

商品先物のオプション取引

山 田 廣 己

目次

はじめに

一 判例紹介

二 商品先物取引とオプション取引

三 商品取引所における実際の上場商品

四 金融商品取引法および財務諸表規則上での定義

五 米国の先物オプション取引

おわりに

はじめに

海外商品先物オプション取引（金先物・綿花先物・大豆先物・原油先物・コーン先物・コーヒー先物・砂糖先物・小麦先物・天然ガス先物・オレンジジュース先物などについてのオプション取引）に関する判決を多く見出すことができる。いずれも商品先物オプション取引の勧誘を受け、取引を委託し、その結果、損失を被った者が、不法行為責任（民法 709・715・719 条）や取締役の責任（会社 429 条 1 項）を追及する事案である。⁽¹⁾

-
- (1) ① 東京地判平成 12 年 10 月 16 日（先物取引裁判例集 30 号 79 頁）、② 名古屋地判平成 13 年 2 月 21 日（先物取引裁判例集 30 号 163 頁）、③ 名古屋地判平成 13 年 2 月 28 日（先物取引裁判例集 30 号 288 頁）、④ 東京地判平成 13 年 6 月 28 日（判タ 1104 号 221 頁、金融・商事判例 1148 号 46 頁）、⑤ 東京地判平成 14 年 12 月 19 日（先物取引裁判例集 34 号 54 頁）、⑥ 名古屋地判平成 15 年 8 月 19 日（先物取引裁判例集 34 号 454 頁）、⑦ 名古屋地判平成 15 年 12 月 3 日（先物取引裁判例集 35 号 291 頁）、⑧ 東京地判平成 17 年 3 月 4 日（先物取引裁判例集 39 号 524 頁）、⑨ 秋田地判平成 19 年 8 月 23 日（先物取引裁判例集 51 号 147 頁）、⑩ 名古屋地判平成 20 年 12 月 19 日（先物取引裁判例集 55 巻 1 頁）、⑪ 東京地判平成 21 年 7 月 24 日（先物取引裁判例集 58 巻 171 頁）、⑫ 東京地判平成 23 年 12 月 15 日、⑬ 東京地判平成 23 年 12 月 22 日、⑭ 東京地判平成 24 年 2 月 8 日、⑮ 東京地判平成 24 年 3 月 1 日、⑯ 東京地判平成 24 年 3 月 6 日、⑰ 東京地判平成 24 年 4 月 16 日、⑱ 東京地判平成 24 年 10 月 12 日、⑲ 東京地判平成 24 年 10 月 22 日、⑳ 東京地判平成 24 年 10 月 26 日（先物取引裁判例集 67 号 76 頁）、㉑ 東京地判平成 24 年 12 月 12 日、㉒ 東京地

商品先物オプションとは、商品先物取引についてのオプション取引であるから、商品先物取引の買建てや売建てをする権利（売付権（プット）・買付権（コール））の取引である。国内においても海外においても行われているが、海外における商品先物オプション取引は活発に行われていると報じられる。

本稿は、わが国における商品先物オプション取引の実態と法制度を検討することを目的とする。同時に、商品先物取引法 2 条 3 項四号で「オプション取引」を先物取引と定義している（後掲注（7））のに、金融商品取引法 2 条 21 項三号で、先物取引についてのオプション取引を「市場デリバティブ取引」と定義し、金商法 2 条 22 項三号でも同様に、「店頭デリバティブ取引」と定義している。財務諸表規則 8 条 10 項でも同様である（後掲注（12）、（13））。オプション取引を先物取引に含める商品先物取引法の定義に疑問を抱いている。この点につきご教示いただきたいと考える。

一 判決紹介

商品先物オプション取引に関する判決を一件紹介して、問題点を検討するための導入とする。

〔名古屋地判平成 24 年 9 月 7 日（先物取引裁判例集 66 号 291 頁）〕

〔事案の概要〕 X が、Y 会社に委託して行った為替オプション取引及び商品先物オプション取引に関し、適合性原則違反等の違法があったとして、被告らに対し、損害賠償を求めた事案において、Y 会社の担当者による本件取引の勧誘には適合性原則違反の違法があるほか、説明義務違反および実質の一任売買の違法があり、他方、Y 会社の取締役営業管理部長であった被告 M は、会社法 429 条により、X に生じた損害を賠償する義務を負うが、X にも 2 割の過失があるとされた事例。（裁判結果）一部認容、一部棄却（参照法令）民法 709 条・会社法 429 条

判平成 25 年 2 月 21 日、^{②④} 東京地判平成 25 年 2 月 22 日（先物取引裁判例集 69 号 133 頁）、

^{②⑤} 東京地判平成 25 年 3 月 26 日、^{②⑥} 名古屋地判平成 25 年 6 月 20 日（先物取引裁判例集 69 号 95 頁）、^{②⑦} 東京高判平成 25 年 9 月 12 日（^{②④}の控訴審）（先物取引裁判例集 69 号 162 頁）、^{②⑧} 東京地判平成 27 年 3 月 17 日、^{②⑨} 東京地判平成 27 年 6 月 30 日。

(1) 当事者等 原告 X は、昭和 3 年生まれ、昭和 24 年に A と婚姻した後、専業主婦として過ごし、A が平成 9 年に死亡し、その後、年金収入により生活していた。X は、本件取引当時、資産として、土地および同土地上の建物、預貯金、有価証券(株式)などを有していた。X は、平成 24 年 1 月ころ、認知症のため要介護 1 と認定された。

Y 会社は、昭和 55 年に設立され、昭和 59 年以降は主として**米国商品先物オプション取引**の受託業務を行ってきた。平成 13 年 3 月には、金融先物取引業者としての許可を得て、通貨先物オプション取引の受託業務を開始したが、平成 16 年 9 月、金融先物取引法(平成 16 年 12 月法律 159 号による改正前のもの)79 条 1 項 3 号及び 5 号に該当する事項が認められることを理由として、金融先物取引業の許可が取り消された。平成 23 年 1 月における商品先物取引法の施行に伴い、Y 社の事業が同法の規制の対象とされることになり(同法 2 条 22 項三号⁽²⁾)、仲介業の登録申請⁽³⁾を行ったが、同年 3 月 11 日、適合性を欠く者に対し不適当な勧誘を行う等により、多くの苦情を生じさせ、行政当局からの度重なる改善指導を受けてきたにもかかわらず、その後も多くの苦情が寄せられる等、その改善が図られていないことが同法 240 条の 5 第 4 号⁽⁴⁾の「的確に遂行することができる知識及び経験を有しない」

(2) 商品先物取引法 2 条 22 項 この法律において「商品先物取引業」とは、次に掲げる行為(その内容等を勘案し、委託者又は店頭商品デリバティブ取引の相手方(以下「委託者等」という。)の保護に欠けるおそれがないものとして政令で定めるもの及び第 15 項の主務省令で定める者若しくは資本金の額が同項の主務省令で定める金額以上の株式会社を相手方として店頭商品デリバティブ取引を行い、又はこれらの者のために店頭商品デリバティブ取引の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為を除く。)のいずれかを業として行うことをいう。

一 ～ 二 略 三 外国商品市場取引(商品清算取引に類似する取引を除く。)の委託を受け、又はその委託の媒介、取次ぎ若しくは代理を行う行為 四 ～ 五 略

(3) 商品先物取引法 240 条の 2 (登録) ① 主務大臣の登録を受けた者は、第 190 条第 1 項の規定にかかわらず、商品先物取引仲介業を行うことができる。以下略

第 240 条の 3 (登録の申請) ① 前条第 1 項の登録を受けようとする者は、次に掲げる事項を記載した申請書を主務大臣に提出しなければならない。以下略

(4) 商品先物取引法 240 条の 5 (登録の拒否) 主務大臣は、登録申請者が次の各号のいずれかに該当するとき、又は申請書若しくはこれに添付すべき書類のうちに重要な事項について虚偽の記載があり、若しくは重要な事実の記載が欠けているときは、その登録を拒否しなければならない。

一 ～ 三 略 四 商品先物取引仲介業を的確に遂行することができる知識及び経

に該当するなどの理由により、登録拒否処分がされ、その後、業務の継続が不可能となった。

被告 T1 は、Y 会社の創業時、代表取締役の地位にあった者であり、本件取引当時は取締役会長の地位にあった。被告 T2 は、平成 14 年 11 月 2 日、Y 会社の代表取締役に就任し、業務全般を統括していた。被告 M は、昭和 56 年 7 月に Y 会社に入社し、主として営業部門に在籍していたが、昭和 61 年に取締役に就任し、平成 9 年 10 月からの約 1 年間と平成 11 年 12 月からの約 1 年間は代表取締役の地位にあったが、その後、経理部以外の内勤管理部門を統括する取締役総務部長となり、平成 14 年 11 月以降は、取締役営業管理部長の地位にあって、管理部の統括とコンプライアンス体制の整備を担当していた。被告 I は、平成 14 年 4 月、Y 会社に入社し、営業社員として X との取引を担当した。

