

Title	ISDA及びMarkit社事件が有するDX型金融商品取引への示唆について
Author(s)	諏訪園, 貞明
Citation	年次学術大会講演要旨集, 37: 298-302
Issue Date	2022-10-29
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10119/18500">http://hdl.handle.net/10119/18500</a>
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

# 1 D 1 5

## ISDA 及び Markit 社事件が有する DX 型金融商品取引への示唆について

○諏訪園 貞明 (東京理科大学)  
sadaaki.suwazono@rs.tus.ac.jp

### 1. はじめに

世界的にも未曾有の経済的困難をもたらした 2008 年の国際金融危機、いわゆるリーマンショックが発生して 15 年目となった。他方、その原因については、これまで様々な要因が指摘されてきている。<sup>1</sup>

本稿においては、その原因の一つとして共通認識となっているとみられる、①クレジット・デフォルト・スワップ (以下「CDS」という。) 等が OTC (over the counter の略で、店頭での相対取引を指す。) を中心として決済されていたこと<sup>2</sup>、また、②その原因をなした清算機関の行為<sup>3</sup>に係る競争法違反事件を中心に、同事件への当局の法的措置やその背景となる考え方が、最先端の金融商品取引等にもたらす影響、意義などを取り上げる。

欧州委員会は、2011 年から、「CDS 等の金融商品取引についての、いわばプラットフォームとして機能していた国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) 及び Markit 社<sup>4</sup>が、ドイツ証券取引所等での取引におけるクレジット・デリバティブの取引、決済等を目的とした最終価格等の指標に係る他社使用を拒み、もって CDS 等の取引所決済の市場拡大が阻害されていた」<sup>5</sup>との疑いから、世界的な大手投資銀行 13 行などに対して、また、同各行によって経営支配が行われてきた ISDA 及び Markit 社に対して、当該競争法違反被疑行為について調査を開始した。

欧州委員会は、正式には 2011 年から両社や上記 13 行を欧州競争法違反被疑行為として調査し、2003 年第 1 号理事会規則 (以下「理事会規則」という) 第 9 条の確約手続の下で、2016 年 7 月に、10 年間にわたって、FRAND 条件で最終価格指標などの利用を他の証券取引所等に認めること等を確約する旨の案を EU 競争総局に提出する等により、当該確約案は所定の手続を経て多少の修正が行われた後、確定し、その後、他の取引所の同市場への新規参入促進が図られた。

他方、最近では、顧客の様々なリスク対応を可能とすべく、CDS 等の仕組みは、ますます複雑化して

<sup>1</sup> 内閣府 (2009 年) 参照。を参照。

<sup>2</sup> 内閣府 (2009 年) では、「同年 9 月に、米 FRB (連邦制度準備理事会) が、国際的に幅広く CDS (クレジット・デフォルト market・スワップ) 取引を手掛けていた AIG の経営危機に際して、緊急資金融資を行ったことから、その CDS に係るリスクの金融市場への影響が関心を集めることとなり、また、同社の CDS 等が OTC (いわゆる店頭での相対取引) により決済されていたことから、各金融機関の当該取引に係るリスク・エクスポージャーが極めて不透明であるとされ、結果、金融機関間の相互不信を通じて、危機がより深刻なものになった」等の指摘を行っているほか、満井 (2010) では、「リーマン・ブラザーズ証券破綻・AIG 資本注入の引き金となった店頭デリバティブ取引の一種、クレジット・デフォルト・スワップ」に対する市場の透明性を回復する等のための規制の見直しが必要であるとの認識が、G7 ワシントン・サミット等の累次にわたる国際合意において確認された旨詳述している。

また、こうした問題意識から、すなわち、金融機関のデリバティブ取引が店頭取引へと集中した場合のリスク・エクスポージャー等の不透明性解消の観点から、我が国においても、2010 年度の金融相商取引法改正によって、内閣府令で定める特定の店頭デリバティブ取引等について、同法 156 条の 62 によって、免許もしくは承認または認可を受けた清算機関の利用が義務付けられることとなった。欧州委員会においても、REGULATION (EU) No 648/2012 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories によって同様の規制が施行されている。

