

# 先物協会ニュース

JCFIA マンスリー

2008年9月号 (No.84)

JCFIA  
JAPAN COMMODITY FUTURES INDUSTRY  
ASSOCIATION

<http://www.jcfia.gr.jp/>

日本商品先物振興協会 〒103-0016 東京都中央区日本橋小網町9-9 Tel 03-3664-5731 Fax 03-3664-5733

- ◆先物協会 取引所・団体再編でタブーなき議論を 制度政策委を中心に検討 …… 1～2
- ◆先物協会 円滑な業態転換の実現求め提案 …… 2～5
- ◆第4回FIA アジア・デリバティブ会議 先物取引をめぐる諸問題を網羅 …… 5～7
- ◆商品先物ミニ化花盛り 金に続いて白金、大豆、粗糖、とうもろこしも …… 7～8
- ◆CMEグループ・メラメド名誉会長が講演 投機と価格操作、区別が必要 …… 8～9
- ◆[私の意見] 横浜商科大学教授 可児 滋氏 先物市場の本質とはなにか …… 9～11
- ◆商品先物アーカイブス 小豆の仕手戦 …… 11～12
- ◆書籍の紹介 『DOJIMAショート・ショート』 …… 12～13

## 先物協会

### 取引所・団体再編でタブーなき議論を 制度政策委を中心に検討——関係方面への提案急ぐ

先物協会の加藤雅一会長は9月11日に開いた理事会で、出来高の不振が著しい国内商品先物市場の現況では取引所・業界団体の再編は不可避であり、具体案を検討のうえ関係方面に持ちかけていくことを提案、理事会はこれを了承した。これを受けて開催された同18日の制度政策委員会(多々良實夫委員長)では、同委員会を中心に若干名の委員で構成する検討の場を別途設けて、あらゆる選択肢をタブーなく議論することで一致。商品取引所法でそれぞれの事業目的が特定されている団体の再編は法律改正を必要とするため、法律で合併規定が整備されている取引所の再編を先に議論することで合意した。

市場出来高の落ち込みを反映して商品取引員各社の収益構造が悪化している。その一方で取引所を含む関係団体の運営経費は、厳しいコスト削減の実践にもかかわらず、収入減を補う水準には達していないのが実情だ。

出来高がピークを迎えた平成15年の商品取引員の受取委託手数料収入の合計は約3,496億円。これに対して取引所と団体(日商協・委託者保護基金・先物協会)の会費収入実績は約117億円で、商品取引員の委託手数料収入に占める割合は3.36%に過ぎなかった。

その後、出来高は下降線をたどり続け、平成20年度第1四半期の委託手数料収入は約195億円にまで落ち込んでいる。これをもとに1年分の委託手数料収入を推計すると約780億円。一方、20年度の会費収入予算として取引所・団体(清算機構を含む。)

が掲げている額は約83億円であるため、委託手数料収入に占める割合は10.67%となり、15年度に比べて7.31%ポイント増、負担割合は3倍を超える。加藤会長の提案はこうした数値を踏まえてのもの。

現在、取引所・団体が経費削減に努めている実態は理解されているが、経営状況は苦しく、「マーケットそのものが崩壊しかねない」との懸念が業界内に広がっている。このため「再編は時間をかけないで早くやる方が良い」との認識が共有された格好だ。

取引所の合併では、主として東京工業品取引所と東京穀物商品取引所について意見が交わされた。平成22年度中のシステム統合案や地域性、それぞれが工業品と農産物の中核市場であることなどが根拠としてあるが、商品取引員にとって一番切実な問題は、会費負担もさることながら、取引所ごとに異なる取引システムに対応するためのコスト増だ。そうしたことから迅速な合併を望む声が高まっている。

今年12月に東工取は株式会社に組織変更するが、東穀取は株式会社化するかどうかが決まっていない。その場合、株式会社取引所と会員取引所の合併となるが、商品取引所法はそうした合併も可能としており、東工取の株式会社化以降なら「合併で必要なことは東穀取の価値算定だけ」となる。東穀取の株式会社化を待つと、東穀取は株式会社化で一度、合併で再度の価値算定が必要となり「2度手間になる」と指摘されている。

商品取引員の会費・手数料負担に依存する各団体も、取引所同様に運営状況は極めて厳しい。合併の対象となるのは、日本商品先物取引協会(日商協)、日本商品取引委託者保護基金(保護基金)、日本商品清算機構(J C C H)、先物振興協会——の4団体。しかし、先物協会以外の3団体は事業内容が商品取引所法に規定された団体であること、保護基金は非課税の認可法人化を政府に要望中であることなどの問題。加えて、構成員の面からは、J C C Hは清算参加者のみ、保護基金は取次取引員を含む全取引員に法律で加入義務が課されていること、日商協と先物協会は法律で加入義務は定められておらず、任意加入組織であること——などの違いがある。いずれが合併するにせよ、こうした差異を法改正等でクリアしていかなければならない。

