

農産物商品市場の機能強化に関する研究会報告書（案）

平成20年3月

1 はじめに

商品先物市場において形成される価格は、商品の世界的な需要動向、天候要因等の供給動向、投機マネーの動きなど、様々な情報が織り込まれている。ここ数年における穀物や原油等の大幅な価格の上昇により、商品先物市場が価格指標として世界経済に与える影響はますます大きくなっているが、特に、農産物商品市場の価格の上昇は、各種食品・食糧価格に大きな影響を及ぼすことから、我が国の国民生活に深く関わっている。

また、世界的に農産物の需給が逼迫する中で、農産物商品市場の価格は変動しやすくなっているが、農産物の生産や流通、加工等に従事するいわゆる当業者は、上記の価格指標を利用して需給調整を行うことができるほか、リスクヘッジの手段として農産物商品市場を用いることができるため、経営ツールとしての可能性が、我が国では十分に活用されてこなかったことからもおさら、大きく期待されている。

さらには、サブプライムローン問題を契機とした世界的な株価下落に対して、商品先物市場の穀物相場は上昇しているように、株式等の市場の影響を受けにくいと、代替的な投資先として銀行や証券などの金融機関などからだけでなく、物価と連動した長期的投資先として公的年金基金などから、農産物を含む商品市場全体が世界的に注目を集めている。

このような環境の中、世界最大の農産物商品市場であるシカゴ商品取引所の主要農産物の出来高は、2001年度から2006年度にかけて倍増し、その地位をますます不動のものとしている。一方、アジア周辺各国を含め広大な消費・流通マーケットを背景に抱え、国際的な商品の消費地市場である我が国農産物商品市場は、ここ3年で出来高が半減しており、現状のままでは国外のみならず、我が国における金融商品を含めた取引所の中での相対的地位が低下することで、農産物商品市場が提供する機能である①国民生活に影響が大きい農産物の価格指標の発信の場、②当業者のリスクヘッジの場、③資産運用における代替的な投資先の場が我が国から失われてしまう強い懸念がある。

我が国における農産物をはじめとした商品市場を強化することの重要性については、平成19年12月7日に農林水産省及び経済産業省から公表された産業構造審議会商品取引所分科会「今後の商品先物市場のあり方について（中間整理）」において喫緊の課題とされているほか、平成19年12月21日に金融庁から公表された金融資本市場競争力強化プランにおいても「金融・資本市場の競争力強化に際しては、これと密接な関係を有する商品先物市場も同時に競争力を強化していくことが重要である。」とされている。

これらの整理を受け、制度改正を伴う課題については産業構造審議会において検討

が行われる予定であり、また、商品先物市場の機能・競争力強化にとって密接不可分であり極めて重要なクリアリング機能を担う株式会社日本商品清算機構（J C C H）の強化策については「クリアリング機能の強化に係る研究会」において検討されているところであるが、本研究会は、我が国農産物商品市場の流動性を増大させ、商品先物市場としての機能を強化するため、我が国最大の農産物商品市場である東京穀物商品取引所が取り組むべき事項を中心として議論し、報告書を取りまとめることとした。

望ましい商品先物市場の姿は、本研究会における検討のみならず、前述した関連する検討を踏まえた上での取組の総体として実現されるものである。本報告書では、我が国農産物商品市場が個人投資家に依存しているという現状を踏まえ、多数かつ多様な者に市場参加を促すため、市場の利便性・信頼性の向上を図り、取引参加者が安心して容易に取引できる環境を提供することで、とりわけ東京穀物商品取引所が、高い競争力を有するアジアの中核的な農産物商品市場、すなわち、環境の変化に対応して柔軟・迅速に意思決定が行われる組織体制の下で、また、魅力的な商品が上場され、取引時間や取引ルール、システム及び市場監視等の観点から国際水準の取引環境が整えられた中で、既存の市場参加者のみならず当業者を含むプロが市場により一層参加するような、十分な流動性を有する農産物商品市場としての地位を確立するために必要な取組を示すものとする。中部大阪商品取引所及び関西商品取引所にあっても同様に、健全な競争による我が国農産物商品市場の発展のため、それぞれの特性等を踏まえた独自の取組を行うことが期待される。

