

全銀協 TIBOR のフォールバックに係る論点に関する市中協議の結果

2023 年 3 月 15 日

一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関

目次

1. はじめに	1
(1) 市中協議結果の概要	1
(2) 免責事項	4
2. 市中協議の結果	5
(1) 潜在的なトリガー・イベント	5
(2) 日本円 TIBOR の後継金利	15
(3) ユーロ円 TIBOR の後継金利	23
(4) 市中協議における意見照会事項以外の論点に関するご意見	33
3. まとめ（市中協議結果を踏まえた当運営機関の見解（主な内容））	36
4. 全銀協 TIBOR を参照する契約へのフォールバック条項の導入について	39
(1) ユーロ円 TIBOR を参照する契約へのフォールバック条項の導入について	39
(2) 日本円 TIBOR を参照する契約へのフォールバック条項の導入について	39
5. 今後のステップ	40
(1) 全銀協 TIBOR の業務規程等の改正について	40
(2) ユーロ円 TIBOR の恒久的な公表停止の実施可否に関する市中協議の実施について	40

1. はじめに

(1) 市中協議結果の概要

一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関（理事長：井上 聡）（以下「当運営機関」という。）は、証券監督者国際機構（International Organization of Securities Commissions。以下「IOSCO」という。）が公表した「金融指標に関する原則の最終報告書¹」（以下「IOSCO 原則」という。）の完全遵守に向けた取組み²を「全銀協 TIBOR 改革 Next」と呼称し、対応を進めています。

2022年8月には、特に IOSCO 原則 13（移行）について認識する課題に着目し、全銀協 TIBOR³に代わり参照し得る後継金利に関するご意見を幅広い市場関係者から募集することを目的として、「全銀協 TIBOR のフォールバック等に係る論点に関する市中協議⁴」（以下「市中協議」という。）を公表しました。

市中協議は、原則として国内法に準拠する日本円 TIBOR またはユーロ円 TIBOR を利用したキャッシュ商品（貸出・債券）を対象⁵として、①フォールバックの発動条件（トリガー）や、②フォールバック・レート候補、および③フォールバック・レートとの間の差異（スプレッド）を調整する手法等について、「当運営機関の考え方」を提示し、その支持/不支持に関してご意見を伺いました。

結果、2022年9月末の意見照会期間終了時までに合計 11 先（金融機関 10 先、業界団体 1 先⁶）からご意見が提出され、ほぼ全ての意見照会事項について、当運営機関の考え方が幅広く支持されました。概要は、以下のとおりです。

① 潜在的なトリガー・イベント

a. 公表停止トリガー

全ての回答者が「当運営機関が全銀協 TIBOR の公表停止（予定）を発表することを想定した公表停止トリガーをフォールバック条項に最低限設定することが一案」との考え方を支持しました。また、ほぼ全ての回答者が、当運営機関が例示した文言例を支持しました。残る 1 先からは、トリガーのタイミングの明確化を図る観点から、当運営機関が例示した文言例の一部を修正する案が寄せられました。

全ての回答者が「ISDA デリバティブにおいて設定されているトリガーとの平仄を重視

¹ Principles for Financial Benchmarks -Final report-
(<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>)

² 以下の URL をご参照ください。

(<https://www.jbatibor.or.jp/reform/>)

³ 市中協議結果では、「全銀協 TIBOR」とは、「日本円 TIBOR およびユーロ円 TIBOR」をまとめて指す呼称とします。

⁴ 「全銀協 TIBOR のフォールバックに係る論点に関する市中協議」
(<https://www.jbatibor.or.jp/c8e115fc2633d8f869c3ba851c86f55a4bd468cf.pdf>)

⁵ デリバティブについてはすでに ISDA において整理がなされているため、市中協議において対象外とされています（市中協議脚注 44）。

⁶ 主に金融機関を会員とする業界団体。

することも考えられる」との考え方を支持しました。また、大多数の回答者が、当運営機関が例示した文言例を支持しました。残る2先のうち、1先からは、トリガーのタイミングの明確化を図る観点から、当運営機関が例示した文言例の一部を修正する案が寄せられました。

b. 金利指標の指標性喪失に係る公表停止前トリガー

全ての回答者が「フォールバック条項に設定することは必ずしも必須ではない」との考え方を支持しました。

c. その他のトリガー

全ての回答者が「フォールバック条項に設定する必要はない」との考え方を支持しました。

② 日本円 TIBOR の後継金利

a. フォールバック・レートの候補および設定例

ほぼ全ての回答者が「TONA 複利（後決め）およびターム物 ^{リスクフリーレート} RFR⁷が候補として考えられる」との考え方を支持しました。また、全ての回答者が「ユーロ円 TIBOR は候補として含めないことが適当と考えられる」との考え方を支持しました。

全ての回答者が設定例1（TONA 複利（後決め））を支持しました。また、大多数の回答者が設定例2（ターム物 RFR を第1順位、TONA 複利（後決め）を第2順位とするウォーターフォール構造）についても支持しました。

b. 調整スプレッドの算出手法

全ての回答者がフォールバック・レートを TONA 複利（後決め）またはターム物 RFR とする場合、「その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とすることが考えられる」との考え方を支持しました。

③ ユーロ円 TIBOR の後継金利

a. フォールバック・レートの候補および設定例

ほぼ全ての回答者が「TONA 複利（後決め）、ターム物 RFR および日本円 TIBOR が候補として考えられる」との考え方を支持しました。

全ての回答者が設定例1（TONA 複利（後決め））を支持しました。また、大多数の回答者が設定例2（ターム物 RFR を第1順位、TONA 複利（後決め）を第2順位とするウォ

⁷ 市中協議と同様、特段の断りがない限り、ターム物 RFR は TORF を想定します。

ーターフォール構造) についても支持しました。

一方、日本円 TIBOR を第 1 順位、ターム物 RFR を第 2 順位、TONA 複利 (後決め) を第 3 順位とするウォーターフォール構造) については、支持と不支持が同数となりました。

b. 調整スプレッドの算出手法

全ての回答者がフォールバック・レートを TONA 複利 (後決め) またはターム物 RFR とする場合、「その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とすることが考えられる」との考え方を支持しました。

全ての回答者が「フォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用する場合のスプレッド調整に関しては、現時点で、特定のスプレッド調整手法を提示することは難しい」との考え方を支持しました。また、フォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用する場合の具体的なスプレッド調整手法についてのご意見は寄せられませんでした。

④ 市中協議における意見照会事項以外の論点に関するご意見

ユーロ円 TIBOR に関して、当運営機関が同指標の恒久的な公表停止を最も有力な選択肢として検討を進めていることを念頭に、当運営機関による事前の情報発信に係る要望等が寄せられたほか、日本円 TIBOR に関して、同指標を参照する契約へのフォールバック条項の導入手続きやその実務上の課題 (負荷) に関するご意見等が寄せられました。

寄せられた意見および当運営機関の見解等の詳細は「2.」以降に記載しています。

当運営機関は、本市中協議結果の公表および同結果を踏まえた「全銀協 TIBOR の定義・算出方法に関する重要な変更や恒久的な公表停止時等における対応方針⁸」の改正により、IOSCO 原則 13 (移行) について認識していた一部課題を解消したと評価する予定です⁹。

全銀協 TIBOR の利用者は、本市中協議結果も参考の一つとして、全銀協 TIBOR を参照する契約にフォールバック条項の導入を進め、契約の頑健性の一層の向上を図ることが期待されます。

⁸ 後掲「5. (1)」に記載のとおり、今後、当運営機関は本市中協議結果の内容を踏まえ、関連諸規程を遅滞なく改正予定です。このため、本規程名称も改正後の名称で記載しています。
(ご参考 改正前の規程名称)

「全銀協 TIBOR の定義・算出方法に関する重要な変更や継続的な公表停止時における対応方針」

⁹ 2022 年度における IOSCO 原則遵守状況の自己評価は、近日中に当運営機関ウェブサイトでご発表します。

(2) 免責事項

当運営機関ウェブサイトにおける「全銀協 TIBOR のご利用上の留意点」や「全銀協 TIBOR の定義・算出方法に関する重要な変更や恒久的な公表停止時等における対応方針」に記載のとおり、全銀協 TIBOR の定義・算出方法に関する重要な変更や恒久的な公表停止に備えて選択される代替金利指標は、個々の取引の特性等を踏まえ、契約当事者が重視する事項（関連取引との平仄や現状実務との親和性等）に合致することが望ましいと考えられ、全銀協 TIBOR の利用者は、契約の当事者間で代替金利指標に関する合意を事前に行うことが推奨されております。