<sup>3</sup> 我が国でも、2012 年の日本取引所グループによる大証の買収事案において、我が国の公取委による独禁法上の合併審査に係る公表資料でも、証券会社や投資家等からのヒアリングを踏まえると、店頭デリバティブ取引は、「市場デリバティブ取引と異なり、カウンター・パーティー・リスクがあること、価格の透明性に欠けること、店頭取引は通常電話等の方法で取引が行われており、大量の注文を処理できないと考えられることなど、根本的な差異があり、市場デリバティブ取引に対して、隣接市場として競争圧力を有しているとは考えられない」などと評価している。。

<sup>4</sup> OECD (2019) では、Markit 社が世界の CDS 指標取引の約 90% を占めてきたとしている。

<sup>5</sup> Case AT.39745 CDS-Information markets 参照。

きている。また、こうした商品に限らず、個人も気軽に送金取引等に利用できるブロックコインや、手許のスマホ等で容易に投資などができるセキュリティ・トークン技術を利用したデジタル証券のように、ブロックチェーン技術、5G、スマホなどの、デジタル・トランスフォーメーション（DX）技術を利用することで初めて、その生成から決済までの一連の取引が容易となる金融商品（以下「DX型金融商品」という。）取引が一段と広がりを見せている。さらには、こうした商品の多くが各国の主要取引所への上場なども行われ、その市場の存在は、質量ともに日ごとに大変大きなものとなっている<sup>6</sup>。

今後、こうしたDX型金融商品の取引増加等がさらに加速するものと見込まれる中で、上記の事件がどのような意義を持っているとみるべきか、リーマンショックから15年目となった現在、改めてその示唆するところなどについて簡単に整理してみたい。

## 2. 先行研究

我が国でも、例えば、篠（2010）、岩井（2012）などにおいて、リーマンショックの2年後には、金融当局による相場操縦などの不公正取引への監視の問題として、問擬してきた。

また、欧州委員会による競争法上の確約に係る先行研究は、幅広く存在し、実際、我が国はいわゆるTPP11締結の条件として、確約制度を独占禁止法に導入することがその一つとして挙げられていたところ、我が国は、欧州委員会の制度を一つの先例としていたことに伴い、杉本（2017）ほか様々な研究が行われている。また、同制度は、我が国においても、優越的地位の濫用事件を中心に、AMAZON事件（2020年）等様々な事件においてその法的問題解消措置の一つとして用いられている。

このほか、本件で問題とされた店頭デリバティブ取引の問題点、これに係る国際的な合意、我が国を始めとした立法措置について、満井（2010年）等が整理を行っている。

このほか、取引所取引の統合等の競争法上の問題について、太田（2012）等が存在する。

## 3. 事案の概要（次頁図参照）

欧州委員会の公表資料等によれば、同委員会は、ISDA及びMarkit社が、それぞれ、欧州競争法に違反した可能性があるとの懸念を持っていたとされ、同委員会が2013年7月にMarkit社に対して通知した異議告知書によれば、両社がCDSの店頭取引市場を支配している世界的な大手投資銀行と有効な競争をしたであろう大手取引所に対して、CDSの価格付けのために関係業界で用いられている特定のデータ及び指標の使用許可（license）を拒否した結果、クレジット・デリバティブが取引所で取引されるようになるのを阻止し、又は遅らせた可能性がある。取引所での取引は、店頭取引よりも安全で、一般的に取引コストが安価であるので、取引所での取引が進めば、市場はかかる利益を享受していたであろうとしている。

CDSは、デリバティブ契約であり、信用リスクや破綻リスクについて、債務とともに転嫁（transfer）することができる仕組みとなっており、投資家は、ヘッジ商品又は投資商品として利用している。

