



円 LIBOR の代替金利指標として O/N RFR 複利(後決め)を利用する場合 における、ローン契約上の検討点

執筆者: 掘越 秀郎、鶴岡 勇誠

円 LIBOR の代替金利指標として、O/N RFR 複利(後決め)を利用する場合、その金利構造等に由来して、現行のローン契約の内容・実務について調整を要する点が少なからず生じます。かかる調整は、現に LIBOR を利用している既存契約について、Fallback 条項の適用の結果として O/N RFR 複利(後決め)が利用される場合のほか、今後、かかる金利指標を用いて新規にローン契約を締結する場合においても必要となるものであり、その利用があり得る金融機関や資金調達者においては、既存契約・現行の雛形等からの変更箇所について整理しておく必要があります。そこで、本ニューズレターでは、O/N RFR 複利(後決め)を金利指標として用いる場合における、ローン契約上の検討点についてご説明します。

1. はじめに

周知のとおり、2021 年末以降の LIBOR 存続に対する懸念の急速な高まりを受けて、主要通貨において、リスク・フリー・レート(以下「RFR」といいます)の特定等のほか、LIBOR の恒久的な公表停止に備えた対応の検討が進められています。本邦においても、2019 年 7 月に、日本円金利指標に関する検討委員会(事務局: 日本銀行)より、「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」^[1](以下「市中協議文書」といいます)が、同年 11 月にその結果^[2](以下「取りまとめ報告書」といいます)が公表されています。

市中協議文書においては、LIBOR の代替金利指標として 5 つの選択肢、すなわち、RFR の実績値を複利計算して金利を算出する、①O/N RFR 複利(前決め)及び②O/N RFR 複利(後決め)、RFR の先行きの見通しを示すデリバティブ取引をもとにターム物金利を導出する③ターム物 RFR 金利(スワップ)及び④ターム物 RFR 金利(先物)、並びに⑤TIBOR が示されていました。そのうち、上記②の O/N RFR 複利(後決め)(取りまとめ報告書での呼称にならない、以下「**選択肢(2)**」といいます)は、後決めかつ期間構造を

¹ https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/data/cmt190702b.pdf

² https://www.boj.or.jp/paym/market/jpy_cmte/data/cmt191129b.pdf

本ニューズレターは法的助言を目的とするものではなく、個別の案件については当該案件の個別の状況に応じ、日本法または現地法弁護士の適切な助言を求めて頂く必要があります。また、本稿に記載の見解は執筆担当者の個人的見解であり、当事務所または当事務所のクライアントの見解ではありません。

本ニューズレターに関する一般的なお問い合わせは、下記までご連絡ください。

西村あさひ法律事務所 広報室 (Tel: 03-6250-6201 E-mail: newsletter@jurists.co.jp)

有しないという点において、現在の LIBOR(や TIBOR)との相違が大きいものの、取りまとめ報告書においては、一定の選好が示されています。すなわち、貸出については、ターム物 RFR 金利構築までの暫定的な代替金利指標として、事業法人及び証券会社において、O/N RFR 複利(後決め)と TIBOR を選好する意見に分かれており^[3]、また、債券については、海外での発行実績やデリバティブ取引との整合性等のメリットから、恒久的な代替金利指標として選択肢(2)の利用を望む意見も相応に見られるとされています^[4]。

LIBOR の代替金利指標のうち、ターム物 RFR 金利については、前決めの期間構造を有しており、LIBOR や TIBOR を利用する現行のローン契約をベースとし易いものに対して、選択肢(2)を金利指標として利用する場合には^[5]、現行のローン契約について調整を要する箇所が少なからずあり、資金供与を行う金融機関や資金調達を行う者において、(システム的な対応のみならず)既存契約や現行のローン契約の難形等について調整が必要になります。現に、英ポンドに係る RFR である SONIA 及び米ドルに係る RFR である SOFR に関しては、それらの複利(後決め)を金利指標として利用するローン契約について、The Loan Market Association より、Exposure Drafts 及び Commentary to the Exposure Drafts of Compounded RFR Facilities Agreement (以下「LMA ドラフト」といいます)が公表され^[6]議論が行われています。

そこで、本ニューズレターでは、LMA ドラフトでの議論も踏まえつつ、O/N RFR 複利(後決め)を金利指標として利用する場合におけるローン契約上の主な検討点について、簡潔にご説明します^[7]。

2. TONAR と円 LIBOR の相違点

選択肢(2)は、日本円に係る RFR である TONAR(Tokyo Overnight Average Rate)を日次複利で積み上げることで金利を計算する方法ですが、TONAR と LIBOR とは、以下のような点で大きく異なり、それ故に、下記 3. のような検討点が生じます。

