

LIBOR 停止時の既存契約の扱い¹

— 法令による一律措置を検討する英国・EU 規制当局 —

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の公表停止に備えて、欧州では、LIBOR からの移行が困難な既存契約に限り、法令によって参照金利を一律に置き換える措置が検討されている。
2. 英国財務省は、2020年6月23日、LIBORを監督する金融行為規制機構（FCA）が運営機関であるICEベンチマーク・アドミニストレーションに代替レートの算出を求めることができるよう、法改正を行う方針を示した。また、欧州連合（EU）においても、欧州委員会が、代替レートを指定して既存契約の参照金利を置き換えるという法改正案を7月24日に公表した。
3. 英国とEUのいずれのアプローチも、LIBOR停止に直面した場合に、契約当事者が、代替レートの利用シナリオを予見できるようになるという点では評価できるだろう。もっとも、具体的に何が代替レートとなるかは今後の検討次第である。また、代替レートは、あくまでも移行が困難な既存契約の利用に限った次善策とされているが、LIBORがグローバルに利用されている中で、他の法域において、どのような代替レートをどこまで利用できるかについては、その法域での扱い次第になるだろう。
4. LIBORからの移行は、契約当初には想定していない条件変更であることから、当事者間で合意に至るハードルは高い。他方で、LIBORと完全に性質が一致する代替レートはないことから、何らかの代替レートの利用に一旦流れができれば、それが市場慣行となる可能性も否めない。2021年末まで残り1年半を切った中で、欧州における参照金利の一律の置き換えの検討が、欧州以外の地域の既存契約への影響も含めてLIBORからの移行をどう後押しすることになるのか、引き続き注視する必要があるだろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・磯部昌吾「LIBOR改革の進捗と課題—米・英の新たなリスクフリー・レートの公表—」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）。
- ・磯部昌吾「コロナ禍を踏まえた英国金融規制の方向性—気候変動対応と金利指標改革の重視の継続—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号（ウェブサイト版）。
- ・磯部昌吾「米国におけるドル金利指標の改革—ドルLIBORからの移行の進捗と課題—」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号（ウェブサイト版）。

¹ 本稿の内容は、2020年8月12日時点の情報に基づいている。

I LIBOR からの移行が課題となる既存契約

ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）の公表停止に備えて、欧州では、LIBOR からの移行が困難な既存契約に限り、法令によって参照金利を一律に置き換える措置が検討されている。英国財務省は、2020年6月23日、LIBORを監督する金融行為規制機構（FCA）が運営機関に代替レートの算出を求めることができるよう、法改正を行う方針を示した²。また、欧州連合（EU）においても、欧州委員会が、代替レートを指定して既存契約の参照金利を置き換えるという法改正案を7月24日に公表した³。

LIBORは、運営機関であるICEベンチマーク・アドミニストレーション（IBA）が、5種類の通貨⁴の7つのテナー⁵（期間）について、11～16行のパネル行からデータ呈示を受けて算出している金利指標である。LIBORを巡っては、FCAのアンドリュー・ベイリー前長官（現BOE総裁）が2017年7月に、2021年末までにLIBORからリスクフリー・レート（RFR）に移行すべき旨を発言して以降、特に英国当局がRFRへの移行を強く求めてきた⁶。背景には、算出元となる実取引が少ないことがLIBORの持続可能性にとってのリスクとされてきたことがある。このため、FCAは、パネル行に2021年末までLIBORを自主的に支えるよう要請し、全パネル行が同意しているというのが現状である。従って、その期限を迎える2021年末以降には、LIBORの公表が止まる可能性が高まっていると考えられている。

2021年末までは残り1年半を切っているが、LIBORからの移行が順調に進んでいるとは言い難い。LIBORは、企業貸出、住宅ローン、債券、デリバティブ、証券化商品など幅広い金融契約で利用されており、移行にあたっては個々の契約を見直す必要がある。LIBORから移行する方法には、①参照金利を切り替える方法、②LIBOR停止時の代替レートを予め設定したフォールバック条項を契約に定める方法、の2種類がある。デリバティブ契約については、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）が、業界共通のフォールバック条項を定めた上で、それを既存契約に一斉に反映するプロトコル⁷を検討している。ただし、プロトコルを実際に利用するかは契約当事者に委ねられている。また、他の資産クラスでは、ISDAのプロトコルのように契約を一律で変更できる仕組みはない。

LIBORからの移行といっても、完全に同じ性質の金利指標に移行できるわけではない。代替レートの選択次第で利払い額や金利決定タイミングが変わることから、「移行」は、実質的には「契約条件の変更」を意味する。既存契約において条件変更を行えば、契約当事者間で何かしらの利害関係の変更が生じる。こうした背景がある中で、既存契約の移行

² UK Parliament, “Financial Services Regulation: Written statement - HCWS307”, 23 June 2020.

