



CDS取引について

証券取引等監視委員会
総務課長
佐々木清隆

目次

1. 市場監視の観点からの問題意識
2. ヒアリングを通じた実態把握
3. 今後の課題

本資料中の意見・解釈にわたる部分は、筆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. 市場監視の観点からの問題意識

CDSをめぐる論点

- Systemic risk
- Counterparty risk
- Credit risk
- Operational risk
- Market misconduct (市場不公正取引)
- Transparency
- 清算機関

市場監視の観点からの問題意識

- 取引実態が不透明;特にpricing、取引記録の所在
- 不公正取引のリスク;価格操作、風説の流布、インサイダー取引等
- 特に昨年来CDSスプレッドと参照企業の株価の(逆)相関関係の傾向;CDSスプレッドのwidening→株価の下落
- どのように監視態勢・手法を構築するか?

CDSを使った不公正取引(仮想)

- CDSスプレッドの操作
 - 参照企業についての風説の流布
 - 相場操縦: 仮装売買、馴合売買
- CDSスプレッドの操作による参照企業株価の操作;
特にスプレッドwidening→株価下落を利用した空
売り
- 参照企業の重要事実を利用したインサイダー取引

CDSに関する不公正取引と金商法の規制

- 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)

CDSに関する不公正取引に係る海外規制当局 等の懸念～米国～

- 平成20年9月23日上院委員会公聴会におけるSEC
コックス前委員長の発言（一部抜粋）

「CDS市場は透明性に欠け、規制がなされておらず、相場操縦を行える機会が著しいため、SECの法執行部門で積極的に調査を進めている。」

CDSに関する不公正取引に係る海外規制当局 等の懸念～英国～

- UKFSAニュースレター「Market Watch No.30 (平成20年11月発行)」

「CDSに関する不公正取引には、インサイダー取引や投資に関連する内部情報の公開が含まれる他、不公正取引、詐欺行為、市場を歪める行為も関連すると思われる。」

- ファイナンシャルタイムズ(平成20年11月28日18面)
空売りとCDSを組み合わせた不公正取引の可能性に言及

2. ヒアリングを通じた実態把握

ヒアリングを通じたCDS取引の実態把握

- マーケット・メイカー
- ブローカーズ・ブローカー
- 最終投資家(プライス・テイカー)
- 情報提供業者(情報ベンダー)
- 法律事務所
- 会計事務所
- 取引所等

日本におけるCDS取引 (Japanese Single Name)の参加者

- 最終投資家：銀行、保険会社、証券会社、事業法人、ヘッジファンド等
- マーケット・メーカー：主に外資系金融機関、一部国内証券会社

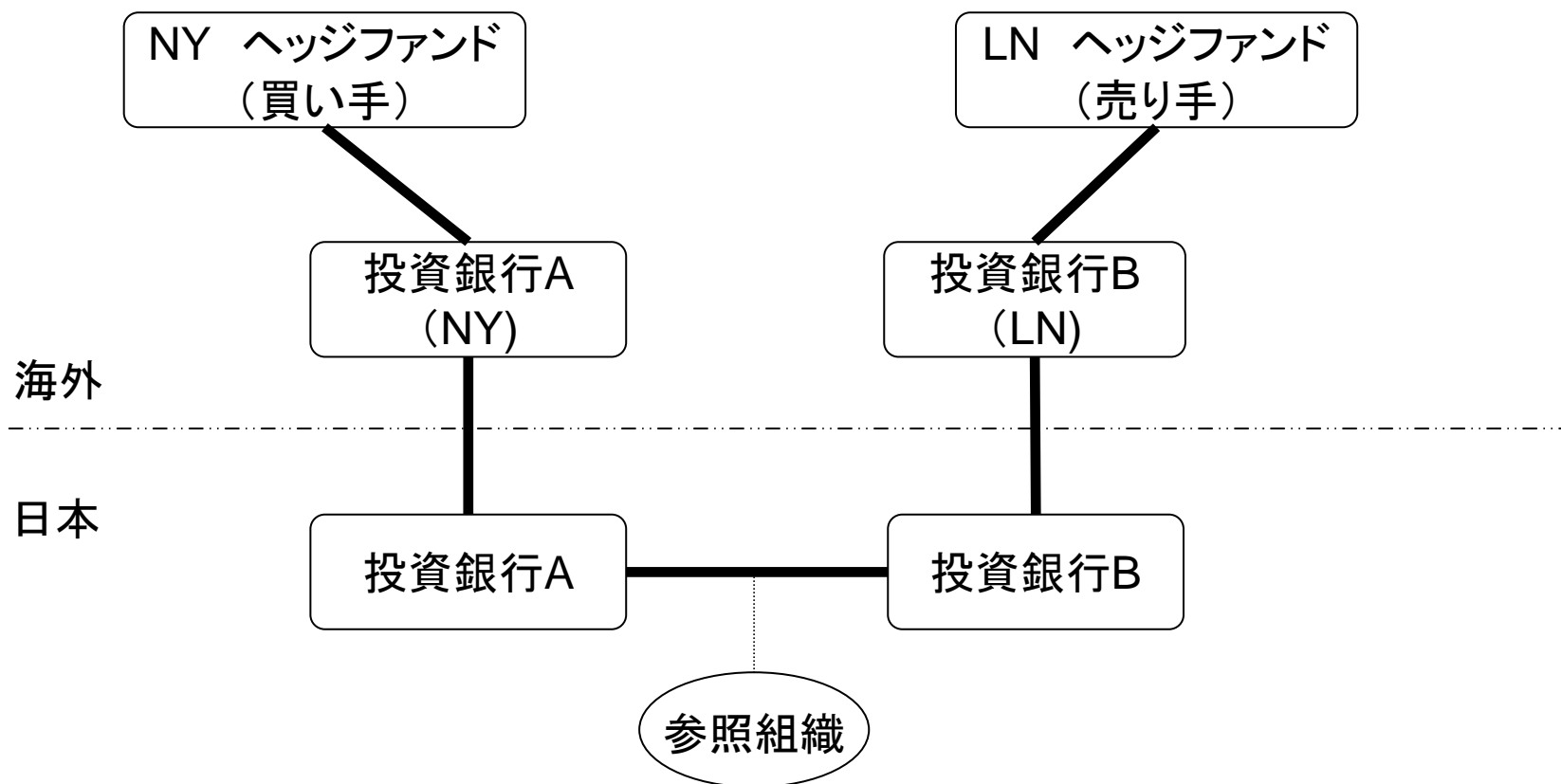
Japanese Single Name CDSの トレーディング(1)