なお、本報告書では、商品取引所が自ら取り組むことが可能であり、農産物商品市場の流動性を増大させ、商品先物市場としての機能を強化する上で不可欠であると考えられる課題について、以下の「2」において論点及び方向性を整理した上で、東京穀物商品取引所から示された中期的ビジョン及び取組についての工程表・数値目標を参考にしながら、今後3年の間に東京穀物商品取引所等が具体的に取り組むべき事項について、以下の「3」に取りまとめている。

2 論点整理

本研究会は、農産物商品市場の流動性を増大させ、商品先物市場としての機能を強化する上で不可欠であると考えられる課題について、メンバー等からの意見を踏まえ、以下のとおり整理する。

① 組織についての現状と在り方

現在、商品取引所の組織形態については、商品取引所法において会員制に加え、株式会社が共に認められている。市場間競争が激化する中、流動性確保のために大規模なシステム投資等を実施する世界の取引所の潮流は株式会社化であるのに対し、我が国の商品取引所については、東京工業品取引所が平成20年中の株式会社化を目指すとしているものの、農産物商品取引所については、依然として会員制のままであり、株式会社化されていない。

株式会社化によって財務基盤の強化、ガバナンスの強化、意志決定の迅速化等が促進され、とりわけ、市場参加者のニーズに敏感にならざるを得ないことで経営の効率化、競争力強化等が期待されることを踏まえると、株式会社化を進めていくことが不可欠である。

株式会社化を行うと、利益追求が優先され、商品取引所の公益性が損なわれると言われるが、利益追求と公益性の確保は必ずしも矛盾せず、株式会社であっても、商品取引所法第1条に規定する目的規定等を踏まえ、公益を担うように法令上担保されているところである。

ただし、株式会社化のメリットを享受するためには、絶え間なく変化する経営環境へ迅速、的確に対応しながら、株式会社としての価値を高め、加えて、より透明性を持って外部に経営情報を正しく伝えていかなければならない。

なお、株式会社化と上場は別の課題であり、上場については別途長所及び短所を検討すべきである。

② 取引手法、取引時間及びシステムについての現状と在り方

日本の商品取引所において、世界の潮流であるザラバ取引を採用しているのは東京工業品取引所であるが、順次ザラバ化を行い、平成17年1月のゴム市場で全上場商品についてザラバ化を完了した。その結果、例えば、ゴムについては、値段の動きが激しくなった一面もあるが、世界の標準的な取引手法であるザラバ取引に合わせることで、取引が活発化し、流動性が増加した。

東京穀物商品取引所においても、本年1月より、アラビカコーヒー生豆、ロブスタコーヒー生豆、粗糖の各商品においてザラバ化がスタートしたが、今後さらに主力商品であるとうもろこしにも導入が予定されている。

流動性が少なくてコンスタントに取引がない商品は板寄せが適しているといった見方もあるが、流動性を高めることをまず前提とし、とうもろこしのみならず、他の上場商品についても、原則として、着実にザラバ化への取組を進めるべきである。

また、海外の商品取引所と比較して取引時間が極めて短く、利便性を損ねていること、東京工業品取引所において取引時間の延長の取組により流動性が増大し

ていること等を踏まえれば、取引時間の延長を早急に検討すべきである。ただし、取引の24時間化については、海外の農産物商品市場でさえ実施されているところが少なく、また、コストを要する割には流動性が増大していないこと及び夜間の流動性が少ない中で不正な取引が行われるおそれがあること等を考えると慎重に検討すべきである。

