

2019年1月18日

## 全銀協 TIBOR 運営機関による「【第1回市中協議】日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合等に係る方向性について」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

2018年10月2日（水）付けで貴運営機関から意見募集のあった「【第1回市中協議】日本円TIBORとユーロ円TIBORの統合等に係る方向性について」に対する意見を以下のとおり取りまとめている。本件の検討に当たり、我々のコメントが十分に斟酌されることを期待する。

貴運営機関は全国銀行協会から独立した組織であるとの認識のもと、以下の意見は、全国銀行協会として、レート呈示者としてのリファレンス・バンクの立場からではなく、TIBORの利用者としての立場からコメントを取りまとめたものである。

### 1. 総論

#### (1) ユーロ円TIBOR廃止時期に関する再考の必要性について

日本円TIBORとユーロ円TIBORの統合等に係る論点は、2014年12月に公表されたTIBOR改革の方向性に関する市中協議<sup>1</sup>の際から認識されてきた中長期的な課題である。今回提案されている「日本円TIBORを維持し、ユーロ円TIBORを廃止する」（以下「日本円TIBORへの一本化」という。）方向性については、近時のグローバルな「金利指標の頑健性・透明性」に対する要請の高まりに即したものであり、異存はない。

他方、現在ISDAはISDA定義集にもとづくデリバティブに係るIBORフォールバックについて、フォールバック・レートとしてRFR（調整RFRの手法は後決め複利）、スプレッド調整として過去の中央値・平均値アプローチをとる最終的な結論を導いており<sup>2</sup>、金利の同質性の観点から本市中協議が前提としていると考えられるユーロ円TIBORのフォールバック・レートを日本円TIBORとすることとは、デリバティブの分野において両立しがたい状況となっていることも理解している。

このような状況に鑑みると、ユーロ円TIBORのフォールバック・レートについてはRFRと日本円TIBORの2種類の可能性が併存するなか、同質性の観点のみで一律に日本円TIBORを

<sup>1</sup> [http://www.jbatibor.or.jp/Consultation\\_Paper.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/Consultation_Paper.pdf)

<sup>2</sup> <http://assets.isda.org/media/04d213b6/db0b0fd7-pdf/>

フォールバック・レートとすることは、海外金融機関を含む幅広い利用者からの理解を得ることが難しいと考えられる。市中協議における準備期間の記載を踏まえ、貴運営機関は、スケジュールから逆算して、2021年6月頃までにユーロ円TIBORの廃止を企図しているものと思われるが、現在の国際的な状況を整理し、市場参加者からの合意を得るためには一層の時間を要することも想定される。

加えてフォールバックに関する実務対応については、国際的または各通貨における検討状況も見極めていく必要があると考えられる。

したがって、市中協議公表後も日々進展する現在の国際的な環境変化に鑑み、ユーロ円TIBORの廃止時期の設定およびその公表については慎重に検討がなされるべきであり、想定される実務的な負荷を踏まえれば、少なくともLIBORが廃止される可能性のある2021年末以降に廃止時期を設定すべきと考えられるため、今後のスケジュールについては、再考いただきたい。また、ユーロ円TIBORの廃止時期については、市場への影響を確認したうえで最終判断されるべきであると考えられるため、改めて市中協議に付していただきたい。

なお、今後、貴運営機関において市場影響に鑑みた検討を行った結果、「日本円TIBORへの一本化」の方向性をとりえない、となった場合は、本市中協議で（3番目の選択肢として）提示されている「日本円TIBORとユーロ円TIBORの呈示レートの算出・決定に当たり、両指標が参照するデータ（評価対象市場）を1つに統合し、新たな指標に移行」する可能性もあると認識している。仮に、そうした方向性で検討が進められる場合には、改めて市中協議に付していただきたい。

## （2）市場影響を極小化する取組みについて

「日本円TIBORへの一本化」の方向性となる場合、ユーロ円TIBORについては、デリバティブにおいて幅広く利用されていることに留意する必要がある。具体的には、日本円TIBORを参照する貸出のヘッジ手段としてユーロ円TIBORを参照する金利スワップが取引されているケースが相応にあると考えられる。

