

日本円金利指標の適切な選択と利用等
に関する市中協議

2019年7月

日本円金利指標に関する検討委員会

目 次

1. はじめに	
(1) 背景 ——金利指標改革を巡る動向——	3
(2) 本邦における検討体制	4
(3) 本市中協議文書の位置づけ	6
2. 具体的な検討事項	
(1) 基礎となる考え方の整理	7
(2) 代替金利指標の選択肢	10
(3) フォールバック	21
(4) 会計上の論点	34
3. 時間軸を意識した対応の方向性	
(1) マルチプル・レート・アプローチのもとでの金利指標の使い分け	37
(2) 代替金利指標への早期移行と円 LIBOR の恒久的な公表停止を前提としたフォールバック条項の導入	41
4. 移行計画	
(1) 市場全体としての取り組み	44
(2) 各社の取り組み	45
5. 意見募集事項	
(1) 回答方法	46
(2) 意見の提出方法等	46

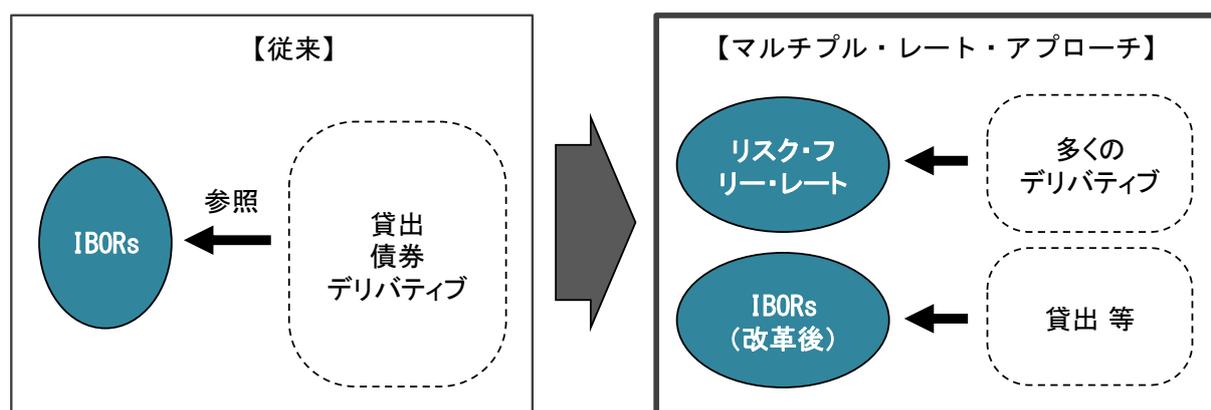
BOX 1	金利指標	48
BOX 2	日本円 OIS	49
BOX 3	選択肢となる金利指標の特徴等	51

1. はじめに

(1) 背景 ——金利指標¹改革を巡る動向——

金融安定理事会（以下「FSB」）は、2014年7月に、「主要な金利指標の改革²」と題する報告書を公表しました。この報告書では、(i)LIBOR・EURIBOR・TIBORといった既存の金利指標である銀行間金利（IBORs）の信頼性と頑健性の向上と、銀行のクレジット・リスク等を反映しない「リスク・フリー・レート」（RFR）の特定を提言するとともに、(ii)それぞれの金利指標を、金融商品や取引の性質をふまえて利用していくこと（マルチプル・レート・アプローチ、図表1-1）が望ましい旨を提言しています。

(図表1-1) マルチプル・レート・アプローチ



この報告書を受け、本邦では、(i)の提言に関して2017年7月に、全銀協TIBOR運営機関がTIBOR改革を実施³したほか、それに先立つ2016年12月に、「リスク・フリー・レートに関する勉強会」が、無担保コール・オーバーナイト物レート（以下「無担保

¹ 金利指標についてはBOX 1を参照ください。

² http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf

³ 2017年7月には全銀協TIBOR運営機関により、TIBOR改革が実施されました。これは、TIBORをより実際の取引に依拠する指標とするために参照する実取引の範囲を拡大するとともに、TIBORの算出根拠であるリファレンス・バンクの呈示レートの算出・決定プロセスを統一・明確化することで透明性・公正性を高めることを基本的なコンセプトとするものです。呈示レートの算出・決定プロセスにおいては、評価対象市場（無担保コール市場等）やこれに準ずる市場の実取引データや気配値データが得られない場合に、関連市場であるホールセール市場の実取引（事業法人とのNCD取引や大口定期預金取引等）を利用する仕組みとなっています。詳細は下記リンク先を参照ください。

http://www.jbatibor.or.jp/public/Explanatory_material_about_TIBOR_revolution_for_user.pdf

コール0/N物レート」) を、日本円の「リスク・フリー・レート」として特定しました。現在は、(ii)の提言の実現に向け、金融市場参加者や金利指標ユーザーが、金融商品や取引の性質をふまえて、それぞれの円金利指標を適切に選択し利用していくための態勢整備を図ることが課題となっています。

こうしたなか、足もとにかけて、2021年末以降のLIBOR存続に対する懸念が急速に高まっています⁴。グローバルにみたLIBORの取引残高はきわめて大きく、また、LIBORの利用を前提として様々な制度・慣行等が相互依存関係にあることから、LIBORの公表が恒久的に停止となった場合、大きな影響が生じます(別紙1-a)。こうしたもとで、日本円以外の主要通貨において、「リスク・フリー・レート」の特定⁵等のほか、LIBORの恒久的な公表停止に備えた対応の検討が進められています。こうした諸外国の状況も睨みつつ、本邦においても、LIBORの恒久的な公表停止に向けた備えを進めていく必要があります⁶。

(2) 本邦における検討体制(別紙1-c)

(i) 検討委員会設立の趣旨・目的

(1)で述べたような課題に対応するため、以下(a)から(c)までの事項を検討することを目的に、2018年8月に日本銀行を事務局とする「日本円金利指標に関する検討委員会」(以下「検討委員会」)が設立されました。

(a) 円金利指標の適切な選択と利用に関する基本的な考え方の整理

(b) (a)をふまえた具体的課題とその対応策の整理

(c) (a)および(b)にもとづく円金利指標の利用を可能とする枠組みに移行するための計画の策定

⁴ LIBORの監督当局である英国金融行為規制機構(FCA)のベイリー長官は2017年7月の講演において、2021年末以降はLIBORのパネル行に対してレート呈示の強制権を行使しないことを表明しました。これにより、2021年末以降にLIBORの公表が恒久的に停止する可能性が急速に高まりました。なお、ベイリー長官は同講演で、改革努力にもかかわらずLIBORの公表継続が困難となる理由として、(i)LIBOR算出の基礎となるホールセール無担保資金市場での取引が十分に活発でないこと、(ii)パネル行が、十分な実取引の裏付けがないレート呈示継続に不安を覚えていること、を挙げています。

⁵ 主要通貨において特定されたリスク・フリー・レートについては、別紙1-bを参照ください。

⁶ 2018年7月12日付公表のFSBによる「リスク・フリー・レートとリスク・フリー・レートベースのターム物金利構築の重要性に関するステートメント」において、特に、デリバティブについては、LIBORに代表されるIBORsへのエクスポージャーが大きく、金融安定性を確保する観点から、多くのデリバティブを対象に、より頑健なオーバーナイト・リスク・フリー・レートへの移行が望ましいとしています。

(ii) 検討委員会のメンバー構成

金利指標が様々な主体で利用されていることを考慮して、検討委員会のメンバーは、円金利指標に関わる金融機関、機関投資家、事業法人等の幅広い金融市場参加者および円金利指標ユーザーで構成されています。また、オブザーバーとして金融庁、日本銀行のほか業界団体、市場インフラ機関等が参加しています。

(iii) サブグループ等の設置

検討委員会には、その傘下に、LIBOR が恒久的に公表停止した場合に備えた契約の頑健性確保や「リスク・フリー・レート」にもとづくターム物金利の構築などについて専門的・実務的な検討を行うための組織として、以下3つの「サブグループ」が設置されました。サブグループごとに、詳細な議論を行ったうえで、その内容を検討委員会に報告し、検討委員会で議論・検証を行う形式をとりました。

- ・貸出サブグループ
- ・債券サブグループ
- ・ターム物金利構築に関するサブグループ

また、検討委員会は、米国で米ドルの金利指標に関する検討を進めている ARRC (Alternative Reference Rates Committee) の傘下にある「通貨スワップに関するサブグループ」(Cross-Currency Basis Swap Subgroup、以下「CBSS」)にも参加しています。CBSS へ意見表明するために、通貨・為替スワップに関する専門的・実務的な議論を行う組織として、「通貨スワップ等ワーキンググループ」も検討委員会のもとに設置されました。

(iv) これまでの活動実績

本市中協議文書の公表にあたり、検討委員会では、本会合で計8回、各サブグループでそれぞれ9回の会合を実施し、検討を重ねてきました。また、通貨スワップ等ワーキンググループは、計2回の会合を実施し、検討してきました。

そのほか、本会合においては、会合資料の日本語・英語版の公表に加え、各国検討体⁷の議長間の定期的な意見交換、対外情報発信等を精力的に実施してきました⁸。

⁷ LIBOR 5 通貨にかかる国・地域の検討体には、前述の米国の ARRC のほか、英国の「Working Group on Sterling Risk-Free Reference Rates」、欧州の「Working Group on Euro Risk-Free Rates」、スイスの「National Working Group on Swiss Franc Reference Rates」があり、それぞれの通貨に関する検討を行っています。通貨別の検討体制および検討状況の概要は前掲別紙 1 - b および別紙 1 - d を参照ください。

(3) 本市中協議文書の位置づけ

本市中協議文書は、これまでの検討委員会における議論の結果を整理したうえで、円金利指標の今後のあり方に関する意見を、幅広い市場関係者から募集するためのものです。

本文書の構成は以下のとおりです。まず、「2. 具体的な検討事項」ではこれまで検討委員会が検討してきた、円金利指標の適切な選択と利用に関する基本的な考え方や、それをふまえた具体的課題・対応策について整理を行っています。「3. 時間軸を意識した対応の方向性」では、検討委員会における議論をふまえた金利指標の使い分けの方向性について整理しているほか、代替金利指標の利用に向けたアクションプランなどについても記述しています。「4. 移行計画」では、LIBORの恒久的な公表停止に対して備えるための、市場全体としての取り組みと個別企業における取り組みについて整理を行っています。最後に、「5. 意見募集事項」では、意見募集事項をまとめています。

検討委員会は、本市中協議文書に対して寄せられた意見をもとに、2019年秋頃を目途に本市中協議結果をふまえた検討取りまとめを公表することを展望しています。

なお、取りまとめにもとづいて、契約上の対応等を進めるには、当事者間の合意が必要となります。また、取りまとめは、それと異なる合意を妨げるものではない点に留意ください。

⁸ 各国および国際的な動向ならびに検討委員会の活動実績については、下記リンク先を参照ください。
http://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/index.htm/

2. 具体的な検討事項

以下では、検討委員会で整理された、円金利指標の適切な選択と利用に関する基本的な考え方や、それをふまえた具体的課題とその対応策について記述します。(1)で議論の基礎となる考え方について整理したうえで、(2)では代替金利指標の各選択肢の整理、(3)ではフォールバック、(4)では会計上の論点について記述します。

なお、本市中協議で対象として取り扱うキャッシュ商品については、国内法に準拠する円建ての商品であり、外国法準拠のキャッシュ商品については、諸外国の検討体ごとに検討されている点、留意ください⁹。

(1) 基礎となる考え方の整理

(i) 円 LIBOR の恒久的な公表停止に備えた2つの対応

検討委員会では、円 LIBOR を参照金利とする契約について、当該金利指標の公表が恒久的に停止した場合に備えた対応として、以下の移行とフォールバックについて検討を進めてきました(図表2-1)。

a. 移行

LIBOR の恒久的な公表停止前に既存契約の満了等により新規に契約する金融商品・取引について、参照金利として、円 LIBOR ではなく、他の金利指標(リスク・フリー・レートや TIBOR 等)を用いる対応方法です。

新規契約にかかる契約期間の満了日が LIBOR の恒久的な公表停止以降に設定されたとしても、新規に契約する時点で参照金利を円 LIBOR 以外の金利指標とすることで、LIBOR の恒久的な公表停止の影響を避けることができます。なお、既存契約において契約期間の満了日が LIBOR の恒久的な公表停止以降に設定されている場合であっても、契約の変更手続により、参照金利を円 LIBOR 以外の金利指標に変更することも可能と考えられます¹⁰。

⁹ また、2016年7月のFSBによる国際スワップ・デリバティブズ協会(International Swaps and Derivatives Association、以下「ISDA」)宛てレターにおいて、IBORs 公表停止時の円を含む主要通貨建てデリバティブの契約上の頑健性向上にかかる取り組みにつき、ISDAに国際的な取りまとめ作業を依頼していることから、この点については、本市中協議の対象としていない旨留意ください。

¹⁰ この場合、既存契約を一旦解約のうえ、新規契約を締結する方法も考えられます。個別の契約でどのような方法で移行するかは、契約当事者間で選択されることとなります。

もつとも、新たな代替金利指標の構築、市場慣行の整備および契約改定等の対応には相応の時間がかかります。このため、新たな代替金利指標への移行を開始できるようになるまでには一定の時間が必要と考えられます。

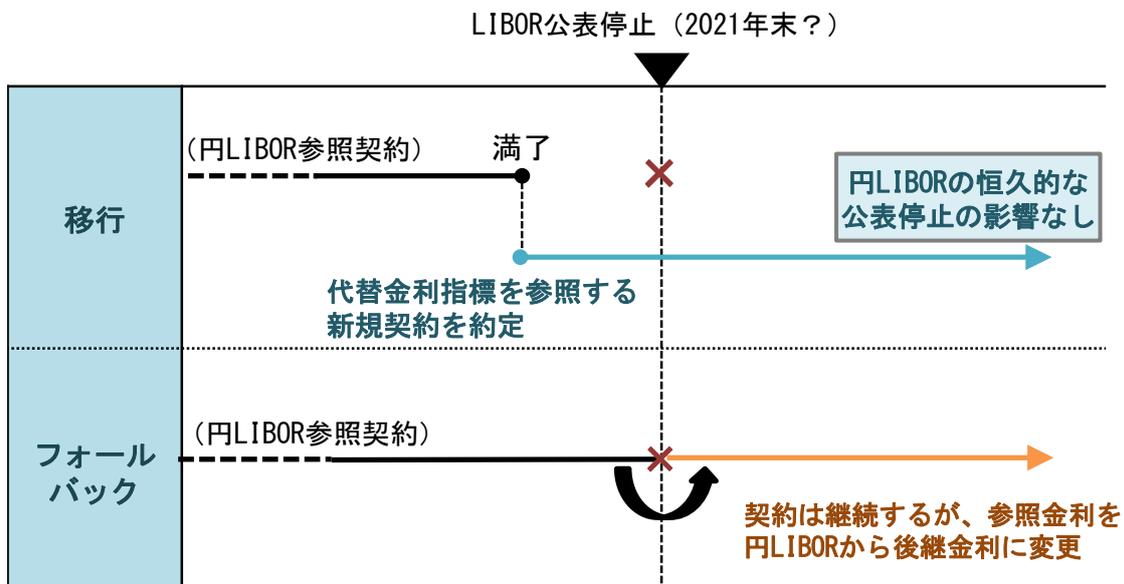
b. フォールバック

円 LIBOR を参照金利とし、契約期間が LIBOR の恒久的な公表停止時点をまたぐ契約について、LIBOR の恒久的な公表停止後など¹¹に円 LIBOR に代えて参照する後継金利を、契約当事者間で予め合意しておく対応方法です。