システムそのものの性能についても、国際標準に近づけるほか、ISV (Independent Software Vender) 経由で取引所に直接アクセスできるようにする等、取引所システムを国際化することで、海外からの流動性の増大が期待できる。

また、取引所システムの国際化は、東京工業品取引所の取組に共通している面も多いことから、コストの削減等のために、ザラバ取引システムについては東京工業品取引所とシステムを統合することが望ましい。システムの統合を行うことで、取引所を使う側にとってもコスト削減等の便益を享受することが期待できる。ただし、農産物特有の事情によるカスタマイズ等が必要になることが考えられるが、システム統合のメリットを活かすため、カスタマイズは必要最小限に抑えるように留意する必要がある。

③ 市場参加者、取引ルール、市場監視についての現状と在り方

現在、東京穀物商品取引所の流動性の約7～8割は個人投資家に依存しているところ、商品先物市場としての機能をより一層発揮していくためには、知識経験のある個人投資家の直接的な参加やファンド等のプロの運用を通じた個人投資家の間接的な参加に加え、リスクヘッジャーとしての当業者やリスクテイカーとしての機関投資家や証券会社、ヘッジファンド等を含む多様なプロを加えた厚みのあるバランスのとれた構造に転換すべきである。

市場のプロ化を円滑に進める上では、以下の点について留意する必要がある。

まず、プロの参加者の中でも農産物の生産や加工、流通等を業としている当業者の参加を増やすことは、多様な流動性供給の観点からだけでなく、商品取引所の持つ産業インフラとしての機能を引き出すということからしても望ましいと言える。当業者が利用しやすいように、その要望に応じ、建玉制限や現物受渡し制限等の取引規制を緩和することや、現在農林水産関係の商品では解禁されていない店頭商品デリバティブ取引について、解禁することを検討する必要がある。例えば、店頭商品デリバティブ取引が解禁されれば、当業者が取引所農産物商品市場と店頭商品デリバティブ取引を利用して裁定取引等を行うことができるため、取引所農産物商品市場の一層の利用増加が期待できる。当業者の参加については、農産物の生産者に農産物価格のヘッジの場としての利用をPRすることによって、生産者団体等を通じた参加を促進する必要がある。ただし、米国の例を見ても、農産物の店頭商品デリバティブ取引については、工業品と比較して厳しい要件が課されていることから、解禁に当たっては、対象商品、市場参加者の属性及び取引の種類（スワップ、相対オプション等）などについて、慎重に検討する必要がある。

次に、建玉制限や値幅制限等の取引ルールを見直す際には、世界の商品取引所

と比較して、値幅制限のそれほど変わらない商品が多いように、国民生活に密着した「農産物」という商品に対する考え方（価格が偏った変動をしないようにする必要はある）を踏まえつつ、これらの個人投資家、リスクヘッジャーやリスクテイカーの具体的なニーズを汲み取った上で段階的に改善していく必要がある。

一方で、ザラバ化、取引ルールの緩和及び市場参加者のプロ化を進める際には、不公正な取引が行われないよう、より一層、今後は取引所においても市場監視体制の強化を図っていく必要がある。

④ 上場商品についての現状と在り方

まず、農産物商品市場が産業インフラとして位置付けられているということ踏まえると、潜在的なリスクヘッジニーズを掘り起こし、当業者にとって魅力的な商品を研究・開発することは不可欠である。

加えて、上場商品の流動性が増大し、取引ルールが柔軟に見直されることで価格指標としての認知度が高まれば、機関投資家等による運用資産のポートフォリオに上場商品を組み入れた商品 E T F（Exchange Traded Fund）や上場商品へ投資する仕組債を組み入れた投資信託の開発・運用が増え、その運用や裁定取引を通じて商品市場への資金流入が期待できる。