上記（1）で言及したように、フォールバック・レートについては2種類の考え方があり、キャッシュ商品の視点からみれば、実務上の要請および金利の高い同質性の観点からはユーロ円TIBORのフォールバック・レートは日本円TIBORとすることが合理的であると考えられる一方、ISDA準拠のデリバティブについてはRFRがフォールバック・レートとなるため、このままユーロ円TIBORが廃止されると、参照金利の不一致によりヘッジの有効性が担保されなくなる可能性がある。

こうした事態を回避しつつ、円滑に日本円TIBORへの一本化を実現するためには、トリガーイベントが生じる前に、各金融機関における取組みとして、既存のユーロ円TIBORの取引を同質性の高い日本円TIBORに（廃止の際にフォールバック・レートとして選択するのではなく）移行していく、かつ、新規取引において（ユーロ円TIBORの選択に代えて）日本円TIBORを参照していく取り組みが必要と考えられる。このような環境整備のためには、①日本円

TIBORを参照する市場の流動性を高めること、②TIBORを参照する金融取引に係る顧客説明に当たり、ユーロ円TIBORが将来廃止される方向性であることがあらかじめ広く認知されること等が必要であることから、貴運営機関としても、その責務の範囲においてこれらに資する施策を検討いただきたい。

以下、各質問には、「日本円TIBORへの一本化」の方向性がとられることを前提に、回答する。

## 2. 各質問への回答

### (1) 日本円 TIBOR への一本化の方向性について

Q. 当運営機関では、更なる改革として、今後は日本円TIBORへの一本化の方向性に絞って議論を進めることが現実的かつ適切と考えています。この方向性についてご意見がございましたらお寄せください。

(コメント)

将来的に、「日本円 TIBOR を維持し、ユーロ円 TIBOR を廃止することによる日本円 TIBOR への一本化の方向性」とすることについては、異存はない。一方で、「IBOR をめぐる国際的な議論・検討」と「実務上の要請や金利の高い同質性」の観点を踏まえると、ユーロ円 TIBOR のフォールバック・レートについては RFR と日本円 TIBOR の2種類の考え方があり、その他の課題を含めて市場参加者から上記方向性で合意を得るためには相応の時間を要することに留意すべきである。

(理由)

#### ①一本化の方向性について

ユーロ円 TIBOR は、指標算出の際に参照する本邦オフショア市場が縮小傾向にあり、今後、市場実勢の反映が困難になることが想定される。総論において述べたとおり、ユーロ円 TIBOR を廃止し日本円 TIBOR を維持する一本化の方向性は、近時のグローバルな「金利指標の頑健性・透明性」に対する要請の高まりに即したものと考えられる。

#### ②フォールバック・レートの考え方について

ユーロ円 TIBOR の廃止を前提とした場合、ユーロ円 TIBOR を参照している契約については、契約の頑健性の観点から、後継となる金利（フォールバック・レート）をユーロ円 TIBOR 廃止前に検討しておく必要がある。

キャッシュ商品については、実務上の要請およびユーロ円 TIBOR と日本円 TIBOR の同質性の高さから日本円 TIBOR をフォールバック・レートとすることが合理的と考えられ、本市中協議文書もこれを前提として検討がなされているものと思料する。

一方、ISDA 準拠のデリバティブについては、ISDA における通貨横断の検討状況を踏まえ

ると、IBOR の廃止時期等が公表された場合、フォールバック・レートは RFR となることが想定され、ユーロ円 TIBOR の恒久的な停止について公表された場合も、同様の対応がなされると考えられる。

すなわち、ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品とデリバティブでは、一律的な指標読み替えを行った場合、フォールバック・レートが商品ごとに異なることになり、現在の状況ではどちらか一方のみに統一することは市場関係者の理解を得ることが難しいと考えられる。

ここから派生する問題点としては、たとえばヘッジ目的で結ばれているデリバティブについては、ヘッジ対象たるキャッシュ商品との指標不一致により、ヘッジの有効性を維持できない等の問題が生じ得る。こうした問題点に対処するためには、必要に応じデリバティブ契約において例外的に個別の契約変更を行い、フォールバック・レートをヘッジ対象たるキャッシュ商品と一致させる必要がある。この点は、ISDA 市中協議文書の円 LIBOR のフォールバックにおける脚注<sup>3</sup>においても整理<sup>3</sup>されており、ユーロ円 TIBOR 廃止時にヘッジの有効性を維持する観点からはこれに類する対応がなされると考えられるが、個別の例外的な対応は当事者間の合意形成、ドキュメンテーション等で、大きな負荷がかかると想定される。

