

商品取引所法の改正とオルタナティブ投資

The Amendment to the Commodities Exchange Law and
Alternative Investments

2006年 9月

齊藤 聡 Satoshi Saito

商品取引所法の改正とオルタナティブ投資

The Amendment to the Commodities Exchange Law and Alternative Investments

齊藤 聡
Satoshi Saito

Abstract

For alternative investments, you don't invest in traditional funds but in different commodities such as commodity futures trading and real estate. By doing this, you can avoid or reduce some possible risks. In Japan, however, people have bad impressions of commodity futures trading. The writer studies about the present situation on futures trading and gives some ideas to improve the impressions.

はじめに

オルタナティブ投資という言葉が新聞や雑誌で頻繁に登場するようになった。このオルタナティブ投資とは、ヘッジファンドやマネージド・フューチャーズなどの投資戦略が代表例である。つまり伝統的な資金運用と相関が少ない分野への「代替投資」のことである。株式相場が大きな経済事件やテロで大きく動いても、相関ない商品先物取引や不動産投資に分散投資しておけば、運用リスクが軽減されるのである。このオルタナティブ投資の運用は、主に欧米市場で行われている。日本の株式市場は、欧米の株式市場と並んで規模も大きく、世界の中心的市場となっている。しかし、先物市場はそうではない。日本の商品先物市場は、イメージが悪く、市場参加者も極端に少ない。2004年に中国の大連に取引高で抜かれている。このままでは、アジアの総合的な金融市場の座が危ういのである。

2006年5月9日 受理

平成17年5月に商品取引所法が改正された。改正の目的は、本質的に大きく二つある。一つは、日本経済の成熟度が増し、経済大国であり続けるためには金融市場のすべての分野において、アジアの中心でなければならないこと。特に、先物市場の整備が遅れている事実がある。もう一つは、ヘッジファンドに代表されるオルタナティブ投資（代替投資）が盛んになりつつあるので、投資資金が欧米に流出しないように、公正で効率的な株式市場を含めた総合的な運用市場を整備しなければならないことである。国土が小さく、今後人口の減少が予想される日本が、世界経済の中で中心的な役割を果たし続けるためには、公正で効率的な市場整備は不可欠である。先物市場が整備されれば、欧米並みに様々な分野での運用が可能となり、個人でも安心してオルタナティブ投資ができるようになる。最近、金融商品取引法が成立したが、未だに商品先物は別枠となっている。

1. 商品取引所法改正の理由

日本の商品先物市場の規模は、最大の東京工業品取引所でも、欧米のEUREXやシカゴ商品取引所の取扱高の1/8程度しかない。先物市場は、経済大国の日本での整備が遅れているのである。大手商社は、為替リスクを承知で欧米の市場でヘッジ取引をしている。日本の遅れに目を付けたアジア諸国が、先物市場創設に官民上げて努力している。実際、規制緩和等で日本の経済構造が変化し、商品先物市場の有するヘッジ機能や指標価格の形成機能が重要になってきている。このような状況の中、国際化に対応した信頼でき、効率的な利便性の高い先物市場の整備が急がれるのである。

政府もこのような状況は把握している。1990年代半ばから、先物商品取引業界に飴と鞭を使いながら、評判の悪い業界を正しい方向に誘導してきた。つまり、飴は財務体質改善を狙った株式公開であり、鞭は預かり証拠金の分離保管の規制強化や勧誘行為の適正化である。しかし、一向に評判は良くならない。そこで、今回の商品取引所法の改正とともに、その適用を厳格化してきている。現実には、本法施行直後の調査で不正が発覚したこの業界の大手であったグローバリー（1996年に株式公開）に対し、業務停止命令を出し、事実上営業停止に追い込んだ（表3参照）。政府は本気で改革に取り組もうとしている。

欧米で先物市場が整備される過程を見てみると、規制を強化する部分と、緩和する部分をうまく使い分けながら公正な市場に誘導されてきている。将来的には、すべての市場を管理する包括的な機関が必要であると言う意見が大勢である。2006年6月に成立した金融商品取引法は、まだ商品先物を含んだ包括的な法律ではない。

2. 商品取引所法改正の概要

(1) 商品取引所法改正の主な内容 (2005年)

(ア) 顧客資産の保全制度の完備・拡充

① 証拠金は清算期間で保全

取引を行うために預託する証拠金は、商品取引所法で規定する清算機関である「株式会社日本商品清算機構」で保全される。清算機関の業務は、主務大臣の許可に基づいて行われる。

(イ) 商品取引員に対する規制の強化

① 委託者保護基金の創設

商品取引所法で許可された商品取引会社の顧客（委託者）が預託した証拠金は、清算機関で保全され、万一、商品取引員が経営破たんしても、顧客の財産は保全される制度になる。また、清算機関預託分等で不足する額について、一顧客あたり1千万円を限度に、商品取引所法に基づく「日本商品委託者保護基金」が補償を行う。

