

CDS取引に係るリスク管理等について

証券取引等監視委員会事務局
総務課・市場分析審査課・証券検査課

目次

1. CDS取引に関して認識されるリスクとその管理態勢
2. CDS取引に関する売買管理状況
3. CDS取引に関するリスク管理に係る内部監査態勢
4. 今後の課題・展望

本資料は、証券会社等へのヒアリングをもとに作成したものであり、また資料中の意見・解釈にわたる部分は、発表者の個人的考えであり、証券取引等監視委員会の公式の見解を表すものではありません。

1. CDS取引に関して認識される リスクとその管理態勢

CDS取引に関して認識されるリスク

- 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

市場リスク

- 市場における価格(クレジット・スプレッド)の変動により、CDS取引の価値が変化するリスク
- リスク算定結果に対する評価・対応は各社それぞれ算定方法は一般的にVaR、BPV等を採用
 - VaR(バリュー・アット・リスク)
 - 金融資産を一定期間保有する場合、特定の保有期間内に、特定の確率の範囲内で評価される期待最大損失額を表す指標
 - BPV(ベース・ポイント・バリュー)
 - クレジット・スプレッドが1ベース・ポイント(100分の1%)変化した場合における現在価値の変化額を表す指標
 - スプレッドが大きい銘柄については、スプレッドが相対的に1%(または10%等)変動した場合における現在価値の変化額を表す指標を用いている証券会社も散見

発行体リスク(狭義の信用リスク)

- CDS取引に係る参照組織に対するデフォルトリスク
 - 社内外の格付けを参考

- 参照組織とCDSの売り手との相関(コリレーション)に注目

- 一般的には社債と同様、参照組織(発行体)ごとに、損失上限金額を設定して管理

カウンターパーティー・リスク

- CDS取引の相手方が債務不履行に陥った場合に損害を被るリスク
 - カウンターパーティーがプロテクションの買い手の場合
 - 契約通りのプレミアムが受け取れないことによる損失等
 - カウンターパーティーがプロテクションの売り手の場合
 - CDSの想定元本が受け取れない
 - 再構築による損失の発生
 - 再構築自体困難な状況の発生等
- 取引相手ごとにリスク・リミットを設定し、ポテンシャル・エクスポージャーにより管理するのが一般的

流動性リスク

- 市場での取引に関する流動性が低く、適時適切に取引ができないリスク
- 評価の適正性の観点から市場リスク的な問題も存在
- 流動性の差が大きいため、リスク管理担当部署が検証を実施する社も存在
 - 外部ベンダー公表の個別銘柄ごとの数値等を参考に検証

オペレーショナル・リスク

- 取引実行から決済に至る過程における業務処理上の事故等により損失が生じるリスク
- 店頭デリバティブ取引は、取引内容が多岐にわたるため、他の金融商品に比べリスクが高くなる傾向
- クレジットイベントが起きた時の手続きや、コンファメーション手続きのリスクが高いとの指摘も
- ブッキングが海外のため、日本では管理を行っていないという社も複数存在

リーガル・リスク

- 取引上の契約等について、法律的な不確実性がある場合にそれに起因して損害を被るリスク
- バック・ログ（約定後の事務処理が未完了）等の理由により、CDS取引の法的な有効性が否定され、不測の損害を被る場合等が想定

システミック・リスク

- ある取引参加者が破綻した場合、連鎖的に他の取引参加者等も支払義務等を履行できなくなるリスク

不公正取引のリスク

- 株式と同様、不公正取引が行われるリスク
 - CDS取引は、金融商品取引法上「店頭デリバティブ取引」として規制の対象
 - 不正行為の禁止(第157条)
 - 風説の流布、偽計等の禁止(第158条)
 - 相場操縦行為等の禁止(第159条)
 - インサイダー取引規制(第166条・第167条)

※リスク管理については「2. CDS取引に関する売買管理状況」を参照

想定される不公正取引の例

- インサイダー取引
 - 参照企業の公表されていない重要事実の利用

- 相場操縦等
 - CDSスプレッドの操作
 - 風説の流布
 - 「仮装売買」、「馴合売買」のような手段による相場操縦

 - CDSスプレッド操作による株価操作
 - ① 参照企業の株式を空売り
 - ② 当該参照企業のCDSを高スプレッドで馴れ合い的に取引
 - ③ CDSのスプレッドが拡大
 - ④ 参照企業の信用力低下等
 - ⑤ 参照企業の株価が下落し、空売りによる利益獲得

(フィナンシャル・タイムズ2008年11月28日記事に仮想事例として掲載されていたもの)

米国SECによるCDSに関するインサイダー取引 についての初の提訴(2009年5月)