以上のとおり、フォールバック・レートに係る対応については様々な課題があり、ユーロ円 TIBOR が多数のデリバティブで参照されている現状のもと、廃止時期を含めてユーロ円 TIBOR の廃止を公表した場合、指標読み替えに当たり、相当の混乱が起きることも想定される。

したがって、これらの課題に関する市場関係者の合意を得ること、および影響を極小化する方策を検討することが重要であり、さらなる議論と相応の時間が必要と考えられる。

## (2) 日本円 TIBOR への一本化に当たって想定される論点等

Q. ①日本円TIBORへの一本化によって廃止されるユーロ円TIBORを参照する既存契約への影響

ー中立的な第三者（弁護士等）によるユーロ円TIBORの廃止に伴う既存契約の無効・取消可能性等に関する意見の公表の要否（利用者間での調整等が必要と考えられる事項を除く）

（コメント）

既存契約に関する中立的な第三者による意見の公表は実務上、極めて有用である。一方で、今回の検討は、整理が難しい論点があることも理解しており、貴運営機関における検討範囲をより具体的に示していただきたい。

<sup>3</sup> ISDA 市中協議 (<http://assets.isda.org/media/f253b540-193/42c13663-pdf>) における脚注 9 において「市場参加者が日本円 LIBOR のフォールバックとして TIBOR を選択する可能性を排除するものではない。」との記載がある。

(理由)

実務的な観点からは、ユーロ円 TIBOR からフォールバック・レートへの移行に当たって、金融機関と顧客との間の契約変更を円滑に進めるためには、顧客に対して法的な問題が生じないことを十分に説明する必要があり、その際、ユーロ円 TIBOR の廃止に伴う既存契約（キャッシュ取引、デリバティブ取引の双方において）の無効・取消可能性等に関する中立的な第三者（弁護士等）による公表意見が重要となる。

各金融機関が対応することになる既存契約の件数や、既存契約の変更による社会的影響の大きさを勘案すると、一本化に伴う契約変更を各金融機関が顧客と個別に協議・合意することには相当の実務負荷があることが想定され、契約変更においてどの範囲で当事者間の個別協議や個別合意が必要となるのか、シンジケートローンにおいてはエージェントの裁量による一律の読替が可能なのか等について、各金融機関が個別に整理するのではなく、一括して整理が行われることが有用と考えられる。

一方で、フォールバック・レートについては2種類の考え方が存在するなど、TIBOR 改革時の契約上の論点と比し解決が難しい論点もあると認識している。最終的には利用者側で対応すべき事項についても、援用できる見解等を示していただくことが望ましいため、貴運営機関における検討範囲をより具体的に提示していただければ、利用者側での議論も進むと考えられる。

Q. ②日本円TIBORの360日ベース換算値の公表

ーユーロ円TIBORの公表停止に伴う当運営機関による日本円TIBORの360日ベース換算値の公表の要否

(コメント)

ユーロ円 TIBOR の廃止による市場影響を極小化するため、廃止前から移行を進め、取引量を減少させていく必要があると考えられることから、現状のユーロ円 TIBOR の全呈示テナーについて、日本円 TIBOR の 360 日ベース換算値の公表を要望する。

(理由)

金利指標間の同質性およびマルチプル・レート・アプローチの観点からは、例えばキャッシュ商品のフォールバック・レートは日本円 TIBOR とすることが合理的であり、ISDA デリバティブ以外の取引の利用者から強いニーズがあると認識している。

加えて、ISDA での検討を踏まえれば、現状、ユーロ円 TIBOR を廃止した場合、商品によってフォールバック・レートが異なる可能性もある。このような市場影響を低減させていくためにはユーロ円 TIBOR の廃止が公表される前から、各金融機関において日本円 TIBOR への移行を進め、影響を極小化させていくことが必要であることから、既存のユーロ円 TIBOR の取引のみに利用される旨を明示したうえ、日本円 TIBOR の 360 日ベース換算値の公表を行っていただくことが有用である。

