

英国金融サービス庁 (FSA) 報告書

“The emissions trading market: risks and challenges” の概要

平成21年 7月 3日

環境省市場メカニズム室

英国 FSA のコモディティ・グループは、2008年3月、“The emissions trading market: risks and challenges” と題する排出量取引市場に関する報告書を発表した¹。以下、全体要旨(Executive Summary)を中心に、概要を取りまとめる。

全体要旨

- CO₂ の排出枠 (allowances) を取引する排出量取引市場は、過去数年間に飛躍的に拡大し、今後少なくとも短中期的には急速に拡大を続ける見込みである。この市場は、世界的な気候変動対策と本質的に関連しており、非常に強い注目を浴びている。
- 排出量取引市場は、多くの政策的イニシアチブの結果として創設されたものであることから、制度の設立と運営について政府当局による規制を受けている。FSA はそうした政府当局の一つではない。しかし、排出量取引市場の活動の一部は、FSA の管轄領域に該当している。すなわち、FSA の規制対象は排出枠の現物の市場ではなく、排出枠のデリバティブ市場である。特に本レポートは、商業目的というよりはむしろ投資目的での排出枠のデリバティブ市場に焦点を当てる。
- 他のコモディティ市場と比較した場合、排出量取引市場の主な特徴は、政策的に創設された管理市場であるということである。排出枠の現物は物理的なコモディティではなく、無体物の排出許可証 (certificate) であるという点である。また、この市場には、排出総量規制の遵守手段という側面もある。このような違いはあるものの、FSA は、排出量取引市場が他のコモディティ市場と著しく異なるとは考えておらず、FSA がこの市場に対して大きく異なったアプローチを採用する必要があるとも考えていない。
- しかしながら、本レポートでは、排出量取引市場に特有と思われる幾つかのリスクを特定した。これらのリスクは主として排出枠の現物市場に関係したものであるが、そうしたリスクが FSA の管轄領域であるデリバティブ市場に影響を与える可能性がある。排出量取引市場は極めて広範囲に及ぶ市場であり、それに対して FSA の権限の及ぶ範囲は限定的であることから、これらのリスクを完全に緩和するのは FSA の管轄外といえる。そのため、FSA は他の政府当局との協力関係を推進し、またリスクに対する FSA の評価が変化した場合、直ちに関係者に周知すべきであると考えている。
- FSA は、排出量取引市場に今後とも注目し続ける必要があると考える。

¹ http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/emissions_trading.pdf

(1) 調査結果概要

- ・ FSA は、投資銀行、取引市場、価格調査会社、市場参加者等との一連の議論を通じ、また自ら調査を行い、下記の調査結果を得た。
 1. 排出量取引市場は急速に成長しており、さらに近い将来飛躍的に拡大することも強く示唆されているが、それでも他の多くの既存市場と比較すると、依然小規模である。
 2. 市場参加者は、一部の排出量取引市場は既に良好に機能していると考えている。例えば、欧州域内排出量取引制度(EU-ETS)は、様々な取引場所又は取引形態が利用可能であり、流動性は高く、売値と買値の幅も狭いことから、概して良好に機能している。CDM から創出される排出クレジット(CER)の市場は、EU-ETS 排出枠(EUA)の市場ほど発達してはいないが、長期的にはより大きな成長ポテンシャルを有している。
 3. 排出量取引市場は、エネルギー市場の中心に位置付けられつつあり、それ故に、最大のコモディティ市場になる可能性を秘めている。電力、ガス、石油、運輸の各市場は、すべて排出枠価格の基礎的な決定要因であり、これらの市場とは、強い相互作用が認められる。
 4. 排出量取引市場における、年金基金等機関投資家の活動は、より長期にわたり確立している既存のコモディティ市場と比較して、小規模なものである。この原因としては、排出量取引市場が相対的に未成熟であること、先行きが不確実であること、ボラティリティが高いこと、他の多くのコモディティと組み合わせて良好なポートフォリオを形成できるような価格決定要因の欠如等が挙げられる。
 5. 小口投資家を含む消費者については、コモディティ市場への直接投資が非常に限定的なものと考えられる。ただし、排出量取引市場と結びついた消費者向け投資商品は幾つか見られる(例えば、排出量取引市場とリンクした住宅ローンなど。)また、投資商品には該当しないが、多くの消費者が、自主的な排出削減クレジット(VER)を、カーボン・オフセットを目的として、購入している。加えて、為替取引ファンダ市場においては、一部の消費者を含む各種投資家の参加が増加傾向を見せている。
 6. 近年劇的な成長を遂げた他のコモディティ市場と同様に、FSA の認可を受けた企業において、フロントオフィスとバックオフィスの双方で経験を積んだスタッフに対する需要が急増している。
 7. 他の市場に比べ、排出量取引市場に参加している企業では、リスク管理ツールの開発が遅れている。これは、価格データと市場取引実績の蓄積が比較的乏しいためである。

(2) 主要なリスクと考え得る緩和策

- ・ 以下、排出量取引市場に特有と考えられるリスクの概要を記す。併せて、市場参加者や

FSAによる調査により明らかにされた、リスク緩和策又は優れた取組みについても記す。

① 市場の基盤

- ・ 政策的に作り出される現物（CER, EUA 等）は、有意義な市場を形成するのに適切な需給バランスをもたらすよう、注意深く、創出、管理されなければならない。割当の過多あるいは過少によって原商品が不安定となれば、市場の信頼性に対するリスクとなる。
- ・ 市場は、共通の基準に則って発展する必要がある。例えば、CDM として認められるプロジェクトタイプ、取引市場毎に認められる CER の種類、排出量取引に係る会計基準等は、基準を整合させつつ発展していくことが必要である。代替可能性の欠如によって取引が制約を受ける場合は、市場の機能を発揮する上でリスクとなる。
- ・ 市場の発展は現在、国別登録簿間の接続の欠如²により阻害されていると考えられている。複数の市場が結び付き、各国政府が登録簿間の接続性を向上させれば、流動性が高まるものと期待される。こうした接続の実現と維持が、秩序ある市場の機能発揮にとって重要である。