本市中協議結果は、市中協議に寄せられた回答にもとづき、フォールバックに係る論点に関する当運営機関の見解を示していますが、全銀協 TIBOR を参照する個別の契約に何らの強制力を及ぼすものではなく、運営機関として特定のレートや手法等の推奨を行うものではありません。また、市中協議の結果とは異なる内容で契約の当事者が合意することを妨げるものではありません。

契約内容は契約の当事者が双方の意向を踏まえて誠実に協議のうえ、当事者間で決定されるべきものである点にご留意ください。

なお、当運営機関は本市中協議およびその結果によって直接的または間接的に発生した損害・損失について、一切責任を負うものではありません。

2. 市中協議の結果

(1) 潜在的なトリガー・イベント

トリガーは、①金利指標の恒久的な公表停止を念頭に置いた「公表停止トリガー」、②金利指標の指標性喪失に係る「公表停止前トリガー」、③その他のトリガー、の3つのタイプに分類されます¹⁰。

① 公表停止トリガー

公表停止トリガーは、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」という。）において、全銀協 TIBOR について設定されているほか、LIBOR 5 通貨および EURIBOR を対象とした各法域の検討体により、当該指標を参照するキャッシュ商品において、フォールバック条項に含めるよう推奨されていること、ならびに、全銀協 TIBOR の公表停止（予定）のアナウンスの主体は当運営機関となる蓋然性が高いこと等を踏まえ、以下の意見照会を行いました。

【意見照会事項 1】

現時点では、当運営機関が全銀協 TIBOR の公表停止（予定）を発表することを潜在的なトリガー・イベントとして想定し、それを全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に最低限設定することが一案として考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	11
いいえ	0
意見なし	0

結果、全ての回答者¹¹が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- LIBOR や EURIBOR を参照するキャッシュ商品に関する検討結果や、ISDA におけるデリバティブに関する整理結果と平仄を合わせ、少なくとも公表停止トリガーを最低限設定することが必要である。また、全銀協 TIBOR 業務規程や本邦の法令を踏まえると、公表停止（公表停止予定を含む）を発表する主体は、全銀協 TIBOR 運営機関となる蓋然性が高い。
- トリガー・イベントは、後継金利への承継する条件を定める重要な項目であることか

¹⁰ 本市中協議で対象としているトリガー・イベントは、全銀協 TIBOR の「全ての」テナーの「恒久的な停止」にのみ適用されるものであり、当運営機関の判断により、一部のテナーのみ恒久的に停止する場合に、本市中協議の対象としている全てのテナーに係るトリガー・イベントには該当しないことに留意する必要があります（市中協議脚注 47）。

¹¹ 「はい」または「いいえ」で回答した先。以下、同じ。

ら、正確な用語で客観的に記述され、かつ公式なかたちで公に周知されるイベントであることが必要である。

【意見照会事項2】

意見照会事項1に対する回答が「はい」であった場合、その文言として当運営機関が例示する以下の内容を支持しますか。

[文言例]

全銀協 TIBOR 運営機関（または代理人）により、全銀協 TIBOR の恒久的または無期限の公表停止（ないしは停止予定）を発表する情報についての公式声明または発表（ただし、当該声明または発表の時点で、全銀協 TIBOR の提供を継続する後継の運営機関が存在しないことを条件とする）。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	1
意見なし	1

結果、ほぼ全ての回答者が、当運営機関が例示した文言例を支持しました。回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- LIBOR や EURIBOR を参照するキャッシュ商品に関する検討結果や、ISDA におけるデリバティブに関する整理結果に沿った内容である。
- 正確な用語で客観的に記述されており、トリガー・イベントの文言に求められる目的に合致している。

なお、「いいえ」と回答した1先からは、トリガーのタイミングの明確化を図る観点から、以下のようなご意見が提出されました。本意見は、当運営機関が提示した文言例とも整合的なものであり、趣旨の明確化に資することから、「当運営機関の見解」において一部変更した文言例を提示しています。

- 概ね支持する。しかし、提案の文言は、トリガーが「公表停止（または予定）を発表する情報について発表」した時点と記載されているようにも読めるため、時間軸が不明確である。そのため、例えば以下（下線部）のように文言を変更することが望ましい。
「～ 全銀協 TIBOR の恒久的または無期限の公表停止（ないしは停止予定）を発表する情報についての公式声明またはその情報の公表 ～」

【意見照会事項3】

ISDA デリバティブにおいて設定されているトリガーとの平仄を重視することも考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	11
いいえ	0
意見なし	0

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 2021年版 ISDA デリバティブ金利定義集では、運営機関以外の主体によるアナウンスによる公表停止トリガーが規定されており、契約の性質や契約当事者の属性等も考慮し、同トリガーとの平仄も重要である。
- 全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のヘッジとして、ISDA デリバティブ取引を用いることを想定すると、ISDA デリバティブで設定されているトリガーとの平仄も重要である。
- ISDA デリバティブで設定されているトリガーは広く周知されており、市場関係者においても精通されているため、同トリガーとの平仄をとることは合理的である。

【意見照会事項4】

意見照会事項3に対する回答が「はい」であった場合、その文言として当運営機関が例示する以下の内容を支持しますか。

[文言例]

全銀協 TIBOR 運営機関の監督当局、または全銀協 TIBOR の通貨に係る中央銀行、または全銀協 TIBOR 運営機関の破綻処理当局、または同運営機関に対する破綻処理権限を有する管轄裁判所、または同運営機関に対する管轄権を有する破産管財人、または同様の権限を有する団体により、全銀協 TIBOR 運営機関が全銀協 TIBOR の恒久的または無期限の公表停止（ないしは停止予定）を発表する情報についての公式声明または発表（ただし、当該声明または発表の時点で、全銀協 TIBOR の提供を継続する後継の運営機関が存在しないことを条件とする）。

回答（選択肢）	回答者数
はい	8
いいえ	2
意見なし	1

結果、大多数の回答者が、当運営機関が例示した文言例を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 2021年版 ISDA デリバティブ金利定義集に規定されているトリガー・イベントに沿った文言例である。

なお、「いいえ」と回答した2先からは以下のようなご意見が提出されました。

1点目については、意見照会事項2の文言例と同様に、トリガーのタイミングの明確化を図る観点からのご意見であり、趣旨の明確化に資することから、「当運営機関の見解」において一部変更した文言例を提示しています。

2点目については、キャッシュ商品のヘッジ等で利用される ISDA デリバティブにおいて設定されているトリガーとの整合性を確保することで、円滑なフォールバックに繋がると考えられます。

- 概ね支持する。しかし、提案の文言は、トリガーが「～公表停止（または予定）を発表する情報について発表」した時点と記載されているようにも読めるため、時間軸が不明確である。そのため、例えば以下のように文言を変更することが望ましい。
「～全銀協 TIBOR 運営機関が全銀協 TIBOR の恒久的または無期限の公表停止（ないしは停止予定）を発表する情報についての公式声明またはその情報の公表～」
- 関係当事者の意味する範囲により、混乱や不確実性をもたらす可能性がある。LIBOR や EURIBOR を参照する契約では、指標運営機関または指標運営機関の監督当局による公表停止に係る声明がトリガー・イベントとして設定されていることから、その文言で十分かつ明確であると考えられる。

② 金利指標の指標性喪失に係る公表停止前トリガー

金利指標の指標性喪失に係る公表停止前トリガーについては、全銀協 TIBOR がベンチマーク規則（BMR¹²）上のクリティカル・ベンチマークではなく、第三国指標として位置付けられており、金融庁が BMR にもとづき、金利指標としての指標性の評価等を行うことは現時点では想定されていないこと、並びに、ISDA デリバティブにおいても、“2021 ISDA Interest Rate Derivatives Definitions” の“index cessation events”において、全銀協 TIBOR のトリガーとして規定されていないこと等を踏まえ、以下の意見照会を行いました。

