

米・商品先物取引委員会 (CFTC) の「規制と自由」概念の変遷

河 村 幹 夫

History of CFTC's concept of "Regulation and Freedom"

Kawamura Mikio

米・商品先物取引委員会 (C F T C) は米国内における先物取引・オプション取引全般の規制当局として1974年に創設された。これらの取引の持つ価格変動リスクの移転および価格発見という二大機能の経済社会的効用は農業分野を中心にすでに広く認知されていたので、C F T C の使命は単なる規制強化ではなく、必要にして十分な規制の下で先物市場における取引の公正さを維持し善良なる市場参加者を保護しつつ、取引量を増加させて業界の拡大・発展を実現する事にあった。本論ではC F T C の約20年にわたる政策形成・実施過程をたどりながら、その時々々の環境条件に照らしてこの規制と自由(業界の自主性を最大限発揮させる事による規模拡大) の概念がどの様に变化してきたかを考察する。

The Commodity Futures Trading Commission (CFTC) was created in 1974 by U. S. Congress as the exclusive regulating authority for commodity futures and options trading. Two major functions of futures and options trading — price risk transfer and price discovery — had been widely recognized by the economic society in general, and particularly by the agricultural sector. The mission imposed upon CFTC, therefore, was not only the strengthening of the regulation but the realization of the growth of the industry under the necessary and sufficient regulation aimed at maintaining the integrity of the markets as well at protecting bona fide participants from the manipulation and other fraudulent practices. This article reviews CFTC's history of policy-making and its enforcement over the last 20 years and studies how the concept of "Regulation and Freedom (enlargement of the business through the maximum private initiatives by the industry)" has been affected by the incumbent circumstantial conditions.

先物契約	投機家	ヘッジャー	価格操作	オプション契約
Futures Contract	Speculator	Hedger	Price manipulation	Option Contract

．米国における先物取引の歴史

1 シカゴにおける先物取引の発達

米国における先物取引の歴史は約150年前にさかのぼる。19世紀中頃の米国はいまだ農業大国としての発展の最中にあり、特にシカゴを中心とした中西部の隆昌は目ざましいものがあった。この地帯での主要産物は小麦ととうもろこしであったが、農民達は自分のその時々々のふと

ころ具合と、自分の持つ施設での生産物の貯蔵能力、それに一般的な作柄状況とか市況の動向などを勘案して、自分の生産物を地元の仲買人、もしくは近在の舟運に便利な場所で穀物倉庫(エレベーター)業を兼営する商人に、固定価格で売却し現金を入手するのが通常の取引の形態であった。一方、これら仲買人、商人達はそれぞれ競争的に固定価格を提示して穀物を買取るのであるが、即座に第三者に転売できない場合

には手持品となり、その後の相場変動のリスクを負担せざるを得ない状況におかれることになった。農産物の特性として収穫時期が決まっていること、貯蔵期間に限度のあること、作柄はきまぐれな気象条件により絶えず左右されること、また、輸出する場合には船積地であるシカゴが冬期には結氷のため船の入港ができなくなるという条件とか、世界の他の地域における生産・消費の動向により輸出可能量が大幅に増減すること、さらに加えて当時の未発達な通信手段による情報のかたよりのような諸要素によって、これら農産物価格は投機的に激しく騰落するのが常であった。したがって、地元の仲買人、商人達は手持品の価格変動のリスクを移転（ヘッジ）するべく、当時の米国における最大の穀物集散地であるシカゴに所在する穀物関連の大商人に対し先渡し取引を交渉するのであるが、これら大穀物商人は自己の持つ有利な立場（資金力、大きな保管能力、輸出契約を持っていること等）を利用し、多額の価格リスク料を売手に認めさせた上で、買付契約に応じるといった状況であった。したがって地元の仲買人、商人達は本能的に抜目のない農民とシカゴの大商人との板ばさみにあって、採算的に苦しい立場におかれることが多かった。一方、当時のシカゴには、穀物取引には関係のない大金持とか成り金が多数存在していた。彼等は主として東部から流れ込んできた初期の産業資本家であったり、投機的な土地所有者がして産をなした不動産屋であったり、または高収入を得る法律家とか医者であったりしたが、彼等はその余剰資金の運用方法として、次第にこの穀物の先渡し取引に目を向けるようになり、大穀物商人が要求するよりも低率の価格リスク料で契約に応ずるようになってきた。ここに、地元の仲買人、商人の「売りヘッジ」に対し、あえて価格変動リスクをとり先渡し穀物を買う投機家が発生した

のである。しかしこれらの投機家は価格変動リスクをとる事で利益を得るのを目的としており、最終的に小麦なり、とうもろこしの実物を引取することは初めから念頭になかったので、その後価格が上昇し値差が稼げるようになると、当然この先渡し契約そのものの転売を計った（逆の場合も当然あったわけでその場合は見切り損が発生する）。このような先渡し契約の期日前での売買行為は当時の大都会であったシカゴにおいて盛行するようになり、あちこちの街角で見受けられるようになったが、その騒々しさ、乱雑さが市民のひんしゅくをかうことも多くなったので、市当局も対策の必要に迫られることになり、こういった街頭での取引を一カ所に集中して行なうことが社会規律とか風紀上からも好ましいとの判断を持つに至った。このような背景の下に1848年に米国で最初の商品取引所であるシカゴ商品取引所（Chicago Board of Trade = C B T）が成立したが当時のシカゴはいまだ本格的な銀行業すら存在せず商業取引自体も通貨の不足により阻害される有様であった。米国東部地域への穀物の供給はしかし増加の傾向にあり、また欧州向輸出も期待できる状況にあったので穀物取引の伸長を計るには金融手段の整備とともに商品の品質の決定（格付け）も重要な事項として関係者の間に認識されるようになった。C B Tは特に州・市当局の設立許可を受けることもなく、任意団体として発足したが、当初から委員会を設けて魚、食品、小麦粉の格付けシステムをその規則とか検査員の問題まで含めて作り上げようとしたし、同年10月の第1回半期総会では「銀行業務に関する一般システムの設計プランを提出するための」委員会も設けられた。当時は金融／商品取引が不可分のものとして認識されていたのである。C B Tはさらに翌1849年4月の第1回年次総会において、電信の近年の発達を踏まえ「商業取引の繁栄に非常に

重要な施設というべき電信を一層広汎に利用することにつきあらゆる影響力を行使すること」を決議した。1849年2月に通過した新イリノイ州憲章の許可条項にしたがい1850年4月にC B Tは「商業団体」として改組されたが、この認可事項の一部として同取引所は管轄地域内（シカゴ地区）において商品取引行為規則の決定と施行に関し州権力を代行する権限が付与されることとなり、特に品質検査の面でC B Tは大きな影響力を持つようになった。一方、C B T自体も自主規制を制定して会員の出欠状況とか、取引内容に関し毎日記録をつけるようになり、もし虚偽の取引を報告したことが発覚すると、追放または資格一時停止等の制裁を受けることが決定された。その後一時閑散とした時期もあったが、1855年には欧州より大量の穀物需要が持ち込まれ、C B Tにおける取引は大いに賑わいをみせた。そして1858年の第10回年次総会において、会員資格をシカゴで商行為に携わっている住民に限定、会員のみが取引所で売買できる、の二点を決議して現在のC B Tの骨格をつくり上げた。さらに、1860年代には、シカゴにおける商品取引業界の発展に金融業界の機能がついていけなくなっている状況に照らし、商品取引の決済手段に関連して銀行の健全な発展に大いに関心を持ち、また、干渉も行なったがその結果、上場商品の標準化、格付け、法貨による決済、証拠金制度の採用に成功しその後の発展の基礎を固めた。先物取引と言えばシカゴを指し、シカゴと言えばC B Tと指さされるほどシカゴにおけるC B Tの権威は強く、かつ伝統的になった。

したがって、シカゴにおける農産物の先渡し取引——これが数年後には次第に先物取引に発達するのであるが——においては、その当初より農民、仲買人、地場商人等の「売り」に対し投機家の「買い」という基本的な図式が存在し

ていたわけで、投機家は相場形成のための一方の柱として必要不可欠の存在として認知され、取引システムの中に組込まれていたといえる。情報とか知識には乏しくても、本能的に抜目のない農民は、常に最も自分に有利な価格を仲買人、商人より獲得しようとし、もし彼等の唱え値が不満足の場合には、自分でシカゴまで出向いて投機家とか大穀物商人と直接交渉を行うほどの積極性をも持合わせていた。一方、仲買人、商人達はたがいに競争しつつ、農民に有利な価格を提示して生産物を仕入れるかたわら、シカゴの大穀物商人、投機家を相手にいかに有利に価格変動リスクを彼等に転嫁して売買差益を確実に入手するかに腐心し、投機家は将来の価格動向を見きわめた上で買向い、後にそれを他の投機家または大穀物商人とか加工業者に転売した。大穀物商人は大型の穀物倉庫を所有し、輸出向、国内向の需要の動向に対応しながらそこに必要量を貯蔵しつつ各種の大口取引の機会をつくった。また加工業者——製粉会社等——は原料である穀物の仕入れで投機的になることが採算に与える危険を承知してリスクの少ない当用買いに徹して加工賃収入の確保を目ざす、といった一連の図式が定着することとなった。したがって取引の中心は国内産の農産物であり、それゆえに地元の農民層を底辺とする幅広い参加者が当初よりみられた。同時に、取引商品が人々に身近かな農産物であったことと、価格の騰落が激しかったことから、小麦やとうもろこしの先渡し取引（およびいまだ素朴な形ではあるが先物取引）は一般大衆の投機心を大いにそそるようになった。特に、19世紀末にかけてはC B Tにおける取引と併行して場外ではバケット・ショップと呼ばれた非合法のノミ屋が盛行し、婦人、子供までも含む一般大衆相手に少額な単位の相場投機を勧誘するようになり社会問題化した。これに対し、市当局

