

# 我が国商品先物市場の今日的役割

羽 路 駒 次

- I はじめに
- II 独自の「一国主義」によるリスク回避システムと高物価社会
- III リスク回避システムの国際主義
- IV 健全な資産運用の「場」
  - 1. ハイリスク・ハイリターン of 健全化
  - 2. オプション市場の拡大
  - 3. 商品ファンドの拡充
- V おわりに

## I はじめに

財の円滑な社会的移転を実現するに際して、不可避的に発生する諸々の市場リスクをいかに回避するかは、個別企業レベル及び国民経済レベルのいずれの観点からも極めて重要な課題である。我が国は戦後経済の復活、発展にあたり、不可避的に発生する市場リスクを解消するシステムとして終始一貫、我が国だけで通用する独自の「一国主義」を中心に国づくりしてきた。

リスク回避システムにおける「一国主義」は確かに経済的大成功を収め、我が国経済を世界の中で最強国にまで押し上げることができたものの、1985年9月プラザ合意以降の円高定着による新しい経済期、いわゆる国際値デフレーション化経済期に突入したことによって、我が国独自の「一国主義」に基づくリスク回避システムの根本的矛盾と限界が露呈してくることになった。とりわけ顕著な姿となっ

て表れてきたのが我が国の異常なまでの高物価社会であった。したがって、我が国の高物価社会は我が国が採用してきた独自のリスク回避システムの問題点が凝縮した形で露になったにすぎないのである。

今日迄、我が国の高物価社会を解消すべく様々な方策が打ち出されてきたものの、依然として解決できないまま推移しているが、それは長年にわたって採用してきた我が国独自のリスク回避システムそれ自体を根本的に見直すことをしなかったからである。

我が国経済はプラザ合意による国際値デフレーション化経済期に突入したことによって、従来と異なる全く新しい経済の枠組み（国際的市場制序の確立）を構築し、それに符合したリスク回避システムを導入することが必要であったにもかかわらず、「バブル経済」が発生したことによって、「一国主義」に基づくリスク回避システムを根本的に見直す最大の機会を失ったのである。

バブル経済の崩壊後、我が国でも部分的に

は「一国主義」によるリスク回避システムの問題点、限界が認識されるようになったものの、現在でも、「一国主義」に代わるリスク回避システムを具体的に確立できないまま右往左往しているのが実態である。

「一国主義」に代わる、新しいリスク回避システムとして検討されねばならない制度が「国際主義」であり、その代表的経済システムの1つが商品先物市場を中心とする国際的連携を持ったリスクヘッジ市場の育成・強化である。

商品先物市場の役割は周知の如くリスクヘッジにあるが、「一国主義」によるリスク回避システムが中心の時代においては、その経済的役割は著しく低く、対象商品も一握りの極めて限定されたものだけであり、我が国経済の補完的・付随的位置を占めているにすぎなかった。

これに対して、「国際主義」によるリスク回避システムではリスクヘッジの必要性のある全ての商品が先物市場の対象商品となり、商品先物市場が我が国経済システムの中核的位置を占めることを意味しているのである。

さらに、「一国主義」によるリスク回避システムの時代では資産運用が極めて容易であり、誰でもリスク以上のパフォーマンスを得ることが可能であった。しかし今や、その制度が限界・崩壊に近づいたことにより、莫大な資金をいかに運用するかという、従来考えられなかった大問題が起りつつある。かかる難問を解決するためには健全な資産運用の場を創設することが緊急の課題であり、商品先物市場がその役割を担う可能性に満ちているのである。

勿論、我が国商品先物市場が今日的役割を担うためには、国際的連携を持ったリスクヘッ

ジ機関として機能すると同時に、健全な資産運用の場に相応しい国民的信頼を確保することが必要であり、そのためには行政・商品取引所・業者・商品取引員という市場関係集団の努力はもとより、実物経済で市場リスクに直面している経営者集団や国民全体のリスクに対する意識改革が不可欠である。

## II 独自の「一国主義」によるリスク回避システムと高物価社会

プラザ合意の後、円高が定着したことによって、我が国経済は「国際値デフレーション化経済期」に突入した。国際値デフレーション化経済期とは「国際的市場原理の導入によって、我が国のあらゆる財貨の価格は国際価格に引き下げられていくことであり、従来と全く異なる新しい発想に基づいて国づくりする時代を迎えた」ことを意味する筆者の造語である<sup>1)</sup>。1987年の後半頃から、我が国は異常な高物価社会であることが広く知られるようになり、物価を引き下げることが国家目標になったのは周知のところである。しかし現在、我が国の物価は依然として世界一の水準にあり、改革されないままプラザ合意後10年以上経ってしまったのである。

何故、我が国の高物価は今日迄是正されずに推移してきたのか、その根本的原因を指摘すれば、リスク回避システムを新しい発想で見直さなかったからである。

財の円滑な社会的移転を実現するためには①価格形成、②実物財・サービスの受渡し及び③リスク回避システムの3つが不可欠である。①②は国民誰でも体験している周知の事柄であるが、③は必ずしも知られていることではない。リスク回避システムが不可欠であ

と言われても、それが①②といかに結びついているか、一般国民にとって、時には経営者にとっても充分知識を持っている領域とは言い難いのである。

我が国は戦後経済の復活、発展にあたり、経済活動を必死で遂行しているうちに、我が国独自のリスク回避システムを形成したのである。各国はお互いに独自のリスク回避システムを構築して国づくりを始めるものであり、基本的にはリスク回避システムは「一国主義」なのである。

