

電力先物市場の在り方に関する検討会（第3回）
議事要旨

日時：平成30年2月22日（木）15:00～17:00

場所：経済産業省本館17階第1特別会議室

出席者：

<委員>

大橋（和）委員、大橋（弘）委員、斉藤委員、鮫島委員、武田委員、谷口委員、土方委員、丸山委員、水谷委員、水野委員、関根部長（南之園委員代理）、村松委員、守谷委員

<オブザーバー>

大石 悦次 株式会社日本商品清算機構 取締役

小野里 光博 株式会社東京商品取引所 執行役

國松 亮一 一般社団法人日本卸電力取引所 企画業務部長

多賀谷 彰 株式会社大阪取引所 執行役員

小川 要 経済産業省 資源エネルギー庁 電力・ガス事業部電力産業・市場室室長

木尾 修文 経済産業省 電力・ガス取引監視等委員会 取引制度企画室室長

<事務局>

経済産業省 商務・サービスグループ 参事官室（商品市場整備担当）

議題：

- （1）第2回検討会の御意見及び対応の方向性
- （2）税・会計、社内体制等について
- （3）クリアリングについて
- （4）他市場との関係について

配布資料

- （1）議事次第
- （2）事務局提出資料
- （3）海外における発電ユニットの情報公開の現状
- （4）日本商品清算機構提出資料

議事要旨：

（1）第2回検討会の御意見及び対応の方向性

1. 電力先物市場の参加者について

- ・ 誰が市場に参加するべきかという論点について、電力取引では、電力の財の特性から大きな設備を持っているかいないかで圧倒的な情報格差が生じる。事業者間でも情報格差があるのだから、個人が取引に参加するのはなおさら難しい。電力事業者間で取引をするのが公正な取引を実現するうえでは良いのではないか。

- ・ プロ向け市場における「プロ」とは、法人と個人という区別なのか、当業者と非当業者という区別なのか。また、プロと一般投資家とで監視の仕方を変えるということなのか、それとも資格要件の話なのか。そのような点を明確にしたうえで検討すべきであろう。
- ・ まずプロのみが参加する市場とし、理想的な市場を実現したのちに、プロではない人にも広く開放するという形にするべき。当初から個人の参加者を認めた場合、思わぬ被害が発生する可能性も十分にある。
- ・ 外国為替の例をとると、現在のように個人投資家が取引を行うまでに多くの時間がかかった。電力が取引されていて、価格が日々変動していることを知っている消費者がどれくらいいるか疑問である。プロかどうかの判断は、自ら手をあげてもらおうということではないか。Code of Conduct(行為規制)を定めて、わかりづらければ事例を類型化したものを出せばよい。
- ・ 事業者にとっても消費者にとっても健全な電力市場を作るのが一番重要であり、そのために先物も有効な市場になると理解している。そのように考えると市場の参加者はプロのみとすべきだし、ルールについても最低限定めて、必要に応じて改定するべきだろう。
- ・ プロのマーケットを作るべきという意見の趣旨はよく理解できる。ただし、400 から 500 の新電力がある中で、誰に参加資格があるのか、また 1 人で法人格を持っているような個人は参加資格があるのか。そういった点を考えると、プロのマーケットというのも難しい。メンバーを絞りすぎてしまうと市場が盛り上がらないため、ある程度他の業界の知見を持った人たちが入ってくるべきであろう。
- ・ クリアリングの在り方や参加者の要件についての議論があったが、重要なのは議論されているリスクが電力市場に特有かどうかである。投資家の保護や、クレジットリスク、カウンターパーティリスク等は電力先物市場に限ったものではないため、それらのリスクを絶対化して 0 か 1 かの思考停止に陥るべきではない。
- ・ 市場参加者について、個人が被害を受けて、そのせいで市場が潰れてしまうなら問題。その事態を避けるために、よく分かっている参加者で始めたいとする気持ちはわかる一方、広く参加者を募ることも市場にとって重要。プロの市場として始めるのであれば、そうせざるを得ない理由を明確にし、またどうい問題が解決されたら市場をオープンにするのかを定めた方がよい。個人の参加を認めるかどうかより、参加資格条件をどう設定するかの問題だと考える。
- ・ 先物市場においては、レベル・プレイング・フィールド、つまり全ての参加者が同等の条件で取引できるというのが原則であり、非対称な規制は馴染まない。海外の先物

市場を見ても、特定のプレーヤーの参入を規制する事例はない。

- ・ 参加者の規制をかけていないものの、結果として特定のセグメントの参加者が多くなることが商品によってはある。現在 TOCOM 参加者のうち個人投資家の割合は 24～25%であるが、ミニサイズのゴールドスポットは 30%以上、原油は 10%程度となっている。あくまで条件は公平であり、結果としてプレーヤーの参加比率の大小が出ることはある。
- ・ プロだけの市場にしてしまうと、売りヘッジと買いヘッジが均衡しなくなる。金融機関を入れたとしても、裁定取引が中心となるため、長期のポジションを持つことは期待しにくい。そうなる并使用手の良い市場にならない。

