

日本銘柄 CDS 清算機関 (CCP) に関する要望書

世界的な金融危機とリーマンブラザーズの破綻は、OTC（店頭）デリバティブ、特にクレジットデフォルトスワップ（CDS）におけるカウンターパーティリスクの管理が金融市場の健全な発展のために極めて重要であるとの認識をもたらした。そしてこの問題への有効な解決手段のひとつとして、CDS取引における清算機関（Central Counterparty = CCP）の設立が必要との認識が高まり、それが欧米における OTC デリバティブ規制案に盛り込まれると同時に、北米および欧州の CDS 市場ではそれぞれの銘柄を扱う CCP（以下、「欧米 CCP」）が設立され、すでに市場における重要なインフラとして確立されつつある。

日本企業等を参照する本邦 CDS 市場は、欧米と比較してその規模は相対的に小さいものの、社債市場と表裏一体となるデリバティブ市場として、また投資ポートフォリオや銀行部門のリスク管理の有効なツールとしての重要性は疑いがなく、CDS 市場の健全な発展は本邦資本市場・金融市場の発展のために不可欠である。

こうした背景から、本邦 CDS 市場参加者の多くが会員である ISDA Japan クレジットデリバティブ委員会では、日本銘柄 CDS を取り扱う CCP は本邦 CDS 市場の流動性の維持、市場発展のための重要な要件となり得るとの問題意識に基づき、本年 6 月にクレジット CCP ワーキンググループ（以下「本 WG」という）を立ち上げた。本 WG では、本邦及び海外の特定の CCP の利用を前提とした議論から独立して、今後の本邦 CDS 市場の発展の観点から、本邦における CCP 設立の要否、及び CCP に求められる機能や問題点等についての議論を行ってきた。

本 WG の議論においては、「本邦 CDS 市場の健全な発展のためには、日本銘柄を取り扱う CCP は必要である」との基本認識を共有した。しかし、本邦 CDS 市場については本邦取引所を主体とした CCP 設立（以下、「本邦 CCP」）の取り組みが進行中であるものの、本邦 CDS 市場規模が欧米と比較して相応に小さいことから、本邦 CCP への参加者及び参加コスト等詳細が不明であり、こうした本邦 CCP による単独運営が現実的に採算のとれるものなのか、また、世界各地域において銘柄別に CCP が乱立することが業界にとって本当に望ましいものなのか、などの多くの問題点や疑問点が存在することも確認された。

一方で、現時点において、稼働中の欧米 CCP では本年度中に日本銘柄 CDS の取り扱いを

検討するところはない。また仮に欧米 CCP が日本銘柄 CDS を取扱う場合でも、広く CCP 参加者を募ることができるように日本語によるサービス等が受けられるか、清算や決済事務上の問題はないのか、等の懸念が残る。ただし、既に稼動している欧米 CCP では、決済方法や参加者間の契約関係、あるいは法制面での手当てなどの議論や対応が行われているはずであり、こうしたベスト・プラクティスは本邦 CCP 設立・運営においても大いに活用し、参考とすべきであるとも考えられる。

本 WG では、こうした基本認識や問題点の共有に基づき、本邦クレジット市場発展のための不可欠な市場インフラとしての CCP に求められる機能や検討すべき点についての議論を行ってきた。その議論を踏まえ、日本銘柄 CDS を将来取扱う可能性のある欧米 CCP、及び CCP 立上げを検討している本邦取引所に向け、本 WG の問題意識とともに、CCP 設立・運営及びその機能に関わる本 WG からの要望事項として以下お伝え申し上げたい。

I. CCP への参加と欧米 CCP 間のリンク

本 WG では、「本邦 CDS 市場発展のためには、日本銘柄 CDS を取扱う CCP は必要である」という点はコンセンサスを得ているが、一方で本 WG メンバーの多くが、現状では本邦 CCP への直接の参加は必ずしも容易ではないとの意見を持っている。

