

## 企業法研究

# 特定金融指標規制の影響

## ～特定金融指標は金融指標の首席たりうるかーその多面的考察

日本放送協会・検定会員補 (CCMA) 仲尾 聡

### 1. 本論文の目的とねらい

#### (1) はじめに

金融指標とは、デリバティブのクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) や国債先物の利回りのように、他の金融取引に応用される可能性を包含した指標のことである。今回はその中でもレファレンスレートを取り上げる。レファレンスレートは、東京銀行間市場金利 (以下「TIBOR」(注1)とする。) やロンドン銀行間市場金利 (以下「LIBOR」(注2)という。) のように、銀行間市場 (インターバンク) で提示される金利であるが、同時に証券流通市場 (注3)等、法人間取引で多用される金融取引で参照される指標である。日本の金融商品取引法ではここ最近の状況を受け、特定金融指標算出者に対する規制が平成27年5月から開始された。本論文は法学分野での先行研究を概観するとともに、BIS等の国際金融規制団体、金融庁等主要金融規制者の見解を紹介し、全銀協等の自主規制者の状況について概説することにする。また、JGBとの差異分析手法をも紹介したい。

#### (2) 筆者の視点

レファレンスレートとは、金融商品の取引の際に参考とされるレートのことである(注4)。インターバンク市場とは、銀行間の無担保資金の融通を目的として形成された市場である。LIBOR および TIBOR はそのインターバンク市場の金利の指標として機能しているものである(注5)。論点として、3つある。すなわち、参照金利について、金融商品を認めるかどうか。次に銀行間市場金利はどのような利用をされているか。最後に、旧例のレファレンスレートの決定方法に欠点がなかったかという論点である。

筆者の上記に対する視点は、下記の3つである。

① レファレンスレートの金融商品性は肯定する(注6)。

②利用の展開の幅からみて、銀行間金利を金融機関間金利としないと公平性は維持できない。

② 現下のインターバンクレートの算出方法は工夫を要する。

① に関して、金融庁は肯定している(注7)が、ミディアム・ターム・ノート (以下 MTN) プログラム(注8)で引用されやすい TIBOR をとりあげても、短期金融市場における無

担保コール市場の比率は 1980 年末 24.7%であったのに対して、2012 年 6 月末では 5.7%でしかない(注 9)。全銀協 TIBOR のレファレンスバンク指定基準(旧基準)では、a.市場取引量、b.円資産残高、c.レピュテーション (評価)、及び d.レート呈示実績の 4 つであり、a.の市場取引量が、的を射た指標かどうか疑念は残る(注 10)。

本来、金融行政の目標は、a)信用秩序維持政策、b)市場の透明・公正、及び c)利用者の保護である。特に b)に関しては、不特定多数の投資家が合理的な投資判断することができること、及び投資対象である金融商品、その発行体である関連情報、大口投資家の行動が適時に公開されることを通じて、市場参加者の間の公平性・均衡性が維持されるように定められた共通の行為準則や市場ルールが持続的に定められていることであると、解釈されている(注 11)。したがって、現行のツインプイクス規制(注 12)である場合、金融市場全体に対する影響度の大きい TIBOR のような指標は、銀行・証券を通じた金融市場全体の公正を求める観点からは更に検討される必要があるだろう。②③については、銀行間市場金利として機能しておらず、海外の金融法人が日本の金融機関からデリバティブ付きの借入れの際の証券化組成として債券起債する場合などに活用されているため、証券会社も含めた金融機関間金利として機能している。③については、複数の呈示行が共謀すれば不正操作できるとか、呈示するレートの合理性が銀行内の市場部門と貸し出し審査部門では根拠に差異ができるといった点での脆弱性があった。

### (3) TIBOR 改革全銀協改革案 (平成 25 年 6 月 25 日付) に対する見解

行為規範の作成と遵守、専門組織の設立、監視委員会・内部監査・外部監査の充実 3. テナー数 (期間区分) 削減に関する提案は支持したい。ただし、日本円 TIBOR (14 行) (注 13)・ユーロ TIBOR (13 行) (注 14)(注 15)で決定している。現行過程には、切り込む必要がある。平成 27 年 4 月 1 日からは前者は 15 行、後者は 14 行に変更された。

