るという契約である」となる。

但し、これは簡潔を主眼として、ここに引いてみたのであるが、先物取引の本質を把握するには、何やら画龍点睛を点ぜざるうらみが見える。やはり、深見教授やウッドラフ教授らが強調されるように、その清算容認制をとき、不容認制の延渡し契約 (forwrad contract) との区別を、定義中に織り込みたいものである。この意味においても、私が本章で既に先物売り、延べ売りなどを区別して用いている点、読者の関心に値いすれば幸いである。

(3) Converse, Paul D., Huegy, Harvey W. and Mitchel, Robert V.: The Elements of Marketing. 5th ed. 1952. p. 292.

(4) Duddy and Revzan : op. cit, p. 394.

小麦製粉業者

3月1日, 売り, ……10,000 バーレル の小麦粉を延売り, @ \$ 9.45 (4½ブッシェルの小麦が 1レバーレルの小麦小粉に 相当)	3月1日, 買い, ……5月小麦 45,000bu. @ \$ 2.00
3月2日, 買い, ……小麦 10,000 bu. @ \$ 2.12	3月2日, 売り, ……5月小麦 10,000 bu. @ \$ 2.02
3月9日, 買い, ……小麦 20,000 bu. @ 2.15	3月9日, 売り, ……5月小麦 20,000 bu. @ 2.05
3月16日, 買い, ……小麦 15,000 bu. @ 2.18	3月16日, 売り, ……5月小麦 15,000 bu. @ 2.08

小麦コスト……………	\$ 2.10
製粉および販売………	0.15
袋……………	+) 0.05
計	\$ 2.30
マイナス副産物価値……………	-) 0.40
	\$ 1.90
利潤……………	+) 0.20
帳尻……………	\$ 2.10 × 4½ = \$ 9.45

2

これまで見て来たところから理解されるように、掛繋ぎ者が頼るのは、現物値段と先物値段との関係のヘーモニーである。すなわち、現物値段と先物値段が一緒に上下する傾向が、先物市場と現物市場における等量の反対売買をし

て、価格変動に対する部分的保険たらしめているのである。掛繋ぎ者は、現物穀物を買って付けても、その価格「水準」の変化には全然関心を払わない。ブッシュェルあたり2.50ドル支払つても、1.00ドル支払つたときと同じ、あるいはより多くの利潤をあげるかも知れないのである。それ故、彼が買う時には、後で売る時と同様に、「先物値段に比しての現物値段」にのみ、注意を払うにすぎない。たとえば、小麦を買う場合には、できる限り先物に比して低い値段を得ようと努める。売る場合には、できる限り先物に比しての高い値段を得ようと努める。それであるから、現物商業者は、ある商品の値段の水準を決めるにあたつては、先物市場を参照する。⁽¹⁾

取引所は、一般によく誤つて考えられているように、値段を「決める」ためのものではない。値段は、需要供給要因によつて決められる。取引所は、単に需要供給条件によつて決められる値段を、「発見」する便宜を与えるにすぎない。それであるから、先物値段も現物値段も、同じ需要供給の要因に対応して発見されるのであつて、同じように動くのは当然である。

また、違つた面から考えるには、この2つの値段が別々に動いた場合を想像してみるとよい。たとえば、5月小麦先物が、2月にブッシュェルあたり2ドルの相場であり、他方、この先物契約に決められた代用範囲内の小麦の現物値段が、ブッシュェルあたり1.80ドルにすぎないとする。利潤獲得に虎視眈々たる穀物商人、投機業者は誰でも、この機を逃さず5月先物を売り、同量の小麦を現物で買い、それを大体ブッシュェルあたり8セントのコストで、4ヶ月間貯蔵する。そして、5月に、契約に決められた通りにそれを引渡して、ブッシュェルあたり12セントの利潤を得るであろう。この型の取引が「サヤ取り(spreading)」と呼ばれるものであるが、もちろん、このような機会は長くは存在しない。このような利益を得ようとして、取引業者は、現物商品に買いを集中してその値段を釣り上げたり、5月限先物を売り崩したり、その両方を結果したりして、ついには、マージンが、市場におけるこのような取引の魅力を消失させるほどに小さくなる。こうして、先物値段と現物値段とは、正常の差をもつて雁行することになるのである。