我が国のリスク回避システムとしての「一国主義」の特徴は次の3点に集約することができる<sup>2)</sup>。すなわち、①マーケティングを駆使した市場支配に基づく建値価格、管理価格の貫徹である。この場合、財の生産から消費にいたる全プロセスは寡占的製造大企業が全責任を担いつつ、財の円滑な社会的移転を実現するのである。価格変動、為替変動、金利変動、物損等、財の移転に際して発生する諸々の「不可避的リスク」は全て大企業が担い、消費者にはあたかもリスクがないと錯覚させながら、実質的にはリスクを互いに分担するよりも「より高い価格」で財に転嫁してきたのである。したがって、一般に理解されている「我が国の高物価は流通機構が複雑で零細且つ非効率的である」からではなく、「高物価だから非効率的なものが生存・残存できている」にすぎないのである。

価格破壊が促進し、産業資本と商業資本の価格決定権をめぐる激しい競争が繰り広げられている現在、この領域での高価格は是正されていく期待がある。他方では、委託制から買取制、オープン価格の定着、閉鎖的なチャネル・ディーラーシステムや系列・下請けシステムの見直し等の結果、市場リスクといか

に対峙するかという問題が重要な経営課題となっており、経営者本来の力量が問われる時代を迎えたのである。

②行政による経済的・社会的規制に基づく保護である。我が国は自由経済体制を唱えながら、実質的には規制経済を軸に50年近い経済運営をしてきた。規制主義は我が国経済大成功の主要な柱であったが、他方、国民・企業から自己責任原則という厳格な生活理念を喪失させ、生活・活動していくに際し、不可避的に発生する経済的・社会的諸々のリスクの全てを行政の庇護の下で解決していく道を選んだのである。

今日、規制緩和・撤廃が叫ばれているが遅々として進展していない。自己責任原則や情報公開制度の欠落した我が国では個人であれ企業であれ自立した意思決定をすることが極めて困難であり、親方日の丸・仲間意識・村社会・護送船団方式という我が国独自のリスク回避システムが重視された結果、公共料金や米穀に代表される如く規制による異常な高物価を生み出したのである。

規制緩和・撤廃は今日、我が国最大の国民的課題であるが、依然として進展していないのは規制緩和・撤廃の意味が正しく理解されていないからである。

いかなる社会であろうとルール・規制は不可欠であり、1つのまとまりを保つためには規制は当然必要である。したがって、今、我が国が直面している規制緩和・撤廃とは規制そのものを無くして、全く自由に活動できることを意味しているのではない。また、しばしば経済的規制は全面的に撤廃し、社会的(弱者保護)規制はできる限り強化することが必要といわれるが、理論的には可能であっても、政策的・実務的には両者を明確に分割

することは容易なことではない。したがって、規制緩和・撤廃とは具体的に何をすることであるかきわめて曖昧なのである。

我が国が国際社会から求められている規制緩和・撤廃の正しい意味は我が国が世界最強の経済力を持つに至った現在、我が国独自の論理を軸にして世界と結びつくことに限界が生じてきたのであり、物価を下げるためにも国際的市場原理を真正面から受け入れる事なのである。

市場原理とは市場における様々なルールの在り方であり、筆者はこれを市場制序と名付けた<sup>3)</sup>。市場制序とは市場法を包含しつつ、市場経済システムの構築に関与する国及び企業が全市場に対して、したがって他の国や企業との関連において保つべき正しい秩序、すなわち公正な取引の原理、商理に基づく秩序のことであり、市場経済的秩序と社会的秩序を組み合わせたものである。

市場経済システムと市場制序は表裏一体の関係にあり、市場経済システムの発達とともに市場制序の力も進歩してきた。強制力(法)から自発的な市場経済的・社会的秩序に進む時、市場制序の進歩とともに市場経済システムの発達も促進されてきたのである。現在、市場経済システムはまさしく全世界的、国際的の全一体として成長し、経済のボーダレス状況を造り出してきたが、市場制序もそれに相応しいものが確立されねばならない。

ボーダレス状況を維持、促進させる「国際的市場制序」とは市場規制や行政の在り方、消費者保護の在り方、環境保護・公害等に対する姿勢、参入障壁・商慣行の在り方、企業と労働者の利益分配率の程度、労働時間数、男女雇用機会及び昇進の程度、国内外における外国人労働者の雇用・昇進の程度、税制や

企業会計の在り方等であり、これら多面的市場経済的・社会的秩序に対して国際的ルールを互いに共有することである。

我が国が規制緩和・撤廃を主張するとき、その経済力の大きさから当然のごとく「国際的市場制序」のあらゆる基準を凌駕し、国際社会から評価されるものでなければならない。

何故なら、我が国は国際経済社会での交易を通じて最も恩恵を得ている国であり、経済のボーダレス状況を維持、促進させることこそ国益に適うからである。我が国独自の規制を緩和・撤廃し最も進んだ国際的ルールを共有することこそ、我が国が国際社会で生き残る唯一の道である。

規制緩和・撤廃を主張する時、国民・企業に対して「国際的市場制序の確立」を目指すことの必要性を明確に伝達するとともに、国際競争で破れ去る国内産業を如何に改組・建て直すかについて具体的提言を示すことが不可欠である。

しかるに今日迄、規制緩和・撤廃が声高に叫ばれてきたが、国民・企業に国際的市場制序の確立という明確な合意形成があったわけではなく、総論賛成、各論反対の国内論理に基づく小手先の対応、対策に終始してきたのである。規制緩和・撤廃は国際的市場制序を確立することによって、我が国の社会経済システムの全構造的改革を促すものであり、自らの手で実現できなければ、国際経済社会でリーダーとして生き残ることは出来ない。G-5の一員であり、アジアの代表として存続することを望むのであれば、国際的市場制序の確立は避けて通ることはできないのである。