先物協会では近く制度政策委員会を核とした検討会を立ち上げて議論を急ぐ方針だ。

## 先物協会

# 円滑な業態転換の実現求め提案

先物協会は9月10日、日本商品清算機構(J C C H)の経営改革推進会議(渡辺好明議長=東京穀物商品取引所理事長)あてに「取次ぎ及び他社清算の円滑化に係る提案」と題する文書を提出した。商品取引員を取り巻く経営環境が厳しさを増す中、自社清算資格を有する商品取引員が、取次業へ業務転換しやすくすることが狙い。J C C Hはいま、国内商品先物市場の競争力強化の一環として、クリアリング機能の強化に関する研究会の報告書(「クリアリング機能の強化に向けた今後の取組」)に沿って信用力の向上を含む機能強化策の策定に取り組んでいる最中。経営改革推進会議がその

舞台だ。一方、先物協会が6月に実施したアンケートでは39社中10社の清算会員が取次業への転換を「検討中」または「将来検討したい」と回答。逆に41社中14社は取次業者からの受託ビジネスに関心を抱いていることがわかった。だが、その際には双方とも制度などで懸念があることも判明。このため先物協会はJ C C Hに懸念払しょくのための提案をした。経営改革推進会議は一部を除くほぼすべての提案を前向きな方向で対処する方針だ。

昨年来、主務省が開催してきた一連の産業構造審議会商品取引所分科会では、清算参加者の信用力強化の観点から新たな財務要件が提案され、「遅くとも」平成21年10月から同基準に移行するとしている。

具体的要件は表1の通り。現在、J C C Hの清算会員である商品取引員が21年10月以降も清算会員資格の維持を望む場合には、同年2月以降に実施される資格審査を経て、新基準に基づく清算資格を取得しなければならない。もちろん資格取得がなければ、その商品取引員は21年10月をもってそれまでの清算資格を喪失することになる。

加えて、新清算会員には21年10月以降も新基準を満たしていることのモニタリング(審査)が継続的に適用されるうえ、一定期間後には維持要件の10億円が、取得基準の20億円に「一致」されることも決まっている。

こうしたことを前提として、商品取引員には清算資格を放棄し取次業に特化するか、逆に取次業者から受託と清算を引き受けてそれを新たな収益源とするかの、ビジネス上の選択肢が生じる。

だが、先物協会が会員62社に実施したアンケート「取次業態の多様化に係る意向調査」からは、いずれの場合にも、条件の改善を望む声が上がっていることがわかった。意向調査から上がってきた声は多岐に及ぶが、現在、開催中の経営改革推進会議での検

**表1.【清算参加者の新たな財務要件】**

《取得基準》

- ・資本金 3億円以上
- ・純資産額 20億円以上
- ・純資産額規制比率 200%以上

《維持基準》

- ・資本金 3億円以上
- ・純資産額 10億円以上
- ・純資産額規制比率 140%以上

**表2.【取次ぎ及び他社清算の円滑化に係る提案】**

1. 主として制度面における提案事項

(1) 取次者の手元資金の有効活用

取次者においても銀行L / Gによる保証の適用を受けられるようにすること。その場合の発動要件として、例えば、破産手続開始申立が行われたとき、手形交換所の取引停止処分があったとき又は弁済困難の認定があったとき等とすること。

(2) 取次者・取次委託者への情報提供

①取次者においても充用価格による証拠金管理が必要なため、取次者に対しても充用価格の電子データを提供すること。

\*株価データの第三者提供に係る東証・J C C H間の契約条件をクリアすることが必要。

②取引所の取引システム、取次先受託取引員のシステムに障害が発生した際の、取引所・取次先受託取引員・取次者・取次委託者間の連絡体制を制度的に整備すること。

③取次者の受託業務関連事項に係る説明会等の開催につ

討対象となり得る案件をまとめ、提出したのが表2だ。

これを受けて経営改革推進会議は9月25日の会合で内容を精査・検討。制度的手当が必要として提案された案件のうち、多くを「対応する」または「対応の方向で検討する」など前向きな姿勢で受け入れる方針を固めた。

ただ、包括的な対応ができず「ケースバイケース」で臨まざるを得ない案件もある。(3)取次者の破たん・非清算参加者受託会員の違約時における委託者資産の保全措置等——の①がそれだ。これは取次業者(または非清算参加者)が、清算を委託する清算参加者に、委託者から預かった資金の額について正しい申告が行われていなかったような場合を想定している。例えば、委託者からの預り資産が20億円あったにもかかわらず、何らかの事情で清算参加者には19億円しか申告されず、その状態で倒産してしまったような場合だ。