本 WG メンバーを含め、CDS 市場参加者がどの CCP に参加するか、参加する場合はどういった形態で参加するか（例えば清算会員として参加するか、清算委託により清算会員を通じて参加するか、等）などは各社の判断に委ねられるところであるが、本邦 CDS 市場の相対的な小ささから、本邦 CCP に参加するコストが相対的に高くなる可能性があるとの懸念は強い。特に日本銘柄 CDS について日本国外ブックを使用する金融機関、あるいは既に欧米 CCP に参加している金融機関の間では、本邦 CCP への直接の参加はビジネス判断として困難であるとして、欧米 CCP からのリンク（異なる CCP の参加者同士が取引する際、それぞれの CCP と参加者との取引に加え、両 CCP 間のマージンの受払いなどによって決済する仕組み）を通じた本邦 CCP への間接的な参加を望む声強い。

異なる CCP 間のリンクについては、クロス・マージニングやクロス・パーティシペーションなど複数の方法が考えられるが、いずれの場合においても、決済方法や時価評価ルールなどを CCP 間で調整する必要があること、各 CCP と共通の参加者との間の契約関係、いずれかの CCP の参加者が破綻した場合の担保資産を処分する際の方法やタイミングといった法的側面や、自己規制資本の取扱いなどの制度上の論点を整理する必要がある。現実には、欧米の既存 CCP 間でもリンクは導入されておらず、また現時点では日本銘柄 CDS を取扱う具体的計画を持つ欧米 CCP がないことから、本邦 CCP と欧米 CCP のリンクの運営開始には、相応の時間が要すると考えられる。

本 WG では、「日本銘柄 CDS を取扱う CCP は必要である」点についてはコンセンサスを
得ているが、具体的な CCP の設立・運営については、日本銘柄 CDS はまず本邦 CCP で取
扱うこととし、将来的に欧米 CCP と歩調を合わせてリンクについて検討していくべきであ
るという意見がある一方、上記のような問題意識から、海外 CCP とのリンクの仕組が導入
されなければ本邦 CCP への参加者が少数にとどまり、その結果として本邦 CCP が有効に
機能しない恐れがあるのではないかとの意見も強い。

しかし前述の通り、現実問題として本邦 CCP と欧米 CCP とのリンクについては具体的計
画がなく、また今後検討を開始しても相応の時間を要すると考えられることから、この点
は日本銘柄を取扱う CCP の立上げ・運営において極めて重要なポイントであると考えられ
る。よって、本 WG ではこの問題について関係者と具体的かつ詳細な議論を行うことを強
く希望する。

II. CCP 参加者

CCP の参加者については、ネットィングの効果を高め、システミック・リスクを軽減する
ためには、なるべく多くの市場参加者が対象となることが確保される必要がある。直接、
間接を問わず CCP に参加する市場参加者には以下の 4 者が考えられる。

- ① 主要ディーラー（マーケット・メーカー）
- ② 主要ディーラー以外の銀行及び証券会社
- ③ バイサイド（生保、損保、ヘッジファンド、投資顧問会社等）
- ④ エンドユーザー

一方で、CCP の高い信用力を維持するために必要となる証拠金が著しく高額となることを
避けるためには、格付等の信用力に基づく厳格な参加基準を定める必要がある。したがっ
て、これらすべての参加者が CCP の利用を可能とするには、間接的な参加、いわゆるカス
タマー・クリアリングの仕組みを備えることにより、リスクを遮断し、CCP 本体の信用力
を確保することが必要である。たとえば、非清算会員であるエンドユーザーと CCP との間
のリスクの遮断、顧客証拠金の分別管理、及び顧客の取引契約の継承などについて、解決
すべき点が残っていると考えられる。市場発展のためには参加者の裾野を広げることが重
要であり、CCP 導入後の早い段階で広い範囲の参加者を確保できる体制を整えるべきであ
る。本 WG では、こうした問題点についての法的検討を可能な限り早期に具体的に行うべ
きであると考えており、この点について日本銘柄を取り扱う CCP と協働していく用意があ
る。

また日本銘柄 CDS 取引においては、市場参加者が日本国外のブックを使用する（取引主体
が非居住者となる）ケースも多い。本邦 CDS 市場においては海外の投資家あるいは日本国
外ブックを使用する市場参加者の比率が相対的に高いことから、この点は欧米 CCP と比較

しても本邦 CCP 設立・運営において大きなポイントとなる。こうした市場参加者をいかに本邦 CCP に参加させるか、前述の「欧米 CCP とのリンク」とともに、CCP 参加者の参加資格等について十分議論する必要がある。現在 CCP 設立の検討を進めている本邦取引所では、委託清算取引等を用いた仕組によりこうした参加者を取り込むことを想定しているが、そうした仕組も含めた具体的な解決方法を詳細に議論していく必要がある。