③我が国は1950年の朝鮮戦争の特需景気を契機に、その後急速な経済発展を実現した。いわゆる経済の右肩上がりである。右肩上が

りはバブル経済が弾けるまでの約40年間続いたことによって、企業は土地や株式さえ保有しておれば、莫大な「含み益」を入手可能であった。莫大な含み益はたとえ不景気に直面し経営危機を招いても、現物である土地や株式を一部手放すことによって容易に乗り切る事が出来たのである。筆者はこれをリスク回避システムの「現物主義」と名付けている。

現物主義の下では経営者は自ら招き入れるリスクはともかく、「不可避的リスク」の存在それ自体を真剣に考慮することなく事業活動してきた。我が国の多くの経営者が先物市場を投機の間と捉え、関与しないことが経営者の理念の如く主張してきたが、本来それは全く逆のことであり、先物市場でリスクヘッジしなければ自ら投機をしていたのである。

しかるに、リスクに無知な経営者が多く存在しえたのは、現物主義で全て「不可避的リスク」を解決してくれたからである。右肩上がり経済、莫大な含み益は確かにリスク回避という点では好都合であったが、それは必然的に我が国を異常な高物価社会へと押し進めることになったのである。

バブル経済が崩壊した今日、現物主義では含み益どころか含み損が発生するようになり、我が国で始めてリスクが真剣に問題視されるようになったのである。

マーケティング・規制社会・現物主義に基づく我が国独自の「リスク回避システム」、すなわち一国主義は我が国の異常な高物価社会を生み出した。バブル経済が崩壊し、高物価社会を是正するためには、我が国の社会経済システムの全構造的改革が不可欠であり、同時にリスク回避システムも一国主義に代わる新たなシステムを構築することが必要なのである。新しい発想に基づくリスク回避シス

テム、それが「国際主義」である。

### Ⅲ リスク回避システムの国際主義

円高が急速に加速されたことによって、寡占的製造大企業をとりまく市場環境は激変している。リスク問題は今や重要な経営課題であり、伝統的な我が国独自のマーケティングシステムで解決することが困難となりつつある。例えば、企業は生産基地を積極的に海外に移すことによって円高のリスク回避を試みているが、カントリーリスク等の問題が発生したりして、その対応は容易な事ではない。

また、原材料や素材を取り扱う企業とっても、かつては規制で保護されていたり、莫大な含み益を利用することによってリスク回避が容易であったが、バブル崩壊後、事態は一変したのである。長年にわたって確立してきた我が国独自のリスク回避システムが限界に直面し、全く新しい発想でのシステム造りが求められているのである。

我が国が生き残る道は国際的市場原理を軸にしながら国づくりしていくことである。したがって、リスク回避システムも我が国独自の一国主義ではなく、国際的市場原理と結びついたリスク回避システムを構築しなければならない。筆者はこれを「国際主義」と名付けることにする。商品先物市場はまさしく国際的市場原理と結びついたリスクヘッジ機関であり、一国主義に代わるリスク回避システムの中核を担う可能性を持っているのである。

問題は、一国主義の時代に我が国商品先物市場は上場商品が極めて限定されており、我が国経済の補完的・付随的なものと位置づけられていただけに、国際主義の「切り札」として機能するだけの力量がついているか、と

いうことである。

1990年商品取引所法の抜本的改正、1991年商品ファンド法の成立、その後、上場商品としてパラジウム、とうもろこし、ゴム指数、新種取引としてオプション取引・現金決済が加えられ、また商品取引所の合併が促進され、商品取引員の株式の公開、委託者数10万人等、我が国商品先物市場が急速に発展していることは事実である。

しかし、我が国商品先物市場が国際主義におけるリスク回避システムの切り札として完全に機能するためにはまだまだ不十分であり、早急に国際的市場制序を確立することが必要である。

国際的市場制序の具体的内容は既に指摘した如く市場経済的秩序と社会的秩序が組み合わされた極めて多面的なものであり、我が国商品先物市場が国際市場として機能し、役割を果たすためには、これら諸問題を1つ1つ検討し、解決していくことであるが、これは生易しいことではなく、また相当時間を要することでもある。

国際的市場制序を早急に確立するための最も効果的なやり方は、最も重要で決定的な問題にメスを入れることであり、我が国の場合、それは行政の一元化でありかつそれを独立経済機関として改組することである<sup>4)</sup>。

我が国では周知の如く、商品先物行政は商品毎（農水省、通産省）の二元行政（商品ファンドに至っては大蔵省を加えた三元行政）が行われてきた。しかも、行政内の各位置づけは低く、先物市場が国際経済社会で果たしている役割の重要性を正しく反映しているとは言いがたい。確かに、建値社会・規制社会が中心の時代では市場原理を軸とする先物市場は行政にとって、二次的、副次的なものであり、

再三にわたる行政一元化の要求も全く非現実的なこととして真剣に検討されることもなかった。

今日迄この問題が放置されてきたのは言うまでもなく縦割り行政・官僚システムの変革の困難性にある。建値社会・規制社会を中心に産業の保護、育成、強化を目指した国づくりの時代では、産業政策を円滑に遂行するため、最も効率的システムとして産業別（現物経済）縦割り行政が採用されてきた。そしてこの行政システムを駆使することによって、我が国は経済的大成功を収めてきたのである。

しかし今日では、生活者・消費者の視点が極めて重要であり、生活者・消費者に比重をおいた行政組織への改組は必然の流れである。先物市場は産業別縦割り行政（建値・規制価格）に代わって、生活者・消費者のために「公正な価格」を提示する経済機関であり、先物市場の育成、強化は我が国の将来の国づくりと合致しているのである。