② 財務要件の厳格化

商品取引員の健全な財務基盤を確保するため、各取引員に、取引の量に伴うリスクに対応した純資産を保有することが義務付けられた（純資産額規制比率）。

③ 勧誘行為等の適正化

顧客トラブルを防止するため、商品取引員が勧誘を行うに際して、商品先物取引の仕組み・リスクを顧客に事前説明することを義務付けた。顧客の知識、経験及び財産の状況に照らして不適切な勧誘を行うことのないよう規制が強化された。

④ 個人情報保護法に対応

適切に収集されていない個人データ販売業者から、個人情報データを購入しての勧誘はできない。具体的には、大学の同窓生を装った電話勧誘や社員名簿等からのしつこい勧誘がなくなる。

(ウ) 市場の信頼性・利便性の向上

① グローバルスタンダードの清算制度

先物市場においては、未決済の買い注文や売り注文について、その計算上の損益を毎日、清算（クリアリング）している。今回の法改正により、欧米と同じように、独立した清算機関（クリアリングハウス）の設立が認められたので、海外の企業や投資家も安心して日本の商品先物市場を利用できるようになった。

②商品取引所の会員資格要件の緩和

商品取引所の会員になるために、これまでは上場商品の生産・販売業者等に限定されていた。法改正により、上場商品のユーザー業者も会員になれるようになった。商品取引員の許可制度について、石油、貴金属、農産物等の商品ごとに細分化された許可から、市場横断的な包括許可に改められた。

(エ) 課税

- ①国内の商品取引所で行われている商品先物取引により生じた売買損益は、個人の場合、申告分離課税により20%課税される。
- ②年間を通じての売買損益を通算し損失となった場合には、損失の金額を翌年から3年間にわたって商品先物取引による所得の金額から控除することができる。
- ③尚、商品先物取引による所得は、有価証券等先物取引による所得との損益通算はできるが、それ以外（通常の株取引等）との所得と損益通算はできない。

(2) 商品ファンド法（1991年）

商品取引所法は、商品先物取引に関する法律であるが、運用を商品投資顧問業者に委託する商品ファンドは別の商品ファンド法により規制されている。商品取引所法と区別して考えなければならない。簡単にその概要を以下で見たい。

(ア) 商品ファンド法について

- ①商品ファンドは「商品投資に係る事業の規制に関する法律」に基づいている。この商品ファンド法は大蔵省、農林水産省、通商産業省の三省共管の法律で、商品ファンドの募集販売を行う商品投資販売業と商品投資顧問業を許可の対象とし、投資家保護を図っている。
- ②投資家保護：商品ファンド法は次のような規制を設けて投資家の保護を徹底している。
 - a.開示規制：投資家に、契約事前交付書面、契約時交付書面、報告書の交付をすることと、閲覧書類の設置を業者に義務づけている。
 - b.勧誘広告規制：不当な勧誘ならびに誇大な表現や誤解を与えるような広告を禁止している。クーリングオフ制度：契約時交付書面を受領した日から起算して10日以内ならば書面により契約を解除することができる。

(イ) 課税

信託型商品ファンドの収益配当金について、法人の場合は益金として、個人の場合は利

子所得として課税対象となり、20%の税率で源泉徴収される。リミテッドパートナーシップ型、及び匿名組合型商品ファンドの収益配当金は、法人の場合は益金として通常の税率となり、個人の場合は雑所得として他の所得に合算されて通常の所得税率で課税される。

(3) 商品先物を規制する法律

商品先物取引を規制する法律を整理すると以下のようになる。

- ・ 商品先物取引…商品取引所法（国内）、海外先物規制法（海外）
- ・ 商品先物指数…商品取引所法
- ・ 商品指数オプション…商品取引所法
- ・ 商品ファンド…商品ファンド法

金融先物に関しては、株式・債券は証券取引法（国内・海外とも）の対象となる。金利先物は、金融先物取引法の対象である。

- ・ 株価指数先物…証券取引法
- ・ 株価指数先物オプション…証券取引法
- ・ 債券先物…証券取引法
- ・ 債券先物オプション…証券取引法
- ・ 金利先物…金融先物取引法

本来ならば、これらを包括した法が制定されるべきである。2006年6月に金融商品取引法（日本版企業改革法/SOX法とも呼ばれる）が成立したが、商品先物取引は対象となっていない。改革の動きがあることはすばらしいことで、近い将来包括的な法律ができることを期待する。

3. 商品先物取引の現状

(1) 商品先物取引の悪評

日本の商品先物取引は、非常に評判が悪く、正常な市場が育っていない。一部の悪徳業者によるものであるがその手口を調べてみたい。以下は、知人の弁護士事務所からのヒアリング事項であり、必ずしも正しいとは限らないが、被害にあった人々の典型的なパターンである。優良業者は、これらの悪徳業者の行為により、同様に見られてしまっているのである。一部ではあるが悪徳業者が存在することは確かで、業界全体の評判を悪くしている。また、長らくこの状態が継続したので、市場参加者は、約11万人と非常に少なく、市

