

【資料4】貸出サブグループからの報告内容

1. 貸出サブグループにおける追加の検討課題とその対応

①契約上の論点について

- 貸出契約は当事者合意が重要な論点であり、法的な条文解釈の論点は特段 SG の検討では挙げられなかった。
- 円 LIBOR を参照しており、LIBOR の恒久的な公表停止以降に満期を迎える契約については、LIBOR の恒久的な公表停止を迎えたとしても、「直ちに契約が無効」となるわけではないと考えられるが、当事者間で後継金利の交渉が必要となることが想定されるため、「現時点からフォールバックに関する条項を手当することが有用」との意見が多く聞かれた。
- 一方で、「既存契約の変更手続き」については、ネガティブコンセンスト等の簡素な取扱いに対しては、借手・貸手双方から、訴訟リスクへの懸念が示されており、丁寧な手続きを踏むことが必要と考えられる。

②フォールバック条項を含む契約について

- フォールバックに関する契約については、フォールバック条項を定める時点で後継金利の詳細等（フォールバック・レートやスプレッド調整の方法）まで定める「ハードワイヤードアプローチ」と、「将来的に後継金利等を定める」といった柔軟性をもつ契約条項を含む「修正アプローチ」が挙げられる。
- 修正アプローチは、以下のようなメリットがある。
 - ✓ 柔軟性をもつ契約条項を既存契約に盛り込むことは、（将来が不確実な状況下）ハードワイヤードアプローチよりも、当事者間の合意が容易である。
 - ✓ 仮に当該条項について当事者間で合意していれば、契約の安定性が高まる。「早期選択トリガー」を定めておけば、「公表停止前トリガー」もしくは「公表停止トリガー」に抵触するよりも前に、将来的な契約修正（※）または参照する金利指標を見直し、移行を行うことが（契約上何も定められていない場合よりも）容易になる。※条項により具体的な内容を定める場合も含む。
 - ✓ 折衝を将来的に行うことを前提とした場合、当該時点で直近の市場動向を踏まえた検討が可能となる。
- なお、既存の契約書にこうした柔軟性をもつ契約事項が盛り込まれている場合は、当該条項での代替も可能と考えられる。
- シ・ローンにおいては、LMA から、LIBOR の恒久的停止時等による後継金利の決定に関し、通常の契約変更よりも緩和された形で、契約変更を可能とするひな型が公表されており、こうした点も参考にすることが考えられる。
- 「ハードワイヤードアプローチ」「修正アプローチ」等の具体的内容について、シ・ローン契約のひな型については JSLA を中心とした実務担当者において検討が進められる見込み。相対貸出についてはひな型が存在しないが、JSLA 等の検討を参考に各社で検討を進めていくことが考えられる。

2. 移行やフォールバックの概念整理について

➤ これまでの検討を踏まえ、以下のとおり移行やフォールバックの概念を整理することが可能。

	パターン	説明	トリガー (ARRC 市中協議上の分類)	代替金利指標／後継金利	
移行	①新規分移行 (2021 年末より前に期日を 迎える契約のロールオーバ ー含む)	新規取引の際に代替金 利指標を参照	-	契約締結時に個別交渉	
	②既存契約更改	既存取引の契約更改に より、参照金利を代替 指標に変更	-	更改時に個別交渉	
フォールバック	③早期選択フォールバック	市場情勢に応じた当事 者判断でのトリガー発 動による指標変更	(a) 早期選択トリガー (Early "Opt-in Trigger")	【ハードワイヤー ド・アプローチ】 事前に選定（新規契約 時／フォールバック 条項挿入時に選定） (1) 単一 (2) ウォーターフォ ール方式	【修正アプローチ】 市場動向を勘案して選 定 (ARRC の市中協議で は、貸手が選定。借手 のネガティブコンセン トに服する定めも可 能)
	④公表停止前フォールバ ック	指標の公表停止以外の 客観事象に基づくトリ ガー発動による指標変 更	(b) 公表停止前トリガー (Pre-cessation Triggers)		
	⑤公表停止フォールバック	公表停止トリガー発動 による指標変更	(c) 公表停止トリガー (ISDA Triggers)		
(事後対応)	(⑥事後対応)	(フォールバック条項 がないまま公表停止を 迎える)	-	(公表停止が発表された時点の市場慣行等を勘 案し、個別交渉となることが想定される)	

➤ 貸出において、最も避けるべきパターンは「⑥事後対応」であり、フォールバックのトリガーは少なくとも、(c) 公表停止トリガーを含み、⑤公表停止フォールバックを可能とする必要がある。ただし、④⑤では、指標変更タイミングが集中するリスクがあり、その緩和のために移行（①②）や早期選択フォールバック（③）も視野に入れることが重要と考えられる。

