

# 第 4 1 回 制度設計専門会合 事務局提出資料

～電力卸市場に関する市場間相場操縦規制について～

令和元年 9 月 1 3 日（金）



電力・ガス取引監視等委員会  
Electricity and Gas Market Surveillance Commission

## **【目次】**

**1. 本曰ご議論いただきたいこと**

**2. 我が国の関連規定の状況**

**3. 市場間相場操縦規制の明確化について**

# 1. 本でご議論いただきたいこと

- 第38回専門会合（本年5月）でご紹介したとおり、TOCOMが本年3月27日に電力先物の試験上場認可申請を行い、その後、8月9日に認可され、9月17日より取引開始予定となっている。
- これに関し、理論的には、先物市場での自己のポジションが有利に働くように現物市場で意図的に価格吊り上げ等を行い、先物市場で利益を出すような取引行動が生ずる可能性がある。
- そこで、今回は、我が国の関連規定を参考にしつつ、市場間相場操縦の考え方及び今後の対応につき、ご議論をいただきたい。

## 電力先物市場の試験上場の認可について

商務・サービスG作成資料より抜粋

- 電力先物市場について、時限的な上場（試験上場）の申請が平成31年3月27日に東京商品取引所からなされた。（同年4月25日に申請の公示）
- 申請内容を審査した結果、令和元年8月9日付けで認可を行った（同日付けで認可の公示）。同年9月17日から取引開始予定。

## 電力先物市場の内容

◇「石油市場」を「**エネルギー市場**」と改組。



◇試験上場期間は**3年**。

◇個人投資家は参加しない**プロ向け市場**（電力会社社員等によるインサイダー取引対策にもなる）

◇JEPXスポット市場における1月分の電力購入・販売価格の変動リスクをヘッジ

- 取引単位：100kw×24時間（又は12時間）×1月間
- 現物引き渡しのない差金決済
- 東・西エリアのベースロード電力（0～24時）、日中ロード電力（8～20時）の4種類
- 上記エリアのそれぞれの電力価格の月間平均で清算

## **【目次】**

**1. 本曰ご議論いただきたいこと**

**2. 我が国の関連規定の状況**

**3. 市場間相場操縦規制の明確化について**

## 2. 我が国の関連規定の状況

- 現行の適正な電力取引についての指針（「電力適取GL」）における相場操縦関連の記載においては、一部関連する記載はあるものの※、市場間相場操縦に関する明示的な記載は置かれていない。（参照、次ページ以下でのGLの該当箇所の抜粋引用。）
  - ※ 現行の電力適取GLにおいて、市場間相場操縦にも関連する記載は、主に以下のとおり。
    - インバランス料金を自己に有利なものとするために市場相場を変動させる行為
    - その他意図的に市場相場を変動させること（例えば、本来の需給関係では合理的に説明することができない水準の価格につり上げるため売惜しみをすること）
- 一方で、我が国の関連規定としては、JEPXの取引規程（10条7号）において、市場間相場操縦行為に関し、「相対取引や電力先物市場など本取引所外の電力に関連した取引において利益を得る目的で、本取引所の市場の相場を変動させるような取引」を禁止する規定が置かれている。同規定に違反した事業者は、取引所による勧告・取引制限等の処分の対象になり得る。
- また、電力先物を含む商品市場においては、商品先物取引法（116条6号）において、市場間相場操縦に関し、「商品市場における取引をする場合に、当該商品市場における相場を変動させる目的をもって、商品市場外で上場商品構成品等の売買その他の取引をすること」を禁止する規定が置かれている。同規定に違反した事業者は、主務大臣による処分や罰則の対象になり得る。