場が成長しない要因となっている。

商品先物取引は、少ない証拠金で大きな売買が可能なのが特徴である。そのことは、元来ハイリスク商品であることを意味する。また、株式と違い取扱商品が限定されており、非常に専門性が高い。簡単に事例を上げると、例えば、金1枚150万円を購入したとする。この時の証拠金は6万円である。金が3万円値下がり（▼2%）すると、追い証が発生し、証拠金を追加で差し入れるか、反対取引をして決済しなければならない。6万円値下がりすると（▼4%）証拠金全額が失われる。逆に、6万円値上がり（△4%）すれば、証拠金の2倍（200%）に増えたことになる。実に100%の利益である。上記は一例であり、商品価格により証拠金の金額は変更される。株式と同様に考えてはいけないのである。正しく使えば、利用価値の大きな商品先物であるが、投機性は極めて高いのである。

(ア) 適合性原則違反、個人情報保護法違反

始めは、業者から電話勧誘が行われる。このとき、業者は、適正に入手した個人情報を使うのではなく、学校の卒業生名簿や企業の従業員名簿を何らかの手段で入手し、無差別に電話勧誘してくる。経験・資力・知識を考慮していないので、適合性原則に違反する。また、個人情報保護法にも違反しているケースが多い。

(イ) 断定的判断

次に、電話勧誘に根負けして、面談することになる。そこで、商品先物取引の危険性、投機性、複雑なしくみなどを説明せずに、あたかも高い収益が簡単に上がるようなことを強調する。これは、断定的判断を提供していることになり、違法である。

(ウ) 委託者保護義務違反

取引を開始すると、儲かった時（計算上利益が出た時）は、手仕舞いして取引を終了させる指示に応じないで、利益金を証拠金に振り替えてさらに建玉する（利乗せ満玉という）。

また、損失が出れば、今手仕舞うと証拠金がなくなり損をすることとして、さらに追加証拠金を要求する。このとき、買い玉を一度仕切って再度買玉を建てることを行う（直しという）。また、売玉を建てさせることもよく行われる（両建てという）。これらは、無意味な取引で合理性がなく、手数料稼ぎが行われているのである。

(エ) 無断売買、一任売買

その後、顧客は専門知識がないため、売買の判断を業者に任せるようになることが多い。元々適合性原則に合致していないので、商品先物取引をするに足りる知識・経験・時間的余裕が無いのである。そこにつけ込み、「両建て」、「直し」、「途転」、「日計り」、「不拔け」（特定売買と言われる。後でこの用語は説明する）といった手数料稼ぎの取引

を繰り返すのである。ほとんどが、無断取引や実質的な一任売買となっている。その目的は、顧客が抛出した預託金のほとんど全てを損金ないし手数料として失わせることにある。一度騙された人は、二度と商品先物取引をしない。当然ながら悪い評判がたつのである。必然的に、市場参加者は増加しない。

(オ) 善管注意義務違反、背信的行為

さらに、最悪な業者につかまると、顧客の建て玉に対応する向い玉を建て、もしくは、多数の顧客の総合的な建て玉に向い玉を建てることにより、損金相当部分を業者の自己売買部門の利益とすることもある。市場の出来高が少ない商品では可能である。これらの行為により、顧客は預けた証拠金はすべて失う結果となるのである。

(2) 手数料稼ぎの用語説明

悪徳業者が行う違法性の高い取引は以下の通りである。これらは、特定売買と呼ばれる。違法性の高い行為であるが、今まであまり取り締まりがされなかった。

(ア) 煽る（あおる）

相場を自分の思う高値を付けさせる為に、一度に大量に買うこと。単に「あおる」という場合は、価格を強引につり上げる買い煽りを指す。市場の出来高が少なく、市場参加者が少ない未成熟な市場のため可能な手法である。

(イ) 売り浴びせ

売り方が、相場を下落させるために一時的に大量の売り注文を出すこと。この場合、買い方は圧倒され相場は下落する。その逆を【買い煽り（かいあおり）】という。煽る①とともに相場操縦につながる。市場参加者が多く、効率的な市場ではこの手法はできない。①②の手法は、市場が成熟すれば自ずとなくなる。

(ウ) 両建

同じ商品で、買玉と売玉を同時に持つ。一方で利益が出ても、他方では同額の損が出るので、顧客にとって無意味な取引である。証拠金・手数料とも2倍必要になる。両建ては合理性がない。期間が異なる場合や異なる市場で瞬間的な鞘取りを狙って売買する裁定取引とは異なる単純な両建て取引のことである。

(エ) 直し

買玉を仕切って、即日再び買玉を建てるたり、売玉を仕切って、即日再び売玉を建てること。同じ日に買うのなら、仕切る意味がないため、手数料稼ぎや利乗せ満玉のために行われる。

