
新たな金融商品や取引形態に対する市場監視

（証券取引等監視委員会からの寄稿）

平成 22 . 3

平成 22 年 1 月より、証券取引等監視委員会から、個別の調査・検査事案から得られる問題意識を中心とした最新のトピックについて定期的に御寄稿いただいております。

第 3 回目のテーマは、「新たな金融商品や取引形態に対する市場監視」についてです。

「新たな金融商品や取引形態に対する市場監視」

証券取引等監視委員会事務局 総務課
課長補佐 田中 賢次
市場分析審査課
インターネット審査官 酒井 和也

1. はじめに

証券取引等監視委員会（以下「監視委」という。）では、日常業務の一環として、金融・資本市場に関する様々な資料・情報を幅広く収集・分析している。こうした業務において、近年市場規模や重要性が増してきているような新たな金融商品や取引形態についても、市場の公正性、投資家の保護、業者の健全性・内部管理態勢といった観点からどのようなリスクがあるのかという点に着目しつつ、市場監視を行っている。

今回は、そうした新たな金融商品や取引形態に関する監視委の市場監視の取組みについて、クレジット・デフォルト・スワップ取引（以下CDS取引¹）について行った直近のヒアリング結果を中心にご紹介する。なお、本稿中、意見にわたる部分については、私見であることをあらかじめお断りしておく。

2. CDS 取引に関するリスク管理等

直近の世界的な金融市場の混乱の中で、金融危機を深刻化させた要因の一つとして、金融派生商品の一種である CDS 取引に大きな関心が寄せられた。

監視委においては、わが国のCDS取引の実態を把握することを主な目的として、2008 年秋より 2009 年にかけて、証券会社、銀行、法律事務所等を対象とする集中的なヒアリングを実施した。このヒアリングの結果については、2009 年 4 月にISDA(International Swaps and Derivatives Association)²の会員を対象とした報告会を開催するなど、監視委として、市場参加者に対するヒアリング結果のフィードバックとそれを踏まえた上での対話に努めてきたところである。

監視委では、実態把握を主眼とした上記のヒアリングに続いて、CDS 取引に関するリスク管理態勢等の把握や監視手法の構築の観点から、2009 年 7 月より同年末にかけて、マーケットメーカーとして CDS 取引に参加する在京の投資銀行等から再度、集中的なヒアリングを行った。

以下、この直近のヒアリング結果のフィードバックとして本年 1 月に行った 2

¹ CDS取引とは、融資先や保有する社債発行体の債務不履行による損失発生に備え、債権の移転を伴わずに信用リスクのみをヘッジするデリバティブ取引であり、債権に対する保証に類似した性格を持っている。

² OTCデリバティブの発展を促進するために 1985 年に設立された任意団体であり、その構成員は、OTCデリバティブに携わる金融機関、事業法人、サービスプロバイダーなどである。

回目のISDA会員向けの報告内容³を基に、CDS取引に関するリスク管理等についてのヒアリング結果を簡単に紹介する。

直近のヒアリングは、主に次の3つの観点から実施された。

CDS 取引に関して認識されるリスクとその管理態勢

CDS 取引に関する売買管理状況

CDS 取引に関するリスク管理に係る内部監査態勢

< CDS 取引に関して認識されるリスクとその管理態勢 >

CDS 取引に関して、ヒアリングを通して認識されたリスクは以下のとおりであった。

- ・ 市場リスク（価格変動リスク）
- ・ 発行体リスク（狭義の信用リスク）
- ・ カウンターパーティー・リスク（取引先リスク）
- ・ オペレーショナル・リスク
- ・ 流動性リスク
- ・ リーガル・リスク
- ・ システミック・リスク
- ・ 不公正取引のリスク

上記リスクに対するヒアリング先の管理態勢は、概ね次のようなものであった。

- 各社とも CDS を OTC デリバティブ商品のひとつとして捉え、そのリスク管理も OTC デリバティブ取引のリスク管理の一環としているとの説明が大半を占め、CDS 固有のリスク及び管理態勢としては明示的に峻別されていない。
- 本邦でのリスク管理は、市場リスクと発行体リスク、カウンターパーティー・リスクを包含した広義の信用リスク管理が中心である。特に、カウンターパーティー・リスクは CDS 取引の本源的リスクであるとの認識で一致している。
- リスク認識の点では、グローバルには各社とも、オペレーショナル・リスクや流動性リスクを特に、CDS 取引における重要リスクとして把握⁴。しかし本邦に於けるメインプレーヤーは、ブッキングやセトルメントを主として海外で行っている外資系金融機関が多く、具体的なリスク管理のプロセスを本邦内で行っているところはほとんどない。