この反対に、かりに、現物小麦の値段が5月先物より20セント高であるとする。取引業者は、それが実際の需要供給条件と比例していないと考えると、先物をブッシェルあたり80セントで買い、それから5月まで待つ。そして、契約の履行によつて現物の引渡しを受け、その小麦を利を得て売ろうとする。ある場合には、また、手許に実際的小麦を持つている商業者は、そのストックを利を得て売ると同時に、以前にしておいた売り繋ぎを、等量の先物を買うことによつて、解除するであろう。これらの操作の何れも、現物値段を下押す傾向を持つ。こうして、両者が再び、需要供給要因を正しく反映するようになるのである。

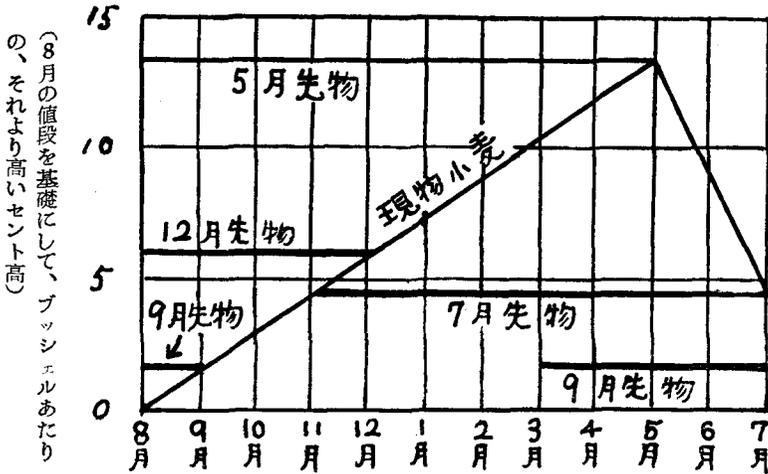
言葉を換えていうならば、新株引換証ないしは新株引受権が、その所有者に株をその会社で一定の額で買う権利を与えるので、それが転換され得る株式と一定の割合を保つものとなるのと同様に、先物の転換性 (convertibility) が、現物値段との関係を大体一定の割合のものとするのである。先物契約は、取り決められた値段で、商品を売つたり買つたりする権利である。したがつて、先物および現物の値段は、同じ供給および需要という基本的要因に応じて、一緒に動くのである。

サヤ取りについて述べたところで大体理解されたように、現物値段と先物値段との間の差は、後者の含む持越料 (carrying charges) の額である。先物取引所で取引される物産の生産は、季節的に遍よつているので、年収穫の相当部分は、収穫期より他の時期に持越されなければならない。これには、穀物倉庫スペース賃借料、利子および保険料といった貯蔵コストが必要である。この他に、目減り損も考えられるが、穀物の場合には、目減りは、水分の減りによる等級の上昇によつて、大体相殺される。理論的には、現物値段に比しての先物値段は、この累積的貯蔵コストを反映しているはずである。

この原理は、小麦といつたようなある特定の物産について、1年中の需要供給状況をステープルなものとし、小麦の先物値段に示される価格水準が不変だと仮定するならば、はつきりと成立する。小麦の現物値段は、収穫直後の8月にその最低点に達するであろう。基本的要需供給状況に変化がなければ、現物値

現物小麦値段と主要先物値段との間の仮説的關係

(1年中需要供給条件ステーブルと仮定)