2. 市場参加者の間で共有すべき原理原則について

- ・ 市場の参加者が認識すべきルールについて、具体的に問題がある事例を挙げて市場参加者の間で共有すべきではないか。また電力市場には情報の非対称性に起因した不公正があり、これが解消されない限りは公平取引にならない旨を明文化するべきではないか。問題のある入札行動を共有したうえで、実際に市場を利用しながら事例を追加していくのがよいだろう。市場参加者の行動規範については、Code of Conduct として A 4 一枚程度にシンプルにまとめて、あとは個々の判断に委ねるべきではないか。
- ・ 今回の検討会を通じて、相当に勉強しないと先物市場への参加が難しいと考えた。役所に頼りきりというわけにもいかず、当業者主導で金融機関等にも参加してもらいつつ、自主的にガイドラインをまとめていくべきかもしれない。
- ・ 市場参加者の中で共有すべき原理原則については、いきなり多くのことを求めるのではなく、少しずつ教育などを進めていくべきだろう。会社として市場取引に参加するには社内体制や勉強が重要であると認識した。
- ・ 規制の在り方について、公的な規制か、自主規制・教育かのいずれかという形で議論されているが、本当に二者択一なのか。行政法の分野において、エマージング市場で議論されているのは、公的な規制と自主規制を組み合わせた共同規制である。この場で取り扱っている先物市場はエマージング市場であるため、共同規制の考えに則り両者を補完的に考えて議論すべきであろう。
- ・ インサイダー情報について、電力取引の適取ガイドラインでは、金融商品取引法第 166 条第 2 項第 14 項の「重要な事実」と「投資判断に著しい影響を及ぼすもの」という要件を参考としているが、これは包括規定になっている。包括規定が罪刑法定主義に反するかは、大きな法的論点になっている。ここでの議論は刑事罰の話ではないため、罪刑法定主義は関係ないが、予測可能性や明確性には参考になる議論であろう。予測可能性や明確性を確保したインサイダー取引を行うには、共同規制の考えに従って、公と民とがインターアクションしながらそれを明確化していくべきである。【武田委員】
- ・ 電力先物市場の参加者が認識すべきルールに関連して考えなければいけないのは、電

力先物取引を行うためのリスク管理体制をどう作るかという文脈で、内部統制システムとしてどの程度のレベルのリスク管理体制を構築すべき義務があるのかといった議論である。どういったものをどこまで構築すべきかという具体的なことを会社法は何も定めていない。事例判断であるが日本システム技術事件最高裁判例が一定の視座を与えており、内部統制システムの構築に関して会社の広範な裁量が認められると解される。ざっくりいうと、その業界において通常想定される前提の下でやるべきことをやっていけばよいということがいえよう。リスク管理体制の構築に係るガイドラインが策定されるのであれば、それを踏まえるべきである。

- ・ これから規制や体制構築を検討する中で、厳しすぎるものを作ってしまったたり、ハイスペックなものを要求すると、それが出発点になってしまう。電力先物市場の想定される参加者が対応できるレベルでまずは設定し、生ずる事象や市場の広がりに応じて対処療法的に少しずつ肉付けしていくのがよいだろう。

3. 情報公開について

- ・ 情報公開について、「適正な電力取引についての指針」に記載のある内容が参考になると考えている。24 ページにインサイダーに関する規定があり、「インサイダー情報とは卸電力市場に重大な影響を与えるもの」との記載がある。市場価格を操作するという意図の有無によらず、結果として価格が変動したら問題になるという、金融で意図しているのとは少し違うまとめられ方になっている。社会に迷惑をかける一部の事業者の行為は問題であるという趣旨だと認識している。市場参加者間で共有すべき原理原則にも関わるが、インサイダー情報、相場操縦になる可能性のある事例について関係者に共有するのは必要であろう。
- ・ 透明性確保のための情報開示に尽きる。一般個人の市場参加を認めるかどうかというよりは、情報格差が本質的な問題である。
- ・ インサイダーについて、市場は透明で公平であるべきなので、議論があるべきと認識している。一方で懸念するのは、先物市場だけでルール作りを先行しすぎてしまうことだ。JEPX など様々な所に影響があるため、包括的に検討すべきだろう。
- ・ 情報公開についてだが、競争力を阻害しないフェアな範囲であれば、情報を出していきたいと考えている。
- ・ 情報の非対称性については、いかに必要な情報がオープンになっているかが重要であろう。市場に参加しようという人たちが、それなりに勉強をして取引をするためには、1年先の情報までアクセスできることが大事である。
- ・ 電力市場は市場操作に対する脆弱性があると認識している。訴訟は少ないかもしれないが関連する論文数は多く、関心が高い分野である。インサイダー取引が起きないように情報をオープンにするのがよいだろう。また、現物と先物の関連も重要である。