このような契約について、予め後継金利の合意がなされていない場合、契約の途中で参照すべき金利指標がなくなり、契約の履行に直接的な影響を与えることになります。こうした影響を回避するため、後継金利を予め契約等で定めておくことで、LIBOR の恒久的な公表停止時などの対応を明確にすることができます¹²。

もつとも、参照金利を円 LIBOR から後継金利に変更することで、円 LIBOR を参照していたときと全く同じ経済効果を得ることはできなくなる（一定の価値の移転が生じる¹³）点には留意が必要です。

（図表 2－1）移行とフォールバックのイメージ



¹¹ フォールバック条項が発動する条件（トリガー）については後述します（「2.（3）（i）＜論点1＞」）。

¹² 万一 LIBOR の恒久的な公表停止時点までにフォールバックにかかる契約当事者間の合意が間に合わない場合の契約上のリスク等については、顧問弁護士を交えて自社の法務部門などで十分検討する必要があります。

¹³ 「価値の移転」については後述します（「2.（3）（i）＜論点2＞」）。

(ii) ターム物金利構築の必要性

「リスク・フリー・レートに関する勉強会」において「リスク・フリー・レート」として特定された無担保コール0/N物レートは翌日物金利です。その一方で、既存の金利指標である円 LIBOR は、金利の期間構造があり、3 か月物や6 か月物等のターム物金利が既存契約で参照されています。

このため、円 LIBOR からリスク・フリー・レートに円滑に移行するためには、その受け皿となる、リスク・フリー・レートにもとづく3 か月物や6 か月物等の金利 (= ターム物金利) を新たに構築する必要があります (図表 2-2)。

(図表 2-2) ターム物金利のイメージ

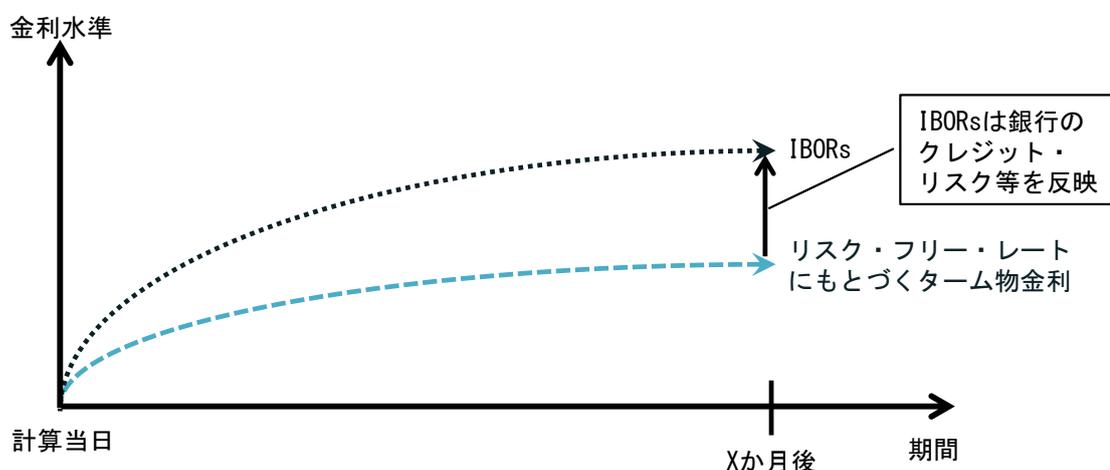
	オーバー ナイト	1か月	3か月	6か月
円LIBOR	×	○	○	○
リスク・フリー・レート	○	×	×	×

(1) ターム物金利の構築

(2) 金利指標の移行

なお、リスク・フリー・レートは銀行のクレジット・リスク等を反映しないため、リスク・フリー・レートにもとづくターム物金利と既存の金利指標である銀行間金利 (IBORs) は、金利の性質・水準が異なります (図表 2-3)。

(図表 2-3) リスク・フリー・レートにもとづくターム物金利と IBORs の違い (イメージ)



(2) 代替金利指標の選択肢

以下では、円 LIBOR に代替しうる金利指標について検討委員会で整理した内容を記述します。(i) では、代替金利指標の選択肢の概要、(ii) では、貸出における各選択肢の整理、(iii) では、債券における各選択肢の整理、(iv) では、同選択肢のうち、新たにリスク・フリー・レートにもとづくターム物金利を構築する場合の具体的な要件、について記述します。

(i) 概要 (別紙 2-a)

まず、円 LIBOR の代替となりうる金利指標のうち、新たにリスク・フリー・レートにもとづくターム物金利を構築する方法は、以下の 2 つに大別できます。

- ・ 無担保コール 0/N 物レートの毎営業日の実績値を複利¹⁴計算する方法
- ・ 無担保コール 0/N 物レートの先行きの見通しを示すデリバティブ取引をもとにターム物金利を導出する方法

このうち前者は、利息額の計算に適用する金利の決定タイミングや金利の参照期間に応じて、2 つの方法に分類できます。

選択肢 (1) 0/N RFR 複利 (前決め)

金利の適用開始時点までの一定期間の無担保コール 0/N 物レートを日次複利で積み上げることで、適用金利を計算する方法です。また、実際に複利計算を行うための金利の参照期間を、金利の計算期間の 1 期前とすることで、金利の適用開始時点で予め適用金利が確定します (＝前決め)。

選択肢 (2) 0/N RFR 複利 (後決め)

金利の適用開始時点から同終了時点までの無担保コール 0/N 物レートを日次複利で積み上げることで、適用金利を計算する方法です。選択肢 (1) の方法とは異なり、金利の参照期間と金利の計算期間が概ね一致するため、金利の計算期間の最終日が近づいた時点で適用金利が確定します (＝後決め)。

他方、後者のデリバティブ取引によって導出する方法は、無担保コール 0/N 物レートを原資産とする「金利スワップ」や「金利先物」のデータを利用します。

¹⁴ 海外での実績をふまえると、毎営業日の実績値の単純平均値をとる方法も考えられます。

選択肢（３）ターム物 RFR 金利（スワップ）

日本円 OIS¹⁵に関する市場データにもとづいて構築する方法です。先行きの金利見通しが反映されたレートであり、金利の適用開始時点で予め適用金利が確定するほか（＝前決め）、金利の参照期間と計算期間が概ね一致します。

選択肢（４）ターム物 RFR 金利（先物）

東京金融取引所に上場されている無担保コール 0/N 金利先物（現在は取引停止中）の価格にもとづいて構築する方法です。選択肢（３）と同様、先行きの金利見通しが反映されたレートであり、金利の適用開始時点で予め適用金利が確定するほか（＝前決め）、金利の参照期間と計算期間が概ね一致します。

新たに構築されるリスク・フリー・レートにもとづくターム物金利のほか、既存の銀行間金利である TIBOR も選択肢として挙げられています。

選択肢（５）TIBOR

先行きの金利見通しが反映されたレートであり、金利の適用開始時点で予め適用金利が確定するほか（＝前決め）、金利の参照期間と計算期間が一致します。

円 LIBOR と同様、銀行のクレジット・リスク等が含まれています。

上記選択肢（１）0/N RFR 複利（前決め）～（５）TIBOR について、以下単に「選択肢（１）」～「選択肢（５）」とといいます。

（ii）貸出における各選択肢の整理

検討委員会におけるこれまでの検討においては、貸出における望ましい円 LIBOR の代替金利指標として、「前決めで期間構造がある金利」との観点から、まず現在も幅広く利用されている「選択肢（５）」が考えられるとされました。また、「選択肢（５）」と同様、円 LIBOR との親和性が高い「選択肢（３）」および「選択肢（４）」も望ましいとされました。ただし、「選択肢（３）」および「選択肢（４）」については構築に時間を要することから、それまでの間は「選択肢（１）」または「選択肢（２）」の利用も考えられると整理されました。以下では、主として、移行（「2.（１）（i）a.」参照）を念頭に、その背景や検討にあたっての留意点などについて記述します。

¹⁵ 日本円 OIS については BOX 2 で詳述しています。

<選択肢（５）について>

「選択肢（５）」は、金利の決定タイミングが前決めであるため、キャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、銀行のクレジット・リスク等を含むなどの基本的な性質は円 LIBOR と類似しており、現行の事務・システムや会計、取引慣行との親和性が高いと考えられます。

一方で、例えば、円 LIBOR と米ドル LIBOR のように複数の通貨をまたぐ取引等については、マルチプル・レート・アプローチによらず、海外においてリスク・フリー・レートをベースとする代替金利指標への移行やフォールバックの検討が進んでいることをふまえて対応を検討する必要があります。

<選択肢（３）・選択肢（４）について>

「選択肢（３）」・「選択肢（４）」は、円 LIBOR と同様、金利の決定タイミングが前決めであるため、キャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、現行の事務・システムや会計、取引慣行との親和性が高いと考えられます。また、無担保コール 0/N 物レートをベースに構築されるため、銀行のクレジット・リスク等を含むことはありません。

ただし、「選択肢（３）」は 2021 年半ばまでを目途に構築される計画であるほか（後述）、「選択肢（４）」の構築の前提となる東京金融取引所に上場されている無担保コール 0/N 金利先物は 2020 年の取引再開に向けて検討中である点に留意が必要です。具体的には、各社が、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」の構築までの間において、貸出を新規実行する場合や円 LIBOR を参照する貸出（2021 年末以降に満期を迎え、かつ、LIBOR の恒久的な公表停止を想定した定めを設けていないもの。）の参照金利を変更する場合には、「選択肢（５）」のほか、「選択肢（１）」または「選択肢（２）」を「暫定的に」利用することが考えられます。

<選択肢（１）について>

円 LIBOR 参照貸出とは金利の参照期間が異なり、日本円 OIS によるヘッジ取引も困難と考えられますが、金利の決定タイミングが前決めであることから、キャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、既存の事務・システムが利用可能と考えられるため、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」の構築までの間の利用が想定されます。

<選択肢（２）について>

他方、「選択肢（２）」については、ISDAによる市中協議¹⁶をふまえると、ISDA マスター契約に準拠するデリバティブ（以下「ISDA デリバティブ」）における円 LIBOR のフォールバック・レートとも整合的であるといった利点もある一方で、金利が後決めであることから各社の事務・システムの課題は多く、対応コストも大きいとの意見があります。例えば、これまでの円 LIBOR を参照する貸出とは異なり、適用金利の確定から金利支払日¹⁷までの期間が非常に短くなるおそれが指摘されています¹⁸。このため、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」の構築までの間の短い期間の暫定的な利用に限定した場合はもとより、比較的長い期間に亘って利用する場合でも、コストに見合った便益および関係者の理解が得られるかは慎重な検討が必要です。

（iii）債券における各選択肢の整理

検討委員会におけるこれまでの検討においては、円 LIBOR の代替金利指標として、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」が望ましいとされたものの、構築には時間を要することから、それまでの間は「選択肢（１）」、「選択肢（２）」または「選択肢（５）」の利用が現実的と整理されています。以下では、主として、移行（「２．（１）（i）a.」参照）を念頭に、その背景や検討にあたっての留意点などについて記述します。

<選択肢（３）・選択肢（４）について>

「選択肢（３）」・「選択肢（４）」は、円 LIBOR と同様、金利の決定タイミングが前決めであるため、キャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、金利計算期間が一致していることから、現行の事務・システムや会計、取引慣行との親和性が高いと考えられます。また、無担保コール 0/N 物レートをベースに構築されるため、銀行のクレジット・リスク等を含むことはありません。

ただし、「選択肢（３）」は 2021 年半ばまでを目途に構築する計画であるほか（後述）、「選択肢（４）」の構築の前提となる東京金融取引所に上場されている無担保コール 0/N 金利先物は 2020 年の取引再開に向けて検討中である点に留意が必要です。具体的には、各社が、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」の構築までの間において、変

¹⁶ <http://assets.isda.org/media/04d213b6/db0b0fd7-pdf/>

¹⁷ 「計算日」に確定した利息受払額を支払う日です（「計算日」については、後掲脚注 20 参照）。

¹⁸ 海外では、適用金利が確定するタイミングから、金利支払日までの期間を十分に確保する手段として、金利の参照期間を数営業日短縮する「Lock out 方式」のほか、金利の参照期間と金利の計算期間を一致させ、金利支払日を後倒しする「Delay 方式」や、金利の参照期間と金利の計算期間の日数を一致させ、金利の参照期間を数営業日前にスライドする「Reset days prior 方式」も検討されています（詳細は後述します）。

動利付債を新規に発行する場合や、円 LIBOR を参照する既発債（2021 年末以降に償還を迎え、かつ、LIBOR の恒久的な公表停止を想定した定めを設けていないもの。）の参照金利を変更する場合には、「選択肢（1）」、「選択肢（2）」または「選択肢（5）」を「暫定的に」利用することが考えられます。

<選択肢（1）について>

円 LIBOR 参照債券とは金利の参照期間が異なり、日本円 OIS によるヘッジ取引も困難と考えられますが、金利の決定タイミングが前決めであることから、キャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、既存の事務・システムが利用可能と考えられるため、「選択肢（3）」・「選択肢（4）」の構築までの間の利用が想定されます。

<選択肢（2）について>

「選択肢（2）」については、すでに海外でこの方法を利用した発行実績があるほか、ISDA による市中協議をふまえると、ISDA デリバティブにおける円 LIBOR のフォールバック・レートとも整合的であるといった利点もある一方で、各社の事務・システムの課題は多く、対応コストも大きいと考えられます。このため、「選択肢（3）」・「選択肢（4）」の構築までの間の短い期間の暫定的な利用に限定した場合、コストに見合った便益が得られるかは慎重な検討が必要です。

