

LIBORの恒久的な公表停止への対応に関する論点整理

I. LIBORの恒久的な公表停止の可能性とこれへの対応

1. LIBORとその公表停止

金利指標改革を巡り国内外で検討が行われる中、2021年末以降、LIBORの公表が恒久的に停止する可能性が高まっている¹。

LIBORとは、「London Interbank Offered Rate」の略称で、インターコンチネンタル取引所（Intercontinental Exchange）が計算し公表する、ロンドン市場において世界の主要銀行（パネル行）が想定する平均貸出金利²である。主要5通貨（米ドル・英ポンド・スイスフラン・ユーロ・日本円）につきそれぞれ7つの期間（翌日、1週間、1ヶ月、2ヶ月、3ヶ月、6ヶ月及び12ヶ月）に対応するものが公表されている。

2. LIBORの公表停止による影響（問題の所在）

LIBORは、金利スワップなどのデリバティブ契約をはじめ、企業向けの貸出や社債の発行条件などの変動金利の商品において、金利の算出のための指標として使われるケースが多い。LIBORが廃止されると、これらの商品における金利の算出ができなくなる。

LIBORは、金融機関のみならず、事業法人や機関投資家など多様な利用者に利用されているため、備えのない状態でLIBORの公表が停止された場合、利用者への影響は大きいことが想定される。

3. LIBORの公表停止への対応

各国で対応が進められる中、日本においては、「日本円金利指標に関する検討

¹ 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った。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、を挙げている（第1回市中協議文書4頁注4。ベイリー長官の講演（「The future of LIBOR」）については、<https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>を参照）。

² 各パネル行の呈示する金利のうち、上下25%を除いた残りの50%の平均値を算出する。LIBOR及びその算出に関する詳細については、<https://www.theice.com/iba/libor>を参照。

委員会」(以下「検討委員会」³)が金融商品や取引の性質に応じて円金利指標を適切に選択し利用していくうえで必要な検討の一環⁴として、2019年7月に「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」(以下「第1回市中協議文書」)⁵を公表し、同年11月にその結果を取りまとめた(『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』取りまとめ報告書)。以下「取りまとめ報告書」⁶。また、2020年8月には、「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(第2回)」(以下「第2回市中協議文書」)⁷を公表する等して、貸出及び債券に関する対応を主導している。

また、デリバティブ商品については、International Swaps and Derivatives Association(以下「ISDA」)が中心となって検討を進めている。

本稿では、主として第1回市中協議文書、取りまとめ報告書及び第2回市中協議文書をベースに、LIBORの恒久的な公表停止への対応のうち、LIBORに代わる金利指標の選定及びその導入に関する議論について概観するとともに、これに関連する論点の整理を試みる⁸。

II. LIBOR を利用しない金利計算方法

1. 金利指標改革

金融安定理事会は、2014年7月、「主要な金利指標の改革」と題する報告書⁹を公表し、(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)¹⁰の特定を提言するとともに、(ii)それ

³ https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/index.htm/ (検討委員会 HP)。

⁴ 検討委員会の検討事項としては、①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、②①を踏まえた具体的課題とその対応策の整理、及び③①及び②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、の3点が掲げられている(2018年7月20日『日本円金利指標に関する検討委員会』の設立について)

(https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/rel180720e.pdf) 参照)。

⁵ https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/data/cmt190702b.pdf

⁶ https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/data/cmt191129b.pdf

⁷ https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/cmt200807b.pdf

第2回市中協議文書については2020年9月末まで意見募集が行われており、今後結果が取りまとめられて公表される予定である。

⁸ LIBORの恒久的な公表停止への対応についての現状や課題について取りまとめたものとして、高橋哲生、関口達仁、大峰裕之「LIBORの恒久的な公表停止に向けた取組みとその課題」(NBL1173号(2020年)17頁)、LIBORの恒久的な公表停止に伴う契約上の諸論点を概観したものとして、森下国彦「LIBORの廃止に伴う契約上の諸問題」(金融法務事情2143号(2020年)6頁)。

⁹ 「Reforming Major Interest Rate Benchmarks」

(http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_140722.pdf)。

¹⁰ 検討委員会の前身である「リスク・フリー・レートに関する勉強会」が2016年12月に公表した『日本円のリスク・フリー・レートの特定に関する報告書』1頁において、「取引当事者である銀行の信用リスクを含まないリスク・フリーに近い金融指標」を「リスク・フリー・レート」

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）が望ましい旨を提言した。この報告書を受け、各国において、RFR の特定作業が進み、日本においては、2017 年 7 月に全銀協 TIBOR 運営機関が TIBOR 改革を実施¹¹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・O/N 物レート」を日本円の「リスク・フリー・レート」として特定した¹²。

2. 代替金利指標の選択肢

第 1 回市中協議文書では、LIBOR の代替となりうる金利指標として、以下の 5 つを挙げている^{13, 14}。

(1) O/N RFR 複利（前決め）（「選択肢(1)」）

金利の適用開始時点までの一定期間の無担保コール O/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。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する（＝前決め）。

(2) O/N RFR 複利（後決め）（「選択肢(2)」）

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 O/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。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する（＝後決め）。

(3) ターム物 RFR 金利（スワップ）（以下「ターム物リスク・フリー・レート」）（「選択肢(3)」）

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。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する¹⁶。

としている (<https://www.boj.or.jp/paym/market/sg/rfr1612c.pdf>)。

¹¹ TIBOR 改革の詳細については以下参照。

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

¹² Tokyo Overnight Average Rate (TONA)。

¹³ 第 1 回市中協議文書 10 頁、別紙 2-a。以下、特に断りのない限り、LIBOR とは円 LIBOR を意味するものとする。

¹⁴ なお、デリバティブ取引に関しては、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」）については、ISDA 市中協議の結果、代替金利指標として選択肢(2)が指定されることが決定された。