【意見照会事項5】

現時点では、当運営機関の監督当局である金融庁（またはその代理人）により、全銀協 TIBOR の指標性喪失が決定され、公式声明が発表されることを潜在的なトリガー・イベントとして想定し、それを全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に設定する（具体的な文言例は以下を参照）ことは必ずしも必須ではないと考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

[文言例]

全銀協 TIBOR の運営機関の監督当局（または代理人）の公式声明であって、その見

¹² UK BMR・EU BMR 双方を指します。

解では、全銀協 TIBOR はもはや金利指標としての指標性を喪失しており（または喪失予定であり）、評価対象市場および経済実態をもはや（または、指定された将来時点において）反映せず、その指標性が回復されないと決定した場合。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 全銀協 TIBOR は、BMR 上のクリティカル・ベンチマークではない点や、2021 年版 ISDA デリバティブ金利定義集上で全銀協 TIBOR に関しては公表停止前トリガーが設定されていないため、必ずしもフォールバック条項に設定する必要はない。
- キャッシュ商品のフォールバック条項への設定は必ずしも必須ではないが、導入の是非は検討されるべきである。

③ その他のトリガー

その他のトリガーについては、LIBOR 5 通貨および EURIBOR を対象とした各法域の検討体における検討結果として、当該指標を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に設定するよう推奨されていません（ないしは、設定しないよう推奨されています）。そのため、いずれの潜在的なトリガー・イベントについても、全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品において、フォールバック条項に設定する必要はないと考えられることを示したうえで、以下の意見照会を行いました。

【意見照会事項 6】

以下の潜在的なイベントについては、トリガー・イベントとして全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に設定する必要はないと考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

[潜在的なトリガー・イベント]

全銀協 TIBOR の運営機関が、全銀協 TIBOR について、a. リファレンス・バンク数の減少、b. その他コンティンジェンシー、c. フォールバックに係る方針や取り決めのいずれかにもとづき算出すると決定した場合であり、(a) そうした決定をもたらす状況やイベントが一時的なものではない、ないしは、(b) 全銀協 TIBOR が少なくとも〔1 か月〕よりも長い期間、そうした方針や取り決めにもとづいて算出される場合。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- LIBOR や EURIBOR を参照するキャッシュ商品に関する検討結果では、当該イベントをトリガー・イベントとしてフォールバック条項に設定するよう推奨されていない（もしくは、設定しないよう推奨されている）ため、設定する必要はない。
- ISDA デリバティブとの平仄を重視すべき観点から、ISDA デリバティブのフォールバック条項に含まれない内容は設定しない方が望ましい。
- トリガー・イベントは、正確な用語で客観的に記述され、かつ公式なかたちで公に周知されるイベントであることが必要であることから、「一定期間」について交渉や合意が求められる当該イベントはトリガー・イベントとして適切ではない可能性が高い。
- トリガー・イベントの条件（特に、定量的な詳細）について業界のコンセンサスが存在せず、公開情報に基づいて客観的に判断可能な明確な条件が導入されない限り、キャッシュ商品のフォールバック条項として設定されるべきではない。

【意見照会事項7】

以下の潜在的なイベントについては、トリガー・イベントとして全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に設定する必要はないと考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

[潜在的なトリガー・イベント]

全銀協 TIBOR が、契約当事者に適用される法令や規制のもとで、いかなる理由であれ違法となった場合。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- LIBOR や EURIBOR を参照するキャッシュ商品に関する検討結果では、当該イベントをトリガー・イベントとしてフォールバック条項に設定するよう推奨されていない（もしくは、設定しないよう推奨されている）ため、設定する必要はない。

- ISDA デリバティブとの平仄を重視すべき観点からは、ISDA デリバティブのフォールバック条項に含まれない内容は設定しない方が望ましい。
- キャッシュ商品のフォールバック条項への設定は必ずしも必須ではないが、デリバティブ市場、債券市場を中心にキャッシュ商品のフォールバック条項として設定されている場合が多数存在することを踏まえ、必要に応じて導入の是非が検討されるべきである。

【意見照会事項 8】

以下の潜在的なイベントについては、トリガー・イベントとして全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に設定する必要はないと考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

[潜在的なトリガー・イベント]

全銀協 TIBOR が、監督当局または運営機関による事前の発表なしに、恒久的に提供されなくなった場合。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- LIBOR や EURIBOR を参照するキャッシュ商品に関する検討結果では、当該イベントをトリガー・イベントとしてフォールバック条項に設定するよう推奨されていない（もしくは、設定しないよう推奨されている）ため、設定する必要はない。
- 現時点では、全銀協 TIBOR 運営機関で、全銀協 TIBOR を事前の発表なく恒久的に停止する状況は想定されず、当該イベントが実現する可能性は極めて低いと見込まれることから、設定する必要はない。
- ISDA デリバティブとの平仄を重視すべき観点から、ISDA デリバティブのフォールバック条項に含まれない内容は設定しない方が望ましい。
- 当該イベントの発生有無について、客観的な判断が困難であり、契約上指定された主体による一定の判断が求められるため、設定する必要がない。

【意見照会事項 9】

以下の潜在的なイベントについては、トリガー・イベントとして全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に設定する必要はないと考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

[潜在的なトリガー・イベント]

全銀協 TIBOR のメソドロジーについて、重要な変更が生じた場合。

回答（選択肢）	回答者数
はい	8
いいえ	0
意見なし	3

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- LIBOR や EURIBOR を参照するキャッシュ商品に関する検討結果では、当該イベントをトリガー・イベントとしてフォールバック条項に設定するよう推奨されていない（もしくは、設定しないよう推奨されている）ため、設定する必要はない。
- 2021 年版 ISDA デリバティブ金利定義集では、参照する金利指標に重要な変更がなされた場合について、トリガー・イベントとして設定されておらず、当事者間で別段の合意がない限りは、変更後の金利指標を引き続き参照することとなることから、ISDA デリバティブとの平仄の観点から、設定する必要はない。
- 「当該イベントが生じた場合についても当事者間で別段の合意がない限りは変更後の金利指標を引き続き参照すること」を、契約上明記すべきである。

【意見照会事項 10】

以下の潜在的なイベントについては、トリガー・イベントとして全銀協 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック条項に設定する必要はないと考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

[潜在的なトリガー・イベント]

客観的事情に関わらず、全銀協 TIBOR が公表停止ないしは指標性を喪失するよりも前に、契約当事者の選択によりフォールバックを発動させる場合

回答（選択肢）	回答者数
はい	7
いいえ	0
意見なし	4

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- LIBOR や EURIBOR を参照するキャッシュ商品に関する検討結果では、当該イベントをトリガー・イベントとしてフォールバック条項に設定するよう推奨されていない（もしくは、設定しないよう推奨されている）ため、設定する必要はない。
- ISDA デリバティブとの平仄を重視すべき観点から、ISDA デリバティブのフォールバック条項に含まれない内容は設定しない方が望ましい。
- 当該条項は、契約書上は Early Opt-in Election（早期選択権）と呼ばれることが多い。Early Opt-in Election は、外部的な客観的事実によって判断され自動的に発動する「トリガー」ではなく、契約当事者が自主的に指標を移行することを選択する権限を規定するものである。Early Opt-in Election をキャッシュ商品の契約書に導入するかどうかは、契約の当事者が検討すべきである。

当運営機関の見解

市中協議に寄せられた回答にもとづくと、当運営機関が全銀協 TIBOR の公表停止（予定）を発表することを想定した公表停止トリガーを、フォールバック条項に最低限設定することが適当と考えられます。

当該トリガーの設定に当たっては、市中協議で支持された文言例をベースとして、趣旨をより明確化するための調整を行った以下の文言例を参考にすることが考えられます。

- ✓ 全銀協 TIBOR 運営機関（または代理人）により、全銀協 TIBOR の恒久的または無期限の公表停止（ないしは停止予定）を発表する情報についての公式声明または当該情報の公表（ただし、当該声明または情報の公表の時点で、全銀協 TIBOR の提供を継続する後継の運営機関が存在しないことを条件とする）。

