

【資料2】貸出サブグループからの報告内容

- 第15回検討委員会（2020年7月16日）において、「TIBORをフォールバック・レートとする場合のスプレッド調整手法の検討に当たっては、『過去5年中央値アプローチ』を利用する場合の経済的価値等の課題が指摘されたことから、継続的な検討を行うことについて大多数が賛同した」ことを報告した。検討委員会の市中協議（第2回）においても同様の課題が指摘された。
- この点、貸出サブグループにおいて、「過去5年中央値アプローチ」を軸に継続的に検討¹を進め、①「過去5年中央値アプローチ」に関する検討結果の公表、推奨の要否、②（現時点で公示主体等が存在しないことを踏まえ、）同アプローチにもとづくメソドロジーの整理・公表要否等について意見照会を実施した。意見照会結果は、（2）のとおり。
- ①については、「過去5年中央値アプローチ」を利用した場合、経済的価値の移転が最小化されとは限らないことから、検討委員会としての推奨は求めないものの、検討委員会から検討結果を公表することを要望したい²。②については、TIBORを利用する場合の最低限の利用環境を整えるために、検討委員会からメソドロジー（概要）を公表することを要望したい。

（1）TIBORをフォールバック・レートとする場合のスプレッド調整手法に関する課題³

- ✓ TIBORをフォールバック・レートとする際に、金利水準の観点からは「過去5年中央値アプローチ」の利用に大きな問題はないことを確認した。そのうえで、検討委員会や市中協議（第2回）において、経済的価値等の課題が指摘されたことを踏まえ、同アプローチを軸として、論点整理を実施した。
- ✓ 実際の相場動向やケーススタディにもとづく検討の結果、同アプローチを利用する場合の課題の整理^{4, 5}に一定の進捗がみられた。また、同アプローチを利用する際に、貸付人が借入人に対して上記の課題について十分な説明を行わない場合、コンダクトリスクが生じ得ることについて、メンバー間で認識を共有した。

¹ 貸出サブグループの検討においては、TIBORのスプレッド調整について何ら整理がなされない場合、「現行の事務・システムとの親和性、当事者の体制整備への配慮の観点等を特に重視する主体にとっては、単一かつ未構築の金利指標（ターム物リスク・フリー・レート）にもとづくフォールバックに依らざるを得ない（第1順位をターム物リスク・フリー・レート、第2順位をTIBORとするウォーターフォール構造を選択することが難しくなり、金利指標選択の自由度を狭める。）」と指摘されている。

² 検討委員会の市中協議（第2回）の取りまとめ報告書にて公表することを想定している。以下、メソドロジーに関しても同様とする方向で検討する。

³ フォールバックではないが、TIBORは既存指標であり、現時点から事前移行での利用も可能であるため、事前移行を促す内容を公表すべきとの意見も複数聞かれた。

⁴ フォワード・アプローチについても比較検討を行ったが、従前指摘されたとおり、海外における検討状況や計算手法の複雑さ、将来的な不確実性などを理由に、採用することは困難と整理した。

⁵ 整理された主な課題は以下①～③のとおり。①LIBOR-TIBOR ベーシス市場におけるフォワード・カーブが「過去5年中央値」に収束することは期待できない、②（直近の相場状況にもとづくと、）「過去5年中央値」とフォワード・カーブには、年限が短いもので（上下）概ね10bp 弱の差が生じる可能性があり、年限が長くなるほど両者の差異は大きくなる、③TIBORにフォールバックした貸出のヘッジ取引としてデリバティブ取引を行うケース等において、2つの価格が併存することとなる可能性等がある。

- ✓ 同アプローチにより算出されるスプレッド調整値の公示主体を設けることは現実的ではない一方、算出したスプレッド調整値が金融機関毎に異なるといった状況を回避する観点から、メソドロジー（概要）の検討・公表が必要であることについて、メンバー間で認識を共有した。