¹⁵ 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 O/N 物レートの加重平均値（複利計算）として、固定金利と交換する取引。日本円 OIS についての詳細については、第 1 回市中協議文書 49 頁「BOX2」を参照。

¹⁶ 選択肢(3)は、今後構築が必要な指標であり、検討委員会によりその参考値の算出・公表主体に指定された株式会社 QUICK（以下「QUICK」）が、2020 年 5 月 26 日より、市場参加者や金利指標ユーザーが事務体制等を整備するために用いる「参考値」の公表を開始した。QUICK は

(4) ターム物 RFR 金利（先物）（「選択肢(4)」）

東京金融取引所に上場されている無担保コール O/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。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する¹⁷。

(5) TIBOR（「選択肢(5)」）

TIBOR は、一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関（以下「TIBOR 運営機関」）において、その算出・公表を行っている金利指標¹⁸で、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する。

3. 代替金利指標に関する第 1 回市中協議の結果と第 2 回市中協議における整理

(1) 貸出

第 1 回市中協議文書においては、検討委員会での議論を踏まえ、貸出にかかる恒久的な代替金利指標の選択肢について、以下のような整理が示された¹⁹。

「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、選択肢(3)・(4)の利用が望ましいとの見方が多数であること

同じく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 と類似していることから、既存の事務・システムが利用可能との観点もふまえ、選択肢(5)の恒久的な利用についても一定程度支持されたこと」

2020 年 7 月にこの指標の正式名称を「東京ターム物リスク・フリー・レート（Tokyo Term Risk Free Rate、略称「TORF」）と決定した（<https://moneyworld.jp/page/torf.html>）。2020 年 10 月 9 日より参考値の日次公表が開始された。実際に取引に用いられる「確定値」の公表は、遅くとも 2021 年半ばまでを目途に開始される予定となっており（第 1 回市中協議文書 18 頁）、QUICK がターム物リスク・フリー・レートの運営機関となることが想定されている（第 2 回市中協議文書 12 頁注 36）。

¹⁷ 選択肢(4)のベースとなる無担保コール O/N 金利先物は東京金融取引所に上場されているが、現在取引停止中であり、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において検討中であることから、第 1 回市中協議の時点で、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と位置づけられた（第 1 回市中協議文書 21 頁、取りまとめ報告書 6 頁注 15）。

¹⁸ TIBOR は、各リファレンス・バンク（レート呈示銀行）が、毎営業日、午前 11 時時点における 1 週間物、1 か月物、3 か月物、6 か月物、12 か月物の 5 種類について、市場実勢レートを TIBOR 運営機関に呈示し、TIBOR 運営機関は、各期間における呈示レートについて、それぞれ上位 2 行と下位 2 行の値を除外して、それ以外の呈示レートを単純平均することで算出される（<http://www.jbatibor.or.jp/about/> 参照）。

¹⁹ 第 1 回市中協議文書 37 頁、取りまとめ報告書 5 頁。

市中協議の結果も、移行及びフォールバック²⁰の双方の場面において、以上の整理と同様に、選択肢(3)及び選択肢(4)を選好する意見が多く、次いで選択肢(5)を選好する意見が多くみられた²¹。ただし、選択肢(5)の利用については、銀行等の当該選択肢を支持する先からは、国内の貸出金利として定着しており現行の事務・システムとの親和性が高いとの意見がみられた一方、事業法人を中心に、円 LIBOR との金利水準の違いやデリバティブ取引によるヘッジが難しいこと等を理由に、慎重なスタンスを示す意見が多くみられた²²。

また、選択肢(3)及び選択肢(4)が構築されるまでの暫定的な対応としては、選択肢(2)を選好する意見と選択肢(5)を選好する意見に分かれた²³。

上記の市中協議の結果に加え、実体面での体制整備の状況や国際的な動向等を踏まえ、検討委員会が意見照会を実施した結果、以下のウォーターフォール構造が最大の支持を獲得したことから、検討委員会は、第2回市中協議文書において、下記のウォーターフォール構造を採用することを推奨している²⁴。

- ・ 第1順位：ターム物リスク・フリー・レート
- ・ 第2順位：O/N RFR 複利（後決め）
- ・ 第3順位：貸付人が、〔関連監督当局等による推奨内容または市場慣行を適切に考慮したうえで、〕 適当と認め、借入人に通知するレート

(2) 債券

第1回市中協議文書においては、検討委員会での議論を踏まえ、債券にかかる恒久的な代替金利指標の選択肢について、以下のような整理が示されていた。

「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、貸出と同様、将来的には、選択肢(3)及び選択肢(4)の利用が望ましいとの見方が多数であること

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る一方、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、当該選択肢を恒久的に利用するこ

²⁰ 移行とは、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、他の金利指標を用いる対応方法をいい（第1回市中協議文書7頁）、フォールバックとは、円 LIBOR を参照金利とし、契約期間が LIBOR の恒久的な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に円 LIBOR に代えて参照する後掲金利を契約当事者間で予め合意しておく対応方法をいう（第1回市中協議文書8頁）。

²¹ 取りまとめ報告書5頁。

²² 取りまとめ報告書6頁。

²³ 取りまとめ報告書6頁。

²⁴ 第2回市中協議文書6頁。

とを望む意見も相応にみられたこと」

市中協議の結果では、移行に関しては、以上の整理と同様に、選択肢(3)及び選択肢(4)を愛好する意見が過半数を占めたほか、選択肢(2)を挙げる意見も相応にみられた²⁵。一方で、フォールバックに関しては、ヘッジ会計の適用を継続する観点から、ISDA デリバティブのフォールバックの内容（すなわち選択肢(2)）と揃えるとの考え方に賛同する先が大多数を占めた²⁶。

また、選択肢(3)及び選択肢(4)が構築されるまでの暫定的な対応としては、ISDA デリバティブ取引との関連性等を理由に、選択肢(2)を愛好する意見が多くみられた²⁷。