³ European Commission, “Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulation (EU) 2016/1011 as regards the exemption of certain third country foreign exchange benchmarks and the designation of replacement benchmarks for certain benchmarks in cessation”, 24 July 2020.

⁴ ドル、ユーロ、ポンド、円、スイスフラン。

⁵ オーバーナイト、1週間、1ヶ月、2ヶ月、3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月。

⁶ LIBOR改革の経緯については、磯部昌吾「LIBOR改革の進捗と課題—米・英の新たなリスクフリー・レートの公表—」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）を参照。

⁷ 個々の当事者間での契約変更によらず、多数当事者間で一斉に改正内容を適用する仕組み。

は進んでこなかった。

とはいえ、LIBOR 停止への備えがない中で、実際に停止してしまった場合には、金融市場に大きな影響が及ぶ可能性がある。このため、英国・EU 規制当局は、移行が困難な既存契約に限って、法令によって参照金利を一律に置き換えることを検討している。本稿では、英国と EU がそれぞれ想定する LIBOR 停止に備えた既存契約の一律措置の仕組みと、その課題について考察する。

II 既存契約についての対応策を検討する英国・EU 規制当局

1. 英国と EU の規制当局がそれぞれ検討する一律措置

英国及び EU の規制当局は、金融指標に関する規制を定める EU ベンチマーク規則に基づいて LIBOR 停止に備えた一律措置をそれぞれ検討している。EU ベンチマーク規則では、EU 域内において監督対象エンティティ⁸が利用⁹できる金融指標を、その運営機関が EU 加盟国当局から認可等を受けているものに限定している。そして、金融指標に対しては、要件の 1 つとして算出のインプット・データが市場・経済実勢を反映するという指標性（Representativeness）を満たすことを求めている。運営機関は、指標性を喪失したと判断する場合には、合理的な期間内（具体的な期間は定められていない）に、算出方法を変更するか、公表を停止しなければならない。

LIBOR の場合には、2021 年末以降に一部のパネル行が離脱する可能性が危惧されており、それによって指標性を喪失する恐れがある。以下では、この事態に備えた英国と EU のアプローチについて記述する。英国と EU を分けて扱うのは、英国の EU 離脱（ブ्रेグジット）の移行措置期間が 2020 年末に終了する予定であるからである。移行措置期間の終了後の英国では、従来の EU ベンチマーク規則を英国法令に置き換えた、いわば英国版の EU ベンチマーク規則が適用されることとなっているが、英国規制当局は、それを想定して EU とは別に英国独自のアプローチの検討を早くも始めている。

2. 英国規制当局のアプローチ

英国財務省は、LIBOR が指標性を回復できないと判断される場合に、消費者保護や市場の健全性の確保の観点から、LIBOR の算出方法の変更を IBA に求めることができるよ

⁸ ①銀行等（Credit institution）、②投資サービス会社、③保険会社、④再保険会社、⑤UCITS（及びその運用会社）、⑥オルタナティブ投資ファンド・マネージャー（AIFM）、⑦職域年金基金（IORP）、⑧市場運営者、⑨清算機関（CCP）など。

⁹ 金融指標の利用とは、①参照する金融商品を発行する、②参照することで金融商品・金融契約の支払い金額を決定する、③参照する金融契約の当事者となる、④当該金融指標に対するスプレッド等で算出される借入金利を提供する、⑤当該金融指標のリターンへの追随やポートフォリオの資産配分の確定、パフォーマンス手数料の計算の目的で当該金融指標を通じて投資ファンドのパフォーマンスを測定することを指す。

う、FCA の権限を強化する法改正を行う予定である¹⁰。FCA は、この権限に基づいて、LIBOR の算出方法の変更を IBA に要求し、それを既存契約が一時的に利用できる代替レートにすることを検討する可能性を示している¹¹。LIBOR に近い性質を持った代替レート（シンセティック LIBOR とも言われる）を、LIBOR の名称で算出することで、移行が困難な取引において実質的に参照金利を置き換えるというわけである¹²。