<選択肢（5）について>

金利の決定タイミングが前決めであることから、キャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、既存の事務・システムが利用可能と考えられるため、「選択肢（3）」・「選択肢（4）」の構築までの間の利用が想定されます。

もっとも、英米やスイスでは、代替金利指標をリスク・フリー・レートベースに一本化する方向で検討が進んでおり、債券における LIBOR の代替金利指標としてもリスク・フリー・レートベースの金利指標を中心に検討が進められています。このため、海外発行体による TIBOR の利用は進まないおそれがあります。

(iv) 具体的な要件

リスク・フリー・レートにもとづくターム物金利の各選択肢について、上記「(ii)」および「(iii)」の整理のとおり、貸出や債券において一定のニーズが確認されたことから、各選択肢の具体的な要件についての整理が行われました。

a. **選択肢（１）**および**選択肢（２）**（別紙２－b）

毎営業日公表される無担保コール 0/N 物レートを複利計算するものであるため、契約当事者間で合意されれば、合意にもとづく方法での計算・参照が現在も可能です。他方、当該選択肢にかかる金利の公示¹⁹を求める意見が多く挙げられたことから、公示を前提とした要件について、検討委員会のメンバー等の意見をふまえながら検討しました。以下では、検討委員会で議論のうえ整理した「選択肢（１）」および「選択肢（２）」の標準的な要件案を提示します。

なお、通貨スワップの検討状況等によっては、必要に応じて要件の変更を別途検討するなど、柔軟に市場慣行に合わせることも必要と考えられます。

選択肢（１）

金利の計算期間の開始時点で予め適用金利が確定するため、「計算日²⁰」から「金利支払日」まで相応の期間があります。このため、金利支払い等の実務上、特段の問題がないことから、「計算日」は「リセット日²¹」と同日が適当と考えられます。

日本円 OIS の取引慣行との整合性の観点から、毎営業日公表される無担保コール 0/N 物レートを複利計算し、複利計算時にスプレッドは上乘せしないことが適当と考えられます。

無担保コール 0/N 物レートや日本円 OIS の取引慣行との整合性の観点から、金利計算時に用いる日数計算と年日数（Day Count Fraction）は Act/365²²とすることが適当と考えられます。

公示を必要とするタームとして、1 か月、3 か月および 6 か月のニーズが挙げられました。

¹⁹ ここでの「公示」は、金利指標のユーザーが随意にテナーやその他条件を選択のうえ、適用金利を自動計算させるような「自動計算機能(calculator)」を想定しておらず、キャッシュ商品市場において特にニーズの強い標準的なテナーおよびその他条件を特定したうえで、情報ベンダー等によって算出されたレートを公表することを意図したものです。ただし、海外の議論においては、「自動計算機能」を要望する声も根強いことも事実であり、今後、こうした海外の動向を注視しつつ必要に応じて対応する必要があります。

²⁰ 参照金利がすべて公表されて適用金利が確定し、変動金利や利息受払額にかかる通知が実務上可能になる日です。

²¹ 一般に、金利の計算期間の初日です。ほとんどの金融商品では「金利の計算期間」の初日を「適用開始日」としています。

²² 金利支払額の計算の際に使用する日数にかかるパラメーターです。例えば Act/365 の場合、「Act」は実日数（Actual number of days）、「365」は年日数を 365 日として計算することを意味するため、仮に実日数が 185 日であれば、「185/365」を金利支払額の計算に用いることになります。

以上の要件のイメージは別紙 2 - b を参照ください。

選択肢（2）

適用金利の確定から金利支払日までの期間が非常に短くなるおそれが指摘されたことから、検討委員会では、当初、金利の参照期間を数営業日短縮することで、適用金利の確定から金利支払日までの期間を一定程度確保する「Lock out 方式」を前提に議論を進めてきました。

「Lock out 方式」にかかる、適用金利の確定から金利支払日までの期間の具体的な日数については、日本円 OIS や円 LIBOR の取引慣行との整合性や決済リスクの観点から「2 営業日」必要といった意見のほか、金利支払い等の実務的な観点から「5 営業日」必要といった意見が出されました。これをふまえ、公示する金利としては、「計算日」から「金利支払日」までの日数を、「2 営業日」とする金利と「5 営業日」とする金利の 2 つとすることが適当と考えられます。ただし、検討委員会では、債券について、市場実勢を反映させる観点や海外での発行事例との平仄の観点から 5 営業日程度までとする必要があるとの意見もみられた一方で、適用金利の確定から金利支払日までの期間として、金利支払いにかかる現行の証券保管振替機構の取り扱い²³を前提とすると、8～10 営業日程度とする必要があるとの意見もみられました²⁴。

日本円 OIS の取引慣行との整合性の観点から、毎営業日公表される無担保コール 0/N 物レートを複利計算し、複利計算時にスプレッドは上乗せしないことが適当と考えられます。

無担保コール 0/N 物レートや日本円 OIS の取引慣行との整合性の観点から、金利計算時に用いる Day Count Fraction（日数計算と年日数）は Act/365 とすることが適当と考えられます。

金利の計算期間は、「リセット日」とタームを基準に設定する標準的な方法（例えば 3 か月物金利の場合、リセット日からその 3 か月後までを金利の計算期間とする方法）と、金融商品に応じて柔軟に設定する方法について検討が行われましたが、金利を公示することをふまえると、標準的な「リセット日」とタームを基準に設定する方法とすることが適当と考えられます。

²³ 証券保管振替機構が運営する一般債振替システムにおいては、市場関係者の意見をふまえ、利払日の 7 営業日前までに利率を登録することとされています。

²⁴ いずれも「金利支払日」は金利の計算期間の最終日の翌営業日であることを前提としていますが、「金利支払日」の設定方法については、貸出・債券等のキャッシュ商品の各市場において今後確立される市場慣行および契約当事者間の選択・合意等によって、柔軟に決定されるべきと考えられます。

金利の参照期間の最終日について、金利の計算期間の最終日より数営業日前倒しを行うため、金利の参照期間の最終日から金利の計算期間の最終日までの間は、一律、金利の参照期間の最終日に公表される無担保コール 0/N 物レートの実績値を金利計算に用いることとなります。他方、同期間中の金利変動を厳密に反映できるよう金利の調整メカニズムの導入についても検討しましたが、同メカニズムにかかるモデルの複雑性や実務的課題等への懸念の声が挙がったため、公示する金利には同メカニズムを導入しないことが適当とされました。

公示を必要とするタームとして、1 か月、3 か月および6 か月のニーズが挙げられました。

以上の「Lock out 方式」のほか、海外における検討²⁵では、金利の参照期間と金利の計算期間を一致させ、金利支払日を後倒しする「Delay 方式²⁶」も想定されています。また、スイスでは、キャッシュ商品について、金利の参照期間と金利の計算期間の日数を一致させ、金利の参照期間を数営業日前にスライドする「Reset days prior 方式」を推奨する動きがみられています²⁷。

こうした状況をふまえ、「Lock out 方式」のほか、「Delay 方式」や「Reset days prior 方式」にかかる要件について別紙 2 - b に整理しました。今後、海外における検討や通貨スワップにかかる整理をふまえ、最終的な要件を確定することとなると考えられます。

b. **選択肢（3）**

「選択肢（3）」は、現時点では存在しないものであるため、足もとの市場環境等をふまえつつ、実現可能性を十分に意識しながら検討を進めてきました。以下では、具体的な要件等について記述します。

（基本的な方針）

基本的に実取引データがある場合はそれを利用し、実取引データがない場合は

²⁵ 例えば、英米では以下のような検討がされています。

「Discussion Paper: Conventions for referencing SONIA in new contracts」:

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/discussion-paper-conventions-for-referencing-sonia-in-new-contracts.pdf>

「A User's Guide to SOFR」:

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/Users_Guide_to_SOFR.pdf

²⁶ 現行の日本円 OIS の慣行と整合的な方式です。

²⁷ https://www.snb.ch/n/mmr/reference/minutes_20190205/source/minutes_20190205.n.pdf

気配値データを利用することが望ましいと考えられますが、日本円 OIS の足もとの取引量をふまえると、実取引データのみを利用することは現実的に難しい状況であるため、実取引データに加えて気配値データも利用することが必要と考えられます。

また、日本円 OIS の取引活性化に相応の時間を要することが想定されるほか、市場参加者や金利指標ユーザーが事前に事務体制等を整備する時間を確保する必要もあります。このため、検討委員会では、まずは参考値として算出・公表を行い、その後、その状況を検証し、実現可能性を見極めたうえで確定値を算出・公表するという段階的な対応が適当と整理されました²⁸。

ここで、参考値を算出・公表する段階を「フェーズ1」、確定値を算出・公表する段階を「フェーズ2」とし、フェーズ1は本市中協議をふまえた検討取りまとめの公表後速やかに開始し、フェーズ2は遅くとも2021年半ばまでを目途に開始することとしつつ、可能な限り前倒しを目指す計画が適当とされました。

(具体的要件)

このことを前提に、具体的要件は、別紙2-cのとおり整理されました。フェーズ1では、データの抽出時間帯を全日とするなど、基本的により多くのデータを対象に算出することとしている一方で、気配値データは取引可能なデータを優先的に利用するとともに、外れ値の除外やデータの質に応じた重み付けといった手法を用いるなど、指標の信頼性等を確保する手段も十分に検討されました。

また、実取引データを優先的に利用し、それが無い場合に気配値データを利用する「ウォーターフォール手法」を前提に対応を進めていくことが適当とされました²⁹。

フェーズ1からフェーズ2に切り替える際には、金利の水準が乖離しないようスムーズな切替えを意識することが重要になりますが、まずはフェーズ1におけるデータの精度を見定めていくことが重要と考えられます。

実取引データおよび気配値データの取得先については、日本円 OIS の専門仲介

²⁸ 参考値は実際の契約で参照されることを意図したものではありません。他方、確定値については、実際の契約で参照することを意図しています。

²⁹ 「ウォーターフォール手法」のほか、「コンポジット手法」（実取引データおよび気配値データについて、実取引データに重みを付けたうえで両方利用する手法）についても検討されましたが、「コンポジット手法」は上位のデータ量が十分であるにもかかわらず、相対的に信頼性の低い下位のデータも反映されることになることや、パラメーターの客観性や中立性等の担保が相応に困難といった懸念が示されました。ただし、今後の市場環境やデータ検証の結果等によっては、「コンポジット手法」やその他手法について検討することも想定されます。

業者であるブローカーが想定されます。取扱実績をふまえ、3社程度とすることが適当との意見が検討メンバーから挙げられています。

(上記要件の暫定的な評価)

「選択肢(3)」が指標として国際的に広く利用されるためには、証券監督者国際機構(IOSCO)金融指標に関する原則³⁰(以下「IOSCO原則」)との整合性を意識する必要があります。また、欧州では、欧州域内の金融機関が欧州域内にない指標(以下「第三国指標」)を利用するためには、欧州ベンチマーク規則の要件³¹を満たすことが求められるようになると考えられます。なお、国内では、当該指標が、その信頼性が低下することにより、本邦の資本市場に重大な影響を及ぼすおそれがあるものとされた場合には、金融商品取引法上³²の「特定金融指標³³」として定められ、当該指標の運営機関が同法上の「特定金融指標算出者³⁴」として指定されることが考えられます。

このため、フェーズ2において「選択肢(3)」の確定値が算出・公表されることなどを念頭に、以下で、上記のとおり整理された「選択肢(3)」の要件について、IOSCO原則と照らした現時点での暫定的な評価について整理します。

暫定的な評価にあたっては、IOSCO原則の「指標の品質」(原則6～原則10)のうち、現時点で評価可能な原則6から原則8について行ったほか、金融商品取引法上の特定金融指標算出者たる全銀協TIBOR運営機関が年に1回公表している、

³⁰ IOSCOは、2013年7月に、「金融指標に関する原則の最終報告書」

(<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>)において、金融市場で利用されている指標について、その算出者のガバナンス、指標の品質、算出方針の品質、算出者の説明責任に関する19の原則を公表しました。本原則は、指標の運営機関および呈示者が実施すべき一連の推奨された方法であると認識されていますが、原則の適用と実施は、各指標および(または)運営機関、指標設定プロセスの規模およびもたらされるリスクに見合ったものであるべきとされています。

³¹ 第三国指標が、欧州域内で利用されるためには、以下の3つの制度のいずれかを用いる必要があります。まず、欧州委員会が、第三国の規制・監督の枠組みが欧州ベンチマーク規則と同等である、特にIOSCO原則と整合的であるとの評価を行うことで、欧州域内の金融機関に対して当該第三国の枠組みのもとにある指標の利用を認める「同等性制度」があります。このほか、第三国指標の運営機関が自ら加盟国当局に申請して許可を得る「承認制度」、欧州域内の運営機関または金融機関が、第三国指標が欧州ベンチマーク規則の要件を満たしていることを証明することで加盟国当局から利用許可を得る「推奨制度」があります。詳細は下記リンク先を参照ください。

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R1011&from=EN>

³² 金融指標をめぐるIOSCOや諸外国の動向等をふまえ、本邦においても、金融取引の基礎として幅広く利用されている金融指標に対して公的規制を導入することが必要と考えられ、2015年5月29日に金融指標の規制を内容とする改正金融商品取引法が施行されました。同法は、国際的な金融指標に関する制度の枠組みとの整合性の観点から、IOSCO原則との整合性が意識されています。背景等の詳細は「『金融指標の規制のあり方に関する検討会』における議論の取りまとめ」(<https://www.fsa.go.jp/singi/shihyo/houkokusyo/20131225/01.pdf>)を参照ください。

³³ 現在はTIBORが定められています。

³⁴ 現在は全銀協TIBOR運営機関が指定されています。

『金融指標に関する IOSCO 原則（19 原則）』の遵守状況について」との比較も行いました。

まず、IOSCO 原則の「指標の品質」のうち、原則 6（指標の設計）について以下のとおり整理しました（図表 2-4）。

（図表 2-4）原則 6 指標の設計

概要	<ul style="list-style-type: none"> 指標は、計測する「価値」の経済的な実態を正確かつ高い信頼性をもって反映するよう設計され、指標にかかる価格やレート、指数、価値の歪曲をもたらすような要素を排除するものであるべきである。
現時点での暫定的評価	<ul style="list-style-type: none"> より実取引に依拠するウォーターフォール手法（実取引データを第一順位とし、それが無い場合に気配値データを利用）を前提に対応を進めることで、「価値」の経済的な実態を反映する設計となる。 気配値データに関して、CLOB³⁵上のデータのほか、ボイス・ブローカーが提示するデータについては、基本的に最良ビッドおよび最良オファーを利用する設計であるため、データの客観性が相応に高まり、価値の歪曲をもたらすような要素を排除することが可能。 さらに、統計的手法（パーセンタイル値）によってデータの外れ値を排除するほか、ボイス・ブローカーの気配値データについて品質加重平均による重み付けを行うことで、データの客観性をより高めることが可能。

