

商品取引員の役割

——自主規制機関の重要性——

小山 良

I 商品取引員とは II 自主規制機関とは おわりに

わが国の專業型の商品取引員の役割とは、「商品取引所に上場されている諸種の先物商品について、委託者からの売買注文を、取引所において執行し、委託者の危険回避（リスクヘッジ）あるいは資産運用に供するということ」である¹⁾とされている。

しかしながら残念なことに、この商品取引員の社会的信用は非常に低いと言わざるえないであろう。そのことの理由として、①先物取引はヘッジよりも、投機を目的とした人々により多く利用され、わが国においては投機は罪悪とする通念があること、②商品先物市場はヘッジ機能の場であるとの監督官庁のスタンスが、投機抑制、商品取引員の規模抑制の方向に働いてきたこと、③過去における健全な経営モラルに欠けた商品取引員が存在していたこと、等がしばしばあげられる²⁾。

かたや1990年の商品取引所法の改正という現実もある。この改正において、(イ)委託者保護の観点からのさらなる施策の強化、(ロ)商品取引員の育成³⁾、の2点が強調されている。

上記の①は、わが国に昔から存在する儒教的道德觀によるものであって、とても短時日で解決できるものではない。これは100年位のタイムスパンで考えるべきものであるかもしれない。従って、我々がここで検討すべき

は②および③である。②は規制側の問題であって、ありうべき商品取引員が実現できれば、それなりに監督官庁もその姿勢を変更しうると思える。

それ故、本稿では、③を中心にして、つまり商品取引員側の自主規制が商品取引業界の発展につながるとの基本的スタンスのもとで議論を展開する。

I. 商品取引員とは

(1) 日米の違い

「商品取引員は、市場会員以外の者から取引所における取引の執行の委託を受け、市場と投資者とを結ぶ唯一の媒体として、投資者が形成した投資判断を確実に市場に伝達し、価格形成に参加させるべき業務を遂行する存在であり、また、投機対象に対する判断の材料として適時適切な情報を投資者に提供し、必要な助言業務も遂行する「信用情報産業」の一員である。」とされる。また、「公正な受託者としての要件は、完全競争市場に近似する市場の構成員としての要件をより一層高い条件で充足させることであり、一つは財産的要件、受託業務を健全に遂

行するに足りる財産的基盤をもち、かつ、その受託業務の収支の見込みが良好であること、二つが公正・的確性の要件、受託業を公正かつ的確に遂行することができる知識および経験をもち、かつ十分な社会的信用をもつことである。」とされる⁴⁾。

しかしながら、ここで市場参加者の責任が軽視されるべきではないであろう。市場参加者的心構えとしては、取引に関する仕組みや市場リスクについての知識とともに、公正なる受託業者であるかどうかを見分ける目が必要である。商品取引員については、日本では許可制、米国では登録制を採用している。

米国の場合、一定の登録要件を満たせば誰でも登録できる。従って、登録会社が市民の取引を保証するものでもなければ利益を保証するものでもない。政府が取引会社に関する照会には応じるが、取引会社の選択については投資者の自己責任において行わねばならない。

かたや日本の場合は、「主務大臣許可」ブランドを一定要件を満たす商品取引員に与えている。このブランドを所持する商品取引員であれば、一応公正な受託業者であるとするものである。しかし、主務大臣の許可を受けている商品取引員であっても、米国の場合と同様、政府が市民の取引を保証したり利益を保証したりするものではない。許可を受けた商品取引員であっても、業者間の比較が行われ、情報サービスを含め、顧客中心のサービスが提供される商品取引員が選択されるべきものである⁵⁾。

先物取引というのは、勝つこともあれば負けることもあるわけである。株式のように全員が勝者になるようなことはあり得ない。このように考えてみると、「主務大臣許可」ブ

ランドなるものは委託者に勝ちを保証するような錯覚を与えるおそれがありはしないか。「主務大臣許可」ブランドよりは投資家の自己責任に訴える方策を探らないとわが国においては先物取引の真の理解は永遠に不可能と言えそうである。

(2) わが国の商品取引員経営

(a) 当業者主義

商品取引員になるためには、商品取引所の会員資格が必要（商品取引所法44条1項2号）である。この会員は当該商品の当業者（=上場商品の売買、売買の媒介、取次若しくは代理、生産又は加工を業とする者）でなければならぬ（23条1項1号）。

この行政側の姿勢には、商品先物市場の存在意義はリスクヘッジであって、それ故、この市場は当業者のためにのみ存在するものであるとの認識がある。しかし、商品取引所の会員および一般市場参加者にまで当業者主義を拡大して考える必然性はないであろう。世界の主要商品先物市場に共通してみられる現象は、ヘッジャーよりも投機家の方が構成比率が高いという現実である。また、投機家はヘッジャーのリスクを進んで引き受ける存在であり、これの排除は先物市場の存在価値の否定につながるおそれがある⁶⁾。

監督官庁の行政スタンスは、①当業者主義にもとづく監督行政の強化・徹底、と②投機の抑制、である。①の考え方のもと、行政官庁→商品取引所→会員を強い規制の絆で結びつける。②は当然徳川時代以来の投機=道徳的悪という儒教的モラルであって、こういった引きずりは商法上の問屋の定義（551条）にもみられる⁷⁾。

(b) 戦後の商品取引行政の歩み⁸⁾

昭和25年の商品取引所法制定の頃は、連合軍による占領下にあり、すべてに米国流の民主・自治が存在していたと思われる。それが朝鮮戦争後の不況との絡みで昭和27、29年の二度の法改正の折りには、極めて消極的・保守的な行政姿勢に転換したと思われる。わが国の流通政策もこの時期、中小小売商保護のための独占禁止法の運用緩和がみられる（再販売価格維持制度の一部容認）。御上による一般中小の保護である。これと同じような思想が商品先物取引行政にもみられた。一般投機家保護のための投機の抑制、商品先物市場不拡大方針である。

これを決定的にしたのが、昭和42年の商取法改正である。これにより、商品仲買人は商品取引員と改められ、従来の登録制は許可制になった（昭和30年代の商品仲買人と顧客との間の紛議の急増も大きな一因である）。

かたや証券の方は、昭和36年をピークに株価が急落→証券業者の経営悪化などを経て、証券業者の経営体質などを是正し、業界を再建すべきとの判断から、商品業界と同様、従来の登録制から免許制への改正があった（証券の方にも紛議は存在していた）。

その後の昭和40年代の両者の違いは、証券の方は行政が「手を貸す」という対応であったが、商品の方に関する「何をしてかすかわからない」という姿勢であったといえる。その背景には、日本経済における両者の重要性の違いであったと断言できよう。

