

令和3年3月1日

金融庁監督局証券課長・銀行第一課長 殿

一般的な法令解釈に係る書面照会について

金融商品取引法（昭和23年法律第25号。以下「金商法」という。）及び金融商品取引業等に関する内閣府令（平成19年内閣府令第52号。以下「金商業等府令」という。）並びに銀行法（昭和56年法律第59号。）第13条の3第4号及び銀行法施行規則（昭和57年大蔵省令第10号。）第14条の11の3第3号の解釈に関し、以下の点について、照会します。

なお、照会及び回答の内容が公表されることに同意します。

照会対象の法令の条項

金商法第38条第9号、金商業等府令第117条第1項第3号

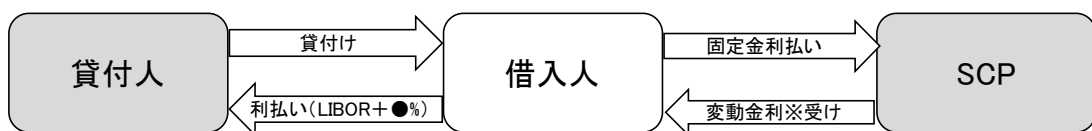
金商法第39条第1項

銀行法第13条の3第4号、銀行法施行規則第14条の11の3第3号

想定取引の概要

- 借入人は、貸付人からの借入れ（参照金利はLIBOR）（以下「本ローン取引」という。）の金利を固定化するため、スワップカウンターパーティーとしての金融機関（以下「SCP」という。）との間で、借入人がSCPに対し固定金利（年率3%）を支払い、SCPが借入人に対し変動金利（参照金利はLIBOR）を支払うことを内容とする金利スワップ取引（以下「本スワップ取引」といい、これに係る金利スワップ契約を「本スワップ契約」という。）を行っている¹。

【図表1：取引の概要図】



※LIBOR

¹ なお、貸付人とSCPは同一法人である場合もあれば、別法人である場合もあることを想定する。

2. 本スワップ契約には、同契約が解約される場合、解約時点の時価に基づき清算を行う旨（その時点で不利なポジションにあり負の時価を有する当事者から相手方に対し、時価の絶対額に相当する金額の解約清算金を支払う）が規定されている²。

照会 1（金利変更評価益が生じた場合）

1. 前提事実

- (1) 本スワップ契約には、「フォールバック条項」が規定されている。フォールバック条項とは、以下のトリガー事由が生じた場合に、LIBOR に代えて参照する後継金利又はその決定方法を予め契約で定める一連の条項をいう。なお、以下のトリガー事由は、ISDA（International Swaps and Derivatives Association）における議論や、全国銀行協会の公表した相対貸出のフォールバック条項の参考例（サンプル）等を踏まえた、市場において一般的なものである。

【トリガー事由として規定される事由】

- ・LIBOR の公表が恒久的に中止された場合
 - ・LIBOR 運営機関等がユーロ円 LIBOR の公表を他者に承継することなく恒久的に中止する予定である旨又は中止した旨が発表された場合
 - ・LIBOR 運営機関の監督当局が、ユーロ円 LIBOR が金利指標性を失う予定である旨又は失った旨を発表した場合
- (2) 本スワップ契約の締結後、トリガー事由が発生したことから、フォールバック条項の定める手続に従い、本ローン取引及び本スワップ取引について、参照金利が LIBOR から所定の後継金利に変更されることとなった。なお、フォールバック条項に従いスプレッド調整（下記(3)参照）が行われることにより、参照金利の変更の前後において取引の双方当事者の経済的地位は可能な限り同様の水準で維持することが目指されることになる（以下、かかる参照金利の変更を「参照金利変更」という。）。
- (3) 参照金利変更後の本スワップ契約の条件は、借入人が固定金利（年率 3%）を支払い、変動金利を受けるものであり、その参照金利はフォールバック条項により定ま