原則 7（データの十分性）において、取引データのみにもとづかなければならないことを意味するものではない旨の記述がありますが、IOSCO 原則の記述内容³⁶をふまえると、ウォーターフォール手法のなかで、実取引データがない場合に、CLOB 上の気配値データまたはボイス気配値データ（基本的に最良ビッド・最良オファー）を利用する設計とすることは適当と考えられます。なお、評価対象市場の市場規模等は図表 2-5 および BOX 2 の図表 B 2-2 を参照ください。

³⁵ Central Limit Order Book。電子取引基盤。店頭における指値注文（ビッドおよびオファー）を 1 つの板に集中して価格および時間優先の原則に従って付け合わせる仕組みです。

³⁶ 流動性の低い市場であっても市場の商業的実態や金利決定市場としての機能を反映している場合には、指標集計にあたって、低い取引量を補うデータとして、検証可能な（業者の）ビッド・オファー等取引データ以外のデータを使用したとしても、本原則に従い、当該市場は、指標を裏付けることができるものとする。

(図表 2-5) 評価対象市場の市場規模

指標	日本円 OIS	(参考) 日本円 TIBOR	(参考) 無担保コール 0/N 物レート
市場規模 ³⁷	<p><u>71.7 兆円</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 日本円 OIS の取引残高（想定元本ベース）におけるブローカー経由の比率は 4 割程度。 	<p><u>18.6 兆円</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 無担保コール市場におけるリファレンス・バンクの比率は 3 割～6 割程度³⁸。 	<p><u>15.1 兆円</u></p> <ul style="list-style-type: none"> 無担保コール市場全体におけるブローキング比率は 3 割程度³⁹。 ブローキングで約定された無担保コール 0/N 物の出来高は 4.9 兆円⁴⁰。

原則 8 やその他の詳細は別紙 2-d に整理しています。

c. **選択肢 (4)**

前述のとおり、無担保コール 0/N 金利先物は、2020 年の取引再開に向けて東京金融取引所のワーキンググループで検討されているため、現時点で具体的な集計対象データや要件等を検討することは困難であり、今後、取引再開に向けた検討の進展をふまえた対応が想定されます。

(3) フォールバック

以下では、円 LIBOR のフォールバック（「2. (1) (i) b.」参照）について、検討委員会で整理した内容を記述します。(i) では、キャッシュ商品（貸出・債券）におけるフォールバックの概要、(ii) では、貸出における検討の方向性、(iii) では、債券における検討の方向性について記述します。

³⁷ 2018 年 10 月に日本銀行が公表した「東京短期金融市場サーベイ」にもとづいています（同サーベイのデータは同年 7 月末時点）。

³⁸ 2019 年 3 月に全銀協 TIBOR 運営機関が公表した「全銀協 TIBOR の運営態勢の定期的な見直し結果について」にもとづいています。

³⁹ 「東京短期金融市場サーベイ」では、全タームを合計したブローキング取引残高とグループ外ダイレクト取引残高を集計しています。

⁴⁰ 日本銀行が公表している「コール市場関連統計（毎営業日）」にもとづいています。2018 年の年間平均です。

(i) キャッシュ商品（貸出・債券）におけるフォールバックの概要

LIBOR の恒久的な公表停止への備えとして、円 LIBOR を参照している契約について、同公表停止前に「フォールバック条項」を導入する対応が考えられます。フォールバック条項とは前述のとおり、LIBOR の公表が恒久的に停止した場合に、円 LIBOR に代えて参照する後継金利を、予め契約で定めるものです。

既存の契約についても、利息条項等において、LIBOR の公表が行われない場合を念頭に置いた規定が置かれている場合がありますが、こうした条項は、通常、LIBOR の公表が何らかの事情により一時的に停止した場合を想定したものであるため、実際に LIBOR が恒久的に公表停止となった場合に有効に機能しないおそれがあります。このため、契約当事者間で、こうした条項が LIBOR の恒久的な公表停止に適切に対応できるものとなっているかを確認したうえで、フォールバック条項導入の是非を検討することが必要と考えられます。

フォールバック条項は、商品の特性に応じて、契約当事者間で合意すべきものですが、一般的に述べると、円 LIBOR から後継金利に承継する条件を定めたトリガー（＜論点 1＞）、後継金利（＜論点 2＞）およびフォールバック条項導入手続（＜論点 3＞）について確認・協議し、必要に応じて明文化しておくことが有益と考えられます。

以下では、論点 1 から 3 の順に、各論点のポイントと留意点について記述します。

＜論点 1＞トリガー（発動条件）

フォールバック条項は、LIBOR の公表停止に備えたものであるため、LIBOR の公表停止を念頭に置いた発動トリガー（公表停止トリガー）を置くことが基本となります。例えば、ISDA デリバティブのフォールバックでは、公表停止トリガーとして以下の 2 つのトリガーを想定しています⁴¹。

公表停止トリガーの例

- LIBOR の公表主体が、LIBOR の公表停止を発表した場合
- LIBOR の規制当局が、LIBOR の公表停止を発表した場合

⁴¹ このほか、現在 ISDA では LIBOR の公表停止前のフォールバックを想定したトリガー（公表停止前トリガー）について市中協議を実施中です。詳細は下記リンク先を参照ください。

<https://www.isda.org/a/t6tME/Pre-cessation-issues-Consultation.pdf>

諸外国では、上記の公表停止トリガーに加え、キャッシュ商品について、公表停止前トリガーが提案されています。こうしたトリガーが提案される背景としては、仮に2021年末以降もLIBORの公表が継続したとしても、パネル行の減少や算出方法の変更により、LIBORの信頼性が低下している可能性もあることから、こうした場合には、LIBORを金融商品における変動金利の指標として利用することが不適切となるおそれが指摘されています⁴²。

公表停止前トリガーの例⁴³

- ・LIBORの規制当局が、LIBORが指標性を有していない旨を発表した場合

さらに、主に貸出契約において、LIBORが公表停止に至る前の早い時期に、契約当事者の選択によりフォールバックを発動させるトリガーを設定することも考えられます（早期選択トリガー）。こうしたトリガーを導入することで、LIBORの公表停止といった客観的事情にかかわらず、市場の状況をふまえ、当事者の判断により早い段階で交渉を行うことが可能となります。

＜論点2＞後継金利

（後継金利の内容：フォールバック・レートとスプレッド調整）

フォールバック時には、原契約の参照金利である円LIBORと異なる参照金利（後継金利）に承継されることとなります。

後継金利のベースとなるフォールバック・レートについては、代替金利指標の「選択肢（1）～（5）」のなかから当事者間で選択することが考えられます。もっとも、円LIBORとフォールバック・レートとの間には、通常、差異（スプレッド）があるため（BOX3を参照）、フォールバックの結果として、ある当事者にとっては利益が

⁴² こうした観点から、LIBORの監督当局である英国FCAのベイリー長官は、公表停止前トリガーの導入を強く推奨しています。

⁴³ 米国のARRCが、2019年4月25日にシンジケート・ローンおよび変動利付債、同年5月31日に相対貸出について、市中協議の結果をふまえ公表した、フォールバックにかかる最終的な推奨文言で提示されている内容にもとづいて例示しています。それぞれの推奨文言については、下記リンク先を参照ください。

シンジケート・ローン：

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/Syndicated_Loan_Fallback_Language.pdf

変動利付債：

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/FRN_Fallback_Language.pdf

相対貸出：

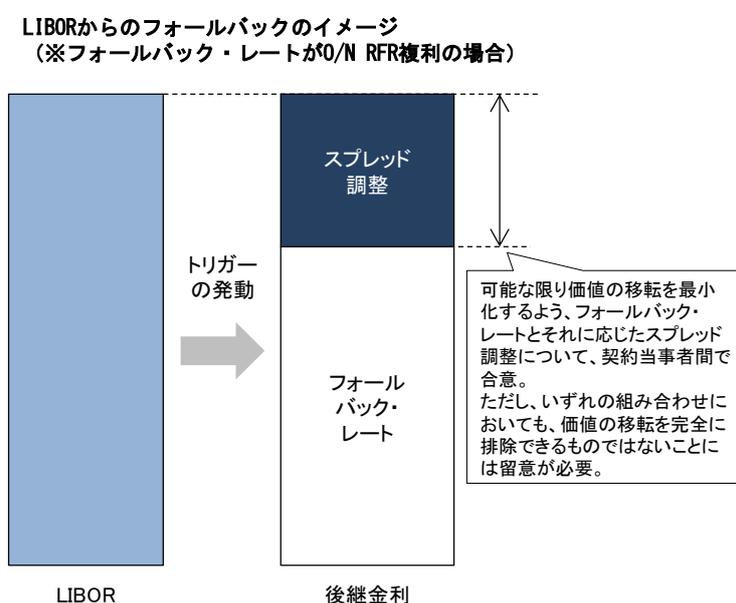
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/Bilateral_Business_Loans_Fallback.pdf

生じ、他方の当事者にとっては損失が発生するという「価値の移転」が生じる可能性があります。その結果、会計・税務上の課題や、訴訟リスク等が生じるおそれがあります。

そこで、このような価値の移転を最小化するため、可能な限り、図表 2-6 のような関係が成り立つよう、円 LIBOR とフォールバック・レートとの間の差異の調整（スプレッド調整）を行うことが求められます。

(図表 2-6) スプレッド調整

$$\text{後継金利} = \text{フォールバック・レート} + \text{スプレッド}$$



具体的なスプレッド調整の手法としては、デリバティブ商品を対象とした ISDA による市中協議を参考にすると、以下の3つのアプローチが考えられます（それぞれのアプローチの詳細な長短および、フォールバック・レートの選択肢（「選択肢（1）～（5）」）との組み合わせについては、別紙 2-e）。ただし、いずれの組み合わせにおいても、価値の移転を完全に排除できるものではないことには留意が必要です。また、スプレッドは、フォールバック以後は一定の値となりますが、BOX 3 のとおり、円 LIBOR とフォールバック・レートの選択肢（「選択肢（1）～（5）」）とのスプレッドの推移が可変的であることをふまえると、フォールバック・レートとスプレッドとの合計値である後継金利の推移や水準が、当事者が円 LIBOR の利用において契約時点に想定していた推移や水準とは異なるものとなることが考えられます。そのため、後継金利について契約当事者間で合意するにあたっては、各選択肢の推移と特徴を十分にふまえることが求められます。

a. フォワード・アプローチ

トリガー発動時点における市場で観測される円 LIBOR と、フォールバック・レートのそれぞれの「フォワードレート」との間における金利差にもとづく計算方法です。この方法では、フォールバック発動の前営業日の予想市場価格と一致するため、基本的に、フォールバック発動に伴う価値の移転を防ぐことが可能と考えられます。もっとも、市場データが容易に入手できない可能性があるほか、フォールバック発動時までの市場操作や市場の歪みの影響を受けやすい点には留意が必要です。

b. 過去の平均値・中央値アプローチ

一定期間における過去の円 LIBOR レートとフォールバック・レートの差の平均値または中央値にもとづいて計算する方法です。容易に入手可能な市場データにもとづくものであり、計算・検証も簡易であるほか、市場操作や市場の歪みの影響を受けにくいといった特長があります。もっとも、過去の平均的な市場実績が将来の市況にかかる市場予想と必ずしも一致するわけではないため価値の移転のリスクがあることには留意する必要があります。また、今後構築予定のターム物 RFR 金利をフォールバック・レートとして用いる場合は、スプレッドの計算に必要な過去のデータを十分に得られない可能性があります。

c. スポット・スプレッドアプローチ

トリガー発動の前営業日の、円 LIBOR レートとフォールバック・レートの差に基づいて計算する方法です。簡潔なアプローチであり、実施および理解が容易という点が特長です。もっとも、フォールバック発動時までの市場操作や市場の歪みの影響を受けることや、金利が激しく変動する場合に実勢と乖離する可能性が高まり、価値の移転のリスクが高くなることには留意する必要があります。

この間、ISDA による市中協議では、フォールバック・レートとしては 0/N RFR 複利（後決め）（「選択肢（2）」）が圧倒的多数から支持を受け⁴⁴、スプレッド調整については「b. 過去の平均値・中央値アプローチ」が大多数の賛同を得ています。

ISDA デリバティブ以外のデリバティブ契約や、キャッシュ商品のうち、ISDA デリバティブとの間でヘッジ関係にある商品については、「＜論点 1＞トリガー」や「＜論点 2＞後継金利」を設定する際には、上述の「価値の移転」の最小化という観点に

⁴⁴ ISDA による市中協議では、フォールバック・レートの選択肢として、リスク・フリー・レートおよびそれを補正したレート、ならびにリスク・フリー・レートを前決めて日次複利計算したレートおよび後決めて日次複利計算したレートの 4 つが提示されていました。

加え、ISDA デリバティブとの平仄という観点も重要と考えられます。すなわち、ISDA デリバティブでは、フォールバック・レートは O/N RFR 複利(後決め) (「選択肢(2)」)、スプレッド調整は「b. 過去の平均値・中央値アプローチ」を用いることとしており、キャッシュ商品とデリバティブ間でのヘッジ効果といった観点にも留意する必要があります(ヘッジ会計上の論点は「2.(4) 会計上の論点」を参照)。

(後継金利の決定方式：優先順位の設定)

ISDA デリバティブ以外の商品にかかる後継金利の定め方としては、単一のフォールバック・レート(例えば、代替金利指標の選択肢として示されたレート)とそれに応じたスプレッド調整を一意に特定する方法があります。例えば、ISDA デリバティブとの平仄を重視するのであれば、フォールバック・レートを「選択肢(2)」、スプレッド調整を「b. 過去の平均値・中央値アプローチ」とすることで後継金利を定めることが考えられます。

他方、個々の取引の特性等をふまえつつ、フォールバック・レートやスプレッド調整の手法に優先順位を設定し、当該優先順位に従って利用可能なものを適用する方法(ウォーターフォール構造)も考えられます(図表2-7)。