つまり、商品業界は昭和30年代の大衆化路線で、業容を大きく広げることができたが、あまりにも急激な大衆化は大きな歪みを生み出し、社会的にも厳しく指弾された。その延長線上に昭和42年の商取法改正がある。

昭和40年代後半の許可制移行、金の私設市

場横行、先物市場取引員を装った詐欺的悪徳業者の暗躍など、商品取引員はまさに「冬の時代」を経験するが、昭和60年代になると環境の一変がみられる。それらは、①昭和60年の国債の先物商品化による「先物」への社会的認識の変化、②金融先物の発展に焦慮を感じた通産・農水両省の商取法全面見直し、である。

その結果が平成2年6月の商取法改正であるが、これによって商品取引員に対する行政の姿勢が大きく変わった。つまり、商品取引員、特に專業型商品取引員の育成強化である。以前の商品取引員不拡大政策からの180度転換である。

この転換の根拠は、商取法改正がこれまで以上の、①国際的リスクヘッジ機能と②先行価格指標の形成、を求めたからである。①および②を達成するためには、当業者のヘッジ玉のみでは不十分で、大衆参加が前提となり、委託者の保護が十分なされる必要がある。

この委託者保護の徹底には、①委託者資産の分離保管の完全実施、のほかに②大衆投機家の売買注文を受託する專業型商品取引員の経営健全化が急務であり、一つの有効な方策としては経営規模の拡大である。

そのため、改正商取法は最低資本金制度を導入し、商品取引員を1種と2種とに分けて、第1種商品取引員は最低5億円の資本金が必要であり、これは大手專業型商品取引員の育成を行政官庁が志向したことを意味する。

平成3年に制定された商品ファンド法は、商品取引員にも参入が認められており、既に若干の商品取引員が販売業者としての許可を得ている。さきの第1種商品取引員の最低資本金に比べ、商品ファンドの設立・管理・運用・販売業者はその2倍の10億円である。つ

まり、将来的に国際的な受託業務を含む大規模商品取引員の育成を行政官庁は志向しているのである。

これに対して、最近の商品取引員の動静はどうであろうか。

(c) 専業型商品取引員の対応

商品取引員の規模が証券業者と比べても弱小であったのは、監督官庁の不拡大政策によるものである。また、平成2年の商取法改正以前は、商品取引所の会員および商品取引員は株式会社組織であることを制度上要求されていなかった。

しかも、大部分の（専業型）商品取引員は昭和20-30年代に個人によって設立された典型的なオーナー所有、オーナー経営であり、「開かれた企業」という観念が希薄で、もっぱら利益をあげてはそれをオーナーおよび経営者が吸い上げるという図式であった。

ところが、昭和60年代以降、金融先物取引が順次わが国に導入され、商品を含む「先物」取引の経済的重要性が強く認識されるようになると、通産・農水両省は商品取引員の育成・強化を意識し始めるようになった。

これに対する商品取引員側の対応は、資本規模の拡大と株式の公開・上場であった。商品取引員の資本規模拡大の目的には大別して、①第1種商品取引員の資格を得たい、②業界のリーダーを目指す、の2点である。

専業型商品取引員上位5社の資本金はこの4～5年間に6～9倍に拡大している。バブル崩壊で、多くの産業が停滞を余儀なくされている中で、商品業界の経営規模の拡大は、「先物」に対する社会的需要を企業経営的に判断したものである。また、増資の方法としては、第三者割り当てによって社外から出資を仰ぐ形をとっており、銀行、証券会社など

が商品業界を成長産業と認識している可能性を読みとれる。

この外部の株主による増資は、オーナーと従業員による「閉鎖的企業」から「開放的企业」へと脱皮する方向性を示唆する⁹⁾。

以上がわが国の商品取引員の歴史的概観である。以下では、米国における専門的・職業的市場取引者を紹介してみる¹⁰⁾。

(3) 米国の先物・オプション業者

米国の取引所の立会場で売買を行い、顧客注文を執行できる先物・オプション業者は、それぞれの会員資格を持つ者に限られるが、会員には、①自己資金で会員権を取得する者、②会員会社から融資を受けて会員権を保有する者、③単に会員権を借り入れている者、と様々である。また、会員であっても、①自己の勘定においてのみ売買、②顧客注文を合わせ執行する、③顧客注文のみを執行、④利殖目的での会員、などがある。

米国先物業界で活動するためには商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC)への登録が必要であるが、先物・オプション取引に関して大衆と取引したり、助言を与える業務に従事する者は、商品取引所法と委員会規則によって、登録が義務づけられている。法と規則は、業務の内容によって次の7種に分類している。それらは、①FCM、②IB、③CPO、④CTA、⑤AP、⑥FB、⑦LTM、である。

実際の登録は、自主規制組織「全国先物協会」(National Futures Association, NFA)によって、申請書の受理・審査・承認が行われる。その目的は、申請者が先物業務の専門家として適格で、その活動が連邦規則に基づいて為されるものであるかをチェックす

ることである。

(a) F C M (Futures Commission Merchants)

これは、先物・オプションの売買注文を勧誘、注文を執行、顧客から金銭等を預かる者である。登録のための一般的手続きには、①申請者の組織の詳細 (Form 7-R)、②申請会社の役員の経歴 (Form 8-R)、③CFTC 規則が定める最低資産要件 (Form 1-FR) の提出が必要である。FCMが遵守すべき要件は以下の通り。

(イ) 最低資産要件……CFTCとNFAの規則が課す要件は、①FCMが取引所会員の場合5万ドル、非会員の場合10万ドル、②分離保管顧客資金の4%、③SECにもブローカーあるいはディーラーとして登録されている場合は、SEC要求の純資本額。

この資産要件を守らせるための制度としては、「早期警告システム」および「早期警告通知」が存在する。

(ロ) 顧客勘定分離要件……顧客資金は顧客に帰属するものとして分離しておかねばならない。かつたFCMは、顧客資金を米国債あるいは元本と利子の保証されている証券以外には投資できない。

(ハ) 顧客保護要件……顧客に対して誠実かつ公正なサービスを提供せねばならない。一例として、1991年5月20日より、6ヶ月間毎日、売買が平均1万枚あるFCMは二者取引 (FCMによる自己勘定と顧客の勘定による両方の取引) をすることができない。

(ニ) 記録保持・報告要件……略

(b) I B (Introducing Brokers)

I Bの制度は1982年の商品取引所法改正に

よって導入された。IBとは、先物・オプションの売買注文を勧誘し、注文を受けるが、顧客の金銭等を預からない者である。

NFAの定めるIBの最低資本金要件は2万ドル。IBが取引所会員である場合はこの限りではなく、FCMがIBの保証を行った場合は減額できる。

(c) C P O (Commodity Pool Operators)