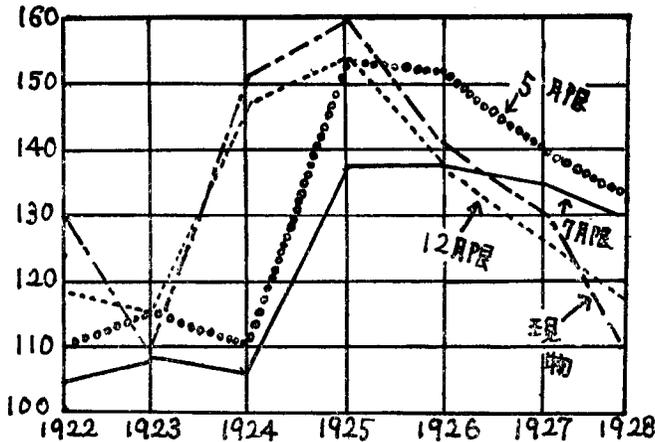


(8月の値段を基礎にして、ブッシェルあたり
の、それより高いセント高)

段は、恐らく新作物の接近が8月に終る値段低落をもたらしはじめる5月まで、貯蔵コストの累積に等しい割合で上昇するであろう。8月には、9月先物は小麦を1ヶ月持越すコストに大体等しいだけ、現物値段より高いであろう。また12月先物は、4ヶ月間の持越料だけ、5月先物は9ヶ月分の持越料だけ、高いであろう。そして、各先物の受渡月が到来すると、現物値段と先物値段とは一致するのである。この仮定的な状況は、上方の図に示されている。⁽²⁾

しかしながら、現物値段と先物値段とは、上の図で示されるような静的な一定の関係を、何時でも保っている訳ではない。いくつかの先物契約の値段と現物値段との間の関係は、現物取引に用いられる品質の構成が変化するに伴い、現時的、将来的な需要供給条件の相対的重要性が変化するに伴い、さらに、一時的な心理的ないしは操作的变化が非常に敏感な先物市場で起るに伴い、時々刻々変化する。現物値段と先物値段との間の関係、および種々の先物値段の間の関係⁽³⁾の変化が、かなりはつきり、次頁の図に示されている。この図は、シカゴにおける現物および12月限、5月限、7月限先物の、1922年—1928年の各年に

1922~1928年の各年の11月、シカゴにおける現物小麦
および12月限、5月限、7月限の小麦先物の平均値段



における11月中の平均値段を示している。たとえば、1922年の11月においては、現物値段はその時の先物のどれよりも高かつたが、1928年の11月においては、どの先物よりも安かつた。その上に、この2ヶ年における先物の相対的地位は、まるつきり反対であつたが、このような変化は、他の年にも見られるところである。

- (1) Thomsen, Frederick Lundy: Agricultural Marketing. 1951. p. 206.
- (2) Thomsen, F. L. and Foote, Richard Jay: Agricultural Prices. 2nd ed. 1952. p. 155.
- (3) *ibid.*, p. 156.

3

先に、掛繋ぎは、価格変動に対する部分的保険であると述べた。それが価格変動からの完全な保護でない理由はいくつか考えられるが、その中で一番重要なのは、「ベース」—現物および先物値段の間の関係—が必ずしも一定でないことである。もちろん、長期的には、ベースが一定の傾向を示すことは、理論的にも現実の統計面でも、理解されるところであるが、短期的には、この

両者の差は、開いたり狭つたりする。この理由には、3つのものが見られる。⁽¹⁾

第一の理由は、先物市場が、需要および供給の些々たる変化に対して、より敏感であるということである。シカゴ取引所の立会場を、1人の男が手に濡れた傘を持つて歩いた。それが、小麦値段を数セント下押す原因となつたという話が伝えられている。その時には、小麦の値段は、ヒデリという情報を入れて、上昇しつつあつた。そこへ、雫のたれている傘は、雨を意味した！ フローアトレーダーは、シカゴの驟雨が何も小麦産地であるミネソタ、両ダコタ、マントバ、あるいはサスカチワンにおける雨を、どんな程度にも示唆するものでないことを考える間もなく、売り始めたのであつた。⁽²⁾