また、公表停止トリガーの設定に当たって、ISDA デリバティブとの平仄を重視する場合には、上記文言例に加えて、市中協議で支持された文言例をベースとして、趣旨をより明確化するための調整を行った以下の文言例を参考として、フォールバック条項への設定が検討されることが望ましいと考えられます。

- ✓ 全銀協 TIBOR 運営機関の監督当局、または全銀協 TIBOR の通貨に係る中央銀行、または全銀協 TIBOR 運営機関の破綻処理当局、または同運営機関に対する破綻処理権限を有する管轄裁判所、または同運営機関に対する管轄権を有する破産管財人、または同様の権限を有する団体により、全銀協 TIBOR 運営機関が全銀協 TIBOR の恒久的または無期限の公表停止（ないしは停止予定）を発表する情報についての公式声明または当該情報の公表（ただし、当該声明または情報の公表の時点で、全銀協 TIBOR の提供を継続する後継の運営機関が存在しないことを条件とする）。

金利指標の指標性喪失に係る公表停止前トリガーについては、フォールバック条項に設定することは必ずしも必須ではないと考えられることから、契約当事者間で設定有無について任意に検討されることが適当と考えられます。

その他のトリガーについては、フォールバック条項に設定する必要はないと考えられることから、いずれも設定しないことが適当と考えられます。

(2) 日本円 TIBOR の後継金利

当運営機関は、日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品（貸出・債券）のフォールバック・レートの候補や設定方法（例）、およびスプレッド調整手法について、グローバルな整理を踏まえ、以下の意見照会を行いました。

① フォールバック・レートの候補

【意見照会事項 11】

日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートの候補には、2024 年 12 月末での公表停止が検討されているユーロ円 TIBOR は含めないことが適当と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	10
いいえ	0
意見なし	1

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- フォールバックの安定性・頑健性の観点から、公表停止が最も有力な選択肢として検討されているユーロ円 TIBOR は候補に含めないことが適当と考えられる。
- 明らかに流動性に劣るものを候補に入れることは将来的な不確実性をもたらすと考えられる。

【意見照会事項 12】

日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートは、グローバルな整理を踏まえると、TONA 複利（後決め）およびターム物 RFR が候補として考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	10
いいえ	1
意見なし	0

結果、ほぼ全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円金利指標に関する検討委員会による日本円 LIBOR からの移行に関する整理や、各法域における LIBOR や EURIBOR を巡るこれまでの整理を踏まえると、RFR をベースとした金利指標が候補になることが整合的である。

- TONA 複利（後決め）については、必ずしも幅広い事業法人が対応できるわけではないことから、候補が一意に定められることがないようにされたい。
- 日本円のターム物 RFR はその裏付け市場の流動性、取引量が極めて低く、算出の根拠となる市場データが極めて少ない。TORF については、当日の市場データに基づかず、前日値を採用する割合が多い状況が継続している。このような状況が継続している限り、日本円のターム物 RFR は、指標の信頼性、頑健性について疑問が残り、日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートとして設定することが適切かどうか、契約の当事者が慎重に評価、検討するべきである。

また、「いいえ」と回答した 1 先からは以下のようなご意見が提出されました。

- 債券の場合を想定すると、ウォーターフォール型ではなく発行体等が選定する指標をフォールバック・レートとする裁量型が好ましい。ウォーターフォール型では顧客説明において債券の定義が複雑化するためメリットはなく、顧客同意を得る前提ながら、顧客の要望に応じて臨機応変に対応する余地を残してもよいのではないか。

なお、今回の市中協議はあくまでハードワイヤード・アプローチにおける後継金利について検討したもので、当運営機関として、発行体等の裁量によりフォールバック・レートを選定する方式は排除していません（意見照会事項 16、21 および 26 においても同じです）。

② フォールバック・レートの設定例

【意見照会事項 13】

意見照会事項 12 に対する回答が「はい」であった場合、日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートの設定例 1 として、当運営機関が提示した以下の考えを支持しますか。

【設定例 1】

TONA 複利（後決め）

※設定例 1 は、流動性が高く頑健な TONA 複利（後決め）を設定するものです。

回答（選択肢）	回答者数
はい	8
いいえ	0
意見なし	3

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- TONA 複利（後決め）は流動性が高く、頑健性が高いことや、ISDA マスター契約に準拠するデリバティブのフォールバックと整合的である点を踏まえると、TONA 複利（後決め）を設定することは適当であると考えられることから、貴運営機関の考えを支持する。

- TONA 複利（後決め）については、必ずしも幅広い事業法人が対応できるわけではないことから、設定例 1 のみが選択肢として示されることがないようにされたい。
- よりデリバティブとの平仄が重要である債券や仕組み商品について適当と考えられる。

【意見照会事項 14】

意見照会事項 12 に対する回答が「はい」であった場合、日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートの設定例 2 として、当運営機関が提示した以下の考えを支持しますか。

【設定例 2】

第 1 順位：ターム物 RFR

第 2 順位：TONA 複利（後決め）

※設定例 2 は、ターム物 RFR の利用が選好される特定のケースを想定し、ターム物 RFR を第 1 順位に設定したうえで、同指標が利用できない場合に備えて TONA 複利（後決め）をバックストップとして第 2 順位に設定するものです。

回答（選択肢）	回答者数
はい	8
いいえ	2
意見なし	1

結果、大多数の回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- TONA 複利（後決め）を第 2 順位に設定することで、フォールバックの頑健性を担保できると考えられる。
- 金融機関ではない発行体（事業会社等）の立場では、「複利」や「後決め」といった事務が発生しないターム物 RFR を第 1 順位に据えたいことが十分に考えられる。

また、「いいえ」と回答した 2 先からは以下のようなご意見が提出されました。

- デリバティブと貸出間の平仄が取れなくなる。
- 借り手がターム物 RFR を好む理由として、TONA 複利（後決め）が利用できない場合が想定される。したがって、ウォーターフォール構造の第 2 順位には、前決め複利のように事前に金利が確定するものを据えることが考えられる。

なお、市中協議脚注 67 のとおり、ターム物 RFR を第 1 順位とする場合には、第 2 順位を TONA 複利（前決め）とすることも考えられますが、ISDA デリバティブの標準的なフォールバックと異なることに留意が必要です。

【意見照会事項 15】

意見照会事項 13・14 に関連して、日本円 TIBOR を参照する貸出について、ウォーターフォール構造とする場合、脚注 63 のとおり、各設定例の後順位に、「貸付人が、〔関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮したうえで〕 相当と認め、借入人に通知するレート」を追加することが考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	8
いいえ	0
意見なし	3

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR からの移行に関する検討において、日本円金利指標に関する検討委員会が貸出のフォールバックとして推奨したフォールバック・レートのウォーターフォール構造と平仄が取られている。
- 日本円 LIBOR の貸出におけるフォールバックと整合性をとるべきと考えるが、仕組みローンのように借入人がイニシアティブを握るケースもあるため、必ずしも「貸付人」が通知するものとは考えない。

市中協議では、通常の貸出を想定していますが、商品性によって、第3順位以降の記載を変更することは当然に考えられます。

【意見照会事項 16】

意見照会事項 13・14 に関連して、日本円 TIBOR を参照する債券について、ウォーターフォール構造とする場合、脚注 64 のとおり、各設定例の後順位に、「当局関連委員会により推奨された指標」、「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」、「発行体等が選定する指標」を追加することが考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	7
いいえ	1
意見なし	3

結果、ほぼ全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR からの移行に関する検討において、日本円金利指標に関する検討委員

会が債券のフォールバックとして推奨したフォールバック・レートのウォーターフォール構造と平仄が取られている。

また、支持しないとされたご意見は以下のような内容です¹³。

- 発行体等が選定する指標（裁量型）を第 1 順位としてよいのではないか。ウォーターフォール型では顧客説明において債券の定義が複雑化するためメリットはなく、顧客同意を得る前提ながら、顧客の要望に応じて臨機応変に対応する余地を残してもよいのではないか。

③ 調整スプレッドの算出手法や移行期間の設定

【意見照会事項 17】

日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートを TONA 複利（後決め）とする場合、日本円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去 5 年中央値アプローチ」で算出する手法とすることが一案と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	10
いいえ	0
意見なし	1