- SECが提訴した人物
 - ヘッジファンド Millennium Partners, L.P.の元ポーフォリオマネージャー Renato Negrin
 - Deutsche Bank Securities Inc.のセールスマンJon-Paul Rorech

- インサイダー取引の対象となったCDS
 - VNU N.V.(Nielsen Media等を所有する国際的な持ち株会社)のCDS

- 概要
 - RotechはDeutsche Bankのインベストメント・バンカーから、VNU債券のCDS価格が上昇すると予想されるような社債発行の内容変更(ストラクチャーの変更)について情報を得た(Deutsche BankはVNPの社債発行の主幹事会社)
 - Rorechは当該変更についてNegrinに情報を漏洩し、Negrinは自身が所属するヘッジファンドの利益のため、VNUのCDSを購入
 - 2006年7月後半、当該変更内容が公になり、NegrinはVNUのCDSポジションを手仕舞いし、その結果約120万ドルの利益を取得

CDSに関する不公正取引に係る国際的認識

- G20 首脳会合 (H21.9)
 - 国際的な金融規制制度の強化として、店頭デリバティブを含めた規制・監督範囲の強化・拡大について言及
- FSB 第2回本会合 (H21.9)
 - 「店頭デリバティブ市場の頑健性の強化」を金融規制を改善させるためのさらなる作業のひとつに取り上げている
- 米国 「2009年OTCデリバティブ市場法案」(H21.8)
 - SEC、CFTCに対して、相場操縦、詐欺、その他の市場乱用行為を防止するため必要な権限を付与することが盛り込まれている
- EC(欧州委員会) プレスリリース (H21.7)
 - OTCデリバティブにおける透明性の重要性を指摘
- IOSCO 「非規制金融市場・商品-最終報告書」(H21.9)
 - 証券化及びCDSの市場に関してより高い透明性と強い監督を導入すること等の提言
 - この中で、CDS取引におけるスプレッド操作が株式市場に与える影響についての懸念、CDS取引に係るインサイダー事案に関する継続した調査実施事例等も紹介

CDS取引に関するリスク管理態勢

- 店頭デリバティブ商品の中の一つとして、リスク管理態勢を整備
 - CDS取引だけを対象としたリスク管理態勢ではない
- しかしながら、先般の金融危機以降、カウンターパーティー・リスク、流動性リスク、オペレーショナル・リスクにも注目
- 不公正取引リスクに対する認識の高まり

2. CDS取引に関する売買管理状況

CDS取引に関する検証態勢(1)

- CDS取引に係る不公正取引に関する検証態勢
 - CDS取引単独で検証する社は少数
 - 全ての商品の横断的検証の中で対応
 - 検証態勢未整備の証券会社における、検証手法の確立や社内管理態勢整備への動き
 - 検証態勢の必要性に対する認識の高まり

CDS取引に関する検証態勢(2)

- インサイダー取引の観点からの検証
 - 法人関係情報に関する検証態勢と類似
 - 最終投資家によるインサイダー取引の観点からの検証

- 相場操縦や風説の流布等の観点からの検証
 - 相場操縦等による不公正取引についての市場参加者の見方

証券会社における検証方法の具体例

■ 検証対象

- 法人関係情報を保有している銘柄(発行体)を参照する取引
- 過去の社内における同銘柄の取引と比較して、想定元本やスプレッド、取引量等に乖離が見られる取引

■ 検証方法

- 検証対象取引を抽出し、法人関係情報の管理終了時から一定期間遡った期間について検証
- 外部ベンダーの情報等を参考に、値動きを確認し、取引相手、取引量、売買の方向性、当該銘柄の最近の株価の動き等をチェック
- 疑いのある取引を発見した場合、取引相手との会話内容も含め、トレーダーに取引の目的等について確認

3. CDS取引に関するリスク管理 に係る内部監査態勢

CDS取引に係る内部監査

- CDS取引に特化した内部監査手法なし
- オペレーショナル・リスクや流動性リスクについては、特に注目
 - DTCC (The Depository Trust & Clearing Corporation) を通さずにマニュアルで作成されたコンファメーションやクレジットイベントが起きた時の対応に係るオペレーショナル・リスク
 - 流動性が低いCDSにおいて価格計算が適正に行われているか、それがトレーダーと独立した部署でチェックされているか
 - その他、顧客適合性等
- 不公正取引のリスクについての認識

4. 今後の課題・展望

CDS取引に関する今後の課題・展望

- CDS取引全体を把握するためのデータ収集方法
 - 清算機関からのデータ収集方法
 - 清算機関自体の設計

- 価格（スプレッド）の公正性の判断

- 市場の透明性・公正性の維持と投資家保護の観点からの監視・検査