CDS指標に係る取引を上場したいとしている取引所は、以下の情報を入手する必要がある

- － 「最終価格」：ISDAが所有権を主張しているものであり、事業者の破綻後、クレジット・デリバティブ取引の清算価格を決定するために行われる入札結果の価格である。対象となっている事業者の破綻後にCDSの価格付けをするために業界で広く用いられている。
- － 流動性に係るCDSの指標：Markit社が出しているITraxxやCDX等の指標であり、最も広く取引されている。店頭で取引されているほとんどのCDSは、これらの2つの指標を参照しており、流動性が高く、クレジット・フューチャー又はオプションのような商品が取引される際にも参照するのに適している。

欧州委員会の懸念に対処するため、ISDA及びMarkit社は、それぞれ、次のとおり確約案を提出した。

### <ISDAの確約>

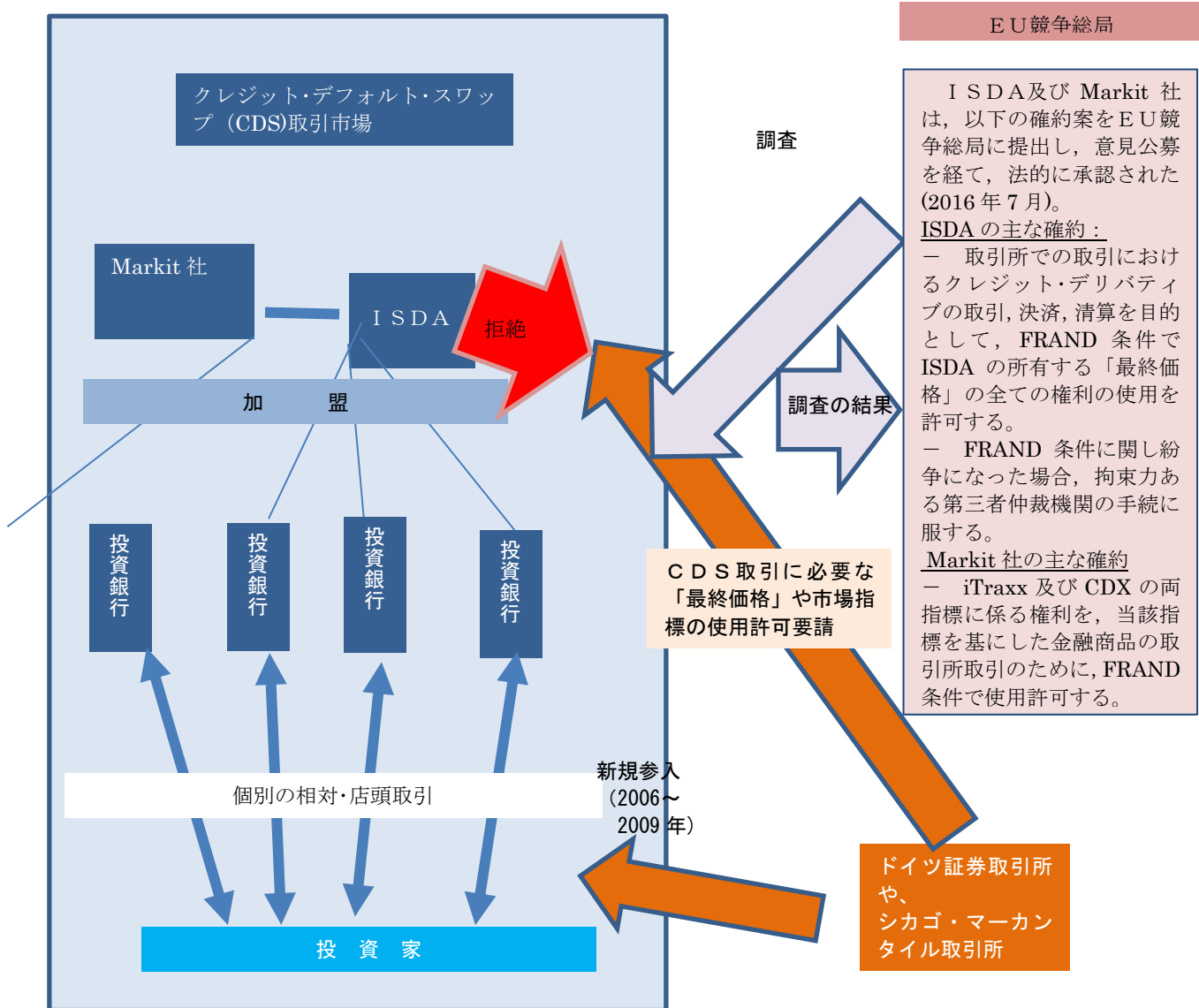
- － 取引所での取引におけるクレジット・デリバティブの取引、決済及び清算を目的として、FRAND条件でISDAの所有する「最終価格」の全ての権利の使用を許可する。
  - － FRAND条件に関して紛争になった場合には、拘束条件を有する第三者仲裁機関の手に服する。

