

## 欧米における複数のCDS清算機関設立

金融危機による大手企業の相次ぐ破綻を受け、欧米ではクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）清算機関の整備が具体化している。欧州の規制当局が、欧州独自の清算機関設立を進める姿勢を強く打ち出す中で、市場参加者には複数のCDS清算機関が林立する状況への対応が課題となろう。

### 欧米におけるCDS清算機関設立の背景

よく知られている通り、CDS市場はここ数年で急速に拡大した。国際決済銀行（BIS）によれば、CDS契約の想定元本残高は、2005年6月の10兆ドルから08年6月の57兆ドルへ、わずか3年で5.7倍となった。同じ参照組織<sup>1)</sup>に対して幾つものCDS取引が重なったことが、原債務（社債等）の残高を遥かに上回るCDS想定元本残高の拡大を招いたためである。そして08年に大手の企業の破綻が相次いだ際、CDS契約の決済に支障が生じ、市場全体に悪影響を及ぼすのではないかという懸念が持ち上がった。

参照組織としての大手企業破綻について、実際には、決済自体に大きな混乱は生じなかった。破綻前に、参照組織や市場参加者の信用力に応じて担保が差し入れられたことや、破綻後に、業界が定めた手順に沿って残存債務の市場価格が決められたためである。

しかし、市場参加者の破綻や信用力の急速な低下については、CDS契約の履行に疑念が持たれ、当該参加者の破綻を想定した契約関係の迂回措置や、破綻回避のために政府が巨額の資本注入を行うに至った。

そこで、欧米の規制当局は、CDS取引の清算機関を設立する構想の具体化を強力に後押ししている。清算機関とは、参加者の間に立ち、売り手に対しては買い手として、買い手に対しては売り手として、契約に伴う債権債務を引き受ける存在である。セントラル・カウンター・パーティ（CCP：集中決済機構）とも呼ばれる。清算機関は、ある参加者が破綻しても、他の参加者へ影響が及ばないようにする、いわば防波堤の役割を果たす。

米国では、大手金融機関やISDA<sup>2)</sup>などの業界団体が連名でニューヨーク連銀に書簡を提出し、2009年2月までにCDSの清算機関を設立すると宣言した。

欧州では、欧州委員会のデリバティブに関するワーキング・グループが、欧州版のCDS清算機関を2008年内に設立する計画の具体化を求めている。海外（米国）の清算機関に依存する状態になると、取引契約の解釈に齟齬が生じた場合や破綻時の担保の取り扱いに際し、欧州の規制当局が法的な解決手段を持たなくなることへの危惧を持つからである。

### 5つの機関が林立する可能性

規制当局による後押しを受け、欧米では合わせて5つのグループによるCDS清算機関設立計画が具体化した。その1つであるNYSEユーロネクスト・グループのLiffeは、08年12月に欧州のCDS指数を対象とする清算サービスを開始した。Bclearと呼ぶエクイティ・デリバティブ清算サービスの取扱商品をCDSに拡張することで、参入を果たした。Bclearサービスにおいて、実際に参加者の債券債務を引受ける、いわば縁の下の力持ちになっているのは、専門の清算機関であるLCHクリアネット・グループの英国子会社である。

残る4つのうち、米国系のICEは3月9日にCDS清算サービスを開始した。CMEグループやドイツ証券取引所グループも開始が近いと見られる。ICEとCME、ドイツ証取の3グループは、国際的な取引所間競争や参加者が設立した代替的取引施設との競争により、本業の収益の伸び悩みに直面する中で、CDS清算ビジネスを大きな新規事業機会と捉えている。最後の1つは、LCHク

**NOTE**

- 1) プロテクションの対象となる信用リスクの主体（例えば、債券の発行体や融資の債務者）。
- 2) International Swaps and Derivatives Association
- 3) Bloomberg (2009年2月23日)によれば、欧米大手8行（JP Morgan Chase, Deutsche Bank, Citigroup, UBS, BNP Paribas, HSBC Holdings, Royal Bank of Scotland, Societe Generale）が、インター・ディーラー・ブローカーのIcap plcによる、LCHクリアネットの買収提案を支援しているとされる。なお、LCHクリアネットに対しては、2008年10月に、米国の証券清算・決済機関であるDTCCが買収提

案を発表しており、詳細を詰めているところであった。Icapが買収提案に踏み切れれば、DTCCの提案に対抗するものとなる。

**図表 欧米のCDS清算機関の設立動向**

	主に米国銘柄			主に欧州銘柄		
	CME	ICE (Intercontinental Exchange)	NYSE Euronext	LCH.Clearnet	ドイツ証取	
インフラグループ	CME Clearing	ICE US Trust	Liffe Bclear	LCH.Clearnet SA	Eurex Clearing	
サービス提供主体	同上	同上	LCH Clearnet Ltd.	同上	同上	
債権債務の引受主体	北米CDS指数 北米個別銘柄	北米CDS指数	(欧州銘柄)	欧州CDS指数	欧州(ユーロ)銘柄	欧州CDS指数 欧州個別銘柄
当初の清算対象	2009年1-3月	2009年3月	2009年上半期	2008年12月	2009年12月迄	2009年上半期
開始時期						

(出所) 各社資料より野村総合研究所作成

リアネット・グループのフランス子会社である。先に紹介した英国子会社とは別に、ユーロ圏におけるCDS清算業務へ参入することを2009年2月に発表した。同子会社はフランス中銀の監督を受ける銀行であり、ユーロ圏の規制当局が、CDS清算機能の整備においてイニシアチブをとりたいことの表れと推察される。

**参加者の憂慮**

数多くのCDS清算機関が林立する可能性が高まってきたことについて、欧米の市場参加者は憂慮している。同じ銘柄の清算において、複数の清算機関を選択する、あるいは、取引相手によって使い分けなければならなくなる状態が発生し得るからである。参加者のリスク管理部門やバックオフィス部門の業務負担となるだけでなく、清算機関に差し入れる証拠金が分散し、資金効率が低下するなどの新たな課題を生む恐れがある。

しかし、CDS清算機関の林立が避けられないと見た大手参加者は、むしろ清算機関への影響力を高める動

きに出始めた。具体的には、欧米の大手8行が共同で、LCHクリアネット・グループに対する買収提案を検討中と報道されている<sup>3)</sup>。LCHクリアネットが、金利スワップ取引の清算機関として世界最大手であることも、買収対象としての大きな魅力とされる。

日本でも、日本銘柄を対象とするCDS清算機関の設立検討が、複数の証券インフラ機関によって進められている。また、欧米で設立されるCDS清算機関が将来、日本銘柄を取り扱うようになる可能性もある。とりわけ、日本ではCDSの取引件数が欧米と比較して少ないため、インフラ整備において、先行する欧米の影響を受けやすい。世界的なCDS清算機関の林立可能性に、欧米の参加者がどのような決断を下してゆくのか注目される。



**Writer's Profile**



**片山 謙 Ken Katayama**

金融市場調査室  
上級研究員  
専門は証券決済システムおよびバックオフィス改革  
focus@nri.co.jp