上記の市中協議の結果に加え、会計等の制度面や海外検討体等での検討の進捗や、債券においては、セカンダリー市場での流動性確保の観点から、フォールバックの内容について標準化を進めることが重要となることを踏まえ、検討委員会が意見照会を実施した結果、プレーンな債券のフォールバックについて以下のウォーターフォール構造が最大の支持を獲得したことから、検討委員会は、第2回市中協議文書において、プレーンな債券のフォールバックについて以下のウォーターフォール構造を採用することを推奨している²⁸。

- ・ 第1順位：ターム物リスク・フリー・レート
- ・ 第2順位：O/N RFR 複利（後決め）
- ・ 第3順位：当局関連委員会²⁹により推奨された指標
- ・ 第4順位：代替されるべき指標のフォールバック・レートとして ISDA 定義集が定めるもの
- ・ 第5順位：発行体等が選定する指標

4. スプレッド調整とその手法について

選択肢(1)から選択肢(4)までについては、リスク・フリー・レートをベースに構築される指標であるのに対し、選択肢(5)は、LIBOR と同様、銀行のクレジット・リスク等が勘案されたレートとなっている。選択肢(1)から選択肢(4)までのいずれかにフォールバックを行う場合、円 LIBOR と代替金利指標との間には差異（スプレッド）があるため、フォールバックの結果として、一方の当事者にとっては利益が生じ、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る。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る。このような価値の移転を最小化するために、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

²⁵ 取りまとめ報告書 8 頁。

²⁶ 取りまとめ報告書 12 頁。

²⁷ 取りまとめ報告書 9 頁。

²⁸ 第2回市中協議文書 10 頁。

²⁹ 「中央銀行ないし関連監督当局が推奨ないし事務局を務める委員会」を意味する。第2回市中協議文書 10 頁注 32。

調整)を行うことが求められる³⁰。

第1回市中協議文書においては、ISDAの実施した市中協議(以下「ISDA市中協議」)³¹を参考に、①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ある「フォワード・アプローチ」、②一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ある「過去の平均値・中央値アプローチ」、及び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・レートの差にもとづいて計算する方法である「スポット・スプレッドアプローチ」の3つのアプローチが示された³²。市中協議の結果については、回答数が全体で12先と少なかったものの、ISDA市中協議において大多数の賛同を得た「過去の平均値・中央値アプローチ」に反対する意見は一部にとどまった³³。

検討委員会では、上記の結果に加え、英米の検討体で行われた、貸出や債券についてフォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートまたはO/N RFR複利(後決め)を参照する場合のスプレッド調整手法等を踏まえ、フォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートまたはO/N RFR複利(後決め)を参照する場合のスプレッド調整手法について検討が行われた。検討の結果、貸出及び債券の双方に関し、フォールバック・レートとしてターム物リスク・フリー・レートとO/N RFR複利(後決め)のいずれを採用する場合においても、算出手法の複雑化の回避や直近の相場動向の反映等の観点から、調整スプレッドを「過去5年中央値アプローチ」で算出する手法を採用することが適当と整理された³⁴。

また、実際の契約で利用するスプレッド調整値については、通貨間の整合性やISDAデリバティブとの平仄、公平性・客観性の観点から、ISDAデリバティブのフォールバックで利用されるBloombergの公示スプレッド³⁵を利用することが適当と整理された³⁶。

³⁰ 第1回市中協議文書24頁。なお、価値の移転はフォールバック・レートを選択肢(5)とした場合にも生じうるため、価格移転リスクの最小化のためには選択肢(5)についてもスプレッド調整を行う必要がある。また、スプレッド調整を行っても、価値の移転のリスクは完全には除去できない点には留意が必要である。

³¹ <http://assets.isda.org/media/04d213b6/db0b0fd7-pdf/> 参照。この時点でのISDA市中協議においては、「過去の平均値・中央値アプローチ」が大多数の賛同を得た。その後のフォールバック算出方法の詳細に関するISDA市中協議の結果に基づき、スプレッド調整に「過去の中央値アプローチ」が採用され(<http://assets.isda.org/media/3e16cdd2/d1b3283f-pdf/> 参照)、ISDAデリバティブについてはBloombergが公示するスプレッドを利用することが想定されている。

³² 第1回市中協議文書25頁。また、各アプローチの詳細な長短、及び選択肢(1)から選択肢(5)との組み合わせについては第1回市中協議文書別紙2-eを参照。

³³ 取りまとめ報告書10頁。

³⁴ 第2回市中協議文書7、11頁。

³⁵ ISDAデリバティブのフォールバック時に利用されるスプレッド調整値は、2020年7月にBloombergにより公表が開始されている。

³⁶ 第2回市中協議文書8頁。

III. 代替金利指標の採用のための条件と手続

LIBOR に代替する金利指標を特定し、当該金利指標を LIBOR に代えて利用するためには、関連する商品にかかる契約に、代替金利指標のほか一定の条件を含む規定を導入することが必要となる。以下では、導入が必要となる条件と導入のための手続について概観する³⁷。

1. 移行とフォールバック

上記注 20 で述べたとおり、代替金利指標を採用する際の対応方法としては、移行とフォールバックとがあるが、以下ではフォールバックのみを念頭に置く。移行は新規の契約によって行うため、当事者が移行後の契約内容について同意することがポイントになるのに対し、フォールバックは、フォールバック後の契約内容についての同意に加え、継続している契約の内容の変更が必要となることから、フォールバックについての整理を行うことで、移行についての整理は基本的にカバーされるためである。

2. フォールバックの条件

(1) トリガー

フォールバックは、LIBOR の公表停止に備えた対応であることから、LIBOR 公表停止を念頭に置いたフォールバックの発動トリガーが必要となる。第 1 回市中協議文書では、ISDA や諸外国における提案等を踏まえ、以下のようなトリガーが提案されている³⁸。