世界の商品 E T F の潮流を見ると、保管コストが低く、劣化しない金などと違い、保管コストが高く、劣化しやすい農産物商品の E T F は現物に直接投資するのではなく、商品先物価格をベースとした指数へ連動させて商品先物市場へ投資するものが主流である。しかしながら、指数に組み込まれる商品が我が国の農産物市場のものでなければ、資産運用を通じた資金流入の効果は望めない上、輸送コスト等を踏まえると我が国における価格指標としても正確性を欠いてしまう。

そこで、資産運用先として投資する機関投資家等のニーズを踏まえ新規上場商品を増やすほか、我が国で流通・消費されている農産物から構成される農産物商品指数を作成・公表する必要がある。ただし、資産運用の連動対象とするのであれば、期近安・期先高である農産物商品の特性から、農産物以外の商品と組み合わせる総合的な商品指数を作成する方が、機関投資家のニーズにより適うとの意見もある。

なお、金融・資本市場競争力強化プランや産業構造審議会商品取引所分科会「今後の商品先物市場のあり方について（中間整理）」に基づき、今次通常国会において、商品 E T F の組成・運用が可能となるよう所要の措置が講じられる予定である。

3 今後の東京穀物商品取引所等の取組について

東京穀物商品取引所等は、本研究会における議論を踏まえ、それぞれ、取引所の会員制度に鑑み、会員の意見を十分に尊重し、合意形成に努めた上で、論点整理が行われた項目等について、以下のとおりそれぞれ明記された時期までに取組を行う必要がある。

(1) 東京穀物商品取引所の取組について

① 株式会社化・ガバナンスの強化について

- ・ 取引所のシステム等を強化するためには、豊富な資金を調達する必要性があること及び取引所を取り巻く多様な環境の変化に柔軟に対応するべく迅速な意思決定が欠かせないこと等を踏まえ、東京穀物商品取引所は遅くとも平成21年度内の株式会社化を目指す必要がある。
- ・ ガバナンス強化の観点から、株式会社組織において整備が求められている「内部統制システム」（コンプライアンス等、業務の有効性及び効率性等を企業内のプロセスでチェックするシステム。会社法や金融商品取引法で規定されている。）の導入や、企業会計の適用は、現在の会員組織の下でも有用なため、株式会社化に先立って自主的に導入することが望ましい。

(取組を進める上での課題)

- ・ 株主等に対してシステム投資を含めた経営方針等について説明するためのコスト（いわゆるIR活動のコスト）が必要となる。

② ザラバ化、取引時間の延長及び取引システムの強化・改善

- ・ 流動性を増大させる観点から、遅くとも平成20年中にとうもろこしのザラバ化を行い、他の上場商品については、遅くとも東京工業品取引所とのシステム統合実現を機として、原則ザラバ化を進める必要がある。
- ・ 遅くとも平成20年度中に、既にザラバ化した商品及びとうもろこしについて、アジアの中核的な農産物商品市場としての役割を担うために、現在より2時間程度、取引時間を延長する（平成20年度以降にザラバ化する他の商品についても、ザラバ化と同時に時間延長を行う）必要がある。
- ・ 取引のオンライン化を推進し、特に、海外や証券会社等のプロの市場参加者が取引を行いやすい条件を整えるため、これらのプロの市場参加者が取引所に直接接続できるように、制度的な整備を進める必要がある。
- ・ システム開発・運用のコストを抑え、同時に取引所の利用者にとっても使い勝手をよくするために、農産物商品に固有のカスタマイズを必要最小限に抑えた上で、遅くとも平成22年度中に東京工業品取引所とのシステム統合を実施する必要がある。

(取組を進める上での課題)

- ・ ザラバ化を進める際には、事前に取引参加者に対して綿密な説明を行うほか、システムの運用に当たっても遺漏なきよう十分なテスト期間を確保するため、迅速に意思決定を行う必要がある。

