



## VM ビッグバン

### 【ポイント】

1. 本年、2017年3月1日はVM ビッグバンと呼ばれた。投資家側として顛末を記したい。
2. 当社でも変動証拠金規制に対応するため、デリバティブ持ち高と担保の日次評価の外部委託や取引先とのISDA CSA(VM)契約の締結を行った。
3. 国境を跨ぐ取引はISDA CSA(VM)契約における大きな課題となった。VM ビッグバン後もデリバティブ業務に携わる者にとって、様々な課題は続く。

### 1. VM ビッグバンとは何か

本年、2017年3月1日は日本でデリバティブ業務に携わる者の間で「VM ビッグバン」と呼ばれた。後に詳述するが「VM (Variation Margin の頭文字)」とは変動証拠金であり、「中央清算されないデリバティブ取引」(図表1)で発生した評価損益に対する担保である。何故「ビッグバン」なのか。「金融商品取引業等に関する内閣府令の一部を改正する内閣府令(以下、「内閣府令」)」に基づき担保授受が義務化される取引主体がこの日、大幅拡大したからである。

端緒は2008年の世界金融危機への反省にある。個別金融機関の危機の連鎖や納税者のお金を使った救済(ペイルアウト)を繰り返させないため、主要各国は2009年9月開催のG20 ピッツバーグサミットにて、世界的に店頭デリバティブ取引の透明性と安定性を向上させるための規制(取引情報蓄積機関への報告、標準化された店頭デリバティブの中央清算機関への集中など)を設けることに合意した。「中央清算されないデリバティブ取引」については損益を日々評価し、応分の担保を相互に授受させれば仮に当事者の一方が破綻しても、他方への影響を抑止できる。この変動証拠金規制に対する実務上の対応が取引先毎の「ISDA CSA(VM)」契約の締結である(ISDAとは国際スワップデリバティブ協会、CSAとは担保授受に関する契約。CSAは第12項までがISDA作成の共通様式、第13項が取引先毎の交渉に基づく細かな条件の取決めで構成される)。

筆者の主要業務は内外債券運用だが、当社の取引先との「ISDA CSA(VM)」契約の締結交渉において中心となった。「VM ビッグバン」に向けては新聞等で大手の証券会社・銀行からの情報発信は見られたが、生保など投資家側からの発信は少なかったと思われる。「断腸亭日乗」で大正期から太平洋戦争に至る世相を活写した永井荷風には遠く及ばずとも、既望の月の明るい内に顛末をここに記すことが、幾許かでもお役に立てれば幸いである。

図表1. 中央清算されないデリバティブ取引例 (太枠内)

| 区分 | 中央清算 | デリバティブの具体例               |
|----|------|--------------------------|
| 上場 | —    | 国債 (JGB) 先物              |
| 店頭 | あり   | 円金利スワップ                  |
|    | なし   | 円金利スワップション、通貨オプション、為替予約※ |

※ただし内閣府令上では、為替予約(現物決済に限る)は適用除外

(資料)富国生命作成

## 2. どう対応したか

「VM ビッグバン」が及ぼす影響を筆者も含め、日本でデリバティブ業務に携わる者の多くが強く意識し始めた嚆矢は、金融庁が 2014 年 7 月 3 日に公表した内閣府令の改正案と思う（当初予定の施行日は 2015 年 12 月 1 日）。現実の施行日は流動的であろうが、当社への影響も大きいことは明瞭だった。何故なら第一に当社は今後も「中央清算されないデリバティブ取引」を取り組む見込であり、第二に当社が自主的に幾つかの取引先と既に締結していた担保授受契約（旧 CSA）と比較して遙かに厳格な規制だからである。なかでも注目点は、①デリバティブ持ち高の評価及びそれに対する担保評価の頻度（当社の旧 CSA では週次、改正案では日次）と、②信用極度額と最低引渡担保額（信用極度額：デリバティブ持ち高の評価損益がこの金額未満の場合、相互に担保差入を免除する。当社の旧 CSA では事務負荷なども踏まえ、余裕のある額を設定していたが、改正案ではゼロ。最低引渡担保額：新たに担保授受を発生させる、デリバティブ持ち高もしくは差入担保の評価額の変化の閾値。改正案では 7,000 万円が上限）の二つであった。即ち旧 CSA は自発的なリスク管理であって、これまで社内の証券管理部門の事務負荷なども考慮した条件で締結してきた。一方、改正案で示されたデリバティブ持ち高の日次評価などからは事務負荷の著しい増加が見込まれた。筆者が担当した「ISDA CSA(VM)」契約の締結交渉は内閣府令の最終決定を待ったが、証券管理部門では外部委託の検討を開始した（当社だけでなく、一部大手を除く殆どの規制対象金融機関が検討したと思われる）。

実際に内閣府令が公布されたのは 2016 年 3 月 31 日であり、想定元本が 420 兆円超の金融商品取引業等は 2016 年 9 月 1 日、420 兆円以下（当社が含まれる）は 2017 年 3 月 1 日が施行・適用期日と決定した。これで適用期日以降に「中央清算されないデリバティブ取引」を新たに取り組むには（2017 年 2 月 28 日以前の取引には遡及適用なし）、ISDA CSA(VM)契約の締結（そもそも旧 CSA に変更を加えて内閣府令を満たすか、内閣府令に對応済の ISDA CSA(VM)契約の新規締結かの選択も難しかった。この点では先行対応されていた大手地銀様のコメントに助けて頂いた。深謝したい）が前提となつたが、この時点でも残り 11 カ月である。