# （参考）現行 適正な電力取引についての指針（相場操縦関係の記載） 1／2

## 公正取引委員会・経済産業省 適正な電力取引についての指針【抜粋】

### 第二部 II 卸売分野における適正な電力取引の在り方

#### 2 公正かつ有効な競争の観点から望ましい行為及び問題となる行為

##### （3）卸電力市場の透明性

#### イ 公正かつ有効な競争の観点から問題となる行為 ③ 相場操縦

卸電力市場に対する信頼を確保する観点から、以下に掲げるような市場相場を人為的に操作する行為は、電気事業法に基づく業務改善命令や業務改善勧告の対象となり得る。

- 市場相場を変動させることを目的として卸電力市場の需給・価格について誤解を生じさせるような偽装の取引（仮装取引（自己取引等の実体を伴わない取引）、馴合取引（第三者と通謀して行う取引）、又は真に取引する意思のない入札（先渡し掲示板における取引の申込みを含む。）のことをいう。）を行うこと
- 市場相場を変動させることを目的として市場相場に重大な影響をもたらす取引を実行すること又は実行しないこと
- 市場相場を変動させることを目的として卸電力市場の需給・価格について誤解を生じさせるような情報を広めること（例えば、市場相場が自己又は第三者の操作によって変動する旨を流布すること等）

## （参考） 現行 適正な電力取引についての指針（相場操縦関係の記載） 2 / 2

### 公正取引委員会・経済産業省 適正な電力取引についての指針【抜粋】 （続）

上記のうち、「市場相場を変動させることを目的として市場相場に重大な影響をもたらす取引を実行すること又は実行しないこと」として問題となる具体的な行為には、以下のものがある。

- 市場の終値を自己に有利なものとするを目的として市場が閉まる直前に行う大量の取引
- 取引価格の高値又は安値誘導によりインバランス料金を自己に有利なものとするを目的として変動させる行為
- 市場相場をつり上げる又はつり下げを目的として市場取引が繁盛であると誤解させるような取引を行うこと（例えば、濫用的な買い占めや大量の買い入札により市場相場をつり上げる場合等）
- 市場分断の傾向の分析や事前に入手した連系線の点検情報等により、市場分断が起こることを予測した上で、継続的高値での入札や売惜しみ等を行って市場相場を変動させること
- その他意図的に市場相場を変動させること（例えば、本来の需給関係では合理的に説明することができない水準の価格につり上げるため売惜しみをすること）

# (参考) 卸電力取引所の取引規程 (相場操縦関係の記載)

第38回制度設計専門会合  
(令和元年5月31日) 資料8より抜粋

- 日本卸電力取引所においては、取引規程の第10条に禁止行為として電力取引の相場操縦に関する規制が明記されている。
- なお、取引所の取引規程違反に対しては、取引規程第87条～89条に基づき、取引の停止・入札情報の取消しが行われうる。また、取引所は、取引規程を含む取引所が定める規程等に違反した取引会員に対して、業務規程第14条に基づき、処分（事由の重大性に鑑み、勧告、取引の制限もしくは停止、除名の順に適用）を行うことができる。

## 日本卸電力取引所 取引規程【抜粋】

(禁止行為) 第十条 取引会員等は、次の各号に掲げる行為をしてはならない。

- (1) 電気の実物取引を目的としない取引
- (2) 仮装の取引をする、または偽って自己の名を用いない取引
- (3) 他者と通謀のうえ、当該他者との取引を成立させることを意図した取引
- (4) 単独または他人と共同して、取引が繁盛であると誤解させるような取引や、相場を変動させる取引
- (5) 相場が自己や他人の操作によって変動する旨の流布
- (6) 託送供給等約款に定める接続対象計画差対応電力料金単価等、本取引所の価格を参照する他の料金等を変動させることを目的とした取引
- (7) 相対取引や電力先物市場など本取引所外の電力に関連した取引において利益を得る目的で、本取引所の市場の相場を変動させるような取引
- (8) 公表前の発電所の事故情報など、本取引所の価格形成に影響を及ぼすインサイダー情報に基づく取引
- (9) 次項の不正な価格形成にかかる取引
- (10) 本取引所の許諾を得ず、取引所関係業務を他者に委託すること
- (11) 前各号に掲げる取引のほか、本取引所が別途定める禁止行為に該当する取引

二項 前項第9号に掲げる不正な価格形成は、次の各号のとおりとする。

- (1) 市場支配力の行使などによる市場における需給関係では正当化できない水準と認められる価格形成
- (2) 一般的な発電原価から著しく乖離した水準と認められる価格形成