② 行 (68.9%)、証券、生保 (7.1%) (注 16)、他事業法人等を金利決定のフロアに入れることを認めるか

② G-SIFIs (Global Systematically Important Financial Institutions) (注 17)を金利決定に組み込む方法(注 18)。

③ 域外への関係 (調査権の付与)

上記の 3 つの政策を組み込んで透明化を図る必要があると考える(注 19)。以上が筆者の立場である。金融指標を取り巻く諸論点の、今時点での解決の方向性に関する「要約」と「新規設計制度の運用に死角はないか」を検討するのが今回の論文の趣旨である。

ソブリンサムライ債、MTN (ミディアム・ターム・ノート)、及びそれらの根拠となる銀行間市場金利 (インターバンク金利) に代表される金融指標の合理的な形成こそ、とかく関心が後回しにされがちであるものの、資本市場 (証券市場) の一角を担う債券発行市場・流通市場の双方に必須要件であると認識している。会社法、その延長線で金商法の株式評価について、先行研究が多かった。本論文では、詳細に言及されなかった金融指標形成の法的規制について考察する(注 20)。もちろん、国内での先行研究の検討評価も含めて、詳細に報告

して整理することとする。

#### (4) 導入された制度の解説

##### ①IOSCO の報告書

金融指標が基準金利やデリバティブ取引の支払額の算定、有価証券の価値の算定等に用いられる等、金融取引の基礎となることにより金融・資本市場で大きな役目を果たしてきた。しかし LIBOR 等の不正操作事案を受けて、金利呈示行（以下、「テナーバンク」という。）に不正操作のインセンティブがあることなどの問題が提起された。各国で調査・操作、課徴金の賦課処分が行われる一方で IOSCO の報告書(注 21)が平成 25 年 7 月に提出された。報告書の要点を簡単に言うと次のようなものになる。まず、大別して次の構成である。Ⅰ．運営機関のガバナンス、Ⅱ．指標の品質、Ⅲ．指標の算出方針の品質、及びⅣ．運営機関の説明責任である。

「Ⅰ．運営機関のガバナンス」では、運営機関は指標の定義・決定・公表・ガバナンスについて一義的な責任を負うこと、利益相反の特定・開示・管理・回避についての書面規程を策定し、履行を実施すること、指標の決定・公表の手続を管理する枠組みを構築すること、指標決定過程の監視を行う部門を設置することを義務付けている。

「Ⅱ．指標の品質」では、指標の設計には、計測対象の価値の経済的な実態を反映する要素を含むべきであること、指標決定には観測可能な取引に裏づけられたデータを利用すること、指標の元となるデータの類型と専門家の判断に関する指針を公表することなどを定めている。

「Ⅲ．指標の算出方針の品質」では、指標の算出方針を公表し、採用根拠を提示すること、算出方針の変更・算出の中断に関する手続を公表すること、呈示者の行動規範（Code of Conduct）を策定・公表し、その行動規範の遵守を確認することを取り決めている。

「Ⅳ．運営機関の説明責任」では、苦情への対応規程を策定し、公表すること、原則の遵守状況をレビュー・報告する能力のある独立の監査人を選任すること、指標決定に用いた情報等の 5 年間の記録保持義務のあることなどを取り決めている。

③ これらをもとに下記の 19 原則がまとめられた。

IOSCO19 原則は、次のような概要(注 22)である。

運営機関のガバナンスとしては、5 点を挙げている。算出者である運営機関が第一義的な責任を負うこと（原則 1）、指標決定プロセスに係る活動を第三者に委託する場合には、運営機関が第三者を適切に監督する必要があること（原則 2）、利益相反を特定、開示、管理、軽減または回避するための方針等を実施すること（原則 3）、指標を決定および公表するプロセスに対して適切な統制の枠組みを整備すること（原則 4）、及び指標決定プロセスのあらゆる面をレビューし、検証する監督機能を設けること（原則 5）である。