仮に、360 日ベース換算値が公表されない場合、365 日ベースの日本円 TIBOR を 360 日ベ

ースに換算するための計算を各金融機関が金利決定日毎に行う必要があり、当事者間で換算値の認識相違が生じ、移行が円滑に進まない可能性もある。結果として、市場においてユーロ円 TIBOR が多く取引される状況が続き、市場の混乱を回避する観点からユーロ円 TIBOR がいつまでも廃止できない事態となりかねない。

なお、公表時には、参照ソースの連続性の観点から、日本円 TIBOR の 360 日ベース換算値を、現在情報ベンダーにおいてユーロ円 TIBOR を掲載しているページに掲載すること等が考えられる。

また、これら 2 つの指標は同質性が高いと考えられるものの、スプレッド調整について検討していくことが必要と考えられる。

**Q. ③その他の論点**

ー日本円 TIBOR への一本化に伴い考慮されるべき懸念事項の有無等

(コメント)

ユーロ円 TIBOR 廃止に係る市場への影響を極小化していくために、新規取引で日本円 TIBOR が参照されていく、また既存取引でユーロ円 TIBOR 廃止前に日本円 TIBOR へ移行していくといった環境を整備する必要がある。

(理由)

ユーロ円 TIBOR から日本円 TIBOR への移行を進めるためには、日本円 TIBOR を参照する市場の流動性が重要となるが、現在は、参照する長期取引の流動性に乏しいため、金利期間構造の把握が必ずしも容易ではなく、特に契約期間が長期にわたるものが多いデリバティブ取引において、取引当事者双方にとって適切なスプレッドやコストを見積もることは困難と考えられる。したがって、2021 年末の LIBOR の恒久的な公表停止の可能性も踏まれば、残存する指標を参照する取引の活性化を進めていく必要があると考えられる。また、海外市場参加者が容易にアクセス可能な中央清算の枠組み整備等の流動性向上策は、将来の日本円 TIBOR の利便性確保の観点から重要であると考えられる。

最後に、廃止時期は将来的に判断すべきであるが、トリガー事由に抵触しないよう配慮したうえで、ユーロ円 TIBOR が廃止される方向性であることについて、貴運営機関から早期に公表されることが望ましい。それによって、顧客交渉が促進され、ユーロ円 TIBOR の参照取引が減少していくものと考えられる。

**(3) 日本円 TIBOR への一本化に当たって必要となる準備期間**

Q. 「日本円 TIBOR への一本化に当たって想定される論点等」(10, 11 頁)で述べたとおり、日本円 TIBOR への一本化に当たっては、運営機関が検討・実施する作業等に加え、利用者や関係団体等において、既存取引の取扱いに係る各種調整や規程類等の改定、既存システムの変更等が必要となると考えられます。

既存取引の見直しを含めた各種調整や既存システムの変更等、必要となる作業内容や準備

期間は、利用者によって異なると考えられますが、当運営機関では、日本円TIBORへの一本化の方向性確定から実際の移行に当たって必要となる準備期間について、最低でも1年半（18か月）程度の期間を設けることを見込んでいます。

この準備期間についてご意見がございましたらお寄せください。

（コメント）

ユーロ円 TIBOR の廃止時期については国際的な環境変化を踏まえ、再考すべきであり、具体的な準備期間も含めて、改めて市中協議に付すべきである。

（理由）

日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合等については、これまで中長期的な課題として整理されてきたが、ユーロ円 TIBOR の廃止にはこれまで指摘したように、フォールバック・レートへの読み替えなど実務対応に係る多くの課題があり、国際的な議論の帰趨を見極めつつ、市場影響を極小化していくためには、相応の時間がかかると認識している。

本市中協議によれば、2019 年中に第2回市中協議の結果とともに、廃止の時期を示す予定としているが、昨今の国際的な情勢を踏まえ、少なくとも LIBOR が恒久的に停止する可能性のある2021年末より後に廃止する方向で再考すべきである。また、廃止時期の決定に当たっては、上述したように市場への影響の極小化に係る取り組みを確りと進めたうえで、改めて市中協議に付すなど、市場への影響に配慮した過程を踏むべきである。

以 上