多くの人たちから拠出された資金を先物・オプションで運用し、勧誘する者 (但しプール全体への資金拠出額20万ドル以下、1プールへの参加者15人以下の場合、登録不要)。

(イ) 開示義務……CPOが顧客に対してプール参加を呼びかけるに当たっては開示書類の交付が必要であり、その開示はCTA (後述) 以上に詳細であらねばならない。

(ロ) 記録保持・報告要件……この要件の他に、CFTCはプール参加者の拠出資金分離保管要件を課している。

(d) C T A (Commodity Trading Advisors)

これは、商品売買の決定あるいは価格について専門的な助言を与える業務に従事する者である。

登録に当たっては、申請者とその従業員、法人の場合は出資者と従業員の詳細など、その申請にはCTA、AP、FBと同様、指紋と申請手数料が必要。

(e) A P (Associated Persons)

先物取引の実際を担当する者で、多くの先物市場参加者および投機家はAPを通じて注文を出す。日本の登録外務員に相当する。

(イ) 登録……FCMと同様の登録手続きを踏むが、当然のことながら最低資本要件を満たす必要はない。

(ロ) 適格性と顧客保護……APに対する教

育、経験、筆記試験などの要件は、法においてNFAが定めている。FCMはAP監督の全責任を負い、APは複数のFCMやIBに所属することはできない。

(iv) APの自己売買……FCMの多くはその従業員APに対して自己の勘定で売買することを認めているが、禁止しているFCMもある。

(f) 立会場ブローカー=FB(Floor Brokers)

取引所の立会場において実際に売買執行をする者で、取引所の個人会員である。1枚当たり比較的僅かな手数料で、FBは注文を執行する責任を負う。

一般にFBは、個人営業の形をとっており、1人のFBが特定のFCMの注文を扱う場合もあれば、多数のFCMや会員から注文を受けている場合もある。

登録に関しては、FCMと同様であるが、当然最低資本要件は課されない。

(i) 競争売買要件……FBによる注文執行は競争裡に行わなければならない。法は、FBが顧客の注文を呑んだり、仮装売買をしたり、突合せ売買をしたり、馴れ合い売買をしたり、架空売買をしたりすることを禁じている。

(ii) FBの自己売買……FBは、自己が利害関係をもつ取引をすることを禁止されていないが、1974年の法改正においてFBの自己売買を禁止すべきであるか否かの決定および（もし禁止しないのであれば）この種の売買を規制する規則を制定する権限をCFTCに与えている。CFTCは今日までFBが自己売買に従事することを禁止していない（現在、立会場で執行された取引をすべて1分以内に記録することによってFBの自己売買を規

制しているようである）。

(g) レバレッジ取引商人=LTM(Leverage Transaction Merchants)

レバレッジ契約とは、現物商品の長期にわたる買付契約であり、顧客は買付約定総額の約20%を分割払いし、倉庫料、金利と証拠金を納めるもので、残額は受渡し時に清算する（このレバレッジ取引商人は1990年度末でわずか1社）。

現在認められている商品は貴金属のみで、規則ではLTMは純資本250万ドル、顧客に対して契約受注後3日以内の注文取消の権利を与えねばならない。

(h) その他

外国会社の場合、別の登録が必要である。FCMの場合には、米国に居住し、事務所を設け、APとして登録された者が運営せねばならない。

FBはイリノイ州、ニュージャージー州、APはニューヨーク、カリフォルニア、イリノイ、ニュージャージーおよびフロリダ、テキサスの各州に多い。

以上簡単にまとめると、上記(g)を除けば、FCMはわが国の商品取引員に、APはわが国の登録外務員に相当する。CPOとCTAはわが国でもヘッジファンド等が成長すれば、十分に将来考慮すべき存在であるわけだが、ここで注目すべきはIBとFBであると思う。IBは以下で述べるとして、FBは市場の流動性と先物市場における自己責任原則の精神的徹底のためにもわが国が考えていくべき存在であると思う。

(付) IBに対する考え方¹¹⁾

(A) 受託業務を営む資格

アメリカのIBは、顧客から受けた売買

注文を商品先物取引業者に取次ぐ業者である。

I Bに関しては、龍田教授が説得力のある説を展開しておられるので、やや長いがここで紹介しよう。

教授は I Bを考えるに当たり、「商品受託業務を営む資格」から論を始めている。

商品取引員として許可を受けるには、形式的な基準と実質的な基準があり、後者には主務大臣の裁量が働く。

- (イ) 形式的基準……①会員であること、②取引所の取引員定員枠を超えないこと、③第2種商品取引員は法人であればよいが、第1種商品取引員は資本金5億円以上の株式会社であること。
- (ロ) 実質的基準……①財産的基盤、受託業務の収支見込みが良好、②受託業務を公正・的確に遂行できる知識・経験および社会的信用、③地域における経済の状況に照らし、受託業務が必要かつ適当であること、である。

昭和25年制定の商品取引所法は受託業務を行う者を商品仲買人と呼び、登録制をとった。資格要件は、①会員、②主務省に備える商品仲買人登録簿に登録すること。主務大臣が登録を拒否する事由は、純資産額の不足、申請書の虚偽記載などに限られていた。

昭和42年法改正により、登録制は許可制になり、名称も商品仲買人から商品取引員になった。この規制強化が必要になった背景は、「委託者との紛議の頻発」という事態は、商品仲買人の積極的な営業活動により多数の一般大衆が商品取引に参加したことによるが、商品仲買人のうちには、資力が乏しく、営業姿勢に問題のある者も多

い」から、上記(ロ) ①、②が資格許可要件となった。

昭和42年改正はまた、登録が商品取引所ごとであったのを上場商品ごとの許可制に変更した。これは、当業者主義を強めることとなった。

同改正は許可制が無期限であり、商品取引員をめぐるトラブルが減らなかつたので、財務基準を引き上げるだけでなく、許可に期限を付し、一定期間ごとに見直しが必要と指摘された。その結果、昭和50年改正で商品取引員の許可は4年毎に更新すべきものとされた。

昭和42年改正から実質的に変わっておらず、最重要なものは、財産的基礎・収支見込み、知識経験・社会的信用および地域的合理性に関する基準で、いずれも裁量の幅が広く、実質的要件である。