指標の品質として 5 つの原則を挙げている。計測する「価値」の経済的な実態を正確かつ高い信頼性をもって代表するよう設計し、指標の価格やレート、指数、値の歪曲をもたらすような要素を排除すること（原則 6）、指標の決定に使用するデータは、指標が計測する「価

値」を正確かつ高い信頼性をもって反映するのに十分であり、需要と供給の競争原理によって決定した価格、レート、指標、または価値にもとづくこと（原則 7）、データのヒエラルキーおよび指標設計に利用する専門家の判断について明確な指針を公表または入手可能にすること（原則 8）、公表期日に遅延することなく指標決定について説明および公表すること（原則 9）、及び指標によって計測される「価値」の状況を定期的に見直すこと（原則 10）である。

指標の算出方針の品質に関しては次の 5 項目を定めている。算出方針を文書化し、公表または入手可能にすること（原則 11）、算出方針に係る重要な変更の根拠と変更を行うための手続を公表または入手可能にすること（原則 12）、市場構造の変化、商品の定義の変更または指標が測定対象とする「価値」を代表しなくなるようなその他の状況による指標の停止の必要性に対応するため、明確な方針書と手続書を整備すること（原則 13）、呈示者に係る行動規範を策定し、当該行動規範を遵守する主体からのデータまたは呈示のみを使用すること（原則 14）、及び、外部の情報源からデータを収集する場合には、データの収集および伝達のプロセスにおいて、適切な内部統制が構築されていることを確保すること（原則 15）である。

運営機関の説明責任については次の 4 項目を定めている。利害関係者が特定の指標の決定が計測対象である「価値」を反映しているかどうか、特定の指標の決定に関連した算出方針の適用、および指標決定に係る運営機関のその他の決定等に関する不服を申し立てることができること（原則 16）、運営機関が定められた基準および原則に対する運営機関の遵守状況を定期的にレビューし報告するための適切な経験と能力を有する独立の立場の内部監査人または外部監査人を任命すること（原則 17）、国内法または規制上の要件にしたがい、指標決定で依拠するすべての市場データ、呈示およびその他のデータや情報源等の記録文書を 5 年間保存すること（原則 18）、及び規制当局が規制上または監督上の責任を遂行するうえで容易に利用できるようにし、要請があった場合には、迅速に提出すること（原則 19）である。

とりあえずこれを受けて、日本の金融指標はこれら原則に立法及び実務上対応したことにせざるを得なくなったわけである。

#### （5）IOSCO19 原則の国内履行についての法的見解と私見

IOSCO 原則の国内履行に関する学説上の見解は、次の 2 つに大別される。

まず原田大樹教授（京都大学・行政法）の見解である（注 23）。彼は国際的な政策実現課程を、「国際レジーム」「国際ネットワーク」、及び「国際民事ルール」の 3 つに分類する。ここでは、IOSCO 原則は 2 つ目の国際ネットワークに分類される。その弱点は、1. 政策形成過程における民主性の欠如、2. 国際平準化圧力、及び 3. 責任の分散に伴う規範的コントロールの困難性にある。結果、縦割り化・閉鎖化による民主的コントロールが及ばない国家の政策実現課程に事実としては大きいルールが忍び込んでしまう可能性があると評価し、懸念している。

一方で、久保田隆教授（早稲田大学・金融法）の見解がある(注 24)。相互承認と国際調和の二つの軸に基づいて国際金融での法的規制が説明できるのではないかという仮説である。その中で価値判断基準としては、共通の強い政策目的がなく特有の制度や市場の創意工夫が要請される部分では、例えばイスラム金融のように、相互承認の特性が評価される。逆に統一の政策目的がある分野、例えば FATF のマネーロンダリング規制では、国際調和が肯定的に評価され各国の抜け道や例外をなくす方向で機能する。そのうえで、金融規制を法的要因を加味した分析でよい場合と悪い場合に分けるメルクマールが必要であると主張している。