理論的には、先物市場における取引業者は、次のように取引しているはずである。すなわち、(1)供給および需要条件についての知識、および、これらの条件が値段に及ぼすと推測される影響に基いて、ある物産のある先物について「正しい」と信ずる値段を定める。(2)もし彼が取引しようとする先物の現在の市価が、彼の結局なるであろうと期待する値段より高いならば、この先物のある量売り、彼が「真の」供給需要値段と考えるところまで値段が下つた後に、買い埋めをしようと企図する。もし先物の現在の値段が、正しい値段と考えるものより低いならば、彼は先物を買ひ、真の供給需要値段と彼の考える点に値段が到達した時に、同量を売つて、はずそうと企図する。もし、取引業者による条件の判断が正しかつたならば、値段は期待通りに動き、彼は、売値と買値との間の差額を利益として受け取ることになる。他方、これらの利潤はまた、その判断の間違つていた他の取引業者の損失を示すものである。

それであるから、理論的には取引業者が情報および能力の限界内でなすその行動は、ある期間の需要供給条件が取引業者に知られている程度に、直接に、正しい需要供給値段の確立に導くはずである。

しかし、各取引には、もちろん、買手とともに売手がなければならない。それ故、売買される物産の量、ないしは取引の数より、むしろ、先物契約を売手が喜んで売り、買手が喜んで買うという状況が第一の問題である。好感されるニュースが扱われれば、空売り者に今までより高い値段で喜んで売る取引業者

が、常に存在する。この場合、どのくらい今までより高いかは、主として、新しい発展のもたらす最終的效果 (eventual effects) についての彼等の判断にかかっている。もし総ての取引業者の判断が同じであるなら、取引は全然行われない訳である。それであるから、「いかなる時の先物の値段も、買わないしは売りの数または額の反映ではなく、むしろ、これらの取引への参加者のそれぞれの評価を織り込んだ平均判断 (weighted average judgment) の反映である⁽³⁾」。それ故、先物の値段は、各取引業者がちよつとした要因ごとに、市場の趨勢に対する判断を変えるに応じて、敏感に変化する。

しかしながら、実際には、取引業者の総てが、自己の能力のおよぶ限りに、需要供給条件に関する市場情報に忠実に、市場操作を行うとはきまつていない。先物市場には、3つの攪乱的な取引業者グループがオペレートしているのである。

(1) ある物産の値段に影響する需要供給条件についての真の知識を全然持たず、また正しい需要供給値段の発見に役立つ経験を全然持たない多数の小投機者、(2) 1日の中にさえ、売つたり買つたりし、需要供給の基本的条件については、殆んどあるいは全く関心を払わずに、値動きの短期的評価に基いて取引をなす職業的投機者、および、(3) その試みる先物取引は市況に大きな影響を及ぼすが、その売買は「基本的」需要供給条件をあまり参考にせず、市場のその時の投機心理に「波乗る (riding)」ことを目途している大規模投機者、がそれである。

先に述べたような真の需要供給値段の発見を目指して、知的な知識を十分持つ投機者の試みる取引の量は、他の型の投機的売買に比べて少いといわれている。

たとえば、悪天候といつたような一連の強気の発展は、穀物先物市場に、値段上昇より利を得ようと目論む大勢の、しかし無知な大衆を惹き寄せるであろう。強気要因は、すぐに完全にその物産の先物の値段に織込まれて (discount) しまうであろうが、無知な大衆は買い続ける。利口な職業的取引業者は、真の状況を感じてはいても、この熱狂の波に乗る。そして、実際の需要供給条件

が完全に出揃い、売の方が望ましいと信じた時でさえも、買う。それであるから、値段は、実際に正当化される水準より高くなる。ついに、よく情報に通じた取引業者や保守的な取引業者が、買建をくずしはじめると、相場力 (market power) は弱まりはじめる。そして、弱気要因が急激にリアライズする。多くの取引業者は直ちに「売り逃げ」ようと図り、値段の急激な低落を招く。このような状況の下では、低落の動きは、また行き過ぎるに違いない。利口な投機業者は、またまた、多数の腰掛け投機者 (small-time speculator) が状況に目覚める前に買い戻しをするつもりで、実際の需要供給条件によつて正当化されると信ずる点、値段が最終的には戻るであろうと信ずる点、を越えて、弱気の動きに波乗りして売るのであろう。