生活者・消費者を軸にした行政システムを構築するにあたり、先物市場が十分な役割を果たすためには国際経済レベルで「公正な価格」形成を実現することにつぎるが、そのためには国際先物市場と連携できる国際的市場制序を共有することが不可欠であり、その最も重要な第一の要件が行政の一元化なのである。

先物行政の一元化は国際経済社会の共通ルールであり、国際的市場制序の中でまず第一に実現しなければならない課題である。行政の一元化は非現実的なことのように思えるが、今我が国が直面している規制緩和・撤廃の中身は小手先の対応、対策で済むような次元ではなく、国際的ルールを共有するためには、我が国が長年にわたって採用してきた独自の

行政システムを根本的に改革する時を迎えているのである。

アメリカでは周知の如く農務省、商務省、司法省で管轄されていた三元行政が1974年に「商品先物取引委員会（CFTC）」法の成立、翌年CFTCの設立による一元的管理が実現し、商品のみならず金融、証券をも包含した先物市場を育成したことによって飛躍的な発展を遂げている。

アジアにおいても中国が先物市場の育成、強化に積極的であり、また韓国も1996年7月1日、先物取引法が施行され市場の開設を目論んでいる。これらの国はいずれも商品、金融、証券の全ての領域を一元的管理下におくCFTC型の行政システムを採用しており、縦割り行政の下、二元、三元行政を行っているのは我が国だけである。

行政の一元化は単なるシンボルではなく、実質的利点が極めて大きい。上場商品・新種取引の拡大、取引所の運営・統廃合、商品取引員の経営等に一元的対応が可能であり、時間的・物理的・情動的・経済的メリットは計り知れないほど莫大であると同時に、国際的共通ルールを採用することによって、国際先物市場と連携し「公正な価格」形成を実現することが可能であり、一段と高い社会的評価を確立することができるのである。

商品先物市場は国際主義におけるリスク回避システムの中核的経済機関であり、また生活者・消費者中心の国づくりを確立する際にも不可欠な役割を担っており、先物行政の一元化は国民経済に多大な貢献を果たすことになるのである。

1996年10月1日中部地区にある3つの商品取引所が合併を予定している。農水省所管の名古屋穀物砂糖取引所・豊橋乾藪取引所と通

産省所管の名古屋繊維取引所が1つになり「中部商品取引所」として新しいスタートをきろうとしているが、これはきわめて注目に値するものである。何故なら、「中部商品取引所」の設立が直ちに行政の一元化と結びつくほど単純ではないが、縦割り行政下であっても、統合することによって時間的・物理的・情動的・経済的メリットの大きさ、また先物市場に対する社会的評価の高まり等を具体的に示す機会を持ちえるからである。いわば中部商品取引所の統合に対する成否は本格的に遂行しなければならない行政一元化の先導的事例として重要な意味をもっており、新取引所の積極的な事業活動を期待したい。

#### IV 健全な資産運用の「場」

商品先物市場の固有の経済的機能はリスクヘッジであるが、リスクヘッジを円滑に遂行するためには投機資金の参画が不可欠である。

投機はしばしばギャンブルと同じように理解されているが、投機とは「不可避的リスクに対して敢えて挑戦し、利益（損失）を得ようとする経済行為であり」、私的リスクに挑戦するギャンブルとは全く異質なものである。

ギャンブルは恣意的に生み出された場であるが、投機は財の円滑な社会的移転を実現する国民経済と密接不可分に結びついた経済行為であり、きわめて重要な役割を担っている。

投機が重要でありながら問題視されてきたのは、いわゆるハイリスク・ハイリターン構造にあり、とりわけ先物市場はその代表的なものとして理解されてきた。

商品先物市場への投機的参加者、すなわち委託者は長い間5万人前後で推移しており、最近になって10万人を超える迄に拡大してき

たとはいうものの、依然として一部の人々の市場として機能しているにすぎない。

ところが、一部の限られた人々の市場である先物市場を、健全な資産運用の「場」として改組する必要性がでてきたのである。何故なら、国際値デフレーション化経済期に突入し、徒花であるバブル経済が崩壊した結果、現物主義によって容易に資産運用できた時代が終わり、資産運用が企業はもとより個人にとっても重要な財務問題として急浮上してきたのである。今や現物主義による土地、株式、絵画、ゴルフ会員権等はいずれも大きなリスクを持った運用先であり、含み損が発生したりして、とても健全な資産運用の場とはいえなくなってしまうのである。

機関投資家の代表である生命保険会社や厚生年金基金は莫大な手持ち資金の運用先が見つからず、予定利率を確保できないために、配当金の縮小・保険料の値上げ、さらには退職金の目減り・年金額の減少という、従来考えられなかった深刻な問題が発生しており、今後ますます事態の悪化が懸念されている。また、個人的レベルにおいても現在戦後最低の金利水準が続いており、預金者一般はもとより、年金生活者にとって手持ち資金を健全な市場でいかに運用するかという問題が切実になってきたのである。

今や、現物主義に代わって莫大な資金の運用先を確保することは、我が国経済の国民的課題であり、1つの重要な可能性を持つ運用市場として脚光を浴びてくるのが、国際主義におけるリスク回避システムの中核的位置を占める先物市場に他ならない。

先物市場はハイリスク・ハイリターンの場であるので、健全な資産運用の場として不適格と考えられるが、ハイリスク・ハイリター

ンの構造を残しつつ、健全な「場」として改組することによって、国民経済的要求を実現することは可能であり、以下、提言していくことにする。

## 1. ハイリスク・ハイリターンの健全化

商品先物市場は今日までハイリスク・ハイリターンの市場として理解されてきた。確かにこのような市場は投機の対象として極めて魅力的であり、またリスクヘッジの立場からみても低コストで保険繋ぎができる、いわゆるレバレッジ効果が大きいので国民経済的にみても充分意味がある。

