

## CDS の決済リスクを巡る議論と米国金融業界の取組み

関 雄太

### ■ 要 約 ■

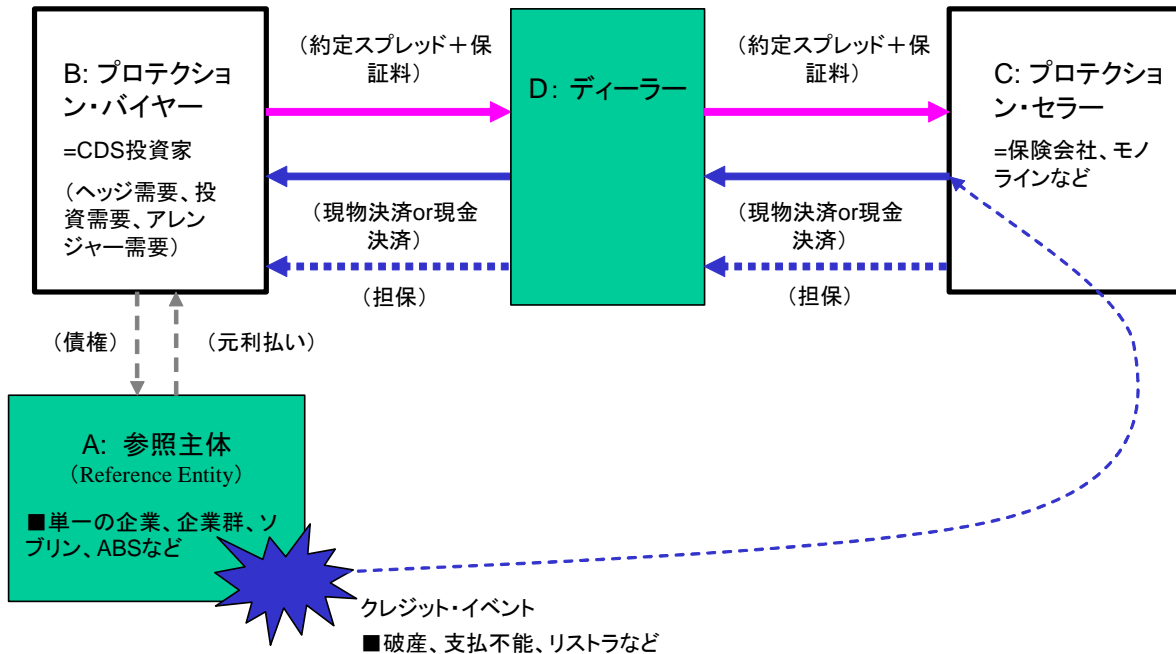
1. 2008 年秋にリーマン・ブラザーズのチャプター11 手続申請、アメリカン・インターナショナル・グループ（AIG）の流動性危機などが相次いで発生したことにより、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の決済や清算に関する課題が、改めて大きな注目を集めている。
2. 市場参加者の間で数珠繋ぎになった CDS 契約を整理する「ポートフォリオ圧縮」や DTCC（預託信託公社）による取引情報開示が進展しはじめたことに加え、クレジットイベント発生後に現金決済を行うためのオークションが混乱なく実施されたことは、市場関係者から一定の評価を得ている。
3. 2009 年に入ってから、CDS のセントラルカウンターパーティ（CCP）業務に参入する取引所の動きが活発化し、またクレジットイベント後の清算・決済プロセスをより明確化するための ISDA（国際スワップデリバティブ協会）の取組みなどが注目を集めている。また、米国財務省は、OTC デリバティブ市場の規制体系確立に取り組む意向を示している。
4. CDS 取引への信認を確立するためには、さらなる契約標準化の進展、透明性の向上、クレジットイベントの認定などルールの整備、インフラ整備などが必要と思われるが、金融危機の発生をむしろバネとした市場改革への取組みは注目されよう。