仮に 2021 年末以降に LIBOR のパネル行の一部が離脱するとした場合、残された少数のパネル行だけで LIBOR の算出を続けると、経済実勢から乖離した金利水準が算出される恐れがある。このため、算出方法を変更するにあたっては、パネル行からのデータ呈示に基づかない方法を検討することが想定されている。FCA は、今後公表する政策文書において具体的なアプローチを示す予定であるが、LIBOR の算出方法を、①RFR と、②RFR と LIBOR の差分を表す固定クレジット・スプレッド、をベースとしたものに変更することを検討している。

もっとも、LIBOR の算出方法を変更したとしても、その指標性が回復するわけではない。このため、FCA は、可能な限り自主的な契約変更によって LIBOR から移行することを推奨しており、代替レートの利用は、あくまでも移行が困難な既存契約に限った次善策とみなされている。

代替レートの金利水準は、必ずしも LIBOR と同じになるわけではない。そのため、代替レートへの置き換えが契約当事者にとって望ましい結果をもたらすとは限らない。また、5 通貨の 7 つのテナーで、LIBOR の算出元となる取引の流動性が異なる中、それぞれが同時に指標性を喪失するとも限らない。更に、FCA は、変更後の算出方法が必要とするインプット・データを得られない通貨があるといった場合には、算出手法を変更せずに LIBOR の一部の公表が停止されるシナリオもあり得るとしている。

このほか、リーガル・リスクの観点からの課題も指摘されている¹³。このアプローチでは、多くの既存契約が、ロイター・スクリーンの LIBOR01 のようなスクリーン表示のレートを支払金利として定めていることを前提にしている。この前提の下では、LIBOR の名称を変えずに算出方法を変更すれば、自動的に既存契約に LIBOR の算出方法の変更を織り込める。しかしながら、LIBOR という名称が変わらずとも、算出方法が変わってしまえば、実質的には元の LIBOR とは異なる金利指標となる。このため、契約当事者が契約当初の意図に反すると主張することが考えられる。

¹⁰ 対象となる金融指標は、正確には EU ベンチマーク規則に基づいて指定されているクリティカル・ベンチマークであるが、本稿では便宜上、LIBOR と記述する。なお、LIBOR はクリティカル・ベンチマークとして既に指定を受けている。

¹¹ FCA, “Benchmarks Regulation – proposed new powers”, 23 June 2020.

¹² 運営機関の自主的な取り組みではあるが、金利指標の名称を変えずに算出手法だけを変更した事例は、過去にもある。例えば、ユーロ圏無担保翌日物平均金利（EONIA）では、パネル行の減少と算出元となる取引の流動性低下が背景となり、従来の手法による算出を取り止めて、2019 年 10 月から「ユーロ短期金利（€STR） + 0.085%」を EONIA としている。

¹³ “UK’s tough legacy fix spells trouble for US Libor transition”, *Risk.net*, 22 July 2020.

3. EU 規制当局のアプローチ

EU 規制当局が検討しているアプローチは、英国とは異なる。欧州委員会が公表した EU ベンチマーク規則の改正法案では、LIBOR の公表停止¹⁴によって金融市場に重大な影響が生じる可能性がある場合には、欧州委員会が代替レートを指定し、既存契約の参照金利を LIBOR から代替レートに置き換えることを提案している。置き換えの対象となるのは、監督対象エンティティが契約当事者であり、かつ LIBOR の恒久的な停止に備えたフォールバック条項を有していない既存契約である。

改正法案において、「金融市場に重大な影響が生じる可能性がある場合」が具体的にどのような状況を指すのかは明記されていないが、欧州委員会は、この状況に該当し、かつ下記①～③の条件のいずれかを満たす場合に、LIBOR の代替レートを指定することができる。なお、代替レートを指定するにあたっては、各通貨の中央銀行が後ろ盾となって運営されている代替参照金利ワーキング・グループ¹⁵の提言を考慮することが盛り込まれている。

- ① 監督当局が、LIBOR が指標性を回復できないと発表した場合
- ② IBA が LIBOR の公表停止（又は停止予定）を発表し、後継する運営機関もない場合
- ③ 監督当局等が LIBOR の公表停止（又は停止予定）を発表し、後継する運営機関もない場合