(2) Y 会社におけるオプション取引の内容等 オプション取引とは、特定の商品（原資産）を、予め定められた日（満期日）までに、特定の価格（権利行使価格、ストライクプライス）で買う権利（コール・オプション）又は売る権利（プット・オプション）を売買する取引をいう。また、オプションの買い手が売り手に対して支払う価格をプレミアム（オプション代金）という。

オプションの買い手は、満期日までに、反対売買（転売）をすることにより決済することができ、また、満期日において、権利行使をすることや、権利放棄をすることができる。例えば、コール・オプションの買い手は、購入後の原資産の価格が権利行使価格を上回り、当該コール・オプションの価格（プレミアム）が上昇すれば、オプションを転売するか又は満期日に権利行使して、差額を利益として得ることができる。逆に、購入後の実際価格が権利行使価格を下回った場合は、権利放棄して損失を確定する。

Y 会社が取り扱う「OTC 為替オプション取引」（以下「為替オプション取引」という。）は、取引所を介さず、特定の会社（ジークーゴー社等）との間の相対取引として行われる、外国為替証拠金取引を原資産とするオプション取引である。また、Y 会社が取り扱う「米国先物オプション取引」（以下「商品先物オプション取引」

という。)は、米国の先物市場の取引所に上場されているオプション銘柄を原資産とするオプション取引である。

為替オプション取引の場合、プレミアムは、外国為替市場において形成されるレートに準じてジョーケーゴ社等が提示することとされている。また、商品先物オプション取引の場合、プレミアムは、当該オプションの有効期間中、取引所において競争売買で約定された市場価格で決定され、時々刻々変動する。

これらのプレミアムの価格決定要因は、原市場価格と権利行使価格との差額（本質的価値）、最終決済日までの期間の長さ（時間的価値）、ボラティリティ（現在の価格からの予想変動率）、短期金利などであるとされているが、プレミアムは、権利を取得する対価であるから、オプションを保有することによって利益を得られる確率が高いほど、プレミアムは高くなる。

Y 会社におけるオプション取引の注文手数料は、1 枚当たり 7 万円又は 10 万円であり、転売手数料は 1 枚当たり 3000 円であった。そして、Y 会社の営業担当者は、顧客が支払う手数料のうち月額 100 万円を超過する部分の 4% を歩合給として取得することとされていた。

(3) 本件取引の開始とその内容等 X は、平成 17 年 3 月 14 日、喫茶店において I と面談し、Y 会社との取引を勧誘され、為替オプション取引及び商品先物オプション取引についての説明を受け、まずは 20 万円を投資して米ドル／円の為替オプション取引を開始しようとした。そして、X は、I の説明の後に行われた Y 会社の法制管理部の職員である S との事前面接において、取引の動機につき、「リスクが限定していて追加資金が不要と聞いたのでやって見ようと思いました」と答えたが、他方において、購入しようとしていた為替オプションが同年 6 月 30 日までの期限内に現在値から（手数料抜けするまでの）損益分岐点まで相場が動き利益が出るのか不安である旨を述べたことなどから、S は、取引開始は不適切であると判断し、契約成立には至らなかった。

X は、平成 17 年 4 月 1 日、Y 会社において I と面談し、再度、Y 会社との取引を勧誘され、為替オプション取引及び商品先物オプション取引についての説明を受け、関係書類に署名押印し、20 万円を投資して米ドル／円の為替オプション取引を開始しようとした。そして、X は、再度、S と面談し、相場が損益分岐点まで変

化しないと損失が生じることを理解している旨述べたことなどから、為替オプション取引及び商品先物オプション取引に関する基本契約を締結するに至った。

X は、上記の契約締結時、「口座開設に当たっての質問」と題する書面に回答し、[1] 投資経験として、株式と債券につき SMBC フレンド証券において 5 年の取引があり、取引銘柄は大林組であったこと、[2] 資産状況につき、不動産として敷地 100 坪、建坪 40 坪の戸建てを保有し、預貯金として 500 万円を保有し、有価証券として 300 万円を保有していること、[3] 投資資金につき、今回の投資金額は 20 万円、最高限度額は自己責任において自己管理するので設定しないことなどを記入した。

X は、平成 17 年 4 月 1 日から、為替オプション取引（対象は米ドル／円、ユーロ／米ドル、ユーロ／円の 3 銘柄）及び商品先物オプション取引（コーヒー、砂糖、大豆、原油、小麦、オレンジジュースの 6 銘柄）を行ったが、平成 19 年 5 月 10 日までに 6548 万 8999 円の損失（うち手数料は 5329 万 0650 円）が生じ、Y 会社との取引を中断した。

I は、平成 21 年ころ、X に対して取引を勧誘し、X は、同年 4 月、被告 T1 が講師を務めたセミナーに出席した。そして、X は、Y 会社との取引を再開し、平成 21 年 6 月 2 日から、商品先物オプション取引（オレンジジュース、大豆、小麦、生体牛の 4 銘柄）を行ったが、同年 12 月 22 日までに 1521 万 0196 円の損失（うち手数料は 1456 万 3500 円）が生じ、取引を終了した（以下、上記及び本項の取引を「本件取引」という。）。

X は、本件取引において 838 枚のオプション取引を行ったが、転売により利益が生じたのは 27 枚（金額としては約 58 万円）にすぎず、残りの 811 枚は権利放棄又は転売により損失となり、本件取引による損益は 8069 万 9195 円の損失（うち手数料は 6785 万 4150 円）となった。

(3) 本件の主たる争点は、① 本件取引に関し、適合性原則違反、説明義務違反及び実質的一任売買の違法が認められるか、② 本件取引により生じた損失につき、M の不法行為責任又は会社法 429 条 1 項（役員等の第三者に対する損害賠償責任）の責任が認められるかという点である。

〔判決要旨〕 1 適合性原則違反、説明義務違反及び実質的一任売買の違法性について

(1) 適合性原則違反について Y 会社を取り扱っていた為替オプション取引及び商品先物オプション取引は、オプションの購入自体による最大限の損失は支払ったプレミアム価格と手数料に限定されるものの、支払った金額全部を失う可能性が相当程度高いものであって、一般投資家が行う取引の中ではハイリスクなものであるということができ、また、取引の仕組みが複雑であり、一般投資家がプレミアムの価格決定要因を正しく理解した上で適切な投資判断を行うことが極めて困難なものであるということができる。したがって、このようなオプション取引を受託しようとする業者は、受託契約関係から派生する保護義務として、「顧客の知識、経験、財産の状況及び契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行ってはいならない」という義務を負い（適合性の原則・商品先物取引法 215 条⁽⁵⁾）、顧客の意向と実情に反して、明らかに過大な危険を伴う取引を積極的に勧誘するなど、適合性の原則から著しく逸脱した取引の勧誘をしてこれを行わせるときは、当該勧誘行為は不法行為法上も違法となると解される。

これを本件についてみると、[1] X は、婚姻後、専業主婦として過ごし、本件取引開始当時は 76 歳と高齢であって、夫を亡くして年金収入で暮らしており、自

-
- (5) 第 215 条（適合性の原則） 商品先物取引業者は、顧客の知識、経験、財産の状況及び商品取引契約を締結する目的に照らして不相当と認められる勧誘を行って委託者等の保護に欠け、又は欠けることとなるおそれがないように、商品先物取引業を行わなければならない。

この適合性の原則に照らして不相当と認められる勧誘および不相当と認められるおそれのある勧誘の例が、「商品先物取引業者等の監督の基本的な指針」（農水省・経産省）が掲げられている（適合性の原則に照らして**不相当と認められる勧誘**：未成年、成年被後見人、被保佐人、被補助人、精神障害者、知的障害者、認知障害の認められる者に対する勧誘。生活保護法による保護を受けている世帯に属する者に対する勧誘。破産者で復権を得ない者に対する勧誘。商品デリバティブ取引（商品先物取引はこれに含まれる）をするための借入れの勧誘。損失が生ずるおそれのある取引を望まない者に対する勧誘。取引証拠金等の額を上回る損失が生ずるおそれのある取引を望まない者に対する、取引証拠金等の額を上回る損失が生ずるおそれのある取引の勧誘。

適合性の原則に照らして不相当と認められる**おそれのある勧誘**：年金、恩給、退職金、保険金等により生計をたてている者に対する勧誘。一定以上の収入（例えば、年間 500 万円以上）を有しない者に対する勧誘。投資可能資金額を超える損失を発生させる可能性の高い取引に係る勧誘。高齢者（例えば 75 歳以上の者）に対する勧誘。デリバティブ取引の経験がない者に対する勧誘。）。