は取引所側に善処と対策を求めたが、取引所側としてもノミ屋に対し打つ手はなく最終的には取引所で成立した価格を場外には迅速に流さないようにする、という今日で考えると常識に逆らう手段によりやっと彼等の息の根を止めることができた。しかし、一般大衆に魅力を感じさせた「相場の投機性」そのものについてはせいぜい自主規制に訴える以外なく、それも後手、後手にまわることが多く、コーナリングとかスクイズのような価格操作をしかける投機家に対し有効な手を打つことができなかった。また、取引所の会員の中には商売の芽をつむような規制を嫌う傾向があったし、一種の行け行け時代であった19世紀後半の米国の全体的な雰囲気は非常に積極的で失敗を恐れぬ風潮であったため、このようなシカゴにおける商品投機のブームはなかなか終熄しなかった。連邦政府がのり出して本格的な規制措置を講じたのはやっと1922年になってからであった。この時以降の米国の先物取引は一部の悪徳業者による価格操作とか無知な一般大衆相手のインチキ取引に対抗する一連の政府規制という形で進展し、1974年の商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission = CFTC）の創設によって一つの頂点に達したのである。

一方、同じシカゴにCBTに遅れて1874年に誕生した現在のシカゴ商業取引所（Chicago Mercantile Exchange = CME）は、CBTとの競争意識に燃えつつも正面切った競合を避け、牛、豚といった畜産物を主力商品とすることに成功して独自の地位を築くことができた。一方、ニューヨークでは商品取引所（Commodity Exchange = COMEX）がそれまでの四取引所の合併という形で1933年に成立し、商工業の中心地という土地柄を生かして次第に金属類に特化することで今日の隆盛を確保することができた。これら三取引所は伝統的であったばかりで

なく常に革新的でもあった。もし伝統商品の枠の中に留まっていたならば今日の彼等の輝かしい地位は望むべくもなかったであろう。特に目立った自己変革を実現したのはCMEであった。たとえば1964～1980年の17年間にCMEが上場した商品の総数は、実に38に達したが当該期間を通して存続し得たのは僅か冷凍豚肉と生牛の2商品に過ぎなかった。もし、CMEが畜産物中心の先物市場という枠にこだわっていたら今頃は上記2商品に、生豚を加えた3商品のみのローカル市場に留まっていたであろう。しかし、CMEの転機は1972年に国際通貨市場（International Monetary Market = IMM）という別組織で「通貨」という、畜産物とは似ても似つかぬ新商品を開発して上場したときに訪れた。この「通貨」にはじまり後に「金利」までも取込んでいったCMEのしたたかさには他の取引所も舌を巻いたものであったがこの結果、1964年にはCBTの1/20の規模に過ぎなかったCMEは1980年には1/2の規模にまで追いつくに至り、その間基準年比89倍という驚異的成長を遂げることができた。しかしこの期間のCMEの努力は38という上場商品数にみられるように並大抵のものではなかった。先発という地位を誇るCBTに対し、何とかして追いつこうとするCMEはCBTと競合しない商品で有望そうなものは何でも手がけるという貪欲さとともに、一旦駄目とわかった商品は仮借なく切り捨てるという機敏な面も持ち合せていた。そしてその間に何とかしてヒット商品をそだて上げることがCME幹部に課せられた大きな使命であった。

2 金融先物商品の登場

いわゆるニクソン・ショックから僅か4ヶ月後の1971年12月にシカゴ大学のミルトン・フリードマン教授は、CMEの強い要請により一

つの短かい論文を発表したが、後にそれはCMEが通貨の先物取引を開始することの理論的根拠を与えるものであった。僅か数頁の論文「通貨の先物市場の必要性について」(The Need for Futures Markets in Currencies) は、後にCMEの幹部をして「あの論文は我々の考えていたことに理論的な裏付けを与えるものであった。あの論文なかりせば通貨の先物取引は決して現実のものにはならなかったであろう」と言わしめたものであった。フリードマン教授はこの論文のなかで「ブレトン・ウッズ協定はすでに死んだ」と断じ次の二点を明確に予言した。第一は、「中央銀行は公定為替レートの設定を今後も行う場合でも、変動幅を相当広げることを許容するであろう」。第二は、「公定為替レートはより束縛がなくなり、これまでと較べてより僅かな圧力で変更されるであろう」というものであった。同教授によれば、「1971年8月15日にニクソン大統領は金・ドルの交換停止を行なったが、それは1968年初めに金の二重価格制を採用した際に現実にはすでに発生していた変化を公式に認めたということに過ぎない」、「今後いかなる通貨体制ができ上るのかーードル本位制を続けるのか、またはそれに代る国際通貨体制が新たに出現するのかー誰にもわからない」のであった。フリードマン教授の力強い支援をうけてCMEは、同月中にただちにイリノイ州法にもとづきIMMを設立し、半年後の1972年5月16日より通貨の先物取引を開始した。既存の銀行間為替取引に対抗するものとして銀行筋から警戒されたり、また先物取引としての前途を悲観されたりもしたが、その後の実績をみると、1978年以降急成長を遂げ、1976年開始の金利の先物取引、1974年開始の金の先物取引を合せたIMM全体の取引量は、本体のCMEを1981年には遂に凌駕するまでに至った。取引所の成功の度合は通常、取引量およびその増加率、未決済残高の水

準および会員権の相場を尺度とするが、IMMの場合はどの点を取上げてても申分なく全く完全な成功であったと言えるであろう。IMMの自己努力もさることながらそれを生んだCME幹部の洞察力と決断力、さらにはフリードマン教授の理論的支援も成功の源であった。しかし最大の鍵はIMMが生れた1972年以降は正に激動の期間であり石油禁輸、高インフレ、その後の経済停滞、国際緊張、第二次石油ショック等総ての国際政治、経済の変動要因がIMMの発展にまたとない絶好の機会を与えたということに求められるであろう。一方、IMMも常にその革新的な姿勢を持ち続けた。1976年にはそれぞれの役員会を持つ別組織であったCME/IMMが合併してIMMをCMEの一部門とすることで両者の一体化が実現した。さらに1982年4月にはインデックス・オプション市場(Index and Options Market = IOM)を同じく一部門として設立してS & P 500株価指数(スタンダード・アンド・プアー社の発表する500種株価指数)の先物取引を開始したがこれもまた大成功を収めた。

3 商品先物取引委員会(CFTC)の創設

1936年に成立した商品取引所法は農務省の所管物資である米国産の農畜産物のみを対象としており外国産農畜産物、金属および70年代初頭に上場された金融商品類は規制外の状態におかれていた。これらの取引は各取引所での自主規制に基づいて行なわれ一応の規律が守られていたが、取引所外での店頭取引には全く規制が及ばず野放し状態になっていた為、一般投機家の側で被害が続出していた。この状態を改善し先物取引そのものの経済社会的意義を確認しつつ、同時に連邦政府としての規制の網を米国産の農畜産物に限定せず、活発に取引されている総ての先物商品群にまで広げる事を目的として1974