こうした過少申告のケースでは、申告されなかった1億円の委託者への弁済は、清算参加者が負わずに日本商品取引委託者保護基金の支払い対象になり得ると考えられる

いて、直接、取引所から通知・連絡を受けられるようにすること。

- (3) 取次者の経営破たん・非清算参加者受託会員の違約時における委託者資産の保全措置等

①取次者の取次先受託取引員への証拠金預託額の申告、又は非清算参加者受託会員の指定清算参加者への証拠金預託額の申告が万一、適正に行われていなかったこと(たとえば過少申告)が判明したときは、J C C Hからの証拠金返還でなお不足する委託者債権については、委託者保護基金の補償対象となることが明確化されること。

\*申告額に係る不足額(入金遅延等)については、取次先受託取引員又は指定清算参加者が補てんする。

②取次者の経営破たん時における取次委託者の証拠金返還請求手続きについては、取次委託者と受託契約関係を有しない取次先受託取引員が代理人として関与することなく、非清算参加者受託会員の違約時における委託者からの返還請求手続きと同様に、J C C Hが直接行うこと等について明確化されること。

③取次者の経営破たん時における取次委託者の建玉の取扱い(建玉処分等)について、制度的に手当すること。

④非清算参加者の違約時における取引所の違約処理について、違約中間玉の割当方法を取引所間で同一にすること。

\*指定清算参加者に割り当てるか、違約中間玉の反対建玉を有する全ての市場会員又は全ての清算参加者に割り当てる等。

- (4) J C C Hによる取次者・非清算参加者に対する報告徴収等

上記提案に係る事項を実施するに当たっては、J C C Hにおいて、取次先受託取引員又は指定清算参加者を通じて、取次者又は非清算参加者からの報告・資料の提出を求めることができるようにすること。

- (5) 取次ぎ移行時等の委託者との受託契約に係る手続き

受託取引員から取次者への転換(又はその逆)を行う際、若しくは取次先の変更を行う際の既存委託者との間の受託契約について、委託者の同意等簡易な手続きによっても行いうることを明確化すること。

- (6) その他

J C C Hに預託された取引証拠金に係る金利は、決済不履行積立金の当面の目標額到達後においては預託者(委託分については委託者、自己分については取引員)に返還することを原則とすること。

2. 非制度面に係る事項(当事者間の契約において対応すべき事項)

＝略＝

が、その前提として、清算参加者による取次業者の監視が適切に行われていることなどが求められることになろう。また、その際に何をもって監視が十分に行われていたかという問題も生じる。こうしたことが「ケースバイケース」での対応が必要とされた理由だ。

## 第4回 FIAアジア・デリバティブ会議

### 先物取引めぐる諸問題を網羅 東京で初開催、3日間にわたる意見交換

F I A (米国先物業協会)は9月17日から19日にかけて東京・恵比寿のウェスティンホテル東京で、第4回F I Aアジア・デリバティブ会議を開催した。会議は先物関連企業・団体によるブース展示と、セミナー及びパネルディスカッションの2つで構成。ブースは取引所、IT企業、ブローカー会社など27団体が出展



証券・金融・商品取引所のトップが顔をそろえた

した。また、セミナーは規制当局、取引所のトップと学識経験者、マーケット・ユーザー、ブローカーなどがスピーカーとなり、延べ19の多彩なプログラムを繰り広げた。その中で、日本の商品市場の規制当局を代表して講演した経済産業大臣政務官の谷合正明氏(衆議院議員・公明党)は、国内商品先物市場を「アジアの中核市場とするためダイナミックな改革を進めている」としたうえで、具体的に①取引所の利便性向上、②市場活性化のためのクリアリング・システムの信頼性向上、③プロを中心とした多様な参加者を呼び込むための改革——を「スピード感を持ってやっている」と説明した。3日間を通じて450人の参加者が世界から集まった。

F I Aは、2005年以降、アジア各都市でデリバティブ会議を重ねており、北京、ムンバイ(ボンベイ)、台北に続いて今年初めて東京で開催した。F I Aがアジアに着目した背景には、世界のデリバティブ取引のうち3分の1がアジア発(04年)という数字的な裏づけがある一方、取引所の創設、最新のデリバティブ商品やリスク管理ツールに対する旺盛な意欲が、欧米(特に米国)の市場関係者にとってビジネスチャン



講演風景

スと映ったためだ。そのための足がかりがF I Aだが、アジアの市場関係者にとっても同様に、欧米の市場関係者とビジネス上のつながりを築く機会の提供の場として機能している。

F I Aは、その“出会い”の前提となるのが「情報交換」だと考えており、このため同会議では第1回以来“InformationXchange”と題するパネルディスカッションを設けている。