宅として使用する不動産と本件取引に投入した流動資産を保有していたものの、これらの資産を活用して投機的な取引を行う動機は特に見当たらないこと、[2] Xは、大林組などの株式や投資信託につき取引の経験はあったが、よりハイリスクな金融商品の取引の経験はなかったこと、[3] Xは、オプションの買付け等の際のY会社のオペレーターとのやりとりにおいて、本件取引の当初の時期では、ストライクプライスの単位を理解していなかったり、有効期限を間違えたり、ストライクプライスという言葉自体を聞き直したり、プレミアムと手数料を混同したりしており、平成21年になっても、キャンセルしたい取引内容を説明できなかったり、転売の指示に手間取ったりしており、これらの受け答えの様子に照らすと、Xにはオプション取引のような複雑な商品を理解する能力にやや欠けていたことが認められる。これらの点を勘案すると、Xは、多額の資金を投資して行うオプション取引に全く適合していない人物であったというべきであるところ、本件取引においては、取引開始後1か月で約1000万円、2か月で約2300万円、3か月で約3700万円、9か月で約5100万円、10か月で約6100万円の資金（いずれも累計）が投資されており、本件取引は上記のようなXの属性に比して著しく過大であると認められる。したがって、Iによる本件取引の勧誘行為は、適合性原則に違反し、不法行為を構成する。

(2) 説明義務違反及び実質的一任売買について 前記(1)で判示したオプション取引のリスクや複雑性に照らすと、オプション取引を受託しようとする業者は、受託契約関係上の付随義務として、オプションの基本的な仕組み、リスク、価格変動要因につき、相手方の理解能力の程度に応じて、その十分な理解が得られるように具体的な説明を尽くす義務があるというべきである（商品先物取引法217条～219条）（施行規則104条～107条）。

これを本件についてみると、Iは、Xに対し、[1] オプション取引を紹介した書籍である「日本の挑戦」や、説明冊子である「オプション取引の魅力」などを示して、オプション取引に関し、「オプション取引は1000万円の商品を売買する権利の取引であるから、手数料を含む20万円位から取引が出来る」「相場が思惑通りに動けば1000万円の商品の変動幅が全て利益となるが、それとは反対に相場が動いても損失は最初に払った20万円の権利代金を棄てるだけでそれ以上の損失は一切発

生しない」などと説明し、[2]「株など他の投資取引と比べてみても極めて予測可能なリスクで取引できることから資金効率が格段に高い」「先物取引のように相場が思惑とは逆に動いた場合に証拠金の追加をしなければ取引の継続ができないことはない」などと説明し、[3]「権利であるから、取引には期限があり、取引銘柄がいくらまで上がるのか下がるのかを予想した上で、その権利をいくらで売り買いするかを決める。その選択した価格のことをストライクプライスといい、期限とストライクプライスごとに取引される権利の代金と手数料を払って権利を買い付ける。この権利の代金のことをプレミアムという。相場が見通し通りに動いたらその権利をその時のプレミアムの時価で転売して清算するが、相場が思惑とは逆に動いたらその権利を放棄すればよい。損はプレミアムと手数料だけで済むという非常に単純な仕組みである」などと説明したことが認められる。上記の説明は、オプション取引の諸要素について一通り述べるものとはなっているが、オプション取引によっては投資額以上の損失が生じないことを過度に強調するものであり、投資金額の全額を失う可能性が相当程度あるというリスクの説明や、オプションの買付けを行う際、オプションの価格決定要因に照らして、ストライクプライス、限月、プレミアムをどのように選択するのが適切かという投資判断が極めて困難であることの説明に欠けるものであるといわざるを得ず、Xの理解力の程度が前記(1)イ[3]で判示した程度の水準にあったことに照らすと、Xにおいてオプション取引につき十分な理解が得られるように具体的な説明を尽くしたものと認められない。

また、Xは、本件取引において、2005年9月を限月とするコーヒー先物オプション（コール）を、平成17年4月20日に7枚、同月21日に13枚、同年5月6日に5枚、同月10日に7枚、同月17日に10枚、同年6月9日に14枚それぞれ買い付け、合計約700万円余りを投資しているところ、これらのオプションのストライクプライスは、原資産の市場価格から2倍程度高いもので、プレミアムが安い代わりに利益が発生しにくいディープ・アウト・オブ・マネー・オプションに該当するにもかかわらず、IはXに対してそのことを明確に説明せず、むしろ、同年5月6日には、「相場が下がり大チャンスなので買えるだけ買って下さい」などと勧めていることが認められる。以上のような説明の欠如と取引の勧誘からすると、Iは、Xの無知に乗じて、ディープ・アウト・オブ・マネー・オプションを買付けさ

せ、手数料稼ぎをしたとの評価を免れず、X は、I に指示されるままに取引を行っていたといわざるを得ない（「一任勘定取引の禁止」商品先物取引法 214 条 3 号⁽⁶⁾）。

以上のとおりであるから、I には、説明義務違反の違法があり、実質の一任売買の違法もあると解することが相当である。

(3) 以上によれば、I は、民法 709 条により、X に生じた損害を賠償する義務を負うというべきである。

2 取締役営業管理部長 M の責任の有無について

(1) Y 会社との取引に関する紛争等 Y 会社は、東京本社のほか、名古屋、大阪、仙台、福岡に支店を有し、従業員はパート勤務者を含め約 200 数十名であり、90 名余りの営業部員が、約 1800 名の顧客と取引をしていた。Y 会社の顧客のうち、取引の収支がプラスになった者の割合は、平成 17 年において約 6 %、平成 18 年において約 4 % であった。

Y 会社の顧客は、平成 2 年から平成 14 年にかけて、Y 会社との取引により損害を被ったと主張して、Y 会社、その役員、従業員等を被告として合計約 70 件の訴訟を提起したところ、Y 会社は、概ね訴訟上の和解において和解金を支払って紛争を処理していた。また、平成 14 年から平成 23 年までの間、訴訟上の和解又は示談により処理した事件は合計 460 件あり、平成 18 年以降は年間 50 件以上の水準で推移していた。他方、Y 会社の顧客が提起した訴訟のうち、平成 13 年から平成 23 年までの間に判決の言い渡ししがされた事件は 28 件あり、うち 20 件につき、適合性原則違反、説明義務違反、断定的判断の提供等を理由として請求が一部認容され、そのうち 6 件において、営業担当社員の違法な勧誘行為への関与、違法な勧誘行為を

(6) 第 214 条（不当な勧誘等の禁止） 商品先物取引業者は、次に掲げる行為をしてはならない。

一 ～ 二 略

三 商品市場における取引等又は外国商品市場取引等につき、数量、対価の額又は約定価格等その他の主務省令で定める事項についての顧客の指示を受けないでその委託を受けること（当該顧客を相手方とする商品投資顧問契約（商品投資に係る事業の規制に関する法律第 2 条第 2 項に規定する商品投資顧問契約をいう。次条及び第 240 条の 16 第一号二において同じ。）に係る業務として行うものその他委託者の保護に欠け、又は取引の公正を害するおそれのないものとして主務省令で定めるものを除く。）。

四 ～ 十 略

防止しなかった監督上の義務違反、民法 715 条 2 項の責任を理由として、取締役の責任が認容された。なお、Y 会社の破産手続開始決定当時、Y 会社に対して損害賠償請求訴訟を提起していた顧客の数は 107 名であった。

会社は、平成 15 年 5 月、社団法人金融先物取引業協会から、「同協会の監査により、[1] 主婦は勧誘しない、[2] 年金生活者は原則勧誘しない、[3] 70 歳以上は勧誘禁止という指導を受け、業務改善方針を協会に提出しながら、従業員に対する指導、監督が不十分であった」として、譴責の処分を受けた。

Y 会社は、平成 16 年 6 月、証券取引等監視委員会により、「オプション取引の顧客への勧誘を積極的に行っていたが、一方で、営業部門から独立した顧客管理体制の整備を行っておらず、さらに取締役社長等が営業員に対して営業に係る社内ルール等の条件を緩和するなどの指示を行っていたところ、そのような状況の中で、オプション取引について多数の営業員が多数の顧客に対し顧客の資産、能力等に照らして過大な投機的取引を勧誘し、その結果、これらの顧客に多額の損失を発生させており、過大な投機的取引の防止に努めていないところ、この行為は、金融先物取引業に関し著しく不当な行為に該当するものであり、取引の公正を害し、委託者の保護に欠けるものと認められる」などと判断され、これを受けて、金融庁は、同年 9 月、Y 会社の金融先物取引業の許可を取り消す処分をした。

(2) M の職務等 M は、昭和 61 年に Y 会社の取締役に就任し、平成 9 年 10 月からの約 1 年間と平成 11 年 12 月からの約 1 年間は代表取締役の地位にあったが、平成 13 年 1 月から、経理部以外の内勤管理部門を統括する取締役総務部長となり、平成 14 年 11 月以降は、取締役営業管理部長の地位にあって、営業管理部の統括とコンプライアンス体制の整備を担当し、また、紛争の未然防止と処理等の任務に当たっていた。