（２）貸出サブグループでの意見照会結果

① 「過去５年中央値アプローチ」の利用に関する意見照会結果

- ✓ 経済的価値の観点の課題が改めて指摘される一方、フォールバック・レートとしての TIBOR の利用ニーズや、利用者の選択余地への配慮を踏まえ、検討委員会として同アプローチを推奨していないことを理由とともに明記のうえで、当事者合意による利用に資するかたちで検討結果を公表することが望ましいとの意見が示され、大多数の先が賛同した。
- ✓ 検討結果の公表に当たっては、経済的価値の観点からの課題は、コンダクトリスクを回避する観点から、借入人・貸付人双方が認識すべき契約上の留意事項（別紙参照）として公表することに、多数の先が賛同した。

② 「過去５年中央値アプローチ」のメソドロジーに関する意見照会結果

- ✓ 併せて、TIBOR のスプレッド調整値に関しては、フォールバック・レートとして TIBOR を利用する場合の最低限の利用環境を整える観点から、同アプローチ⁶にもとづくメソドロジー（概要）について検討のうえ、公表することが望ましいとの意見が示され、多数の先が賛同した。
- なお、上述のほか、貸出サブグループにおいて、貸出における TONA（後決め）のコンベンション（利息計算方式）について、意見照会を実施した（参考参照）。

以　上

⁶ 少数意見として、「過去５年中央値アプローチ」と並べて、英国検討体における事前移行の検討等を参考に、「フォワード・アプローチ」の利用や同メソドロジーの公表を推す声も聞かれた。

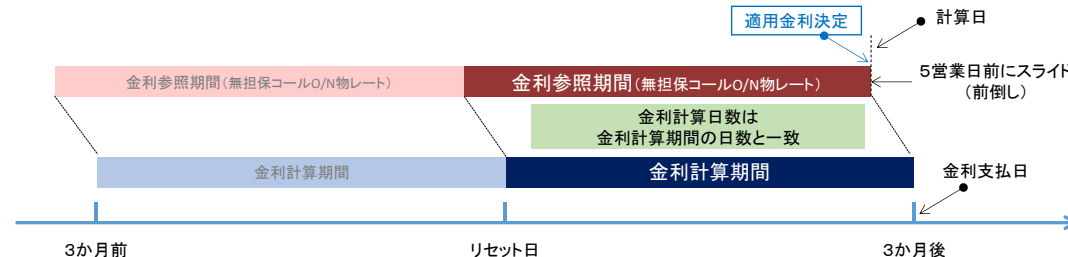
(別紙) TIBOR のスプレッド調整手法として「過去5年中央値アプローチ」を利用する場合の契約上の留意事項

- TIBOR は、検討委員会として推奨する貸出のフォールバック・レートのウォーターフォール構造には含まれていないが、当事者合意により、TIBOR をフォールバック・レートとして選択することは当然に妨げられるものではない。そうしたもとで、フォールバック・レートとして TIBOR を選択した際のスプレッド調整方法に、「過去5年中央値アプローチ」を利用する場合、少なくとも以下の点について、貸付人が借入人に対して十分な説明を行わないとコンダクトリスクが生じ得る。この点に関し、借入人・貸付人双方が理解・確認すべき事項の具体例は以下のとおり。
 - ・ スプレッド調整値の計算にあたって「過去5年中央値アプローチ」により得られる値と「市場実勢を映じるフォワード・カーブ」には差が生じ得る。特に、直近の相場状況にもとづくと、年限が長くなるほど、過去5年中央値アプローチとフォワード・カーブの差が大きくなる（借入人に不利になる）可能性がある。このため、貸出（特に残存年限が長いもの）に TIBOR をフォールバック・レートとするフォールバック条項を導入する場合には、こうしたリスクについて、借入人・貸付人双方が理解し、確認する必要がある。
 - ・ 現時点もしくは将来的に、借入人に金利ヘッジ等を目的としたデリバティブ取引のニーズがあるケースでは、貸出について「過去5年中央値アプローチ」を利用して TIBOR へフォールバックした場合であっても、デリバティブ取引では市場実勢にもとづくプライシング（例：TIBOR+「市場実勢にもとづくスプレッド調整」等）でフォールバックがなされる可能性があることや、一方で、貸出・デリバティブ取引双方のプライシングを「過去5年中央値アプローチ」に合わせる場合には、その追加的なコストを借入人・貸付人いずれかの主体が負担する必要があることを借入人・貸付人双方が理解し、確認する必要がある。
 - また、貸出およびデリバティブ取引には会計処理の相違がある。特に、TIBOR をフォールバック・レートとして利用することを検討する場合、上記の留意事項とともに、貸付人は借入人に対して、あらかじめ会計基準について確認するよう勧めるなど、業務範囲のなかで適切な案内を行ったうえで、価値移転（LIBOR とフォールバック・レートの差、LIBOR と後継金利の差など）に関する議論や契約交渉を行う必要がある。
 - ・ フォールバック・レートとして TIBOR を選択する場合のスプレッド調整値の公示主体は、検討委員会において選定されていない。スプレッド調整値については、貸出サブグループにおいて整理したメソドロジーなどにもとづき、当事者間の合意により決定することを、借入人・貸付人双方が理解し、確認する必要がある。