- (イ) 財産的基礎・収支見込み……受託業務を健全に遂行するに足りる財産的基礎と、受託業務の収支の見込みが良好である必要（商取法44条1項2号）。
- (ロ) 知識・経験・社会的信用……受託業務を公正・的確に遂行する知識・経験と十分な社会的信用が必要（法44条1項3号）。
- (ハ) 受託業務の地域的合理性……営業所開設地域の経済状況に照らし、申請者の受託業務が必要かつ適当であらねばならない（法44条1項4号）。
- (ニ) 証券・金融先物の基準との比較……以上三つの条件は、証券会社の免許基準として規定されるところと同一（証券取引法31条1項）（これについては、証券不祥事を契機に証券行政のあり方を検討した行政改革審議会が、新規参入を促進さ

せる観点から、具体化・明確化の方向で見直す必要があると説いた。つまり、有効かつ適正な競争の促進が必要との考え方から、現行の免許制について、既存業者の保護に偏る結果になってはならず、免許基準の具体化・明確化を徹底し、免許申請に関わる審査も透明性を向上させ、競争促進のための新規参入の実現を図る)。

なお、金融先物取引業者の基準には、上記(イ)の基準はない（金融先物取引法59条1項）。

平成2年の商取法改正によって、商品取引員の許可に規模による区分がもたらされた。外務員数130人未満の第2種商品取引員は法人であればよいが、130人以上の第1種商品取引員は資本金が5億円以上の株式会社であらねばならない（41条2項・44条1項1号の2、商取法施行令4条・5条）。

理由は商品取引員の二極分化である。一方は大手専業型商品取引員、他方は現物兼業型商品取引員であり、区分基準の外務員数130人は専業型商品取引員の外務員数の平均を参考にしている。

資本金1000万円以上であれば株式会社になれるが（商法168条ノ4）、第1種商品取引員には5億円以上の資本金が要求される。この理由の一つは、経営基盤の確保である。また、この規模の株式会社には会計監査人による監査が強制される（商法特例法2条）からである。

(B) 委託取次業者の排除

証券や金融先物取引については可能であるが、商取法では、商品市場での取引の委託の媒介・取次ぎ・代理を営業とすること

を禁止している（145条の2。罰則、155条7号）。証券や金融先物では、取引所の会員でない受託業者が存在するが、商品先物ではそれができないことの理由として、「……商品市場においてはこの業務のみを行うことの認める利益はそれほど大きくなき」とされているが、果たしてそうなのか。また、証券や金融先物の分野でのこれの利益は何なのか。

明治26年の取引所法制定当初は委託の媒介等を禁止する規定はなかった。大正3年改正により禁止されたが、その理由として①地方の善良なる風俗を害すること、②店舗が取引所相場により単なる差金授受の場所となり、①を助長する。

昭和25年商取法では、売買取引の取扱いをなす場所を1カ所に限定するのをやめ、受託取扱場所の制限を緩和した。しかし、「商品市場における売買取引の委託の媒介、取次及び代理は、商品仲買人でなければ」ならない（93条）とした。

昭和42年の商取法改正法では、商品取引員の許可制を導入し、「何人も、業として、商品市場における売買取引の委託の媒介、取次ぎ又は代理をしてはならない」（145条の2）とした。理由は、委託の媒介を放置すると、受託業務ならぬ『委託の媒介等』を行う営業所の開設、あるいはその勧誘が行われ、許可制の運営上好ましくないので、許可制採用と同時に禁止することになった。

平成2年の商品取引所審議会答申は、「我が国商品市場を国際的に通用する市場とするための基盤整備」の一つとして、「……海外からの受託業務に関しては、取次禁止規定が適用されない」こととし、平成2年の法改正はこれを受けて商品取引員

の受託業務の範囲を広げている。

それでは、委託取次業者は排除すべきなのだろうか。上述したように、他の分野では認められている委託取次が禁止されている理由は何か。龍田教授は、「商品先物取引が商品市場外で行われると、過大な投機を刺激し、規制が及ばず秩序が乱れることに懸念されているからか。注文を呑んでしまう危険は取引員にも存在する。にもかかわらず、取次業を認めないのは監督省庁の仕事の負担の増大によるものと思う。」と説いている。

従って、IBは本稿のテーマを若干逸脱するが、商品市場の活性化と投資家の自己責任原則の徹底のためにも、商品取引員の在り方と一緒に考えていくべき対象である。

(4) 先物・オプション業者の組織と運営

一般にブローカレッジ・ハウスあるいはコミッショナ・ハウスと呼ばれる仲買店（日本の商品取引員）はすべて、FCMとしてNFAに登録している。

1969年420社あった仲買店は1989年9月末現在355社に減少しているが、店舗数は2544店から4166店に増加し、従業員も大きく増加している。

仲買店の内部は（営業活動を行う）フロント部門と（決済業務、顧客管理を含めた事務処理を行う）バック・オフィスに大別される。

一般に、大規模仲買店の組織は、①金融先物・オプション部門、②農産物先物・オプション部門、③エネルギー先物・オプション部門、④金属およびソフト先物・オプション部門、⑤ポートフォリオ運用部門、⑥取次ぎブローカー・代理店部門、⑦国際市場部門、⑧顧客サービス・管理部門、から成る。

(5) 先物・オプション取引の実際

(a) 顧客勧誘ガイドライン

FCMは顧客注文の勧誘に当たってFCMやAPが遵守せねばならない三つのガイドラインを設けている。

(i) 顧客熟知義務……すべてのAPは、各顧客の推定年間所得、純資産、過去の投資経験を含む財産状況を把握せねばならない。各FCMはその様式を決めており、記載内容として社会保障番号、納税番号、持ち家・借家の別、職業、投資目的などが含まれる。この情報の入手後、顧客には先物のリスクを説明し、危険開示書面を交付し、顧客の署名を得ることがCTCにより義務づけられている。

(ii) 広告規制……「先物取引は誰にでも適する」と述べたような詐欺的文書の配布、高圧的な販売手段などを禁止した規則の中で、あらゆる形態の顧客とのコミュニケーションについての制約が含まれている（NFA遵守ガイド）。

(iii) コスト開示規則……APは、NFA規則によってすべての顧客に対して先物取引のコストに関する資料を提供せねばならない。売買往復手数料のほかに、諸掛かり、経費がある場合には事前に書面で顧客に知らせておく義務がある。

(b) 売買証拠金と分離保管

一般に顧客は取引所が定める証拠金の150ないし200%、あるいは建玉商品の価格変動が激しい場合にはこれ以上をFCMに預託せねばならない（この証拠金をハウスマージンと呼ぶ）。各FCMは顧客別に純資産、年収などに応じて当初証拠金を設定、建玉の限度を定めている。

清算会社の会員であるFCMとそうでな

い FCMとの違いを述べれば、まず清算会員の最低資本要件は数10万ドルであり、先物契約の決済業務はすべて清算会員を通じる必要がある。それ故、非清算会員は清算会員にこの業務を委託し、基本証拠金と変動証拠金を預託する。

