

# ISDA®

International Swaps and Derivatives Association, Inc.  
Shiroyama Trust Tower, 31<sup>st</sup> Floor  
4-3-1 Toranomom  
Minato-ku, Tokyo 105-6031  
Japan  
Telephone: 81 (3) 5733-5500  
Facsimile: 81 (3) 5733-5501  
email: isdajp@isda.org  
website: www.isda.org

## 『金融・資本市場に係る制度整備についての骨子(案)』に対する意見書

ISDA 東京事務所  
2009年12月24日

International Swaps and Derivatives Association, Inc. (通称、ISDA) は、1985年に設立された店頭デリバティブ市場の主要参加者により構成される全世界的な業界団体です。主として、金利スワップ、通貨スワップ、商品スワップ、クレジット・デリバティブ等の店頭取引を対象とした標準的な契約書の作成と維持、取引の効率的締結のための市場慣行の促進、及び健全なリスク管理体制の発展等を目的として活動を続けております。会員数は2009年12月現在、58カ国840社を超え、我が国においても39社が登録されており、その構成者は店頭デリバティブに携わる主要金融機関、保険会社、法律事務所、取引所、事業法人等となっております。

今般、金融・資本市場に係る制度整備についての骨子(案)を公表されましたが、現段階で意見提言の機会を頂きましたことには大変感謝いたします。本骨子(案)は、世界的金融危機の教訓およびG20での議論を踏まえたものであると想定しております。昨今の世界的金融危機からの教訓を踏まえて、我が国の店頭デリバティブ市場の安定的かつ健全な発展のためには、店頭デリバティブ取引に対する適切な規制の導入が必要であり、中でも、より強固なカウンターパーティリスク管理と市場の透明性の向上が重要であると考えます。カウンターパーティリスク管理の強化については、業界内でも様々な議論を行っており、ISDAの担保契約に基づく担保管理の精緻化及び効率化、取引インフラおよび市場慣行の整備、および清算機関の導入について検討を行っております。清算機関の利用については、カウンターパーティリスク削減等メリットもあるものの、限界や技術的問題も指摘されております。また、店頭デリバティブ取引は企業の財務リスクマネジメントには欠かせない手段となっており、当該規制の導入にあたっては、我が国の経済や市場の健全な発展の促進、およびグローバル市場での競争等をも踏まえた観点が必要であると考えます。以上の点から、今後も市場関係者との意見交換を行っていただくことを強く要望するとともに、特に、我が国市場の空洞化を避けるために必要と思われる意見を、以下の通り申し述べさせていただきます。

## I. 店頭デリバティブ取引の決済の安定性・透明性の向上

### 1. 外国清算機関

#### 意見

金利スワップ取引及び CDS 取引の双方について、①国内清算機関への清算集中、に加えて、②国内清算機関と外国清算機関とが連携して清算を行う方式(「リンク方式」)、③外国清算機関の直接参入を制度的な枠組みとして用意するのは我が国市場参加者が海外市場参加者と同等の条件での取引を可能なる観点からバランスのとれた対応と考える。但し特に外国清算機関の直接参入に関しては諸外国と比し同等程度の参入条件とする事が望まれる。

#### 理由

##### (1) 取引市場の現状

我が国における取引規模の大きい金利スワップ取引は世界的には円貨のみならず多数の通貨建て国境を越えた取引関係が幅広く構築されており決済を履行できないリスクの削減の観点から中央清算が外国清算機関を用いて主要国金融機関同士で実施されている旨をご認識頂きたい。

##### (2) 本邦市場における決済の安定性確保

昨年の金融危機時においても金利スワップ取引の清算においては円貨を含め外国清算機関による参加者破綻時清算が安定的に実施された。清算機関の清算会員が期限の利益喪失事由に該当する場合、当該清算機関の強制オークション等の枠組みで残存の全清算会員による当該デフォルト会員の取引契約・ポジションの引き受けが実施される枠組みとなっている。したがって、清算機関が我が国にあるか、外国にあるか、という点に関わらず、一定の要件を満たした多数の主要市場参加者を会員とする清算機関が十分な流動性・決済の安定性を確保する仕組みを十分にもつことが我が国市場における決済の安定性確保にも重要と考える。

##### (3) 本邦市場の空洞化

特に、我が国の CDS 取引市場において、金融商品取引業者等を取引相手先とする iTraxx Japan の取引量は欧米市場対比極めて限定的であると考えられ、国内清算機関の取引採算性を確保するためには、清算会員に対して外国清算機関対比過大なコスト負担を強いる結果となることが予想される。結果として、特に、取引コストに関する意識が強い外資系金融機関等を中心に、当該国内清算機関の利用を避ける動きがより顕著に現れるものと思われ、我が国の CDS 市場の取引流動性低下、ひいてはグローバル市場における競争力の低下につながりかねない。これを回避するためには、外国清算機関の使用を排除することなく、まずは本邦 CDS 市場の育成を図った上で、将来的には国内清算機関による経済合理性をもった清算サービスを可能とするような方向性を持つべきである。