一方、監視委としても高い関心を有している不公正取引に関連するリスクにつ

³ <http://www.fsa.go.jp/sesc/kouen/kouenkai/20100128a.pdf>

⁴ オペレーショナル・リスクについては、担保管理、クレジットイベント発生時の事務処理の煩雑性、流動性リスクについては、市場参加者数、取引対象商品の限定、取引量の低さを指摘する意見が多かった。

いては、各社とも発生リスクは低いと考えており、具体的な対応は現状では限定的なものにとどまっていた⁵。

なお、システミック・リスクと相俟って、カウンターパーティー・リスク、オペレーショナル・リスク、流動性リスクは、主要各国当局においても議論となっており、監視委でも各国当局の動向には注目している。

< CDS 取引に関する売買管理状況について >

CDS 取引に関する売買管理状況については、以下のとおりであった。

- 各金融機関の不公正取引に対する検証態勢において、CDS 取引について検証を実施している社は少数であり、現在検討中あるいは今後検討するとしている社が多数であった。
- 最近では、実際に米国で発生したCDSに関するインサイダー取引⁶を契機として、CDS取引を利用した不公正取引に対する認識は高まってきている。
- 検証を実施している金融機関では、当該金融機関における参照企業について有する情報を利用して行う当該金融機関内部でのインサイダー取引の観点からの検証が中心であり、金融商品取引法上の「法人関係情報」管理の観点に近い形での検証を主に行っている。

< CDS 取引に関するリスク管理に係る内部監査態勢 >

CDS 取引に関するリスク管理に係る内部監査態勢についての、各社の取組みや問題意識は、以下のとおりであった。

- CDS 取引に特化した内部監査手法は現状では確立されていない。リスク管理としての理解と同様、内部監査セクションにおいても、オペレーショナル・リスク、流動性リスクに注目している。
- 不公正のリスクについては、米国の事例の後、グローバルベースでリスク認識は高まり、監査サイクルの周期の短縮を検討している金融機関も多数見られた。

今回のヒアリングを通して、マーケットメーカーとして CDS 取引に参加している各社が認識しているリスクとそのリスク管理手法について現状把握を行うことが出来た。

⁵ 不公正取引の発生リスクが低いと考えられている理由としては、CDS取引がいわばプロの投資家間の取引であること、CDSの価格（スプレッド）を不正に操作するには多大なコストを要すると見込まれることなどが挙げられた。

⁶ 2009 年 5 月、米国証券取引委員会（SEC）は、CDS取引に関する初のインサイダー事件として、ヘッジファンドのマネージャーと金融機関のセールスマンを提訴した。

今後、監視委としては、今回のヒアリング結果を踏まえて、引き続き不公正取引に対する市場監視を行っていくとともに、各金融機関のリスク管理に対する検証態勢の整備を促していく必要があると考えている。特に、市場監視の視点からは、CDS 取引に関する情報・データの更なる収集・分析が重要であるとの認識を持っており、今後設立が予定されているわが国の清算機関について、当局側の市場監視やデータ収集の視点も踏まえた上での制度設計を求めていきたいと考えている。

3. その他の新たな金融商品や取引形態への市場監視

監視委ではCDS 取引以外にも、近年に市場規模や重要性を増してきている様々な金融商品や取引形態について、情報収集・分析を行っている。例えば最近では、証券 CFD 取引やいわゆる「ダークプール」等について、市場関係者からのヒアリングの実施を含めた市場動向分析を実施している。

証券 CFD 取引については、近年、個人投資家を中心に取引が拡大する傾向が見られることなどを踏まえ、取扱業者からのヒアリング等により取引の実態等を把握するとともに、投資家保護や不公正取引に対する監視などの観点から分析を行っている。

また、いわゆる「ダークプール」については、東証の次世代システム arrowhead の導入等による取引の多様化や流動性の増加等とともに、その取引需要も増す可能性等を踏まえ、ダークプールを運営しているとされている業者からのヒアリング等を通じて実態把握を行い、業者の内部管理態勢や取引の公正性などの観点から分析を行っている。

監視委では、CDS 取引をはじめとする、こうした新たな金融商品・取引形態に関する分析において把握されたリスク・課題も踏まえて、引き続き金融・資本市場全般にわたる幅広い市場監視を実施していきたいと考えている。

(以上)