FCMは顧客から預かった証拠金を分離勘定 (segregated account) という (FRB加盟) 銀行に設ける特別口座に保管せねばならない。この口座開設の申請は銀行と CFTCに提出し、銀行が受理した場合に FCMと CFTCに通知される。顧客資金は法と規則により、FCMが自己の勘定と分離・計上、保管せねばならない。FCM、清算会員および清算会社は分離勘定の資金を確定利付証券に限って運用、(顧客との特約がない限り) 利子と運用益は彼らの収入とすることができます。

(c) 売買注文の種類と執行

ストップ注文は通常建玉を手仕舞うか、新たに建玉する場合に用いられるが、CFTCはいかなるブローカーもストップ注文の執行を確約してはならず、顧客にもその執行を期待すべきではないとし、その旨が危険開示書面にも記載されている。

(d) 先物・オプション市場の参加者

穀物商品の大衆投機家が全米のあらゆる職業、階層にまで及んでいた当時と、今日の金融商品が主役となっている時代とでは、市場参加者も相当に変化している。金融商品の先物やオプションでは機関投資家の占める役割が大きく、大衆投機家の地位は相対的に低下している。

アメリカの先物市場では、ヘッジ目的の売買と投機目的の売買とが制度上分離されている。ヘッジを必要とする数量以上の建

玉は投機として分類され、ヘッジか投機かの認定は取引所の審査によって行われる。

- (e) 先物・オプション市場の規制
- (f) 商品先物取引委員会 (CFTC)

1936年の商品取引所法は商品先物取引所に関する基本的な連邦法であり、1974年に全面改正されるまで法は特に定める農産物商品のみを規制していた。

1974年の改正商品取引所法は、商品の定義に従来規定していた商品のほかに「現在または将来取引される一切のサービス、権利および権益」を加えた。この改正とともに CFTCが創設され、米議会はこの独立した政府機関に対して先物市場規制に関する広範な管轄権を与えた (CFTCは議会が年限を定め、その存続を見直すという形の政府機関である)。

(g) 全国先物協会 (NFA) の組織と運営

1981年9月22日、CFTCは先物市場の自主規制機能を果たす登録先物協会として NFAを指定、1982年10月1日正式に業務を開始し、FCM、CTA、CPOおよびこれらの従業員APの登録業務については1984年12月3日CFTCから引継ぎを終えた。登録業務には申請者の指紋をとったり、確認審査のためのFBIへの照会といった事務処理が含まれている。

1988年6月30日現在、NFAの会員は、FCM363、CPO810、CTA704、IB646、その他20、AP5万5767人である。1988年度では、1万7757の指紋カードがFBIに送られ、3万988件のSECチェックがあった。

NFAがもつ重要な機能としては、会員および従業員の登録に加え、(特に商品取引所の会員でない) FCMの財務状態の監

査、顧客とNFA会員間における商品先物紛議の仲裁、NFA業務行為規則の履行監督が含まれている。取引所は経費の節減をはかるためNFAに対して仲裁、監査および規則遵守の責任を委任することができる。NFAが自主規制規則の変更、追加をするときは当然のことながらCFTCの承認が必要である。

NFAの目的は、「大衆の信頼を得、連邦政府の干渉を抑制し、スキヤンダルを防ぎ、議会の過大な反動を排除し、大衆の保護、業界発展に資するために、取引所の規制プログラムの適用を受けない関係者に対して自主規制の強化をはかる」ことにある。

この目的を達成する活動として、次の6項目を定めている。

- (a) 公益
- (b) 財務基準
- (c) 仲裁
- (d) 適格性基準
- (e) 顧客保護
- (f) 非会員との業務

NFAによる自主規制の実績は、CFTCを通じて議会に提出することが義務づけられている。事務局の職員数は88年9月末現在320人であり、法令遵守と登録業務に約70%が充てられている。

(iv) NFAによる登録業務と紛議仲裁業務

商品取引所法とCFTC規則は、商品先物・オプションの売買について大衆に助言を行ったり、取引を行う者の登録を要求している。この業務がCFTCからNFAに移管される以前は、CFTCの売買・市場部がこれを担当していた。

登録要件は既述したが、申請書の処理は承認を与えるかどうかを判断するための申

請者の経歴チェック、適合性、適格性に関して幅広い審査を行う。

紛議処理については、NFAは仲裁規約を制定している。また、仲裁業務に関しては一定の手数料を徴収している。NFAによる仲裁活動は、先物取引の増加とともに増え続けており、顧客との紛議が裁判所に持ち込まれた場合、経費と時間を要するため、NFAに持ち込まれる件数が逐年増加している。

(e) 先物（産）業協会（FIA）

NFAのような法にもとづく自主規制組織のほかに、私的な先物業界関係者の団体「先物業協会」(Futures Industry Association)がワシントンにある。これは、1955年にニューヨークで発足した「商品取引所会員協会」が1975年に改組されたものである。

FCMを正会員とし、取引所、銀行、法律事務所、会計事務所などが準会員として加入し、海外の先物業者は国際会員となっている。

FIAは独立した先物教育機関、先物業研究所を設けて、会員への情報サービスの提供、登録申請者の研修、国内・国外における先物コンベンションの開催、個人投資家の啓蒙活動を展開している。

(f) まとめ

上記(a)～(e)に関して、日米の違いと映るところは、①清算会社の存在、②ヘッジ目的売買・投機目的売買の別、③規制機関……特にCFTCの存在とNFAの優れた点、といったところであろう。それ以外は、日本の商品取引業界も米国と同様の努力を傾けていると思われる。

清算会社の存在とCFTCの存在は特に

重要であり、わが国でもこの二つの機関を設ければ、商品業界の魅力度は速やかに向上することは確かなのだが、本稿では以下、NFAの優れ点を紹介しよう。

II. 自主規制機関

ここにおいて重視されるべきは何か。投機に対する国民性の違いを認識しつつも、日米の先物市場の差をつくり出したのは何であったのか。それを考察するために先ず米国先物市場の大きな特徴を述べてみよう。(そして、この命題を追求していくと自然と米国先物市場の自主規制機関NFAの姿がクローズアップされるのである。)

(a) 米国市場の財務的保全性¹²⁾

米国先物市場の成長を支えたものが先物市場の財務的保全である。先物契約での取引は明らかに、価格変化に関係するリスクを含むが故に、市場参加者は自己の資金の保証に関してはあまり関心をもたなかった。先物取引会社の破産による顧客の損失は、本来存在しなかった。実際、このような損失は50年以上にわたって、毎年会員会社の破産を弁償するために「証券投資家保護会社」が支払った金額より少ない。