しかしながら、最近の研究は、市場への大衆の参加は、多くの場合、下の時に買い、上の時に売る——どちらの場合でも早すぎるのであるが——という反対の性質のものであることを明らかにしている。しかし、何れにしても、これらの情報に通じてない腰掛けの投機者および大業者の行動は、知的でなく、市場の一攪乱要素をなしていることには、違いはない。

第2の理由は、これらの2つの値段——先物と現物——が異つた時期に対応しているものであり、したがつて、先物値段の方が現物値段より大なる程度に、将来的な需要および供給の変化の予測によつて、影響されるということである。「先物市場は、発展するであろう事態を評価し、現物市場は、発展しつつある事態を評価する。(The futures market is appraising the situation as it *might* develop——the cash market as it *is* developing.)」⁽⁵⁾。それであるから、2月に起つた生育中の小麦作の変化は、現在の現物値段より、7月限先物の現在の値段に大きく響くであろう。もちろん、棉花や小麦は、貯蔵に耐えるものであるから、将来的予測は、種々の先物値段に対すると同様に、現物値段にも、異つた程度にはあるが、影響を与える。

第3の理由は、現物値段と先物値段の内容の質的相違である。先物契約は、ある商品の多くの等級の中のどれか1つの等級を、将来において引渡すことを取り極めるものである。しかし売手は、実際には、この「契約等級 (contract

grade)」のみならず、一定の割増もしくは割引きをすれば、「代用範囲 (deliverable grade)」の中から勝手に選んで引渡すことができることになっている。

ここで、ちよつと注釈を加えるならば、割増しおよび割引きの額 (格差) を決める方法には、固定格差主義と商業格差主義の2つがある。そしてアメリカの商品取引所における棉花取引は商業格差(The Cotton Futures Act of 1916) 穀物取引は固定格差 (The Grain Standards Act of 1919) に基いて行われ⁽⁶⁾ている。このうち、固定格差というのは、等級間の格差をあらかじめ定めておいて、割増、割引きをこの定められた差によつて行うものである。しかし、この方法の欠点は、定められた格差が現物相場の差と一致しないことである。それ故、受渡月に実際の商品の引渡しをなす場合には、売手は当然、割増しもしくは割引きを勘定に入れての現物値段が相対的に最低 (割得) の等級を引渡すであろう。

先物契約は、このように、買手の希望の質の商品が、引渡し of 履行によつて得られるとは限らないので、単なる掛繫ぎに用いられるものが圧倒的 (投機ももちろん多い)⁽⁷⁾である。実際に受渡し of 行われる割合は、たとえば、シカゴにおいて、1パーセント以下にすぎない。しかし、やはり先に述べたように、取引は、常にポテンシャルな転換性に基いているのである。

更に、1つの等級の中にも質の差がある。それ故、先物契約に極められる等級の品質は、その等級にギリギリで合格する最低品質のものとなる傾向がある。これらの理由から、先物の値段は、常に、ある商品の格差を勘定に入れての最低品質のものの値段を、反映しているのである。

他方、「現物値段」は、ある商品の種々の異つた品質に対しての値段の合成体である。現物取引される商品の平均品質は、先物契約の下に引渡し得る品質よりかなり高い。先物値段と現物値段とは、品質分布の変化、および種々の異つた値段の間の相対的対比の変化を、いわば異質的に反映するのである。

(1) Thomsen and Foote, op. cit., pp. 152-155.

(2) Converse and others, op. cit., p. 285, footnote.