英国のアプローチとの違いは、①IBA に算出方法の変更を求めるのではなく欧州委員会が代替レートを直接指定する点と、②LIBOR の公表停止時に既存契約の参照金利が代替レートに一律で置き換わることを法令で定めようとしている点である。後者については、EU ベンチマーク規則が、既存契約の参照金利の置き換えを法的に確保することから、上述の英国のアプローチにおいて想定されるような契約当事者が異議を唱える余地は少なくなる。とはいえ、当事者同士で交わされている既存契約の内容を、法令で事後的に変更するというアプローチは些か大胆な感もある。

III 今後の注目点

英国と EU の規制当局のアプローチのいずれも、LIBOR 停止に直面した場合に、契約当事者が、代替レートの利用というシナリオを予見できるようになるという点では評価できるだろう。一律で代替レートに置き換わるということがわかれば、タイミング次第であろうが、それを踏まえて逆に自主的な移行に踏み切るべきかを検討するということもできる。

¹⁴ 欧州委員会の EU ベンチマーク規則の改正法案では、正確には金融指標の公表停止を対象としているが、本稿では便宜上、LIBOR と記述する。

¹⁵ 代替参照金利委員会（ARRC）、ユーロの RFR に関するワーキング・グループ、ポンドの RFR に関するワーキング・グループ、日本円金利指標に関する検討委員会などが該当すると考えられる。

FCA の市場・ホールセール政策担当ディレクターであるエドウィン・スクーリング・ラター氏は、早ければ 2020 年末前の数週間で、2021 年末に LIBOR の算出に何が起こるのかについての決定がアナウンスされる可能性があるとして述べている¹⁶。

もっとも、具体的に何が代替レートとなるかについては、今後の検討次第である。英国と EU のいずれの規制当局も、各通貨の民間検討体の議論を考慮する意向を示しているが、規制当局間で意見が一致するのかは定かではない。英国と EU の規制当局間で代替レートに対する意見にズレが生じれば、英国と EU の間で市場分断が生じる懸念もある。

また、代替レートはあくまでも次善策であるため、LIBOR からの移行が困難な既存契約に限った利用が想定されているが、そうした利用範囲の限定ができるのはそれぞれの法域内に限られる。例えば、FCA の要求に基づいて、IBA がドル LIBOR の算出方法を変更して代替レートを算出するとしよう。その場合、その代替レートを米国の金融機関同士が、移行が困難な既存契約に限らず幅広く利用し続けたとしても、英国の法域外の契約であることから、FCA がそれを禁止することはできないだろう¹⁷。

LIBOR がグローバルに利用されている中で、他の法域において、どのような代替レートをどこまで利用できるかについては、その法域での扱い次第になると考えられる。本稿では、規制当局が具体的な方針を打ち出している英国と EU のアプローチについて扱ったが、米国においても、規制当局の動きではないものの、ドル金利指標の民間検討体である代替参照金利委員会 (ARRC) が、ニューヨーク (NY) 州法の改正によって、移行が困難な NY 法準拠の既存契約の参照金利をドル LIBOR から一律で置き換える仕組みを整備する提言¹⁸を 2020 年 3 月に公表している。

既存契約における LIBOR からの移行は、契約当初には想定していなかった条件変更であることから、契約当事者間で合意に至るハードルは高い。他方で、LIBOR と完全に性質が一致する代替レートが存在するわけではない以上、何らかの代替レートの利用に一旦流れができれば、それが市場慣行として定着する可能性も否めない。2021 年末まで残り 1 年半を切った中で、法令による参照金利の一律の置き換えに関する英国・EU 規制当局の検討が、欧州以外の地域への影響も含めて LIBOR からの移行をどのように後押しすることになるのか、引き続き注視する必要があるだろう。

¹⁶ FCA, “LIBOR transition – the critical tasks ahead of us in the second half of 2020”, 14 July 2020.

¹⁷ 英国の法域外では FCA が代替レートの利用範囲を制限できない点については、前掲脚注 13 において指摘されている。

¹⁸ ARRC, “Proposed Legislative Solution to Minimize Legal Uncertainty and Adverse Economic Impact Associated with LIBOR Transition”, 6 March 2020.