

【資料5】債券サブグループからの報告内容

1. 債券サブグループにおける追加の検討課題とその対応

- この間、海外での議論や債券サブグループの各メンバーでの検討も進捗してきたことを踏まえて、これまで検討委員会で取り上げていた課題のほかに、追加的に検討すべき事項がないか議論を実施。主な意見とその対応については以下のとおり。

(1) 「0/N RFR 複利（後決め）」を利用する場合の実務上の負担

- ✓ 「0/N RFR 複利（後決め）」を利用する場合にあたって、多くのメンバーから、金利後決め方式の参照金利に対応した事務・システムの構築コストが相応に大きい点が指摘された。また、利払日の2または5営業日前に利率が確定する場合の利払事務のフィージビリティ、セカンダリー市場における債券単価や経過利息の決定方法など実務上の懸念が示された。
- ⇒ 債券サブグループでは、これまで、「0/N RFR 複利（後決め）」は、リスク・フリー・レートに基づくターム物金利（以下「ターム物 RFR 金利」）の構築までの暫定的な利用が想定されると整理。上記意見を踏まえ、今般、同選択肢の暫定利用が実務上可能か否かという点も含めて、現時点での各選択肢の評価等について、改めて意見照会を実施した（詳細は後述2. 参照）。

(2) 仕組債・資本性証券・証券化商品といった社債以外の債券への対応

- ✓ 債券サブグループでは、これまで、発行規模や発行要項の変更手続きの負担が大きい社債を念頭に議論してきた。もっとも、一部メンバーからは、円 LIBOR を参照する仕組債や資本性証券、証券化商品についても、実務上の負担が相応に大きいことが想定されるため、市中協議では、これら債券に固有の論点を引き出し、市中協議後の検討・整理に繋げることが重要との意見があった。
- ⇒ 市中協議では、仕組債・資本性証券・証券化商品の個別の論点などについて協議することは特段しないが、今後検討が必要となる旨を記載するほか、実務上の懸念点を募ることとしたい。

2. 債券における各選択肢の評価の再整理

- 1. のとおり、「0/N RFR 複利（後決め）」については、金利後決め方式の参照金利に対応した事務・システムの構築コストが相応に大きいとの意見が多数聞かれたことから、ターム物 RFR 金利構築までの同選択肢の暫定利用が実務上可能か否かという点も含めて、現時点での各選択肢の評価等について、意見照会を実施。意見照会結果の概要は以下のとおり。

（1）現時点での各選択肢の評価に対する意見照会結果

- ✓ 現時点では、将来的にはターム物 RFR 金利の利用が望ましいとの見方が多数であった。
 - ✓ この点、2021 年半ばを目途とするターム物 RFR 金利構築までの間は、「0/N RFR 複利（後決め）」を利用するにあたり、システム改修が不要と認識している先は、その暫定利用は可能と評価。他方、システム改修が必須と認識している先では、「0/N RFR 複利（後決め）」（証券）のほかに、「0/N RFR 複利（前決め）」や「TIBOR」（銀行・事業法人）の暫定利用を望む先も存在した。
 - 多くの先は、「0/N RFR 複利（後決め）」の利用は約定・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ほか、変動利付債の取扱件数も相当数見込まれることから、簡易なシステム改修やマニュアルでの対応は困難と認識。
 - 「0/N RFR 複利（後決め）」の利用を望む主な理由としては、ISDA デリバティブとの平仄や海外での利用実績など。
 - ✓ また、「0/N RFR 複利（後決め）」については、システム改修が必要となることから、そもそも、ターム物 RFR 金利の利用を志向せず、当初よりシステム改修を実施のうえ、「0/N RFR 複利（後決め）」を将来にわたって利用することを望む意見もみられた（証券・事業法人）。
- ⇒ 以上を踏まえると、「0/N RFR 複利（後決め）」については、各社の事務・システムの状況次第では、その利用にあたって事務・システムの構築コストが相応に大きいことから、その暫定利用は費用対効果に見合わないと考えられる。従って、「0/N RFR 複利（後決め）」の利用を選好する場合には、当初よりシステム改修を行い、ターム物 RFR 金利へ移行せずにこれを恒久的に利用することも想定される。