(オ) 途転（ドテン）

買玉を仕切って、即日再び売玉を建てること。または売玉を仕切って、即日再び買玉を

建てること。相場に対して方針が全くない。単純に、買って損をしたので、今度は売ってみようといった発想である。

(カ) 日計り

1日のうちに何度も建てて仕切る取引。業者には多額の手数料が入る。一日中、パソコン画面に張り付いて売買してない限りできない取引である。最近、インターネット売買が可能となり、ネットの手数料は極めて安価なので、自分の意思で行っている者もいるが、通常の勤務者では不可能である。業者が勝手に行っているケースが多い。

(キ) 不抜け

利益がわずかで手数料にも満たない場合、利益が手数料を抜けないという意味で不抜けという。顧客にとって、意味のない取引である。

(ク) 向かい玉

商品取引員（業者）が顧客の建玉と反対の建玉をすること。出来高の少ない商品で行われることがある。出来高の多い商品では市場参加者が多く不可能である。利益相反行為・背信行為である。

(ケ) 差し向かい玉

業者が個々の客の建玉に対してではなく、多数の客の売玉枚数と買玉枚数の差の部分に対して自己玉を建て、常に売買枚数が同数とするか、同数に近い状態で取引所に注文を出す方法。出来高の少ない商品では、これにより売買が成立する。

(コ) 利乗せ満玉

取引によって発生した確定益金を計算上委託証拠金に振替、その増加した委託証拠金で建玉可能な限度いっぱい取引を継続することである。相場観があるならば、休むことも必要であるが、強引に限度いっぱい取引を継続させることになる。利益の上がっている場合なら問題にならないが、いずれ損失が出始め、証拠金が失われる。

(3) 苦情の状況

日本商品先物取引協会に寄せられた苦情件数は、表1の通りである。苦情件数の一番多かった返還遅延が大きく減少している。改正商品取引所法の影響が既に出始めていると考えられる。協会では、苦情の受付、相談に乗ったり、調停・斡旋したりすることで、業界全体の改善・改革に努めている姿勢が伺える。

公正で効率的な市場を構築するためには、トラブルの原因を探り、業界全体が変貌したことを一般投資家に認知させる必要がある。そのためにも、苦情を地道に解決していく努力が必要となる。また、ネット取引による営業マンを介さない取引も有効である。この場合、適合性原則を完全に適用する必要がある。

表2：日本商品先物取引協会への苦情件数

苦情申出事由	平成14年度	平成15年度	平成16年度
不当勧誘	66	68	83
一任売買	1	1	4
無断売買	29	33	26
過当売買	0	11	9
仕切回避	29	37	24
返還遅延	199	127	12
連絡不備	2	1	3
その他	23	34	30
合計	349	312	191

(日本商品取引先物協会のHPのデータより作成)

(4) 優良業者の改善策

人材の育成に力を入れている。営業外務員の質の向上に努め、最新の金融工学に精通し先物取引を解析する技術をもった人材育成が必要となる。この投資顧問的営業を目指さなければ、ネット取引と差別化した手数料を徴収することはできない。米国では、手数料が極めて安いネット取引による取引が、一時期増加した。しかし、最近では、高い手数料を払ってでも営業マンからの情報提供を求める顧客がむしろ増加している。このニーズに応えられるような専門的な知識を提供できる人材の育成が必要なのである。

法を守るのは当然である。それに加えて、業界全体の悪いイメージを払拭するために、日本商品先物取引協会を通して商品先物取引についてのリスクや自己の財務状況についての情報開示を行っている。この協会は、平成11年（平成3年設立の社団法人日本商品取引員協会が前身）に商品取引員の自主規制団体として設立されたものである。協会の目的は、会員の行う商品市場における取引の受託等公正かつ円滑ならしめ、委託者の保護を図ることにある。協会のホームページで、各会員の情報開示内容、苦情処理、制裁状況等が閲覧できる。

平成16年12月の手数料の完全自由化、平成17年4月の個人情報保護法の施行、同5月の改正商品取引所法の施行と環境が急激に変化しており、それに対応した社内体制を整備しなければならない。熾烈な競争が既に起きており、他業態からの新規参入も増加している。独自性を打ち出した、生き残り策を考案しなければならない。具体的には、欧米の状況や手数料自由化が先行している証券業界の事例から以下のような方法が考えられる。

- ・優秀な営業マンを育成して投資顧問業的な営業を行う。
- ・ネットに特化した合理的なシステムを構築しディスカウントブローカーとなる。
- ・営業はせず、信用力を背景としたクリアリングシステムを構築し、その専業となる。
- ・商品ファンドに特化する。
- ・独自商品を開発し、個性ある営業を構築する。
- ・法人主体の商品先物の特徴であるリスクヘッジ機能を有効利用できる営業部隊とする。日本の市場は個人主体で、世界的に見て特異な存在である。この部分を欧米並に成長させる必要がある。