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR における日本円金利指標に関する検討委員会による推奨内容および ISDA デリバティブとの整合性を踏まえ、「過去 5 年中央値アプローチ」で算出する手法が適当と考えられる。
- LIBOR フォールバックにおいて既に実績のあるアプローチであり合意が得られやすい。また、USD を含む LIBOR のフォールバック終了後、十分な時間が経過しており、スプレッドの中央値が相応に安定した水準に落ち着くことが予想されるため、市場の混乱が最小限に抑えられる見込みであることも好材料。

¹³ 意見照会事項 12 の結果もご参照ください。

【意見照会事項 18】

日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートをターム物 RFR とする場合、その調整スプレッドを日本円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の「過去5年中央値アプローチ」で算出する手法とすることが一案と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	10
いいえ	0
意見なし	1

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- スプレッド調整手法については、①日本円 TIBOR とターム物 RFR/TONA 複利（後決め）のそれぞれの過去5年中央値が近似していること、および、②ISDA デリバティブとの平仄、③過去5年中央値アプローチにもとづく、日本円 TIBOR とターム物 RFR とのスプレッド調整値は公示が想定されていないことを踏まえ、日本円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の過去5年中央値アプローチで算出する手法が適切と考えられる。
- ターム物 RFR もあくまで RFR を参照する OIS を基礎としており、スプレッドとしては TONA 複利（後決め）と同様のものであるべきと考えられる。

【意見照会事項 19】

日本円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートとして RFR をベースとした金利指標を利用する場合、スプレッド調整の移行期間を設けることは不要と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR における日本円金利指標に関する検討委員会の推奨内容や、ISDA における検討と平仄が取られていることに加え、段階的な調整は事務が煩雑になること、過去5年中央値から算出されるスプレッド調整値は足もとでも少額であることから移行期間は不要。

【意見照会事項 20】

実際の契約で利用するスプレッド調整値については、**Bloomberg**¹⁴の公示スプレッドを利用する（すなわち、**ISDA** スプレッドと同じ値を利用する）ことが適当と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- **LIBOR** における整理や **ISDA** デリバティブとの平仄、公平性・客観性の観点を踏まえると、**ISDA** デリバティブのフォールバックで利用される **Bloomberg** の公示スプレッドを利用することが適当と考えられる。
- 過去5年中央値アプローチにもとづくスプレッド調整値（**ISDA** スプレッド）を用いることは、あくまで貴運営機関が提案する一つの考え方であり、フォールバックによる金利変更の前後において、金利水準をはじめとする経済的な価値を同一とするための必要十分条件ではない点には留意が必要であり、この点は当事者間の交渉にあたっては考慮されるべきである。
- **Bloomberg** の公示スプレッドは **ISDA-Bloomberg-Linklaters** 公表 **LIBOR Fallback Spread** の計算方法を遵守する旨が明確化されており、また市場で最も広く用いられたベンダーツールとの実務上の利便性からも利用が適当である。

¹⁴ Bloomberg Index Services Limited（BISL）社のこと。以下同じ。

当運営機関の見解

現時点で何ら恒久的な公表停止が検討されていない日本円 TIBOR のフォールバック・レート候補としては、TONA 複利（後決め）およびターム物 RFR が支持されるとともに、2024 年 12 月末での恒久的な公表停止が検討されているユーロ円 TIBOR は含めないことが支持されました。

市中協議に寄せられた回答にもとづく、後継金利に関する当運営機関の見解は、以下のとおりです。

フォールバック条項における設定方法としては、流動性が高く頑健な TONA 複利（後決め）を設定すること、あるいは、ターム物 RFR を選択する場合には、事務上の制約等による前決めターム物 RFR の選好を勘案しつつ頑健性を担保する観点からターム物 RFR を第 1 順位、TONA 複利（後決め）を第 2 順位とするウォーターフォール構造とすることが適当と考えられます。

スプレッド調整手法については、日本円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去 5 年中央値アプローチ」で算出し、TONA 複利（後決め）およびターム物 RFR のどちらを利用する場合でも、同様のスプレッド（ISDA で公示されるスプレッド（移行期間なし））を利用することが望ましいと考えられます。

すなわち、後継金利の観点からは、上記のフォールバック・レートとスプレッド調整手法の組み合わせが、広く回答者の支持が得られた考え方となります。

その他の事項についても支持された内容に沿って対応することが適当と考えられます。

(3) ユーロ円 TIBOR の後継金利

当運営機関は、ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品（貸出・債券）のフォールバック・レートの候補や設定方法（例）、およびスプレッド調整手法について、グローバルな整理を踏まえ、以下の意見照会を行いました。

① フォールバック・レートの候補

【意見照会事項 21】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートの候補は、TONA 複利（後決め）、ターム物 RFR、日本円 TIBOR が考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	10
いいえ	1
意見なし	0

結果、ほぼ全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- グローバルな整理のほか、金利指標の利用者の利便性等の観点から、フォールバック・レートの3候補は適切と考えられる。
- TONA 複利（後決め）については、必ずしも幅広い事業法人が対応できるわけではないことから、候補が一意に定められることがないようにされたい。
- 日本円 TIBOR にフォールバックする場合の価値移転やスプレッド調整が合意できない等のリスクは精査する必要があり、運営機関として推奨すべきではない。仕組債等デリバティブと密接に関連する商品においては ISDA と平仄を合わせるためにも TONA 複利（後決め）へのフォールバックが望ましい点を周知していただきたい。

また、「いいえ」と回答した1先からは以下のようなご意見が提出されました¹⁵。

- 債券の場合を想定すると、ウォーターフォール型ではなく発行体等が選定する指標をフォールバック・レートとする裁量型が好ましい。ウォーターフォール型では顧客説明において債券の定義が複雑化するためメリットはなく、顧客同意を得る前提ながら、顧客の要望に応じて臨機応変に対応する余地を残してもよいのではないかと。

¹⁵ 意見照会事項 12 の結果もご参照ください。

② フォールバック・レートの設定例

【意見照会事項 22】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートとして RFR をベースとした金利指標を利用する場合、ユーロ円 TIBOR のフォールバック・レートの設定例 1 として、当運営機関が提示した以下の考えを支持しますか。

【設定例 1】

TONA 複利（後決め）

回答（選択肢）	回答者数
はい	8
いいえ	0
意見なし	3

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- フォールバックの安定性・頑健性等の観点を踏まえると、フォールバック・レートとして、流動性が高く頑健な TONA 複利（後決め）が相応しい。
- ISDA デリバティブ取引との平仄を考えると最も適切だと考える。
- TONA 複利（後決め）については、必ずしも幅広い事業法人が対応できるわけではないことから、設定例 1 のみが選択肢として示されることがないようにされたい。

【意見照会事項 23】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートとして RFR をベースとした金利指標を利用する場合、ユーロ円 TIBOR のフォールバック・レートの設定例 2 として、当運営機関が提示した以下の考えを支持しますか。

【設定例 2】

第 1 順位：ターム物 RFR

第 2 順位：TONA 複利（後決め）

回答（選択肢）	回答者数
はい	7
いいえ	2
意見なし	2

結果、大多数の回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 契約当事者の選好により、前決めの金利であるターム物 RFR が選好されるケースは想定されることや、TONA 複利（後決め）を第2順位に設定することで、フォールバックの頑健性を担保できると考えられる。
- フォールバックの安定性・頑健性等の観点を踏まえると、フォールバック・レートとして、流動性が高く頑健な TONA 複利（後決め）や、それをベースとした金利指標が候補として相応しい。

また、「いいえ」と回答した2先からは以下のようなご意見が提出されました。

- デリバティブや貸出との平仄が取れなくなる。
- 借り手がターム物 RFR を好む理由として、TONA 複利（後決め）が利用できない場合が想定される。したがって、ウォーターフォール構造の第2順位には、前決め複利のように事前に金利が確定するものを据えることが考えられる。

【意見照会事項 24】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用する場合、脚注 75 のとおり、例えば、第2順位にターム物 RFR、第3順位に TONA 複利（後決め）を設定するウォーターフォール構造（以下の設定例）が考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