(図表 2-7) ウォーターフォール構造

ウォーターフォール構造によるフォールバック・レートの設定の例

(例 1) リスク・フリー・レートにもとづく指標の利用を重視する場合の一例

第 1 順位	ターム物 RFR 金利
第 2 順位	0/N RFR 複利 (後決め)
第 3 順位	0/N RFR 複利 (前決め)
第 4 順位	TIBOR

(例 2) 前決め指標の利用を重視する場合の一例

第 1 順位	ターム物 RFR 金利
第 2 順位	TIBOR
第 3 順位	0/N RFR 複利 (前決め)
第 4 順位	0/N RFR 複利 (後決め)

<論点 3> 手続

フォールバック条項の導入手続については、商品によって異なる点に留意する必要があります。この点、ISDA では、ISDA デリバティブにフォールバック条項を導入するため、既存契約については、市場参加者によるプロトコルの批准手続により、当該市場参加者間の契約を一斉に書き換え、標準化されたフォールバック条項が導入されることとなります。また、新規契約についても、2006 年 ISDA 定義集におけるフォールバック条項の更新後においては、当該定義集を参照することで、自動的に標準化されたフォールバック条項が導入されることとなります⁴⁵。

他方で、貸出や債券については、こうした手続が存在しないため、商品に応じた対応が求められます。貸出については「(ii)」、債券については「(iii)」で記述します。

(ii) 貸出における対応の方向性

以下では、2021 年末以降に満期を迎え、かつ、LIBOR の恒久的な公表停止を想定した定めを設けていない既存の貸出契約および今後締結される貸出契約に関し、「2. (3) (i)」で掲げられているフォールバック条項にかかる各事項の対応の方向性について記述します (図表 2-8)。

⁴⁵ ただし、当事者間の個別合意により、プロトコルや定義集によらずにフォールバック条項を規定することは排除されません。

(図表 2-8) 貸出のフォールバック条項の例

フォールバック条項の内容		貸出における検討の方向性
＜論点 1＞トリガー		ISDA デリバティブのフォールバックの内容に揃えることが考えられる そのほか「早期選択トリガー」を設定することも考えられる
＜論点 2＞ 後継金利	内容：フォールバック・レートとスプレッド調整	フォールバック・レート：基本的に「選択肢（2）」、「選択肢（3）」、「選択肢（4）」、「選択肢（5）」のいずれも想定される スプレッド調整：基本的に過去の平均値・中央値アプローチが想定される
	決定方式：優先順位の設定	ターム物 RFR 金利（「選択肢（3）」・「選択肢（4）」）をフォールバック・レートとする場合、ウォーターフォール構造を設定することが考えられる
＜論点 3＞手続		フォールバック条項の導入時に後継金利を決定する方法（ハードワイヤードアプローチ）と後継金利をトリガー時に決定する方法（修正アプローチ）が考えられる

＜論点 1＞トリガー

トリガーについては、ISDA デリバティブにおけるフォールバックの内容に揃えることが考えられます。他方で、ARRC が推奨する「公表停止前トリガー⁴⁶」を採用することも考えられますが、ISDA デリバティブとの平仄については留意する必要があります。

また、早期選択トリガーの例としては、ARRC におけるシンジケート・ローンおよび相対貸出のフォールバックに関する最終的な推奨文言において、フォールバック条項の導入時に単一またはウォーターフォールで定まる後継金利のいずれかを特定するアプローチ（ハードワイヤードアプローチ）と将来の時点において当事者間の合意によって後継金利を定めることをフォールバック条項に盛り込むアプローチ（修正アプローチ）が、それぞれ提案されています。このトリガーは、LIBOR の恒久的な公表停止またはそれに類する事象に依存せず、借手や貸手、エージェントの選択により、後継金利への承継を行っていくことができるという点に利点があると考えられます。

⁴⁶ 前掲脚注 43 参照。

早期選択トリガーの例⁴⁷

ハードワイヤードアプローチ：少なくとも5つのシンジケート・ローンが「SOFRにもとづくターム物金利+調整スプレッド」で値決めされ、かつエージェント、借手および貸手が共同でトリガー発動を選択した場合

修正アプローチ：新規または改定されたシンジケート・ローンにおいてLIBORに代わる指標が導入または採用されたとエージェントまたは貸手が判断し、かつエージェントまたは貸手がトリガー発動を選択した場合

＜論点2＞後継金利

後継金利のうち、フォールバック・レートについては、ISDAによる市中協議をふまえると、ISDAデリバティブとの平仄の観点からはISDAにおけるフォールバックの内容に揃え、0/N RFR 複利（後決め）（「選択肢（2）」）を採用するとの意見が多く寄せられましたが、「2.（2）（ii）」における評価と同様に、実務上の懸念が相応に大きいと考えられます。

他方、ターム物RFR金利（「選択肢（3）」・「選択肢（4）」）や円LIBORと金利の同質性を有するTIBOR（「選択肢（5）」）についても選択肢になるとの意見が同程度ありました⁴⁸。ただし、ターム物RFR金利を選択する場合には、現在未構築であるため、ウォーターフォール構造を設定することが考えられます。

スプレッド調整については、ISDAにおけるフォールバックの内容に揃え、「過去の平均値・中央値アプローチ」を採用するとの意見が多数でした。一方で、ターム物RFR金利をフォールバック・レートとした場合は、データ取得が困難となる可能性があるなど、スプレッド調整を選択する場合には、フォールバック・レートとの組み合わせをふまえ検討することが考えられます。

⁴⁷ ARRCが公表したシンジケート・ローンのフォールバックに関する最終的な推奨文言の内容にもとづいて例示しています。なお、公表文では、例示のような早期選択トリガーの導入に際しては借手を含む契約当事者間の合意が前提とされています。詳細は下記リンク先を参照してください。

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/Syndicated_Loan_Fallback_Language.pdf

⁴⁸ このほか、「選択肢（1）」についても選択肢になるとの意見が少数ありました。

＜論点3＞手続

貸出契約においては、債券における社債権者集会のような法定の契約変更手続は存在せず、当事者間の個別の交渉によってフォールバック条項の導入を合意する手続となります。また、不特定多数の債権者が存在する債券の場合と異なり、契約の当事者が明確であることが一般的です。そのため、債券の場合に比べ、より柔軟に対応を行うことが可能と考えられます。

すなわち、後継金利の決定時点に関して、ハードワイヤードアプローチのほか、修正アプローチをとることも考えられます。ARRCにおける推奨文言等を参考にすると、主な相違点については以下のとおり整理できます。

	フォールバック条項導入時に決定する事項	トリガー発動時に決定する事項
ハードワイヤードアプローチ	<ul style="list-style-type: none">・契約の枠組み・トリガー・後継金利・その他	特段なし(フォールバック条項導入時に決定した後継金利に承継)
修正アプローチ	<ul style="list-style-type: none">・契約の枠組み・トリガー・その他	<ul style="list-style-type: none">・後継金利

修正アプローチを採用する場合、後継金利の決定時点は、トリガー発動時となります。そのため、ISDAデリバティブにおけるトリガーとの平仄にも留意しつつ、早期選択トリガーを定めておくことがより適切になりうることも考えられます。

修正アプローチのメリットとしては、ハードワイヤードアプローチと比して、後継金利についてフォールバック条項導入時点で決定しないため、条項を導入すること自体に関する当事者間の合意が容易なことや、将来において後継金利を決定する時点の情勢に応じて当事者間で後継金利を柔軟に決定することが可能であることが挙げられます。

もっとも、修正アプローチの採用により後継金利の決定について、フォールバック条項の導入時点とトリガー発動時点の2回、交渉や社内の意思決定手続等を行うことが当事者、特に借手にとって負担となることも考えられます。こうした負担を緩和するため、商品の性質上可能な場合には、修正アプローチの採用にかかる契約変更の段階で、当事者間で協議のうえ、後継金利の決定に関する手続を容易にするための条項を導入しておくことが考えられます。

例えば、相対貸出については、修正アプローチにおいて貸手から後継金利を提案する際、「〇日以内に借手から異論が示されなければ承諾されたものとみなす」といったいわゆる「ネガティブ・コンセント」の方法がARRCから提示されています。また、シンジケート・ローンにおいては、ARRCや国際的なシンジケート・ローンの団体であるLMA（Loan Market Association）から、通常、契約変更の際には、「貸付人全員および借入人」の合意が必要とされているところ、後継金利の決定にあたって、「貸付人の大多数（Majority）および借入人」の合意とするといったひな型が提示されるなど、通常の契約変更よりも緩和された手続が提案されています。

ただし、当事者間の手続を簡素化したとしても、借手側の社内手続等が緩和されるとは限りません。また、ネガティブ・コンセントについては、異論が示されないことをもって借手が承諾（合意）しているとは必ずしも言えないことに留意する必要があります（通知に気が付いておらず後日紛争に発展する可能性など）、貸手としては、紛争を回避するため十分な説明を行ったうえで承諾書を求めるなど相応の対応が必要となる可能性があることには留意する必要があります。

シンジケート・ローンにおける貸付人間における簡素な手続については、エージェントの権限等も勘案して、さらなる検討を行う必要があると考えられます。

また、修正アプローチについては、既存の契約書に類似の文言（いわゆる誠実協議条項等）が存在する場合には、実務上、当該条項で修正アプローチを代替できる可能性もあります。

（その他）

シンジケート・ローンに関する契約書は日本ローン債権市場協会（以下「JSLA」）からひな型が提示されており、今後、今回の検討内容および本市中協議の結果等をふまえて、ひな型の改正が関係者の検討のもと進められることが期待されます⁴⁹。一方、相対貸出に関する契約書のひな型は存在しないため、フォールバックに対応した内容の検討を各金融機関で進めていくことが期待されますが、その際に、必要に応じてシンジケート・ローン契約書のひな型の改正を参考にすることも考えられます⁵⁰。

⁴⁹ JSLAは任意加入の会員組織であり、会員向けと一般向けで開示される資料が異なる場合があります。今後の契約書ひな型の作成・開示等の予定は、現時点で決定されたものではなく、またJSLA独自の判断によります。

⁵⁰ JSLAが相対貸出に関する文言の作成や助言等を行うことは予定されていません。

(iii) 債券における対応の方向性

以下では、2021 年末以降に償還を迎え、かつ、LIBOR の恒久的な公表停止を想定した定めを設けていない既発債および今後発行される新発債に関し、「2. (3) (i)」で掲げたフォールバック条項にかかる各事項について検討委員会で整理した対応について記述します（図表 2-9）。

(図表 2-9) 債券のフォールバック条項の例

フォールバック条項の内容		債券における検討の方向性
＜論点 1＞トリガー		ISDA デリバティブのフォールバックの内容に揃えることが考えられる
＜論点 2＞ 後継金利	内容：フォールバック・レートとスプレッド調整	フォールバック・レート：ISDA デリバティブのフォールバックの内容に揃えることが考えられる ただし、取引の内容に応じて「選択肢 (3)」、「選択肢 (4)」、「選択肢 (5)」も想定される スプレッド調整：基本的に過去の平均値・中央値アプローチが想定される
	決定方式：優先順位の設定	ターム物 RFR 金利（「選択肢 (3)」・「選択肢 (4)」）をフォールバック・レートとする場合、ウォーターフォール構造を設定することが考えられる
＜論点 3＞手続		フォールバック条項の導入時に後継金利を決定する方法（ハードワイヤードアプローチ）が考えられる

＜論点 1＞トリガー、＜論点 2＞後継金利

トリガーおよび後継金利については、ヘッジ対象である債券とヘッジ手段である ISDA デリバティブとの間でトリガーやフォールバック・レートの内容が異なる場合には、ヘッジ会計の適用が継続されうるかが問題となることから（ヘッジ会計上の論点は「2. (4) 会計上の論点」を参照）、ISDA におけるフォールバックの内容に揃え、図表 2-9 のような要件とすべきとの意見が多数でした。なお、後継金利については、ARRC が提示しているようにウォーターフォール構造の導入が望ましいといった意見もみられたことから、ウォーターフォール構造を設定することが考えられます。

加えて、債券は、商品特性が貸出と異なり、不特定多数の投資家（社債権者）が存在することから、フォールバック条項の導入に際して、投資家からの同意取得にかかる発行体の事務負担がきわめて重い点に留意が必要です（詳細は後述「＜論点3＞手続」）。すなわち、債券においては個別の投資家ごとにフォールバックの内容について協議・調整することが困難と見込まれることから、トリガーについて、フォールバック条項の導入時のほかに協議や合意が求められる「早期選択トリガー」等を設定することは実務上現実的でないと考えられます。

なお、後継金利（＜論点2＞）について、「選択肢（2）」を利用する場合には、各社が発行・保有している円 LIBOR 参照債券（2021 年末以降に償還を迎え、かつ、LIBOR の恒久的な公表停止を想定した定めを設けていないもの）の件数等や、各社における事務・システムの状況によっては、実務的負担が大きい可能性があることを念頭におく必要があります⁵¹。

＜論点3＞手続

債券の契約変更手続として、社債権者集会の開催が必要なことが会社法に定められています。社債権者集会を開催する場合には、具体的には、社債の回号ごとに開催する必要があること、書面開催が許されておらず、対面開催が必要であること、公告が必要であること、決議内容について裁判所の認可手続が必要であり、債券の発行体の本店所在地を管轄する地方裁判所がその認可手続を行うこと等が規定されています。このため、フォールバック条項の導入に際して、投資家からの同意取得にかかる発行体の事務負担がきわめて重い点には留意する必要があります。

特に、公募社債⁵²について、フォールバック条項を導入する場合、その流通性・匿名性、社債権者の属性の多様性に鑑み、原則として社債権者集会の開催が必要と考えられます⁵³。

従って、債券におけるフォールバック条項の導入手続としては、当該条項の導入時のほかに協議や合意が求められる方法（修正アプローチ）は実務上現実的でなく、当

⁵¹ 「選択肢（2）」の利率確定日の要件にかかる本市中協議の結果次第では、証券保管振替機構の取り扱い（社債管理者／財務代理人は利払日の7営業日前に同機構に利率等を通知する必要）との関係にも留意する必要があります。