現物市場の方が震源になりやすいのでそちらも見えていくべきだ。

(2) 税・会計、社内体制等について

- ・ ヘッジ会計の目的として、相場変動の相殺とキャッシュフローの固定化があるが、前者をヘッジしないと金融的には意味がないと考える。
- ・ ヘッジ対象が何かという議論は奥深いが、実現主義や発生主義で損益を認識する契約やアセットがあり、それに対してヘッジするということになると思う。損益の変動を固定化することが重要。
- ・ リスク管理の観点から議論するのは数字の世界であり簡単だが、会計の世界において、実資産まで含めてどのように損益の認識をして会計のルールに乗せるかというのは、今始まった問題ではなく、どの国でも悩んでいることである。会計の専門的な知見で解決してほしい。これに加えて税務の話も最終的には視野に入れたいといけな。
- ・ 金融の世界の方が、多様な観点のリスクを考えている。キャッシュフローを固定しても損益が変動する。
- ・ 相場変動で想定しているものは、たとえば株価の変動リスクなど、貸借対照表に資産または負債として計上されるものが相場変動して損益に影響を与えるという観点である。先物取引のヘッジ対象が貸借対照表に計上されるかという話になるが、電力の相対取引の契約を持っていても、それを貸借対照表に資産または負債として計上するという会計処理は行わない。
- ・ 貸借対照表に計上されていないヘッジ対象は、相場変動のリスクにさらされてはいるものの、会計の世界でそれをヘッジ対象としてとらえる概念はない。金融の世界で想定するよりも狭い世界での話となっており、そこをはずれたリスク管理の議論になると、会計基準ではカバーできず、ヘッジ会計適用範囲には含まれない。
- ・ 当社個別の話になってしまうが、株式も上場しており、利益の中に占める電力取引の金額の割合は大きい。IRの在り方を含めて検討する必要があるという意見も大変示唆があった。

(3) クリアリングについて

- ・ クリアリングメンバーの信用力が論点に上がっていたが、JCCHより説明があったとおり、当該機構はFMI原則に基づいた国際基準を満たしており、欧州や米国の規制機関からも認証を受けている。清算参加者の規模が大きくなれば証拠金も増えるので、安心できるだろう。

(4) 他市場との関係について

- ・ 当社は国内で電力を売っているが、発電のための燃料は海外から調達しており、この部分のリスクが非常に大きい。燃料の調達先も販売先も様々であり、調達した燃料を

海外に転売することもある。それらの売買の中でいかに利益を確定するかが、経営上重要となる。電力についても、今は相対が主であるが、今後市場取引が増えるならば先物でヘッジをすることが重要になるだろう。そうなったとき、燃料と電力をつなげるための仕組み、つまりプラットフォーム（クリアリングハウス）の共通化が整備されないと、先物市場が発展しないと考えている。国内でつなぐのも重要だが、海外、特に中国の燃料市場とどうつないでいくのかが重要となる。

- ・ 制度改革のステップを考えると、スポット市場との対応で先物市場が始まり、その後先渡し市場、ベースロード市場といった順番で活性化されていくだろう。それに伴い先物のニーズも高まると考えられる。制度改革のステップを加味しながら、資源エネルギー庁や監視委員会等に必要な提言・要望を出していく準備がなされていれば、他の市場との完全なすみわけをせずとも議論を進められるだろう。
- ・ 燃料市場との関連は、発電設備を持っている事業者からすると当然必要なニーズだと認識している。市場の立ち上げる段階のため、燃料は燃料で個別に対処するとして、まずは電力のシンプルな商品から開始するといったスタンスがよいのではないか。
- ・ 電力事業は燃料価格と電力価格のスプレッド取引と認識している。燃料先物市場を将来使っていきたいと考えているが、燃料先物は海外で進んでいるため、そちらの市場を使うことになる。その際日本の電力先物市場があまりバラバラに動いてしまうと困るが、その点について展望を示して欲しい。
- ・ 先物市場と現物市場は相互に大きく影響する。次のステップとして、情報公開の在り方も含めて、現物と先物を一体として議論する場を設けるべきではないか。この検討会の報告書を取りまとめても議論が終わるわけではなく、今後は横串で見えていくのも大事であろう。

(以上)

お問合せ先

商務・サービスグループ 参事官室（商品市場整備担当）

電話：03-3501-6683

FAX：03-3501-6646