- ・ 公表停止トリガー：LIBOR の公表停止を念頭に置いたトリガーであり、具体的には、「LIBOR 公表主体が LIBOR の公表停止を発表した場合」や「LIBOR の規制当局が、LIBOR の公表停止を発表した場合」をトリガー事由とする。
- ・ 公表停止前トリガー：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 の信頼性が低下する可能性もあることから、LIBOR の公表停止前にもトリガー事由をセットすることが提案されている。具体的には、「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」をトリガー事由とする。

³⁷ なお、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るが、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る（第 1 回市中協議文書 22 頁）。以下では、既存の契約の条項によっては LIBOR に代わる金利指標が定まらず、フォールバックによる契約の変更が必要となる場合を念頭に置く。

³⁸ 第 1 回市中協議文書 22 頁。

- ・ 早期選択トリガー：主として貸出に関しては、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提案されている。これにより、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るとしている。

具体的な例として、「少なくとも5つのシンジケート・ローンが『SOFR³⁹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」（ハードワイヤードアプローチ）や「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」（修正アプローチ）をトリガー事由とすることが挙げられる⁴⁰。

市中協議の結果、「少なくとも公表停止トリガーを設定し、必要に応じてその他のトリガーを設定する」という整理に対して、ISDA デリバティブ取引との平仄を重視する等の観点からほとんどの先が賛同している⁴¹。

(2) 後継金利の決定方式

フォールバックの際の後継金利を具体的にどのように決めておくかについては、契約の変更時（すなわち、LIBOR の公表停止前）に具体的な後継金利を決定しておく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修正アプローチとが考えられる。

債券については、原則として社債権者集会による変更手続が必要であり、トリガー時に後継金利を再度決定することは事実上困難であることから、第1回市中協議文書においては、修正アプローチを採用することは実務上現実的ではないとした上で、ハードワイヤードアプローチを採用しつつ、後継金利を一意に決定しておく方法のほか、後継金利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）が提案され⁴²、市中協議の結果においてもハードワイヤードアプローチが支持を得ている⁴³。

貸出については、当事者間の個別の交渉によって後継金利を合意すればよく、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あることから、第1回市中協議文書においては、ハードワイヤードアプローチのほか、修正アプローチもとりうるものとされた⁴⁴。市中協議の結果においては、フォールバック条項の導入・適用に際して必要

³⁹ 米ドルに関して特定されたリスク・フリー・レートである担保付翌日物調達金利（Secured Overnight Financing Rate）。

⁴⁰ 第1回市中協議文書 29 頁。なお、これらの文言は、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）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（注 46 参照）の内容にもとづいて例示したもの。

⁴¹ 取りまとめ報告書 11 頁。

⁴² 第1回市中協議文書 26 頁。

⁴³ 取りまとめ報告書 13 頁。

⁴⁴ 第1回市中協議文書 30 頁。

になる交渉や意思決定等の対応負担の観点から、多くの先がハードワイヤードアプローチを選好した。また、市場動向等をふまえて金利を選択するニーズ等から、修正アプローチを支持する先も一定数みられた⁴⁵。

第2回市中協議文書においては、上記 II.3.(1)及び(2)で述べたとおり、貸出と債券のいずれについても、ハードワイヤードアプローチの下で、ウォーターフォール構造を採用することが検討委員会によって推奨されている。

3. フォールバック条項の導入手続

(1) 貸出

貸出は、通常、ローン契約によって契約内容について合意することから、当事者の交渉及び合意にもとづき、ローン契約を変更することによってフォールバック条項を導入することとなる。

具体的なフォールバック条項については、米国において ARRC が、シンジケート・ローン及び相対貸付について、市中協議の結果を踏まえて、フォールバックにかかる最終的な推奨文言を提示している⁴⁶。

日本においては、ARRC の相対貸付についての推奨文言等も参考として、全国銀行協会が、「相対貸出のフォールバック条項の参考例（サンプル）」（以下「全銀協サンプル」）を、ハードワイヤードアプローチと修正アプローチのそれぞれにもとづいて作成し、その解説（以下「サンプル解説」）とともに公表している⁴⁷。全銀協サンプルにおいては、トリガーとして公表停止トリガーと公表停止前トリガーとの2種類を規定⁴⁸しており、ハードワイヤードアプローチについてのサンプルでは、後継金利についてウォーターフォール構造を採用している⁴⁹。

(2) 債券

債券については、主として社債が検討の対象として捉えられており、フォー

⁴⁵ 取りまとめ報告書 11 頁。

⁴⁶ シンジケート・ローンについては以下参照。

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

相対貸出については以下参照。

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

⁴⁷ ハードワイヤードアプローチについては以下参照。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/special/libor/pdf/hardwired-approach_sample.pdf

修正アプローチについては以下参照。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/special/libor/pdf/amendment-approach_sample.pdf

解説については以下参照。

https://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/special/libor/pdf/explanation_sample.pdf

⁴⁸ 全銀協サンプルにおいては、公表停止トリガーとして LIBOR の公表停止を念頭に置いた「公表中止事由」と、公表停止前トリガーとし公表停止前に 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場合を念頭に置いた「指標性喪失事由」とを規定している（サンプル解説 8 頁）。

⁴⁹ ハードワイヤードアプローチの全銀協サンプル第 1 項第 8 号。

ルバック条項を導入するためには、社債の内容を決する社債要項を変更する必要があり、社債要項の変更には、原則として、会社法の規定に従い、社債権者集会の開催、変更にかかる決議、及び裁判所による認可が必要となる⁵⁰。

具体的なフォールバック条項については、米国では、ARRC が変動利付債についてのサンプル文言を公表している⁵¹。日本法準拠の社債に関するサンプル文言は公表されておらず、作成が望ましいという意見はあるものの⁵²、現状、その具体的な予定はないようである。