## I CDS 取引におけるリスク

クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）とは、信用リスクを対象とする金融派生商品の代表的なもので、典型的な契約においては、企業や国、ローンプールなどの参照主体を対象として、倒産リスクあるいはデフォルトリスクを回避したい金融機関・投資家（プロテクション・バイヤー）が、保険会社等の保証人（プロテクション・セラー）に保証料（プレミアム）を支払い、参照主体に何らかのクレジットイベントが発生した時にプロテクション・セラーが補償を行うという構造をとる（図表 1）<sup>1</sup>。構造はやや複雑になって

<sup>1</sup> 関雄太「CDS・CDO 市場の急拡大と信用リスク取引をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2005 年秋号参照

図表 1 CDS 取引の構造



(出所) 野村資本市場研究所

いるものの、本質的には保険・保証の引受であり、モノライン会社が伝統的に提供している金融保証保険とも似ている。

CDS の特質として「信用リスクの移転」ということがよく指摘されるが、その一方で、CDS 取引自体にも、いくつかのリスクが内包されている<sup>2</sup>。第一に、カウンターパーティリスクである。プロテクション・セラーが、契約した義務を履行しないリスクである。市場参加者は、実務上、CDS セラーに証拠金 (Margin) や担保 (Collateral) を要求することでカウンターパーティリスクを抑制しようとしてきたが、証拠金・担保の設定方法などが標準化されていないため、方法はまちまちで、場合によっては担保供与を要請されないこともあったとされている。また、証拠金・担保の水準を決める際に、基準となる資産の評価額が算定しにくい (特に ABS や MBS に対する CDS など) といった課題も指摘されていた。

会計上の取扱にも、カウンターパーティリスクが影響する。CDS の場合、保険・保証契約としてよりは、金融商品としての評価が適用されており、ある会計期間にプロテクション・セラーの信用格付けが下がると、プロテクション・バイヤー側で当該 CDS 取引のカウンターパーティリスク変動分を計算して、評価損として計上しなければならない。参照主体に係る信用リスクを移転するために CDS プロテクションを購入したはずなのに、

<sup>2</sup> GAO (Government Accountability Office), "Systemic Risk: Regulatory Oversight and Recent Initiatives to Address Risk Posed by Credit Default Swaps", Testimony Before the Subcommittee on Capital Markets, Insurance, and Government Sponsored Enterprises (3/2/2009)

移転した先の信用力低下により、参照主体にはなんら変化がなくても評価損が発生してしまうというロジックであり、実際にモノラインと CDS 契約を結んでいた金融機関の間では、多額の評価損を計上するところが続出した<sup>3</sup>。

第二に、オペレーショナルリスク、すなわちヒューマンエラーや管理システム上の失敗から損失が発生するリスクである。CDS 市場では以前から、自動化・集権化されていない取引確認 (Confirmation) の実態や、ディーラーが抱える大量の未決済取引 (Backlog) の積み上がりが問題となっていた<sup>4</sup>。こうした中で、大手ディーラーに危機が生じると市場参加者に影響が及ぶ可能性があり、実際に、2008 年 3 月に発生したベア・スターンズの流動性枯渇と、同年 9 月のリーマン・ブラザーズの連邦倒産法チャプター11 手続申請は、オペレーショナルな観点からの不安も引き起こしていたといえる。

第三に、コンセントレーションリスクである。これは、市場参加者が、類似したタイプの CDS で、大量のネットエクスポージャーを有してしまうことによるリスクである。コンセントレーションリスクには、特定の参照主体に集中してしまうことによるリスクと、プロテクション・セラーが過大な引受を行ってしまうことによるリスクとがある。

第四に、ジャンプ・トゥ・デフォルト (Jump-to-default) リスク、すなわち特定の参照主体における突然のクレジットイベント発生が、市場参加者の CDS エクスポージャーや資本に、劇的な影響を与えるリスクである。CDS 取引では、一般的に契約開始時にファンディングを行わないために、ジャンプ・トゥ・デフォルトリスクが顕著となる面があり、クレジットイベント発生時に、プロテクション・セラーに突如として大きな負担が発生する可能性がある。