【設定例】

第1順位：日本円 TIBOR
 第2順位：ターム物 RFR
 第3順位：TONA 複利（後決め）

回答（選択肢）	回答者数
はい	4
いいえ	4
意見なし	3

結果、当運営機関の考え方に対する支持と不支持は同数となりました。「はい」と回答した4先からは以下のようなご意見が提出されました。

- IBOR から IBOR へのフォールバックについては国際的に必ずしも標準ではないものの、現時点で何ら公表停止について検討されていない日本円 TIBOR について、利用者の利便性等の観点から、契約当事者間の合意にもとづきウォーターフォール構造の第1順位に設定することは何ら妨げられないと考えられる。
- 契約の頑健性を高める観点から第2順位以下に RFR ベースの金利指標を設定することは合理性があると考えられる。

また、「いいえ」と回答した4先からは以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 TIBOR はスプレッド決定に際して当事者間で揉める可能性もあるため、積極的に推奨はすべきでないとする。後決めに対してテクニカルなハードルがあるのであれば、第1順位：ターム物 RFR、第2順位：日本円 TIBOR、第3順位：TONA 複利（後決め）にすべきとする。
- 日本円 TIBOR は価値移転やスプレッド調整の合意等に課題を抱えており、当事者間の合意等による利用を妨げるべきではないものの、あくまで順位としてはターム物 RFR ないし TONA 複利（後決め）が上位にあるべき。
- デリバティブと貸出間の平仄が取れなくなるため。

【意見照会事項 25】

ユーロ円 TIBOR を参照する貸出について、フォールバック・レートをウォーターフォール構造とする場合、脚注 63 のとおり、各設定例の後順位に、「貸付人が、〔関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮したうえで〕 相当と認め、借入人に通知するレート」を追加することが考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	7
いいえ	0
意見なし	4

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR からの移行に関する検討において、日本円金利指標に関する検討委員会が貸出のフォールバックとして推奨したフォールバック・レートのウォーターフォール構造と平仄が取られている。

【意見照会事項 26】

ユーロ円 TIBOR を参照する債券について、フォールバック・レートをウォーターフォール構造とする場合、脚注 64 のとおり、各設定例の後順位に、「当局関連委員会により推奨された指標」、「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」、「発行体等が選定する指標」を追加することが考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	7
いいえ	1
意見なし	3

結果、ほぼ全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR からの移行に関する検討において、日本円金利指標に関する検討委員会が債券のフォールバックとして推奨したフォールバック・レートのウォーターフォール構造と平仄が取られている。

また、「いいえ」と回答した 1 先からは以下のようなご意見が提出されました¹⁶。

- 債券の場合を想定すると、ウォーターフォール型ではなく発行体等が選定する指標をフォールバック・レートとする裁量型が好ましい。ウォーターフォール型では顧客説明において債券の定義が複雑化するためメリットはなく、顧客同意を得る前提ながら、顧客の要望に応じて臨機応変に対応する余地を残してもよいのではないかと。

③ 調整スプレッドの算出手法や移行期間の設定

a. フォールバック・レートを RFR ベースとした金利指標とする場合

【意見照会事項 27】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートを TONA 複利（後決め）とする場合、ユーロ円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去 5 年中央値アプローチ」で算出する手法とすることが一案と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR における日本円金利指標に関する検討委員会による推奨内容および ISDA デリバティブとの整合性を踏まえると、ユーロ円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去 5 年中央値アプローチ」で算出することが一案として考えられる

¹⁶ 意見照会事項 12 の結果もご参照ください。

【意見照会事項 28】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートをターム物 RFR とする場合、その調整スプレッドをユーロ円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の「過去5年中央値アプローチ」で算出する手法とすることが一案と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR における日本円金利指標に関する検討委員会の推奨内容との整合性がある。
- スプレッド調整手法については、①ユーロ円 TIBOR とターム物 RFR/TONA 複利（後決め）のそれぞれの過去5年中央値が近似していること、および、②ISDA デリバティブとの平仄、③過去5年中央値アプローチにもとづく、ユーロ円 TIBOR とターム物 RFR との調整スプレッドの公示が想定されていないことを踏まえ、ユーロ円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の過去5年中央値アプローチで算出する手法が適切と考えられる。

【意見照会事項 29】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートとして RFR をベースとした金利指標を利用する場合、スプレッド調整の移行期間を設けることは不要と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 LIBOR における日本円金利指標に関する検討委員会の推奨内容や、ISDA における検討と平仄が取られていることに加え、段階的な調整は事務が煩雑になること、過去5年中央値から算出されるスプレッド調整値は足もとでも少額であることから移行期間は不要。

【意見照会事項 30】

実際の契約で利用するスプレッド調整値については、**Bloomberg** の公示スプレッドを利用する（すなわち、**ISDA** スプレッドと同じ値を利用する）ことが適当と考えられるとの当運営機関の考えを支持しますか。

回答（選択肢）	回答者数
はい	9
いいえ	0
意見なし	2

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- **LIBOR** における整理や **ISDA** デリバティブとの平仄、公平性・客観性の観点を踏まえると、**ISDA** デリバティブのフォールバックで利用される **Bloomberg** の公示スプレッドを利用することが適当と考えられる。
- 過去5年中央値アプローチにもとづくスプレッド調整値（**ISDA** スプレッド）を用いることは、あくまで貴運営機関が提案する一つの考え方であり、フォールバックによる金利変更の前後において、金利水準をはじめとする経済的な価値を同一とするための必要十分条件ではない点には留意が必要であり、この点は当事者間の交渉にあたっては考慮されるべきである。

b. フォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用する場合

【意見照会事項 31】

ユーロ円 TIBOR を参照するキャッシュ商品のフォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用する場合のスプレッド調整に関しては、以下 a) ～c) を踏まえると、現時点で、特定のスプレッド調整手法を提示することは難しい との当運営機関の考えを支持しますか。

- a) 「過去5年中央値アプローチ」が選択される場合、当該アプローチにより算出される値は、将来的に概ね市場実勢を映じる合理的な理由が現時点では見出せず、経済的価値の観点から価値の移転が最小化されるとは限らないこと。
- b) 「過去5年中央値アプローチ」により算出されたスプレッド調整値について、現時点では、例えば、「過去5年中央値」等の特定のスプレッド調整値が公示される予定はないこと。
- c) 現時点では、「過去5年中央値アプローチ」以外に、より適切と考えられる手法は見当たらないこと

回答（選択肢）	回答者数
はい	7
いいえ	0
意見なし	4

結果、全ての回答者が当運営機関の考え方を支持しました。また、回答に係る具体的な理由として、以下のようなご意見が提出されました。

- 日本円 TIBOR へのフォールバックに当たって、過去5年中央値アプローチによりスプレッド調整を行う場合、貴運営機関が提示する a)～c)に留意する必要があるほか、その他の合理的なスプレッド調整手法を提示することも難しいと考えられる。
- 価値の移転の最小化が難しいことから、特定のスプレッド調整方法を推奨するのではなく、それぞれの当事者間で移行時期、スプレッド調整方法等を任意で合意させることが適切だと考える。

【意見照会事項 32】

意見照会事項 31 に対する回答が「いいえ」であった場合、フォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用する場合の具体的なスプレッド調整手法およびその理由を説明してください。

前掲のとおり、意見照会事項 31 に対して「いいえ」との回答はなく、フォールバック・レートとして日本円 TIBOR を利用する場合の具体的なスプレッド調整手法についてのご意見は寄せられませんでした。

当運営機関の見解

恒久的な公表停止を最も有力な選択肢として検討を進めているユーロ円 TIBOR のフォールバック・レートの候補としては、TONA 複利（後決め）、ターム物 RFR および日本円 TIBOR が支持されました。

市中協議に寄せられた回答にもとづき、後継金利に関する当運営機関の見解を、RFR をベースとする金利指標と日本円 TIBOR に分けて記述すると、以下のとおりです。

まず、RFR をベースとする金利指標（TONA 複利（後決め）、ターム物 RFR）をフォールバック・レートとする場合、フォールバック条項における設定方法としては、流動性が高く頑健な TONA 複利（後決め）を設定すること、あるいは、ターム物 RFR を選択する場合には、事務上の制約等による前決めターム物 RFR の選好を勘案しつつ頑健性を担保する観点からターム物 RFR を第1順位、TONA 複利（後決め）を第2順位とするウォーターフォール構造とすることが適切と考えられます。