先物市場への参加を考える人にとって、このすばらしい財務的堅固さの背後にある理由が何であるかは知るに値することであろう。それらは：①日々現金決済、②証拠金要求、③取引清算会社……先物契約の各買いが対応する売りにマッチしたとき、取引所の清算組織は「すべての売り手に対する買い手、すべての買い手に対する売り手」になる。目的は、日次ベースですべての利益を支払い、すべての損失を集約する

ための機構を供給することである。④資本金要求、⑤分離保管、⑥市場ポジションの転換……もある企業が顧客資金の安全を潜在的に危うくしそうな財務状態にあると判断されれば、即座に経営を止めさせ、市場にあるすべての顧客建玉を財務的に堅固な企業に移す。これは、顧客が証拠金の払い戻しを要求したときに即座に返金が可能となる措置である。⑦規制……米国先物産業の規制は主として自主規制である。先物規制に関する全支出の中で、コストの3／5は現在、取引所と1982年に議会の承認を得て設立された業界の自主規制組織であるNFAによって支払われている。自主規制の目的は、一般大衆を相手にして先物取引業務を行う者がプロ的、倫理的、かつ誠実に業務を行うことを確保するためである。

以上の理由の中で、我々が注目すべきは③と最後の⑦であろう。③の考察は他の機会に譲るとして⑦をもう少しみてみると、

「NFAの責任は、先物業界で業務を行おうとする人物をスクリーニングし、チェックし、登録することである。NFAと取引所は業界規則の遵守を監査し強化する責任を有する。これらの規則の中には、財務要求、顧客資金の分離保管、会計手順、販売活動、および取引所内でのフロアトレーディング慣行を含むものである。……先物取引会社の破産による顧客損失に対しては何等の保証もないけれども、上記のメカニズムは米国先物市場の財務的保全を確保するために企図されており、事実、顧客損失のリスクを最小限にしてきたものである。」

(b) 仲裁（mediation）業務¹³⁾

紛議はどのような産業でも起きるし、先物取引でも例外ではない。毎日平均100万

以上の先物契約が取引されるので、顧客、企業および個人間で衝突が起きるのは避けられない。仲裁の目的は、当事者間で解決できない紛議を公正で平等に解決する方法を提供することにある¹⁴⁾。

NFAは1983年以来商品先物業界における紛争を効果的に解決してきた。NFAによる仲裁は、一般的な訴訟やその他の紛争解決方法よりも安く、迅速で、決して堅苦しいものではない。今ここに成功する仲裁プログラムを実施するために、NFAは仲裁プロセスの初期の段階にmediationを組み込んで、仲裁プロセスをより安価により効果的なものにしている。

mediationとは、紛争の当事者たちが意見の不一致についてお互いに話を持ち、お互いに折り合える解決法を見出そうとする自発的なプロセスである。mediatorという中立の立場にある人が当事者たちが話し合う場をもたせる。mediatorは、小さな不一致によって脇道にそれることのないように、当事者たちが主要な紛争を解決するための共通のゴールに焦点を合わせるようにしている。

mediation部門は、すべての当事者と直接にあるいはテレビ会議を通じて接触する。mediatorもまた、個別に各当事者と話を持ち、当事者間にある敵意がオープンなコミュニケーションに影響を与えないようにしている。mediationは、創造的な解決を目指して当事者間の議論と交渉を促進させるものである。

すなわち、NFAのmediationサービスは、投資家に高度に熟練したプロのmediatorを紹介する。mediation部門は、両当事者にとって便利なように、国中多く

の場所で適正な料金で行われており、電話での相談も受け付けている。もし投資家が解決に至らなければ、投資家は常にNFA仲裁者による仲裁ヒアリングを開始することができます。

もし投資家が正しいことを証明し、取るに足らないクレームを思いとどまらせたければ、仲裁を選ぶべきである。もし投資家が話し合いを持ち、直接的な交渉によってそれが可能であるのならば、mediationは投資家にとって適切ではない。しかし、もし投資家が交渉の中で行き詰まってしまったならば、mediationは、首尾良く解決に到達したいとする当事者を助けるに適切な方法である。

仲裁手続き前にmediationという形の簡素な仲裁手続きを備え、多くの投資家の便に供している。

(c) NFAのこの10年（1982-1992）¹⁵⁾

(i) 遵守(compliance)

議会によって最初に承認されたとき、NFAは業界倫理基準を施行することを約束した。この約束を守るために、NFAは、広告、電話勧誘、追加的な危険開示、厳格なルールを採用した。NFAはこれらの規則が何人かのNFAメンバーには新しい不慣れな会計およびビジネス慣行を課すことになることを十分に認識していたけれども、市場参加者の全員が同じ規制に服することが重要であった。

しかし規則は、それを施行する能力次第であり、それ故、NFAスタッフの半数以上がその機能の達成に直接的に関係することになる。遵守部門のメンバーは定期的にNFAメンバーの監査を行い、財務状況や顧客資産の分離状況を分析し、顧客の苦情

やその他の悪評をレビューする。

登録分野と同様、コンピュータ技術が遵守プログラムの能力および効率性の強化に重要な役割を果たしてきた。1985年に、NFAは、かつて年毎に行われていた機能の自動化および強化のために、財務分析、監査、遵守追跡システム（FACTS）を運用した。このシステムは、NFAメンバー企業に関する最新の情報を維持させるものである。このデータには、管理下の顧客資産額、懲戒歴、顧客からの苦情、財務状況、企業管理経験などから成り、この情報を分析して、NFAは監査に役立てている。

遵守事項2-29「公衆とのコミュニケーションと販促資料」の適用に関して、NFAはその販売慣行監視を強めた。メンバー企業は、その使用前にNFAの販促資料レビュー班に販促資料を提出する。遵守部門の調査者は、広告に対応し、潜りの業者の勧誘をわざと受けるために顧客になりすましたりする。そしてNFAのスタッフは州の証券規制者やその他の行政機関と連携して、直接的にはNFAの管轄に来ないような事例を調査している。

「我々はNFAに感謝したい……R社やG社の刑事訴追における価値ある援助に。R社は貴金属テレマーケティング会社であったが、顧客から250万ドルをだまし取った。NFAは我々の事務所に多くの必要な情報を提供した。（後略）」（オレゴン州副検事）。

規則開発および施行後の効果的な遵守努力における第三の本質的要素は、規則に反した企業および個人に対して適切な行動をとる能力である。NFAはこの10年で非倫理的な行動を断じて許さないことを明示し