営業管理部の職員は M を含めて 3 名であり、[1] 問題のある勧誘行為が行われている取引を発見し、排除する業務（顧客と直接接する法制管理部職員からの報告書をもとに顧客の状況を知り、状況によっては、当該顧客へのその後の勧誘を中止するように営業担当者に要請する業務）、[2] 顧客からの問合せや苦情に対処する業務、[3] 訴訟などの紛争の処理に関する業務、[4] 問題のある勧誘を行った営業担当社員に対する減給処分に関する業務などを行っていた。

(3) 上記 (1) 及び (2) で認定した事実によれば、Y 会社は、[1] 平成 2 年以降、多数の顧客から損害賠償訴訟を提起され、その大部分の訴訟において和解金等の支払を行っており、[2] 平成 15 年 5 月には、社団法人金融先物取引業協会から、主婦、年金生活者、高齢者を対象とする勧誘につき、従業員に対する指導、監督が不十分であったとして譴責の処分を受け、[3] 平成 16 年 9 月には、オプション取引における顧客管理体制の不備や過大な投機的取引の勧誘を指摘されて、金融庁から、金融先物取引業の許可の取消処分を受けていたのであるから、取締役としてコンプライアンス体制の整備を担当していた M は、遅くとも平成 16 年 9 月の時点では、顧客の資産、能力等に照らして過大となる投機的取引を勧誘するなどの違法行為を営業担当者が行うことのないようにするための実効性のある方策を可能な限り実施し、特に、主婦、年金生活者及び高齢者を対象とする取引の勧誘については、営業担当者を適切に指導、監督する義務を負っていたと解される。

この点、証拠によれば、本件取引の期間中、Y 会社では、[1] オプション取引のリスクを強調したパンフレットを顧客に配布することになっていたこと、[2] 基本契約締結時に法制管理部の職員が顧客の適合性等について審査を行うことにしていたこと、[3] 問題がある可能性が高い取引（取引金額が大きいもの、手数料率が高いもの、短期間の損切り等を行っているものなど）を把握し、定期的に役員や支店長に連絡して注意喚起を行うことにしていたこと、[4] 取引データや注文を受けたオペレータからの情報等を端緒として、営業管理部長の M が審査し、問題のある取引については各店営業責任者等に連絡して取引の中止を要請することになっていたこと、[5] 平成 19 年以降、ディープ・アウト・オブ・マネー・オプションの受託を抑制することにし、また、75 歳以上の顧客に係る手数料については歩合給を支給しないことにしたことなど、諸施策を講じたことが認められる。

しかしながら、本件の X との関係においてみると、[1] X について、法制管理部職員による事前審査が行われ、Y 会社の営業部により、X は取引の拡大を避けるべき人物であると判定されたものの、その投資金額は、当初は 20 万円であったのに取引開始後 3 か月で約 3700 万円にまで拡大しており、営業担当者が上記の判定を無視し、かつ投資金額が著しく拡大しているのに、法制管理部職員等によってこれが正されることはなかったこと、[2] 上記のとおり、取引開始後まもなく投資金

額が著しく拡大したほか、手数料が多額となるディープ・アウト・オブ・マネー・オプションに該当する取引が行われたにもかかわらず、営業担当者に対して問題のある取引として注意喚起がされた形跡がないこと、[3] X とオペレーターとのやりとりは、X のオプション取引についての理解力を疑わせるものであったにもかかわらず、これが問題把握の端緒とはされなかったことが認められる。このことに、Y 会社が上記各施策を実施することにした後に顧客と Y 会社との紛争数が減少に転じたという傾向もうかがわれないことを勘案すると、Y 会社で行われた上記の各種の方策には実効性をもって運用されていない部分があり、主婦、年金生活者、高齢者を対象とする取引の勧誘についての営業担当者に対する指導、監督が適切に行われていなかったというべきであって、コンプライアンス体制の整備と紛争処理を担当する取締役であった M においては、このような運用上の不備を是正しなかったという注意義務違反について重過失があったと評価せざるを得ず、X に生じた損害はこの注意義務違反と因果関係があるものというべきである。

(4) 以上によれば、M は、会社法 429 条により、X に生じた損害を賠償する義務を負うというべきである。なお、M は、本件取引が行われていた当時、本件取引の存在を認識していたことを認めるに足りる証拠はなく、I の X に対する前記の不法行為を容認、助長していたとまではいえないから、民法 709 条に基づく請求には理由がない。

3 損害、過失相殺等について

本件取引により生じた損失は 8069 万 9195 円であると認められる。もっとも、前提事実 (3) のとおり、X は、平成 19 年 5 月 10 日にいったん本件取引を中断しており、その際、既に 6548 万 8999 円の損失が生じていたにもかかわらず、約 2 年後の平成 21 年 6 月 2 日に取引を再開していることに照らすと、損害の拡大について相応の落ち度があるといわざるを得ず、X の過失割合はこれを 2 割と認めることが相当である（この過失相殺を勘案した金額は 6455 万 9356 円となる。）。

以上の判決で、商品先物取引を行って、損失を被った者は、商品先物取引法を直接の根拠とするのではなく、民法上の不法行為責任や会社法上の取締役の第三者に対する責任を追及することによって、損害賠償を得よう

と試みている。注1に掲げた多くの判決を見ても同様の傾向にある。

二 商品先物取引とオプション取引

(1) 商品先物取引とは、将来の一定期日に一定の商品を売りまたは買うことを約束して、その価格を現時点で決める取引である、と一般的に説明されてきた。これは商品先物取引法2条3項1号所定の先物取引（「当事者が将来の一定の時期において商品及びその対価の授受を約する売買取引であって、当該売買の目的物となっている商品の転売又は買戻しをしたときは差金の授受によって決済することができる取引⁽⁷⁾」）である。この「転

(7) 商品先物取引法2条3項 この法律において「先物取引」とは、商品取引所の定める基準及び方法に従って、商品市場において行われる次に掲げる取引をいう。

一 当事者が将来の一定の時期において商品及びその対価の授受を約する売買取引であって、当該売買の目的物となっている商品の転売又は買戻しをしたときは差金の授受によって決済することができる取引

二 約定価格（当事者が商品についてあらかじめ約定する価格（一の商品の価格の水準を表す数値その他の一の商品の価格に基づいて算出される数値を含む。以下この号において同じ。）をいう。以下同じ。）と現実価格（将来の一定の時期における現実の当該商品の価格をいう。以下同じ。）の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引

三 当事者が商品指数についてあらかじめ約定する数値（以下「約定数値」という。）と将来の一定の時期における現実の当該商品指数の数値（以下「現実数値」という。）の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引

四 当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利（以下「オプション」という。）を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引

イ 第一号に掲げる取引

ロ 第二号に掲げる取引（これに準ずる取引で商品取引所の定めるものを含む。）

ハ 前号に掲げる取引（これに準ずる取引で商品取引所の定めるものを含む。）

ニ 次号に掲げる取引（これに準ずる取引で商品取引所の定めるものを含む。）

ホ 第六号に掲げる取引（これに準ずる取引で商品取引所の定めるものを含む。）

五 当事者が数量を定めた商品について当事者の一方が相手方と取り決めた当該商品の価格の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた当該商品の価格の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引

六 当事者が数量を定めた商品について当事者の一方が相手方と取り決めた当該商品に係る商品指数の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた当該商品指数の約定した期間における変化率に基づいて金銭を

売又は買戻しをしたときは差金の授受によって決済することができる」という点が狭義の先物取引の基本的特色とされ、「商品及びその対価の授受を約する」、つまり現物の受渡しの約束が条件となっている点で、2条3項2号の現金決済型の先物取引とは区別され、「現物先物取引」と呼ばれることがある。

この取引の特徴は、①将来の約束期日以前であればいつでも、反対売買（買っていたものを転売し、または売っていたものを買い戻すこと）をして、取引開始時点と反対売買時点の商品価格の差額を清算して取引を終了（差金決済）することができること、②取引に入る段階に必要な資金は、「証拠金」（商品価格の概ね5～10%）と呼ばれる担保金であり、これを預託することによって大きな取引（商品価格の総額は10～20倍もの額となる）ができるレバレッジ（テコの原理）効果を利用した取引である。

商品先物取引が行われる商品先物市場は市場メカニズムを基本とする資本主義経済に不可欠な存在であり、「公正な価格指標の形成」と「価格変動のリスクヘッジ」などの産業インフラとしての重要な経済的機能を担っている、と説明される。「公正な価格指標の形成」とは、商品先物市場においては、不特定多数の売り手と買い手による取引を通じて日々公正な価格が決められことを意味し、この商品の生産・販売等を行う事業者（当業者）にとっては、ここで形成された価格が実際の取引における価格指標として活用される。

「価格変動のリスクヘッジ」とは、値動きの激しい商品を扱う事業者などは、商品先物取引を活用することによって、価格変動のリスクをヘッジ（保険つなぎ）できる。加えて、「現物の取得・換金」機能もあり、商品先物市場を使って、現物の商品を調達することもでき、また、現物の商品を持っている事業者などは売却して現金を得ることもできる。