² 一般に、金利スワップ取引の時価は、取引開始時においては 0 であるが、取引開始後における変動金利の推移の見通し次第で随時変動する。たとえば、取引開始時の想定と比して、変動金利が低下傾向にあり、金利スワップ契約に基づき将来に亘って授受される変動金利相当額が減少することが見込まれる場合、固定金利払い・変動金利受けを約する当事者にとっての金利スワップ取引の時価は減少して負の金額となり、その相手方にとっての時価は増加して正の金額となる。

る特定の金利指標にスプレッド調整値による調整を加えた変動利率（以下「本後継金利（スワップ）」という。）とされた。スプレッド調整値は、参照金利変更前後の当事者間の価値の移転を最小化する目的で、市場関係者において合理的と認められている方法により算出され、その値は参照金利変更以後は一定である。

- (4) 参照金利変更の直前時点における借入人にとっての本スワップ取引の時価は▲20であった（以下「既存評価損」という。）³。また、参照金利変更の直後時点における借入人にとっての同取引の時価は▲19であった（参照金利変更の前後で生じた借入人にとっての本スワップ取引の時価の上昇分（▲19－▲20＝＋1）を、以下「金利変更評価益」という。）⁴。

【図表 2：借入人にとっての本スワップ取引の時価】

	(a)当初	(b)参照金利変更直前	(c)参照金利変更直後
固定金利	年率 3%	年率 3%	年率 3%
変動金利	LIBOR	LIBOR	本後継金利（スワップ）
時価	0	▲20	▲19

- (5) 参照金利変更之际、フォールバック条項に基づくスプレッド調整以外には、借入人から SCP に対する既存評価損相当分の解約清算金の支払は行われず、また、借入人及び SCP の間で金利変更評価益相当分の清算措置も行われず（以下、本設例において「本取扱」という。）旨、本スワップ契約において合意される（換言すれば、本スワップ契約においてかかる支払及び清算措置は規定されない。）。

2. 照会事項

本取扱を内容とするフォールバック条項の合意を行うこと及び本取扱によること、特別の利益の提供の禁止（金商法第 38 条第 9 号、金商業等府令第 117 条第 1 項第 3 号）

³ 借入人にとっての時価が負の金額であるのは、本スワップ契約締結時の想定と比して、LIBOR の金利水準が低下傾向にあり、本スワップ契約に基づき将来に亘って借入人の受領する変動金利相当額が減少することが見込まれるためである。脚注 2 参照。

⁴ 参照金利変更前後の本スワップ契約の時価が不一致となり得るのは、参照金利変更前後で本スワップ契約が参照する変動金利の指標が異なることによる。すなわち、一般にスワップ契約の時価は、将来に亘り固定利率に基づき授受される金額の現在価値割引額と、同様に将来に亘り変動利率に基づき授受されると見込まれる金額の現在価値割引額に基づいて算出されるところ、将来に亘る LIBOR の動向の予測と本後継金利（スワップ）の動向の予測は、異なる金利指標を対象とする以上、一致するとは限らない。なお、正確には、本後継金利（スワップ）は特定の金利指標にスプレッド調整値による調整を加えた率であり、スプレッド調整は参照金利変更前後の当事者間の価値の移転を最小化する目的で行われるのであるが、特にスプレッド調整値が過去 5 年間の中央値アプローチなど過去の実績に着眼する方法により算出される場合、それに対しスワップの時価は将来に亘る金利動向予測に基づいて算出されるため、いかにスプレッド調整が公正に行われても、なお参照金利変更の前後でスワップの時価が一致しない事態は生じ得ることとなる。