最近の CDS 市場をめぐる情勢の中で、アメリカン・インターナショナル・グループ (AIG) が関連会社を通じて CDO のプロテクションを大量に供給していたこと、ファニーメイとフレディマック、リーマン・ブラザーズという大規模なクレジットイベント発生を契機にした格下げにより追加担保を要求された AIG が流動性危機に陥ったことなどは、CDS 取引におけるカウンターパーティリスク、過大な引受によるコンセントレーションリスク、ジャンプ・トゥ・デフォルトリスクが相互に関連しながら顕在化し、投資家に不安を与えた事例ととらえることができよう。

## II CDS 市場における規制上の課題

上記のような特質を持つ CDS は、OTC 市場・相対取引を通じて急速な発展をとげていった。ところが、米国では、証券形態をとらない OTC デリバティブ取引について、ま

<sup>3</sup> 三宅裕樹「サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き」『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照

<sup>4</sup> 2005 年 9 月時点で、大手ディーラー14 社が抱えていた確認済みの CDS 取引の 63% 余りが未決済のまま 30 日以上残っていたという調査がある。脚注 2 資料参照。また、同年 10 月 4 日に、民間金融機関は 2006 年 1 月末までに未決済取引残高を 30% 削減するという目標をティム・ガイトナーニューヨーク連銀総裁 (当時) に示した。脚注 1 論文参照。

ず 1992 年商品先物取引慣行法 (Futures Trading Practices Act) に基づいて、ほとんどの取引を商品先物取引委員会 (CFTC) の管轄から除外し、さらに 2000 年商品先物近代化法 (Commodity Futures Modernization Act) によって、明確に商品先物法の規制対象外とした、という経緯がある。すなわち、プロダクトとしての CDS 市場に対して明確に監督規制権限を持つ連邦機関はなく、連邦準備制度 (FRB)、通貨監督局 (OCC) などの銀行規制当局がディーラーへの検査を行うなど、プレイヤーに対する監督が限定的な形で行われているにすぎなかった。しかも、大手金融グループの中には、オンサイトの規制を受けない専門の関係会社を通じて CDS 取引を行っているところもあったとされている。

このように、CDS には規制上のギャップ (隙間) がもともと存在していたことに加え、情報・透明性の欠如により、米国の規制当局はいくつかの課題に直面している。

第一に、CDS 市場におけるリスクの所在・偏在状況がわかりにくいことで、時に、過剰な推計 (Overestimation) や誤認に基づいて、市場安定化策を決定しなければならなくなる。例えば、ベア・スターンズの救済が決定された時には、CDS 市場への影響が考慮されたとの指摘があった。一方、リーマン・ブラザーズがチャプター11 手続きを申請した際、4000 億ドル規模のリーマンを参照する CDS が影響を受けるなどといわれたが、実際には DTCC (預託信託公社) に登録されたリーマン関連の CDS のグロス残高は約 720 億ドル、ネットイングによって調整した結果、ネット残高は約 210 億ドルになったと報告されている。さらに、米国政府が AIG への支援を決める際には、CDS 取引においてクレジットイベントと認識されないようにという条件が考慮されたなどとも言われている。これらの大手金融機関に対する公的介入の違いが、その後、金融市場に生み出した不確実性の大きさを考慮すれば、今後、マクロプルーデンス政策の運営上、CDS 市場の正確な状況認識が不可欠であるという意識が規制当局に生まれたとしても不思議ではない。

第二に、CDS 取引を使った相場操縦的な行為の可能性である。特に 2008 年秋には、相対的に CDS 取引高の少ない銘柄ならば、複数の取引を集中的に行うことによって、CDS 価格を上昇させ、当該企業の債務に懸念があるかのような情報を市場参加者に送ることが可能であるという懸念・批判が相次いだ<sup>5</sup>。こうした懸念は、CDS 市場が AIG やリーマンの苦境を予見する動きを示していたとする客観的な調査が出されたわけでもないのに、金融危機の発生によって CDS への注目度が上がったこと、特に、シングルネーム CDS のスプレッド推移を取引相手の審査や投資先の株価評価の際に参考情報とする市場参加者が増えたことにも影響されて表面化した可能性もあるが、企業経営者や政治家の間には、現在でもややセンシティブな反応があることは間違いないだろう。