(5) 新規参入業者

日本商品先物取引協会の会員の異動は、表3,表4の通りである。証券会社の新規加盟が目立っている。脱退法人の中には、商品取引所法の改正（2005.5）で、業務停止処分をうけ事実上の営業廃止に追い込まれた企業が含まれている。今後、さらなる政府の違法行為の取締りや規制強化により、悪徳業者を一掃することが必要である。

米国の商品先物取引市場の整備は、米国商品先物取引委員会（CFTC）による規制・自由・拡大の繰り返しである。日本の市場整備にも同様な過程が必要と思われる。この米国の市場整備の過程は、河村幹夫著「米国先物市場の研究」に詳しく述べられている。市場整備には時間が掛かり、その認知には絶えざる努力が必要となる。米国でも、証券を含めた総合的な市場監視態勢は整っていない。証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）が別々に証券と商品先物を監視している。将来的には、この二つを統合した総合的な規制機関が必要なのではないだろうか。英国には、金融サービス庁があり、市場の一元化規制に一步先んじている。

日本の株式市場の整備は、証券取引等監視委員会が行っているが、取締り、規制を強化し市場の整備が進んでいる。そして、急速に活況を取り戻しつつある。ライブドア事件、村上ファンド事件も記憶に新しい。商品先物取引は、その取扱商品が農産物、鉱業製品、金融先物等で、管轄省庁が農林水産省、経済産業省、金融庁と複数にまたがっている。証券を含めた総合的な市場監視態勢が必要と思われる。

表3：日本商品先物協会の新規加盟法人と脱退法人

「新規加盟法人」

業 者 名	年月日
(株)パールエース	11.4.1
共和証券(株)	11.6.10
萬成プライムキャピタル証券(株)	11.6.15
大和物産(株)	11.7.14
今村証券(株)	11.12.1
イー・コモディティ(株)	12.12.4
明洗フューチャーズ(株)	13.6.15
大塚証券(株)	13.6.15
(株)サントレード (旧 八洲糧穀(株))	13.6.15
日本電子証券(株)	13.7.18
日本ファースト証券(株)	14.3.29
(株)イトレン	14.6.14
(株)アスコップ	14.8.12
クレスト・フューチャーズ(株)	14.10.1
ソシエテジェネラル証券会社	15.10.23
日興ビーンズ証券(株)	16.1.28
(株)パンタ・レイ証券	16.6.23
センチュリー証券(株)	17.1.20
ドットコモディティ(株)	17.3.11
モルガン・スタンレー証券会社	17.3.11
(株)オクトキュービック	17.6.27

商品取引所法の改正とオルタナティブ投資

表4：「脱退法人」

業 者 名	事由	年月日
兵庫米穀(株)	受託業務の廃止	11.6.30
兼松(株)	受託業務の廃止	11.9.30
(株)トーメン	受託業務の廃止	11.9.30
蚕糸周旋(株)	受託業務の廃止	11.12.28
大阪大石商事(株)	受託業務の廃止	12.7.31
五味産業(株)	受託業務の廃止	12.8.29
大和物産(株)	受託業務の廃止	13.3.27
大和産業(株)	受託業務の廃止	13.3.31
(株)上毛	受託業務の廃止	13.5.31
丸 紅(株)	受託業務の廃止	13.9.28
三晶実業(株)	受託業務の廃止	14.2.28
萬成プライムキャピタルフューチャーズ(株)	受託業務の廃止	14.2.28
大西商事(株)	受託業務の廃止	14.3.31
土井商事(株)	受託業務の廃止	14.5.31
日本生糸販売農業協同組合連合会	受託業務の廃止	14.6.14
アイコム(株)	破産宣告を受けたため	14.12.5
杉山商事(株)	受託業務の廃止	14.12.10
共和証券(株)	受託等業務の廃止	15.3.31
東京中央食糧(株)	受託業務の廃止	15.5.30
中村物産(株)	受託業務の廃止	15.10.6
(株)ナカトラ	受託業務の廃止	15.12.24
東京ゼネラル(株)	会員たる資格を喪失したため	16.1.13
(株)パールエース	受託業務の廃止	16.3.30
(株)三富商店	受託業務の廃止	16.5.31
櫛 田(株)	受託業務の廃止	16.7.31
松 村(株)	受託業務の廃止	16.9.30
双 日(株)	受託業務の廃止	17.1.28
(株)筒井商店	受託業務の廃止	17.3.31
(株)三喜商会	受託業務の廃止	17.4.30
丸村(株)	会員たる資格を喪失したため	17.6.3
(株)新日本貴志	会員たる資格を喪失したため	17.6.10
グローバリー(株)	受託業務の廃止	17.9.30
(株)アスコップ	会員たる資格を喪失したため	17.11.14
西友商事(株)	受託業務の廃止	17.11.30
(株)イトレン	受託業務の廃止	17.12.26
日本農産物(株)	受託業務の廃止	18.1.31
石橋生絲(株)	受託業務の廃止	18.3.31
(株)コーワフューチャーズ	受託業務の廃止	18.4.28
MMG アローズ(株)	破産手続開始の決定があったため	18.5.1