又は損失補填等の禁止（金商法第 39 条第 1 項）に違反しないか。

3. 照会者の見解及び根拠

以下の理由から、本取扱を内容とするフォールバック条項の合意を行うこと及び本取扱によることは、特別の利益の提供の禁止又は損失補填等の禁止に違反しない。

- (1) 参照金利変更により借入人にとっての本スワップ取引の時価は▲20 から▲19 に変化する（言い換えれば、金利変更評価益（+1）分の利益移転が SCP から借入人に対して生じる。）。この部分について清算を行うとすれば、借入人が SCP に対して金利変更評価益（+1）を支払うべきところ、その支払を求めないことが特別利益提供禁止・損失補填等の禁止の趣旨に反するか。
- (2) 参照金利変更の際し、フォールバック条項に基づくスプレッド調整以外には、清算を行うべき旨が規定されていないことからすると、フォールバック条項の内容として（そのスプレッド調整方法と相まって）「契約変更に伴い SCP から顧客に利益移転が生じる結果になったとしても、その清算を行わない」という趣旨が含意されていると解釈することも考えられる⁵。その場合、契約変更を行うに際して清算を行わないことは当該事前合意に従った対応に過ぎないことになるが、その一方で、そのような合意を行うこと自体が違法な特別利益提供・損失補填に当たらないかという形で、なお損失補填等の禁止に反しないかという問題は指摘され得る。
- (3) しかし、特別利益提供禁止・損失補填等の禁止の趣旨（証券市場の中立性及び公正性とそれに対する投資家の信頼の維持・確保、顧客の適正な投資判断確保）、本スワップ契約の当事者の意図がローン金利を固定化することでありそれを超えた金銭の授受は契約の目的外であること、また、本取扱は LIBOR の恒久的公表中止に備え LIBOR を参照する取引・契約の頑健性の確保という目的の下で市場関係者において合理的と認められる調整方法⁶に基づくものであることに照らせば、LIBOR

⁵ 脚注 4 で述べたとおり、スプレッド調整自体は元来、参照金利変更前後の当事者間の価値の移転を最小化する目的で行われるものであるが、これが特に過去の実績に着眼する方法により算出される場合、いかにスプレッド調整が公正に行われても、なお参照金利変更の前後でスワップの時価が一致しない事態は生じ得ることとなる。(i)フォールバック条項において、このような結果を伴い得るスプレッド調整方法による旨が定められる場合は、本文で述べた解釈に傾きやすい。他方、(ii)スプレッド調整の方法について関連監督当局等の推奨する方法又は市場慣行に従って行うとしか規定されていない場合は、スプレッド調整を経てもなお生じ得る時価変動の取扱いについて、特段の合意はなされていないと見られる可能性はある。しかし、この場合でも、かかる推奨又は市場慣行の内容として、(i)で述べたような特定のスプレッド調整方法によることが共通の理解となっているときは、実質的には(i)と相違しないと言えよう。

⁶ デリバティブ取引については、ISDA IBOR Fallback Supplement 及び ISDA IBOR Fallback Protocol（本年 10 月 23 日にプロトコルの批准開始、来年 1 月 25 日に効力発生予定）により、（フォールバック・レートが

の恒久的な公表中止に対する対応により上記のような利益移転が生じるすべての顧客に対して同様の対応をする限り、市場の中立性・公正性を損なわず投資家の信頼確保に資することから、特別の利益の提供の禁止又は損失補填等の禁止の趣旨に反しない。

- (4) 加えて、貸付人と SCP が同一法人であり、本ローン取引の後継金利と本後継金利（スワップ取引）が一致する場合、借入人が SCP との関係で金利変更評価益を享受したとしても、それは本ローン取引を通じて貸付人に移転されるから、本ローン取引と本スワップ取引を全体としてみれば、借入人と貸付人兼 SCP との間には金利変更評価益相当額の利益移転が生じていないことになる。したがって、この場合は、特別利益提供禁止・損失補填等の禁止に違反しないことは一層明らかである。
- (5) なお、上記は、フォールバック条項に基づき参照金利の変更を行う場合（トリガー事由の発生により後継金利が決定されるが、後継金利が適用されるのは実際に LIBOR の公表が中止等されるに至った時点以降の基準日となる、いわゆる「フォールバック」のケース）に関する検討であるが、LIBOR の公表中止や指標性喪失の前に参照金利の変更を行う場合（いわゆる「移行」のケース）には、別の問題⁷が