こうした情勢の中、SEC (証券取引委員会) は、少なくともクリストファー・コックス氏が委員長だった 2008 年秋時点では (現在はメアリー・シャピロ氏が委員長)、CDS 市場の透明性向上、調査・検査の効率性向上のために記録保存・報告義務を強化するなどの

<sup>5</sup> 脚注 2 文献及び Mark Sunshine “Speculators are being armed by banks to hurt Main St.”, *Financial Times*, 11/28/2009 など参照

規制を検討すると明言していた<sup>6</sup>。さらに一部の市場関係者や議員からは、ある参照主体について、社債や融資債権を持っていない投資家でも、当該主体の信用リスクを対象とする CDS 契約を結ぶことは、CDS 取引の中でも「投機的」な行為であり、借株の手当てが出来ていないのに空売りを行う「ネイキッド・ショート」と同様、規制によって禁止すべきであるとする声などもある<sup>7</sup>。

こうした批判や問題意識は、CDS 市場に対する疑念を強めた可能性もあるが、同時に、CDS 市場に対する知識が広がり、CDS の規制やインフラ整備について関心を喚起する契機にもなったわけで、後述するような官・民レベルのさまざまな取組みを加速させる効果もあったのではないかと思われる。

### III 金融危機前後の業界の取組み

実際、米国では、金融危機の発生前後から CDS の取引・決済・清算システムに関する課題の解決へ向けた動きが進展し始めている。

例えば、市場参加者の間で「数珠繋ぎ」状態となった、多数の CDS 契約を少数の契約に整理する「ポートフォリオ圧縮（Portfolio Compression：Tear-up と呼ばれることもある）」の広がりである。ポートフォリオ圧縮では、経済的にリスクが相殺し合う関係にある取引を、市場参加者が一斉にキャンセルしたり、経済効果の同じ取引に置き換えたりすることによって、互いのエクスポージャーを削減し、同時にその後の取引メンテナンス費用や資本コストも低減させる。ポートフォリオ圧縮の旗振り役となったニューヨーク連銀によれば、2008 年初から 10 月末までに、CDS 取引残高のうち、3 分の 1 以上に相当する 24 兆ドルの名目想定元本が削減された<sup>8</sup>。

また、CDS 取引情報の透明性に関する、DTCC の努力も注目されている。DTCC が提供するデリバティブ取引の確認・承認システム Deriv/SERV は、事実上の世界標準であり、CDS 取引の情報もかなり集中しているとされる。また、CDS の電子取引化をにらんで、DTCC は、2006 年 11 月に取引情報システム TIW（Trade Information Warehouse）を開発しており、欧米の CDS 業者から取引情報を蓄積していたが、2008 年 10 月 31 日に、この TIW の中から、シングルネーム CDS 上位 1000 銘柄とすべてのインデックス CDS に関するグロスとネットの想定元本残高、グロス想定元本の種類別内訳、一週間のターンオーバー（確認済み取引高）などのデータを一般に公開すると発表した（11 月から開始）<sup>9</sup>。

<sup>6</sup> エリック・シリ SEC トレーディング・市場局長の下院農業委員会における証言（2008 年 11 月 20 日）などを参照 <http://www.sec.gov/news/testimony/2008/ts112008ers.htm>

<sup>7</sup> “US Democrats draft plan to curb CDS trade”, *Financial Times*, 1/30/2009, “Peterson Says ‘Naked’ Credit Swaps Ban Not Permanent”, *Bloomberg*, 2/3/2009, George Soros, “One Way to Stop Bear Raids”, *The Wall Street Journal*, 3/24/2009 など参照