- (3) Thomsen and Foote, op. cit., p. 146
- (4) ibid., p. 148, footnote.
- (5) Kohls, Richard L.: Marketing of Agricultural Products, 1955, p. 207
- (6) 上林正矩著「商品取引所の知識」132頁
- (7) Converse and others, op. cit., p. 301, footnote.

1933年の6週期間中、シカゴにおける玉の内訳は、次のようなものであつた。空売り側 (shorts) ——掛繋ぎ者60パーセント以上、小投機者約25パーセント、サヤ取り者約6パーセント、大投機業者大体6パーセント、買い側 (longs) ——掛繋ぎ者4パーセント以下、小トレーダー60パーセント以上、サヤ取り者約6パーセント、大投機業者大体25パーセント。

[100パーセントにするためには、報告のなかつた分および外国のトレーダーの分を加えなければならない。]

これでわかるように、この期間中、掛繋ぎ市場を供給したのは、小トレーダーであつた。

4

掛繋ぎが、価格変動からの完全な保護でない理由は、これまで挙げたものだけではない。ウッドラフ等は、掛繋ぎが完全な保険であるためには、(1)先物市場および現物市場における価格の間の密接な平價 (a close parity)、および、(2)標準等級と売買される実際の等級との間の密接な価格関係 (a close price relationship)、の2つが維持されなければならないと述べている。⁽¹⁾

またコンヴァース等は、掛繋ぎが完全な保護を与えない理由として、(1)現物および先物値段は何時でも一緒に動く訳ではない。(2)1つの物産の異つた等級、異つた種類の値段は、一緒に動かない場合がある。(3)先物市場で用いられている契約の大きさが、商業者および製造業者の扱用量に合致しない場合が多々ある。(4)他の保険のごとく、掛繋ぎは経費を要する、ことを挙げている。⁽²⁾ ウッドラフ等の(1)(2)とコンヴァース等の(1)(2)とは、共に同じ内容を異つた言葉で述べたもので、その中、(1)は最重要のものであるが、既に3つの理由をあげて論述した。

ウッドラフおよびコンヴァースのあげる第2の理由は、製粉業者および加工業者に特に切実な問題である。先に述べたように先物値段は、「代用範囲につ

いてなされる割増もしくは割引を勘定に入れてのある商品の相対的最低品質」の値段を反映している。しかし、製粉業者や加工業者は、自己の製品を作るために原料として買い入れる商品の質に、特別の注文を有している。したがって、彼等が、まだ原料のストックを持たない中に延売りの契約を結び、それを先物市場で買い繋ぐ場合には、その繋いだ先物の値段と現物値段とが一緒に動いていても、すなわちベースはたとえ一定であつても、彼等の希望する生産地直送⁽³⁾ (country-run) の特定の品質の物産の値段が、現物値段 (多種の現物値段の平均) と一緒に動かない場合が屢々である。このような時には、ベースが一定であるにかかわらず、掛繋ぎは、価格変動に対しての完全な保険にならないのである。

コンヴェースの第3の理由は、先物市場における掛繋ぎが、先物取引に対して各取引所の決めた単位荷口でなされなければならない、ということである。穀物の場合、通常、普通取引荷口 (round lots) は、5,000ブッシェルである。

(1,000ブッシェルの小取引荷口 (job lots) もあることはあるが、この場合には、より高率の手数料が課せられる)。しかしながら、商業者は、この単位荷口には関係なく、売手がオファーし、買手が買う量を扱わなければならない。それであるから、商業者の掛繋ぎ契約は、通常、実際に所有する荷より多い荷口、ないしは少い荷口を、繋ぐよりほかはない訳である。

コンヴェースのあげる第4の理由は、改めて述べるまでのことはなからう。

この他、ダディ、レヴザンは、製粉業者および加工業者に、他の商業者の遭遇しないこれ以外の困難があることを示している。すなわち彼等は、その原料に特別の注文を持つている。そしてまた、その特別の注文に合ったものを、大量に買い入れなければならない。それであるから、この困難を逃れるために、原料の出廻り期に、大量に希望の品質のものを購入してしまう。