O/N RFR 複利（後決め）になることを前提に）新規取引又は既存取引に適用されるフォールバック条項におけるスプレッド調整方法として、過去 5 年間の中央値アプローチ（the median spread between the IBOR and the Adjusted RFR over the preceding five-year period）によることが定められている。また、日本円金利指標に関する検討委員会は、市場参加者の賛同を踏まえ、キャッシュ商品（貸出、債券）におけるフォールバック時のスプレッド調整手法について、フォールバック・レートとして O/N RFR 複利（後決め）やターム物リスク・フリー・レートを用いる場合には、過去 5 年間の中央値アプローチを用いることを推奨している（同検討委員会「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）」）。このとおり、かかる枠組み・推奨に沿って過去 5 年間の中央値アプローチを用いることは、市場関係者において合理的と認められている方法に当たるものと考えられる。他方で、ISDA IBOR Fallback Supplement 及び ISDA IBOR Fallback Protocol では、そもそもフォールバック・レートとして TIBOR によることを想定した規定が設けられていない。また、日本円金利指標に関する検討委員会においても、フォールバック・レートとして TIBOR を用いる場合に過去 5 年間の中央値アプローチを用いることについては、上記のような推奨を行っていない。そのため、フォールバック・レートとして TIBOR を用いる場合には、現時点において、市場関係者において合理的と認められているスプレッド調整手法が定まっていない。

⁷ LIBOR と O/N RFR 複利（後決め）のスプレッド調整に関する利益移転について考察すると、ISDA における議論を通じて、過去 5 年間の中央値アプローチから得られるスプレッド調整の値（又はそこから計測される時価）と、その時点の時価を映じるフォワード・アプローチから得られるスプレッド調整の値（又はそこから計測される時価）は、完全には一致しないまでも相当に近似した数値を示す（すなわち、過去 5 年間の中央値アプローチの水準に相場が収斂している）ことが、足元の相場においても確認されており、トリガー事由発生以降においては、より明確に相場が過去 5 年間の中央値アプローチの水準に収斂することが期待される。

この点、フォールバックの場合においては、トリガー事由発生時点においてスプレッド調整値を確定させるところ、当該スプレッド調整値を実際に用い始めるのは、LIBOR の公表中止又は指標性喪失が実際に生じた後（の次回金利更改日以降）になることから、当該スプレッド調整値を実際に用いる時点では、上述の相場の収斂が生じていることが想定され、（時価の面からも）利益移転を抑えることができる過去 5 年間の中央値アプローチを利用することが妥当と考えられる。日本円金利指標に関する検討委員会においても、こうした理解を踏まえ、フォールバック時のスプレッド調整の手法として過去 5 年間の中央値アプローチ

あり得る。このため、本取扱と同様の取扱いによらない場合もあり得るが、このこと自体が上記の議論に影響するものではないと考えられる。

照会 2 (金利変更評価損が生じた場合)

1. 前提事実

- (1) 参照金利変更の直前時点における借入人にとっての既存スワップ取引の時価は 20 であった (以下「既存評価益」という。)。また、参照金利変更の直後時点における借入人にとっての時価は 19 であった (19 を「本評価益」といい、参照金利変更により生じた▲1 の分を、以下「金利変更評価損」という。)

【図表 3 : 借入人にとっての本スワップ取引の時価】

	(a)当初	(b)参照金利変更直前	(c)参照金利変更直後
固定金利	年率 3%	年率 3%	年率 3%
変動金利	LIBOR	LIBOR	本後継金利 (スワップ)
時価	0	20	19

- (2) 参照金利変更之际、フォールバック条項に基づくスプレッド調整以外には、SCP から借入人に対する既存評価益相当分の解約清算金の支払を行わないこととし、また、借入人及び SCP の間で金利変更評価損相当分の清算措置も行わないこととした (以下、本設例において「本取扱」という。)
- (3) 本設例においては、SCP は銀行であるものとする。