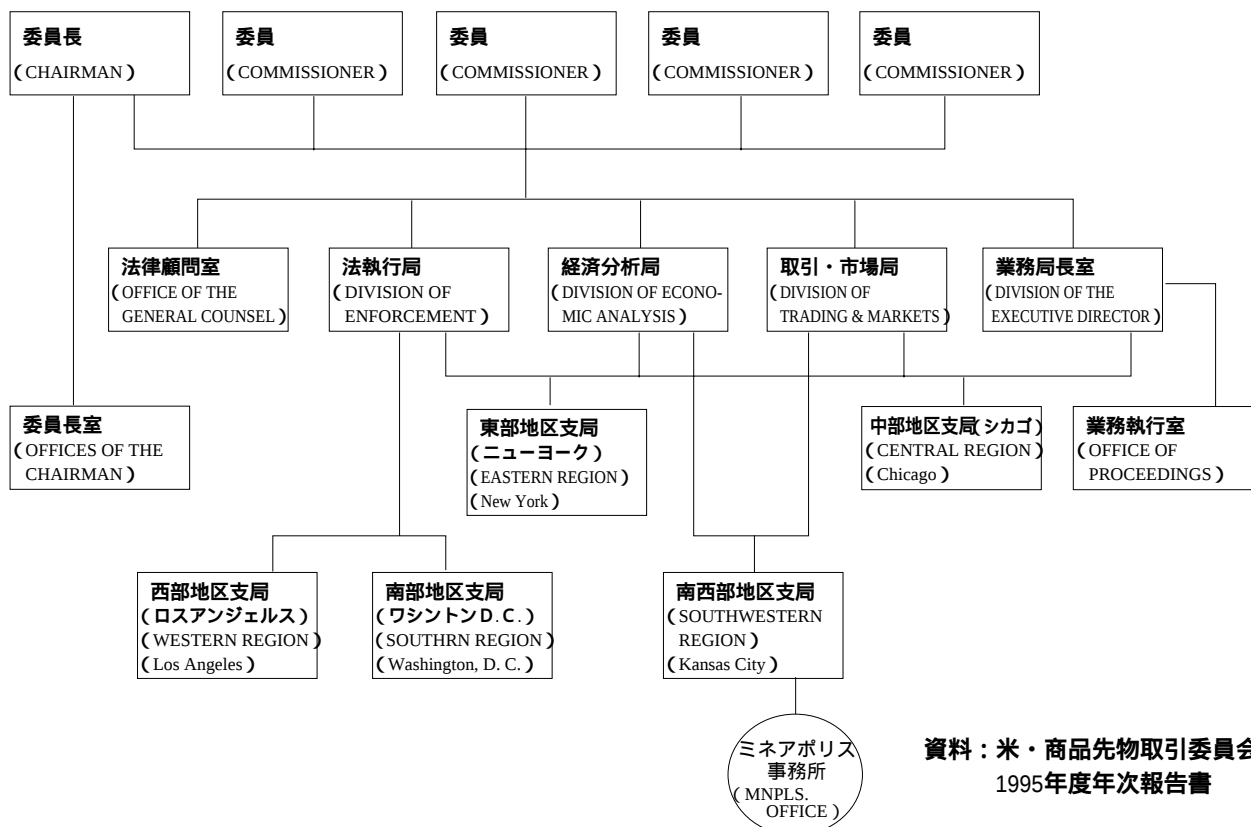
年に抜本的な法改正が行われた。これにより規制権限は農務省の商品取引所局から証券取引委員会と同格の大統領直轄の独立行政委員会であるCFTCに移管され一元的な規制が可能となったのである。1974年に成立した商品先物取引委員会法の冒頭部分では先物取引の規制強化と取引所に上場されている総ての農畜産物および他商品を規制の対象とする事を明確にうたっている。CFTCは翌1975年に業務を開始した。CFTCは同法の第3条(2)(A)により米国政府の独立行政機関として設立され、大統領が指名し上院が助言と同意を与える5名の委員で構成されその中の1名が委員長を務める。CFTCの1995年度年次報告書に記載された組織図は表1の通りである。

同法第3条で示されたCFTCの任務は規制

当局として米国民の利害に関係を持つ先物取引およびオプション取引に関する規制を行う事である。CFTCは同法および同法に基づくCFTC規則に従い(1)価格発見、と(2)価格変動リスクの移転という先物・オプション取引の二大機能を、指定された取引所における透明、公正な取引を通して実現する事により米国経済の効率化と善良な投資家の保護を達成する。

したがってCFTCは「規制当局」であるが、その対象とする先物・オプション取引の経済社会的意義はすでに確認されているので、「先物市場の規制監督者としてCFTCは先物市場の経済的効用を確保する事に責任を持ち、その為に市場の競争力と効率を助長し、公正を確保し、価格操作・取引慣習の悪用・詐欺から市場参加者の保護を行う。効果的な監督規制を通して、C

表1 商品先物取引委員会 / 組織図
(Commodity Futures Trading Commission/Organizational Chart)



資料：米・商品先物取引委員会
1995年度年次報告書

F T C は価格発見と価格変動リスクの移転の手段という仕組みを提供する先物市場が米国経済における重要な機能をより良く果せる事ができるようにする (1995年度 C F T C 年次報告書13頁) とその使命を明示している。

C F T C による「規制」は 上場商品と取引規則の認可 自主規制団体として認可された各取引所および全米先物協会 (National Futures Association = N F A) の監督 関係者の資格審査 取引執行状態の監理と介入 不正行為 (者) の追求、の各面について厳密に執行される。一方「自由」は主として取引所規則の自主的な起案と新規商品の自由な申請における C F T C 側の積極的な対応において示されている。しかしその時々を経済環境、世論の動向とか先物取引関連事件の発生等により規制と自由それぞれの概念にはウエイトのかかり方が異なっている。

・ C F T C の「規制と自由」概念の変遷

1 各期毎の特徴

第 1 期	1975年 - 1976年	形成期
第 2 期	1977年 - 1981年	規制範囲確定期
第 3 期	1982年 - 1983年	拡大発展期
第 4 期	1984年 - 1988年	国際化対応期
第 5 期	1989年 - 1992年	規制強化期
第 6 期	1993年 -	世界戦略展開期

形成期 (1975-1976)

1974年10月に創設された C F T C は規定に従い 6 ヶ月後の 1975年 4 月に農務省の商品取引所局より先物取引の規制権限の引継ぎを受け業務を開始した。最初に行った事は規制範囲の決定で、その時点で活動していた 10 取引所およびそこで活発に取引されていた 85 の先物商品に加えオプションおよびレバレッジ契約をも含むものとされた。しかし主として場外取引で行われていたオプションおよびレバレッジ契約を直接的に規制するのは實際上困難であった為、後にこ

れらを一旦取引禁止とし、改めて検討と環境整備を行なった上で段階的に承認して行く事になった。 85 商品のうち商品取引所法第 2 条で「商品」として規定されたのはそれまで規制されていた小麦、綿花、米、コーン、オート麦、バーレー麦、ライ麦、フラックスシード、グレインソーガム、ミルフィード、バター、卵、アイリッシュ・ポテト、羊毛、ウール・トップ、油脂類 (ラード、タロー、綿実油、落花生油、大豆油、およびその他の油脂類) 綿実ミール、綿実ピーナッツ、大豆、大豆ミール、家畜、家畜製品、冷凍濃縮オレンジジュースであり、加えて現在取引されている、および今後指定されるあらゆる商品類 (但し、玉ねぎを除く) サービス、権利類をも C F T C は規制対象とする事とされた。これに基づき、それまで取引所に上場されていたが規制を受けていなかった外国産農畜産物、金融商品、工業原料、貴金属を規制下に編入するために C F T C は 1975年 7 月にこれら非規制商品を上場している取引所に対し、その後も上場を継続して良いとの判断を下す事により実質的に全上場商品を C F T C の規制下におき商品取引所法および C F T C 規制を適用させる事にしたので、規制範囲の決定は比較的スムーズに行なわれた。この作業と併行して C F T C は業界用語の定義を行なった。慣習的に、また使用者に都合のよいように解釈されがちであった業界用語にそれぞれの定義を与える事により規制内・規制外、したがって合法・非合法の区別を厳格に行っていった。また規制権限に基づき必要な法的処置も行い、契約の円滑な履行と善良な取引参加者の保護に努めた。これら形成期の C F T C の活動の結果を踏まえて 1977年度年次報告書は次のように総括している。「米国における先物取引は多様な農産物・非農産物を対象としているがこれらは我々の生活水準を維持するために不可欠のものである。長年続いてきた農

産物の実物市場から自然発生的に形成されてきた先物市場は我々の経済にとって、また農業、製造業、商業等の各分野におけるビジネスの遂行にとって重要なものである。需要と供給が競い合う中で決定される価格、という概念が先物取引のプロセスの中核に存在している。ある商品の先物市場価格と実物市場価格との関係を通して、通貨をも含む多種多様な商品の生産者、ユーザー、消費者たちが実物取引の価格を決定したり、限られた資源の割当てを行う際の指標が提供される。適切に機能している先物市場には世界中から情報が集まり、消化され、その結果、将来のある時点においてあり得べき商品価格についての判断を市場が応答するようになる。その市場の判断が今度ははね返って、ある価格でとうもろこしを売却しようとか、銀行借入れよりは新株発行で資金調達をしようとか、銅の在庫を積み増ししようとか、大豆の作付けをしようとか、甘味料として砂糖の代りにコーンシロップを使おうとか、英ポンドよりはむしろ独マルクで売掛債権を持ちたいといったさまざまな意思決定につながるのである。かくして我々は先物市場のおかげで自分では統制できないリスクの束縛から解放され計画とか意思決定ができるようになるのである。CFTCの業務は先物市場が適切に機能する事を保証することで、たとえば農民が収穫物とか飼料をヘッジしようしたり、年金基金の運用者が受託した資産について一定の利回りを保証したりする時に安心して利用できる場を提供することに目的がある。」

規制範囲確定期（1977-1981）

この期間中、CFTCは規制範囲を確定する作業の一部として1978年6月にオプション取引の殆んど総てを禁止する措置を、また翌1979年1月には同様趣旨でレバレッジ取引も暫定的に中止する措置をとった。これらオプション・レバレッジ取引には取引内容があいまいであった