# (参考) 商品先物取引法の関係規定

- 電力先物を含む商品市場の相場操縦については、商品先物取引法に禁止規定が置かれている(116条。違反には罰則がある。)。また、この関連規定として、主務大臣は、商品市場における秩序を維持し公益を保護するために取引所の会員等に対して取引を制限することを命ずることができる(118条) ※<sup>1</sup>。

※<sup>1</sup> また、同法では、商品先物取引業者に対する主務大臣の監督規定も置かれている(232条、業務改善命令など)。

## 商品先物取引法【抜粋】

(仮装取引、なれ合い取引等の禁止)

第百十六条 何人も、次に掲げる行為をしてはならない。

- 一 商品市場における取引に関し、上場商品の所有権(電力にあつては、電力の供給を受ける権利)の移転を目的としない売買取引をすること。
- 二 商品市場における取引に関し、仮装の取引をし、又は偽つて自己の名を用いず取引をすること。
- 三 商品市場における取引に関し、自己のする取引の申込みと同時期に、それと同一の対価の額又は約定価格等において、他人が当該取引を成立させることのできる申込みをすることをあらかじめその者と通謀の上、当該取引の申込みをすること。
- 四 商品市場における取引に関し、単独で又は他人と共同して、当該商品市場における取引が繁盛であると誤解させるべき一連の取引又は当該商品市場における相場を変動させるべき一連の取引をすること。
- 五 前各号のいずれかに掲げる行為の委託をし、又はその受託をし、若しくはその委託の取次ぎを受託すること。
- 六 商品市場における取引をする場合に、当該商品市場における相場を変動させる目的をもつて、商品市場外で上場商品構成品等の売買その他の取引をすること。
- 七 商品市場における取引に関し、商品市場における相場が自己又は他人の市場操作によつて変動すべき旨を流布すること。
- 八 商品市場における取引をする場合に、重要な事項について虚偽の表示又は誤解を生ぜしむべき表示を故意にすること。

第三百五十六条 次の各号のいずれかに該当する者は、五年以下の懲役若しくは五百万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。

- 一 商品市場における取引若しくはその受託のため、又は相場の変動を図る目的をもつて、風説を流布し、偽計を用い、又は暴行若しくは脅迫をした者
  - 二 第百十六条の規定に違反した者
- …… (後略) ……

## **【目次】**

**1. 本曰ご議論いただきたいこと**

**2. 我が国の関連規定の状況**

**3. 市場間相場操縦規制の明確化について**

### 3. 市場間相場操縦の規制の明確化について

- 我が国においては、現行の電力適取GLにおいて市場間相場操縦についての明示的な記載は置かれていない。この点、JEPXの取引規程や商品先物取引法上は、市場間相場操縦に関する規定が置かれており、電力先物市場での試験上場が開始され、今後関連する商品の取引も増加する可能性も踏まえると、市場間相場操縦行為に関する考え方について、電力適取GL上も明確化する対応としてはどうか。※1
  - ※1 なお、現行GL上も、「市場相場を変動させることを目的として市場相場に重大な影響をもたらす取引を実行すること又は実行しないこと」などの「市場相場を人為的に操作する行為」に該当すれば、市場間相場操縦行為は相場操縦規制の対象となり得るところであり、GLを改正しなければ規制の適用ができないというわけではない。
- 具体的には、卸電力市場において取引を行う際に、先物市場など他の電力に関係した取引を有利にするため、市場相場を変動させるような行為について※2、3、本来の需給関係に基づいた取引であるとは言い難く、相場操縦行為に該当し得ると考えられるのではないかと。
  - ※2 先物商品の取引をしている者が自己の先物取引でのポジションで利益を出すために現物商品の市場相場を変動させる行為などが典型であるが、この他、取引価格に連動するデリバティブ商品や金融商品の価格を自己に有利なものにするために市場相場を変動させる行為等も含まれ得る。
  - ※3 なお、ヘッジ取引（将来の価格変動の不確実性のリスクをヘッジする取引）や裁定取引（異なる市場での値差から正当な収益を得る取引）については、通常、市場相場を変動させる目的で行われるものではないため、市場相場を人為的に操作する行為にも該当しないものと考えられる。
- 以上を踏まえ、市場間相場操縦として問題となり得る行為の例を、電力適取GL上明記することとしてはどうか※4。