しかし、商品先物市場の今日的役割である国民多数の資産運用の場として機能するためにはハイリスク・ハイリターンの構造を残しつつ、健全な「場」に改組することが必要であり、その具体的方策は「必要委託証拠金」にメスを入れることである。

我が国の委託取引制度では委託者が売買取引の委託に際して商品取引員に取引の担保として預託する「委託証拠金」には、①委託本証拠金（売買取引に関する基本的な証拠金で取引の委託に際し必ず預託する証拠金）、②委託追証拠金（建玉についてその後の価格変動により計算上損失が本証拠金の二分の一を超えたとき、本証拠金が満額に回復する額を追加預託する証拠金）、③委託定時増証拠金（当月限について月初または月央の定められた日から値幅制限が撤廃されるのでその危険度を担保するために追徴される一定額の証拠金）、④委託臨時増証拠金（価格変動が激しくなって危険度が増したとき商品取引所の決定により臨時に増徴される証拠金）があり、委託本証拠金と総約定代金との関係は商品によって若干の異なりがあるものの、表-1に



表－１ 委託本証拠金と総約定代金の関係（1996/7/31 現在）

商 品	受 渡 単 位	標 準 価 格	委託本証拠金	証 拠 金 総約定代金
金	1 kg	1,300 円	60,000 円	4.6 %
白 金	500 g	1,350 円	37,500 円	5.5 %
銀	30 kg	175 円	45,000 円	8.6 %
パ ラ ジ ウ ム	1.5 kg	460 円	49,500 円	7.1 %
ゴ ム	5 t	140 円	52,500 円	7.5 %
米 国 産 大 豆	30 t	34,000 円	70,000 円	6.9 %
小 豆	2.4 t	12,200 円	60,000 円	6.1 %
とうもろこし	100 t	20,000 円	100,000 円	5.0 %
粗 糖	50 t	28,000 円	100,000 円	7.1 %

示す如く全て10%以下である。

委託者にとって本証拠金の額が低ければ低いほど容易に市場に参画でき、かつハイリスク・ハイリターン of 醍醐味を味わうメリットがあるものの、当然のこととして当該商品の価格変動が僅かであっても委託追証拠金等の追加預託が必要となってくる。

先物取引を熟知している委託者を相手にしている場合であれば問題はないが、健全な資産運用先として国民多数の参画を期待した場合、僅かな価格変動で追証拠金等が必要な市場はリスクなものとして拒絶される可能性があるので、必要委託証拠金の額を引き上げるべきである。

例えば、アメリカでは委託取引に際し数万ドルの当初預託金（イニシャル・デポジット）が売買取引に先立ち預託され、取引が開始されると①当初証拠金（イニシャル・マージン＝取引開始にあたって委託者が取引の担保として商品取引員に預託する証拠金で、通常値幅制限の損益相当額を上回る水準であり、我が

国の本証拠金、定時増及び臨時増を総合したもの）及び②維持証拠金（メンテナンス・マージン＝委託取引で建玉した後、計算上その建玉が損勘定になった場合、その損勘定額が取引所の定める有効証拠金「当初証拠金の50%から80%」を下回った場合、当初証拠金を回復するために必要な額を追加預託するもので我が国の追証拠金に相当）としてイニシャル・デポジットから振り替えられるのである。したがって、僅かな価格変動で追証拠金等に追い立てられることなく余裕を持って取引できるのである<sup>5)</sup>。

我が国でも必要委託証拠金を現在の5倍（総約定代金の30%）程度に引上げ（現行法でも過剰預託が認められているが、強制力はない）、同時に先物市場を熟知している委託者には商品取引員の責任で売買経験の程度・財務力等を勘案して僅かな必要委託証拠金でも取引できる弾力的制度に改組すれば、ハイリスク・ハイリターン of 構造を残しつつ、「健全な」市場として機能させることが可能と

なる。

ところで、必要委託証拠金を高額にする場合、同時に考察しなければならない事は「取引量」と「安全性」の問題である。

例えば、商品取引所が市場活性化（取引量の拡大）の重要な手段として、しばしば採用してきたのは証拠金の引下げであった。ハイリスク・ハイリターンに魅力を感じる人にとって、証拠金の引下げは市場参画の動因を引き起こすことになるかもしれないが、そのような取引に魅力を感じない人にとっては全く興味のない事であり、証拠金の引下げが取引量の拡大に貢献するとしても、自ずから限界がある。これに対して、証拠金を高額にすれば、従来とは全く異なり、「健全な」資産運用を目指す人を先物市場に参画させることができ、取引量の拡大は無限の可能性を秘めているのである。勿論、参画者の拡大は商品取引所や商品取引員の積極的な経営努力に依存していることは言うまでもないことである。

また、必要委託証拠金の「安全性」は商品取引員の手元に多額の資金が残存し、商品取引員の倒産等、不測の事態が生じたり、無断流用で委託者に被害が及ぶ可能性があり、行政や商品取引所が常に監視・チェックしなければならない重要な事柄である。しかし今や、我が国独自のシステムであるが「受託業務保証金」制度が確立し、委託証拠金の実質 100%分離保管が行われたり、また商品取引員の株式公開が実現しており、先物業界の社会的評価が著しく高まってきている。行政や商品取引所は業界の自主規制団体や商品取引員の経営姿勢を信頼し、問題を起こした場合には厳罰に対処することによって安全性は確保できるはずである。