(3) デリバティブ取引

ISDA デリバティブ取引については、既存契約について、市場参加者によるプロトコルの批准手続⁵³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が想定されている。ISDA デリバティブについては、ISDA による通貨横断的な検討がほぼ完了し、2020年10月9日付で、2006年版ISDA定義集の改定と、その効力発生前に締結された契約にも定義集改定を導入するためのプロトコルの最終版が公表された⁵⁴。

ただし、プロトコルを批准せずに個別に同意することは排除されておらず、また、プロトコルの批准を行わない先との関係では、個別にフォールバック条項について交渉・同意することが必要となることから、これらの場合や、ISDA マスター契約以外の契約書にもとづくデリバティブ取引については、貸出の場合と同様の手続が必要となる。

IV. 代替金利指標の採用に関連する論点の検討

上記 III. で述べた代替金利指標の採用に関しては、法的に論点となる点があいくつかに存在する。以下では、これらの論点について概観する。

1. フォールバック条項が導入できなかった場合の契約の効力

最も大きな問題と考えられるのは、LIBOR の恒久的な公表停止までにフォールバック条項を導入できなかった場合の関連契約の効力の帰趨である。この点を分析する基本的な視座として、契約において明確に定められていない事項については、契約の当事者の合理的な意思を「当事者の目的、当該法律行為をする

⁵⁰ 社債要項の変更手続の詳細については、宇波洋介「顧客説明・契約変更と社債権者集会の要諦」（週刊金融財政事情 2019年10月28日号）37頁以下を参照。

⁵¹ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/FRN_Fallback_Language.pdf

⁵² 検討委員会第15回会合資料3「債券サブグループからの報告内容」2頁 (https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/cmt200716b.zip)。

⁵³ プロトコル批准手続の詳細については、宇波前掲注50・36頁以下参照。

⁵⁴ ISDAによる10月9日付公表資料は、<https://www.isda.org/2020/10/09/isda-board-statement-on-the-ibor-fallbacks-supplement-and-protocol>参照。また、その詳細については、<https://www.isda.org/2020/05/11/benchmark-reform-and-transition-from-libor/>（とくに「Final IBOR Fallbacks Documentation」の項目）参照。なお、改定定義集は2020年10月23日に批准期間が開始、2021年1月25日に発効予定である。

に至った事情、慣習及び取引の通念などを斟酌しながら合理的にその意味を明らかにすべき」とされている⁵⁵。

(1) 契約そのものの有効性

LIBOR の恒久的な公表停止までにフォールバック条項を導入できない場合、当該契約における金利の計算方法において参照している LIBOR が存在しなくなるため、支払うべき金利が特定できなくなるという事態が生じる。しかし、このことによって契約全体が無効となるとは思われない。仮に契約全体が無効となると、例えば貸付契約であれば、LIBOR の恒久的な公表停止と同時に、借入人は、借り入れた元本等について、貸付人に対して不当利得として返還義務を負うこととなるが、これが契約当事者の意図するところとは到底思われないためである。

(2) 適用される金利についての考え方

契約そのものは有効性を維持するとしても、金利が特定できなければ、具体的にどのような額の金利の支払義務が発生するかを特定することは通常は困難であろう。しかし、だからといって金利は発生しないという解釈にはならないと思われる。当事者は、当該取引において何らかの金利の受払いを行う意図を有していることは明らかであり、だからこそ当初は LIBOR をベースに金利を計算することに合意したと考えられるからである。

一方で、通常、契約当事者は、LIBOR という金利指標そのものに着目して LIBOR をベースに金利を計算することに合意したのではなく、LIBOR が市場金利の実勢を適切に反映し、変動金利を計算する際の参照金利指標として広く信認を得てきたことを背景に、そのような指標をベースに市場実勢に見合った金利を授受することを意図していると考えられる。したがって、LIBOR の代替金利指標とスプレッド調整の方法が 1 つに収斂するのであれば、当該指標にもとづいて金利を計算することが当事者の合理的な意思として合致している内容であると考えられる。上記 II.3. で述べたとおり、LIBOR の恒久的公表停止の時点までには、代替金利指標は 1 つには収斂しない可能性が高いが、第 2 回市中協議文書においては、商品ごとにフォールバック先の金利についての特定のウォーターフォール構造を推奨しており、これが市場関係者の支持を得て、市場慣行や取引通念と評価できる程度に一般化するようであれば、フォールバック条項の導入されていない契約においても、かかるウォーターフォール構造に従うのが当事者の合理的な意思と考えられよう⁵⁶。

他方、LIBOR の恒久的公表停止までに特定のフォールバック・レートやウォーターフォール構造が市場慣行となるまでに至らない場合でも、当事者の合理的な意思は市場実勢に見合った金利を授受することであるから、利息

⁵⁵ 最高裁第一小法廷昭和 51 年 7 月 19 日判決（裁判集民 118 号 291 頁）。

⁵⁶ なお、第 2 回市中協議文書が推奨するウォーターフォール構造に関連して、貸出については、第 2 順位を O/N RFR 複利（後決め）に代えて TIBOR とするものも一定の支持を獲得している（第 2 回市中協議文書 6 頁注 23）。もっとも、市場慣行や取引通念は、必ずしも市場全体についてのみ成立するわけではなく、例えば貸付人が一定の属性を有する者である場合のように、ある程度限定された範囲においても成立しうるものと考えらるべきである。

の支払いのみを抽象的に合意したものとして、民法上の任意規定である法定利率⁵⁷を適用することは適当でないし、法定利率を適用した場合の帰結は明らかに不合理である。しかし、この場合は、当事者の合理的意思としてどのフォールバック・レートを採用すべきかを特定することは非常に困難となる⁵⁸。