スプレッド調整手法については、ユーロ円 TIBOR と TONA 複利（後決め）の調整スプレッドを「過去5年中央値アプローチ」で算出し、TONA 複利（後決め）およびターム物 RFR のどちらを利用する場合でも、同様のスプレッド（ISDA で公示されるスプレッド（移行期間なし））を利用することが望ましいと考えられます。

すなわち、後継金利の観点からは、上記のフォールバック・レートとスプレッド調整手法の組み合わせが、広く回答者の支持が得られた考え方となります。

その他の事項についても、市中協議で支持された内容に沿って対応することが適切と考えられます。

一方、日本円 TIBOR をフォールバック・レートとしてウォーターフォール構造の第1順位に設定することについては、市中協議に寄せられた回答では賛否が分かれました。

また、スプレッド調整手法については、過去5年中央値アプローチに関する以下 a) ~ c) の留意点が、全ての回答者から支持されたうえで、その他の手法は提示されませんでした。

- a) 「過去5年中央値アプローチ」が選択される場合、当該アプローチにより算出される値は、将来的に概ね市場実勢を映じる合理的な理由が現時点では見出せず、経済的価値の観点から価値の移転が最小化されとは限らないこと。
- b) 「過去5年中央値アプローチ」により算出されたスプレッド調整値について、現時点では、例えば、「過去5年中央値」等の特定のスプレッド調整値が公示される予定はないこと。
- c) 現時点では、「過去5年中央値アプローチ」以外に、より適切と考えられる手法は見当たらないこと。

日本円 TIBOR は現時点で何ら公表停止が検討されておらず、フォールバック・レートとして選択することは何ら制限されていませんが、その利用を試みる場合には、回答者からコンセンサスが得られた特定のスプレッド調整手法がない中で、後継金利について契約

当事者間で合意することが必要となります。例えば、貸出であれば、貸付人はコンダクトリスクや法的紛争リスクを踏まえた対応が必要と考えられます。

なお、日本円 **TIBOR** をフォールバックによる対応ではなく、事前移行において利用することも考えられます。その場合、事前移行における金利差の調整は、契約当事者間の合意にもとづく任意の方法で行うことが想定されます。

(4) 市中協議における意見照会事項以外の論点に関するご意見

その他、意見照会事項 33（市中協議における意見照会事項 1～32 以外の論点についての意見照会）に対し、以下のようなご意見をいただきました。運営機関としては「⇒」のとおり考えています。

【当運営機関に対する要望や質問】

- ユーロ円 TIBOR の廃止に関しては、様々な実務的論点があると考えており、貴運営機関が関係当局や関係機関等と連携のうえ、その責務の範囲において適切に対応を進めていくことを期待する。

⇒ 市中協議に「6. その他の論点」として記載した実務的な論点については、引き続き、各検討主体による検討の状況を注視するとともに、必要に応じて、関係当局・関係機関と適切に連携する予定です¹⁷。

- ユーロ円 TIBOR の廃止可否に関する市中協議や、トリガーに該当するアナウンスの実施等についても、市場関係者における十分な準備期間を確保し、秩序ある廃止を実現する観点等から、貴運営機関からの事前の情報発信等を通じた予見可能性のある対応がなされることを希望する。

⇒ ユーロ円 TIBOR の廃止可否に関する市中協議やトリガーに該当するアナウンスについては、適切な関係者と連携のうえ、当運営機関のウェブサイトを通じて積極的な情報発信に努めて参ります。

- 本市中協議結果を踏まえた勧告が発行されると、同内容は勧告後に締結される契約にのみ適用され、それより前の既存の契約には適用されない、すなわち、勧告前の既存契約を修正する必要はないということによいか。

⇒ 「1. (2)免責事項」に記載のとおり、本市中協議結果は、全銀協 TIBOR を参照する個別の契約に何らの強制力を及ぼすものではなく、運営機関として特定のレートや手法等の推奨を行うものではありません。フォールバック条項を含む契約の内容は、当事者間で任意に決定されるべきものであり、市中協議結果とは異なる内容で合意することを妨げるものではない点にご留意ください。

¹⁷ 市中協議公表以降のユーロ円 TIBOR に係る動きとして、Refinitiv 社は、ユーロ円 TIBOR を参照する東京スワップレートすべてのテナーの算出・公表を、2023 年 3 月 31 日（15 時 30 分）に公表された後に、完全に終了することなどを公表しています。また、東京金融取引所（TFX）は、2023 年 3 月 20 日（月）の日中取引時間帯開始時から、ユーロ円 3 ヶ月金利先物の期先限月（取引最終日が 2025 年 1 月以降に到来する限月）およびユーロ円 3 ヶ月金利先物オプション取引の全ての限月の付合わせを停止することを公表しています。

- 本市中協議で対象としているトリガー・イベントは、全銀協 TIBOR の「全ての」テナーの「恒久的な停止」にのみ適用されるものであり、一部のテナーのみ恒久的に停止する場合には、トリガー・イベントには該当しないという理解でよいか。

⇒ ご理解のとおりです。脚注 10 に記載のとおり、対象とするトリガー・イベントは、全銀協 TIBOR の「全ての」テナーの「恒久的な停止」にのみ適用されます¹⁸。

¹⁸ 一部テナーのみが恒久的に公表停止した場合の扱いは、契約当事者間で合意するものと考えられます。なお、2021 年版 ISDA デリバティブ金利定義集では、こうした場合の取扱いが定められており（セクション 6.11 (Discontinued Rates Maturities) 等）、キャッシュ商品の取扱いの検討においても参考にすることが考えられます。

【その他のご意見】

- 今後、今般の市中協議の取りまとめを経て、全銀協 TIBOR を契約等において利用している取引当事者間で合意のうえ、当該契約等へのフォールバック条項の導入が順次進んでいくものと認識しているが、現時点では廃止が何ら検討されていない日本円 TIBOR については、運営機関の「全銀協 TIBOR エクスポージャー調査の結果概要」によれば、貸出・デリバティブで幅広く利用されており、参照契約の件数が非常に多いこと等も踏まえ、金融機関・事業法人双方の実務負荷を十分に考慮した現実的な対応が重要である。特に、「既存」契約については、その件数の多さに加え、契約当事者の裾野の広さを併せて鑑みると、フォールバック条項の導入を進める難易度は格段に高いと考えられることから、「新規」契約のみ順次導入していくことが望ましいと考えられる。また、フォールバック条項の導入手法のうち、とりわけ、後継金利等を契約時点で定める「ハードワイヤード・アプローチ」については、現時点で日本円 TIBOR の廃止が何ら検討されていないこと、ならびに全銀協 TIBOR の後継金利に係る推奨がなされないことを前提とすると、合意を得るハードルは極めて高い。したがって、必ずしも「ハードワイヤード・アプローチ」による対応のみではなく、後継金利について契約時点では定めない「修正アプローチ」による対応も選択肢として十分に検討され得るものと理解している。

3. まとめ（市中協議結果を踏まえた当運営機関の見解（主な内容））

上記「2.」の各論点で記載した「当運営機関の見解」の主な内容を、指標毎にまとめると、以下のとおりです¹⁹。

【図表1】日本円 TIBOR のフォールバックに係る論点に関する当運営機関の見解

論点	当運営機関の見解（主な内容）		
トリガー	当運営機関が日本円 TIBOR の公表停止または公表停止予定を発表する場合を想定した「公表停止トリガー」を、フォールバック条項に最低限設定する。		
	ISDA マスター契約にもとづくデリバティブとの平仄を重視する場合には、当運営機関の監督当局（金融庁）等が、日本円 TIBOR の公表停止または公表停止予定を発表することを想定した文言をフォールバック条項に設定する。		
後継金利	フォールバック・レート（候補およびフォールバック条項への設定方法）		
	候補 ※1		
	TONA 複利（後決め） ²⁰ 、ターム物 RFR		
	設定方法 1		設定方法 2
	TONA 複利（後決め）	第1順位 第2順位	ターム物 RFR TONA 複利（後決め）
	ウォーターフォール構造とする場合、各設定方法の後順位に以下の内容を追加。		
	【貸出の場合】「貸付人が、〔関連監督当局等による推奨内容又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」		
	【債券の場合】「当局関連委員会により推奨された指標」 「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」 「発行体等が選定する指標」		
	スプレッド調整		
	フォールバック・レート	TONA 複利（後決め）	ターム物 RFR
スプレッド調整手法	過去5年中央値アプローチ※2		
ターム物 RFR の過去データ	—（検討不要）	TONA 複利（後決め）のデータを利用	
スプレッド調整の移行期間	設定しない		
公示スプレッドの利用	Bloomberg が公示するスプレッド		