同時に、商品先物市場は、一般投資家（投機家）にとっての「資産運

支払うことを相互に約する取引

七 前各号に掲げる取引に類似する取引であって政令で定めるもの

用・形成」の機能を担っており、商品先物市場で形成される価格の動向を予測して、積極的に取引を行うことによって、その差益を得ることもできる。しかし、予測が外れれば、差損を被る危険性がある。少ない証拠金によるレバレッジ取引であり、多額の利益が得られる可能性がある一方で、多額の損失を被る危険性もあることから、ハイリスク・ハイリターン取引であると言われる。

商品先物市場のこれらの機能は、相互に補完的な関係にあり、商品を扱っている当業者のみならず、利益を得ようとする一般投資家の参加によって、その商品の先物市場の流動性が向上し、それが産業インフラとしての機能の発揮を支えることになる。

(2) さらに商品先物取引法（平成 21～23 年にかけて商品取引所法が段階的に改正され、この時に名称も商品先物取引法と変更された）は「先物取引」の定義に、一号のほかに二号から七号の取引を加えた。

二号は、「約定価格（当事者が商品についてあらかじめ約定する価格（一の商品の価格の水準を表す数値その他の一の商品の価格に基づいて算出される数値を含む。）と現実価格（将来の一定の時期における現実の当該商品の価格）の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引）を先物取引とする。

これは、一定の商品につき現時点であらかじめ約定する価格と将来の一定の時期における現実の商品の価格との差額を授受することを約する取引であり、現金決済型の先物取引である。現物の受渡しは全く行わない。この現物の受渡し（delivery）を伴わない先物取引は古く日本にも存在したが、現在の現金決済型先物取引は米国で株価指数先物取引を行う際に考案されて世界的に広まったものと説明される。もとより、この二号先物取引も先物取引であることから、一号先物取引と同様に、転売・買戻しによる差金決済を行って取引関係から途中離脱することが可能である。本条 3 項二号で、現金決済型先物取引を定義しているのは、現物の受渡し可能な商品についても現金決済型先物取引を行うこと（そのような「上場商品」を設計すること）が可能であることを明らかにする趣旨である。

三号は、「当事者が商品指数についてあらかじめ約定する数値（「約定数値」という。）と将来の一定の時期における現実の当該商品指数の数値（「現実数値」という。）の差に基づいて算出される金銭の授受を約する取引」を先物取引とする。これは商品指数についての先物取引である（「商品指数先物取引」）。

四号は、「当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる（2条3項一号から三号、五号から六号に掲げる）取引を成立させることができる権利（「オプション」）を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引」を先物取引とする。これは、「商品先物オプション取引」のことである。上に説明した三種の先物取引と次に述べる2種の先物取引（平成21年改正により新たに認められた先物取引）について（一号先物取引を除き、「これに準ずる取引で商品取引所の定めるものを含む」）、オプション取引が可能であることを明らかにしている。本号の「先物オプション」の権利行使者は、その購入したオプションの種類に従い、その取引対象になっている先物取引上のポジションを、コール・オプションのときは買い方として、プット・オプションのときは売り方として取得することになる。⁽⁸⁾

(8) 商品先物オプション取引はオプション取引と分類される取引であると理解しているが、商品先物取引法3条2項四号が、これを先物取引であるとする定義を理解しかねている。一般的に、オプション取引とは、1. 予め定められた期日に 2. 特定の商品を 3. 予め定められた価格で売買する「権利」を取引することであり、先物取引が売買の契約なのに対し、オプション取引は権利の取引である。例えば、パソコンのニューモデル（価格未定）の購入にあてはめてみると、先物取引が来年ニューモデルを20万円で購入する予約を行うことになるのに対し、オプション取引の場合はニューモデルを20万円で販売してもらう「購入券」を500円で買うことになる。価格が17万円で決定しても、先物なら絶対に20万円で買わなくてはならないが、オプションは買わなくても良い。先物なら相場が下がっても契約であるから絶対にその値段で売買する必要がある。一方、オプション取引の場合は権利であるので、不利になる場合は権利を放棄すれば良い（大阪取引所HP上での商品解説）。

この解説によれば、先物取引とオプション取引とは別物であると理解することになるが、本四号は先物取引（一号～三号、五号・六号に掲げる先物取引）についてのオプション取引を先物取引であると定義する。先物取引とは別物と理解されるオプション取引を先物取引であると定義することに違和感を抱く。

商品先物オプション取引とは、商品先物価格の値動きを原資産とするオプション取引である。権利行使による現物の受渡しはないが、代わりに先物ポジション（建玉）の受渡しが行われる。取引に必要な証拠金が少なくて済むという点、また実際に現物の受渡しを行わない点を除けば、基本的な仕組みは株式についてのオプション取引と同じである。

東京穀物商品取引所と東京工業品取引所の二大取引所は、2013年2月に後者が前者を吸収、統合して、東京商品取引所となった。この統合の前にも、東京工業品取引所に金先物オプション、東京穀物取引所に、とうもろこし先物オプション、大豆先物オプション、および粗糖先物オプションが上場されていた⁽⁹⁾。現在でも、金先物オプションは東京商品取引所の上場品目の一つであるが、この取引は、ほとんど行われていないと報じられている（金先物オプションは2004年をピークに年々取引高が減少し、2008年以降は全く取引が成立していない。）。

五号は、「当事者が数量を定めた商品について当事者の一方が相手方と取り決めた当該商品の価格の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた当該商品の価格の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引」を先物取引とする。

六号は、「当事者が数量を定めた商品について当事者の一方が相手方と取り決めた当該商品に係る商品指数の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払い、相手方が当事者の一方と取り決めた当該商品指数の約定した期間における変化率に基づいて金銭を支払うことを相互に約する取引」を先物取引とする

七号は、前各号に掲げる取引に類似する取引であって政令で定めるものを先物取引とするが、現在、本号の類似取引は政令で定められていない。⁽¹⁰⁾

(9) 東京穀物取引所 50 周年 CD-ROM 資料編内の「定率会費の推移」のページで後 3 者について取引が行われていたことを確認した。東京穀物取引所での商品の先物オプションも開店休業の状態が続いていたといわれる。

(10) 商品先物オプション取引概念につき、河内隆志・尾崎安央『商品先物取引法』17～19

三 商品取引所における実際の上場商品

(1) 東京商品取引所の上場商品

商品名	上場年月日	売買仕法
金〔標準取引〕	1982/3/23	
金〔ミニ取引〕	2007/7/17	
東京ゴールドスポット 100 (金〔限日取引〕)	2015/5/7	
金先物オプション	2004/5/17	
銀	1984/1/26	
白金〔標準取引〕	1984/1/26	
白金〔ミニ取引〕	2008/11/10	板合せザラバ
パラジウム	1992/8/3 (試験上場)	
	1994/8/22 (本上場)	
アルミニウム	1997/4/7 (試験上場)	
	2000/4/3 (本上場)	
	2010/10/27 (休止)	
ガソリン	1999/7/5 (試験上場)	
	2004/7/1 (本上場)	
灯油	1999/7/5 (試験上場)	
	2004/7/1 (本上場)	
原油	2001/9/10 (試験上場)	
	2004/7/1 (本上場)	
軽油	2003/9/8 (試験上場)	
	2004/7/1 (本上場)	
	2006/2/27～2010/4/30 (休止)	
	2010/5/6 (再開)	
ガソリン〔中京石油市場〕	2010/10/12	
灯油〔中京石油市場〕	2010/10/12	
ゴム	1952/12/12	
一般大豆	2013/2/12	
小豆	2013/2/12	
とうもろこし	2013/2/12	
粗糖	2013/2/12	
	2015/1/30 (休止)	

頁（商事法務 2012 年）、宇佐美洋・小野里光博『入門商品デリバティブ』215～217 頁（東洋経済新報社 2015 年）参照。

2016 年 6 月には、電力の先物取引が模擬的に始められた⁽¹¹⁾。本稿で取り上げている商品先物取引についてのオプション取引は、金先物オプションだけである。金先物オプションは 2004 年を頂点として年々取引高が減少し、2008 年以降は全く取引が成立していない、と報じられている。

(2) 大阪堂島商品取引所の上場商品

上場商品

コメ 品種ごとに生産量をみると、平成 21 年産では、上位から「コシヒカリ」、「ひとめぼれ」、「ヒノヒカリ」の 3 品種が並び、これらは全収穫量の 5 割を占めるに至っている。このうち「ヒノヒカリ」は温暖な近畿以南、特に九州地方で生産されているが、「コシヒカリ」と「ひとめぼれ」は耐冷性に優れており、東北中部以南を中心に全国で生産されている。このような気象条件に対応した品種開発は継続して行われており、近年では、地球温暖化による水稻作への高温障害の発生増加に対応するため、高温耐性品種の開発が進められている。この他、気象の動向等に応じた適正な移植時期の選定や、総合的な栽培指針の見直しも行われている。また、国内事情の変化に応じたコメの開発・生産についても、米粉用、飼料用、バイオエタノール用をはじめとして、様々な用途に応じた超多収品種の開発も推進されている。