<sup>8</sup> <http://www.ny.frb.org/newsevents/news/markets/2008/an081031.html>

<sup>9</sup> プレスリリースは [http://www.dtcc.com/news/press/releases/2008/warehouse\\_data\\_values.php](http://www.dtcc.com/news/press/releases/2008/warehouse_data_values.php) 参照。週次のデータについては <http://www.dtcc.com/products/derivserv/data/index.php> を参照

DTCC の開示データには、時系列分析ができない、カウンターパーティの詳細な情報が入手できないなどの限界もあるが、グロス残高とネット残高との相違が銘柄別・インデックス別に明らかになったことなどで、CDS 市場のリスクに関する理解が進むといったポジティブな効果は期待できよう<sup>10</sup>。

さらに、CDS 市場において大きな不安の源であった、大規模な参照主体の破綻にともなう決済処理が比較的円滑に進められたことも、CDS に対する信託を支える意味で相当の効果があったと思われる。

CDS の決済手段を、現物決済とするか現金決済とするかについては、当事者が契約締結時に自由に決定すべきとされているが、現金決済に伴う価格評価の妥当性に疑義が出る可能性を排除できることや、ヘッジ需要で CDS 取引を行うプロテクション・バイヤーの多くが現物の引渡しを希望すること、プロテクション・セラーの多くにも損失を一時点の価格で確定させてしまいたくない意向があることなどから、契約締結時には現物決済が採用されることが通例と言われている。ところが、CDS の場合、主要なインデックスを構成するような銘柄では、当該企業の債券発行額あるいは総資産を大きく上回るような想定元本残高の CDS 取引が結ばれることがあり、こうしたケースでクレジットイベントが発生すると、現物決済では現物の債券が調達できないなど、大きな混乱が生じる懸念がある。

そこで、指数の構成銘柄や大手企業でクレジットイベントが発生した場合、業界団体の ISDA（国際スワップデリバティブ協会）主導で、契約当事者がプロトコル（規約）によって契約内容を修正するとともに、オークションを開催して評価額を決め、現金決済をベースに決済するというのが、事実上、実務的なガイドラインとなっていた。

リーマン・ブラザーズを参照する CDS も、大半は現物決済方式で契約されていたが、同社のチャプター11 申請が起きた後、ISDA が用意したプロトコルにより、多くの当事者が決済方法を現金決済に修正し、オークションによって決定した価格に基づいて現金決済を行った。2008 年 10 月 10 日に実施されたオークションで評価価格（Final Price）は 8.625%と決定され、100%と 8.625%の差である 91.375%に、各取引の想定元本を乗じた金額を決済するものとした。

リーマンを参照する CDS の残高は約 4000 億ドルにものぼるとされ、複数のプロテクション・セラーが資金の授受ができずに連鎖的に破綻する可能性があるといった不安も指摘されたが、実際にはオークション、決済プロセスを通じて、さほどの混乱は生じなかった。これは、リーマン参照 CDS のグロス残高とネット残高に大きな格差があったためと考えられており、ISDA によれば、実際に清算の際に授受された資金は推計 60 億～80 億ドルに過ぎなかったという<sup>11</sup>。2008 年は、リーマンの他にも、ファニーメイ、フレディマック、ワシントン・ミューチュアルなどデフォルトが多発したが、CDS のオークションや決済について、大きな混乱は報告されず、主要国の金融監督当局のレビューにおいて

<sup>10</sup> 進藤久佳「金融危機に伴い関心集める CDS 市場」Nomura Global Quantitative Research（2009 年 1 月 7 日）

<sup>11</sup> ISDA2008 年 10 月 21 日プレスリリース参照（<http://www.isda.org/press/press102108.html>）

もオークションのプロセスは有効という評価を受けた<sup>12</sup>。

とはいえ、クレジットイベントが発生した時に、その都度、アドホックにオークションを実施していくという手法も、オペレーショナルなリスクを高める、あるいは予測可能性を低める可能性がある。そこで現在では、後述するように、CDS 契約の中でオークションによる清算を標準化・明文化しようという動きがある。

