

平成 20 年 5 月 13 日

## ヘッジ等先物市場利用に係る調査結果

調査実施期間 平成 19 年 12 月 27 日～平成 20 年 1 月 20 日

調査対象 ヘッジ取引のある会員 17 社

調査回答法人数 26 社

## 1. 商品先物市場の利用を開始した時期ときっかけについて

## (1) 取引開始時期

1980 年以前	4 社	(27 年以上	取引)	
1980～1990 年	3 社	(17 年以上～27 年未満取引)		
1990～2000 年	6 社	(7 年以上～17 年未満取引)		小計 13 社 (50%)
2000～2005 年	5 社	(3 年以上～7 年未満取引)		
2005 年以降	4 社	(3 年未満取引)		
無回答	4 社	(約 50%が 2000 年以前からヘッジ取引経験)		
計	26 社			

## (2) 取引開始のきっかけについて(複数回答可)

①価格の上昇による原材料コストを製品価格等への転嫁ができなかったため。	7 社	26.9%
②同業他社が利用していることを知ったから。	6 社	23.1%
③海外市場で利用していたから。	5 社	19.2%
④実物価格の下落 (又は上昇) により大きな損失を被ったため。	5 社	19.2%
⑤商品取引員からの営業・勧誘があったから。	2 社	7.7%
⑥公認会計士等からのアドバイスを受けたから。	0	0%
⑦その他	8 社	30.8%

- ・ 原材料仕入れや製品売却時に取引所価格を参考としていたが、昨今、短期間で価格変動が頻繁であるためヘッジを考えていたところ、東南アジアでのゴム業者会合で商品取引員と出会う機会があり、取引を開始した。(東京ゴム)
- ・ 石油製品は、海外市況や季節要因等によるマーケット変動が大きく、収益のブレを回避するためにヘッジニーズから、試験的に活用した。(東京灯油等)
- ・ 在庫商品のヘッジのため。(東京灯油・中部灯油等石油製品)
- ・ 上場設立に参加したため。(東京コーヒー)
- ・ 原材料の手当てをするため。(東京農産物)

- ・ 取引所合併に伴い市場会員を離脱したため (東京ゴム)

(説明)

どのようなきっかけで取引を開始したかを設問したものである。価格変動リスクの管理手段として取引したとするものが、その他の記載分も含めて、15社 57.7%を占めた。リスクヘッジ手段として知ったきっかけは、「同業他社の利用を知って」や「営業・勧誘があった」、「業者会合での取引員との出会い」、「上場設立に参加」の計10社 38.5%である。先物市場利用に係る知識の普及活動の必要性を示す結果である。

米国市場では、取締役が公認会計士の勧告に従わず農産物の価格変動リスクをシカゴ先物市場でヘッジしなかったことにより、値下がり損失を被った結果について、会社が株主代表訴訟を受け、取締役責任を問われ会社が敗訴した事例がある(1992年 インディアナ州)。価格変動リスクのヘッジ手段としての商品先物市場の活用は、会計士、監査法人にとっての助言範囲とされているかもしれないとして、選択肢を設けたが、回答はゼロであった。

## 2. 利用商品市場と利用目的について

### (1) 利用商品先物市場 (回答 26 社)

	小豆	3社
東京穀物商品取引所	コーヒー	2社
	大豆	1社
	不明	1社
	石油(ガソリン、灯油、原油)	5社
東京工業品取引所	貴金属(白金、パラジウム)	1社
	ゴム	5社
	不明	1社
	石油(ガソリン、灯油)	4社
中部大阪	鶏卵	2社
	不明	1社

### (2) 利用目的(複数回答可) (複数回答可)

①現物市場等と組み合わせたヘッジ取引	24社	92.3%
②現物購入又は販売の場として上場商品の受渡し	16社	61.5%
③海外商品先物市場と組み合わせた裁定取引	8社	30.8%
④倉庫機能の利用(現物在庫・保管費用節約)	5社	19.2%
⑤その他(具体的記載)	3社	11.5%