まず、TONAR は、翌日物金利であり、LIBOR のようなターム物の金利は存在しません。また、TONAR は、ある営業日の取引の確報値が、事後的に、すなわち翌営業日の日本時間午前 10 時頃に公表されますが^[8]、円 LIBOR は、事前に、すなわち、ある営業日を取引開始日とする値がその 2 営業日前のロンドン時間 11 時 55 分には公表されます^[9]。さらに、TONAR は、銀行のクレジット・リスクをほぼ含まない一方、LIBOR は、銀行間での資金貸借に係るレートであり、銀行のクレジット・リスクを含みます。

3. 各論

(1) 金利指標の算出に関わる検討点

選択肢(2)を金利指標として利用する場合、日々の TONAR の値をベースに、所定の期間に係る利率をどのように確定させるか

³ 取りまとめ報告書 6 頁。

⁴ 取りまとめ報告書 8 頁。

⁵ なお、筆者らにおいては、近時、円 LIBOR に関する Fallback 条項の要否・内容についてご相談頂くことも多いところ、円 LIBOR を利用する(関係当事者の範囲・数が限られている)ローン契約や証券化商品等における過渡期的な対応としては、誠実協議条項による対応が志向されることが少なくないとの印象を持っています。すなわち、円 LIBOR の公表が恒久的又は無期限に廃止された場合等に適用される代替金利指標を当事者間の誠実協議により決定する仕組みとするものですが、あわせて誠実協議の際の指針や協議対象となる事項を契約上明記することで、協議が纏まらないリスクの低減を図るものです。かかる指針として、ISDA が公表する 2006 年版の定義集を参照しているデリバティブ取引に適用されるフォールバック金利(及びスプレッド調整)を参考(ないし原則的な代替金利指標の候補)とする旨が、関係当事者より提案されることありますが、そのような場合、かかるフォールバック金利は RFR の複利(後決め)であろうことから、誠実協議によるとはいえ、契約上、選択肢(2)が代替金利指標の有力な候補として位置づけられること(従って、金融機関としては、そのような誠実協議条項に応諾する前に、自らの対応可能性について検討を要すること)に留意が必要となります。

⁶ <https://www.lma.eu.com/libor/lma-ibor-transition>

⁷ なお、本ニューズレターは、選択肢(2)を含む特定の金利指標を、円 LIBOR の代替金利指標として推奨するものでも、推奨しないものでもありません。

⁸ https://www.boj.or.jp/statistics/outline/exp/exmenu_m.pdf

⁹ <https://www.theice.com/iba/libor>

が問題となります。LIBOR や TIBOR と同じように、情報プロバイダーによりその値が公表される場合には^[10]、それを参照する形で確定させる方法が考えられ、明確性やローン契約当事者の負担軽減の観点からは望ましいものといえます。

他方、そのような公表を行う情報プロバイダーが存しない場合(あるいは存在したとしても、何らかの理由で対象となる期間に係る利率が公表されない場合)には、貸付人(シンジケートローンであれば、エージェント)が合理的に算出する値を利用する仕組みとすることが考えられます^[11]。その場合、計算方法を巡って疑義が生じることを避ける観点からは、TONAR を^[12]複利計算する際の具体的な方法について、ローン契約上規定することも考えられます^[13]。かかる算出方法について、ローンにつき、現状、確立したプラクティスはありませんが^[14]、検討・規定を要し得る点としては、例えば、以下等が挙げられます^[15]。

- ① 計算対象となる期間に属する各日の全てについて複利計算を行うのか、あるいは、非営業日については複利の対象外とするのか
- ② いずれの方法による場合についても、そのような日に係る TONAR の値を如何に考えるべきか(前営業日又は翌営業日に係る TONAR のいずれとするか)
- ③ 端数調整の方法や、小数点何位をもって端数調整するか

選択肢(2)を利用する場合には、このような点についてローン契約に規定することの要否・内容について検討を要するとともに、貸付人やエージェントにおいて金利計算を行うことになる可能性がある場合には、対応可否についても確認する必要があります。

(2) 金利の参照期間

選択肢(2)は、ある利息計算期間(利息を生じさせるべき期間)に係る利率について、当該期間に属する日々の TONAR を複利計算し後決めて算出するものであることから、特段の手当をしない限り、当該利息計算期間に係る利率は、その末日又はその翌営業日になるまで、確定できないこととなります。そのような不都合を避ける観点から、利息計算期間を全体的に数営業日前倒した期間を参照期間として設定し、参照期間に属する日々の TONAR を用いて利息計算期間に係る利率を算出する Reset days prior 方式(Lag 方式と呼ばれることもあります)や、利息計算期間の最後の一定期間に適用すべき RFR を利息計算期間の最終日の数営業日前の値で固定し、利息計算期間に係る利率を算出する Lock-out 方式等が検討されています^{[16][17]}。