こうしてストックが蓄積されると、注文を予期して、製粉ないしは加工が行われる。この製品のストックは、先物の等量の売りによつて先物市場に繋がれるのであるが、この場合に掛繋ぎが完全な保険であるためには、先物値段と現物値段との間の関係の一定であることのみならず、小麦粉ないしはその他の穀

物製品の値段でさえもが、先物値段と一定の「ペース」を保つことが必要とされる。これは、掛繫ぎを更に一段と不完全ならしめる要素である。

これに加えて、製粉業者は、以前に、延売り契約に際して、小麦粉を値段付けする場合の差し引き項目としてあげた副産物（フスマなど）の値段変動から、保護されていない。この値段の下落は、先の値段付けの計算の時に見積られた利益を、なくしてしまうかも知れないのである。副産物の値段は、これと競合関係にある人造飼料の値段に左右されて動くのであるから、他の項目と無関係に変動する。

- (1) Woodruff, George P. and Baer, Julius B.: *Commodity Exchange*, 3rd ed., 1935. p. 89.
- (2) Converse and others, *op. cit.*, p. 296.
- (3) Duddy and Revzan, *op. cit.*, p. 394.
- (4) *ibid.*, p. 393.

5

これまで、掛繫ぎの有効性につき述べたのであるが、この論稿よりあるいは感ぜられるほどには、實際上、掛繫ぎは不完全ではない。掛繫ぎは、価格変動を保険する唯一の有効な手段である。たとえペースが変化しても、少なくとも掛繫ぎがなかつたならば蒙つたであろうよりは、それが損失を小さくすることは確かである。「2つの値段が一緒に動く程度に、掛繫ぎはリスクから保護する」のである。

しかし、ここで一つ注意しなければならないのは、先物市場の存在そのものが、満足な掛繫ぎ市場の存在を意味するものでないということである。大量の取引を迅速に、そして値段に大きな変化を起させることなしに行うにはあまりに「薄い」市場は、満足なものではない。ある製造業者は、その製品を2万5千単位繫ぐためには、ほとんど1日かかり値段も6、7セント変化するといつて⁽¹⁾いる。これまで述べた掛繫ぎの不完全性は、満足な掛繫ぎ市場を前提としたものであつた。

「我が国においては、何といても取引所が掛繫ぎ取引のためにまだまだ利

用されていない。これは、取引所の制度が不完全であることにもよるが、我が国の生産者または商人の事業経営振りが投機的であつて、あわよくば相場の騰落による利益をせしめようとする考えが去らないことによるところ大である。そのくせ相場が一朝自己に不利に傾けば、たちまち政府に対して救済だと騒ぐのを常とする。こうした人々によつて我が国の取引所はもつと盛んに利用されて然るべきである。欧米の商品取引所は、いずれも相当によく掛繋ぎ取引のために利用せられ（アメリカでは穀物取引の 90 パーセント、棉花取引の 85 パーセントは取引所にヘッジされるといわれている）、殊に英米の棉花および穀物商人の如きは、一の買約定といえども、同時に取引所において、買繋ぎせずしてはこれをなさず、もしこれを敢てする者があれば、取引銀行から投機業者と睨まれ、その手持品を担保にしては、金融を拒絶される風習になつてゐる⁽²⁾。

ウッドラフによれば、金融を拒絶されるまでには至らず、掛繋いでいる方が、いない場合より担保に対して、より多くの割合の融資を得ることができる程度とのことであるが、とにかく、保険としての掛繋ぎのみならず、「金融の助けとしての掛繋ぎ⁽⁴⁾」が、商業者、製造業者および金融業者に深く認識されていることは、大いに注目さるべきことであらう。

(1) Converse and others, op. cit., p. 296.

(2) 藤田国之助著、「取引所論」36—37頁。上林正矩著【商品取引所の知識頁】227—228 頁より引用。

(3) Woodruff and Baer, op. cit., p. 97.

(3) *ibid.*, p. 97.