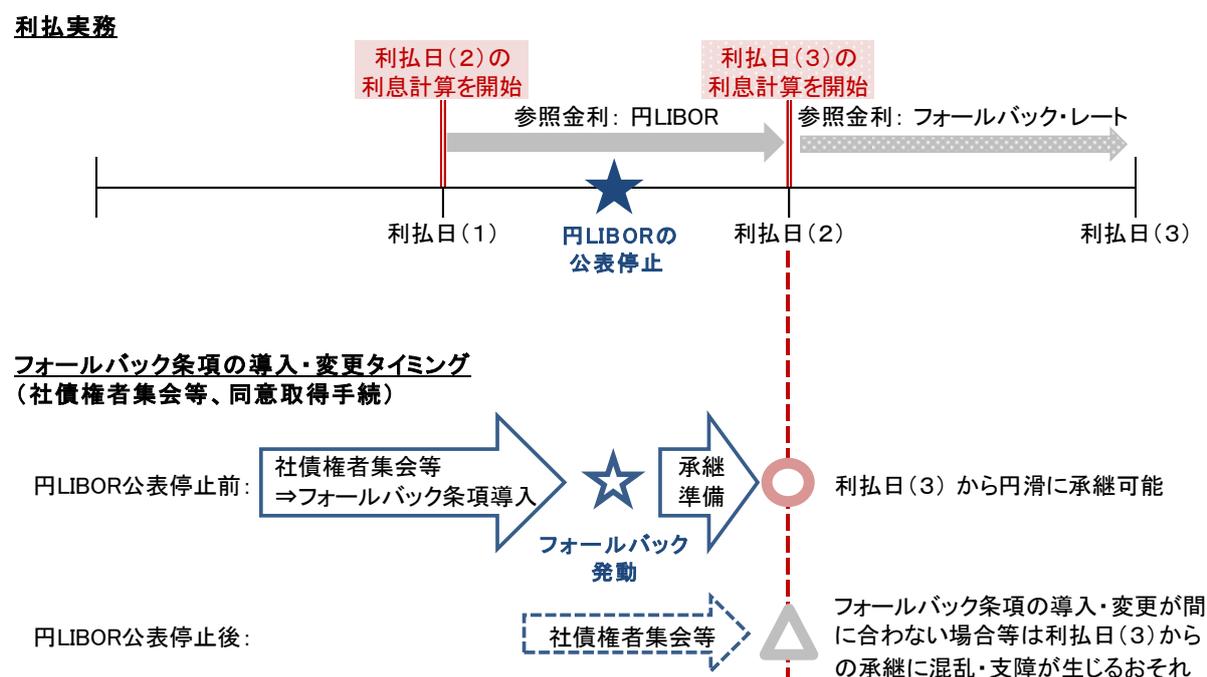
⁵² 私募債にかかる同意取得手続の負担軽減策（例えば、全社債権者から直接同意を取得することで社債権者集会の開催に代えることの可否など）については、本市中協議後、業界団体等を中心に検討が進められることを想定しています。

⁵³ この点、社債の発行体が社債権者集会開催の要否を判断する際には、自社が発行している社債要領の規定内容をふまえ、顧問弁護士を交えて自社の法務部門などで十分検討する必要があります。また、2021 年末以降に償還を迎える LIBOR を参照する社債を新規発行する場合には、投資家のニーズ等に関する助言等をアレンジャーから受けることが望ましいと考えられます。

該条項の導入時に後継金利を決定する方法（ハードワイヤードアプローチ）が適切と考えられます。

また、こうした点や利払実務への影響をふまえると、後継金利への円滑な承継という観点からは、LIBORの公表停止前のなるべく早いタイミングで、社債権者集会を開催し、予めフォールバック条項を導入しておくことが望ましいと考えられます（図表2-10）。

（図表2-10）フォールバック発動に伴う公募社債の利払実務への影響



(4) 会計上の論点

既に述べたとおり、代替金利指標への移行とフォールバック条項の導入を検討するにあたっては、ヘッジ会計をはじめとする会計上の論点⁵⁴に目配りする必要があります。

ヘッジ会計（金利スワップの特例処理を含みます）の適用を重視する場合、ヘッジ対象である貸出や債券等の資産・負債と、ヘッジ手段であるデリバティブ等との間で、同種の金利指標を参照する必要があります。しかしながら、当事者間の交渉結果によ

⁵⁴ 検討委員会では、ヘッジ会計に関するその他の論点として、予定取引の適格性やヘッジ対象取引の認識中止、スワップの受払条件の変更、有効性検証の負荷等が指摘されています。また、ヘッジ会計以外の会計上の論点として、時価評価、0/N RFR 複利（後決め）における経過勘定（未払利息）、開示等が挙げられています。

っては、円 LIBOR からの移行やフォールバックに伴い、両者間で異なる金利が参照されることとなる可能性があります。

特にフォールバックにおいて、以下のように、ヘッジ対象とヘッジ手段の間で、フォールバック・レートが異なるケース（図表 2-11）、（フォールバック・レートは同じだが）ヘッジ対象とヘッジ手段でトリガーが異なり、フォールバックのタイミングが異なるケース（図表 2-12）が生じることが考えられ、こうした場合に、現行の日本の会計基準の枠組みのなかでヘッジ会計の適用が継続されうるかが問題となります。

（図表 2-11） ヘッジ対象とヘッジ手段との間で、フォールバック・レートが異なるケース

例：円LIBORが公表停止し、同時に別々のフォールバック・レートに承継

	現状	同時にトリガー
ヘッジ対象 (貸出・債券等)	円LIBOR	ターム物RFR金利＋スプレッド調整
ヘッジ手段 (デリバティブ等)	円LIBOR	0/N RFR複利（後決め） ＋スプレッド調整

（図表 2-12）（フォールバック・レートは同じだが）ヘッジ対象とヘッジ手段でトリガーが異なり、フォールバックのタイミングが異なるケース

例：円LIBORの公表は継続しているが、ヘッジ対象商品のみトリガーが発動し、フォールバック・レートに承継。遅れて、ヘッジ手段が円LIBORの公表停止により（ヘッジ対象と同じ）フォールバック・レートに承継

	現状	ヘッジ対象のみトリガー	ヘッジ手段もトリガー
ヘッジ対象 (貸出・債券等)	円LIBOR	0/N RFR複利（後決め） ＋スプレッド調整	0/N RFR複利（後決め） ＋スプレッド調整
ヘッジ手段 (デリバティブ等)	円LIBOR	円LIBOR	0/N RFR複利（後決め） ＋スプレッド調整

国際的にも、各会計基準設定団体が、LIBOR からの移行に伴う会計基準の見直しについて検討を進めています⁵⁵。本邦においては、2019年3月の企業会計基準委員会において、「金利指標改革に起因する会計上の問題」について、基準開発の可否を含めて適時に企業会計基準委員会で包括的に検討を行うよう、基準諮問会議議長より新規テーマとして提言されました。企業会計基準委員会は、金利指標改革に起因する会計上の問題について、国際的な会計基準の動向や制度改正の状況をふまえて、基準開発の可否も含めて適時に検討を行うこととしています。

また、業種別の会計実務が存在するなかで、新たな基準開発が必要なもの、既存基準の標準的解釈を要するもの、個別監査で対応するもの、について、各業態の業界団体が中心となって整理・検討を行い、必要に応じて、会計基準設定団体やその他の会計関係者との対話を進めていくことが重要です。

各社においても、早期に、会計監査人である監査法人との間で、円 LIBOR からの移行やフォールバックに伴う会計上の論点について相談しておくことが期待されます。

⁵⁵ 例えば、国際会計基準審議会では、2018年12月、金利指標改革が財務報告に与える影響に関して調査した結果をふまえ、国際会計基準の基準設定作業を開始しており、2019年5月、一部の論点について改定基準の公開草案を公表し、意見を受け付けています。改定後の基準については、2020年1月より適用開始される予定とされています。

3. 時間軸を意識した対応の方向性

(1) マルチプル・レート・アプローチのもとでの金利指標の使い分け

金融市場参加者や金利指標ユーザーは、代替金利指標の各選択肢の推移やその特徴（詳細はBOX 3を参照）を十分に理解したうえで、金融商品や取引の性質に応じて、金利指標を適切に選択し利用することが重要です。

最終的にどの代替金利指標を利用するかは当事者間の契約で定められることとなりますが、「2. 具体的な検討事項」のとおり、検討委員会でのこれまでの検討をふまえると、マルチプル・レート・アプローチのもとでの金利指標の使い分けについて、現時点では、次のように整理することが可能と考えられます。

(i) 貸出

貸出については、「2. (2) (ii)」に記述のとおり、検討委員会でのこれまでの検討において、円 LIBOR の後継金利として、「前決めで期間構造がある金利」との観点から、「選択肢 (5)」のほか「選択肢 (3)」・「選択肢 (4)」の利用が考えられると整理されました。ただし、「選択肢 (3)」・「選択肢 (4)」は、構築に一定の時間を要するため、それまでの間は、「選択肢 (5)」のほか、「選択肢 (1)」または「選択肢 (2)」を暫定的に利用することが現実的と整理されました。

もっとも、「選択肢 (2)」を利用するにあたって、金利後決め方式に対応した事務・システムの構築コストが相応に大きい点等が指摘されたことから、検討委員会傘下の貸出サブグループにおいて意見照会を実施しました。その結果、以下の2つの方向性が支持される結果となりました。

< **選択肢 (3)・選択肢 (4)** の将来的な利用 >

「選択肢 (3)」・「選択肢 (4)」は、グローバルな標準となりうること、金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されること、現行の事務・システムや会計・取引慣行との親和性が高いことなどから、将来的には当該選択肢の利用が望ましいとの見方が多数でした。ただし、このうち「選択肢 (3)」については 2021 年半ばまでを目途に構築される計画であるため、こうした選択肢の利用を望む場合には、他の選択肢を暫定的に利用する必要があります。

この点、「選択肢（５）」を暫定的に利用することは、既存の事務・システム面の観点から「選択肢（２）」よりも相対的に負担が少ないとの意見が多く寄せられました。また、少数ながら、「選択肢（１）」についても実務的な負荷が「選択肢（２）」よりも少ないとして、暫定的な利用を望む意見もみられました。

一方、「選択肢（２）」を暫定的に利用する場合には、金利後決め方式に対応した事務・システムを構築する必要がありますが、ISDA デリバティブとの整合性等のメリットがあることから、一定程度の先がその暫定的な利用は可能と評価しました。

以上をふまえると、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」の利用までの間は、「２．具体的な検討事項」または上述の各選択肢の評価や事務・システムの構築コスト等をふまえて、契約当事者間で適切な代替金利指標を暫定的に利用することが想定されます。

< **選択肢（５）** の恒久的な利用 >

当初から単一の代替金利指標を利用する場合、金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、銀行のクレジット・リスク等を含むなど基本的な性質が円 LIBOR と類似している「選択肢（５）」を恒久的に利用することが、既存の事務・システムが利用可能との観点もふまえて、一定程度支持されました。

なお、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」が構築されない場合など、限定的な条件のもと、「選択肢（２）」を恒久的に利用するという意見も少数ながらみられました。

（ii）債券

債券については、「２．（２）（iii）」に記述のとおり、検討委員会でのこれまでの検討において、円 LIBOR の後継金利として、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」の利用が望ましく、それまでの間は、「選択肢（１）」、「選択肢（２）」または「選択肢（５）」を暫定的に利用することが現実的と整理されました。

もともと、「選択肢（２）」を利用するにあたって、金利後決め方式に対応した事務・システムの構築コストが相応に大きい点等が指摘されたことから、その暫定的な利用が実務上可能か否かという点も含めて、検討委員会傘下の債券サブグループにおいて意見照会を実施しました。その結果、以下の２つの方向性が支持される結果となりました。

<選択肢（３）・選択肢（４）の将来的な利用>

「選択肢（３）」・「選択肢（４）」は、金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されること、銀行のクレジット・リスク等を含まないことおよび現行の事務・システムや会計、取引慣行との親和性が高いことなどから、将来的には当該選択肢の利用が望ましいとの見方が多数でした。ただし、このうち「選択肢（３）」については2021年半ばまでを目途に構築される計画であるため、こうした選択肢の利用を望む場合には、他の選択肢を暫定的に利用する必要があります。

この点、「選択肢（２）」の利用にあたっては、金利後決め方式に対応した事務・システムを構築する必要がありますが、海外での発行実績やデリバティブとの整合性等のメリットがあることから、システム改修が不要と認識している先は、その暫定的な利用は可能と評価しています。他方、システム改修が必須と認識している先のなかにも、「選択肢（２）」の利用を望む意見はみられましたが、金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、基本的には既存のシステムで対応可能と考えられることから、「選択肢（１）」または「選択肢（５）」の暫定的な利用を望む意見もみられました。

以上をふまえると、「選択肢（３）」・「選択肢（４）」の利用までの間は、「２．具体的な検討事項」または上述の各選択肢の評価や「選択肢（２）」の利用に伴う事務・システムの構築コスト等をふまえつつ、契約当事者間で適切な代替金利指標を暫定的に利用することが想定されます。

<選択肢（２）の恒久的な利用>

上述のとおり、「選択肢（２）」については、多くの先においてその利用にあたってシステム改修が必要となることが見込まれますが、海外での発行実績やデリバティブとの整合性等のメリットも存在することから、そもそも、将来的に「選択肢（３）」・「選択肢（４）」を利用せず、当初よりシステム改修を実施のうえ、「選択肢（２）」を恒久的に利用することを望む意見も相応にみられました⁵⁶。

当初から単一の代替金利指標を利用するという観点では、「選択肢（５）」を恒久的に利用することも考えられる点について、債券においては資金の調達レートに銀行の信用コストを反映させる必然性はないことや、海外参加者による利用が進まないことが考えられるとの意見がみられました。他方、金利の決定タイミングが前決めでありキャッシュ・フローの確実性が担保されるほか、既存の事務・システムが利用可能で

⁵⁶ スイスでは、既にこうした方向性で検討が進められています。

あるとの意見や、貸出との資金調達コストを比較することが可能であるといった意見も一定程度みられました。

(iii) デリバティブ

金利スワップなどのデリバティブ契約において、金利そのものの変動をヘッジする需要を満たすのであれば、銀行の信用コストを反映させる必要はないと考えられます。国際的な議論においても、FSBが2014年7月に公表した「主要な金利指標の改革」にて同様の指摘がされています⁵⁷。

また、ISDA デリバティブについては、ISDAによる市中協議において、0/N RFR 複利（後決め）（「選択肢（2）」）の利用が圧倒的多数からの支持を受ける結果となっています。

以上をふまえ、各商品別に、ターム物 RFR 金利構築前後の各選択肢の評価をまとめると、図表3-1のとおり整理できます。

⁵⁷ 同報告書では、多くのデリバティブ取引について、取引当事者が晒される理論上の経済的エクスポージャーという観点からは、銀行のクレジット・リスクを含む金利指標は不要であると指摘しています。また、デリバティブ契約の大部分をリスク・フリー・レートに移行することは、銀行のクレジット・リスクを含む指標を不正操作するインセンティブを減らすほか、銀行の安全性・健全性や全体としての金融安定性に対するリスクの削減につながるとしています。

(図表 3-1) 各選択肢の評価

(ターム物 RFR 金利構築前)