“Xchange”はもともと“Exchange”に端を発する造語で、“取引所”と“交換”を意味するもの。

今年の“InformationXchange”は金融市場部門と商品市場部門の2つに分けて開催された。金融市場部門では東京証券取引所、大阪証券取引所、東京金融取引所の各代表がパネラーとなり、それぞれの市場の特徴



展示会場風景

と今後の方向性を示した。3取引所ではほぼ共通しているのは、取引システムの最新化とルール改正によるサービス向上のアピールだ。ハード面では10ミリ秒(100分の1秒)単位の取引時間短縮とコロケーション・サービス<sup>(\*)1)</sup>の導入、ソフト面では遠隔地会員制度<sup>(\*)1)</sup>の創設とギブ・アップ取引<sup>(\*)2)</sup>の容易化、ダイレクト・マーケット・アクセス(DMA<sup>\*)1)</sup>の認可などがそれ。加えて「取引枚数ではなく約定値段に基づく清算手数料等の、現行決定方式の世界標準化」(大証)、「新システム導入後も世界最安レベルの取引所手数料の維持」(東証)などを訴えた。

商品市場部門のパネルには河村幹夫氏(司会、多摩大学大学院教授)、小山智氏(経済産業省商務課長)、大山誠一郎氏(農林水産省商品取引監理官)、小野里光博氏(東工取)、山下雅弘氏(東穀取)、松井耕作氏(中部大阪取)が並んだ。全体的には、世界の商品先物市場の隆盛と国内市場の不活性を認め、いまだのような対策を考え、今後どのような方向に向かうのかを示す内容となった。

まず、司会の河村氏は、日本のデリバティブ市場の全体像を紹介したのち、現在の出来高減少は商品先物取引をめぐる「典型的な日本型ビジネスモデルの失敗」にあると指摘、加えてグローバル・スタンダードへの対応不能があったと分析した。

経産省の小山氏は、国内市場不振の原因と産業構造審議会での一連の議論に言及。①ヘッジャーとリスクテイカーの双方のプロトレーダーにとって「フレンドリー」な市場の構築、②東工取の株式会社化による効率性向上、③金融商品と工業商品のリンク、④清算機能の強化——などを通じて国内市場を活性化するとし、それに向けて商品取引所法の全面改定を断行するとの決意を語った。

農水省の大山氏は2006(平成18)年4月にコメ先物が不認可とされた理由に触れ、コメ農政との不一致が直接的な原因だったが、その一方で「先物取引の機能が十分に理解されていないことがあった」と説明。さらに、その不理解が個人投資家とのトラブルの多発に根ざしているとした。また、トラブルは「過剰ともとれる勧誘規制」につながったがそれも徐々に変わりつつあるとし、産業界と国内外の機関投資家から日本の商品先物市場に関心を得られるよう努力するとの姿勢を語った。

3取引所の代表はそれぞれの市場と今後の方策などを紹介。その後、来場者からの遠隔地会員制度に関する質問に対し、小野里氏は、東工取の新システムが来春稼働した際には当該国のトレーダーがDMAを通じて東工取の市場にアクセスできるよう、複数の国の規制機関に働きかけを始めていることなどを説明した。なお、コロケーション・サービスについては、東工取は9月の理事会で、システム稼働と同時に導入することを決めている。

このほか催された主なセミナーは、米国ケント・ステート大学経済学部のジャヤ

ラム・マシュワミ教授の基調講演「商品価格を動かす要因」のほか、「リスクマネジメントに必要なオプション戦略」「マネージド・マネーのメカニズム」「ギブ・アップ制度の効率性向上のために」「アジア市場へのアクセス：取引機会、障壁、テクノロジー」「電子取引の最新動向」「クリアリングハウスの役割」「アルゴリズム取引」「上場デリバティブ取引の展望」「新商品の開発」「アジアにおける温室効果ガス排出権取引の進展」など、今日的な動向と問題を網羅した内容になった。

\*1 コロケーション・サービス、遠隔地会員制度、ダイレクト・マーケット・アクセス(DMA)は、アルゴリズム取引を実現するためのファンダメンタルズ。世界中に散らばるプロップハウス、ファンド、アーケードなどプロのリクイディー・ティプロバイダーは、アルゴリズム取引を駆使し、1000分の10秒単位で売買を繰り返すようになっている。背景にはIT技術の進化がある。そうした取引では、取引発注者が取引所の取引約定用コンピューター(マッチング・エンジン)から距離が離れば離れるほど不利になる。その不利を解消するため、トレーダーの取引サーバーを、物理的に取引所のサーバー近くに設置すること可能にするのがコロケーション・サービスだ。また、そうした取引では、トレーダーは当然、清算ブローカーなどの第三者を経由して取引所サーバーへ注文を送信している時間的余裕はない。このため取引所サーバーに直接送信を可能にする制度がDMA。DMAを認められるのが遠隔地会員というわけだ。