¹⁰ ISDA に準拠するデリバティブ取引に適用されるフォールバックについては、複利計算された RFR の値や、スプレッド調整の値が、Bloomberg Index Services Limited より公表されることとなります(<https://www.isda.org/2019/07/31/bloomberg-selected-as-fallback-adjustment-vendor/>)。

¹¹ LMA ドラフト 14 頁以下参照。

¹² なお、TONAR が何らかの事情により公表されなかった場合に備えて、複利計算に際して、TONAR に代えて利用すべき金利指標について規定することも考えられます。

¹³ 第三者により、日々の TONAR の値をベースに、所定の期間に係る利率を算出するツールが公表されている場合には、当該ツールを利用する仕組みとすることも考えられます。

¹⁴ なお、日本円 OIS(固定金利と変動金利を交換するスワップの一種で、変動金利として、LIBOR ではなく翌日物金利を参照するもの)においては、変動金利の額が一定期間の翌日物金利の加重平均値(複利計算)により算出されることから、その取引慣行(<https://www.boj.or.jp/paym/market/sg/data/rfr1804c.pdf> の 5 頁以下参照)は、選択肢(2)を利用する場合における利率の算出に際しても、一定程度参考になるものと思われれます。

¹⁵ LMA ドラフト 15 頁以下参照。

¹⁶ 詳細は、市中協議文書 16 頁以下参照。

¹⁷ 選択肢(2)を利用する場合、1 週間等の期間の短い金利計算期間を設定することの可否・要否については、期間の短さゆえに、利息計算期間と金利算出に用いられる期間のずれが算出される利率に及ぼす影響が大きくなり得ることや、実務上の対応可能性を踏まえて、より慎重に検討する必要があります。

(3) 適用利率の規定方法

選択肢(2)を金利指標として利用する場合、適用利率をどのように規定するかも検討を要します。すなわち、現行の変動利率を用いるローン契約等においては、適用利率は、(LIBOR や TIBOR 等の)基準金利＋スプレッドという形で算出されることが一般的ですが、これは、現行のローン商品等のプライシングが、(基準金利で表される)レンダーの調達コストに、一定の借入人の信用リスクに応じたスプレッドを上乗せする形で決まるという実務に基づくものになります。他方、上記 2.記載のとおり、選択肢(2)で利用される TONAR は、LIBOR と異なり、銀行のクレジット・リスクは含まないことから、LIBOR と、複利計算された TONAR との差(すなわち銀行のクレジット・リスク相当分)を、適用利率の算出において勘案する必要があります。

その方法としては、単純にスプレッド部分に上乗せする方法(下記①)、又は銀行のクレジット・リスク相当分を括りだして、別途の加算項目とする方法(下記②)が考えられます^[18]。

- ① 適用利率＝複利計算された TONAR＋(銀行のクレジット・リスク相当分を含む)スプレッド
- ② 適用利率＝複利計算された TONAR＋銀行のクレジット・リスク相当分＋スプレッド

上記②の方法による場合、銀行のクレジット・リスク相当分を正面から規定する必要があるため、その値又は算出方法に焦点があたりやすくなる可能性がある一方、加算すべき銀行のクレジット・リスク相当分について、利息計算期間の長さに応じた^[19]異なる値を設定する(例えば、利息計算期間が 1 ヶ月の場合には X bps、3 ヶ月の場合には Y bps とする)ことに馴染みやすいというメリットがあると考えられます。

また、上記②による場合には、いわゆるゼロフロアをどの段階で設定するか、すなわち、複利計算された TONAR が負の値の場合にはその段階でゼロとし、それに銀行のクレジット・リスク相当分を加算するか、あるいは、複利計算された TONAR が負の値であっても、その段階ではゼロとせず、銀行のクレジット・リスク相当分を加算してもなお負の値である場合に初めてゼロとすることについても、検討・交渉ポイントになり得ます。

(4) 清算金

選択肢(2)を利用する場合に、現行のローン契約と大きく異なり得る点が、清算金の点になります。現在の実務では、変動利率を用いるローンの元本の期限前弁済等が利払日以外の日になされた場合には、借入人が貸付人に対して清算金を支払うものとされ、また、かかる清算金は、弁済された額に、弁済された日から次回利払日までの残存期間の実日数及び再運用利率と適用利率^[20]の差を乗じて算出されることが一般的です。これは、(そのようなファンディングを貸付人が実際に行っているかは別として)貸付人は、借入人への貸付について、同金額及び同じ利息計算期間での“match-funding”を行っており、利払日以外の日に期限前弁済を受けたとしても、match-funding については利払日までの利息計算期間分の利息を支払う必要があることから、期限前弁済以後の利息計算期間に係る利息相当額の補填を受ける必要がある(但し、再運用により一定の限度で損害は軽減されることから、その分は控除する)という前提に基づく実務になります。