り詐欺的なものが多いと言われ、被害者が続出していたにもかかわらず規制外商品であるとの理由で十分な実態調査すら行われていなかった。そこでCFTCはごく少数の例外的なものを除いて一旦全面禁止とした上で、新らしく法整備と取引所の体制を再構築した上で、必要と認められるものはCFTCの規制内で取引所オプションとして、またレバレッジは性格上取引所取引にはなじまないののでCFTCの規制の届く範囲内での場外取引として認可する方向で基本方針を打出した。また市場規制権限に基づき積極的に取引所の市場状況にも介入し1977年4月にはダラス在のハント一族のもつ大豆先物ポジションの解消を強制した。また1979年3月にはCBTにおける3月限（ぎり）小麦先物取引の異常状態を解消する為の緊急措置として市場閉鎖を命令した。さらに1980年1月にはカーター大統領のソ連向穀物禁輸措置に伴う市場混乱を回避する為、関係商品の先物取引を2日間中止する措置をとった。この期間におけるCFTCにとっての最大のトピックは1981年12月に証券取引委員会（Securities Exchange Commission = SEC）との間で締結された多種多様な金融商品に関する両規制当局の管轄権限の範囲に関する取決めであった。これによりCFTCがあらゆる金融商品に関しその先物取引および先物オプションについて一元的に管轄する事が確認された。両委員長名をとってジョンソン・シャド協定と呼ばれるこの合意により金融商品に関する両委員会の規制範囲はそれぞれ次の通りとなった。

- CFTC
- 1．先物取引全般
 - 2．“ 広い意味での ” 株式・債権指数先物
 - 3．（金融先物を含む）先物オプション
 - 4．商品市場で取引されている外

国通貨オプション

- S E C 1 . (会社株式、債権、財務省証券
 の如き) 有価証券、銀行発行の
 預金証書、会社株式指数に直
 接関係する総てのオプション
 2 . 株式市場で取引されている外
 国通貨オプション

拡大発展期 (1982-1983)

ジョンソン・シャド協定により C F T C の権限範囲は金融先物・オプションにまで拡大する事が確認された為、新規商品の上場に弾みがつき C F T C もこれに積極的に対応した。協定締結直後の1981年12月には最初の期日現金決済の商品 (ユーロダラー取引) を、翌 1982 年 2 月にはバリュース・インデックス平均という最初の株価指数の先物取引をそれぞれ承認した。さらにそれまで禁止していた先物オプション取引も米国産農産物を除く先物商品についてのパイロット計画を策定して1982年 8 月以降順次解禁していった。この成果を待って1984年10月には米国産農産物先物取引のオプションも 6 取引所に対して解禁した。これらパイロット計画に基づき先物オプションは1986年以降順次恒久的なオプション取引として認可されるようになった。C F T C の規制範囲が確定し規制の手法も漸次確立したのでこの時期以降先物取引量は飛躍的に増加するようになった。

国際化対応期 (1984-1988)

1984年 8 月に C F T C は C M E が提出したシンガポール国際金融取引所 (Singapore International Monetary Exchange = S I M E X) とのリンクアップ (相互決済方式による取引の結合) を承認したがこれは米国の先物取引所と外国の先物取引所の提携の第一弾となった。これを契機に C F T C は先物取引の国際的発展に強い関心を持つようになった。米国の規制当局としては自国の取引所および市場参加者を守る為に、外国

の取引所に上場されている商品の米国内販売および外国に本拠を持つ業者の米国内における営業活動に対しどのような規制権限を持つべきか、また実際に有効な法的措置がとれるかの課題があった。さらに外国産品の米国内上場および外国取引所との提携そのものは「自由」概念に基づき前向きに対応するとしても米国側に有利な規制条項を相手側にのませる様な交渉をしなければならないし、また提携先の取引所側の市場監視体制をいかに C F T C 流に厳格に行なうかを決定しなければならなかった。それらの前提として認識されたのが諸外国の規制当局との情報交換・共有協定であった。その代表的なものが1986年 9 月に C F T C および S E C と英国通商産業省との間で交換された了解事項覚え書 (Memorandum of Understanding = M O U) であり両国それぞれにおいて当該国の証券・商品関連法規の遵守に関し協力と相互援助をより密接にする事を確認したものであった。C F T C はオーストラリア、カナダ、シンガポールとの間にも同様の覚え書を締結し、その結果を踏まえてこれらの締結国の先物商品の米国内販売についての最終規則を1987年 7 月に決定した。これら諸国で上場されているオプションの米国内販売も1988年 7 月に認可された。また米国取引所における外国産商品の上場についても1988年11月には英国長期国債、日本長期国債、2種類の日本の株価指数 (トピックス、日経平均) の上場を認可した。

規制強化期 (1989-1992)

この拡大、発展、国際化への C F T C の努力も1989年 1 月に摘発されたシカゴの二大取引所 (C B T , C M E) における大規模な不正取引事件によって大きく頓挫することを余儀なくされた。これは F B I の覆面捜査官による二年間にわたる秘密捜査に C F T C と司法省が協力して行なったもので、その結果数十名の取引関係者

が逮捕され起訴された。

CFTCおよび取引所による市場監理の不充分さが確認された事で、この時を境にCFTCは市場の公正さを維持する為に各種の新しい規制措置を打出すことになった。

世界戦略展開期（1993 - ）

これまでの期間、米国の先物取引は世界中で圧倒的なシェアを誇っていたが、諸外国、特に欧州諸国の急速なキャッチアップにより米国の優位性が崩れつつあった。この傾向に歯止めをかけ世界一の座を確実なものとし米国の先物取引システムを世界標準として確立する為に、CFTCは一方でより多くの諸外国政府と情報交換・共有および相互協力の諸協定を締結しつつ、他方で新規上場商品の認可数を増やして取引所の競争力を高めることと、諸手続、報告書類の削減を通して取引コストの低下を促進している。

2 CFTCの機構と機能

先物取引が価格発見と価格変動リスクの移転という二大機能を公正に実現する為にはまず第一にその取引が行なわれる市場が公正なルールに基づいて秩序ある運営が行なわれる事が必要である。その為の要件としては市場を開設している取引所自体の健全性が取引所規則および運営者（取引所理事会）の双方について求められる。CFTCは総ての先物取引所を自主規制団体（Self-Regulatory Organization = SRO）として商品取引所法の設定する条件に基づいて認可し、その重要規則のすべてについても認可を与える権限を持つ。また取引所内の各市場で上場される商品のすべてについて取引所からの申請に基づき審査の上認可を与える権限を持つ。上場後の取引手続きの変更も同様の取扱いを受ける。これらの「事前規制」の分野は主として経済分析局（Division of Economic Analysis）が担当する。同局はさらに「市場監理」をも担当す

る。これは市場が予め設定された取引所規則および市場規則に基づいて公正且つ透明に運営され、公正な価格形成と円滑な価格変動リスクの移転が常時行われているかを監理するのが目的であり、懸念される市場状態の予兆が発見された時、および実際に不自然な、または不規則な市場状態が出現した時には迅速且つ有効な手段をとる事が義務づけられている。具体的には取引所が行なう緊急措置の追認、取引所に対する状況改善の示唆と勧告、およびCFTCが一方的に発する取引一時中止命令、市場閉鎖命令が含まれる。米国産農産物の輸出禁止措置の発動のような制度的要因に基づく緊急規制を除けば、CFTCの市場監理は通常は価格操作（マニピュレーション）と売り手仕舞難（コンジェスション）に焦点が合わされる。このような市場機能の悪用・濫用は取引参加者により意図的に行なわれるものであるため、全取引関係者に対する条件設定が重要である。商品取引所法は取引関係者すべてに登録義務を課しており取引・市場局（Division of Trading and Markets）がSROである全米先物協会（National Futures Association = NFA）に業務委託して約66,000人（1995年度）におよぶ取引関係者の登録申請受付け・審査・承認（不承認）の手続業務を担当している。同局はさらにもう一つのSROである各取引所の監査業務を担当しており、取引所規則に基づいて適切に運営がなされているかを常時チェックする。また顧客資産を預かっている取引関係者の財務状態の監査も顧客保護の観点からCFTCの重要課題であるがこれも同局の担当となる。従ってSROである各取引所に関しては経済分析局と取引・市場局が共同監理している状態になっておりダブルチェックの有利点と重複監理の煩雑さ・高コストの不利点が指摘されている。「経済分析局」と「取引・市場局」は先物取引の健全な運営を主業務とするが、その為の

法的側面を担当するのが法執行局 (Division of Enforcement) であり規制当局としての C F T C を最も代表する部門である。法執行局は商品取引所法および C F T C 規則に基づき違反行為およびその容疑行為を徹底的に追求し行政処分又は刑事事件としての告発を行なう。その対象はきわめて広範囲で、登録された取引関係者の違法行為、商品取引所法で禁止されている場外取引、国際的にまたがる事件に対する司法協力、他連邦政府機関・各関係当局との協力作業にまで及ぶ。また近年は取引関係者の違法行為により欺取された顧客資金の保全・回収・返還も重要任務の一つになっている。

(1) 法執行局の業務

同局の主要業務は商品取引所法および C F T C 規則に違反すると疑われる行為の調査、摘発、制裁であり、対象は取引所に上場されている先物・オプション取引および先物関連の投資商品の不適切な販売にまで及ぶ。C F T C に登録されている取引関係者に限らず、非登録者でありながら上場されている先物・オプション取引に関与した者および違法な場外取引の先物・オプションの販売を企図した者も対象として含む。同局は自らが収集した情報だけでなく C F T C 内の他部局から照会された情報、S R O からの情報、連邦・州および外国政府からの情報および一般投資家からの情報に基づき調査を開始する。これらの情報は通常非公開である。調査の結果容疑事実が固まれば、同局は C F T C に対し、行政手続の開始または C F T C を代表して連邦裁判所に対し禁止措置および付随的救済措置を申立てる。行政措置は登録および取引特典の一時停止、拒否、反古、制限および民事制裁金の付課、および排除 (停止) 命令、原状回復命令を含む。また継続して行われている違反行為を中止させる為、連邦裁判所から一方的緊急差止め命令、暫定的差止め命令、本案的差止め命令を