- ・ ゴムの国際マーケットはあるが、TOCOMが開放方面・値動きから最も利用しやすい(流

動性があるから。(東京ゴム)

- ・ 投機的運用 (東京石油)
- ・ 期先限月の価格予測 (中部鶏卵)

### 3. 先物市場における受け渡しについて

#### (1) 受け渡しの有無について

- |                 |     |       |
|-----------------|-----|-------|
| ① 受け渡しをすることがある。 | 24社 | 92.3% |
| ② 受け渡しをすることはない。 | 2社  | 7.7%  |

#### (2) 受け渡しをするケースについて (複数回答可)

- |                        |     |       |
|------------------------|-----|-------|
| ①当初から現物商品の受け渡しを想定していた。 | 20社 | 76.9% |
| ②結果として現物受渡しとなった。       | 8社  | 30.8% |
| ③その他                   | 2社  | 7.7%  |

- ・ 余剰在庫を取引所市場で売却し現金化。(東京ゴム)
- ・ ユーザーや商社に販売のほか、市場価格で売却現金化。(東京ゴム)

#### (3) 現物受渡し数量と取引総量に占める割合 (過去2年の実績)

##### (記載14社)

##### 農産物 (5社)

東京小豆	受け(購入)	20枚	取引総量の約50%	
	同	20枚	約4%	(2007年)
	渡し(販売)	10枚	約2%	(2006年)
東京大豆	受け(購入)	200枚	取引総量の約1%	(2007年)
東京コーヒー	受け(購入)	—	取引総量の約1.7%	(2007年)

##### 工業品 (9社)

東京石油製品	受け(購入)	1000枚	取引総量の約3%	
	渡し(販売)	1000枚	約3%	
	受け(購入)	300枚	5~10%	(2007年)
東京石油・中部石油	受け(購入)	1200枚	取引総量の約1.5%	
	渡し(販売)	1200枚	約1.5%	
東京石油・中部石油	受け(購入)	20枚	取引総量の約66.7%	(2007年)
	渡し(販売)	60枚	100%	(2007年)
東京ゴム	受け(購入)	349枚	取引総量の約66%	(2006年)
	渡し(販売)	52枚	約1%	(2006年)

##### (記載なし12社)

#### 4. ヘッジ取引について

##### (1) 取引ポジションについて (複数回答可)

- ①売り買い双方のヘッジポジションを持つことがある。 16社 61.5%
- ②買いポジション(買い建て)である。 7社 26.9%
- ③売りポジション(売り建て)である。 6社 23.1%

##### (2) ヘッジ取引のタイミング (複数回答可)

- ①相場の変動が予測されたとき。 16社 61.5%
- ②商談成立等商品の購入(販売)数量が決まったとき。 12社 46.2%
- ③事業年度の当初において、前年度実績に応じて決める。 0社 0%
- ④その他(具体的記載) 3社 11.5%

- ・原材料購入時及び製品販売契約成立時 (東京ゴム)
- ・年度毎に方針・限度枠・ターゲットを設定し市場を見ながら機動的に (東京石油)
- ・現物相場よりも先物相場が値下がりしたとき (東京農産物)

##### (3) ヘッジ比率について(方針・ルールがある場合)

- ①実物市場の予定取引数量を100%ヘッジする。 1社 3.8%
- ②一定量をヘッジしている。 3社 11.5%
  - ・実物の予定取引数量の80%をヘッジする。
- ③相場状況(商品市況の強弱予想)によりその都度部内部合議 1社 3.8%
  - 1) 相場動向によりヘッジ数量を増加させたり外したりする 13社 50.0%
  - 2) 相場動向が不透明なときは、ヘッジ割合を高める 2社 7.7%
  - 3) 相場動向が不透明なときは、ヘッジ割合を低くする 2社 7.7%
  - 4) その他(例えば、相場トレンドが上昇局面にあると予想する場合は、  
アンダーヘッジ、下降局面にあるときはオーバーヘッジする等異なる。) 1社 3.8%