選択肢	(1) 0/N RFR 複利 (前決め)	(2) 0/N RFR 複利 (後決め)		(3)または(4) ターム物 RFR 金利	(5) TIBOR
項目					
貸出	暫定	暫定	恒久	構築に向け市場 全体で取り組み	暫定 or 恒久
債券	暫定	恒久	暫定		暫定 or 恒久
デリバティブ		恒久		(注)	(注)

(ターム物 RFR 金利構築後)

選択肢	(1) 0/N RFR 複利 (前決め)	(2) 0/N RFR 複利 (後決め)	(3)または(4) ターム物 RFR 金利	(5) TIBOR
項目				
貸出				
債券				
デリバティブ			(注)	(注)

	…一般的な利用になじみやすいと考えられる選択肢
	…一定の利用が想定される選択肢
	…一般的な利用になじみにくいと考えられる選択肢

(注) デリバティブについては、従来から、「選択肢 (2)」の利用が一般的に想定されていますが、貸出や債券で「選択肢 (3)」・「選択肢 (4)」や「選択肢 (5)」が参照される場合には、それに応じたデリバティブ取引が行われることが想定されます。

(2) 代替金利指標への早期移行と円 LIBOR の恒久的な公表停止を前提としたフォールバック条項の導入

(i) 代替金利指標の利用に向けたアクションプラン

「選択肢 (3)」は、遅くとも 2021 年半ばまでを目途に確定値が公表される計画ですが、公表時期について可能な限り前倒しを目指すべく、市場参加者および運営機関等における迅速な対応が重要と考えられます。ただし、「選択肢 (3)」(または「選択肢 (4)」)の構築が 2021 年末までに間に合わなかった場合における、他の代替金利指標を用いた対応についても、各社で十分に検討する必要があります(全体の線表は別紙 3-a)。

a. **「選択肢（１）」**、**「選択肢（２）」**または**「選択肢（５）」**を暫定的に利用する場合

「選択肢（２）」の暫定的な利用を選好する場合には、各社の事務・システムへの影響をふまえ、その暫定的な利用の可否について早期に見極める必要があります⁵⁸。すなわち、金利が後決めである「選択肢（２）」の利用にあたって、約定・決済、時価評価、リスク管理、財務・税務など幅広い範囲のシステムに影響を与える可能性があるほか、これを参照する貸出や債券の取扱件数が相当数存在することが見込まれる場合には、簡易なシステム改修やマニュアルでの対応は困難と見込まれます。これら事務・システムの構築コストが相応に大きい場合には、「選択肢（２）」の暫定的な利用が費用対効果に見合わない可能性があります。

「選択肢（１）」または「選択肢（５）」については、基本的には既存のシステム・事務フローで対応可能と考えられるため、市場全体としての対応は特段不要と考えられます。

b. 当初より**「選択肢（１）」**、**「選択肢（２）」**または**「選択肢（５）」**を恒久的に利用する場合

上述のとおり、金利が後決めである「選択肢（２）」については、事務・システム変更のコストが相応に大きく、その暫定的な利用のみでは費用対効果に見合わない可能性があります。このため、「選択肢（２）」の利用を選好する場合には、ターム物 RFR 金利へ移行せずに、恒久的にこれを利用することも考えられます（スイスでは既にこうした方向性で検討が進められています。本邦では、前述のとおり、主に債券での利用が想定されています）。この場合、各社において、債券発行にかかる今後のスケジュール等もふまえつつ、2021 年末までのなるべく早い時期に対応を完了することが望まれます。

他方、「選択肢（１）」または「選択肢（５）」については、基本的に既存のシステム・事務フローで対応可能と考えられるため、市場全体としての対応は特段不要と考えられます。

（ii）新規契約への対応

本市中協議をふまえた検討取りまとめの公表後、各契約当事者間での対応方針が固まり次第、新規取引のタイミングで順次、代替金利指標の参照に移行していくことが考えられます。移行で対応する場合、契約期間中に価値の移転が生じないため、可能

⁵⁸ 決済業務等を事務委託している場合には、当該事務委託先への影響も考慮する必要があります。

な限り、フォールバックではなく、本対応を進めることが推奨されます。

(iii) 既存契約への対応

本市中協議をふまえた検討取りまとめの公表後、各契約当事者間での対応方針が固まり次第、既存契約(今後契約する円 LIBOR 参照の取引を含む)に関して、期日が 2021 年末以前のものと 2021 年末をまたぐものについて、それぞれ以下の対応が必要と考えられます。

a. 期日が 2021 年末以前の契約

期日到来時に、代替金利指標へ移行すること。

b. 期日が 2021 年末をまたぐ契約

個別の契約でどのような移行方法をとるかは、契約当事者間で選択されることとなります。2021 年末以前に既存契約を一旦解約のうえ、代替金利指標を参照する新規契約を締結すること (b-1) や、フォールバック条項導入を早期に合意すること (b-2) が考えられます。

いずれの対応においても、契約の締結ないし変更の手続が必要となりますので、可能な限り、価値の移転を伴わない「3.(2)(ii)」や「3.(2)(iii) a.」、「3.(2)(iii) b-1」の対応(移行)をとるほか、価値の移転を伴う「3.(2)(iii) b-2」に関しても、その移転を可能な限り最小化するようフォールバック条項の導入に向けて当事者間で調整することも考えられます⁵⁹。

⁵⁹ フォールバックにおける価値の移転については、「2.(3) フォールバック」を参照ください。

4. 移行計画

(1) 市場全体としての取り組み

以下では、検討委員会で整理された、今後市場全体として必要となる対応、具体的には、ターム物金利の構築に向けたアクションプランについて記述します（全体の線表は別紙3-a）。

(i) 選択肢(1)および選択肢(2)の公示に向けて

「選択肢(1)」および「選択肢(2)」については、各金融商品への利用が想定されるようになった場合、本市中協議をふまえた検討取りまとめの公表後速やかに、情報ベンダー等によって公示されることを展望しています。

これに向けて、今後、金利の公示主体の候補先に働きかけを行う必要があります。公示主体が定まった後は、公示主体が金融市場参加者や金利指標ユーザーの要望等をふまえ、公示に向けた実務的な対応が必要になります。

なお、通貨スワップの検討状況等によっては、要件の変更を別途検討する可能性があるため、引き続き市場動向の注視が必要です。

(ii) 選択肢(3)の算出・公表に向けて

フェーズ1における参考値の算出・公表に向けた実務的な対応、フェーズ2に向けたデータ検証とそれをふまえた要件の変更要否の検討、および確定値の算出・公表に向けた対応について、金融市場参加者をはじめ関係各社・業界団体等が計画的に進めていくことが重要です（具体的に想定される対応イメージは別紙4-a）。また、これらに先立ち、フェーズ1において参考値の公表が必要となりますので、参考値の公表主体⁶⁰を別途募集することを予定しています。

(iii) 選択肢(4)の算出・公表に向けて

東京金融取引所は、無担保コール0/N金利先物の2020年の取引再開に向けて、ワーキンググループで検討を進めているため、引き続き検討状況を注視していく必要があります。

⁶⁰ 将来の運営機関を展望しています。

なお、「選択肢（3）」の確定値の算出・公表開始前に、無担保コール0/N金利先物の取引が再開された場合は、「選択肢（3）」または「選択肢（4）」のどちらを選択するか等⁶¹について、その時点の市場動向等をふまえ総合的に判断することが想定されます。

（2）各社の取り組み

2021 年末にも LIBOR の公表が恒久的に停止する可能性が懸念されるなか、金融機関、機関投資家および事業法人の各社においても、経営トップを含む経営陣の強いコミットメントのもとで「2021 年末」という時限を意識した対応が必要になると考えられます。

まず、全社的な取り組みを始めるにあたって、LIBOR の恒久的な公表停止にかかる対応を専門的に担当する部署や責任者の設置、方針決定プロセスを構築するなど、社内のガバナンス体制の構築のほか、社内資源（要員・予算等）の確保を行うことなど経営レベルでの対応が必要になると考えられます。また、LIBOR を参照している金融商品・取引や、金融取引以外の業務等（例：財務会計、管理会計への利用等）の特定などを包括的に洗い出したうえで、全社レベルでの対応策を検討する必要があります。

そのうえで、こうした全社的な対応策を部門単位の作業レベルに落とし込み、部門別に対応を進めていくことが考えられますが、部門間の連携を強化する観点からタスクフォースを設けることも一案と考えられます（顧客対応等をはじめとする各社の取り組みの詳細は別紙4－b）。

⁶¹ 両選択肢を並存させる（どちらかを補完的なものとして位置づける）かについても必要に応じて検討することも想定されます。

5. 意見募集事項

冒頭に記述のとおり、本市中協議文書は、これまでの検討委員会における議論の結果を整理したうえで、円金利指標の今後のあり方に関する意見を、幅広い関係者から募集することを企図したものです。

特に、2021 年末以降の LIBOR 存続に対する懸念が高まるなか、その対象通貨のひとつである円 LIBOR の取引額はきわめて多く、国内外に幅広く存在する円 LIBOR のユーザーの様々な業務に多大な影響が生じると考えられます。

このため、国内外の幅広い関係者から、本市中協議文書で言及した様々な論点について意見を募集することとし、その募集結果をふまえ、検討委員会としての最終的な取りまとめを行いたいと考えています。

具体的な意見募集事項は別紙 5 - a のとおりです⁶²。以下（1）および（2）に従って、回答ください。

（1）回答方法

回答フォーマットを別紙 5 - b として掲載していますので、適宜利用のうえ、回答ください。

回答の際は、以下の点に留意ください。

- ・ 通貨については日本円、準拠法については日本法準拠を前提に回答ください。
- ・ 回答時点の外部環境（国際的な議論の状況やヘッジ会計の検討状況等）を前提として回答ください。

（2）意見の提出方法等

（i）提出期限

2019 年 9 月 30 日

⁶² 表中に「業態」欄を設けていますが、こちらには、一般的にみて、それぞれの業態の業務内容と関連が高いと思われる質問項目に、「◎」を付しています。適宜参照のうえ、回答ください。なお、本欄は回答いただきたい質問項目を限る目的で設けたわけではない点、留意ください。

(ii) 提出先

以下の宛先まで電子メールで提出ください

- ・ 「日本円金利指標に関する検討委員会」事務局（日本銀行金融市場局市場企画課）
- ・ post.fmd33@boj.or.jp

(iii) 要記入事項

- ・ 氏名（または名称）
- ・ 連絡先（電話番号、電子メールアドレス）
- ・ 法人または所属団体名（法人または団体に所属している場合のみ）

(iv) 留意事項

意見をいただいた方の法人または所属団体名は公表する場合があります。また、意見の内容についても、提出者が特定されない形で公表する場合があります。

意見に付記された氏名や連絡先等の個人情報については、意見の内容に不明な点があった場合等に連絡・確認する際に利用します。

以 上

BOX 1 金利指標

金融商品・取引には、様々な金融指標が利用されており、LIBORやTIBORといった金利指標、TOPIXや日経225といった株式関連指標、原油価格その他の商品指標などがあります⁶³。

このうち、本市中協議の対象である金利指標は、銀行間で資金取引を行うインターバンク市場、あるいは、銀行に加え証券会社や機関投資家等が資金取引を行うホールセール市場の取引をもとに算出される日本円の金利指標です。

代表的な日本円の金利指標としては、円LIBOR、日本円TIBOR、無担保コール0/N物レートといったものがあり、それぞれ、ICE Benchmark Administration(IBA)、全銀協TIBOR運営機関および日本銀行が公表しています。LIBORやTIBORでは、1週間や3か月、6か月といった期間ごとの金利が日々公表されています（別紙B1-a、B1-b）。

金利指標は、インターバンク市場やホールセール市場にとどまらず、「貸出」、「債券」、「デリバティブ」など、様々な金融商品・取引で参照されるほか、多くの金融商品等の価格形成や時価評価の基礎となっています。例えば、事業法人が銀行から借入れを行う場合、その借入金利の算出に際して、LIBORやTIBORに一定の金利（スプレッド）を上乗せして計算する方法があります。また、貿易取引や外債投資にあたっては、将来のある時点におけるドル・円の交換レートを決めておく為替予約取引を利用することがありますが、この為替予約レートは、基本的には予約期間におけるドルと円の指標金利差⁶⁴で決定されます。

このように、金利指標は、金融機関のみならず事業法人を含んだ幅広い主体に利用され、資金調達・運用やリスクヘッジ等を行ううえでのインフラストラクチャーとして機能しています。

⁶³ 金融指標については、IOSCO原則において、(1) 無料または有料で利用者が入手可能であること、(2) 数式などの所定の手法により定期的に算定されるもの、(3) (a) 貸出その他の金融取引の支払利息の算定、(b) 金融商品の売買・取引・償還時の価値の決定、(c) 金融商品のパフォーマンスの算定のうちいずれかまたは複数を満たすこと、と定義されています。詳細は下記リンク先を参照ください。

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

⁶⁴ 現状では、金利指標としてLIBORを使うことが一般的です。

BOX 2 日本円OIS

以下では、本市中協議文書の「2. 具体的な検討事項」等で記述する日本円OISの定義、取引状況および特徴を整理します。

(定義)

まず、金利スワップは、同一通貨建ての異なる種類の金利（固定金利と変動金利または変動金利同士）を一定期間ごとに交換する取引であり、現状、変動金利としてLIBORを参照するものが多く取引されています。

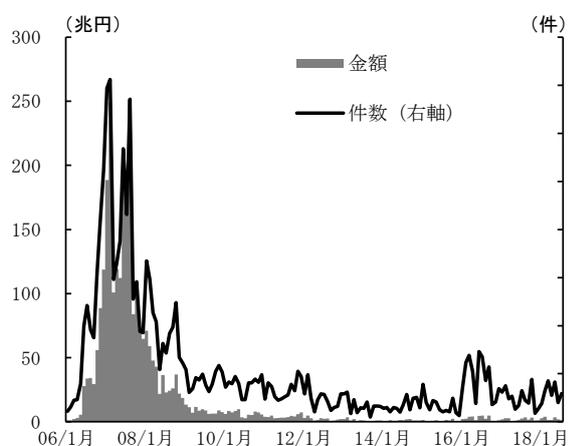
日本円OIS (Overnight Index Swap) は、金利スワップの一種で、変動金利を一定期間の無担保コール0/N物レートの加重平均値（複利計算）として、当該加重平均値と固定金利を交換する取引です。