取得できる。付随的救済措置は財産保全管理人の任命、資産の凍結、原状回復、不正に取得した利益の吐き出しを含む。禁止命令に違反した場合には同局は侮辱罪で違反者の拘束を求める。調査中に刑事違反の証拠が発見された場合には司法省に付託されるが場合によっては商品取引所法違反だけでなく、郵便詐欺、電信詐欺、共同謀議といった他の連邦詐欺防止法違反の対象ともなり得る。同局はまた連邦・州諸機関および諸外国政府機関に対し専門的援助と法技術支援を提供するし、州当局と共同原告になることもある。1995 年度中の同局の実績は下記の通りである。

禁止措置	11 件
行政訴訟手続	16 件
制定法による資格喪失	25 件
暫定的差止め命令	35 件
本案的差止め命令	12 件
一方的暫定制限命令	8 件

また当期中に任命された 3 名の財産保全管理人により約 1.3 百万ドルの顧客資金・資産が保全された。また 15 件について合計約 18 百万ドルに達する民事制裁金が課せられた。

(2) 経済分析局の業務

C F T C の目的遂行の為に同局は市場分析、市場監理、市場調査を担当する。市場分析部は取引所が申請する新規商品の上場の細目にわたる検討および既上場商品の取引条件の変更を検討する。この目的は商品そのものの設計とか取引条件が不適切であると、実物・先物・オプション間の価格に不整合が発生しその市場の利用価値と効率性を阻害するからである。したがって同局の検討は先物取引条件が実際に行なわれている実物取引条件と整合性があるかという点と、十分な受渡し可能量が確保できるかに重点がおかれる。期近になって受渡し可能量が不十分であるといわゆる売手仕舞難の状態を招き価格が

実勢と大きく乖離するだけでなく変動幅が不当に大きくなる懸念がでてくる。95会計年度中に同部は14の先物、24のオプション、68の規則改正について検討した。自然な価格形成を歪める価格操作の探知・予防を重点において市場監理部のエコノミスト達は各取引所における取引の分析および大口参加者の手口の調査を行うほか、実物と先物の価格差、受渡し可能量、基本的な需給状態とかその他の市場要因を調査、検討する。この目的の為に、大口参加者のポジションの状態、実物受渡しの意図および戦略の有無を調査する。取引所および個々の参加者とさらには他国政府との間における密接な連絡が不可欠である。また市場調査部はCFTCの政策に関連する諸調査、CFTCの規制内容の変更のもたらす経済的効果の測定に加えてCFTCの規制作成そのものにも参画する。また専門的見地からの他部局への助言と支援、専門論文の作成と発表、デリバティブ等の新金融商品のリスクの所在についても検討を加える。

（３）取引・市場局の業務

SROである取引所およびNFAの規則遵守状態の監督を行なう事を主たる任務とする。この為に同局は取引慣行の監理および特定された登録者の財務状況および販売手法の監査を行ない、また必要とされるCFTC規制を作成する。この中には登録要件、情報開示、最低財務基準、顧客資産の分別管理、内部監査とコントロール、等の諸条件が含まれる。また国際的にまたがった取引に関する諸外国政府との規制面での窓口にもなっている。先物取引の健全な発展を持続的に維持するためには、それが行われる場である取引所およびそこで直接・間接に取引に参加する取引関係者の公正な行動と十分に安全な財務状態の保持が非常に重要であり同局はこの点に責任を持っている。取引所およびNFAのSROとしての存在を認知しつつ、同局は計画的に

各取引所の監査を順次行ない、また必要に応じてNFAを経由せず直接に登録者の財務状況および販売手法の立入検査を随時行う。特に近年は先物取引の国際化が進展し一国の規制当局だけでは充分かつ適確に対応できない場合も多いので、各国の規制当局間の連携作業がますます重要視されている。同局はこれらの業務も担当している。先物取引の国際化については、近年になり国境を越えた先物取引および先物取引・オプション取引を包含するデリバティブ取引が規模を拡大している。この背景には米国の取引業者が国際的展開に注力するようになった事、これに対抗して非米国業者も最大の市場である米国にも拠点をつくり国際取引を推進している事、そして先物取引自体のコンピューター・トレーディング化および計算技術の進歩によって複雑なデリバティブ取引技術が発達してきたという諸要因があげられる。米国の規制当局であるCFTCとしては登録されている米国業者の外国にまたがる取引をどのようにして規制して彼等の財務的健全性を確認するか、また非米国業者の米国内における取引、特に店頭取引が中心のデリバティブ取引をどのように規制できるのか、が新しい課題として出現している。CFTCの方針としてはまず諸外国規制当局と情報交換・共有協定を締結して有事の際に迅速、正確に行動できる仕組みづくりを基本とし、先物取引規制に経験の乏しい発展途上国関係機関に対しては金融技術・教育支援を行なう一方、個々の関係者からの質問、要求、申請に対しては商品取引所法およびCFTC規則に準拠して個別対応することとしている。1995年5月には米・英規制当局の共催による「先物取引所の監督」に関するウインザー会議が開催され、多数の国の規制当局者が出席した。そこでの討議の結果はウインザー宣言として採択された。その年の初頭には米国のベアリング・ブラザーズの一社員

(イギリス人) が外国であるシンガポール国際金融先物市場で投機的行為を繰返して巨額の損失をまねき、その結果同社は 220 年以上の歴史を閉じることになったが、シンガポールには米国の業者も多く C F T C は彼等が被害を受けないように積極的に行動した。

3 価格操作に関する C F T C の見解

市場価格を過度に引上げたり、引下げたりしてその過程において利益を得ようとする市場撓乱の力と、それらを注視し、規制に結びつけて自然で公正な価格を実現しようとする力のせめぎ合いの中で商品先物取引の歴史は発展してきた。たとえば第一次大戦終結後の 1920 年、1921 年の 2 年間にわたり小麦価格は暴落したがその結果、議会は今日の商品取引所法の前身となった穀物先物法を成立させた。その後 1933 年になると市場は強気になったがこの時、大手の取引業者たちは先物・オプション両取引を利用して穀物と卵の価格の引上げに成功した。それに対し議会は 1936 年にはオプション取引の禁止を含む条項を制定して対抗した。1950 年代に入って今度は玉ねぎの先物取引において受渡しと検査に問題が発生した為、議会は玉ねぎの先物取引を禁止した。さらに 70 年代初期にはソ連への大量穀物売却政策の影響で農産物市場に多くの経済的不均衡状態が発生した為、農業生産者たちは先物取引市場の規制強化を求めた。従って C F T C の最優先課題は価格操作の防止、対応とその為の強力な市場監視であった。一商品の不自然な価格決定は他商品の自然な価格決定のプロセスを歪め、結果として市場主義経済全体のメカニズムの正常な作動を阻害するという基本認識がその根底にあり、したがって価格操作は重罪とされる。C F T C はそのような市場撓乱を充分事前に察知できるような状態に常時自らをおいておく事ができるような市場監視

プログラムを策定しているが、その主なものは取引所による市場規制、値幅規制、ポジション規制、および C F T C に対する大口取引報告等である。特に市場撓乱の中の価格操作の判定は実務的には非常に困難で、それが実際に行われ得る危険が存在している市場状態になっているかの判定には、先物市場に関する非常に高度な専門知識が不可欠である。一般的に言えば、単独で、または複数の関係者がグループを組み共同して行動する事で先物取引価格に影響を与える能力を持てる状態にあればその事自体が価格操作の徴候であると C F T C は判断するがその基礎として活用されるのが市場監視プログラムである。重罪としての価格操作が立証される為にはその意図の存在も要件になるがこの証明も非常に困難である。たとえば 1979 年秋から数ヶ月間続いたハント一族による銀投機事件の際にもこの価格操作の意図の有無が焦点となった。ハント一族はそれ以前の 1977 年にも大豆の買占め事件で C F T C と係争事件を引起していたが(この事件は 1981 年に C F T C がハント一族に対し 50 万ドルの行政制裁金を課す事で和解した)今回はニューヨークの商品取引所 (C O M E X) を舞台として銀の買占めをはじめた。それまで 1 トロイオンス当たり 8 ~ 9 ドルの範囲で取引されていた銀は、ハント一族とその同調者による大規模な先物買いにより、9 月初めには 16 ドル、12 月初めには 20 ドルと急上昇、翌 80 年 1 月 21 日朝にはだれもが予想しなかった 50 ドルという市場空前の高値をつけた。しかしまさにこの日、投機ゲームの舞台となった C O M E X の理事会がこの日以降はポジションを解消する清算取引のみに制限するという緊急措置を発表したため、相場は一瞬にして反転し、急落の一途をたどることになった。3 月 17 日にはついに 17 ドルにまで下落し、最盛時には 100 億ドル近い評価益を享受していたハント兄弟の資金繰りは急激に悪