回答なし 3社 11.5%

##### (4) 先物市場の利用が貴社の業績にもたらした効果

###### ①業績について

- 1) 業績低下を防いだ。 9社 34.6%
- 2) 業績向上に貢献した。 6社 23.1%
- 3) 悪化につながった。 1社 3.8%
- 4) 業績低迷を防ぐことはできなかった。 0社 0.0%

回答なし 10社 38.5%

###### ②価格競争力について

- 1) 競争力を維持できた。 8社 30.8%
- 2) 競争力を向上させた。 5社 19.2%
- 3) 悪化につながった。 1社 3.8%
- 4) 低下を止めることはできなかった。 0社 0.0%

回答なし 12社 46.2%

5. 取引所価格の指標価格としての利用について (複数回答可)

- |                      |           |
|----------------------|-----------|
| ①販売価格や購入価格の交渉の値決めるとき | 20社 76.9% |
| ②在庫評価                | 5社 19.2%  |
| ③損害保険料設定するとき         | 3社 11.5%  |
| ④輸入時                 | 3社 11.5%  |
| ⑤その他                 | 3社 11.5%  |
- ・ 裁定取引の時
  - ・ 損益の評価時
  - ・ 事業予測に利用
  - ・ 現物価格との比較

6. 海外の商品先物市場の利用状況について

- |           |           |
|-----------|-----------|
| ①利用している。  | 9社 34.6%  |
| ②利用していない。 | 17社 65.4% |

7. 商品先物取引以外の商品価格変動リスクのヘッジ手段の活用の有無について

- |                          |                  |
|--------------------------|------------------|
| <u>活用している</u>            | <u>5社 19.2%</u>  |
| ①天候デリバティブ (店頭デリバティブ) の活用 | 2社 7.7%          |
| ②損害保険                    | 0社               |
| ③その他                     | 3社 11.5%         |
| (為替取引 (東京小豆利用者))         | 1社)              |
| (記載なし)                   | 2社)              |
| <u>活用していない。</u>          | <u>21社 80.8%</u> |

8. 当業者として、今の商品先物市場や受託会員等に望むこと、ご意見について

(1) 売買単位 (又は受け渡し単位) について

【農産物】

東京コーヒ- 期近の現受け、現渡しのボリューム規制が100枚を上限では少量すぎる。

東京大豆 Non-Gmo大豆は、10tを50tにすべきである。

東京小豆 受け渡し枚数の増加を望む。

受渡しについての意見 受渡しルールがあまりにも売り方に都合がよいことになっている。このようなルールであれば、現物を受けようにも受けることができない。

【工業品】

貴金属 全般的に受け渡しを容易にできる制度を求める。

東京石油

- ・ 現状のままでよいが、売買単位 100klの方が利用しやすい。(軽油がない状態では、販売業者の参加が限られることから、50klは中途半端である。)
- ・ 1枚あたりを100~200klに拡大する。
- ・ 受け渡しロットを拡大する。

(2) 値幅制限について

【農産物】

- ・ 海外に比較して値幅制限が小さい。(東京コヒー)
- ・ NY市場では値幅制限がないため、東京市場も外してはどうか。(東京コヒー)

【工業品】

- ・ 海外市場に合わせて値幅制限を拡大する方向を指示する。(東京貴金属)
- ・ 値幅制限は現状のままでかまわないが、サーキットブレーカー制度に移行してはどうか。(東京石油)
- ・ NY市場では値幅制限がないため、東京市場も外してはどうか。(東京石油)