② 市場の信頼性

- ・ 企業や投資家等、多数の取引参加者が、排出量取引市場の活用が気候変動防止につながるということが、非常に重要であると考えている。排出量取引市場のそもそもの目的について疑念を抱かれるような活動がなされれば、同市場は危険に晒されることになる。
- ・ 排出量取引市場を利用して気候変動対策から搾取しようとするれば、その行動自体がリスクとなりうる。FSA の認可を受けた企業の一部は、自らを「カーボン・ニュートラル」であるとして、積極的に売り出そうとしている。こうした宣伝の内容は、当該企業および市場の評判を危険に晒すことのないように、信頼のおける、堅実かつ正確なものでなければならない。企業の要請により又は投資家自身の求めにより、投資家にとって不適切な商品が、気候変動関連ということで販売されるケースが考えられるが、それは潜在的に消費者に損害を与え、あるいは市場の秩序破壊につながり、ひいては市場の信頼を失うこととなる。
- ・ 排出量取引関連の事業で、実際には FSA の管轄領域の外であるのに、FSA 等の許認可を得ているなどと主張している企業があった。例えば、CDM ホスト国の指定国家機関（DNA）等に対し、FSA の許認可を得ているため、CDM プロジェクトを開発する権限を有すると主張している企業があるとの声が聞かれた。このような誤った主張は、規制当局による是正措置につながる可能性のある上、市場の信頼性を損なうものである。

² 2008年10月、EU-ETS参加国の国別登録簿を繋ぐ CITL（欧州域内国際取引ログ）が、京都議定書附属書B国の国別登録簿を繋ぐ ITL（国際取引ログ）との接続作業が完了し、「国別登録簿間の接続の欠如」は解消された。

③ 市場の未熟性

- ・ 市場の歴史が短いことは、潜在的に企業のリスク管理に影響を与える。これはまた、市場関係者に適切な経験が欠如している可能性も示している。これらの要素は、市場における秩序の混乱、あるいは消費者への不利益に潜在的につながりうる。
- ・ 企業は適切な経験を有するスタッフを起用し、訓練し、維持する必要がある、このことは企業にとって急を要する問題である。企業はまた、リスク管理についての十分なシステムと方法を開発・導入する必要がある、またそれぞれのリスク管理ツールの限界を慎重に検討する必要がある。

④ 情報リスク

- ・ 多くの参加者は、透明性が市場の信頼性を築く上での基礎的要件と考えている。排出量取引市場は、政策的に創設された市場であるから、その質は、排出量と排出枠に関して入手可能な情報の量と質に強く依存している。この情報のほとんどが、排出量取引制度を運営する責任を負った政府職員により収集・開示されている。情報が、秩序をもって適時に開示されることが重要である。一部の市場参加者は、開示情報の量と頻度を上げることが、市場への信頼構築につながると主張している。

⑤ 不公正取引

- ・ 上記に排出量取引にかかるリスクを挙げたものの、その多くは取引参加者の教育及び市場経験の不足に起因するものであると考ええる。
- ・ FSA は、他のコモディティ市場と比較して、排出量取引市場がより不公正取引を引き起こし易いものとは考えていない。よって、今後も不公正取引に注意はするものの、既存のコモディティ市場以上に、追加的な不公正取引防止を検討することは考えていない。

⑥ 流動性

- ・ 特定の取引プラットフォームにおいては、既に十分な流動性が供給されている。しかし、今後は更に新たな取引の場が広がることが予測される。一般的に、市場は、少数の高度に流動的な場に収束するものである。これらの市場が発展していく上で、商品の代替可能性が低く、市場間のリンクの程度が低い等の理由で、流動性がそれぞれの市場に拡散することとなった場合には、市場の信頼性と秩序ある機能発揮は損なわれることとなる。

結論および提言

- ・ 排出量取引市場は急速な成長を遂げており、これからもその成長は続くであろう。
- ・ 既に多数の FSA の認可を受けた企業及び取引市場が、コンプライアンス或いは投資目的で、炭素排出量取引市場で取引を行っている。また、今後はより多くの企業が消費者

を対象とした商品の開発を進めると考えられる。

- **FSA** は、排出量取引市場が、他の多くのコモディティ市場と著しく異なるものとは考えていない。ただし、排出量取引市場は政策的に創出されるものであるから、特有のリスクが数多く存在する。それらは主に、排出枠の現物に起因するものであるが、これらのリスクが、**FSA** が法的に規制対象としているデリバティブ市場にも影響を与える可能性がある。
- 排出量取引市場は既に良好に機能しており、**FSA** が早急に措置を講じる必要性や、**FSA** が当該市場に対するアプローチを根本的に変える必要はないとの結論を得た。現段階では、**FSA** が排出量取引市場について、何らの追加的権限を担う必要はないと考える。
- しかしながら、この市場の発展の可能性、他のエネルギー市場との強い関連性、この市場に対する強い注目度を踏まえ、**FSA** は、排出量取引市場について今後とも注目し、市場リスクをできる限り緩和する方策を検討する必要がある。

<以上>