が推奨されているものと理解される。

これに対し、移行の場合においては、LIBOR 公表中止又は指標性喪失前の任意の時点において、スプレッド調整値を確定させ、当該時点 (の次回金利更改日以降) から当該スプレッド調整値を実際に用いることになる。そのため、(前述の説明のとおり、足元の相場においても相応に収斂がみられるとはいえ) たとえば、LIBOR 公表中止又は指標性喪失に至るまでの間に何らかの経済的なショック等が生じた場合には、LIBOR と O/N RFR 複利 (後決め) のスプレッドについて、過去 5 年間の中央値アプローチから得られるスプレッド調整値 (又はそこから計測される時価) と、その時点の時価を映じるフォワード・アプローチから得られるスプレッド調整値 (又はそこから計測される時価) が乖離する可能性は否定できない。換言すれば、トリガー事由発生時点以降においては、より明確に相場が収斂することが期待できるとはいえ、LIBOR の公表中止又は指標性喪失前である (すなわち LIBOR の公表が継続されている) 以上、このような乖離が生じる可能性を完全には否定できないと考えられる。現に、日本円金利指標に関する検討委員会も、直接には移行の場合のスプレッド調整の手法としてまで過去 5 年間中央値アプローチを推奨しているわけではない。

そうすると、LIBOR 公表中止又は指標性喪失前に参照金利変更を行う場合であって、参照金利前後でスワップ取引の時価が一定水準以上に異なってしまうときは、そのような差異が生じるすべての顧客に対して、本取扱に代えて、かかる差異を解消するための清算を行うことが考えられる。

(4) 上記(1)乃至(3)の他は、事実関係は照会 1 と同様。

2. 照会事項

本取扱によること（及び本取扱を内容とするフォールバック条項の合意を行うこと）が、銀行としての優越的地位の濫用禁止（銀行法第 13 条の 3 第 4 号、銀行法施行規則第 14 条の 11 の 3 第 3 号）に違反しないか。

3. 照会者の見解及び根拠

以下の理由から、本取扱によること（及び本取扱を内容とするフォールバック条項の合意を行うこと）は、優越的地位の濫用禁止に違反しない。

- (1) 本設例においては、本スワップ取引の時価の推移が設例 1 におけるのと対照的である。すなわち、参照金利変更により借入人にとっての本スワップ取引の時価は 20 から 19 に変化し、金利変更評価損（▲1）分の利益移転が借入人から SCP に対して生じる。そこで、この部分について SCP が借入人に対して清算金の支払を行わないこと（及びそのような対応を内容とするフォールバック条項の合意を行うこと）が優越的地位の濫用禁止に反しないかという問題は指摘され得る。
- (2) しかし、本スワップ契約の当事者の意図がローン金利を固定化することでありそれを超えた金銭の授受は契約の目的外であること、また、本取扱は LIBOR の恒久的公表中止に備え LIBOR を参照する取引・契約の頑健性の確保という目的の下で市場関係者において合理的と認められる調整方法に基づくものであることに照らせば、LIBOR の恒久的公表中止に対する対応により上記のような利益移転が生じるすべての顧客に対して同様の対応をする限り、正常な商慣習に照らして顧客に不当に不利益を与える行為とはいえず、上記禁止に反しない。
- (3) なお、貸付人と SCP が同一法人であり、本ローン取引の後継金利と本後継金利（スワップ取引）が一致する場合、借入人が SCP との関係で金利変更評価損を被ったとしても、それは本ローン取引を通じて貸付人に移転されるから、本ローン取引と本スワップ取引を全体としてみれば、借入人と貸付人兼 SCP との間には金利変更評価損相当額の利益移転が生じていないことになる。したがって、この場合は、上記禁止に違反しないことは一層明らかである⁸。

以 上

⁸ いわゆる「移行」のケースの議論については、脚注 7 の場合と同様である。