③ 市場参加者の多様化・プロ化、取引ルールの改善及び市場監視の強化

- ・ 個人投資家に加え、当業者や国内外の機関投資家、証券会社、投資ファンド等のプロの参加者を増やすため、積極的な広報・マーケティング活動、諸規程類の英文化、ボリュームディスカウント制度導入（遅くとも平成20年度中に実施）等の環境を整え、遅くとも平成22年度末までにプロ参加者の比率を5割まで増やし、厚みのあるバランスの取れた市場参加者の構造とすることを目指す必要がある。
- ・ 海外からの顧客が我が国の農産物商品市場により参加しやすくなるように、速やかにリモートメンバーシップの導入について検討し、結論を出す必要がある。
- ・ 当業者のニーズを把握し、市場設計の参考とするため、内外の関係業者向けヒアリング等を踏まえ、各運営委員会において、値幅制限、建玉制限、受渡し制度等の取引ルールの見直しについて検討を行い順次実施することが求められるが、これらの項目については遅くとも平成21年中に結論を得る必要がある。

また、店頭商品デリバティブ取引を利用した裁定取引等のニーズについても調査・検討する必要がある。

- ・ 長期限月制度、SPAN証拠金制度等についても、顧客のニーズ等を踏まえ、商品先物取引の清算業務等を行っている日本商品清算機構（J C C H）の在り方の見直しの議論と並行して検討し、平成21年度中に導入の可否について結論を得る必要がある。
- ・ 商品市場を顧客がより利用しやすくなるように、遅くとも平成21年度中に値幅制限に代わるサーキットブレーカー制度の導入について結論を得た上で、東京工業品取引所とのシステム統合を機に速やかに導入する必要がある。
- ・ 顧客に対して多様な取引機会を提供し、また、流動性がより確実に確保できるように、遅くとも平成21年度中にスプレッド取引及びマーケットメーカー制度の導入について結論を得た上で、東京工業品取引所とのシステム統合を機に速やかに導入する必要がある。
- ・ ザラバ化や市場のプロ化、取引ルールの緩和に伴い、より一層の市場監視体制の強化、より一層の中立公正性が求められるところ、遅くとも平成21年度中に自動取引監視システムの導入について結論を得た上で、東京工業品取引所とのシステム統合を機に速やかに導入する必要があるほか、市場監視体制についても株式会社化を機に速やかに見直す必要がある。

（取組を進める上での課題）

- ・ 農産物に関する店頭商品デリバティブ取引を実現するには省令改正が必要となる。

④ 当業者及び機関投資家等にとって魅力ある商品の開発

- ・ 産業インフラとして農産物商品取引所がより活用されるように、内外の当

業者のヘッジニーズを調査し、また、取引ルールを改善し、既存商品の価格指標性を高めるとともに、商品E T Fや投資信託の運用対象に組み込まれるように、内外の機関投資家等のニーズを調査し、平成22年度までに新規商品の開発又は上場を目指す必要がある。

- ・ 商品E T Fが運用される際の参考となるように、また、我が国における価格指標としての有用性を高めるために、速やかに我が国で流通・消費されている農産物から成る農産物商品指数を開発・公表する必要がある。

(取組を進める上での課題)

- ・ 新規商品上場について主務大臣へ取引所の定款変更の申請がなされた場合にあっては、主務省は商品取引所法の試験上場制度の趣旨に則り、柔軟且つ円滑な上場が行われるよう、迅速に判断を示す必要がある。
- ・ 新規商品又は商品指数の開発・上場に当たっては、当業者や関係団体とのコミュニケーションが重要である。

⑤ その他（啓発活動及び外務員の資質向上等）

- ・ 市場参加者の多様化・プロ化の流れの中においても、個人投資家が引き続き農産物商品市場に安心して参加できるように、既に実施済みの日本商品先物取引協会の上級外務員制度と連携した「T G A（東京穀物商品取引所顧客アドバイザー）認定制度」の実施及び定期的なセミナー・講演会活動等による外務員の資質向上を目指す必要がある。
- ・ 農産物商品市場が国民にとってより身近なものとなるように、学生等を対象とした商品先物セミナー等を開催し、学生の取引所見学等について積極的に大学等に働きかけるなど、商品先物取引の普及啓発に努める必要がある。