遠隔地会員自体は東工取なり規制当局が認めるものだが、自国のトレーダーを東工取が承認するためには、当該国の規制機関が包括的に承認しなければならない場合がある。米国(CFTC)や英国(FSA)がそうしたルールを作っている。ただし、そうしたルールが未整備の国もある。

\*2 ギブ・アップ取引：委託者が注文の執行ブローカーと約定ブローカーをそれぞれ別に指定することができるシステム。例えば、ブローカーA、B、Cにある商品の注文執行を依頼しながら、清算はD社に集中させる場合、A、B、C社には「清算をD社にギブ・アップするよう」依頼する。大口委託者は複数のブローカー会社と契約関係を持ち、競争関係を維持させられるほか、手口を隠すことができるメリットがあるとされる。

## 商品先物ミニ化花盛り

# 金に続いて白金、大豆、粗糖、とうもろこしも

東京工業品取引所が2007年7月に金先物ミニ取引(最低取引単位が標準取引の10分の1、100グラム)を開始して人気になっていることもあって、各取引所は相次いでミニ化取引を開始、あるいは開始する計画を進めている。

東工取は今年11月をメドにプラチナ(白金)を上場する方針。最低取引単位は標準取引の5分の1の100グラム、東京穀物商品取引所は同12月から、とうもろこし、一般大豆で5分の1にミニ化した取引を始める予定。

関西商品取引所のミニ化は以下の通り。

関西商品取引所は10月1日の発会から「粗糖」の取引単位を5分の1に引き下げるミニ化を実施する。

粗糖2009年11月限からだが、すでに米国産大豆は8月27日のリニューアルで取引単位を現行の20トンから10トンへと2分の1に引き下げていて、これにより「関西ミニ」のラインナップがととのったことになる。

関西取の粗糖については、流動性の低下などを背景に委託者の市場離散が相次いで実質的な休眠状態にあったことから、少ない資金で投資できる「ミニ取引」移行により、初心者にも参加しやすくなり、ポートフォリオ形成の選択肢を広げることにも

つながるため、市場活性化を期待する声大きい。

なお、粗糖の取引回数を増やすほかに、コーヒー指数や国際穀物指数を含めて立会時間を変更する。詳細は次のとおり。

#### [粗糖リニューアル]

新しい取引要綱は、2008年10月1日発会の2009年11月限より適用。

取引単位—1枚あたり50トンから10トン

受渡単位—1枚50トンから10枚100トン

限 月—奇数月の6限月制

そのほか、値幅制限の算出方法を変更し、取引証拠金も値幅制限を基準に決定する。

#### [米国産大豆リニューアル]

2008年8月27日に発会(2009年8月限)

取引単位—1枚あたり20トンから10トン

受渡単位—5枚100トンから10枚100トン

限 月—偶数月の6限月制

## CMEグループ・メラメド名誉会長が講演

### 投機と価格操作、区別が必要

世界最大の先物取引所であるシカゴ・マーカンタイル取引所(CME)グループのレオ・メラメド名誉会長は9月4日、時事通信社と社団法人内外情勢調査会の商品先物支部(加藤雅一支部長)・証券支部(越田弘志支部長)が主催した懇談会で、「先物市場をめぐる最近の諸事象」と題し講演した。その中で、低所得者向け高金利型(サブプライム)住宅ローン問題の影響について「世界市場の信用収縮は終わっていない」と警告したほか、商品市場の過剰投機に対する規制強化の動きでは「投機と価格操作を区別することが必要」と訴えた。



レオ・メラメド名誉会長

同名誉会長は、1980年代後半以降、金融・資本市場でデリバティブ(金融派生商品)市場が急拡大する一方、大手の金融機関や証券会社がデリバティブを利用した複雑な証券化商品のリスクを十分に理解しないままに投資を膨らませていったことを指摘。サブプライム問題の影響について、「世界の金融・資本市場の混乱は90年代後半のアジア危機をしのぐ。信用収縮のストーリーは終わっていない」と警告した。

### 投機は最も必要な要素

また、最近の商品市場の急騰で過剰投機への規制強化を求める動きが出ていることについて、同問題は「米議会では最大の検討課題になっている」としたうえで、「ど



んな市場制度であれ投機は最も必要な要素。リスクを引き受ける投機家の存在がなければ、世界中のヘッジャーは何もできない。投機の権利を侵害すれば市場の根本が崩れる」と強調。一方で、ハント兄弟による銀価格つり上げ事件を例に挙げ、投機そのものを問題にするのではなく、投機家が違法な手段で価格操作をした場合のみ規制すべきだと主張した。