た。

顧客あるいは市場を守るために直接的な行動が必要である場合を除いて、大抵の懲戒活動は、NFAメンバーから成るNFAの三つの地域ビジネス実行委員会の一つによって行われる。懲戒活動は警告文書から規則違反が刑事訴追に相当するような場合における公式な「告訴」(complaints)にいたるまで様々である。「告訴」の場合の罰則は、除名、一定期間の業務停止、NFAメンバーとの将来の関係の禁止、検閲、譴責、1違反につき最高25万ドルの罰金である。

もし違反が顧客あるいは市場に切迫した脅威を与えるならば、NFA会長は理事と一緒にになってメンバー責任活動を指揮せねばならない。このことは、メンバー権の停止、顧客および企業資産の凍結、付加的な顧客資産の受け入れ禁止、特別な場合を除く取引の制限といったものである。

新しい倫理的な活動規範を開発し、規則遵守のために企業運営を監視し、規則に反した企業には懲戒活動を行うにせよ、NFAはすべての先物業者から最高のプロ基準を要求することによって、投資家保護を擁護し続けるものである。

(ロ) 調停(arbitration)

1974年CFTC法の17条(b)(10)は、先物産業によって創設されたすべての自主規制組織は「顧客の苦情およびすべてのメンバーあるいはその従業員の苦情の解決には調停あるいは他の方法を通じて、公正で、公平で、迅速な手続きを提供せねばならない」と命令した。NFAが1982年に調停プログラムを開発し始めたとき、その目的は、先物関連の紛議を解決するために、顧客に対

して、非公式で、便利で、お金のかからない、そして迅速な方法を提供することであった。幾つかの要因がこのプログラムの成功に寄与した。

おそらく最も重要なことには、NFAメンバーはもし顧客がリクエストすれば、紛議を調停することを要求されることである。第二に、要求者は、何らかの法律あるいは規則が破られたことを証明する必要はない。第三に、要求者は先物産業に関係する人々から成る調停パネルか、あるいは調停者の大多数が先物産業と関係をもたないパネルのいずれかを選ぶ権利を有する。そして最後に、調停パネルの判断は両当事者間に限定され、上訴不能であって、すべての法廷において有効なものである。

NFAの調停プログラムは、国中の有資格調停者のプールを保持することに依存する。NFAの登録簿は現在、49州とコロンビア特別区において2100人以上の調停者を抱えている。プログラムの最初の9年間は、これらのボランティアは無報酬で奉仕した。

聴聞に先んじた紛議解決を促進するために、NFAは1991年の調停プログラムに自発的な、拘束されない和解オプションを導入した。この新しいオプションのもとで、両当事者によって承認された中立な専門的調停者が論点をまとめ、両者に受け入れ可能な解決に導く。

1992年のプログラムに付加されたもう一つの重要な特徴は、命令的なメンバー間調停である。現在、NFAメンバーが彼ら自身間の紛議を、一般投資家に用いられたものと同様の調停フォーラムによって解決することが可能である。

NFA調停プログラムの成功は、先物関

連紛議解決のための一つの主要な選択肢となっている。1983年3月のプログラム開始以降、NFAは約2400の調停要求を受理した。判断がなされたケースの約2/3で要求者に金銭的な償いがなされた。1ケースが結論に至るまでの平均所要時間は10.5カ月である。

(iv) 教育

NFAの教育努力についての論議は、二つの具体的な対象に当てねばならない：NFAメンバーと投資大衆である。

NFAマニュアルへの月次更新、隔月のニュースレターと登録メンバーについての季刊報告及び組織によって行われる訓練活動に加えて、NFAはNFAメンバーの責務に対応するための幾つかの出版物を刊行している。投資保護の領域においては、1983年に商品詐欺に対して攻撃的な戦闘を開始した。米国消費者問題事務局と一緒にになって、NFAは商品詐欺防止のためのキャンペーンを開始し、最初の投資家保護出版物「イエスという前に：投資詐欺師を撃退するための15の質問」を刊行した。投資家保護のためのこの活動は、消費者教育諮問委員会の創設、テレマーケティング詐欺同盟への参加、「投資詐欺：その防止法」、「詐欺師は呼んでいる」といった追加的な小冊子の開発といったものを含めて、過去10年間行われてきた。コロラド州、ペエブロの消費者情報センターとの長期的連携を通じて、100万以上のNFAの教育的小冊子が一般大衆に配られている。

1985年にNFAは、先物関連データを産業参加者、その他の規制・施行機関および一般大衆に提供するための部門として、情報センターを創設した。情報センターは現

在、無料回線を通じて年間10万回以上の電話を受け付けている。

1990年にNFAは2度目の無料サービスを付け加えた……教育情報アクセスライン（DIAL）である。DIALは、先物会社および販売員に関する教育情報についての国の最初の清算機関である。投資家達は、DIALを用いて、政府、自主規制、および産業ソースから商品先物産業に現在あるいは過去に関係した15万の個人および1万の企業の教育史やバック・グラウンドに関して、「一段階上の」のバックグラウンド・チェックを受けるであろう。

(二) メンバーの関与

NFAは会員組織であり、登録、遵守、仲裁、あるいは教育のいずれの領域にせよ、NFAの業績についての議論は、会員によって為される貢献を認識することなしに行なうことはできない。42名より成る理事会および10名より成る執行委員会は、NFAの目的と方向付けを行うのに重要である。様々なカテゴリーを代表する諮問委員会は、新ルールの開発と現存するルールの改訂を援助する。会員委員会は、登録適用の否定、条件付け、取り消し、疑惑を監督する。地域ビジネス指導委員会は、訓練問題をレビューする。もあるビジネス指導委員会による意思決定が疑問視されるならば、その場合はNFAの他のグループによって審問される。そして1300人を超えるNFAメンバーがNFA仲裁パネルに奉仕してきた。事実、NFAを自主規制のモデルにしているのはNFAメンバーの献身によるものである。

「特にグローバリゼーションのこの時に、そして新製品ラッシュが続くが故に、N F

Aのルールが、米国市場と米国企業に関して、競争環境に適応しそれを最大限に維持するのを確保させることが重要である。」…マイケル・ホーガン（FCM諮問委員会委員長）

「この10年間は、先物取引者、投資家および規制者達にとってその前の10年間とは全く異なったものであった。NFAは、効率性を向上させ、コストを減少させ、新しい解決法を生み出す方途を探し続けねばならない。」……ジョン・J・コンヒニー（NFA理事長）