**<ガイドラインに明記する行為のイメージ>**

- 先物商品の取引など他の電力に関係した取引を自己に有利なものとするを目的として、取引価格の高値又は安値誘導により市場相場を変動させる行為

※4 具体的には、電力適取GL上の「市場相場を変動させることを目的として市場相場に重大な影響をもたらす取引を実行すること又は実行しないこと」の例として、上記のような行為を追記することが考えられるのではないかと。

# (参考) 諸外国の状況 EU (REMIT)

第38回制度設計専門会合（令和元年5月31日）  
資料8に基づき加筆修正

- EUにおいては、**REMIT**※1によって、**現物の電気市場の相場操縦に関する規制**が行われている。同規則では、下記の①～④の各行為が「相場操縦（market manipulation）」に当たるものと定義され、これら行為は禁止されている※2。
  - ① 虚偽又は誤解を招く取引（false/misleading orders/transactions）
  - ② 価格操作（price positioning）
  - ③ 仮装又は詐欺となる行為（transactions involving fictitious devices/deception）
  - ④ 虚偽又は誤解を招く情報の流布（dissemination of false and misleading information）
  - ※1 Regulation on Energy Market Integrity and Transparency：エネルギー取引市場の健全性と透明性に関する規則
  - ※2 相場操縦を試みる事(attempt to manipulate the market)についても同様の行為類型により定義され禁止されている。
- **市場間相場操縦行為は、このうちの②価格操作の行為の一類型として規制対象に位置付けられている。**  
(ACER※3によるREMITのガイドライン※4)
  - ※3 Agency for the Cooperation of Energy Regulators: エネルギー規制機関間協力庁
  - ※4 Guidance on the application of Regulation (EU) No 1227/2011 of the European Parliament and of the Council of 25 October 2011 on wholesale energy market integrity and transparency (4th ed., 2018/3 update)

## 【REMITガイドライン引用】（②価格操作（price positioning）の一項目）

f) 市場間相場操縦： 関連する市場における卸エネルギー商品の価格を不当に形成するために、ある市場において取引を行うこと。この取引行動は、事業者が他市場で取引される同一又は関連する卸エネルギー商品の価格に対し不当に影響を及ぼすとの見通しを持って、ある市場において取引を行うことを内容とする。一例として、デリバティブ契約の価格を歪めるために卸エネルギーのデリバティブ商品の原資産を取引する行為はこれに当たり得る。（異なる地点で取引される卸エネルギーのデリバティブ商品又は原資産の価格の値差から正当な収益を得る取引（“裁定取引”）は相場操縦には該当しない。）

## (参考) 諸外国の状況 米国

### FERCによる相場操縦規制の基本的考え方

- 米国では、2005年のエネルギー政策法により改正された連邦動力法に基づく、**FERC※のOrder 670(18 C.F.R.§1c)により相場操縦規制が規定**されている。  
※ Federal Energy Regulation Commission : 連邦エネルギー規制委員会
- 具体的には、FERCが管轄を有する電力、送電サービスの購入、供給に関する次の行為が規制されている。
  - ① 詐欺となる策略、計画、技巧を使用すること
  - ② 重要な事実について不正確なことを述べる、又は状況に照らして誤解を招かないために必要な重要な事実について述べないこと
  - ③ 詐欺又は欺罔となる行為、慣行、事業活動を行うこと
- ここでいう「詐欺」の定義では、市場の機能を阻害し、妨害し、損なうあらゆる行為、取引、共謀を含むものとされており、**FERCスタッフによるWhite Paper**(2016年11月)では、次のような考え方が示されている。
- 米国では、**市場間相場操縦に関する摘発の実例**も存在する。(次頁のBarclays銀行事件参照)

#### 【FERC Staff White Paper引用】

当委員会の詐欺の判断においては、当該行為が需要と供給という市場の基礎的要因(market fundamentals)と整合したものであるかどうかを考慮してきた。他の市場と同様に、エネルギー市場における価格は、商品の需要及び供給に影響するような根底の要素により形成される。

当委員会が明らかにしてきたように、**エネルギー市場の市場参加者はこれら需要と供給という基礎的要因を価格シグナルとするべきであり、それとは関係のないそれ以外の付随的な考慮に基づくべきではない。**例えば、現物市場の参加者は、需給の要因に基づいて当該現物市場のエネルギー商品によるリターンを最大化することを目指して行動をすべきであり、補填条項による支払といった二次的な考慮に基づき行動すべきではない。