このほか、中国における先物市場の将来性について、「中国には優秀な人材と高度な専門知識があり、そう遠くない将来に同国の金融先物市場は大きく成長する」との見通しを示すとともに、アジアの先物市場は将来、日本と中国との間で大きな競争になると予想した。また、同4日に大阪証券取引所と相互協力協定を交わしたことに触れ、大証との関係強化を望む一方で、東京証券取引所との良好な関係構築にも意欲を示した。

メラメド名誉会長は1932年、ポーランド生まれ。ナチス占領時に駐リトアニアの杉原千畝領事代理の「命のビザ」で来日。その後、米国に渡った。69年にCME会長に就任し、72年に世界初の通貨先物市場(IMM)を創設。米国短期財務省証券やユーロドル、株価指数などの先物を上場し、「金融先物の父」と呼ばれている。

【時事通信社・石橋純子記者】

## 私の意見

横浜商科大学教授 可児 滋 氏

### 先物市場の本質とはなにか マーケットの透明性、公正性の確保にたゆまぬ努力を

先物市場の歴史を語るとき、必ず登場するのが堂島米会所です。1730年、江戸幕府は堂島米会所を正式の取引所として認めました。先物王国の礎であるシカゴ・ボード・オブ・トレード(CBOT)が創設されたのが1848年ですから、それより実に100年以上前のことです。これだけでもわれわれ日本人は大いに誇りにすべきことですが、さらに驚くことはこの米会所がすでに先物取引所の基本的な機能を具備しており、現在の先物取引所の枠組みを構築していたことです。すなわち、①立会い機能の寄場、②清算機能の消合場、③取引所運営機能の会所——に機能分化されていて、先進的な取引所の形態をなしておりました。また、取引の内容も、当初は期限に皆米受渡しを条件とするフォワード取引でしたが、その後は差金決済取引が盛んに行われました。

それから270年以上経ったいま、先物の原資産がコモディティのみならず金融資産、さらには天候、排出権等まで広範化し、また先物取引の手法、戦略も多種多様な広がりを見せています。

ところで、私が先物の世界に踏み込んだのは、銀行から設立間もない東京金融先物取引所(現・東京金融取引所)に出向したときです。その頃、日本でも漸くデリバティブという言葉がメディア等でみられるようになりました。そして、デリバティ



可児 滋 氏

ブには35歳ルール、すなわち、デリバティブは35歳を過ぎた中高年には理解しがたいものであってもっぱら若手が手がけるもの、という俗説も流布されました。当時、小生はすでに35歳をかなり過ぎておりましたが、何事も勉強、と貪欲に知識を吸収しました。

そして、この仕事を通じて内外の多くの先輩から数々のお教を頂きました。そうした先人から学んだことが肥やしとなって、私が先物市場を考察する基本的な座標軸を形成しています。その1、2を述べますと、第1は、先物市場の本質は価格発見機能にあることです。さまざまな情報、見方を持った市場参加者が各々の投資判断で投資をする、その結果、マーケットは価格という産物をアウトプットする、マーケットがそうした価格発見機能を十分発揮するためには潤沢な流動性が存在しなければならない。特に、現物市場と異なり先物市場の場合には先行きの見方が交錯する多くの投資家が市場に参加する、そして潤沢な流動性をバックにした活発な売り買いの注文のなかからフェアプライスが生まれることが先物市場の本質であるという点です。

第2は、こうした潤沢な流動性がマーケットに存在するためには、多くの投資家がマーケットに参加して自己責任でもって投資判断をすることが必要であり、そのためにはマーケットの透明性、公正性の維持にたゆまぬ努力をしなければならないという点です。結果がどう出ようと投資家の自己責任であるということはそのとおりですが、その大前提としてマーケットの透明性、公正性が重要であり、それにはマーケットを運営する当事者のみならずマーケットで活動するすべての人が常にマーケットディシプリン(市場規律)の維持・向上を念頭において行動することが肝要です。

## 先物市場の守護神

さて、私に先物が何なのか文字どおり手取り足を取って教授して頂いたシカゴ・マーカンタイル取引所レオ・メラメド名誉理事長のことに話を移しましょう。彼は、1972年、それまでの農産物を中心とした取引所に金融先物を導入したことで有名です。しかし、彼の功績はそれだけではありません。1987年のブラックマンデーでの株価急落をはじめとする数々の事件で、先物市場悪玉論が浮上するつど、強力な論陣を張ってそれに反論した先物市場の守護神でもあるのです。そのメラメドは、最近の原油高で先物市場における投機筋の動きに批判が浴びせられていることをどのように見ているのでしょうか。彼は、要旨、次のように主張しています。