上記のような事態を避けるためにも、関係者において、LIBOR の恒久的公表停止までにすべての契約についてもれなくフォールバック条項を導入すること（または、金利の計算方法を、LIBOR の代替金利指標を参照するものにあらかじめ変更しておくこと）が極めて重要となる。

なお、この点については、海外においては、立法によって解決しようとする動きもみられる。

米国においては、ARRC が、2020 年 3 月にニューヨーク州法についての立法提案を公表した⁵⁹。当該提案では、立法により、フォールバック条項がない契約やフォールバック条項が LIBOR を参照するものである場合、「推奨代替指標」⁶⁰の利用を強制した上で、①LIBOR の公表停止や推奨代替指標を利用することを理由として契約上の義務の履行を拒んだり、契約違反を主張したりすることを禁じること、②推奨代替指標を商業的に合理的な LIBOR の代替指標であり、商業的実質的に LIBOR と同等であると位置づけること、③推奨される代替指標を利用する場合、訴訟からのセーフハーバーを提供すること等が示されている。

また、英国においては、2020 年 6 月に、英国政府及び Financial Conduct Authority (FCA) が、LIBOR からの移行対応にかかる立法措置に関するステートメントを公表した⁶¹。同ステートメントでは、LIBOR の恒久的な公表停止に至る前に、消費者を守り、市場規律を維持できるよう、LIBOR の秩序ある廃止 (orderly wind-down) を実現するうえで十分な権限を FCA に与えることを表明している。具体的には、LIBOR が指標性を喪失し、指標性の回復が困難となった場合、①LIBOR の運営機関に対して LIBOR の算出方法の変更を命じたり、②既存の契約 (legacy contracts) について限定的に利用を継続する場合を除き LIBOR の利用を禁止したりする権限を FCA に付与すること等を

⁵⁷ 民法 404 条。

⁵⁸ 仮に第 2 回市中協議文書が推奨するウォーターフォール構造が市場慣行を形成しても、例えば債券については第 2 回市中協議文書が推奨するのはプレーンな債券に関するものであり、LIBOR を参照する仕組債のフォールバック・レートについては市場慣行がないという事態も想定される。

⁵⁹ 立法提案の概要については以下参照。

https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Press_Release_Proposed_Legislative_Solution.pdf

その詳細については以下参照。

<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC-Proposed-Legislative-Solution.pdf>

⁶⁰ Recommended benchmark replacement. 立法において推奨される代替指標のことであり、SOFR をベースにした指標を指すものと思われる。

⁶¹ 英国政府によるステートメントは以下参照。 <https://www.parliament.uk/business/publications/written-questions-answers-statements/written-statement/Commons/2020-06-23/HCWS307/>

FCA によるステートメントは以下参照。 <https://www.fca.org.uk/news/statements/fca-statement-planned-amendments-benchmarks-regulation>

企図した立法措置を進めることとしている。

さらに、EUにおいては、2020年7月に、欧州委員会がEUベンチマーク規則の改正について提案した⁶²。この改正の提案には、LIBORの恒久的公表停止時にEUの金融市場の混乱を回避するために必要な場合には、欧州委員会が、関連する業界のワーキンググループ（例えばARRC）の推奨を勧告し、LIBORの適切な代替金利指標を指定することができる権限を与えること等が含まれている。

これらの動きの結果、具体的にどのような立法が行われるかは現時点では必ずしも明らかではないが、日本においては、現時点では立法による解決を目指す動きはみられていないようである。

2. 「価値の移転」と金融商品取引法上の損失補てん・特別利益の提供との関係

(1) 問題の所在

金融商品取引業者等は、有価証券の売買その他の取引またはデリバティブ取引について、顧客に生じた損失を補てんし若しくは顧客に対して利益の保証や追加を行ったりすること、またはこれらの約束をしたりすることを禁止されており（「損失補てん等の禁止」）⁶³、また、金融商品取引契約につき、顧客に対して特別の利益を提供したり、その約束をしたりすることも禁止されている（「特別利益の提供禁止」）⁶⁴。

上記II.4.（注30）で述べたとおり、フォールバック条項を導入して参照金利を変更した場合、参照金利の変更の時点において、一方の当事者にとっては利益が生じ、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」が発生する。価値の移転は、フォールバック条項が適切なスプレッド調整を含んでいても、完全に排除することはできず、金融商品取引業者等からその顧客に対して価値の移転が発生する可能性がある。そこで、特にデリバティブ取引に関連して、参照金利の変更が、損失補てん等の禁止や特別利益の提供禁止に違反しないかが問題となる。

(2) 検討—損失補てん等の禁止について

損失補てん等が禁止されるのは、そのような行為が市場の公正な価格形成機能を歪め、金融商品取引業者等の市場仲介者としての中立性・公正性を損なうものであること等が理由とされている⁶⁵。

LIBORの恒久的な公表停止に伴う参照金利の変更は、変更をしない限り金利が算出できなくなってしまうことへの対応であり、変更しないという選択肢は取り得ない。よって、客観的に顧客への価値の移転が発生しても、変更

⁶² https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1376

⁶³ 金融商品取引法（以下「金商法」）39条1項。

⁶⁴ 金商法38条9号、金融商品取引業等に関する内閣府令117条1項3号。

⁶⁵ 神田秀樹・黒沼悦郎・松尾直彦編著「金融商品取引法コンメンタール2—業規制」（商事法務）333頁。なお、損失補てん等の禁止に関する学説等の状況については、金融法委員会「損失補てん等・特別の利益の提供の禁止に関する論点整理—金利スワップ取引における金利固定化に関する対応に関連して—」（<http://www.flb.gr.jp/jdoc/publication53-j.pdf>）4頁以下を参照。

後の金利の計算方法が、合理的な代替金利指標を参照し、かつ、合理的な手法のスプレッド調整を伴うものであるとともに、同様の状況の顧客については画一的な条件のフォールバック条項が適用される限りにおいて、損失補てん等には該当しないと解すべきである。