(参考) 貸出における TONA (後決め) の利用について

- ✓ 市中協議文書(第2回)では、貸出におけるフォールバック・レートのウォーターフォール構造において、第2順位として 0/N RFR 複利(後決め)を推奨しているほか、同市中協議文書中の移行計画で、「0/N RFR 複利(後決め)に対応した体制整備」の期限を 2021 年 1 Q 末としている。
- ✓ 英米の検討体では、実務面の対応可能性等を踏まえ、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 5 営業日前にスライドする「Lookback without Observation Shift」方式が推奨(提示)されている。
- ✓ これを踏まえ、貸出における TONA (後決め)⁷のコンベンション(利息計算方式)について、市場参加者の体制整備や円滑な利用に資するよう論点整理を実施のうえ、貸出サブグループで意見照会を実施。その結果、英米との平仄の観点から、圧倒的多数の先が「Lookback without Observation Shift」方式を選好する意見を示した⁸。

<「Lookback without observation shift」方式のイメージ(英米の検討を参考に「調整日数」を 5 営業日とした場合の一例)>



- ✓ なお、英米で提示されている、より詳細な計算手法(Compound the Rate/Compound the Balance、調整日数、端数処理、休日処理、フロアの設定、スプレッドの加算方法等)⁹については、さらなる整理を望む声があったほか、特定のコンベンションの推奨を求める意見も複数あった。
- ✓ 以下の主な意見照会結果の内容等も踏まえ、一定のコンセンサスが得られる事項についての整理・公表を念頭に、必要に応じて検討を継続する。

<主な意見照会結果>

- 英国の検討体の整理と同様に、複利の計算期間を前倒しする「Observation Period Shift¹⁰」方式についても頑健かつ実行可能な選択肢として利用が妨げられていないことを明記するのが望ましい。
- (5 銀行営業日などの)「調整日数」は可能な限り短いほうが望ましい中で、現時点で調整日数について具体的に推奨(整理)することは時期尚早であり、幅広い市場参加者による、事務面も含めた実務的な実現性に関する丁寧な評価を踏まえる必要がある。
- 将来的に、英米の検討体と同様に、利息計算を行うための、計算ロジックが確認可能なツール類を公表するのが望ましい。

⁷ コンベンションの検討に当たっては、取引当事者事情や実務負荷等により一つに定まらない可能性や、今後の市場動向についても留意を要する。

⁸ 貸出サブグループでは、0/N RFR 複利(後決め)のみならず、0/N RFR 単利(後決め)について、併せて検討対象としている。

⁹ なお、英国検討体では、各種コンベンションの利息計算結果について、ウェブ上において無料で確認ができる計算ツールをまとめて紹介している。

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/rfr/rfrwg-freely-available-calculator-summary.pdf>

¹⁰ 債券サブグループでは、債券における 0/N RFR 複利(後決め)のコンベンションについて、多くのメンバーが「Observation Period Shift」方式を選好した(検討委員会第 15 回会合資料 3)。