また、2008 年には、破産法の手続を用いずに処理する金融機関への救済も相次いだ。その中でイベント後の清算プロセスよりもむしろ、クレジットイベントに認定・判定されるかが、事態を大きく左右したという指摘がある<sup>13</sup>。例えば 2008 年 9 月 7 日にコンサベーターシップが適用され、一時国有化状態となったファニーメイ、フレディマックの GSE（政府後援企業）2 社については、コンサベーター（保全人）として FHFA（Federal Housing Financial Agency）が任命されたことなどからクレジットイベントと認定されたが、AIG の場合にはコンサベーター等が指名されなかったこと、上場維持されたことなどで、クレジットイベントに該当しないとされた。ところが実際には両ケースとも CEO は交代しており、AIG については、当初は FRB、その後は財務省も参加する形で経営への公的関与が行われており、グループの事実上の解体も進められている。AIG の救済策を決めるにあたって、ISDA によるイベント認定を避けられるスキームが検討された可能性もあるが、いずれにせよ不確実性が残っており、CDS 取引のルール整備上、今後の課題の一つといえる。

## IV CCP となる清算機関設立の動き

2009 年に入ってから、CDS 取引の決済の安定性を高めるうえで、2 つの重要な進展があった。第一は、セントラルカウンターパーティ（CCP）となる清算機関設立の動きである。

CCP とは、市場参加者の間に入って、売り手に対しては買い手となり、買い手にとっては売り手となることで、決済の保証を行いカウンターパーティリスクの軽減を図る仕組みである。CCP の利用により、各市場参加者は取引相手の信用リスクを気にすることなく取引できるようになり、また資金や証券の決済件数が削減され、コストを低下させることができる。米国証券市場の場合、例えば株式・社債・地方債については、清算機関である NSCC（National Securities Clearing Corporation）が CCP としての役割も果たしており、CCP と清算機関はほぼ同義に使われている状況である。

CDS 市場においても、主要な市場参加者の破綻などの金融危機の際に「ショック・ア

<sup>12</sup> Senior Supervisors Group, “Observations on Management of Recent Credit Default Swap Credit Events” (2009 年 3 月 6 日) SSG は、カナダ金融機関監督庁、フランス銀行委員会、ドイツ連邦金融監督庁、スイス連邦金融市場監督庁、英国金融サービス機構、米国連邦準備制度理事会、ニューヨーク連邦準備銀行、米国通貨監督庁、米国証券取引委員会、日本の金融庁から構成される。

<sup>13</sup> 脚注 10 論文参照

ブゾーバー（吸収者）」の役割を果たす CCP が必要になるということは、BIS（国際決済銀行）や民間金融機関のリスク管理責任者の会合である CRMPG（カウンターパーティリスクマネジメントポリシーグループ）が、かねてより主張していたことである<sup>14</sup>。2008年秋の金融危機後は、大統領金融市場作業部会が OTC デリバティブ市場の最優先課題として CDS 清算機関の設立を掲げるなど、規制当局からの要請が強まり、すでに CDS 契約の清算業務に関心を示していたいくつかのグループが、サービス開始を急ぐことになった<sup>15</sup>。

図表 2 に示した 4 つの取引所グループは、いずれも CCP として、契約内容の標準化が進んでいる CDS 指数を当面清算の対象とし、次のステップとしてシングルネーム CDS 取引の清算に拡大していくという戦略を狙っている。とはいえ、すでにサービスを開始している CCP も、それほどの取扱高を確保しているわけではなく、欧州における CDS 取引も多いので、誰が業界標準の地位を獲得していくのか、現時点で判断することは難しい。

ただし、米国勢の中では、2009年3月9日に CDS の清算業務を始めた ICE US トラストを傘下に持つ ICE（インターコンチネンタル取引所）が、今後、かなりのプレゼンスを確保するのではないかとされている。その理由は、第一に、もともと CDS 指数取引の CCP をつくり、大手投資銀行がコンソーシアム形式で設立していたザ・クリアリング・コーポレーション（TCC）を ICE が買収したことである（2008年10月発表、2009年3月6日完了）。TCC を後援していた 9 社（バンク・オブ・アメリカ、シティグループ、クレディ・スイス、ドイツ銀行、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、UBS）で、CDS 取引の相当のシェアを占めており、ICE はディーラーの需要を確保しやすい位置づけにあると考えられる<sup>16</sup>。第二に、CCP のサービス提供