「必要委託証拠金」の高額化は先物市場を

ハイリスク・ハイリターンという限定された人だけの市場から、健全な資産運用の「場」へと質的变化をうながし、同時に仲介業務を担当する商品取引員の社会的評価を高めることに重要な働きをするはずであり、早急に実現すべきである。

## 2. オプション市場の拡大

オプション取引は損失限定でハイリターンが期待できると同時に、ハイリスク・ハイリターンの現物先物取引と組み合わせることによって委託者に多様な戦略を提供できる極めて魅力的かつ「健全な」資産運用取引であり、積極的に拡大すべき市場である。

しかるに、我が国の商品先物オプションは1991年に関西粗糖と東京米国産大豆で始まり、翌年東京粗糖が開設されて以降、新たな市場の開設が実現されておらず、問題点はどこにあるのか検討していくことにする。

オプション取引が導入された当初、出来高は極めて低調であり、市場として一人立ちすることさえ困難であった。その後ルールの改正、オプションの啓蒙・普及活動等、市場関係者の努力と弾力的対応が実を結び、徐々に活況を呈してきたのである。

とりわけ、1994年7月から東京市場（米国産大豆と粗糖）でマーケットメーカー（MM）制を導入したことによって、表-2に示す如く急成長するようになった。

MM制とは当時、「流動性不足で取引が成立しない現状に鑑み、2～3年間を目処に特定の会員が委託者・ヘッジャーの相手として売手或いは買手となって取引を成立させることを目的」に導入されたものであり、MMには義務と特典が付与されている。

MMの義務としては、①MMの募集（原則

表-2 東京オプション市場における半期分出来高の推移（コールとプットの合計枚数）

時期 商品	1994年		1995年		1996年
	上半期	下半期	上半期	下半期	上半期
米国産大豆	17759	77286	67311	139682	125131
粗糖	11810	54292	71210	86794	76046

として6社募集する)、②指定銘柄(2、3、4番限のプット及びコールオプションのそれぞれについて、5種類の銘柄とする)、③持ち回り(割り振られた限月は4番限となった当該日から2番限としての最終営業日まで担当する)、④注文枚数(売買注文は指定銘柄ごとに売注文枚数を50枚以上、買注文枚数を50枚以上とし、常時維持するものとする)⑤売値と買値の差額(売注文値段と買注文値段の差を5%以内とする)であり、またMMの特典は、①定率会費(MMに限り、自己・委託に拘らずオプション取引の定率会費を免除する)、②自己玉規制(MMに限り、妥当と考えられる範囲内で現物先物市場の自己玉の制限をしない)、③資格(ディーラーに資格を付与し、ディーラーの士気の高揚を図る)、④板情報の提供(MMに限り、オプション取引の板情報を無償で提供する)、⑤広告・宣伝(MMであること及びディーラー資格を有することを広告・宣伝の材料とすることができる)等である。

MM制が導入されて2年経過したが、表-2からも明らかな如く1996年上半期の出来高は導入前の94年上半期と比較して、米国産大豆及び粗糖のいずれの市場においても約7倍に拡大しており、数字だけを見れば大成功といえる。

しかし、その中身を分析すると東京市場全

体の出来高に占めるMMは1995年7月から96年6月までの1年間で97.4%である。また、オプション取引高における自己・委託の比率は96年7月現在約4:1であるので、MMの自己売買は全体の80%を占めていることになる。オプション市場は確かに拡大したものの、実態はMM(96年7月現在のMMは19社)が圧倒的比率を占めており、きわめて異常な市場となっているのである。

本来、先物・オプション市場では市場参画者は自主独立の立場で取引を行なうものであり、取引のガイド役であるMMの存在はあくまでも過渡的なものに過ぎない。MMがいつまでも市場を圧倒的にコントロールすることは不健全きわまりないのである。

ガイド役であるMMがメイクを止めれば取引が激減し、市場が成立しなくなると言われているが、市場の活性化策として、①流動性の集中(限月の縮減、取引時間の短縮、権利行使価格の刻みの縮小、呼び値の単位の変更)、②権利行使の円滑化(委託手数料の変更、委託証拠金の免除、取引最終日の変更)、③研修啓発の計画的な実施(啓発ツールの充実、シミュレーションの開発、啓発活動、研修、専門セクションの新設)等を積極的に活用し、自立的市場として一人立ちさすべきである。

オプション市場がMMの自己玉中心で、委託玉の拡大が実現しないまま今日に至った最

大の理由は、オプションが理論的に、技術的に難解というよりも、本音は手数料が実質的に自由化されているため収益面で期待できなかったり、また証拠金等が不要または減額されるので商品取引員にとって魅力に乏しく、商品取引員が消極的であっただけである。

したがって、オプション市場の活性化で重要なことは商品取引員の意識改革である。

先物市場がハイリスク・ハイリターンを求める一部の人の市場から、健全な資産運用の「場」へと質的転換が起ころうとしている現在、現物先物のハイリスク・ハイリターンをリスクヘッジできる市場が不可欠であり、オプション取引がその重要な役割を担っているのである。先物市場への新たな参画者は従来のハイリスク・ハイリターンと異なり、ローリスク・ローリターンやローリスク・ミドルリターンを求めており、このような委託者のニーズに応える市場がオプション市場に他ならない。

商品取引員が「委託者第一主義」の経営理念に立ち、長期的かつ健全な委託者の育成・確保を経営戦略上最も重要なこととして理解するのであれば、委託者のためにオプション取引への積極的な関わりが生まれてくるはずである。