法解釈としては、損失補てん等が成立するためには「損失を補てんするため」、「利益を補足するため」または「利益を追加するため」という目的要件を満たす必要があるが、上記のような合理的な参照金利の変更は、目的要件を満たさないことになると思われる。

もっとも、これらの目的要件は、他の目的（例えば LIBOR の恒久的な公表停止への対応の目的）と併存していても満たされうるとされる⁶⁶。併存する形でも目的要件が満たされないとされるためには、上記のとおり、同様の状況の顧客については、画一的な条件のフォールバック条項を適用することが必要となろう。もちろん、顧客との交渉の結果、顧客間で条件が区々となることは想定され、そのような扱いは絶対に許されないということにはならない。しかし、その場合には、それらの顧客は同様の状況にはないと整理できることが必要であろう。したがって、金融商品取引業者等としては、ある顧客について他の顧客と異なる扱いをする場合には、異なる扱いをする理由や具体的な差違の合理性について予め整理することにより、顧客間での状況の差違を合理的に説明できるようにしておくべきであるし、目的要件は、通常、客観的な事実の積み重ねから認定されることから、交渉の過程を記録として残しておくことも重要であろう。

(3) 検討—特別利益の提供禁止について

特別利益の提供禁止は、損失補てん等の禁止より広範囲の行為を規制しているとされており、何が「特別の利益」に該当するかは必ずしも明確ではないが、一般論としては、①利益そのものが社会通念上、妥当性・相当性を欠くか否か、②当該利益の提供が、一定の基準にもとづいてすべての顧客に平等に提供されるものか、それとも特定の顧客に対するものであるか、等により判断されるとされる⁶⁷。

フォールバック条項の導入による参照金利の変更についてみると、上記①の要件に関しては、第1回市中協議文書や第2回市中協議文書で示されたような代替金利指標やスプレッド調整手法を用いた代替金利は、いずれも採用される可能性があることが市場関係者間で共通の認識となっている訳であるから、これらの代替金利指標やスプレッド調整手法のいずれかを用いて代替金利を算出することは、基本的に社会通念上妥当かつ相当なものとみなすべきであろう。また、②の要件については、金融商品取引業者等が、同様の状況の顧客について画一的なフォールバック条項を適用するようにすることでクリアされると思われるが、他の顧客と異なる扱いをする場合には、損失補てん等の禁止の場合と同様、交渉の過程を記録として残すとともに、異なる扱いをする理由や具体的な差違が社会通念上妥当かつ相当な範囲内に収まるよ

⁶⁶ 神田・黒沼・松尾前掲注 65・338 頁。

⁶⁷ 神田・黒沼・松尾前掲注 65・303 頁。なお、特別利益に該当するかどうかの判断基準について整理したものとして、金融法委員会前掲注 65・7 頁以下を参照。

うに整理しておくことが求められよう。

3. 社債へのフォールバック条項の導入に関する会社法上の手続

上記 III.3.(2)で述べたとおり、債券についてフォールバック条項を導入するためには、原則として、会社法の規定に従い、社債権者集会の開催、変更にかかる決議、及び裁判所による認可が必要となる⁶⁸。これらの手続は、社債の回号ごとに、(書面ではなく)対面で開催する必要があるほか、裁判所も巻き込んだ手続等となることから、その事務負担は重いことが想定される。そこで、以下では、フォールバック条項導入に際しての社債権者集会の決議の要否と必要な場合の決議要件、及び全社債権者の同意がある場合に必要となる手続について検討する⁶⁹。

(1) 社債権者集会の決議の必要性と決議要件

社債に関する契約の内容を変更する場合、一般原則に従えば、発行会社及び全社債権者の同意を取得することが必要となる。しかし、社債権者が多数存在する場合等、全社債権者の同意の取得は困難である事態を想定し、会社法及び担保付社債信託法(以下「担信法」)の規定により定められている事項(法定決議事項)⁷⁰、並びに社債権者の利害に関する事項(任意的決議事項)については、社債権者集会の決議によって変更することができることとされている⁷¹。

フォールバック条項の導入は、金利またはその決定方法の変更であり、社債権者の利害に関する事項であることは明確であることから、フォールバック条項の導入が、LIBORの公表停止後も実質的に同等の金利水準を維持することを企図して行われる⁷²ことを前提とすると⁷³、フォールバック条項を導入するための社債契約の変更は、法定決議事項には当たらず、任意的決議事項として決議することとなる。この場合の決議要件としては、特別決議事項として会社法や担信法に定められた事項⁷⁴に該当しないことから、普通決議事項として、出席した議決権者の議決権の総額の過半数の同意が必要となる⁷⁵。

⁶⁸ 裁判所は、社債権者集会の「決議が社債権者の一般の利益に反するとき。」は認可をすることができない(会社法 733 条 4 号)。しかし、LIBOR の恒久的な公表停止に備えるためのフォールバック条項の導入は、その内容が市場関係者間で想定されている内容である限り、一般に「決議が社債権者の一般の利益に反する」こととはならないであろう。

⁶⁹ 本論点についてより広汎かつ詳細な検討を行っている文献として、佐藤正謙・青山大樹・森勇貴「LIBOR 参照社債におけるフォールバック条項の導入に関する法的論点」(金融法務事情 2139 号 (2020 年) 25 頁)。