(三) 運営上の効率性

NFAは全体的にいって、主として取引賦課金、メンバーシップ費および登録料から得られる収入によって自主的に運営されているので、できる限り効率的に所得と支出の両方を管理する責任を有する。本書で引用された例に加えて、コンピュータ・システムは組織の殆どすべての部門で企図されており、そのことによりNFAは職員の減少という事実にもかかわらず、その効率性を向上させている。NFAは、過去数年間にわたって支出全体を比較的一定の水準に保つことに成功している。過去10年間で3回にわたって引き下げられ、一度だけ引き上げられた取引負担金は現在、1982年の最初の水準より27%低い。

「その導入の時から、NFAは顕著な財務的責任を示してきた。NFAは、納税者のお金を一銭も使うことなく、すべての議会の要求を履行したばかりでなく、メンバーに不当な財務的負担をかけない厳密な予算政策を保持してきた。」（ハル・T・ハンセン）

(ヘ) NFAの未来

1970年代の先物市場の実質的变化および急速な発展がNFAの誕生をもたらした。しかしながら、1970年代における出来事は、1980年代と1990年代初期における先物市場の国際的急成長への前兆にすぎなかつた。

ロンドン、パリ、フランクフルト、シドニー、シンガポールそして東京の先物取引所が米国市場の覇権に挑戦し始めた。様々な異なる手段に関する新しい契約が導入され、新しい投資家をひきつけた。そして24時間の電子取引が業界にその足がかりをつくり始めている。先物産業の正確な未来はいつものように、不確かである。

「産業における自主規制は厳格で、首尾一貫していて、堅固で公正であらねばならない。NFAは、自主規制がいかに高い基準に対応しているか、その結果、いかに大衆、規制当局および政府の監視者の信頼を確保しているかの好例を示した。」(パトリック・リーヒー上院議員)

しかしながら、確実なことは、市場の高潔さと高い水準の専門的なビジネス行動を保持することに対する絶え間ないニーズである。過去10年間、NFAは、業界の専門家に不必要かつ重荷になる規制あるいはコストを負わせることなしに、投資家保護を強めることができることを証明した。NFAが、これらの業績を次の10年間……そして次の世紀にまで維持し、さらには改善することができるなどを疑う何等の理由もないものである。

「将来、先物産業は世界経済の前線に押しやられるであろう。国境を越えた電子取引が外国と国内規制機関との間の情報に対するより大きなニーズに変換されるであろ

う。米国先物市場の財務的高潔さを保持するのは、NFAが主要なゴールとして追い続けるであろう、この種の協同取引所を通じてである。」(ロバート・K・ウィルマウス)

おわりに

「商品取引の監視監督についても種々問題がみられる。いわゆる二元行政が業界の発展を大いに阻害している。日本商品取引員協会の発足やその役員人事などにその弊害が現れたり、取引所の合併について折角規定が設けられたのに、農水省所管の取引所と通産省所管の取引所とが合併できないのが実情である。さらに、農水、通産両省に関係のある会員あるいは取引員は、二重の書類作成その他の手続きを強いられ、その上両省で種々取扱いの異なる点もある。この二元行政の弊害を除去するためにもアメリカのCFTCのような機関の設置が望まれる。¹⁶⁾」が、本稿に示したように、商品取引員側の努力で達成可能な分野もある。

それが、清算機関の設立であるし、十分に機能の果たせる自主規制機関の確立である。幸いにも我々はNFAという極めて範に足る先達を有している。NFAの優れた点は、多くをあげることができるが、中でも自己責任原則に基づいた徹底した投資家保護、調停・仲裁プログラムの高度化、教育・啓蒙活動の充実（筆者註：リーフレット・パンフレットの類にしても質・量ともに数段米国がまさっている）、業務の徹底したコンピュータ化による正確化と迅速化、といったところに集約できる。.

本稿でも触れたように、最近わが国の商品

取引員各社は増資体制を強化したりして、個別的にはそれなりの努力を重ねている。彼らをまとめ、信頼に足る業界をつくり出す責務を負ったわが国自主規制機関社団法人日本商

品取引員協会の今後を期待したい。

[小山 良(亜細亜大学経営学部教授)]

<註>

- 1) 杉江雅彦「商品取引員の経営ーとくに専業型取引員の現実と課題ー」『商品取引所論体系8』(社)全国商品取引所連合会、1994年3月、45頁。
- 2) 同上論文46頁。
- 3) 同上。
- 4) 小山良／済藤友明／江尻行男編著『ゼミナール 日本の商品先物市場』東洋経済新報社、1994年2月、181—182頁。
- 5) 同上編著書、185—186頁。
- 6) 杉江雅彦「商品取引員の経営ーとくに専業型取引員の現実と課題ー」『商品取引所論体系8』(社)全国商品取引所連合会、1994年3月、49頁。
- 7) 同上論文、51—52頁。
- 8) 同上論文、52—63頁。
- 9) 同上論文、63—68頁。
- 10) 以下の叙述は、高橋弘『アメリカの先物・オプション市場』東洋経済新報社、1992年4月、に拠る。
- 11) この部分の説明は、龍田節「商品取引所法上の取引資格」(社)全国商品取引所連合会編『商品取引所論体系8』1994年3月、138—183頁に拠る。
- 12) NFA, The Story Behind the Financial Integrity of U.S. Futures Trading
- 13) NFA, NFA Mediation: Fast, Informal and Fair
- 14) NFA, Arbitration: A Way to Resolve Futures-Related Disputes
- 15) NFA, A Decade of Self-Regulatory Achievement
- 16) 堀口亘「証券取引法の改正と商品取引所法」『商品取引所論体系8』(社)全国商品取引所連合会、1994年3月、190—191頁。

<参考文献>

小山良／済藤友明／江尻行男編著『ゼミナール 日本の商品先物市場』東洋経済新報社、1994年2月。

杉江雅彦「商品取引員の経営ーとくに専業型取引員の現実と課題ー」『商品取引所論体系8』(社)全国商品取引所連合会、1994年3月、45—69頁。

高橋弘『アメリカの先物・オプション市場』東洋経済新報社、1992年4月。

高橋弘「先物顧客勧誘の通信・販売文書規制—アメリカ先物協会の自主ルールー」『商品取引所論体系8』（社）全国商品取引所連合会、1994年3月、19-44頁。

龍田節「商品取引所法上の取引資格」『商品取引所論体系8』（社）全国商品取引所連合会、1994年3月、138-183頁。

堀口亘「証券取引法の改正と商品取引所法」『商品取引所論体系8』（社）全国商品取引所連合会、1994年3月、184-201頁。

NFA, Arbitration: A Way to Resolve Futures-Related Disputes

NFA, A Decade of Self-Regulatory Achievement

NFA, NFA Mediation: Fast, Informal and Fair

NFA, The Story Behind the Financial Integrity of U.S. Futures TradingA