(日本商品先物取引協会のホームページ： <http://www.nisshokyo.or.jp/member/idou.html> より)

4.商品先物取引市場の規模と役割

(1) 取引所別出来高推移

各国の商品先物取引の出来高枚数は以下の通りである。

表5：世界の先物市場の規模（2004年：単位；千枚）

順位	先物取引所	取引高
1	EUREX	684,631
2	CHICAGO MERCANTILE EXCHANGE	664,885
3	CHICAGO BOARD OF TRADE	489,230
4	EURONEXT LIFFE	310,637
5	MEXICAN DERIVATIVES EXCHANGE (メキシコ)	210,335
6	BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS (ブラジル)	173,534
7	NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE (NYNEX)	133,284
8	DALIAN COMMODITY EXCHANGE (中国)	88,034
9	東京工業品取引所	74,447
10	NATIONAL STOCK EXCHANGE OF INDIA (インド)	67,407
16	中部商品取引所	33,193
19	東京穀物商品取引所	25,706
34	大阪商品取引所	3,843
35	福岡所品取引所	3,037
37	関西商品取引所	2,804

(Future Industry Association：のデータと日本商品先物振興協会のデータから作成)

表6：日本の取引所別取引金額推移（単位：百万円）

取引所	平成14年度	平成15年度	平成16年度
東京工業品取引所	132,903,211	170,608,211	180,674,587
中部商品取引所	16,029,503	17,656,745	23,404,386
東京穀物商品取引所	17,411,095	18,452,399	26,823,125
大阪商品取引所	6,111,120	7,839,263	5,408,106
福岡所品取引所	2,593,325	1,784,161	2,500,800
関西商品取引所	2,280,371	2,182,884	1,696,793
横浜商品取引所	476,023	634,016	383,308
合計	177,804,650	219,157,679	240,891,104

(日本商品先物振興協会のデータから作成)

商品取引所法の改正で、欧米にかなり遅れたものの日本の商品先物市場が活性化できる基盤が整ってきた。認知度の向上や、市場への信頼性を根付かせるためには今後の行動に掛かっている。日本の商品先物取引の歴史は古く、江戸時代に始まっている。江戸時代から始まった先物取引は、収穫量によって農作物の値段が乱高下するのを防ぐために、収穫の前に「買う約束」を取りきめ、受け渡しを約束することで、生産者のリスクを低減させることを目的としていた。

米将軍徳川吉宗もこの制度を活用して物価安定に取り組んだのである。現代では、先物制度は資本主義市場の中で、債券・株式市場に並ぶ重要な市場の位置づけである。定期的に生じる株式や証券の暴落に対して、相関がなくリスクを減らすことができる。運用手段としても重要なのである。しかし、世界の市場と比較してみると、日本の市場は非常に見劣りする。早急な市場整備が必要なのである。

表4のように、欧米の市場に大きく水をあけられている。それだけでなくメキシコ、ブラジル、中国に抜かれ、インドにも並ばれてしまった。世界第二位の経済大国として、アジアの金融市場の中心でなくてはならないことを考えると危機的状況であることが分かる。(表5参照)

ヨーロッパの歴史を見ると、商品先物取引は1531年ベルギーのアントワープで始まった。大航海時代で世界の物資や文化など新たな物や情報が次々とヨーロッパに流入した時代である。以来、国際化・情報化の進展とともに発展し、極めて重要な価格形成の場、運用の場、リスクヘッジの場として成長を続けている。商品先物取引は日本と異なり産業の中に根付いた重要なビジネスなのである。

アメリカでは、西部開拓時代の1848年に、現在世界最大の商品取引所となっているシカゴ商品取引所が開設された。当初の目的は、価格の変動が大きい農産物のリスクをヘッジするために始まったのである。同じ米国のNYMEX（ニューヨーク・マーカンタイル商品取引所）と並び、世界の先物取引界をリードしている存在である。要するに、商品先物取引所は、全世界に作られ資本主義の社会の重要な役割を担うようになっているのである。現在も先物市場は拡大・発展を続けている。日本では関連法規の改正と規制緩和により、ようやく公正で効率的な市場ができつつあるが、過去の業界全体のイメージの悪さから、信頼性を向上させなければならない。

2004年末の日本の商品先物市場への参加者は約11万人で、預かり金額は4000億～5000億円、175兆円の資金が1年の間に取引されていると計測されている(経済産業省の資料より)。個人の参加者がほとんどで、大手総合商社等は欧米の市場を利用しているのが実態である。