トウモロコシ トウモロコシは、肉・卵・乳製品などを供給する家畜の飼料の主原料であり、またコーンスターチ・コーンフレーク・異性化糖・

(11) 商品先物取引法 2 条（定義）この法律において「商品」とは、次に掲げるものをいう。

一 ～ 三 略

四 電力（一定の期間における一定の電力を単位とする取引の対象となる電力に限る。以下同じ。）

2016/06/07 日経産業新聞 電力先物上場へ皮算用、東商取、模擬取引、中国電・三井物産など 19 社、価格変動リスク避け安定売買、参加企業の拡大カギ。

東京商品取引所（東商取）は 6 日、電力先物の模擬取引を始めた。電力会社や商社など 19 社が参加し、使い勝手を確かめる。4 月の電力小売り全面自由化で、価格変動リスクを避けながら安定的に電力を売買するニーズが高まっている。東商取は先行する欧米の実情も参考に、2016 年度中の上場を目指す。以下略

アルコール原料等の加工食品の主原料として、毎日の食生活に欠かせない穀物である。現在、世界の生産量は、約5億トン。小麦・米と並んで世界の三大穀物の一つである。主要生産国は、アメリカ合衆国が突出しており、次いで中国・ブラジルなどである。アメリカの主産地は、中西部のコーンベルト地帯（アイオワ、イリノイ、インディアナ州など）が中心で、小豆・大豆と同じく一年草であるため、アメリカの作付け動向、生育期の天候などが相場の動きに敏感に反映される。また、わが国のとうもろこし輸入量は小麦や大豆等の輸入量の約4倍にものぼり、金額でも輸入農産物の1位となっている。輸入先では米国が80%と圧倒的で、対米輸入品目の中でトップクラスの金額になっている。

大豆 大豆は昔から“味噌”“納豆”“豆腐”などの原料として食生活に欠かすことの出来ないものである。最近では大豆イソフラボン、大豆ペプチド等が注目されてきて、大豆の利用法も時代の需要に合わせて変化してきた。これにより食品分野での消費の伸びがかなり期待されている。大豆は日本が主要生産国のように思われがちであるが、それらのほとんどを輸入に依存しているといっても過言ではない。大阪堂島取引所では、平成19年1月16日より取引を開始した。

小豆 小豆は“赤あん”として和菓子の原料になるほか、赤飯、ぜんざいなどにも使用され、昔から日本の風味として広く親しまれており、わが国においては、需要、供給共に雑豆の中心となっている。国内の生産量の7～8割は北海道産で、そのほとんど全量が商品化されている。小豆は気象条件によって豊凶の差が大きい穀物であるため、それを嫌って、近年では作付面積が減少傾向にある。そのため不足分は中国から輸入して補っている。

コーン75指数 これは、とうもろこしを上場している国内商品取引所の2市場とシカゴ商品取引所及び大豆油かすを上場しているシカゴ商品取引所の約定値段をワンパッケージに指数化したものである。1993年の数値を基準とし、将来の指数値（約定数値という）を取引します。従って現物の受渡しはなく、決済はすべて反対売買による差金決済であるので、一

般投資家も現物業者や機関投資家と対等の立場で取引に参加できる。コーン 75 指数は商品先物取引法 3 条 2 項三号の「商品指数先物取引」である。

冷凍エビ 取引所で上場している冷凍えびは、ブラックタイガー（和名：ウシエビ）という種類で、日本における冷凍えび輸入量の約 3 割を占める重要種であり、冷凍えび流通の中心商材となっている。このブラックタイガーの養殖期間は稚エビ放流から 3～4 カ月で、1 年のうち夏が収穫のピークである。また、漁獲量は、インドネシア、インド、タイ、ベトナムで約 9 割を占め、日本、アメリカ、EU 諸国に輸出されている。中でも、日本はアメリカと並び二大消費国で、一般家庭での消費以外にも、外食産業等の業務用として大量に消費されている。

粗 糖 砂糖の原料である粗糖は、さとうきびから作る原料糖のことで「甘蔗分蜜粗糖」といい、色はやや茶褐色である。さとうきびは高温多湿を好む多年草の作物で、インド、タイ、フィリピンなどの東南アジア、並びにブラジル、キューバなどの中南米地域で栽培され、原産地において粗糖に加工し、消費地において精製され「上白糖」「グラニュー糖」等になる。その他に甜菜（砂糖大根）からも砂糖は作られるが、そのほとんどが原産地で精製されるため、粗糖は作られていない。日本での消費量の 7～8 割は輸入に依存している。

大阪堂島商品取引所では、コーン 75 指数と呼ばれる商品指数先物取引（法 3 条 2 項三号）は行われているが、商品先物オプション取引は行われていない。

四 金融商品取引法および財務諸表規則上での先物取引とオプション取引

金融商品取引法（以下「金商法」）ではオプション取引（「取引を成立させることができる権利を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引」）を、金融商品および金融指標の先物取引（2 条 21 項 1・2 号および 2 条 22 項 1・2 号）と同列に市

市場デリバティブ取引（21 項 3 号）もしくは店頭デリバティブ取引（22 項 3 号）の一種として定義する。ここでの規定の仕方では注意すべきことは、金融商品および金融指標についての先物取引と、オプション取引とを同列に規定していることである。つまり、先物取引とオプション取引は異なる別物として規定している。

そして金商法 2 条 21 項 3 号でオプション取引を「市場デリバティブ取引」とし、その 3 号イで、第一号に掲げる取引（先物取引）を除く金融商品の売買についてのオプション取引（現物オプション）を「市場デリバティブ取引」とし、ロで 21 項一、二号、四～六号に掲げる取引についてのオプション取引（先物オプション）を「市場デリバティブ取引」とする。

金商法 2 条 22 項 3 号でも同様である。

したがって、ここから言えることは、金商法では先物取引についてのオプション取引という概念を認めつつ、これを「市場デリバティブ取引」、「店頭デリバティブ取引」と定義し、商品先物取引法 2 条 3 項 4 号が、商品先物取引についてのオプション取引を「先物取引」とは定義しているのとは異なる。⁽¹²⁾

(12) 金商法 2 条 21 項 この法律において「市場デリバティブ取引」とは、金融商品市場において、金融商品市場を開設する者の定める基準及び方法に従い行う次に掲げる取引をいう。

一 ～ 二 略

三 当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引

イ 金融商品の売買（第一号に掲げる取引を除く。）

ロ 前二号及び次号から第六号までに掲げる取引（前号又は第四号の二に掲げる取引に準ずる取引で金融商品取引所の定めるものを含む。）

四～六 略

22 項 この法律において「店頭デリバティブ取引」とは、金融商品市場及び外国金融商品市場によらないで行う次に掲げる取引（その内容等を勘案し、公益又は投資者の保護のため支障を生ずることがないと認められるものとして政令で定めるものを除く。）をいう。

一 ～ 二 略

三 当事者の一方の意思表示により当事者間において次に掲げる取引を成立させることができる権利を相手方が当事者の一方に付与し、当事者の一方がこれに対して対価を支払うことを約する取引又はこれに類似する取引

財務諸表規則 8 条 10 項は、金商法 2 条 21 項に規定する「市場デリバティブ取引」（同項第三号に掲げる取引に限る。）、2 条 22 項に規定する「店頭デリバティブ取引」（同項第三号及び第四号に掲げる取引に限る。）及び 2 条第 23 項に規定する「外国市場デリバティブ取引」（同条第 21 項第三号に掲げる取引に類似する取引に限る。）を「オプション取引」と定義し、さらに、商品先物取引法 2 条第 3 項に規定する先物取引（同項第四号に掲げる取引に限る。（商品先物オプション））、2 条 10 項に規定する商品市場における取引（同項第一号ホ及びトに掲げる取引に限る。）及びこれらに類似する外国商品市場取引並びに同条第 14 項に規定する店頭商品デリバティブ取引（同項第四号及び第五号に掲げる取引に限る。）を「オプション取引」と定義する。

つまり、金商法は「先物取引についてのオプション取引」を「デリバティブ取引」と定義し、財務諸表規則では、金商法上の「先物取引についてのオプション取引」も、商品先物取引法上の「先物取引についてのオプション取引」も、同じく「オプション取引」と分類している（8 条 10 項⁽¹³⁾1・2 号）。