ところが取引先証券会社・銀行からの契約書案の提示には想像以上の時間を要した。当社は 2017 年 3 月末に数社との間で規制対象デリバティブの新規取引を予定していたが、最初の取引先から契約書案の初稿を得たのは 2016 年も暮の 12 月である。適用期日まで残り 2 カ月間での交渉完了は至難であり、しかもこれが最初の 1 社に過ぎない。この時点で社内では 3 月末迄の予定取引を全て 2 月中に前倒し「VM ビッグバン」に備える決断がなされた。その後の契約交渉の進捗を記すと 2017 年 3 月初めは 2 社が契約書の最終稿（契約交渉担当者ベースでの合意案）の段階だった。リーガル部門も含め社内での最終決裁にはそれ程時間を要しないが、本件の場合は当社と取引先の都合だけで締結できない。デリバティブ持ち高と担保の日次評価を外部委託するからである。外部委託先では ISDA CSA(VM)契約の締結日前に当社及び取引先とデータ授受のテスト等を行う必要があり、「VM ビッグバン」に向けた受託の集中でかなりのご苦労があった様子である。結果、薰風颯々たる 2017 年 4 月中に 2 社が ISDA CSA(VM)契約の締結日を迎、5 月にもさらに数社が加わり、当社の変動証拠金規制対応は一旦目途がついた。

契約交渉の内容に戻りたい。ISDA CSA(VM)契約の第 13 項で取引先毎に細かな条件を取り決める上で、焦点は「実務的に対応可能か否か」となる（図表 2）。当社が譲歩不可能な条件は①担保適格通貨は日本円のみ、②担保請求通知後の引渡期限は 2 営業日以内、の二点だった。①について米ドルを含める希望を持つ取引先もあったが、当社には会計上の

処理負荷が大きく（毎日、為替損益の認識が必要）、②について 1 営業日内を希望する取引先もあったが、実務的に間に合わない。なお、内閣府令の規定は「遅滞なく」であって 1 営業日内は義務でない。加えて当社の外部委託先は評価の通知時間、利息支払日、日次複利に必須条件があり、これも譲歩不可能だった。その他の数多い細かな交渉点では、当社（及び外部委託先）と取引先の双方が自らのリスク管理や事務フローに親和性ある条件を求めつつ、該当デリバティブ取引の為により早く締結を進めたい方が概ね妥協した。

図表 2. ISDA CSA(VM) 第 13 項における主な交渉点

|                         |                        |
|-------------------------|------------------------|
| (a) (i i) 担保適格通貨        | 日本円のみか、他通貨も含めるか        |
| (d) (i i) 適格担保          | 現金のみか、日本国債等も含めるか       |
| (d) (v) (A) 担保掛け目       | 内閣府令による上限を使うか、より引き下げるか |
| (d) (v i i) (A) 最低引渡担保額 | 内閣府令による上限を使うか、より引き下げるか |
| (e) (i v) 評価の通知時間       | 何時迄に評価額を通知するか          |
| (e) (v) 現金引渡期限          | 担保請求通知後、引渡期限を何営業日目にするか |
| (e) (vi) 証券引渡期限         | 担保請求通知後、引渡期限を何営業日目にするか |
| (i) (i i) 利息支払日         | 現金担保を受入れた場合、利息を支払う期日   |
| (i) (i i i) 日次複利        | 現金担保への利息計算に日次複利を採用するか  |

（資料）富国生命作成

### 3. 国境を跨ぐ取引などの課題

ISDA CSA(VM)契約ではまた、国境を跨ぐ取引が大きな課題となった。例えば日本で「米国系」と呼ばれて営業する金融機関にも、①日本の現地法人（主に本邦規制に従う）と②米国法人の日本支店（主に米国規制に従う）の二通りがある。②と取引する場合が国境を跨ぐ取引となるが、ここで国別（法域別）に規制の細部、と言っても実務的に重要な点での差異が問題となる。

最たるもののが担保請求通知後の引渡期限である。先述の通り内閣府令の規定は「遅滞なく」（時差や決済機能の有無など諸事情にご配慮頂いた表現と思う）だが、上記②の「米国系」の主張に依れば米国規制では厳密に 1 営業日内（米国時間であり、時差は考慮されず）の引渡完了が求められるという。仮にこの条件を承諾すれば当社をはじめとする日本の機関投資家側の具体的な事務は次のようになる。朝出社すると担保の引渡請求が来ている（日本時間の前日夜間に配信）。その引渡額が妥当か否かを検証後、同日 16 時迄に取引先に担保差入れを完了する。しかし特に当社をはじめ決済機能を有しない金融機関にとっては、この時間内の処理には相当無理がある。そのため当社では現状、②の「米国系」については ISDA CSA(VM)契約の締結は困難であると考えており、変動証拠金規制の対象取引は行っていない。

一方、欧州法人の日本支店に関しては別の観点がある。欧州金融機関の破綻時にはデリバティブ債権もベイルイン（破綻処理の損失吸収に使われる）対象である。これは日本とは対照的である（日本ではデリバティブ債権と預金に優先順位がない故、ベイルインの可能性が低いと思われる）。ならば日本の金融機関は仮令（たとい）為替予約取引のみでも、欧州規制に従う欧州法人の日本支店とは ISDA CSA(VM)契約を締結した方が良いか。また変動証拠金とは別に、「当初証拠金」規制も今後拡大していく。VM ビッグバン後もデリバティブ業務に携わる者の課題は続く。

（資金債券グループ 高松 千之）