化した。呵責（かしやく）なく毎日続く数千万ドル規模の変動証拠金の要求についてハント一族は支払い不能に陥り、80年3月末にこの短くも激しく世界を揺るがした投機劇は幕引きとなった。そしてその後の裁判では価格操作の有無に焦点が合された。価格操作という言葉の定義は困難だが、この場合のように特定の者が買いポジションをどんどん増やしていけば当然価格は上昇する。それは「自然な」価格変化であるはずだが、その変化の度合が「ある程度」を越えると不自然な動きと認識され、価格操作の疑いがかかる。しかし自然・不自然の間に明確な一線を画するのは実態的には極めて困難である。米国の先物取引を規制している商品取引所法には価格操作に関する規定があるが、価格操作そのものの明確な定義は示されていない。また同法の別項には「過度の投機」に関する規定があり、ある商品の価格に突然、または不合理な、または不当な変化が生じた状態と例示しているが、このそれぞれの内容を特定することも困難である。それに「操作」という以上、そこに動機が存在していなければならない。この事件でハント兄弟を訴えた原告側が価格操作の意図の存在を主張したのに対し被告側は当然否定した。被告側の主張を要約すれば、彼等自身は銀の価値とか有用性について一つの観方を有しておりその点から銀の長期的な価格に関心を持ち先物買いを始めた（途中からは併行的に現物の買いも行なった）。そうすれば先物価格・現物価格の双方に影響（具体的には値上りする）ができるのは当然予見できるが、それは価格操作という「意図」の存在を意味するものではない、彼等は銀という商品に対する自分たち自身の観方から出発したにすぎないというものであった。実際、第一次石油危機を経験した後の米国ではインフレ懸念に対応する為の実物資産所得の傾向が強まっていた。また当時の銀の消費量の増

加率は生産量のそれを上回っていたのでハント一族は1973年頃から銀の現物のみでなく先物のポジションも持つ大口の投機家として知られていた。それが1979年の夏から秋にかけてCOMEXでの先物買いポジションが特定の数人の手に集中されつつあること、また期日が近づくと反対取引によるポジションの相殺をしないで実物引渡しを要求しているのをCFTCの市場監視システムは把握していた。したがってCFTCによる対応はハント側の先手を打つ形で迅速・適確に行なわれた。まず第1段階として先物ポジションに対する当初証拠金の引上げ、第2段階は投機ポジション量そのものの制限、第3段階では現有ポジション解消の為の清算取引のみ許可するというものであったがこの第3段階でハント側は手足を完全にしばられる形となった。CFTC側は与えられた規制権限をフルに活用してハント側の息の根をとめたのである。このハント銀投機事件の教訓は数多くあるが、もっとも本質的なものの一つは先物取引の概念そのものに関するものであった。すなわち先物取引市場はいかなる一つの取引もそれ自体が価格変動に影響を与える事がないという前提に基づいている。さらに先物取引市場は価格変動リスク管理の場であるという基本的な性格を有しているので殆んどどのポジションは期日前に反対取引により相殺され、期日に大量の受渡しは通常は発生しないという前提で運営されている。だからハント事件のように、大量の買持ち状態を維持したまま期日直前になって期日における受渡しを要求すると市場には売り手仕舞離という異常事態が発生し市場は混乱する。つまり価格操作の意図の有無にかかわらず、何者かが(価格操作以外の)何らかの思想、予見、動機に基づいて大量に(たとえば銀といった商品の)実物の取得を志す場合には直接、実物市場で大量買付けをして価格騰貴を招くより、もし十分な時

間的余裕があれば、先物取引市場で価格変動に影響を与えない形で買いポジションを積み増して行き、最終的には期日に受渡しを要求する方法がある。しかも先物取引にはレバレッジが働くので期日までの必要資金量は実物取得の場合の5 - 10%程度で済む。これがハントー族の基本的戦略であったと思われる。しかし先物取引市場の機能の健全性を守る立場のC F T Cおよび取引所関係者からみればこの種の行為は市場の濫用に相当する。彼等が懸念したのは取引市場で結局は契約不履行が発生し、先物取引全体に対する認識が崩壊することであった。この事件以降C F T Cは大口投機家のポジションの規制に一層神経質になった。総ての取引所は投機家の先物・オプションのポジションに限度を設定する事が義務づけられ、併せて、緊急事態発生時にC F T Cの取引情報特別開示要請に応じない取引関係者に対しては、清算目的を除くすべてのその後の新規取引を禁止する措置をとった。

4 C F T Cにおける「規制と自由」の概念

先物取引は将来の価格を発見(形成)するという経済社会的にきわめて重要な意義を有しているが、それが指標価格として実際の経済の場で認知されるためには、価格形成が自由・競争的・公正・透明な環境の中で自然に行われる事が前提となる。具体的には一定の条件を備えた法人・個人は誰でも自由に参加・退出できるように規則が明確にされている事、また特定の者が意図的に価格操作を行ない自然な価格決定のプロセスをゆがめてしまう行為を不公正なものとして排除する事、また衆人監視の中で取引を行なう事により納得性のある価格形成が行なわれる事が前提であり、こういう合理的なプロセスを経て形成された価格こそが公正市場価格(フェア・マーケット・プライス)として経済社会

で認知され得る。そして米国の市場主義経済はこのように自由で競争的に形成された公正市場価格群の変化をパラメーターとして運営される結果、最も効率的な経済状態が出現するというのが価格に対するC F T Cの基本認識である。その意味でも先物取引により形成される将来価格は米国経済は勿論の事、世界経済全体に大きな影響を与えるものであるから公正市場価格の形成を阻害する要因、特に価格操作は重大な犯罪行為として厳しく処罰される。C F T Cの諸種の規制はそのような米国経済の効率性を阻害する要因を排除する事に目的があり、先物取引の発展に枠をはめる事を意図していない。従ってC F T Cは規制当局として発足しているがその最終的な目標は米国経済の効率化に貢献する先物取引の健全な育成にあるのでその規制概念の中心には「規制と自由」思想、より具体的には「徹底した規制とそれを前提とした最大限の自由」が存在している事を強調しなければならない。一方C F T Cの「自由」概念はS R Oの自主性の尊重に端的に表現されている。S R Oである取引所の規則の制定・改変・廃止は原則として取引所側から申請し、C F T Cが審査の上承認する仕組みになっている。上場商品の企画・申請も各取引所が競争的に行ない、C F T Cは申請順に審査して認可・不認可を決定するが、その基本原則は全体として米国経済の効率化に貢献するとC F T Cが評価した新規商品は前向きに認可し、その成否は「市場の決定」にゆだねる。つまり、上場して取引量が十分に確保され価格形成が健全に行なわれるようになった結果、指標価格として認知される状態になればそれは市場がその商品の上場の経済社会的効用を認めたという事であり、逆に取引量が不十分であればそれは市場がそういう商品を求めているという証拠である。すなわち新規商品の成否をC F T Cが事前に決定するのではなく、市場にゆだ

ねるのが最も納得性があるという思想が基本にある。したがってCFTCは同一商品および類似商品が複数取引所に上場されることを意に介さない。それぞれの取引所の意思決定の自由を最大限に尊重し保証する用意がそこにはある。あとは競争的取引の結果の市場の評価に委ねれば良い事である。重複上場は全体としてはコストの増加をまねく事ではあるが、たとえば上場商品の割当を行なうような、取引所間の自由な競争を通じた発展を阻害するデメリットに較べればより小さなことであると認識される。CFTCのこのような「自由」概念は上場認可件数

の多さとなってあらわれている（表2）

CFTCは1975年の業務開始以降約20年間に339の先物および171のオプション、合計510の商品の上場を認可した。これは当該商品の上場が経済社会的な意義を持つ、換言すれば価格変動リスクの管理を最小のコストで可能とし、かつ透明な価格形成を通じて米国経済の効率化に寄与すると判断されれば積極的に認可するというCFTC設立当時からの基本理念に基づいている。しかし認可された商品が即時上場されとは限らないし、または認可はされたが未だに上場されていない商品も多数存在している。これらの