イ 金融商品の売買（第一号に掲げる取引を除く。）

ロ 前二号及び第五号から第七号までに掲げる取引

四～七 略

(13) 財務諸表規則 8 条 9 項 この規則において「先物取引」とは、次に掲げる取引をいう。

一 法第 2 条第 21 項に規定する市場デリバティブ取引（同項第一号及び第二号に掲げる取引に限る。）

及び同条第 23 項に規定する外国市場デリバティブ取引（同条第 21 項第一号及び第二号に掲げる取引に類似する取引に限る。）

二 商品先物取引法（昭和 25 年法律第 239 号）第 2 条第 3 項に規定する先物取引（同項第一号から第三号までに掲げる取引に限る。）及びこれらに類似する外国商品市場取引（同条第 13 項に規定する外国商品市場取引をいう。以下同じ。）

10 項 この規則において「オプション取引」とは、次に掲げる取引をいう。

一 法第 2 条第 21 項に規定する市場デリバティブ取引（同項第三号に掲げる取引に限る。）、同条第 22 項に規定する店頭デリバティブ取引（同項第三号及び第四号に掲げる取引に限る。）及び同条第 23 項に規定する外国市場デリバティブ取引（同条第 21 項第三号に掲げる取引に類似する取引に限る。）

二 商品先物取引法第 2 条第 3 項に規定する先物取引（同項第四号に掲げる取引に限る。）、同条第 10 項に規定する商品市場における取引（同項第一号ホ及びトに掲げる

以上の財務諸表規則では、9 項で「先物取引」を定義し、10 項で「オプション取引」を定義し、その二号で「商品先物取引法第 2 条 3 項に規定する先物取引（同項四号に掲げる取引に限る）」を「オプション取引」とする。

商品先物取引法第 2 条 3 項は、同項四号に掲げる取引（商品先物オプション取引）を、「先物取引」と定義している。しかしながら財務諸表規則 8 条 10 項は、同じ取引を「オプション取引」としている。

先物取引についてのオプション取引を先物取引と定義することに違和感を感じる。金融商品取引法、商品先物取引法、財務諸表規則の間の定義規定の整合性を再検討する必要があるのではないかと考える。

わが国でもっぱらデリバティブ取引を扱う大阪取引所では、先物取引についてのオプション取引は、「長期国債先物オプション」⁽¹⁴⁾だけである。

取引に限る。) 及びこれらに類似する外国商品市場取引並びに同条第 14 項に規定する店頭商品デリバティブ取引（同項第四号及び第五号に掲げる取引に限る。）

- 三 前二号に掲げる取引に類似する取引（取引所金融商品市場（法第 2 条第 17 項に規定する取引所金融商品市場をいう。）における取引、外国金融商品市場（法第 2 条第 8 項第三号ロに規定する外国金融商品市場をいう。）における取引、商品先物取引法第 2 条第 10 項に規定する商品市場における取引又は外国商品市場取引（次項第三号及び第 8 条の 8 第 2 項において「市場取引」という。）以外の取引を含む。）

- (14) 国債先物オプション取引とは、長期国債先物取引を対象とするオプション取引で、長期国債先物取引のある限月の先物を、特定の価格（権利行使価格）で、一定数量、一定期間内に買い付けることのできる権利（コール・オプション）または売り付けることのできる権利（プット・オプション）を売買するものである。この取引では、オプションの買い手は国債先物取引を建てる権利を取得することになるが、これを行使するかどうかは任意である。一方、オプションの売り手は、買い手が権利を行使した場合には、この国債先物取引に応じる義務を負う。したがって、権利行使が行われた場合には、権利行使を行ったオプションの買い手と、その相手方として指定されたオプションの売り手との間で国債先物の取引が成立することになる。国債先物オプション取引の売買の対象は、長期国債先物取引の「コール・オプション」と「プット・オプション」である。オプションの買い手は、取引代金（プレミアム）を支払うことで権利を取得し、売り手は取引代金を受け取る代わりに買い手の権利行使に応じる義務を負う。

取引市場 1990 年 5 月 11 日大阪取引所、取引時間 8：45～11：02、12：30～15：02、15：30～翌 3：00、取引対象長期国債先物コール・オプションおよびプット・オプション、限月 四半期限月取引：3、6、9、12 月限月の直近 2 限月、短期物限月取引：3、6、9、12

五 米国の先物オプション市場

米国の先物オプション（Futures Options）とは、米国の商品先物市場、株価指数先物市場、および金融先物市場などで取引されるオプションのことをいう。

米国で取引されている先物オプションは、株価指数先物オプション、商品先物オプション、金利先物オプション、通貨先物オプション、国債先物オプションなど多様である。

先物オプションが取引されている主な取引所は、次の2つである。一つはCMEグループ⁽¹⁵⁾である。2007年にシカゴ商品取引所（CBOT）とシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）とが合併して誕生した。現在はニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）もその傘下に収め、先物市場の多くの商品を上場している。もう一つはICE Futures U.S.⁽¹⁶⁾である。

月を除く直近限月（最大2限月）、権利行使対象先物限月取引 取引最終日後、最初に受渡決済期日が到来する長期国債先物取引の限月取引、取引開始日 四半期限月取引：限月の6か月前の1日（休業日の場合は翌営業日）、短期物限月取引：限月の2か月前の1日（休業日の場合は翌営業日）、取引最終日 限月の前月末日（休業日の場合は前営業日）、取引単位 1契約当たり国債先物取引の額面1億円分、呼値の単位 長期国債先物取引の額面100円につき1銭、制限値幅 通常値幅：上下2.10円、最大値幅：上下3.00円 ※サーキット・ブレーカー発動状況に応じて順次拡大、権利行使期間 取引開始日から取引最終日まで（アメリカン・タイプ）、取引代金の授受 取引契約締結の日の翌営業日。取引状況については大阪取引所日報参照。

- (15) CMEグループは、米国のシカゴに本拠を置く、世界屈指のデリバティブ取引所運営会社であり、NASDAQに上場）。2007年にシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）が、シカゴ商品取引所（CBOT）を買収し、両社が合併して設立された（CBOTの意向に沿う形でCMEによる買収が完了）。その後、2008年にニューヨーク・マーカンタイル取引所（NYMEX）を、2012年にカンザスシティ商品取引所（KCBT）を買収し、また2013年に英国のロンドンにCMEヨーロッパ（CME Europe）を開設した。現在、グループの中核は、CME、CBOT、NYMEX、COMEX（Commodity Exchange）（「ニューヨーク商品取引所」とも呼ばれ、ニューヨークにある、CMEグループのNYMEXの一部門）の4つの主要取引所で、金利・債券、株価指数、通貨、エネルギー、農産物、金属、天候、不動産に基づく先物・オプションを含め、国際的なベンチマークとなる商品を幅広く提供している。また店頭デリバティブ商品とそのサービスも提供している。
- (16) ICE先物取引所 インターコンチネンタル取引所（ICE）が運営する先物取引市場。ICEフューチャーズヨーロッパ（旧・ロンドン国際石油取引所）、ICEフューチャーズU.S.（旧・ニューヨーク商品取引所）など。米国のアトランタに本部を置き、エネルギー関連、農産物、貴金属、排出権、株価指数、外国為替、金利など、多様なデリバティブ取引

ICE Futures U.S. はニューヨーク商品取引所（NYBOT）をその傘下に有し、主に農産物市場と通貨・株価指数市場の商品を上場している。米国の先物・オプション市場では取引所の統合・淘汰が進み、現在は上の2つの取引所⁽¹⁷⁾だけで取引高のほとんどを占めている。

「先物オプション取引は先物市場における優れた取引方法である。多くの新しい取引参加者は、先物取引（straight futures contracts.）ではなく先物オプション取引（futures options）から始める。一般的に、先物取引ではなくオプション取引の手段を利用する場合には、リスクとボラティリティ（価格の変動可能性）が軽減される。実際には、多くのプロの取引参加者は、オプション取引だけを行う。

先物のオプション取引を始める前には、その基礎を学ばなければならないのは当然である。先物のオプション取引とは何か。オプションは、先物契約（futures contract）を一定の価格で買付け、もしくは売付ける「権利」である。権利であって義務ではない。取引する際、先物契約の価格が高くなるか安くなるかに賭けて（to bet）、オプションを購入する。オプションには二つの類型がある。コール（calls 買付権）とプット（puts 売付権）である。

コール（Calls（買付権））—オプション取引の元である先物価格が高くなると考えたなら、コール・オプションを買う。例えば、トウモロコシの先物価格が上昇すると期待した場合、トウモロコシの先物取引についてのコール・オプションを買付ける。

プット（Puts（売付権））—オプション取引の元である先物価格が低くなると考え

を主力とする電子取引所であり、およびその運営会社のことであり、ニューヨーク証券取引所の上場会社である。ICE Futures Singapore（ICE フェューチャーズ・シンガポール）は、シンガポールに本拠を置く、デリバティブ取引所である。これは、インターコンチネンタル取引所（ICE）傘下の電子取引所で、エネルギー、貴金属、農産品、外国為替などの先物・オプションを上場しており、シンガポール・マーカント取引所（SMX）が前身となっている。2013年にICEがSMXを買収した。