図表 2 CDS 清算業務に名乗りを上げた取引所グループ

	NYSEユーロネクスト (Liffe Bclear)	インターコンチネンタル取引所 (ICE)
特徴	欧州で先にサービス開始、SECから認可取得済み 金利スワップ取引の清算業務でシェアの高いLCHクリアネットを活用	クリアリング・コーポレーション(TCC)とクレディテックスを買収 CDS取引専用の清算基金を設ける
サービス開始	2008年12月12日	2009年3月9日
清算業務	LCHクリアネット	ICE USTラスト

	シカゴマーカントイル取引所 (CME)	ユーレックス (ドイツ取引所)
特徴	ヘッジファンドのシタデルと合弁会社CMDXを設立 清算だけでなく取引の場を提供することを企図	ECB、ドイツ連銀のサポートを得る 欧州委員会のCDS規制動向を見ながら準備をすすめる
サービス開始	SEC認可待ち	(不詳)
清算業務	CMEクリアリング	(不詳)

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>14</sup> 脚注 1 論文、BIS Committee on Payment and Settlement Systems “Recommendations for Central Counterparties” (2004年11月)、CRMPG “Containing Systemic Risk: The Road to Reform” (2008年8月6日) など参照

<sup>15</sup> 大統領金融市場作業部会 (PWG) の 2008年11月14日プレスリリース (<http://www.treas.gov/press/releases/hp1272.htm>) 参照

<sup>16</sup> “ICE Seen as Credit-Default Swap Clearinghouse Leader”, *Bloomberg*, 1/15/2009



のために、特別目的のニューヨーク州信託銀行（Limited Purpose Trust Company）の形態で、ICE US トラストを設立し、CDS 清算用に分別された基金を設けたことで、先物取引などと清算基金が混合されるのを嫌う市場参加者からの評価が高まったとされる。第三に、2008年9月にクレディテックス（Creditex）社を買収し傘下に収めたことである。クレディテックスは、クレジット・デリバティブのインターバンク取引を仲介する会社（ブローカー）で、クレジットイベント発生の際には、清算価格を決定するオークションで、同社の電子トレードプラットフォームが使用されるなど、CDS 市場において重要なプレゼンスを有している。また、クレディテックスの傘下には、T-Zero と呼ばれる新規・転売の取引確認プラットフォームがあり、ディーラーに広く活用されていることもプラスと見られる。

今後の CDS 清算機関の動向を考える上で、3月26日に米国財務省が発表した「システムリスク規制のフレームワーク」の中に、すべての標準化された OTC デリバティブ取引において「指定 CCP（Designated CCP）」の利用を義務化する、という文言が記載されたことは注目に値する<sup>17</sup>。これまでの米国規制当局の CCP に対するスタンスは、あくまでも民間セクターや取引所に CCP の参入・利用を促すという立場であったが、CDS を含む OTC デリバティブ市場の決済インフラ整備を一気に進めるべく、CCP サービスの義務化、政府指定の CCP というやや強制的な概念を出してきたということであろう。今後、具体的にどのような法制度整備が行われるのか、既存の取組みがどのような影響を受けるのかが注目される。