III. 損益分析

CCP の財務基盤と健全な運営を確保する必要がある一方、既存のシステムインフラの活用などによる低コスト体制の維持により、CCP 参加者の負担を抑えながら参加者の裾野を広げていく必要もある。前述の通り、本邦 CDS 市場規模の相対的な小ささから、本邦 CCP への参加コストが割高になるのではないかと意見があり、そうした参加に関わるエコノミクスの不透明性が市場参加者の本邦 CCP 加入への具体的な検討を阻害している面がある。この点を解消し、市場参加者やユーザーの CCP への参加可否や参加形態についての検討を促すため、CCP の損益分析と参加コスト試算を早期に行うことを要望する。本 WG としても、そのために必要なデータの提供など、能動的に協力する用意がある。

IV. 日本時間における日本語でのサポート

CDS 取引がグローバルスタンダードに基づく取引であり、また日本銘柄 CDS 市場にも多くのグローバルプレーヤーが参加していることから、欧米 CCP と同様の英語によるサービスは本邦 CCP においても不可欠である。一方、日本銘柄 CDS の取引は日本時間に行われることが多く、取引担当者も日本人が多いため、日本の営業時間中での日本語による専門的なサポート体制が欧米 CCP には強く望まれる。特に CCP の導入初期段階においては、専門知識を持った担当者によるオンサイトでの手厚いサポートが必要となろう。順調稼働が確認された後は、オンサイトでのサポートは必要ないと思われるが、日本時間に問題を適時に対処できる体制が整っていることが必要である。

V. 対象となる商品

マルチラテラル・ネットィングの効果を得るためには、なるべく多くの取引が CCP の対象となる必要があるが、一方で CCP の安定的な稼働のためには、オペレーショナル・リスクや、システムの負荷も考慮に入れる必要がある。したがって、対象となる商品範囲を徐々に広げるといった段階的方法をとることによって、安定的な稼働を確認しながら商品範囲を拡大させていくことが現実的であると考えられる。具体的には、以下の段階的導入を提案する。

第一段階： iTraxx Japan (インデックス CDS)

第二段階： iTraxx Japan を構成するシングルネーム CDS

第三段階： iTraxx Japan 構成銘柄以外の流動性の高いシングルネーム CDS

さらに、既存取引と新規取引についても、以下の段階的方法をとることが望ましい。

第一段階： 既存取引のバックロード

第二段階： 新規取引

また、対象となる通貨は、実際の市場での取引量に鑑み、円建ておよび米ドル建てのものとし、事務的負担軽減のため、取引は電子プラットフォーム上で取引確認された標準的なものとする必要がある。

尚、CDS 商品の標準化（標準クーポン、標準回収率等）については、インデックスである iTraxx Japan は既に標準化された商品であるため、シングルネーム CDS の標準化が課題となるが、これについては別途ディーラー間で日本銘柄の標準的条件の合意がなされており、早ければ年内にもシングルネーム CDS の新規取引についての標準商品の導入が開始される予定である。