<sup>6</sup> 渡邊輝広（2020）「DX時代におけるDigital Financeの取り組み」（2020年）参照。

- 「最終価格」の使用許可に係る ISDA の決定に対する投資銀行の影響を回避するために、使用許可に係る決定の権限を、ISDA の理事会から、CEO に委譲する。当該 CEO は、投資銀行の意見に従ってはならないとされた。
- ISDA が「取引価格操縦の懸念」について監視受託人に示し、「最終価格」の使用許可中止よりも厳格ではないその他の手段によって当該懸念に対処できない場合を除き、一方的に使用許可を中止してはならない。

### <Markit 社の確約>

- iTraxx 及び CDX の両指標に係る権利を、当該指標を基にした金融商品の取引所取引のために、FRAND 条件で使用許可する。
- FRAND 条件に関して紛争になった場合には、拘束力のある第三者仲裁機関の手続に服する
- 個々の使用許可決定に関して Markit 社の経営に投資銀行が影響を及ぼさないようにする。特に、Markit 社の諮問委員会に対する投資銀行の影響力を減じ、また、投資銀行が個々の使用許可要求の利益に言及しないようにすることを通じて、投資銀行が影響を及ぼさないようにする。双方の確約案は、10 年間適用され、独立した受託機関によって監視される。



(出典：欧州委員会の上記公表文を基に、筆者作成。)

## 4. 考察

本件は、DX 型金融商品に係る取引や決済にどのような意義を有しているのだろうか。



第一に、欧州でもわが国でも、金融商品市場で、従来、それほど競争法違反行為が摘発されること自体みられなかったと思われる<sup>7</sup>。しかし、少数の独占的な地位を有する支配的事業者などしか参加していない市場であれば、当該事業者による競争法違反行為は十分に起こり得るし、そうした行為は当然に市場や価格が本来有する資源の適正な配分機能、評価機能などを阻害することになり、その帰結として、大規模な国際金融危機が発生させたのが、本事件である。競争法・金融監督当局は、DX型金融商品のよう、一見複雑な商品においても、同様のことが生じないように、常に監視の目を怠ってはならない。また、民間の市場関係者においても、疑問の点などがあれば、当局者とのコミュニケーションの中でこれらを質していくことで、同様の過ちを防止しやすくなることであろう。

第二に、様々な金融商品の取引については、その決済のための指標や、こうした指標の動きに係るリスクをヘッジするための派生商品も、その取引円滑化のために重要な機能を果たすことになる。他方、こうした指標に類似する別の金融商品価格標や、そうした類似指標から派生する金融商品は、証券会社や投資家などの市場関係者にとっては、前者の指標などを代替し得ない場合もあり得る。