「原油高の主因を先物市場の投機家のせいにするのは、悪い知らせを持ってきた使者の首を刎ねるかの如き愚行の現代版に他ならない。先物市場における投機を規制することにでもなれば、米国経済の根幹である自由主義に甚大な損失をもたらすことは必至だ。そうした規制でもって原油価格が下落することを期待しているのであれば、それは荒唐無稽な夢というべきである。投機家には、先行き原油価格が上昇すると予想して先物買いを行う者がいる一方で、それと同数の投機家が、先行き原油価格が下落すると予想して先物売りを行っているのだ。そうしたなかで、原油価格の上昇を予想する投機家だけを非難することが理不尽なことは自明である。現状の原油価格高騰は、世界的な需要増加と米ドル下落、それにエネルギー政策に対

する政府の長年に亘る不作為が原因である」。

こうした反論は上述の「先物市場の本質」を知り尽くしたメラメドの口から出るだけに説得力があります。最後に、メラメドが私に対して事あるごとくという言葉を紹介してこの小文を締めくくりにしましょう。

「ビジネスにおいて立ち止まることは後退することに等しい。人生も、まったく同じだ」。

●可児 滋 (かに しげる) .....

1966年 日本銀行入行、英国ハル大学へ留学、日本銀行岡山支店長、東京金融先物取引所、日本銀行文書局長、東京証券取引所常任監事、同常務理事、日本電気株式会社常勤顧問、法政大学大学院客員教授等を経て、現在、横浜商科大学教授、拓殖大学大学院博士課程客員教授、日本証券アナリスト協会理事等。著書に「デリバティブの落とし穴」(日本経済新聞社)、「証券ハンドブック」(日本評論社)「金融リスクのすべてが分かる本」(日本評論社)等がある。

## 小豆の仕手戦

### よくも悪しくも草創期のシンボルだった

よくも悪しくも戦後の商品先物市場を象徴するのが「赤いダイヤ」(小豆の異称)。開設を遅らせてまで、米の上場を願っていた東京穀物商品取引所が米を見切って小豆を代用品としてスタートするのが昭和27年10月10日のことだった。すると、いきなり小豆買占め事件が勃発、12月23日には受渡し準備のため取引所職員は徹夜で作業に当たる破目となる。



東京穀物商品取引所開所2年を職員と祝う  
山崎種二理事長

### 理事長、自ら売り出動

翌28年は凶作のため相場はストップ高に次ぐストップ高で1俵(60キロ)当たり9,000円を突破し、前年の倍値にまで上がる。時の理事長山崎種二は戦前から「売り将軍」と称された売り屋で巨富を築いた人物だが、自伝でこの時の心境を語っている。

「私のハラには、例によって売りの虫が動き始めた。こんなに高くなった小豆を一体誰が食べるのか。羊かん屋さんだって使い切れない。大手亡などを沢山混ぜなければとても商売になるまい。自然に需要は落ちる。それが理というもの。値下がりするのも時間の問題である」。

当時は理事長自ら相場を張っても何の問題もない時代。むしろ「理事長が先頭に立って市場振興に努めている」といった見方さえされていた。山種をはじめ売り屋の予

想に反し、相場は下がる気配はない。2年続きの凶作予想で市場は混迷の様相を深め、解合へと発展する。仲買人(商品取引員)協会のあるせんによる「抜け解合」で終わったため、この時は社会問題に至ることはなかった。山種をはじめ弱気派は異常高値は長く続かないとの判断から再度売りを開始する。再び山種の回顧録。

「私の見込みでは大凶作は2年続くとは思っていなかった。それが見事に外れて、とんでもないことになってきた。これでは尋常の高値では納まらない。とにかく現物の小豆をできるだけ手当てし、現物を渡すより他に手はない。買戻しに出れば火に油を注ぐようなものである」。

## 児玉誉士夫の登場

追い詰められた山種は輸入物に目を転じ、1,000トン、ざっと1万6,000俵の商談が成立し、相場は暴落する。山種をはじめ売方はやれやれと安堵の胸を撫でおろす。ところが、昭和30年5月になると、再び買いの仕手が介入する。『東京穀物商品取引所十年史』によると、「某特定買方の出動が伝えられ、その背後には、政界の黒幕的存在である某実力者がひかえていると伝えられ、市場において強引な買進みを敢行する一方、小豆の早渡しが市場に掲示されると、全部その機関店を通じて早受けして手中に収め、その数量は2,800俵に達した」とある。

このあとも買い方はツケロ買いに出て相場は波乱の度を高める。十年史に出てくる黒幕的存在とは右翼の大立物児玉誉士夫のことである。山種は自伝で述べている。

## 山種、理事長退任でケリ

「児玉誉士夫氏が登場し、買方に肩入れするに至って、まさに異常な局面が繰り広げられたのである。私は例によって売方に回っていた。とどのつまり、私が理事長のイスを降りることでやっと幕がおろされたのである」。