私見として、これまでの調査・研究実績に鑑み、金融法は、民事法と行政法との複合法の領域であるため、銀行、株式、債券など各々専門性が高く、システムや慣習に起因する技術的な要素も高いと考えている。まず、原田教授の定義する民主的コントロールの具体的な定義が不明確であると思われる。民主的コントロールの仮説的な定義が妥当であるとしても、同教授の指摘するような民主的コントロールに曝せる部分と曝せない部分が存在していると認識している。

例えば、金融商品取引法の原則である適合性原則（40 条）は、消費者にとってより金融商品を理解できるようにする立法措置であり、さらに、広告規制の具体化という点では民主的コントロールと評価できるが、ブロックチェーンを利用した簡便な国際送金の仕組みに限度額を付さないという判断は、FATF 勧告から見て問題のある国際送金の仕組みを残すこと(注 25)になるため、民主的コントロールを受けない領域になる可能性は極めて高い。

一方、久保田教授の指摘する後者の法的要因を加味する基準作りに困難は覚えるが、民主的コントロールが及ばないとまで評価するのは早計であるため、金融領域における当該国際的基準の国内履行への、後者の立場を支持したい(注 26)。

#### （6）－1 国内での検討状況

金融庁の「金融指標の規制の在り方に関する検討会」(注 27)を通じて、金融指標の算出のガバナンスを強化することが重要であり、そのためには算出プロセスの透明性の向上等を図る公的規制の枠組みが必要であり、呈示行（テナーバンク）にも規律を設ける必要があった。そこで、まず TIBOR を規制対象とすることが提言された。

#### （7）立法過程への反映(注 28)

- ① 改正法において「第 5 章の 7 特定金融算出者」という章を設け、金融指標規制の国際標準である IOSCO19 原則を国内履行することとした。また、特定金融指標を算出する者を「特定金融指標算出者」として指定することを定めた。特定金融指標算出者は業務規程を設けるとともに、規制監督の枠組みを適用し、報告徴収・立入検査等の枠組みを整備した。
- ② 呈示行に対しては、算出者が策定した行動規範を遵守させることを通じた間接的な規律付けを行う枠組みを採用するとともに、金融商品取引業者等については、特定金融指標の呈示に関して不正行為を行うことを禁止行為として定め、その違反行為に関して罰則

を設けることとした。

ただし、特定金融指標算出者の規定は、平成26年金融商品取引法等改正等に係る政令・内閣府令案等の公表についてのパブリックコメント制定の時点では、組み込み内閣府令を想定していたが、実際には独立した内閣府令を定めた。

実際には TIBOR 運営機関である JBATIBOR 運営機関以外にも、他の団体も IOSCO 原則の順守状況について自主的に公表している(注 29)。

## 2. 森下論文の位置づけ

金融商品取引法の制定時は、デリバティブ取引の参照指標として「金融指標」と定義する規定が嚆矢であった(注 30)。この時には、クレジット・デリバティブ取引を念頭に置いて、気象デリバティブへの拡張性を想定した規定構成となっていた(注 31)。

実際に、金融指標で不正操作あるいはそれに相当する不正行為として露見したことは、呈示行がファイアウォールの規制を乗り越えて、金利を操作する誘惑にかられ、実行したことである(注 32)。これらの議論を簡潔にまとめた論文が、森下哲朗教授の金融法学会で報告したものである(注 33)。

### (1) 森下論文の要約と紹介

LIBOR を例に不正操作の誘因が下記の 2 つに分類されると説明している。

- ①利益追求型 同一行内デリバティブトレーダーから呈示担当者への働きかけ（場合により他行トレーダーから呈示担当者への働きかけ）がありうる。
- ②情報操作型 経営陣が、自行がことさら自行の健全性を誇示するために呈示担当者に低いレートの提示を求める。