ここで、選択肢(2)を金利指標として用いる場合、貸付人が無担保コール翌日物をロールする形でファンディングを行うようになる可能性もあるものと思われます^[21]。仮にそのような態様で貸付人のファンディングが行われるようになった場合、現行実務のように利払日以外の日における元本の弁済等について清算金を課すことの必要性・合理性が問われ易くなるものと思われます。但し、清算金の要否・内容と貸付人のファンディングの態様は論理必然に結びつくものではなく、また、清算金については、通常とは

¹⁸ LMA ドラフト 29 頁以下参照。

¹⁹ 本邦のローン商品のうちタームローン(限度貸付)については、一般的ではないものの、利息計算期間の長さを借入人が決定できる仕組みとすることもあり、そのような場合には、利息計算期間の長さに応じて、加算すべき銀行のクレジット・リスク相当分を異ならせる必要が生じ得る他、一般的なタームローンについても、最初又は最後の利息計算期間が期中の利息計算期間とは異なる長さの期間となることも少なからずあります。また、いわゆるコミットメントライン(極度貸付)については、借入人において借入期間(ひいては利息計算期間)を選択できることが一般的です。

²⁰ 基準金利とされることもあります。

²¹ LMA ドラフト 40 頁以下参照。

異なるタイミングでの事務対応が生じるレンダーの事務コストを補填する側面や、期限前弁済という柔軟な取り扱いをすることの対価としての側面等、match-funding に係る残存期間の利息の補填以外の側面もあり得るところであり^[22]、清算金の要否については、貸付人・借入人間の交渉事項になる可能性もあります。

次に、仮に清算金を生じさせる場合、その算出方法について検討を要します。すなわち、前述のとおり、選択肢(2)においては、ある利息計算期間に適用される利率は、その利息計算期間の終了間際にならないと判明しないことから、期限前弁済の時点においては、清算金算出のベースとなる適用利率が判明していないという問題があります。この点については、以下の対応等が考えられます^[23]。

- ① 適用利率が判明し清算金の額が算定可能になった段階で支払う方法
- ② 一定の見込みに基づいて算出した金額を期限前弁済の時点で支払い、事後的に、実際の清算金の額を超過する額を返戻する方法
- ③ 全額の期限前弁済か等に応じて、上記①及び②を使い分ける方法

(5) その他

本邦の実務では、一般的な条項でないことから割愛しておりますが、LMA ドラフトでは、上記で言及した点以外にも、例えば、Market Disruption Provision(概要、基準金利の値が自身の調達コストを下回る旨を一定割合以上の貸付人が報告したときに、基準金利を、貸付人の調達コストに基づき算定する条項)等についての検討もなされています。

4. 終わりに

ターム物 RFR 金利が 2021 年半ばまでを目処に構築される計画であること^[24]や、本邦においては、ターム物の期間構造を有する金利指標として TIBOR が存することから、ローン契約等において選択肢(2)が利用される局面がどの程度生じるかは未知数であるものの^[25]、現に利用する場合には、上述のとおり、その金利構造等に由来して、現行のローン契約からは少なからず調整を要する点があることに留意する必要があります。

以上

²² LMA ドラフト 41 頁の“Extension of Break Costs concept to other commercial interests”参照。

²³ LMA ドラフト 40 頁以下参照。

²⁴ 市中協議文書 18 頁参照。

²⁵ もっとも、「移行を円滑に進めるためにも、後決め金利も含めたあらゆる選択肢への対応を可能としておくことが、金融機関としての社会的責務」であるとの指摘もあることに留意が必要です(厚治英一「LIBOR 公表停止問題」週刊金融財政事情 3339 号 17 頁)。



ほりこし ひでお
堀越 秀郎

西村あさひ法律事務所 パートナー弁護士
h_horikoshi@jurists.co.jp

ストラクチャード・ファイナンス、買収ファイナンス、シンジケートローン等の国内外のファイナンス取引、バンキング、企業買収および一般企業法務を中心に取り扱い、国内外の金融機関をはじめとして、さまざまな依頼者をサポートしている。



つるおか たけのぶ
鶴岡 勇誠

西村あさひ法律事務所 弁護士
t_tsuruoka@jurists.co.jp

買収ファイナンス、シンジケートローン取引、証券化、信託取引、BIS ファイナンス、これらに関連するレギュレーション対応等を中心に取り扱い、金融機関の海外支店への出向経験や各種取引への豊富な関与経験を踏まえて、実務に即したアドバイスを得意とする。