(3) 共用格差について

【農産物】

- ・ 市場動向に合わせて、等級格差を定期的に見直す。(東京コヒー)
- ・ 受け渡し共用品・格付けの頻度を増やし、業者間の実態と受け渡し共用品のズレを是正していく(受け渡し共用品の中には取引所の値段では全く折り合うことのないものや受け渡し実績のないものがいつまでも共用品になっている)。

【工業品】

- ・ 世界標準の基準を希望する。(東京貴金属)
- ・ ゴムのRSS3について、国際基準よりも日本基準が厳しく、国外当業者の受け渡し実績低下につながっている(見直しすべきではないか)。(東京ゴム)

(4) 利便性の向上について

【農産物】

- ・ ボリュームが増加すれば、将来性がある。(東京コヒー)
- ・ 納会時に販売(渡し)と購入(受け)を同時に行えるようにしていただきたい。(東京小豆)

【工業品】

- ・ 当業者の使いやすい市場ルール設計をする。(東京貴金属)
- ・ 上場していない商品のクラックペーパー(クラックスプレッド)市場の開設をする。(東京石油)

(5) 商品取引員のヘッジ取引等に係る専門性について

- ・ 現物受渡しについての知識は十分にある。(東京コヒー)

(6) 上場商品についての意見

【農産物】

- ・ コーヒーについては、海外倉庫での受け渡しを認可し、海外参加者を増加させてはどうか。(東京コーヒー)
- ・ 関西商品取引所の一般大豆の取引高増加を望む。(東京大豆)

【工業品】

- ・ ゴム市場において、特に昨今現物取引が増加しているTSR20のザラバ取引市場を望む。(東京ゴム)
- ・ 石油製品については、軽油の再上場を希望する。(東京石油、同意見2社)
- ・ 軽油とA重油の上場を望む。(東京石油・中部石油市場利用者)

9. ヘッジ会計（金融商品時価会計）について

(1) ヘッジ会計の採用について

①イエス	7社	26.9%
②ノー	14社	53.8%
回答なし	5社	19.2%

※ ヘッジ会計を採用していれば、期をまたがる現物取引と先物取引との間の損益調整ができる。期末の先物ポジションの時価評価益については、次期における現物取引予定との相殺により、実現益と見ないことが可能となり、課税対象から外することができる。

(2) ヘッジ会計を採用しない14社の理由 (比率は14社対比)

①ヘッジ認定の要件を整備するのが困難である。	4社	28.6%
②自社の先物市場における取引量が少ない。(中部鶏卵)	1社	7.1%
③社内ルールで、期中において一旦取引を清算する。(石油製品)	1社	7.1%
④税務署からヘッジ認定が受けられない。	0社	0.0%
回答なし	8社	57.1%

10. 商品先物市場は、欧米諸国では事業者には活発に利用されているのに対比し、わが国商品先物市場が利用されていない理由について（複数回答可）

1) 投機をしていると見られてしまうから。	11社	42.3%
2) 先物取引イメージが悪いから。	10社	38.5%
3) 社内に専門家がないから。	10社	38.5%
4) ノウハウについての知識がないから。	9社	34.6%
5) 利用方法を知らないから。	8社	30.8%
6) 同業他社が利用していないから。	5社	19.2%
7) 市場リスク管理について経営責任を問われることがないから。	1社	3.8%
8) 製品や下請けに価格転嫁できるから。	0社	
9) その他（具体的記載は下記のとおり）	5社	19.2%

- ・ 当業者の必要とする当限に流動性がないから。 (東京農産物2社)
- ・ 流動性がなく透明性に欠ける。 (東京コeer)
- ・ 大豆、とうもろこしを見るとあまりにも商社よりのルールになっている。
- ・ ヘッジ対象である現物価格とのベシスリスクが大きいから。(東京石油)
- ・ 当業者に魅力ある市場設計がなされていないから。 (東京貴金属)  
 (理由) 受渡し及びタテ玉制限等のルールについて、ヘッジのために市場を使おうとしている当業者に対し大幅に緩和し利用しやすくしてほしい。これまでの建て玉制限では、一般投資家と当業者のバランスが著しく取れていないように見受けられる。当業者のヘッジのための建て玉は、取組高の増加に大きな貢献をする。流動性リスクの観点から魅力的市場と映るのではないか。
- ・ 期近の流動性が低く、当業者のヘッジ手段として機能しにくい。(東京石油)