同様に、投機のための金融市場参加者は天候や供給停止、需給予測等の、市場取引に関わる力や条件の知識に基づく市場見通しにより行動を示すべきであり、他の無関係な収益源を確保する動機に基づくべきではない。



## (参考) 諸外国の状況 米国

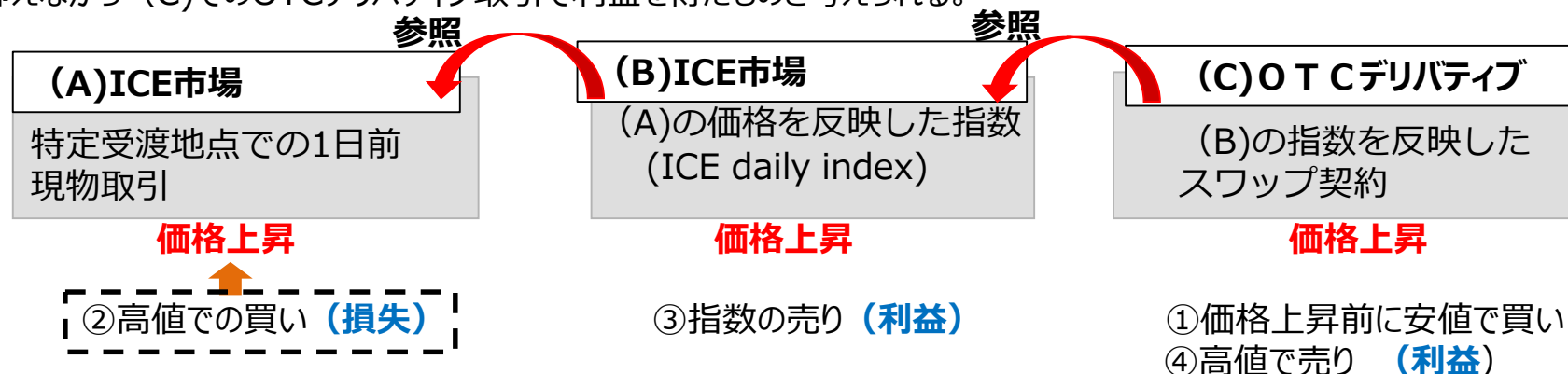
### FERCによる市場間相場操縦の摘発事例ーBarclays銀行事件

- 米国では、**FERCによる市場間相場操縦の摘発事案の先例として、Barclays事件が存在**する。
- 当該事案においては、**現物市場(1日前市場)での取引は損失の出る経済不合理な取引**でありながら、**その価格に基づきデリバティブ取引(スワップ契約)**において利益を得ていたものと考えられる。

#### 【違反行為の概要】

#### 【Barclays Bank PLCの例-米国】

- Barclays Bank PLC (バークレイズ) は、ICE daily indexの価格 (ICE(Intercontinental Exchange。米国の有力な取引所)の1日前市場の商品価格を参照) を参照するスワップ契約を締結 (O T Cデリバティブ取引)。
- その後、ICEの1日前市場の価格を意図的に操作。当該価格の変動に伴い、当該価格を参照するICE daily indexの価格が変動。これにより、当該indexを参照するスワップ契約で利益を享受。
- 一般に現物市場の操作には多額の費用が必要と考えられるが、(B)での指数では利益を得ていたため、(A)での現物取引での損失を抑えながら (C)でのOTCデリバティブ取引で利益を得たものと考えられる。



#### 【違反事例への対応】

- 当該事例は、18.C.F.Rの1c2に違反。
  - FERCは、バークレイズが2006年11月から2008年12月までの間にカリフォルニア周辺の電力市場を不正に操作したとして、2013年に4億3500万ドルの民事制裁金の支払いと3490万ドルの不正利益返還を命令。また元トレーダー4人に対しても1800万ドルを請求。
- ⇒同社は容疑を否定したが、FERCが提訴。連邦地裁の審理でバークレイズの棄却申し立て等は退けられた。