委託者第一主義から派生するオプション市場の規模拡大であれば、市場に対する信頼性が高まり第二、第三のオプション市場の開設が求められるはずである。

しかし現実のオプション市場は、規模が拡大しているものの、MM中心の歪な市場であり、取組高をみても委託者第一主義とはとてもいえないのである。このような矛盾を内包しているオプション市場の姿をみれば、貴金属や小豆等<sup>6)</sup>のオプション市場の開設が検討

されていながら具体化できずに推移してきたのも止むを得ないことである。

ところが、ここにきて健全な資産運用の「場」が急速に必要となってきたのである。我が国の莫大な資産の運用先が無くなってしまった今日、国民経済的重要課題として資産運用問題がクローズアップしてきたのである。しかも、先物市場が運用先として急に重要な位置づけを与えられようとしているのである。

先物市場が「健全な」運用先として機能するためにはオプション取引と連動していない限り、その役割を果たすことは不可能である。

現在のオプション市場が抱えている矛盾・課題を早急に解決し、委託者のためのリスクヘッジ市場として機能するのであれば、新市場の開設も困難なことではないはずである。

### 3. 商品ファンドの拡充

1992年4月商品ファンド法が施行され、我が国もファンド時代を迎えたが、アメリカのそれと比較した時、その経済規模は今でも大きな格差がある。施行直前の1992年3月我が国の商品ファンドの資産総額は1454億円であり、アメリカは1991年末で約210億ドルにもなっていた。施行後4年が経過した現在、我が国の資産総額は約3000億円であり、市場規模は2倍に拡大したものの、アメリカと比較した場合あまりにも未発達のまま推移しており、どこに問題があるのか検討していくことにする。

商品ファンドの投資対象商品は法律に基づけば3つの領域があり、極めて多岐かつ広範囲であるものの、第一義的には商品先物市場での投資が中心である。したがって、商品ファンドの問題点を検討するなら基本的には2つの側面、すなわち①ファンドの運用先である

我が国商品先物市場の市場規模の拡大、流動性と信頼性の確立（国際市場として育成・強化）に関するものであり、いわば受け入れ市場の問題と②ファンドそれ自体に関する内在的問題がある。

ここでは内在的問題に焦点を絞り、商品ファンドと健全な資産運用の在り方について考察していくことにする。

#### a) 投資家層の拡大——小口化

戦後最低の金利水準の下、個人投資家は手持ち資金を健全な市場でいかに運用するか、という難問を突きつけられており、現物主義に代わって、これに応えようとするのが商品ファンドである。しかし従来、商品ファンドの販売単位は1億円（但し、原則として3回以上の販売実績を有し、その累積販売額が100億円以上の者は5000万円まで引き下げられる）であったので、容易に個人投資家が参画できずにきたのである。

商品ファンドの小口化は積年の願いであったが、1996年になって「1億円を5000万円に、実績がある場合は5000万円が2000万円（実績とは3回・50億円）」に改定されたのである。小口化は一步前進であるが、個人投資家が相手であれば1000万円程度（アメリカは5000ドル程度）にまで引き下げられない限り、市場参画は困難である。

商品ファンドが現物主義に代わる有力な資産運用であることを広く社会に認知させることによってより一層の小口化を実現すべきであり、関係団体の努力に期待したい。

小口化と並んで問題となるのは税制の在り方である。現在我が国では金融商品の金利・配当収入は個人の所得に係わりなく一律20%の源泉徴収がなされているが、オフショアの

リミテッドパートナーシップ形態では源泉徴収がなされず個人の所得水準に応じた総合課税方式が採用されている。商品ファンドに源泉分離課税の適用がなされない場合、投資家の所得水準によっては商品ファンド投資が他の金融商品への投資と比較して有利でなくなる可能性がある。最小販売単位がよほど小口化されない限り、投資家層の所得水準は高いと想定できるので、税制の公正を計るべきである。

今回の小口化に伴い、元本確保型の解約規定が撤廃された。従来販売されていた元本確保型商品ファンドは原則譲渡禁止（但し、顧客が1年以上保有した場合に限り、顧客に販売した同一の商品投資販売業者が買い取り再販売することはできる）で、中途解約不可（但し、償還期間5年以上であれば、3年間たてば解約できる）の形態をとっていた。この理由は主に金の現先取引で投資元本の確保を目指していることと、商品ファンドの受益権自体の市場流通を認めない行政の方針（有価証券性の排除）に起因している。

個人投資家が容易に投資できるようにするためにはある程度自由な換金性は不可欠であり、流動性の確保が必要であるので、今回の解約規定の撤廃は一步前進である。

#### b) C T A（商品投資顧問）の育成

商品ファンドと健全な資産運用の在り方を決定づけるのはC T Aの存在である。従来販売された商品ファンドはその殆どの投資判断をアメリカのC T Aに委ねてきた。当然運用先も海外の先物市場が中心となっていた。C F T Cに登録されているC T Aは現在、約3000社であるが、登録業者の全てが必ずしも充分な運用能力を持っているとはいえず、現

実に選考対象となるのは 200社程度であり、1 億ドルの資金を運用している C T A は僅か数 10社にすぎず、きわめて寡占的状态となっている。ファンドの設定にあたって優秀な C T A が限られており、彼らを獲得することが困難であれば、商品ファンド発展の制約要因となりかねないだけに、C T A の育成は重要な課題である。とりわけ、我が国先物市場が運用対象になれば、アメリカの C T A に投資判断を求めることは適切とは思えない。我が国の市場特性を熟知した C T A の育成は不可欠かつ急務の課題である。ファンド法が施行された時、C T A として申請したのは 1 社だけであったが、1995 年末現在 10 社を超える C T A が認可されており、いよいよ国内市場が運用先として注目される時期を迎えたのである。商品ファンドが C T A を採用する場合、少なくとも過去 3 年間の取引実績記録が必要なので、国内の C T A が直ちに我が国商品ファンドの投資をリードすることはないものの、近い将来国内商品ファンドの大部分が国内先物市場で運用されることは予測可能であり、それだけに C T A の育成・強化は重要なのである。