(17) 20年以上前の状況については、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）参照。

たら、プット・オプションを買う。例えば、大豆の先物価格が下降すると期待した場合、大豆の先物取引のプット・オプションを買付ける。

プレミアム (Premium)—コール・オプションやプット・オプションを買付けるとき、一定額を支払う。ここで支払われる金額を表現するのにプレミアムという言葉が使われる。先物価格の変動への期待度が低ければプレミアム価額はより安くなり (The bigger the long shot, the less expensive they will be.)、その期待度が高ければプレミアム価額はより高くなる (the more sure the bet is, the more expensive it will be.)。

限月 (Contract Months (Time))—オプションには消滅期限がある。つまりオプションは一定の期間内存続する。オプションを買付けてもその権利を永久に持ち続けることはできない。例えば、11月のコーンのコール・オプションは12月下旬で消滅する。建玉 (position) を持つ者は期限 (限月) 前に手仕舞いしなければならない。建玉を保有し続けると、それだけ取引費用がかかる。

ストライクプライス (Strike Price) とは、原先物取引を行う行使価格である。12月限月のトウモロコシ先物 \$3.50 コール・オプションを買付けると、限月内であればいつでもオプション (買付権) を行使して、トウモロコシの先物契約を \$3.50 で買うことができる。取引する者のほとんどはオプションを転換しない。利益が出るようにオプションの建玉を手仕舞する。

オプション買付けの一例 金の先物価格がここ 3～6 か月間に上昇すると期待したとする。現在 1 月ある。そこで、8 月限月の金先物コール・オプションを買うことにした。現在の金の取引価格は 1 オンス \$590 である。6 か月以内に \$640 に上昇すると期待している。そこで、\$600 金の先物コール・オプションを購入した。8 月が限月であり、\$600 はストライクプライスであり、金の先物取引についてのオプション取引であり、\$15 はプレミアムであり、実際には \$1.500 (100 ounces of gold x \$15=\$1.500) となる。

オプション取引は価格のヘッジ (保険 (insurance)) のために行われ、それは消耗性資産であり、その価値は時の経過とともに減耗する。オプション取引におけるプレミアムは二つの価値をもつ。固有の価値と時間価値 (time value) である。固有の価値とはオプションに内在する金銭価値 (in-the-money portion of the option)

である。時間価値とはオプションのプレミアム価格である（portion of the option premium that is not in the money⁽¹⁸⁾）。」このように先物取引のオプション取引は説明される。

米国のオプション市場には、大別すると次の2種の市場がある。証券オプション市場（株券オプション・株価指数オプション・ETF オプション・LEAPS）と先物オプション市場（株価指数先物オプション・商品先物オプション・通貨先物オプション・国債先物オプション・金利先物オプション）である。米国の先物取引を実施する取引所ではあらゆる分野の先物オプション取引が行われている。そこに適用される法律は、証券法（Securities Act of 1933）、証券取引所法（Securities Exchange Act of 1934）などの証券関係法や商品取引所法（Commodity Exchange Act of 1936）であると考ええる。

日本では、国債先物オプションが大阪取引所で取引され、これに適用される法律は金融商品取引法であるが、商品先物オプションは東京商品取引所で取引され、これに適用される法律は商品先物取引法である。

一方、米国やヨーロッパの取引所では、これら全てのオプションが同一の取引システムに接続されている。そのため、投資家はオンラインの取引ブローカーに口座を一つ作るだけで、全ての分野の先物オプションを取引することが可能である。証拠金も一つの口座で管理できるため、取引参加者にとっては便利である。また、米国の先物市場には80年以上前から「クリアリング制度」という仕組みがあり、投資家の利益が最優先で保護されるようになっている。このような取引の利便性・安全性によって、米国の先物オプション市場は世界中の投資家を呼び込むことに成功していると評されているようだ。2014年の実績では、一日平均で1.0370万枚の先物オプションが取引され、世界最大の先物オプション市場となって

(18) http://commodities.about.com/od/futuresoptions/a/option_basics.htm. 商品先物オプションについては本稿74頁紹介判例の事案中でも比較的わかりやすく説明されている。

いる。

米国の先物市場には、オプションが活発に取引されている市場だけでも 30 以上の市場があるといわれている。オプションの取引は先物市場において活発に行われている（2014 年現在）。S&P 500、E-mini S&P 500、E-Mini NASDAQ 100、ユーロダラー、T-Bond（米国債 30 年物）、T-Note 10（同 10 年物）、T-Note 5（同 5 年物）、原油、天然ガス、とうもろこし、大豆、小麦、砂糖、金、ユーロ、日本円、カナダドル、英ポンド、オーストラリア・ドル、スイス・フランについてオプション取引量が非常に多いといわれる。銀、大豆ミール、大豆オイル、綿、コーヒー、ガソリン、超低硫黄軽油、生牛、Russell 2000 mini についての先物オプション取引も多いとされる。銅、ココア、オレンジジュース、飼育牛、ポークベリ、リーンホッグ、E-mini ダウ平均などについての先物オプション取引は少なめだが執行されている。

米国の先物・オプション市場では、伝統的な「オープン・アウトクライ」という方法で取引が行われていた。オープン・アウトクライとは、取引所のフロアで人が身振り・手振りを交え、大声で叫びながら注文を処理する方式であるが、この伝統は確実に廃れ、現在、米国の先物・オプション市場では取引の電子化が急速に進んでいる。CME グループが運営する電子取引所「Globex」における取引量は全取引の 85% を占めている（2013 年 7 月の実績）。また、ICE Futures U.S（旧 NYBOT）では、2012 年 10 月より先物オプションのフロア取引を廃止して、取引の完全電子化を実現した。全ての市場が電子取引に一本化されたことで、日本の取引参加者にとってもオプションが取引に参加しやすくなったといわれる。

取引の電子化によるメリットには、① オプションの取引手数料が格安に（以前は 20 ドル前後だったのが、電子取引によって 5 ドル以下まで値下がりした）、② いつでも取引可能に（日曜の朝から金曜の深夜まで、平日はほぼ 24 時間取引できるように）なった。③ 取引環境の向上（オンライン・ブローカーに口座を一つ作れば、ほぼすべての株式オプション、先物オプションが取引できる）がある。これらの利点が、世界中の取引参加

者が米国市場で取引する理由にもなっている。

最近では、日本から米国の先物オプションを取引している取引参加者も増えているといわれる。今後も日本のオプション市場が発展しないかぎり、米国市場で取引を行う取引者は増えると考えられる。

米国のオプション取引に関して生じた問題が日本の裁判所で争われる事例も多い。本稿の注(1)に掲げた判決例を参照してもらいたい。海外の商品先物オプション取引に参加した委託者による訴訟が提起されるのは、商品先物取引法2条22項の先物取引業の定義およびその23項の許可が根拠⁽¹⁹⁾であり、商品先物取引法が、従来の国内公設市場の商品先物取引に加え、海外商品先物取引、海外先物オプション取引、ロコ・ロンドン⁽²⁰⁾まがい取引、商品CFD取引⁽²¹⁾などの海外・店頭取引を含む商品デリバティブ取引全般を包括的かつ横断的に規制の対象としているからである。

おわりに

商品先物オプション取引から生じた事例を一つ紹介したが、米国の商品先物オプション取引に参加した委託者が損失を被ったとして損害賠償を求めるものであった。その救済の方法は、わが国の商品先物オプション取引についてと同様であると考えられるが、商品先物オプションの上場数は少なく、上場されていても実際の取引は行われていないのが現実である。

新たな商品先物オプション取引も検討されているようである。新しい商品設計および委託者の保護は重要な課題である。

(19) 2条22項 前掲註(2)参照。

23項 この法律において「商品先物取引業者」とは、商品先物取引業を行うことについて第190条第1項の規定により主務大臣の許可を受けた者をいう。

(20) ロコ・ロンドンとは、金（ゴールド）について、英国のロンドンで現物を受渡する相対取引をいう。これは、マーケットメーカーと呼ばれるメンバーを中心とした2社間の店頭市場取引で、基本的には、電話やロイターディーリングと言った端末で取引が行われる。現在、世界の金現物市場の中で、取引の中心となっているのがロコ・ロンドン取引である。

(21) CFD取引（CFD）は、“Contract for Difference”の略で、「差額決済契約」と訳され、原資産となる国内外の株価指数や株価指数先物、債券先物、現物株、コモディティといった様々な金融商品の価格を参照して行なわれる取引をいう。

本稿中で、筆者の勘違いかと思いながら、幾度か指摘したが、先物取引についてのオプション取引を「先物取引」とする商品先物取引法の定義に違和感を抱いている。定義が異なることから別々の法効果が認められるのかの検証は今後の課題であるが、金融商品取引所と商品取引所を統合し、規制法を一本化する際には金商法と商品先物取引法上の定義の調整が必要となると考える。