VI. 規制対応

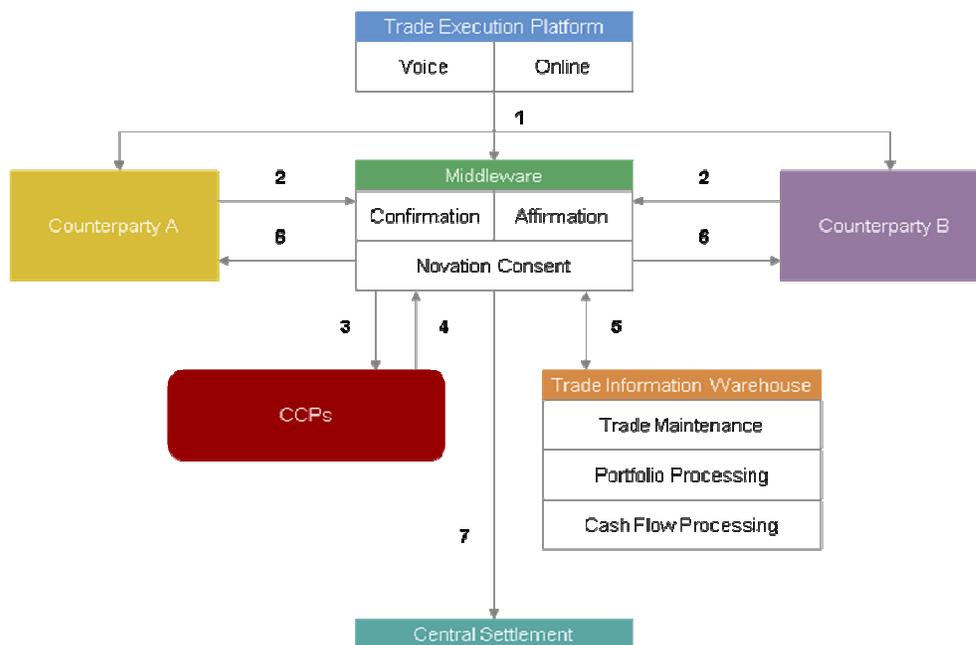
日本銘柄 CDS のクリアリングを行うことについて、関連する規制上の要件を満たしていることは必須である。たとえば、日本国内に CCP を設立する場合は、金融商品取引法における金融商品債務引受業（金融商品取引法第 156 条の 2 等）の免許を取得している必要がある。また、カスタマー・クリアリングに必要な証拠金の分別管理などについて、規制上の要件を確認する必要もあろう。

また、CCP を通したクリアリングを行う重要なメリットとして、自己資本規制の削減効果がある。バーゼル II では、対象となる当局によって認定された中央清算機関との取引はリスクアセットがゼロとなるが、日本銘柄 CDS を CCP 経由で行う場合には、規制資本上のメリットとして、リスクアセットがゼロ、またはゼロに近いものであることが望まれる。

VII. ワークフロー

OTC 市場ですでに標準となっているビジネスプロセスを活用し、効率的なワークフローを確保することは重要である。そのためには、取引締結時、および取引締結後における既存の電子プラットフォームとの接続を確保し、円滑にデータが内部システムから CCP、そして取引保管システムに流れていくようなワークフローを作ることが望ましい。

(ワークフロー図)



1. Executed trade data should feed in to risk management system at counterparties as well as Middleware
2. Counterparty A and B immediately electronically affirm each other
3. CCP receives real time feed of bilaterally agreed eligible activity for clearing
4. CCP performs its appropriate checks and responds to Middleware with acceptance of the cleared trade
5. Middleware updates the original Counterparty trades to a Cleared trade between Counterparty A and CCP, CCP and Counterparty A, CCP and Counterparty B and Counterparty B v CCP. Middleware passes these to the TIW and obtains back TIW trade Id's
6. Counterparty A and B receive a message advising that the trade has been cleared and update the their books and records accordingly with the TIW ID
7. TIW advises Central Cash Settlement of certain cashflows for settlement

VIII. 稼働開始時期

本邦 CCP の稼働開始時期については、すでに欧米市場で CCP が稼働していることから、なるべく早い時期が望ましい。実現可能な目標として、2010年3月までに業務方法書等の確定、および必要な許認可等の取得を完了して、同年6月頃までの稼働開始が望まれる。

最終的な CCP 参加可否や参加形態の選択は各市場参加者の判断に基づくものとなるが、上記は本 WG に参加したメンバーの現時点での問題意識と、意見・要望を集約したものである。本 WG では日本銘柄 CDS を取扱う用意のある CCP に対し、上記の点を中心とした検討や作業に能動的に関わっていく所存である。

以上



International Swaps and Derivatives Association, Inc.

ISDA ジャパン クレジット CCP ワーキンググループ メンバー

ゴールドマン・サックス証券株式会社

J P モルガン証券株式会社

株式会社新生銀行

住友信託銀行株式会社

株式会社損害保険ジャパン

大和証券エスエムビーシー株式会社

ドイツ証券株式会社

日興シティグループ株式会社

野村証券株式会社

株式会社みずほコーポレート銀行

みずほ証券株式会社

株式会社三井住友銀行

株式会社三菱東京UFJ銀行

三菱UFJ証券株式会社

メリルリンチ日本証券株式会社

ユービーエス証券株式会社

株式会社りそな銀行

(五十音順)