(ア) 先物市場に期待される役割

- ①公正で適正な価格の形成
- ②公正価格による指標と基準価格の提供
- ③競争による価格の合理化
- ④地域的（空間的）、時期的（時間的）な価格の平準化
- ⑤需要と供給の調整
- ⑥プライス・リスクの保険作用（リスク・ヘッジ）
- ⑦継続的で安全な大量取引の場の提供
- ⑧商品担保価値の増殖
- ⑨金融機能の提供
- ⑩倉庫機能の代行（現物を売り、先物を買っておけばその間倉庫は不要である）

上記は、先物市場の基本機能である。この中で重要な機能はリスクヘッジ機能である。先物に限らず、最新の金融商品は、リスク選択機能にある。自らが取るべきリスクとそうでないリスクを選択し、社会的に最適なりリスク分担を実現するのである。しかし、日本は、個人参加の投機手段の場となっているのが現状である。この部分の基本的発想を転換する必要がある。

(イ) 伝統的な債券・株式以外の商品

商品先物や伝統的な債券・株式以外の商品に証券化商品がある。これも商品先物と同様に伝統的な運用手段と相関が少なく、適切に運用ポートフォリオに組み入れることで、全体のリスクとリターンを改善することができる。証券化商品とは、何らかのしくみを使ってキャッシュフローを生み出すものである。代表的なものに、住宅ローン債権の証券化を行ったジニーメイ債（GNMA）、ファニーメイ債（FNMA）、フレディマック債（FHLMC）がある。日本でもREITが最近人気となっている。

続々と新金融商品が開発されている。これらの新種の金融商品を含めて、証券、商品先物等、資金を運用する物すべてを対象とした包括的に管理する機関が必要と考える。投資家から見ると、すべて運用商品なのに、その中身により、管轄官庁が異なり、所得の区分や税率が異なると市場全体の成長を阻害する。

(2) 身近になるオルタナティブ投資

オルタナティブ投資とは、代替投資のことである。伝統的な運用手段に偏っていると、大きな事件や金融政策の変更等を契機として運用資産が暴落することや全く価値を失うことが

ある。過去の歴史を見ると株式の暴落は確実に起こっている。これらの動きと相関がない運用主体に資金を分散しておけば、リスクを分散することができる。これがオルタナティブ投資である。

日本の個人金融資産は、1,500兆円と言われている。これらの莫大な資産を効率よく運用するには、日本にその運用の場が必要である。海外運用では、為替リスクが必ずついて回る。遅れている伝統的な債券・株式運用以外の市場整備が欠かせないのである。

1990年代後半、銀行の不良債権処理が問題になった頃から、間接金融から直接金融に資金調達の流れが大きく変わりつつある。法改正が続き（以下にまとめた）、資産の流動化・証券化を助け、投資家向けに魅力ある商品を提供できる環境が整いつつある。これらの法律の基本的スタンスは、キャッシュフローを生む資産であれば、証券化できることである。そして、リスクを分散させるためにプーリング（ローンをひとまとめにして証券化対象を構成すること）を行い、リスクによりいくつかのトランシェ（格付けの異なる債権に切り分けた部分）分割し、倒産隔離することである。その上で、税制改正により二重課税をなくす必要がある。こうすることにより、債券・株式の運用と相関がないオルタナティブの対象となる運用対象が生まれる。

〔関連する法改正の歴史〕

- ・1990年以前：抵当証券法…地方銀行救済目的の法律で、個人投資家を対象としていない。信託法…個人投資家向けの運用を想定していない
- ・1992年：特定債権法（特定債券等に係わる事業の規制に関する法律）…リース会社が保有するリース債権や割賦債権を証券化可能にした。公告制度により第三者対抗要件を具備することが可能になった。
- ・1995年：不動産特定共同事業法…投資家保護を目的とした法律
- ・1998年：特定目的会社法（資産の流動化に関する法律、SPC法）…資産の流動化業務を行うためだけに設立される特別な社団法人を作るための法律。業務としては、特定資産（金銭債権、不動産など）の流動化、すなわち有価証券の発行による資金調達および特定資産の譲受のみに限定される。一定の要件の下、税制上の優遇措置を与えられ、特定資産を処分した後は解散することが原則。
- ・1998年：債権譲渡特例法…債権の譲渡の対抗要件を法務局への登記で済むように手続きを簡素化した。

法改正は着々と行われており、今後欧米諸国と同等の商品構成が可能となると思われる。そこに、商品取引市場を活性化させれば、アジア地区の中心的な総合的な運用の場が生まれる。

(3) まとめ

政府が本気になり法律を改正し、市場整備に取りかかったのである。行儀の悪い業者を排除し、優良業者を成長させるとともに、公正な市場を構築する意思を持つものを新規参入させる手法である。事実、商社系や証券系から商品先物業へ新規参入が続いている。