3. 貸出における各選択肢の評価の再整理

➤ (a)新規指標、(b)フォールバック・レートとスプレッド調整の組み合わせの選択順位について意見照会を実施。

【(a)新規指標について】

✓ 0/N RFR 複利を参照する商品取扱いには事務・システム面等必要な準備が完了次第可能となる一方、ターム物 RFR 金利を参照する商品の提供には一定の時間を要することを踏まえ、選択肢として以下の2つのケース（金利選択のパターンは①～⑥）を提示。

(1) 当面は 0/N RFR 複利もしくは TIBOR を暫定的に活用し、 構築後にターム物 RFR 金利を恒久的に利用			(2) 当初よりいずれかの指標を恒久的に利用 (ターム物 RFR 金利は利用せず)	
	暫定的対応： ターム物 RFR 金利構築前	恒久的対応： ターム物 RFR 金利構築後		ターム物 RFR 金利の構築に関わらず恒久的対応
①	0/N RFR 複利（前決め）	ターム物 RFR 金利	④	0/N RFR 複利（前決め）
②	0/N RFR 複利（後決め）	ターム物 RFR 金利	⑤	0/N RFR 複利（後決め）
③	TIBOR	ターム物 RFR 金利	⑥	TIBOR

✓ 結果の概要は以下のとおり。

○ 現時点では、(i)将来的にはリスク・フリー・レートに基づくターム物金利の利用が望ましいとの見方が最も多く、次いで、(ii)現時点から TIBOR を恒久的に利用するという意見が寄せられた。

【将来的にターム物 RFR 金利を恒久的に利用する場合、ターム物 RFR 金利構築までの暫定期間の金利について】

- 暫定期間については③TIBOR を利用することが、既存の事務・システム面の観点から実務負担も相対的に低い（事業法人・証券・生保・銀行）との理由から最も支持を集めた。
- ②0/N RFR 複利（後決め）については ISDA デリバティブにおけるフォールバック・レートとなる点を踏まえ、デリバティブとの平仄の観点から選択する（事業法人等）との理由から一定程度の参加者がその暫定的な利用は可能と評価した。
- その他、実務負担の観点から、①0/N RFR 複利（前決め）を選択する意見（事業法人）も少数ながらあった。

【当初よりいずれかの指標を恒久的に利用する場合】

- ⑥TIBOR については、現状実務と最も親和性があるとの意見のほか、銀行間の資金の運用調達に付随するリスクプレミアムを反映した金利が貸出で提供する資金の一般的なベース金利として適している、ヘッジ会計を適用する ISDA デリバティブ取引を伴わない場合に有用（いずれも銀行）との理由から一定程度支持された。
- 一方で、恒久的対応として⑤0/N RFR 複利（後決め）を選好する意見は「ターム物 RFR 金利が構築されない場合」等の限定条件を付けた場合に留まり、また、④0/N RFR 複利（前決め）を選択するという意見は寄せられなかった。

【(b) フォールバック・レートとスプレッド調整の組み合わせについて】

✓ これまでの議論を踏まえ、フォールバック・レートとスプレッド調整の組み合わせ選択肢として左表が考えられる。意見照会結果の概要は右表のとおり。

	スプレッド調整	フォールバック・レート
X	フォワード・ アプローチ	①0/N RFR 複利（前決め）
		②0/N RFR 複利（後決め）
		③ターム物 RFR 金利
		④TIBOR
		⑤TIBOR (L/T 利用)
Y	過去の中央値・平均値 アプローチ	①0/N RFR 複利（前決め）
		②0/N RFR 複利（後決め）
		③ターム物 RFR 金利
		④TIBOR
Z	スポット・スプレッド アプローチ	①0/N RFR 複利（前決め）
		②0/N RFR 複利（後決め）（利用できない）
		③ターム物 RFR 金利
		④TIBOR

- スプレッド調整については ISDA デリバティブとの平仄、広い実績値を参照するため不正操作が難しく、計算が容易で計算結果に透明性がある等の理由により（公示を前提として）過去の中央値・平均値アプローチ（Y）を選好する意見が大半であった。
- 一方で、借手の理解しやすさ等の観点から、フォワード・アプローチ（X）やスポット・スプレッドアプローチ（Z）を選好する意見も少数だが寄せられた。
- フォールバック・レートについては、スプレッド調整との組み合わせで整理すると、「(a) 新規指標」における選択と同様、実務上の負荷等を踏まえ、「Y-③ターム物 RFR 金利」および「Y-④TIBOR」を選好する意見が多く寄せられた。また、ISDA が選定するベンダーにより公表が予定されていることを踏まえ、「Y-②0/N RFR 複利（後決め）」を選好する意見も同程度寄せられた。
- その他、「Y-①0/N RFR 複利（前決め）」「X-④TIBOR」、「X-⑤TIBOR (L-T 利用)」または「Z-④TIBOR」という意見もごく少数寄せられた。
- ただし、いずれの組み合わせを選んでも、価値移転が生じるとの指摘が改めてみられた。

※ターム物 RFR 金利をフォールバック・レートとする場合はフォールバック時までには構築されるか不透明であるため、ウォーターフォール構造とすることが考えられる。

以 上