実際、本件では、上述のとおり、ISDAが所有権を主張している「最終価格」や、Markit社が出している流動性に係るCDSの指標、ITraxxやCDX等の指標について、欧州委員会は、取引所での取引における決済及び清算等のために、FRAND条件で両者が所有する各指標の全ての権利の使用を許可させている。

また、我が国においても、前述の日本取引所グループによる大証の合併審査に関する資料でも、「L社の日経225先物取引は、東証のTOPIX先物取引に関して有効な競争圧力を有していないと考えられる。証券会社及び投資家に対して行ったアンケート調査の結果では、L社の日経225先物取引と東証のTOPIX先物取引間の代替性は、L社の日経225先物取引と大証の日経225先物取引間の代替性より低いとする意見がみられた。また、東証が大証の日経225先物取引をTOPIX先物取引の競合商品として強く意識していることは認められるものの、証券会社及び投資家に対して行ったヒアリングにおいても、東証及びL社がお互いを強く意識し競争していたとの意見はなく、東証がL社の日経225先物取引をTOPIX先物取引の競合商品として意識している事実は確認できなかった。」としており、一般的に、同方向の値動きがあると想定されてはいても、証券会社や投資家などの市場関係者にとっては、前者は後者を代替し得ないのである。

第三に、こうした特定の指標などが他の指標などによって代替し得ないとされた場合の当局による措置として、当該指標に係る情報のライセンスが想定され得るが、古くから、知的財産権、特に、標準不可欠特許(SEP)と称されるもののライセンスについて、その利用料などの設定を巡り、無数の紛争が生じてきている。欧州でも日本でも、事案に応じて、取引拒絶事件として、競争法あるいは独占禁止法において、一定の法的措置が取られてきているものも少なくない<sup>8</sup>。日本証券取引所グループの事案では、同グループから、NYSE Liffeに対して、「TOPIXの使用に関する合理的な条件のライセンスを本件統合の実行日までに提供する」とされている。ただし、「合理的な条件」がどのように設定されたのか、本資料では言及されていない。

他方、ISDA及びMarkit社の事案は、FRAND条件での使用許可が本件確約の条件となっているところ、そのFRAND条件での使用料等について、「紛争になった場合には、拘束条件を有する第三者仲裁機関の手續に服する。」旨の条項が挿入されており、上記の日本取引所グループの事案よりも一歩踏み込んだ措置となっている。

こうした競争法、独占禁止法等の競争関係規制が、金融・証券市場に介入したことの是非、その介入方法の妥当性等について、未だそれほど検討されていないようであるが、2020年3月、欧州委員会では、リーマンショックから15年目となるのを前にして、関係金融機関に対して、本件に限らず大規模なアンケート調査を<sup>9</sup>行われ、各機関などからの回答文書が公表された。

今後、その調査結果等を踏まえて、当局のみならず、関係の識者などによってもその回答が十分に検討されるものと思われる。その際、DX型金融商品に係る取引や生産・決済等に係る指標についても、上記のようなFRAND条件での使用料などの設定やその点で紛争になった場合には、拘束条件を有する第三者仲裁機関の手續に服する旨の条項等が活用される可能性があると思われる。その際に、上記アンケート調査結果等を踏まえた検討の結果などが活用されることになるだろう。

<sup>7</sup> リーマンショック以前の金融関係における我が国の独占禁止法違反行為については、諏訪園(2006a)、金利スワップ商品に係る事件の担当官解説については、諏訪園(2006b)参照。

<sup>8</sup> OECD(2019b)

<sup>9</sup> EUROPEAN COMMISSION(2022)

## 5 まとめ

本事件やその法的対応やその背景となる考え方については、これまであまり検討されてこなかったようであるが、上記の各金融機関からの回答を踏まえた検討が活発化し、世界的な金融市場の安定性の問題のみならず、本稿で整理したような DX 型金融商品への示唆などについては、さらに研究が進むものと思われる。