⁷⁰ 法定決議事項の例としては、会社法 706 条や担信法 35 条等が存在する。

⁷¹ 会社法 716 条。

⁷² 第 1 回市中協議文書 23 頁。

⁷³ このような前提が満たされない場合のリスクについて、佐藤・青山・森前掲注 69・27 頁注 8 参照。

⁷⁴ 会社法 724 条 2 項、736 条 1 項、担信法 32 条等。

⁷⁵ 会社法 724 条 1 項。

(2) 全社債権者の同意がある場合の扱い

上記(1)で述べたとおり、フォールバック条項の社債に関する契約への導入は、社債権者集会の任意的決議事項に該当する。もっとも、社債権者集会の決議は、裁判所の認可を得なければ効力を生じないものとされており⁷⁶、裁判所の認可を得るためには、相応の時間的・金銭的成本が発生することが想定される。そこで、全社債権者の同意がある場合には、社債権者集会の決議及び裁判所の認可を省略できないかが問題となる。

この点について、現行の会社法には明文の規定はないものの、任意的決議事項については社債権者集会の決議及び裁判所の認可によらずに、全社債権者の同意によって社債に関する契約の内容を変更することができるかと解すべきであろう^{77, 78}。したがって、私募債のように社債権者の数が限定されている場合には、まずは全社債権者の同意によるフォールバック条項の導入を目指すことを考慮すべきと考えられる。

4. フォールバック条項の内容の顧客への説明

上記 II.3.及び 4.でも述べたとおり、LIBOR の恒久的な公表停止後において、LIBOR の代替金利指標は 1 つに収斂しない可能性が高いことに加え、後継金利をどのように定めても「価値の移転」リスクは完全には除去できない。

どのような条件のフォールバック条項を導入するかにより、「価値の移転」の程度に差が生じることが想定されることから、フォールバック条項を無事に導入できた場合も、事後的に当事者間で紛争が発生する可能性もある。かかるリスクは、当事者がフォールバック条項の内容やその意味を十分理解することによってのみ低減されると考えられる。フォールバック条項の導入に関する交渉は、通常、関連する商品を提供する金融機関の主導で行われると考えられるが、金融機関は、事後的な紛争回避の観点から、フォールバック条項に関する交渉を行う際には、ユーザーであるその顧客に対して、十分な説明を行う必要があるであろう⁷⁹。

⁷⁶ 会社法 734 条 1 項。

⁷⁷ 佐藤・青山・森前掲注 69・28 頁注 11 参照。

⁷⁸ 2019 年 12 月 3 日に成立した会社法の改正法（施行は公布日である同年 12 月 11 日から 1 年 6 ヶ月以内。以下「改正会社法」）735 条の 2 は、社債権者の全員が提案に同意したときは、当該提案につき「社債権者集会の決議があったものとみなす」とし、また裁判所の認可を不要とする明文の規定も置かれている（改正会社法 735 条の 2 第 4 項）。これらの規定を創設的な規定と捉えたと、現行法では全社債権者の同意があっても社債権者集会の決議は省略できないのではないかという疑問もありうるが、これまでの学説の状況（注 77 参照）に照らせば、少なくとも任意的決議事項との関係では、この改正会社法の規定は現行法の解釈を明文化したものと考えるべきであろう。

⁷⁹ 説明については、銀行法や貸金業法等の規定により説明が義務付けられたり、書面の交付を求められたりする場合もある。また、取りまとめ報告書も、「貸出では、貸手と借手の立場で意見の相違もみられたことから、両者間で十分なコミュニケーションを図りつつ、恒久的な対応までの道筋について合意していく必要があることも確認され」としている（取りまとめ報告書 16 頁）。なお、説明すべき具体的な内容については、宇波前掲注 50・35 頁以下を参照。

V. 終わりに

本稿では、主として、LIBOR の恒久的な公表停止への対応のうち、関連する契約の変更に関するものを取り扱ってきたが、LIBOR の恒久的な公表停止への対応は、これに限られるものではない。例えば、フォールバック条項を導入するためには、手当の必要がある貸出や債券等を特定したり、相手方との交渉をしたりする必要がある、そのための要員の手当や社内研修が必要となるほか、LIBOR の代替金利指標の一候補であり、第 2 回市中協議文書において推奨ウォーターフォールの第 1 順位として位置付けられているターム物リスク・フリー・レートの頑健性の向上⁸⁰や、システム改修や会計上の論点・課題⁸¹の検討等も必要となる。

この点に関して、金融庁と日本銀行は、2020 年 6 月 1 日付で、主要な金融機関の経営トップに対して「ロンドン銀行間取引金利の恒久的な公表停止に向けた対応について」と題する通知（いわゆる「Dear CEO レター」）を発出し、早期の対応を求めた⁸²。また、検討委員会は、海外での動向や市場参加者の要望を踏まえ、対応の目安となる時期等を定めた移行計画を策定し、第 2 回市中協議文書で示している⁸³。移行計画においては、ISDA 定義集・プロトコルやヘッジ会計の公開草案、ターム物リスク・フリー・レートの確定値の公表、一般債振替システムの改修といったインフラ面での対応時期について記載した上で、各社での対応が必要な事項について、それぞれ対応時期を設定している。今後は、LIBOR を参照する金融商品を提供する金融機関のみならず、事業法人等のユーザーにおいても、上記の移行計画に沿った形での対応を早急に進めることが求められよう。

以上

* 本論点整理の公表後、2023 年 3 月 1 日、引用資料のリンク先を一部更新しました。

⁸⁰ 具体的な取り組みについては、第 2 回市中協議文書 11 頁以下を参照。

⁸¹ 具体的には、ヘッジ対象とヘッジ手段の間でフォールバック・レートが異なる金利指標となる場合に、ヘッジ会計の適用が継続されうるかが問題となる。詳細については第 1 回市中協議文書 34 頁参照。企業会計基準委員会は、この点に関して、2020 年 9 月 29 日付で「LIBOR を参照する金融商品に関するヘッジ会計の取扱い」を公表している

(https://www.asb.or.jp/jp/accounting_standards/practical_solution/y2020/2020-0929.html)。

⁸² <https://www.fsa.go.jp/policy/libor/dearceoletter20200601.pdf>

⁸³ 第 2 回市中協議文書図表 2-8。