表2 商品先物取引委員会の認可商品数と取引所新規上場商品数（ ）

	農産物 Agriculture		金融商品 Financial Instruments		天然資源 Natural Resources		計	
	先 物	オプション	先 物	オプション	先 物	オプション	先 物	オプション
1975以前	40 (47)	0 (0)	0 (16)	0 (0)	0 (22)	0 (0)	40 (85)	0 (0)
1975	11 (0)	0 (0)	19 (1)	0 (0)	24 (0)	0 (0)	54 (1)	0 (0)
1976	0 (0)	0 (0)	0 (1)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (1)	0 (0)
1977	0 (0)	0 (0)	2 (2)	0 (0)	4 (2)	0 (0)	6 (4)	0 (0)
1978	1 (1)	0 (0)	4 (3)	0 (0)	0 (1)	0 (0)	5 (5)	0 (0)
1979	1 (1)	0 (0)	6 (7)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	7 (8)	0 (0)
1980	1 (0)	0 (0)	8 (8)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	9 (8)	0 (0)
1981	5 (4)	0 (0)	11 (5)	0 (0)	6 (4)	0 (0)	22 (13)	0 (0)
1982	2 (2)	1 (1)	11 (6)	1 (1)	4 (2)	2 (1)	17 (10)	4 (3)
1983	0 (0)	0 (0)	10 (8)	4 (3)	8 (4)	0 (0)	18 (12)	4 (3)
1984	1 (1)	6 (6)	3 (1)	0 (1)	2 (5)	1 (2)	6 (7)	7 (9)
1985	1 (1)	5 (4)	8 (7)	5 (5)	1 (0)	2 (2)	10 (8)	12 (11)
1986	0 (0)	5 (4)	19 (9)	6 (4)	1 (0)	3 (2)	20 (9)	14 (10)
1987	2 (2)	1 (3)	10 (8)	3 (1)	3 (3)	3 (2)	15 (13)	7 (6)
1988	0 (0)	1 (0)	11 (4)	4 (3)	1 (1)	3 (0)	12 (5)	8 (3)
1989	0 (0)	2 (1)	8 (5)	4 (1)	1 (1)	1 (1)	9 (6)	7 (3)
1890	1 (0)	0 (1)	2 (5)	1 (3)	1 (1)	1 (1)	4 (6)	2 (5)
1991	4 (3)	6 (3)	10 (6)	15 (8)	2 (0)	4 (2)	16 (9)	25 (13)
1992	5 (5)	4 (2)	18 (11)	19 (6)	7 (4)	3 (2)	30 (20)	26 (10)
1993	2 (2)	4 (4)	9 (9)	13 (8)	1 (0)	1 (0)	12 (11)	18 (12)
1994	4 (3)	3 (2)	11 (5)	12 (2)	0 (1)	0 (1)	15 (9)	15 (5)
1995(1月-9月)	4 (5)	4 (5)	7 (0)	17 (2)	1 (1)	1 (1)	12 (6)	22 (8)
計	85 (77)	42 (36)	187 (127)	104 (48)	67 (52)	25 (17)	339 (256)	171 (101)

資料：米・商品先物取引委員会 1995年度年次報告書

一部は現在では陳腐化していると考えられるが、その他は時期を見て上場をねらっているいわばスタンド・バイの商品であると理解される。全体としては当該期間中に認可された339の先物の内、上場されたのは256(上場率75.5%)、オプションは171中の101(同59.1%)で、平均すると上場率は70.0%である。上場は各取引所の判断と責任で行われる。C F T Cは市場監視は行いが上場の成否については責任を持つ立場にない。その商品が対象とする経済社会のニーズに合致しているかどうかは結果的には市場が決定するものであるという認識はC F T C / 取引所の双方に共通している。ニーズの高い商品は活発に取引され流動性が高まり未決済残高も増え、練られた価格形成が可能となり指標価格として実物経済側からも認知されるようになる。これは成功パターンである。ニーズの低い商品は取引量が低迷したまま、やがて市場では「休眠状態」という評価を受け最終的には取引所の内の取引場所の指定から外されてしまう。こういう場合でも取引所はC F T Cに報告するだけで自ら上場廃止を宣言しないのが通例である。それは不確実な将来において、何時またこの商品に対するニーズが復活するかもしれないからである。その時に迅速に対応できる為にはスタンド・バイの状態にしておくのが最善だからである。このようなダイナミックな上場戦略と迅速な商品リフレッシュ方針が米国の先物産業の特徴の一つであるが、それに見合うように上場までのプロセスも極めて明瞭かつスピーディーである。一例としてカリフォルニア州オレゴン州境(C O B)先物契約の申請内容はC F T C資料によれば「C O Bを主要受渡地点として連続交流電力を受渡期間中のピーク時に2 MWの率で供給する先物契約で取引単位は736 MWとする」内容のものであった。一ヶ月の週日が23日、1日の内の16時間がピーク時と規定すると2 MW × 16時間

× 23日 = 736 MWという契約サイズになる。この商品のの上場までの時間経過を見ると

取引所の先物上場申請日	1995年 8 月 9 日
官報掲載日	1995年 8 月31日
追加資料・必要修正提出期限	1995年12月21日
C F T C 認可日	1996年 1 月31日

上場申請までに内容は相当詰まっていたはずではあるが、申請から認可までのスピードの速さは注目に値する。これも経済社会的に正の効用を持つと判断されるものは可及的速やかに上場して経済全体の効率化に寄与させるというC F T C方針に基づく関係者の短期決戦型の集中力に多くを依存していると言える。

・ C F T C の課題

1 マネージド・フューチャーズ

マネージド・フューチャーズ(Managed Futures = M F)はその名の通り、先物取引所上場商品(フューチャーズ)およびそのオプションを中核的な対象商品として組成され運営されている。M Fの一応の定義としては、「投資手段として主として先物市場を利用し、与えられた資金の効率運用を計る専門家としてのマネー・マネージャーたちが構成する産業」であり、そこでは「さまざまな投資戦略に基づき先物市場特有のレバレッジ(てこの原理)を活用して高度に制御された取引活動が行われる」。両者の深いかわり合いは最近十数年間の米国の先物取引所の年間出来高とM Fの推定残高の関係からも明瞭である。M Fは実際には先物および上場オプションに限定されることなく銀行間通貨先渡し取引を含む各種の先渡し取引、レバレッジ取引、店頭オプションとかスワップのような相対取引を行うことはあっても、対象商品そのものは先物取引所上場商品に通常限定されるのは、直接の契約形態は相対であっても最終的には先物取引所でポジションを清算するという最後の手段を

保持しておきたいからである。証券取引所が基本的には資本調達場であるのに対し、先物取引所はリスク管理の場であり、そこには自分の持つリスクを第三者に転嫁したい人（ヘッジャー）とそのリスクをあえて取って自分の利益に結びつけたい人（投機家）の2種類の人間しかいない。MFは通常投機家として登場する。先物取引における投機家の役割はヘッジャー間のみでは価格形成が円滑にできない場合に、投機家が参加することにより取引の厚みが増えて価格形成が容易になる、つまり投機家は「潤滑油」の機能を持つとされる。しかしこのことは逆に言えば、価格形成の主役はあくまでもヘッジャーであるべきでありそれ故に先物取引所はリスク管理の場たり得る。もし投機家が価格形成の主導権をとれば、それは実物市場における実勢価格と乖離した価格が形成される可能性があり、それは先物市場の基本的経済目的である実物市場のより円滑な機能の実現と相容れないものになってしまう。

ヘッジャーが価格形成の主役で、投機家は従というのは先物取引の経済社会的意義から見てその通りではあるのだが、ヘッジャーによる価格変動リスクの転嫁というのは全体としてみれば偶発的であり、その方向（売りが買いか）も一方に偏りがちであり、量的にも限定的であるというのが経験的事実である。従って先物取引が十分な流動性を持ち、円滑な価格形成が継続的にできるためには取引量を増加させる投機家の存在は不可欠であると認識される。取引所の立場から言えば、価格形成と流動性維持における投機家の役割は建前上は従であるが現実的には主である、というのが偽らざる姿である。MFは大口投機家として大量の売買注文を先物市場に出すことにより、流動性を増加させるという重要な役割を担っていると言える。

先物取引がその機能を果たすためには十分な

流動性をつねに維持すること、つまりヘッジャーであれ投機家であれ、自分の希望量をその時の価格水準に影響を与えることなく（自分の売買そのもので、価格が変動してしまうことがないように）取引執行できる程の売買量が存在していなければならない。このことは逆にMFが参加する条件でもある。さらに先物取引所はそこで行われた取引の履行を保証・清算するクリアリング・システムを持っていることが必要である。このシステムが存在しているが故に、反対取引による期日前解約が通常の取引として可能となる。これが集団取引の先物取引と相対取引である先渡し取引を区別する大きな要素の一つである。

さらにこのクリアリング・システムを前提として、先物取引にはレバレッジが可能となる。5 - 10%の取引証拠金で済むので手持資金の10 - 20倍の金額の取引を行うことができる。近年、MFの主流となりつつある元本保証型の基本的枠組みは、全体の資金量の60%程度を財務省ゼロクーポン債等に投資して数年後のファンド満期日に元本が保証できるようにし、残りの40%程度を先物中心に運用するものであるが、もしレバレッジが20倍であれば全体資金量の8倍もの運用が可能となる。株式投資の場合はレバレッジは2倍程度であるから、先物取引がMFにとってはるかに魅力があるのが分かる。株式の信用取引では50%は商品代金の一部として支払う内金の性格を持っているが、先物取引の証拠金はいわば契約を必ず履行する、という約束ごとを裏打ちするための目的であり、取引者間の信用が完全に成立していれば本来はゼロでも良い性格のものである、という点に違いがある。これらの先物取引の特徴はMFにとって極めて重要である。MFが投機家として先物取引を行い、所期の利益目標を達成するためには、一定の資金量をレバレッジをきかせて最大限に活用し、

ボラティリティー（価格変動幅）の大きい商品を対象として、売り・買いいずれかのポジションを取り、期日前に反対取引を行ってポジションを解消して利益（または損失）を確定するという一連の行為が支障なく、自分の望むスピードで行われることが重要であるが、先物取引はそのすべての条件を満たしているといえるからである。すなわち先物取引はMFにとって取引手段として下記5点の特徴を持っている。

1. 多 様 性 - 世界各地に取引所が存在し、多種多様な商品が取引されている。その中の地場産業を除く、国際的性格の強い商品については時差を追う形で24時間取引体制が構築されている。
2. 流動性 - 多くの商品について十分な量の取引があり、取引の執行が円滑に行われる。
3. 利益機会 - 売り・買いいずれかからでもポジションを取ることができる。価格上昇時だけでなく、下降時にも利益を得る機会がある。
4. レバレッジ - 「てこの原理」を有効に活用することにより、取引量を増大させ利益につなげることが可能となる。
5. 取引費用 - 対象商品の実物取引の場合に比べてはるかに取引費用が少ない。