また、本稿で取り上げた FRAND 条件での最終価格指標等の利用に関する紛争については、第三者仲裁機関の裁定に服することとされているところ、こうした仲裁機関が間に入ることの効果についての検証が進んだ場合、今後、FRAND 条件下でのライセンス契約料率決定手続にも、影響を及ぼすことが想定され得る<sup>10</sup>。本件は、2008年の国際金融危機後15年目となる節目を迎えて、今後さらに検討が深まっていくことが期待される。そうした動きにも、十分に注目していきたい。

## 参考文献

- [1] 内閣府 (2009) 「世界経済の潮流 2009 年 I —世界金融・経済危機の現況—」 2009 年 6 月 内閣府政策統括官室 (経済財政分析担当)
- [2] OECD (2019a) ” Licensing of IP rights and competition law - Note by the EU” DAF/COMP/WD(2019)52, May 2019, <https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/WD%282019%2952/en/pdf>
- [3] OECD (2019b) ” Licensing of IP rights and competition law, Background Note by the Secretariat” DAF/COMP(2019)3, June 2019, [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP\(2019\)3/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP(2019)3/en/pdf)
- [4] European Commission Case AT.39745 *CDS-Information market*, [https://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case\\_details.cfm?proc\\_code=1\\_39745](https://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/case_details.cfm?proc_code=1_39745)
- [5] 満井 美江 (2010) 「2010 年金商法改正による店頭デリバティブ規制の見直し —CDS 取引の清算集中義務化を中心として—」 『国士館法學』 第 43 号 (2010. 12) 137-182 頁
- [6] 岩井 浩一 (2012) 日本の CDS 市場と株式市場の相関関係とその変動要因」 DP 2011-6 金融庁 金融研究センター <http://www.fsa.go.jp/frtc/index.html>
- [7] 篠潤之介 「社債スプレッド・CDS プレミアムと株価の関係について」 2010-J-14 [https://www.boj.or.jp/research/wps\\_rev/rev\\_2010/data/rev10j14.pdf](https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2010/data/rev10j14.pdf)
- [8] 杉本 武重 (2017) 「EU の確約制度および制裁金制度の運用」 CPDP-66-J July 2017 CPRC ディスカッション・ペーパー、[https://www.jftc.go.jp/cprc/discussionpapers/h29/index\\_files/CPDP-66-J.pdf](https://www.jftc.go.jp/cprc/discussionpapers/h29/index_files/CPDP-66-J.pdf)
- [8] 太田珠美 (2012) 「世界的な不透明感が漂う中、動き始めた日本の取引所」 大和総研、<https://www.dir.co.jp/report/column/120123.html>
- [9] 渡邊輝広 (2020) 「DX 時代における Digital Finance の取り組み」 NEC 技報 Vol. 73 No. 1
- [10] 諏訪園貞明 (2006 a) 「金融実務と独占禁止法上問題となる行為の考え方—最近の事件に関連する点を中心に」 旬刊金融法務事情 54 (4), 10-17, 2006-02-15
- [11] ” (2006b) 「株式会社三井住友銀行に対する勧告審決について」 『公正取引』 No. 664
- [12] EUROPEAN COMMISSION (2022) “CONSULTATION DOCUMENT TARGETED CONSULTATION ON THE REVIEW OF THE CENTRAL CLEARING FRAMEWORK IN THE EU” [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/2022-central-clearing-review-consultation-document\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2022-central-clearing-review-consultation-document_en.pdf)

---

<sup>10</sup> 今後の検証結果を待つ必要はあるものの、①当該第三者仲介機関に、利用料設定等の条件に係る紛争処理の知見が蓄積され、他の取引についても、当該機関を用いた契約が増加することが期待されること、②その結果として、当該機関の示す条件が一種のアンカリング効果を発揮することとなり、条件設定が容易に進むようになること等が期待され、同種の取引契約の成立が容易になるものと思われる。