(2) 0/N RFR 複利（後決め）を利用する場合の利払実務上の留意点

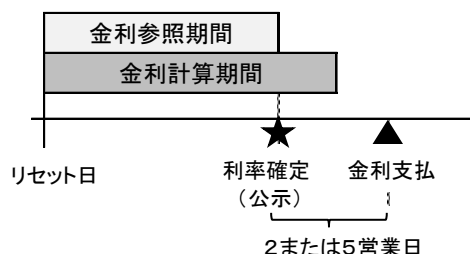
- ✓ 現行の証券保管振替機構（以下「保振」）のシステム上、計算代理人や財務代理人等は、利払日の7営業日前に保振に対して利率等を通知する必要があることから、現行の保振システムを前提とすると、「0/N RFR 複利（後決め）」の要件として、利率確定日を利払日の2または5営業日前とすることは、債券の利払実務上難しいとの指摘があった。
- ✓ 他方で、利率確定日を前倒す（金利参照期間を短縮する）場合には、負の影響として、市場実勢との乖離および金利変動リスクが拡大（特に期末越えや金融政策の変更があった場合は顕著）することに加え、現行のOIS市場慣行との乖離が発生することにより、ヘッジスワップとのベーススリスクが発生し得ることなどが指摘された。

⇒ この間、国際的には、「0/N RFR 複利（後決め）」の算出方法として、金利参照期間を短縮する「Lock out 方式」（下表参照。以下同様）に加え、金利参照期間と金利計算期間を一致させ、利払日を後倒す「Delay 方式」、金利参照期間と金利計算期間の日数を一致させ、参照期間を前倒す「Reset days prior 方式」も検討されている¹²。

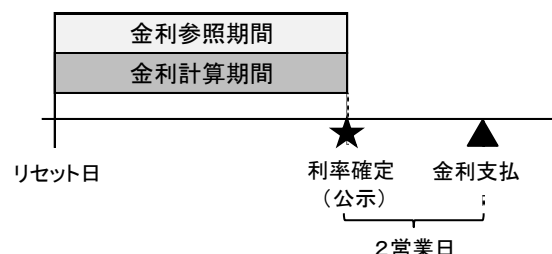
市中協議において、「0/N RFR 複利（後決め）」に関し、公示を前提とした要件として利率確定日が利払日の2または5営業日とすることが支持された場合や、今後の国際的な動向³や他の金融取引・商品等の議論も踏まえつつ、債券の利払実務への具体的な対応策を検討していく必要がある。

▽ 現在国際的に議論されている「0/N RFR 複利（後決め）」の主な算出方法

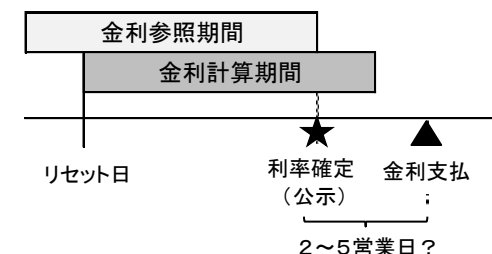
【 Lock out 方式 】



【 Delay 方式 】



【 Reset days prior 方式 】



以 上

¹ 例えば、スイスでは、(2) 0/N RFR 複利（後決め）の算出方法として、複数のパターンに分けて検討されている。

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

² O/N レートを用いた金利スワップ（Overnight Index Swap, OIS）では「Delay 方式」、現時点では、米国や英国で発行された RFR を参照する変動利付債はそれぞれ「Lockout 方式」、「Reset days prior 方式」が用いられている。

³ 海外では、金利計算の方法として「O/N RFR」の複利計算のほか単純平均の事例も出ている。