C T A が個人投資家と比較して投資判断能力が優れている理由は、①資金量の差＝商品ファンドはプールされた資金が大きく、かつ取引に継続性があるため、手数料は個人投資家に比べて極めて低い。また運用資金にゆとりがあるため証拠金等の追加差し入れで投資判断を狂わされることなく、価格の一時的乱高下よりもトレンドを追いつつ冷静な決定ができる。②市場への対応力＝C T A は市場と常に対峙しているため、市場の空気をつかんで即座に判断できる。時には複数の C T A が協力して分散投資によるリスクの軽減を行う

ため個人投資家に比べ収益確保の機会が大きいのである。③取引所外取引の利用機会＝C T A は外国為替市場、金の延べ取引（フォワード）市場など利用コストが安く、流動性の高い先物の隣接市場を利用することができる。その分個人投資家に比べ、資産運用先が多様化され、リスク分散も可能である。④業績チェック＝C T A は商品ファンドの管理・監督者である C P O から常に業績の評価を受けており、厳しい査定の下で行動している、等である。

確かに、C T A が個人投資家よりも投資判断能力で優れているものの、莫大な資産を運用する質の高い C T A になるためには生易しいことではない。

我が国の C T A が投資家・C P O に信頼され、資金を委ねられるためには、①最小のリスクで最大の利益を実現するためにはどうすべきか、いわゆる運用手法とリスク管理法の確立。②欧米の C T A を凌駕する運用能力体制。そのためには国内先物市場はもとより、グローバルな商品・金利・為替・株式等でも運用できる体制の確立。③プロとしての自覚の確立、等が不可欠であり<sup>7)</sup>、このような C T A の育成・強化は時間も費用もかかるが、商品ファンドが健全な資産運用として国民経済的役割を果たすためには避けて通ることができない課題である。

## V おわりに

バブル経済の崩壊後、我が国の雇用状況は一変した。日本型経営システムの代表的なものともまで言われた終身雇用や年功序列システムが音をたてて崩れ、中高年労働者のリストラの嵐が吹きまわっている。また、超氷河期と言われる程厳しい就職環境の下で、大学新

卒者の必死の就職活動が繰り広げられているのが現在である。従来、商品先物業界は新卒者にとって必ずしも高い評価、人気産業ではなかった。いやむしろ、今日に至る迄の業界のダークイメージが残存していたため、敬遠される産業の1つであった。

しかし、この4年間の超氷河期を通じて、商品先物業界それ自体の将来性が高く評価され、また商品取引員の企業体質が急速に改善されてきたことによって、極めて優秀な多数の学生が商品先物業界を注目し、加わるようになってきた。

このような新しい集団が加わった場合、従来型のハイリスク・ハイリターン—辺倒の営業活動を強要することには限界がある。多様な能力を持つ新集団を業界全体として生かすためには、企業自らがローリスク・ローリターンやローリスク・ミドルリターンという多様

な商品構成を取り揃え、従来と異なる顧客層の開拓に彼等を従事させることが重要である。

幸いにも、商品先物市場が現物主義に代わって、「健全な」資産運用の場として、今日その国民経済的役割を果たすことが求められており、新しい戦力を教育、訓練しこの領域に投入していくべきである。

商品先物業界の財産はまさしく人材である。優秀な新しい集団が上場商品等についてプロのC T Aとして通用できるだけの総合的知識を身につけ、また現物先物のリスクヘッジとしてオプションを戦略的に使いこなす技能をマスターすることによって、商品先物業界の将来の飛躍が約束されるのである。

(1996/7/31)

〔羽路駒次（名古屋学院大学商学部教授）〕

## 注 釈

- 1) 羽路駒次「国際値デフレーション化経済期と先物市場」『商品先物市場』1987年1月号、2～8ページ。
- 2) 羽路駒次「リスクヘッジ・システムと物価」『月刊先物倶楽部』1994年11月号、4～5ページ。
- 3) 羽路駒次「商品先物市場における市場制序のあり方」『商品先物市場』1993年1月号、2～8ページ。
- 4) 羽路駒次「規制緩和・規制撤廃と先物行政」『月刊先物倶楽部』1995年8月号、36～39ページ。
- 5) アメリカの場合、取引所証拠金の額を取引所が決める。この証拠金は取引所取引に係わる最低必要担保金としてクリアリング・ハウスが徴収する基本証拠金で、その額は総約定代金の3～10%である。この取引所証拠金を基本として委託者と商品取引員との委託売買証拠金の額が決定される。その額は委託者と取引員の相対による交渉で決定されるので一律ではない。しかし、一般的には取引所証拠金の150～200%（総約定代金の5～20%）とされている。委託売買証拠金は「委託者から取引所までの流れ」の中で複数の取引員が介在すればそれだけ高額となる。さらに委託取引に際して、売買取引に先立ち必要証拠金とは別に数万ドルの当初預託金を預けいれるので、我が国の委託必要証拠金より相当高額となる。
- 6) 例えば、名古屋穀物砂糖取引所で「小豆オプション専門委員会（委員長：羽路駒次名古屋学院大学商学部教授）」が1993年10月結成され、その後検討された結果、94年3月に「小豆先物オプション取引要綱」まで出来上がっているが、上場は実現されていない。
- 7) 独言居士「変貌する21世紀の資産運用——国内C T Aの育成急務——」『商品先物市場』1996年8月号、8～11ページ。