それは昭和30年5月17日のことで、産経会館で開かれた第5回定時総会の席で山



東穀取、赤いダイヤの活況(昭和32年8月)

崎理事長が任期満了を機に退任し、木谷久一を第2代理事長に選任した。この時の仕手戦を題材に、梶山季之の小説『赤いダイヤ』が発刊されると、ベストセラーとなる。ドラマや映画にもなって商品先物取引の応援歌の趣を呈するに至るが、半面でバクチ場説を呼び起こし、功罪相半ばする結果となる。＝敬称略

## 幅広いテーマちりばめて 『DOJIMAショート・ショート』 島 実蔵 著

出版物としてお目見えするのは来春のことになるが、現在、関西商品取引所のホームページ上で先物エッセイ「DOJIMAショート・ショート」が連載されている。

取引所の発行冊子というだけで難しいものと敬遠されがちだが、流動性に陰りがみえていときだけに、これから先物取引を利用し楽しみたいという人たちの目線にあわせ、理解しやすい文章と「目からウロコ」の歴史などサプライズさせて、商品先物に関心をよせてもらうため企画されたものである。

同ホームページを訪れる人は当業者や既存の委託者、投資先をネットで探し求めている人や上場が期待されているおコメの関係者など、広範囲の層にわたるため、先物取引の歴史、日本経済に果たす「投機家」の役割、ヘッジの簡単な理論や必要性など、「啓蒙とPR」のため幅広いテーマがちりばめられている。

著者は『大坂堂島米会所物語』（時事通信社刊）など先物の関連著書の多い島実蔵氏で、「おコメのことや投機の楽しさ、金融の愉快的な話題も描いてみたい」と語った。なお、内容は1週間1話完結の短編で、毎週木曜日に更新されて今月で20話に入る。



〈もくじ〉\*抜粋。第20話以後は今後掲載の予定。各話のタイトルは変更されることもあります。

- 第1話 中之島新線(京阪電車)の開通とお米屋さんとは深〜い関係がある
- 第4話 100万人都市江戸の50%は武士。浪速は35万人で武士はちょっぴり
- 第6話 天は人の上に…の福沢諭吉さんは大坂のコメ蔵で産声をあげたって？
- 第9話 江戸で威張り散らしていた札差が、大坂にはいなかったワケ
- 第12話 江戸っ子だってねえ、チャキチャキの神田の生まれよ！
- 第14話 天神祭りの踊りは米市場のセリ売買を現しているって？
- 第18話 手品のように、危険を「つめかえし」にする金融テクニクがあった
- 第20話 大豆が急騰しようがガソリンが暴騰しようが、屁の河童ッ！
- 第23話 井原西鶴さんが日本永代蔵で描いた米市の賑わい
- 第25話 大阪証券取引所は江戸時代の通貨取引所だってこと、知っていました？
- 第32話 「忠臣蔵」の成功の裏には先物マーケットをつかった資産運用があったとしたら
- 第35話 正米(現物)、帳合米(先物)、石建米(小口)まで揃った総合取引所
- 第37話 オランダのシーボルトが堂島米会所をこっそり盗み見していたのかも
- 第39話 明治政府が先物は危険だと禁止して、あわてて再開した本当の理由
- 第40話 投機家のみなさんの真剣な取引が日本経済を機能させるのです

---

## 休刊のお知らせ

各 位

先物協会ニュースは、今号をもって休刊とさせていただきます。

平成13年10月の創刊以来7年の間、途中でインターネットの普及状況等の情勢を踏まえ、紙面から電子媒体（協会ホームページに掲載）に変更するなどして84号まで発行してまいりました。この間のご愛読につきまして、厚くお礼申し上げます。

今後は、協会ホームページの「情報チャンネルコーナー」に設置しました「先物協会速報」（[http://www.jcfia.gr.jp/channel/hot\\_info.html](http://www.jcfia.gr.jp/channel/hot_info.html)）などを通じ、当先物協会の活動内容をはじめ、商品先物業界に関する情報等につきまして、より速報性を重視しながらお伝えすることとしております。併せて、ホームページの充実に努めて参りますので、引き続きまして、ホームページの閲覧等よろしくお願ひ申し上げます。

また、当先物協会の運営等につきまして、ご意見・ご要望等がございましたならば、事務局までFAX、e-mail等でお寄せ下さい。

FAX：03-3664-5733

e-mail：jcfia@jcfia.gr.jp

日本商品先物振興協会  
「先物協会ニュース」編集担当  
電話 03-3664-5731