価格変動リスクには価格が上昇することに伴うリスクと下降することに伴うリスクの二通りある。リスク管理の場である先物取引においては、したがってロング（買い越し）、ショート（売り越し）双方について平等な機会が用意されている。これは資金調達の場合である株式市場で発行者以外はロングから入るのが常識とされているのとは本質的に異なる先物市場の特徴である。これは自己の持つ価格変動のリスクを第三者に転嫁したいヘッジャーはもとより、そのリスクをあえて取り利益に結びつけようとする投機家

に対して、株式の場合に比べてより大きな選択の機会を提供することになる。

さらに先物取引対象商品間の価格変動の相関度はランダムである。米ドル先物が値下がりすれば金先物が値上がりするといったように逆相関の場合もある。一つのバスケットの中にすべての卵を入れないという分散投資の理論からいけば、多種多様な先物商品が存在していることはマネー・マネージャーの立場からは非常に魅力的である。1987年10月のブラックマンデーはそのことを如実に証明した。株式のロングから入っていた株式投信は株価の暴落で大きな痛手を受けたのに対し、ロング、ショートどちらからでも自由に出入りのできるMFの中には、その時のポートフォリオ次第で逆に資産価値の上昇したものが幾つかあった。運用資産の一部をMFに移す機関投資家が目立つようになったのもこのブラック・マンデー以後である。一般的に言って伝統的投資対象資産（株式、債権）の価格はそれぞれ異なったリスク・リターン関係におけるその資産に対する需要と供給により決定されるのに対し、商品の場合には世界的規模における生産と消費または需要と供給により決定されるので、株式・債権と商品間の价格的関連が希薄であることが認知されたのである。いろいろな商品に分散投資することは理論的にも裏付けられているが、それは当然その中の一部には相当な高利回りで長期間運用できるものがないからである。そうでなければ安全確実な投資の利回りを魅力的なほどに上回ることができないからである。値洗い（マーク・トゥ・マーケット）という単純明快な作業を通して毎日の評価損益を実現損益に変えて行く仕組みを中核としたクリアリング（取引の保証・清算）ハウスをビルト・インした先物産業は、今日では一つのシステム産業であると理解される。従ってそのシステム上にどのような魅力ある大型商品

を開発し、提供していくかが今後の先物産業の発展の行方を占うだけでなく、MFにとってもその成長の限界をも示唆する条件となる。この点に関しての展望は必ずしも楽観的でない。商品先物分野ではその百十数年にわたる歴史の中で既存商品を対象とした先物取引は大方開発され尽くしていると言える。受渡しを必要としない指数の類では若干の開発の余地はあるだろうし、公害物質のような負の効用を持つものはマイナスの価格、つまり売手が買手に支払うような取引も可能となるだろうが、単一商品として大型なもので先物取引の条件を満たすものはまず残っていないないと思うべきである。

期待は、したがって無形金融先物分野の方に向けられる。この分野はまだ20数年間の歴史しかなく開発余地は十分ある。金融先物の特徴は商品の受渡しが必要ないか、またあるとしても迅速・簡単にできることにある。経済のグローバル化の波に乗って、これからはいわゆるエマージング・マーケットの金融商品に焦点が合わされる。これら諸国の通貨・金利・株価指数等は個々の商品としてはせいぜい中規模の先物商品でしかないだろうが、それぞれの国の発展途上において経済諸要素の変動幅が大きいことが予想されるので、これらの商品は流動性はともかく、ボラティリティは大きな商品となることが期待される。このことはMF間の差別化の大きな要因になる。この新たに出現しつつある市場においては状況が刻々激しく変化するので、戦艦を中心に据えた大艦巨砲主義のMFの戦略は通用しないだろう。駆逐艦群をネットワーク化したような機動力に富んだ小回りの利くMFが有利な戦いをするようになる。MFは一方では規模の利益を追わねばならないが、ある程度を越えると自己行動の犠牲となってしまう。MFは株式市場と先物市場の性格と、そこからよってくる仕組みの相違を利用して大きく発展

してきた。それだけに今後の展開は先物市場の将来の在り方に大きく依存する。それは決して楽観的ではあり得ないが、新しい分野、例えばエマージング・マーケットでの新商品の開発等を通じて持続的な成長を図ることが可能であろう。システム産業としての先物産業はこれからますます多様化し複雑になる価格リスクの管理の場として市場経済社会の認知を受けて発展することが期待されている。

この様に先物取引の大口利用者として登場し、また規模の拡大を続けているMFをどのように先物取引発展の為に利用し、必要な規制を加えて行くかがCFTCの大きな課題になっている。

結 語

CFTCは創設以来僅か20余年の歴史の中で規制と自由という一見相対立する二つの概念を現実的に調和させながら、価格発見と価格変動リスクの移転という先物・オプション取引の二大機能を十分に発揮させ経済社会の効率化に貢献してきた。これらの取引はしかし、投機家に対しても利益獲得の機会を与えるものである故に常に価格操作とか取引慣習の悪用・詐欺を生む危険性を持っている。CFTCは法の厳格な適用により取引の事前・経過規制を行うと共に違法行為に対しては徹底的な追求を行なう。「徹底した規制とそれを前提とした最大限の自由」を取引関係者に与えることによって本来の目的である先物産業の育成を実現させているのである。

参考文献

- (1) Chicago Board of Trade, “Commodity Trading Manual”. Chicago Board of Trade, Chicago, 1985 382 p.
- (2) Commodity Futures Law Reports, “Commodity Exchange Act As Amended and Regulations Thereunder”. Commerce Clearing House, Inc., Washington, D. C., 1983 673 p.
- (3) Committee on Agriculture and Forestry, United States Senate, “The Commodity Futures Trading Commission Act of 1974”. U.S. Government Printing Office, Washington, D. C., 1974 143 p.
- (4) Commodity Futures Trading Commission Annual Reports.
- | 年次 | 頁数 | 年次 | 頁数 | 年次 | 頁数 |
|------|-----|------|-----|------|-----|
| 1977 | 151 | 1984 | 145 | 1991 | 115 |
| 1978 | 142 | 1985 | 155 | 1992 | 165 |
| 1979 | 124 | 1986 | 130 | 1993 | 125 |
| 1980 | 142 | 1987 | 120 | 1994 | 125 |
| 1981 | 138 | 1988 | 149 | 1995 | 120 |
| 1982 | 119 | 1989 | 117 | | |
| 1983 | 178 | 1990 | 111 | | |
- (5) Commodity Futures Trading Commission, “International Regulation of Derivative Markets, Products and Financial Intermediaries” 1996 Ed. CFTC, 1996 569 p.
- (6) Epstein, Charles B., “Managed Futures in the Institutional Portfolio”. John Wiley, New York, 1992 309 p.
- (7) Hieronymus, Thomas A. “Economics of Futures Trading” Fourth Printing. Commodity Research Bureau, Inc. New York, 1981 368 p.
- (8) Hull, John “Introduction to Futures and Options Markets”. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1995 444 p.
- (9) McMillan, Lawrence G. “Options as a Strategic Investment”. New York Institute of Finance, New York, 1980 484 p.
- (10) National Futures Association, “National Futures Association”. National Futures Association 1984 130 p.
- (11) Parry, John “Guide to World Commodity Markets” 3rd Ed., Kogan Page, London. Nichols Publishing, New York 1982 393 p.
- (12) Powers, Mark J. “Inside the Financial Futures Markets” 2nd Ed. John Wiley, 1984 369 p.
- (13) Rothstein, Nancy H. “The Handbook of Financial Futures”. McGraw-Hill 1984 638 p.
- (14) Schwarz, Edward W. “How to use Interest Rate Futures Contracts”. Dow Johns-Irwin, Homewood, 1979 217 p.
- (15) Tamarkin, Bob. “THE MERC-The Emergence of a Global Financial Powerhouse”. Harper Business, New York, 1993 465 p.

- (16) Watling, T. and Morley, J. “Successful Commodity Futures Trading”. 2nd Ed. Business Books, New York, 1978 244 p.
- (17) Williams, Jeffery, “Manipulation on Trial”. Cambridge University Press, 1995 (邦訳 “ ハント兄弟の価格操作事件 ” 柳沢逸司訳 , 時事通信社 , 1996 330 p.)

著者プロフィール

河村幹夫 (かわむら みきお)

1935年生れ。名古屋市出身。58年に一橋大学経済学部卒業、三菱商事(株)に入社。非鉄金属取引を担当しニューヨーク、モンテリオール、ロンドンの海外勤務を経て90年に同社取締役役に就任し情報産業グループを担当。94年退任し多摩大学教授に就任、現在に至る。ロンドン勤務時には同社ロンドン支店非鉄金属部長との兼務で金属関係の先物取引会社であるトライランド・メタルズ社の会長兼社長を5年間務めた。現在もロンドン金属取引所(L M E)の個人会員の資格を持つ。主な著書「ザ・シカゴ・マーケット」(東京布井出版)「経済探検―物語で読む先物取引」(日本経済新聞)「先物探偵術」(同朋舎)