- トレーディング・デスク: 外資系金融機関の在日拠点
- ブッキング: 主にロンドン(在日拠点はロンドン拠点からの委託)
- リスク管理: 一義的に在日拠点、グローバルにはロンドン、ニューヨーク等

Japanese Single Name CDSの

トレーディング(2)

売り手、買い手とも海外居住者の場合



CDSスプレッドの決まり方

- 理論値
- 市場の需給
- 社債のスプレッド
- 直近のスプレッド(含む、参照組織の同業他社のCDSスプレッド)
- 気配値: 情報ベンダーやブローカーズ・ブローカー提供

CDSスプレッドと株価の相関関係

- 定説なし
- 他方、昨年以降(逆)相関関係があるようにも見える
- 株価→CDSスプレッド:ありうるとの意見
- CDSスプレッド→株価:ないとの意見が太宗

CDSを利用した不公正取引

- 不公正取引は困難との意見が大半
 - プロ同士の市場
 - 流動性
 - コスト
- 他方、pricingについての透明性の向上を望む意見

3. 今後の課題

CDS清算機関

- 金融システム安定性の観点(特にsystemic risk)
- 取引・市場監視の観点(特に不公正取引監視)
- CDS市場育成の観点
- クレジット市場全般との関係

CDSの清算機関～設立に向けた動き～

■ 米国

- ICE/TCC: 平成21年3月清算業務開始。
- CME/Citadel: 当局より許可を取得、近く営業開始。
- NYSE/Euronext: 米国での業務について当局の許可を得次第開始予定。

■ 欧州

- NYSE/Euronext: 平成20年12月22日に業務を欧州にて開始(ただし、取扱い商品はインデックスのみ)。Liffeのシステムを利用することから、現在はLiffeの既存メンバーを対象に業務を実施。
- Eurex、LCH Clearnet SA: 平成21年中の営業開始を目指して準備中。

■ 日本

- 東証・クリアリング機構・証券保管振替機構の3者: 「OTCデリバティブのポストトレード処理の整備に関する研究会」報告書(平成21年3月27日)
- 東京金融取引所: 「OTCデリバティブ取引のクリアリング制度に係る検討会」報告書(平成21年4月15日)

市場監視上の課題

- 今回のヒアリングを通じ、実態把握の進展、監視上の懸念の低下
- 他方、日本での実態把握の限界
- 取引実態の継続的な把握(特に、国外の状況)
- 監視のあり方の検討;監視の対象、手法、態勢等
- 関係機関、当局との連携の強化

Thank you

kiyotaka.sasaki@fsa.go.jp

<http://www.fsa.go.jp/sesc/index.htm>