(図表B2-1) 日本円OISのイメージ



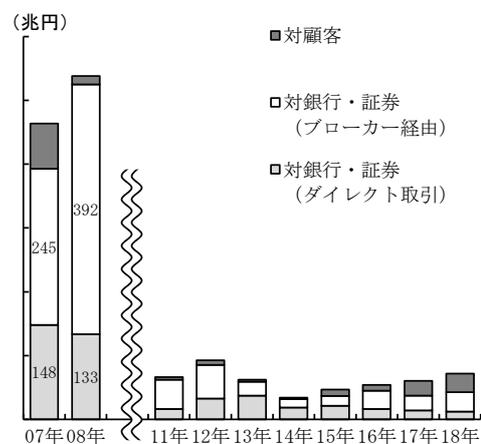
(取引状況)

(図表B2-2) 日本円OISの取引状況



(注) 直近は2018年7月末。

(出所) マネー・ブローカーズ・アソシエーション



(注) 直近は2018年7月末。

(出所) 日本銀行「東京短期金融市場サーベイ」

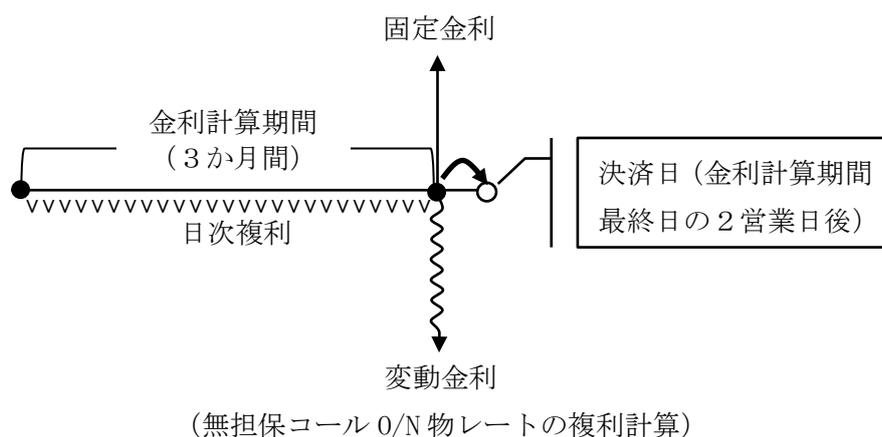
(特徴)

日本円OISは、リスク・フリー・レートとして特定された無担保コール0/N物レートの市場見通しを反映することから、同レートと同様、銀行のクレジット・リスク等は反映していません。

また、変動側の適用金利は、金利計算期間中の無担保コール0/N物レートを複利計算するため、金利計算期間の最終日に確定されるとともに、期間中の金利変動を均した結果となります。一般的には、金利計算期間の最終日の2営業日後に、固定金利と変動金利の差金を決済します。

例えば、3か月物の日本円OISの場合、金利計算期間中（3か月間）に日々公表された無担保コール0/N物レートを複利計算した金利（変動金利）と、約定時に合意された固定金利の差金を、金利計算期間の最終日（この場合、満期日）の2営業日後に決済するといった取引が考えられます。

(図表B2-3) 上記取引例のイメージ



日本円OISの詳細については、「リスク・フリー・レートに関する勉強会」が、2018年4月に公表した「日本円OIS (Overnight Index Swap) —取引の概要と活用事例—⁶⁵」を参照ください。

⁶⁵ <http://www.boj.or.jp/paym/market/sg/rfr1804c.htm/>

BOX 3 選択肢となる金利指標の特徴等

以下では、本市中協議文書の「2. 具体的な検討事項」で整理した具体的検討をふまえ、円LIBORからの「移行」や「フォールバック」について、「選択肢（1）」から「選択肢（5）」までの選択肢から代替金利指標を選択し、また、円LIBORとフォールバック・レート間のスプレッド調整値を算出するうえで、各選択肢の推移とその特徴を十分に理解する必要があります。

以下では、円LIBOR、「選択肢（1）」、「選択肢（2）」、「選択肢（3）」⁶⁶および「選択肢（5）」について、6か月物の時系列グラフ（図表B3-1）をもとに各金利の特徴を整理します。

まず、2015年以降の各選択肢の動きをみると、金利の変動局面において、「選択肢（1）」が円LIBORの変動に遅行している一方で、「選択肢（2）」は円LIBORの変動に先行していることがわかります。円LIBORやTIBORあるいは日本円OISのような市場レートは通常、先行きの政策金利を織り込むことから、「選択肢（2）」のような後決め金利が市場レートよりも「先行する」ことについて直観的には理解しにくいと思われれます。これは、「選択肢（2）」のような後決め金利が、リセット日以降の政策金利の実績パスを事後的にすべて反映するのに対し、円LIBOR、TIBORおよび日本円OISはリセット日時点での政策金利の予想パスしか織り込めないことによるものです。

なお、ここ1～2年のようにリスク・フリー・レートが安定推移している金融環境のもとでは、「選択肢（3）」は「選択肢（1）」や「選択肢（2）」とほぼ同水準となります。他方、2016年初のようなリスク・フリー・レートが変動するような局面においては、「選択肢（3）」は円LIBORやTIBORと同様、一定の振れを伴って変動し、「選択肢（1）」および「選択肢（2）」と乖離します。

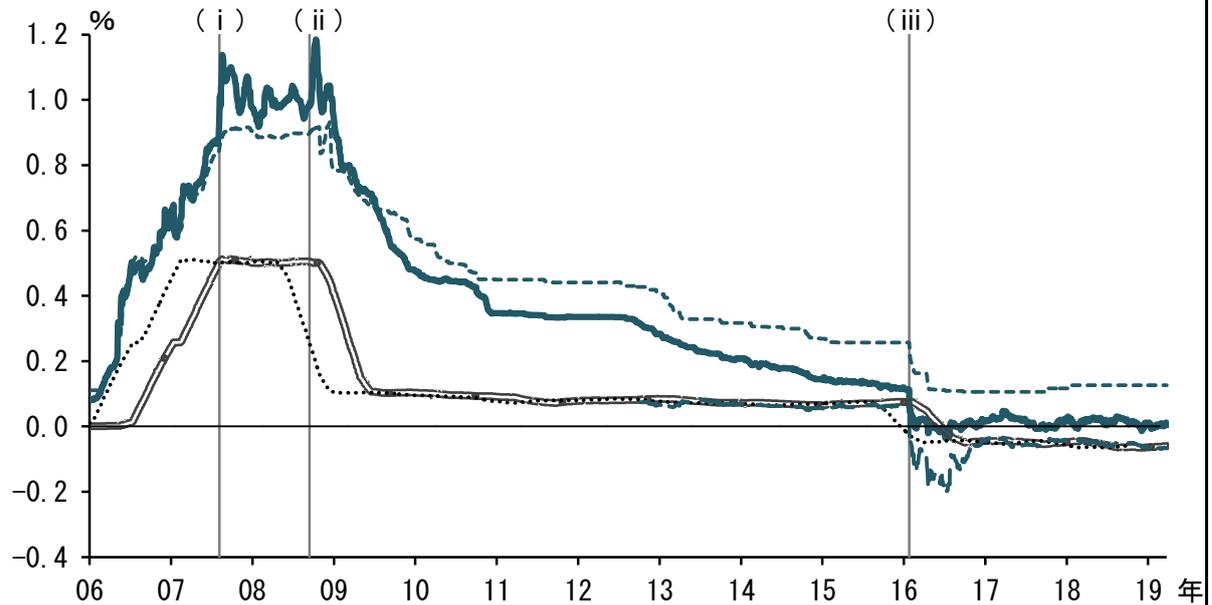
続いて、パリバ・ショックやリーマン・ブラザーズ破綻のようなストレス事象が多く発生した2007～08年頃の動きをみると、金融機関のクレジット・リスクプレミアムや流動性プレミアムが著しく拡大したことを映じて、円LIBORやTIBORは、リスク・フリー・レートである「選択肢（1）」や「選択肢（2）」と大きく乖離しています⁶⁷。

⁶⁶ 「選択肢（3）」に近似される計数として、日本証券クリアリング機構が毎営業日公表している日本円OISデータを用います（2012年10月以降）。

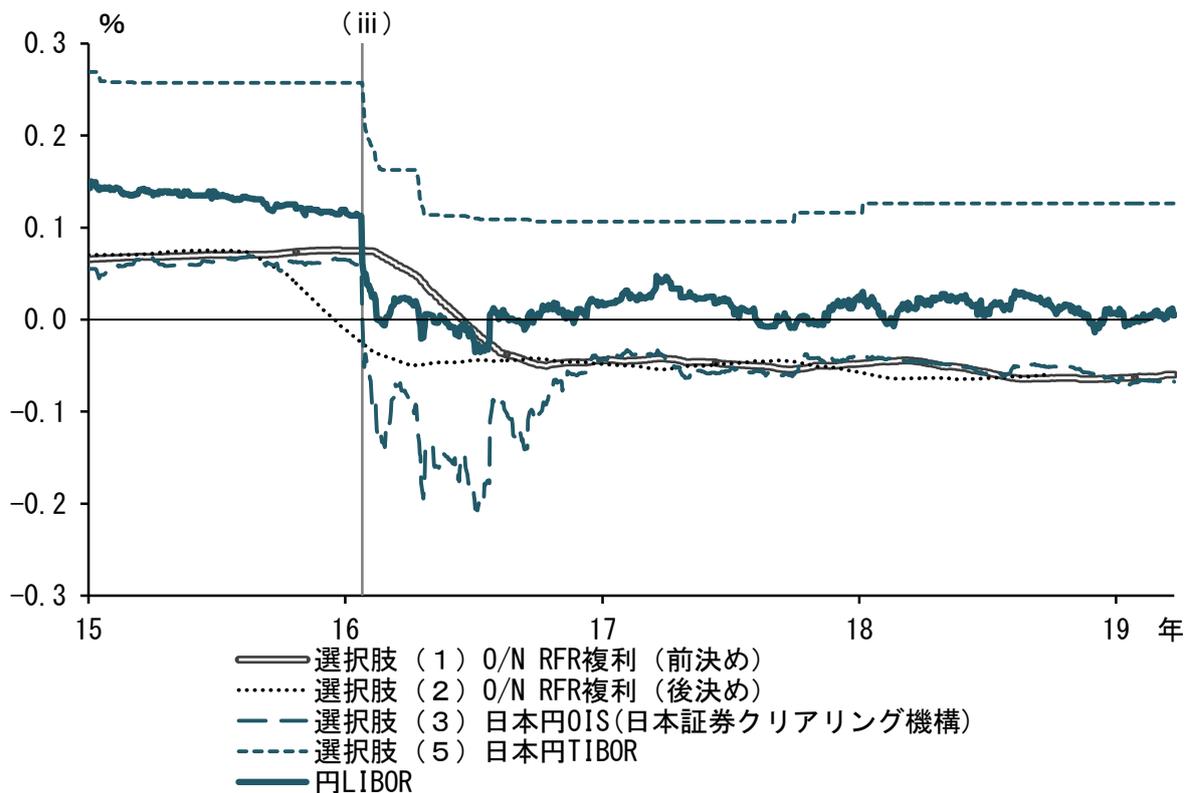
⁶⁷ 2012年9月以前は、日本証券クリアリング機構が金利スワップの清算業務を開始していなかったことから、日本円OISのグラフを示していません。もっとも、情報ベンダーによる公示データを使えば、当時の日本円OISの推移を確認できます。これによれば、当時の日本円OISは、「選択肢（1）」や「選択肢（2）」に近い水準であり、円LIBOR-日本円OISスプレッドが著しく拡大していたことが確認されます。

(図表B3-1) 「選択肢(1)～(3)、(5)」および円LIBOR(6か月物)の推移

○2006年以降



○2015年以降



(注) 1. 直近は、「選択肢(2) 0/N RFR(後決め)」のみ2018年10月1日。それ以外は2019年3月29日。
 2. 各系列を算出する際の前提条件は別紙B3-a参照。
 3. イベント線は、(i)がパリバ・ショックの発生、(ii)がリーマン・ブラザーズの破綻、(iii)が日本銀行のマイナス金利政策導入の決定、があった日を示している。

(出所) Refinitiv

今後、各社は、以上のような各選択肢の金利の特徴を十分に理解したうえで、金融商品・取引の特性に応じて円LIBORの代替金利指標を選択していく必要があります。

この点、例えば、銀行貸出であれば、銀行のバランスシートを経由する間接金融であるため、貸出金利には銀行自身の信用コストを反映した「選択肢（５）」を選択することには一定の合理性があると考えられます⁶⁸。逆に、社債であれば、企業は投資家から直接資金を調達するため、その調達レートの参照金利に銀行の信用コストを反映させる必然性はなく、「選択肢（２）」や「選択肢（３）」などのリスク・フリー・レートをもとに算出した金利を選択することが考えられます⁶⁹。さらに、金利スワップなどのデリバティブ契約において、金利そのものの変動をヘッジする需要を満たすのであれば、銀行の信用コストを反映させる必要はなく、「選択肢（２）」を選択することが考えられます⁷⁰。

また、円LIBORとフォールバック・レートとの間のスプレッド調整値を算出する場合に、「過去の平均値・中央値アプローチ⁷¹」を採用する場合、図表B 3－1の特徴をふまえ、どの程度の期間遡るべきかについて、今後実施されるISDAの市中協議も参考にしながら、契約当事者間で決定していく必要があります。

⁶⁸ FSBが2014年7月に公表した「主要な金利指標の改革」では、多様な金利指標とそれに合わせた市場慣行が存在することで、市場参加者が、その経済的なニーズに最も適合した金利指標を柔軟に選択する余地が広がることが示唆されており、そうした選択の一例として、クレジット・リスクを含む指標を銀行貸出に用いることが挙げられています。

⁶⁹ 本邦では、従来から間接金融と直接金融とがバランスのとれた形で機能する複線的な金融システムの重要性が指摘されています（「金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告」2009年12月など）。現在、貸出・債券の双方に銀行部門の信用スプレッドを織り込んだTIBORや円LIBOR等が利用されていますが、例えば、貸出はTIBOR、債券はリスク・フリー・レート、を参照することとなれば、銀行部門にショックが加わった場合であっても、TIBOR等の上昇に連動して社債等の調達レートが上昇する事態を回避することにもつながる可能性があると考えられます。他方、何らかの理由で銀行部門以外の金融市場にショックが加わり、社債等の市場性資金調達が困難になった場合には、間接金融においてその機能を補完する役割が期待されますが、社債等と異なる金利体系が利用されることで、そうしたショックの影響を受けにくくなることも考えられます。

⁷⁰ 前掲脚注57参照。

⁷¹ 「2.（3）（i）＜論点2＞」を参照ください。