ここ数年、株式投資への個人が関心を持ち、個人投資家が急増している。金融先物、為替、不動産ファンド、コンテンツファンド、プライベートエクイティ、商品取引と株式以外の運用手段はたくさんある。これらを公正に売買できる市場を構築し、資本主義の原点である市場原理が有効に機能することを望みたい。

参考文献

(ア) 書籍

- | | | | |
|----------|---------------------|---------|-------|
| ・東洋経済編集局 | 「先物市場ビッグバン」 | 東洋経済新報社 | 2005年 |
| ・山内英貴 | 「オルタナティブ投資入門」 | 東洋経済新報社 | 2002年 |
| ・洪澤健 | 「これがオルタナティブ投資だ」 | 実業之日本社 | 2006年 |
| ・井出保夫 | 「証券化のしくみ」 | 日本実業出版社 | 1999年 |
| ・近藤雅世 | 「商品先物取引 基礎知識&儲けの方法」 | すばる舎 | 2005年 |
| ・近藤雅世 | 「商品先物相場 現状分析&未来予測」 | すばる舎 | 2005年 |
| ・小山良 | 「先物価格分析入門」 | 近代文芸社 | 2004年 |
| ・河村幹夫 | 「米国先物市場の研究」 | 東洋経済新報社 | 2000年 |

(イ) ホームページ

- ・ Futures Industry Association : <http://www.futuresindustry.org/fiahome-1927.asp>
- ・ 日本商品先物取引協会 : <http://www.nisshokyo.or.jp/consulting/index.html>
- ・ 日本商品先物振興協会 : <http://www.jcfia.gr.jp/study/data1.html>
- ・ 株式会社日本商品清算機構 : <http://www.jcch.co.jp/>
- ・ 大起産業株式会社 : <http://www.daikiweb.co.jp/>
- ・ ニューヨーク・マーカンタイル取引所 (NYMEX) : <http://www.nymex.com/index.aspx>
- ・ ニューヨーク・ボー・オブ・トレード (NYBOT) : <http://www.nybot.com/>
- ・ シカゴ・ボード・オブ・トレード (CBOT) : <http://www.cbot.com/>
- ・ シカゴ・マーカンタイル取引所 (CME) : <http://www.cme.com/>

商品取引所法の改正とオルタナティブ投資

- ・ シカゴ・オプション取引所 (CBOE) : <http://www.cboe.com/>
- ・ ワン・シカゴ (OneChicago) : <http://www.onechicago.com/>
- ・ ミネアポリス穀物取引所 (MGEX) : <http://www.mgex.com/index.cfm>
- ・ カンザスシティ・ボード・オブ・トレード (KCBT) : <http://www.kcvt.com/>
- ・ フィラデルフィア取引所 (PHLX) : <http://www.phlx.com/>
- ・ ウィニペグ商品取引所 (WCE) : <http://www.phlx.com/>
- ・ モントリオール取引所 (ME) : <http://www.m-x.ca/>
- ・ メキシコ・デリバティブ取引所 (MexDer) :
<http://www.mexder.com.mx/MEX/paginaprincipal.html>
- ・ ブラジル・マーカンタイル取引所 (BM&F) : <http://www.bmf.com.br/portal/portal.asp>
- ・ ロザリオ先物取引所 (ROFEX) : <http://www.rofex.com.ar/>
- ・ 国際石油取引所 (IPE) : <http://www.theipe.com/>
- ・ ロンドン金属取引所 (LME) : <http://www.lme.co.uk/>
- ・ ユーロネクスト (Euronext) : <http://www.euronext.com/home/0,3766,1732,00.html>
- ・ ユーレックス (Eurex) : <http://www.eurexchange.com/index.html>
- ・ バルティック国際海上運賃先物取引所 : <http://www.balticexchange.com/>
- ・ 欧州エネルギー取引所 (EEX) : <http://www.eex.de/>
- ・ 大連商品取引所 : <http://www.dce.com.cn/portal/cn/index.jsp>
- ・ 香港先物取引所 (HKEx) : <http://www.hkex.com.hk/>
- ・ 台湾先物取引所 (TAIFEX) : <http://www.taifex.com.tw/>
- ・ 韓国取引所 (KRX) : <http://fm.krx.co.kr/korea/index.html>
- ・ ナショナル・マルチ商品取引所 (NMCE) : <http://www.nmce.com/>
- ・ シンガポール取引所 (SGX) : <http://www.sgx.com/>
- ・ 東京工業品取引所: <http://www.tocom.or.jp/>
- ・ 東京穀物商品取引所: <http://www.tge.or.jp/japanese/index.shtml>
- ・ 中部商品取引所: http://www.c-com.or.jp/public_html/index/index.php
- ・ 大阪商品取引所: <http://www.osamex.com/>
- ・ 関西商品取引所: <http://www.kanex.or.jp/>
- ・ 福岡商品取引所: <http://www.ffe.or.jp/>
- ・ 東京金融先物取引所: <http://www.tfx.co.jp/>