11. 価格変動リスクのヘッジの場や機関投資家の資産運用の場等として、活発に利されるために必要なことについて (複数回答可)

- |                                      |             |
|--------------------------------------|-------------|
| 1) 期近取引の流動性を増大させ大口取引の参入をこなせる市場とする。   | 16社 (61.5%) |
| 2) 先物市場についての利用ノウハウの普及を図る。            | 9社 (34.6%)  |
| 3) 先物取引のイメージアップを図る。                  | 8社 (30.8%)  |
| 4) 投資信託、商品ファンド等専門家による運用市場とする等プロ化を図る。 | 8社 (30.8%)  |
| 5) 市場リスクの管理責任が取締役会に帰すると自覚されるようにする。   | 4社 (15.4%)  |
| 6) その他                               | 3社 (11.5%)  |
- ・ 先限主体の売買から当限主体の売買にすることが必要である。
  - ・ 馬券を買うように小口で売買できるようにしてはどうか。
  - ・ 世界的に先進的・透明性が高いと認められる市場管理・設計・運営を図る (ローカルルールからの脱却)。

12. わが国商品先物市場をより多くの当業者の方々にご利用をいただくために、また、先物市場を利用する企業文化を育てるために、現に利用されている方々の活用実態を紹介していきたいと考えています。貴社のご協力をいただけますか。

- |               |     |
|---------------|-----|
| ①協力する。        | 6社  |
| ア. 社名を出してもよい。 | 1社  |
| イ. 社名は出せない。   | 4社  |
| ウ. 条件付きで協力する。 | 1社  |
| ②協力できない。      | 12社 |
- (集計了)



## 委託手数料とヘッジ取引

委託手数料については、平成17年1月から、完全に商品取引員の自由裁量によることとされた。手数料についての段階的自由化は、平成11年(1999年)1月のインターネット取引と投資顧問業者経由の取引から移行し、以後順次、13年当業者取引、15年大口取引の10%シェア部分の取引、16年大口取引の50%取引シェア部分へ自由化の取引範囲が拡大されていった。それまでは、取引所が商品取引員と顧客との間の委託手数料を規定する「固定手数料制」が採用されていた。

委託取引の主流が、個人投資家(一般委託者)であるために、主として個人委託者に対するサービスの対価としての手数料として設定され、上場商品の現物等を取り扱う事業者から見ると割高であった。そのため、事業者がヘッジ取引の場として商品先物市場を利用する場合には、ア)取引所に会員加入して自ら売買する、イ)委託手数料の会員割引を受けて商品取引員に委託する、という方法があった。

いずれの方法が選択されるかは、取引規模と取引コストの問題であった。ア)の場合には、一定規模以上の取引利用がある場合に選択され、自前の取引者(場立ち=トレーダー)が直接市場で売買することになる。イ)の場合には、自前の取引者(場立ち)を抱えるコスト負担よりも、取引を商品取引員に委託する方がコスト軽減できる。いずれの場合も事業者が会員にならないと、手数料割引を受けることができないという制約があったために、会員当業者以外の事業者に対しての法人ビジネスは展開されないという事情にあった。固定手数料制が、委託取引に占めるヘッジ取引比率の低い理由の一つになったと考えられる。

固定手数料制の下では、委託取引として市場間裁定取引や異なる受渡し限月間の裁定取引はコスト高で行われることは極めて稀であった。さらに、売買仕法自体も、同一時間帯に一商品一限月の立会いしか行われなかったために、裁定取引機会が制限され、市場取引が単純投機中心とならざるを得なかったという技術的事項も重なる。