(取組を進める上での課題)

- ・ プロ市場化を進める上で、商品投資顧問業者に加え、一定の条件を満たした外務員（T G A等を想定）や商品取引員に対して「個人の投資一任売買」を解禁することが考えられる。そのためにも、外務員又は商品取引員と個人の顧客との間のトラブルが減り、安心して取引を任せられるような環境作りが必要となる。

なお、外務員又は商品取引員に対して「個人の投資一任売買」を解禁するには、法令改正（少なくとも省令改正）が必要となる。

(2) 中部大阪商品取引所及び関西商品取引所の取組について

中部大阪商品取引所や関西商品取引所についても、本報告書の趣旨を踏まえ、市場の利便性・信頼性向上に向けた取組を行う必要がある。

中部大阪商品取引所においては、特に、これまで進めてきた株式会社化の取組を継続し、出来るだけ早い段階での株式会社化を目指す必要がある。

また、関西商品取引所においては、平成20年度の総会までに取引所内に設置している「取引所ビジョン検討会議」の報告書を取りまとめて公表する予定であり、商品指数の開発等、東京穀物商品取引所に先行して独自に取り組むことがで

きるものについては、本報告書にとらわれずに実施する必要がある。

4 研究会開催実績

第1回 平成20年1月30日（水）9：00～11：00

- （議題）
- 研究会の開催趣旨及び検討事項について
 - 商品取引所の組織・システム・取引ルールのあり方について
 - その他

第2回 平成20年2月18日（月）16：00～18：00

- （議題）
- 市場参加者について
 - その他

第3回 平成20年2月26日（火）10：00～12：00

- （議題）
- 上場商品について
 - 東京穀物商品取引所のビジョンと今後の取組みについて

第4回 平成20年3月13日（木）13：30～14：30

- （議題）
- 報告書案について

（パブリックコメント）

〔平成20年4月下旬～5月上旬 パブリックコメントを踏まえた報告書を取り
まとめ予定〕

5 研究会メンバー

座長	うえむら たつお 上村 達男	早稲田大学法学学術院長
座長代理	ますだ じゅん 升田 純	弁護士・中央大学法科大学院教授
	いわむら まこと 岩村 信	関西商品取引所理事長
	おおた しょうぞう 太田 省三	(株) 東京金融取引所代表取締役専務
	おきな ゆり 翁 百合	(株) 日本総合研究所理事
	くらすわ としお 倉沢 章夫	時事通信社編集局総務・解説委員
	さとう ひろのり 佐藤 広宣	(株) カーギルジャパン穀物グループ統括部長
	しばた あきお 柴田 明夫	丸紅 (株) 丸紅経済研究所所長
	たたら よしなり 多々良義成	豊商事 (株) 取締役相談役・東京穀物商品取引所市場管理委員会委員長
	ちの のぶゆき 茅野 信行	ユニパックグレイン (株) 代表取締役
	とだて ゆうこう 戸舘 勇幸	オリオン交易 (株) 代表取締役会長
	はやし やすし 林 康史	立正大学経済学部教授
	ひらやま けんいち 平山 賢一	東京海上アセットマネジメント投信株式会社運用戦略室チーフストラテジスト
	ふじた ひであき 藤田 秀昭	中部大阪商品取引所常務理事
	ふたや かつあき 二家 勝明	日本ユニコム (株) 代表取締役会長・日本商品先物取引協会副会長
	みずのしんじろう 水野慎次郎	カネツ商事 (株) 常務取締役・日本商品先物振興協会市場振興戦略部会 I T 化戦略諮問部会座長
	わたなべ よしあき 渡辺 好明	東京穀物商品取引所理事長

(敬称略・五十音順)

(以上)