## 2. CDS のクレジット・イベントの認定

### 意見

CDS のクレジット・イベントの認定を、国内清算機関が実施すべきではない。当該認定は、全世界的な枠組みとして、あくまで ISDA の決定委員会 (Determination Committee。以下「DC」と略す) において実施されるべきである。

### 理由

#### (1) 我が国の実情を踏まえた対応

店頭デリバティブ取引においては、取引相手先が ISDA マスター契約における破産等のイベント・オブ・デフォルト(期限の利益喪失事由)に該当するか否かは、各国の倒産法制等の固有性を踏まえた上で判断される。清算機関の清算会員である金融商品取引業者等が期限の利益喪失事由に該当する場合は、当該清算機関の強制オークション等の枠組みで残存の全清算会員による当該デフォルト会員の取引契約・ポジションの引き受けが実施される枠組みが一般的である。したがって、会員の期限の利益喪失事由判定は清算機関が実施する点は諸外国の事例とも合致する。

一方 CDS においては、上記の金利スワップにおける「清算会員の破綻時の枠組み」とは別に、参照組織の状況がクレジット・イベントに該当するか、という「クレジット・イベントの認定」が取引の公平性・決済の安定性確保のために重要となる。このクレジット・イベントの認定は、ISDA が組織する世界5地域の決定委員会がこれを実施する契約が主流となっており既に清算機関で先行する米州・欧州においても、ISDA 決定委員会が各国法制等を踏まえ判断する決定が用いられる。参照組織である企業等が我が国の企業であれば、ISDA の決定委員会 (Determination Committee。以下「DC」と略す) の日本部会において、我が国の倒産法制や実情を踏まえ実施される。この決定は、我が国の清算集中の対象とならない CDS 店頭取引のイベント時個別清算に繋がる一連の作業の起点でもあり、国内清算機関で清算される取引にも同じ決定プロセスを基本とすべきである。

「期限の利益喪失事由」判定と「クレジット・イベント」の認定は同じではない部分があり、参照組織が本邦で設立された企業であれば、DC の日本部会において、我が国の実情を踏まえたクレジット・イベントの認定の作業が実施される旨、再度ご認識頂きたい。

#### (2) クレジット・イベント発生から決済までのスムーズな運用

DC では、クレジット・イベントの認定のみならず、現金決済(差金決済)を行うためのオークションに関する決定も行っており、クレジット・イベント発生から CDS の決済に至る一連の手続きの中で、実務上の支障が発生しないように運営が行われている。クレジット・イベントの認定のみを切り離して議論を行うことはひいては取引のスムーズな決済に支障をきたす可能性がある。

### (3) システミック・リスクの増大

我が国清算機関が個別に CDS のクレジット・イベントの認定を実施した場合、非清算 CDS (中央清算の対象と想定されない仕組取引等) について異なった対応が取られる可能性が残り、市場の混乱を巻き起こす結果となりかねない。

### (4) 本邦市場の空洞化

CDS のクレジット・イベント認定は全世界における共通基準にもとづいて行われており、清算集中分も本邦銘柄においては現行の DC の枠組みの中で実施されることが望まれる。世界共通基準方式から離れて、本邦の銘柄に関してのみ特例を設けることは、我が国の市場自体が国際的に確立された枠組みと異質となることにつながり、本邦市場を嫌う参加者のオフショア取引促進など同分野の空洞化を招くおそれも懸念される。

## 3. 取引情報の保存・報告

### 意見

取引情報蓄積機関の構築は市場の透明性確保の観点から必要であるが、一つの取引種類に対して、グローバルで一つの取引蓄積機関が望ましい。また、当局の報告については、必要性や現行の帳簿書類や報告内容との整合性も十分勘案して報告項目を選別し、負荷を抑えるよう配慮していただきたい。

### 理由

#### (1) 取引の国際性

前述の通り、店頭デリバティブ取引は広く国際的に行われており、一部分の取引データのみでは、実際のリスクが正確に把握することは困難である。市場全体の透明性を高めるためには、集中的に取引情報を蓄積しておく必要がある。

#### (2) 追加的負荷の軽減

本邦においては、既に各種当局報告(含むオフサイトモニタリング)や帳簿書類の整備等により取引情報整備・報告に関する各種規制が存在する。これに取引情報の報告が加わることは負担が大きく、事務的負担への配慮をお願いしたい。

以上