## V ISDA による「ビッグバン」

もうひとつの進展は、クレジットイベントが発生した場合に、オークション方式・現金決済方式で清算するというを個別に定めるのではなく、最初から CDS 取引の契約書に明記してしまうという動きである。ISDA では、2003 年の ISDA クレジットデリバティブ定義集を改定し、オークション方式によるイベント決済の仕組みを組み込むと同時に、この「2009 ISDA Credit Derivatives Determinations Committees and Auction Settlement CDS Protocol」（通称ビッグバンプロトコル）を市場参加者に批准させることで、すでに締結済みの取引においてもオークション方式を適用することを目指した。結局、締切の4月7日までに、2000 社以上に及ぶ CDS 市場参加者が批准を行った<sup>18</sup>。新方式ではクレジットイベントの認定からオークションの詳細決定までを進める「Determination Committee」が設置される。このメンバーに、金融機関 10 社だけでなく資産運用会社 5 社が加わったことで、CDS 決済・オークションの透明性はより向上していくのではないかと期待も生まれている<sup>19</sup>。

<sup>17</sup> 関雄太「米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク」『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照

<sup>18</sup> ISDA2009 年 4 月 8 日プレスリリース (<http://www.isda.org/press/press040809.html>) 及び “Big Bang arrives for credit default swaps industry”, *Financial Times*, 4/8/2009 など参照

<sup>19</sup> “Credit-Default Swaps’ ‘Big Bang’ Loosens Banks’ Grip”, *Bloomberg*, 4/8/2009

また、ISDAは、CCP導入を前提に、北米企業の信用リスクを対象とするCDS取引内容の標準化を進めようとしている。具体的には、100ベースポイントもしくは500ベースポイントの固定クーポン制、契約締結時のプロテクション・バイヤーからの支払などで、CDS取引を通じて生じるキャッシュフローのパターンを標準化し、その後のネットティングやキャンセルをやりやすくしようという狙いがあると見られる<sup>20</sup>。

## VI 今後の課題

このように、CCPなどのインフラ整備や、取引慣行・ルールの大改革が進むCDS市場では、まさに「ビッグバン」と呼ぶべき、大きな変化が始まっている。①大規模クレジットイベントの発生、②大手ディーラーの破綻、③プロテクション・セラー最大手の流動性危機と公的管理移行という、いわば「三重の危機」が発生したにも関わらず、かえってその危機をバネにして、市場の整備を一気に進めていく関係者の意気込みと改革のスピードの速さには、目を見張るものがある。その改革・インフラ整備は、透明性の向上、決済の安定性確保といった目標を達成するために一貫性を持って取組まれており、行為としてのCDS取引を制限する発想はあまり見られないことも注目される。「信用リスクの移転」あるいは「クレジットリスクの変動に関する有用な情報を市場参加者に提供する」といったCDS取引の意義を認めつつ、市場の公正性・効率性を高める努力が行われているというべきなのであろう。

もちろん、CDS市場に内包されるリスク、他の金融市場との関連性、CDSで発生したリスクの金融システムへの影響などが、すべて解明されたわけではない。現在、今回の金融危機の経験を踏まえ、主要国各国にはシステムミックリスクに関する規制を改革しようという動きがあるが、CDS市場とシステムミックリスクの関係については「ほとんどない」という立場と「よくわからない」という意見が混在している状況である。したがって、米国財務省・FRBなどは、当面はCDS市場の透明性を高め、監督当局がリスクを把握できるようにするという観点から、OTCデリバティブ市場の規制確立を目指すという方針を明確にしたといえる。

また、それぞれの取組みに関する課題も多い。例えばCCPについては、取引が薄い銘柄のCDS取引は価格評価が難しく、CCPや取引所取引になじまないといった指摘があったり、複数の清算機関が乱立することで市場参加者にはシステム対応コストや証拠金の点で非効率が生じるといった懸念もある<sup>21</sup>。オークションの明文化、契約の標準化などの取組みもまだ始まったばかりであり、今後の動向に注目していくべきであろう。

<sup>20</sup> “For Credit-Default Swaps, Today Comes the ‘Fix-it’”, *The Wall Street Journal*, 4/8/2009

<sup>21</sup> “Credit-Swap Market Is Too Small for Clearinghouse, Duffie Says”, *Bloomberg*, 3/4/2009, Darrell Duffie and Haoxiang Zhu “Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk?”, Stanford Graduate School of Business Research Paper series, 2/27/2009 など参照。