※1 ユーロ円 TIBOR については候補として含めないことが支持されました。

※2 同アプローチは、直近の相場動向のみにもとづいた算出手法と比べると、スプレッド調整値の水準に一定の段差が生じ得ることから、契約当事者間で留意する必要があります。

¹⁹ 詳細は、本市中協議結果の「2.」および市中協議を併せて参照ください。

²⁰ TONA 複利（後決め）に係るコンベンション（“Lookback” や “Observation Period Shift” 等の利息計算方式）や同指標の利用に伴う契約上の修正事項（本付随修正（conforming changes））についても、トリガーや後継金利とともに、契約当事者間で合意しておくことが考えられます。

なお、日本円金利指標に関する検討委員会傘下の貸出サブグループから

「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」

https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/cmt201225c.pdf

全国銀行協会から「TONA 複利（後決め）レートの規定参考例」

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

が公表されています。

【図表 2】ユーロ円 TIBOR のフォールバックに係る論点に関する当運営機関の見解

論点	当運営機関の見解（主な内容）		
トリガー	<p>当運営機関がユーロ円 TIBOR の公表停止または公表停止予定を発表する場合を想定した「公表停止トリガー」を、フォールバック条項に最低限設定する。</p> <p>ISDA マスター契約にもとづくデリバティブとの平仄を重視する場合には、当運営機関の監督当局（金融庁）等が、ユーロ円 TIBOR の公表停止または公表停止予定を発表することを想定した文言をフォールバック条項に設定する。</p>		
後継金利 ※ 3	フォールバック・レート（候補およびフォールバック条項への設定方法）		
	候補		
	TONA 複利（後決め） ²¹ 、ターム物 RFR、日本円 TIBOR		
	設定方法 1	設定方法 2 ※ 1	
	TONA 複利（後決め）	第 1 順位	ターム物 RFR
		第 2 順位	TONA 複利（後決め）
	ウォーターフォール構造とする場合、各設定方法の後順位に以下の内容を追加。		
	【貸出の場合】「貸付人が、〔関連監督当局等による推奨内容又は市場慣行を適切に考慮したうえで〕 相当と認め、借入人に通知するレート」		
	【債券の場合】「当局関連委員会により推奨された指標」 「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」 「発行体等が選定する指標」		
	スプレッド調整 ※ 2		
フォールバック・レート	TONA 複利（後決め）	ターム物 RFR	
スプレッド調整手法	過去 5 年中央値アプローチ※ 4		
ターム物 RFR の過去データ	—（検討不要）	TONA 複利（後決め）のデータを利用	
スプレッド調整の移行期間	設定しない		
公示スプレッドの利用	Bloomberg が公示するスプレッド		

※ 1 日本円 TIBOR をフォールバック・レートとしてウォーターフォール構造の第 1 順位に設定する設定方法については、賛否が分かれました。

※ 2 日本円 TIBOR をフォールバック・レートとする場合、回答者によって支持された特定のスプレッド調整手法はありませんでした。

日本円 TIBOR は現時点で何ら公表停止が検討されておらず、フォールバック・レートとして選択することは何ら制限されていませんが、その利用を試みる場合には、回答者からコンセンサスが得られた特定のスプレッド調整手法がない中で、後継金利について契約当事者間で合意することが必要となります。例えば、貸出であれば、貸付人はコンダクトリスクや法的紛争リスクを踏まえた対応が必要と考えられます。

なお、日本円 TIBOR をフォールバックによる対応ではなく、事前移行において利用することも考えられます。その場合、事前移行における金利差の調整は、契約当事者間の合意にもとづく任意の方法で行うことが想定されます。

²¹ 脚注 20

- ※3 ユーロ円 TIBOR の日数計算は、360 日ベースである一方、フォールバック・レートの各候補の日数計算は、いずれも 365 日ベースである点に留意が必要です。後継金利の利用に当たっては、両者の相違を調整するため、例えば、フォールバック・レートに $360/365$ を乗じることが必要となります (Bloomberg が公示しているスプレッド調整値は、日数計算の違いが調整されています)。
- ※4 同アプローチは、直近の相場動向のみにもとづいた算出手法と比べると、スプレッド調整値の水準に一定の段差が生じ得ることから、契約当事者間で留意する必要があります。

4. 全銀協 TIBOR を参照する契約へのフォールバック条項の導入について

当運営機関は、「全銀協 TIBOR の定義・算出方法に関する重要な変更や恒久的な公表停止時等における対応方針」等において、契約当事者間で代替金利指標に関する合意を事前に行うことを推奨しています。全銀協 TIBOR の利用者においては、本市中協議結果により整理されたフォールバックに関する主要論点の内容を参考にしつつ、全銀協 TIBOR を参照する契約にフォールバック条項を導入することが考えられます。

全銀協 TIBOR を参照する契約へのフォールバック条項の導入に係る考え方について、各指標が置かれた状況や、市中協議に寄せられたご意見を踏まえ、指標毎に整理すると以下のとおりです。

(1) ユーロ円 TIBOR を参照する契約へのフォールバック条項の導入について

ユーロ円 TIBOR は、2024 年 12 月末での恒久的な公表停止が検討されている（後掲「5.(2)」も参照）ことを踏まえると、その利用者においては、同指標を参照する契約のうち、2024 年 12 月末を超えて満期が到来するものについては、恒久的な公表停止に備える対応の選択肢の一つとして、速やかに、フォールバック条項の導入を検討すべきと考えられます。

(2) 日本円 TIBOR を参照する契約へのフォールバック条項の導入について

日本円 TIBOR は、現時点で、恒久的な公表停止について何ら検討されておりませんが、契約の安定性・頑健性向上の観点から、同指標を参照する契約についても、フォールバック条項の導入を検討すべきと考えられます。

ただし、市中協議（意見照会事項 33）に寄せられた意見では、残高および件数が非常に多く、かつ、何ら恒久的な公表停止が検討されていない日本円 TIBOR を参照する契約にフォールバック条項を導入する場合の実務負荷が指摘されていることを踏まえると、その利用者においては、例えば、まずは日本円 TIBOR を参照する「新規」契約から順次フォールバック条項を導入する等、実務的に対応可能なかたちで、対応を進めることが考えられます。

5. 今後のステップ

(1) 全銀協 TIBOR の業務規程等の改正について

本市中協議結果の内容を踏まえ、「全銀協 TIBOR 業務規程」や「全銀協 TIBOR の定義・算出方法に関する重要な変更や恒久的な公表停止時等における対応方針」等の関連規程を遅滞なく改正し、公表する予定です。

(2) ユーロ円 TIBOR の恒久的な公表停止の実施可否に関する市中協議の実施について

当運営機関は、残された IOSCO 原則 7（データの充分性）において認識している一部課題の解消に向け、ユーロ円 TIBOR の廃止を最も有力な選択肢として検討を進めており、それを実施する場合の時期は 2024 年 12 月末になると想定しています。

当運営機関では、市中協議にも記載のとおり、今後、ユーロ円 TIBOR の恒久的な公表停止の実施可否に関してご意見をお伺いする市中協議を実施する予定ですが、足もとの検討状況等を踏まえると、同市中協議の公表時期は 2023 年度上半期になることを予定しています。また、同市中協議結果の公表時期については 2023 年度下半期になる想定です²²。

以 上

²² 当該市中協議結果の公表、すなわち、ユーロ円 TIBOR の恒久的な公表停止の実施可否およびその具体的な時期が確定し、当運営機関から恒久的な公表停止（予定）について発表されることは、「公表停止トリガー」を意図して実施されるものと考えられます。同公表を実施する場合には、関係当局や関係団体等と適切に連携のうえ、市場参加者に対して適切な情報提供がなされるよう対応する予定です。