これらを通じて米国内の違反行に対する民事制裁金等の説明と、英国内の違反行為に対する制裁金課徴の内容に至った。当時の日本でも不正操作に対する英国の RBS 証券東京支店（2013年4月）、オランダ・ラボバンク東京支店（同年10月）の LIBOR 不正操作の業務改善命令がなされたが、当時制裁金を科したり刑事罰の対象とする法的根拠がないため、業務改善命令にとどまっていた。独占禁止法による EURIBOR のカルテル形成による課徴金命令も紹介している。

続いて Wheatley レポート(注 34)による LIBOR 改革の提言を紹介している。10 個の改革案では、

- A LIBOR の管理やレートの提示を監督当局の法令に基づく監督の対象とすること
- B BBA は、他の主体に LIBOR の管理を移転させること
- C 新管理主体がレート呈示の監視や精査、呈示レートの統計結果の公表、当該レートが市場のニーズに適ったものとなっているか定期的な検証等、レートの運営や監視に関する義務を果たすこと
- D 呈示行は提示に関するガイドラインを遵守すること
- E 新管理主体は呈示行に対して行為規範を示すこと

- ア) 実際の取引データを尊重すべき前提で、レート of 提示に関して考慮すべき要素
- イ) インターバンク市場での取引記録の保管や管理主体への記録の提供
- ウ) レート提示前のレート確認やデータ検証のための詳細な手続き
- エ) 提示者の訓練方針
- オ) 疑わしいレート提示に関する管理主体への報告等

F 提示を裏付けるための十分なデータのない通貨・テナーについてはレートの公表を取りやめること

G BBA は個々の提示行による提示公表を3か月後とすること

H いま提示行でない金融機関もレートを提示することが進められるべきであること

I 市場参加者はLIBORを適切に利用しているか評価すべきであること

J 英国はLIBORや他の国際的な指標(注35)の将来に関して欧州や他国(米国(注36)・日本等)と強調すべきであること。

これらの改革策の背景のうち、利益相反・規制・定義と実取引による裏付け、及び監視に関して、さらに同教授が検討を加えている。利益相反に関しては、金融指標の管理やレート提示について金融監督の対象外だったこと、業界団体に任意で無償でレートを提示することが、不正操作に関する心理的基準を下げていたという推測を行っている(注37)。規制に関しても、国家による金融指標算出の可能性の検討に関する選択肢を外して、民間にゆだねるとともに、自主規制も含めたレート管理者を通じた提示行に対する間接的な金融監督の選択に対して高い評価を下している(注38)。

定義と実取引による裏付けに関して、プライムバンク間の取引という定義の意向の見送りとともに、実取引の乏しい通貨・テナーに関するLIBOR提示をやめることについて肯定的に評価している。実取引といっても発生しない場合もあることから、ア) 提示行の無担保インターバンク実取引等、イ) 第三者の取引に関する提示行の観察、ウ) 第三者が提示行に対して行ったレート提示、及びエ) 取引のない場合の専門的な判断の順に依拠し、特にア) を重視している。

監視について、管理者に関して、管理者を通じて提示行の間接的な金融監督を行うことになるための確な創意工夫による効果的な監視を求めると結論付けている。

そのうえで、IOSCO19 原則の説明を行っている。最後に他の指標への波及、私法上の問題、及び企業文化について言及している。まず、他の指標への波及が、その他の地域銀行間取引のレファレンスレート以外にも金や石油等の商品指標、外国為替取引についても調査対象となっている。不正操作により損失を受けたとして損害賠償を求める訴訟に関して損害と因果関係の主張立証がポイントとなること、旧指標との継続性に関する認識などが私法上の問題である。さらに不正操作の誘因を防ぐ企業文化形成に今回の対処策がないことを間接的に批判している。

### 3. 森下論文以降の状況

彼の論文と後続の 2 論文を読めば、日本の金融・資本市場における金融セクターの対応(注 39)は出尽くしているが、2013 年度以降とられた対処策を説明する(注 40)。

まず 19 原則の基準を全銀協はおおむね適切に対応したといえる。まず、運営主体について全銀協から全銀協の設立した全銀協 TIBOR 運営機関(以下 JBATA)を設立して運営主体を切り離し企画委員会・運営委員会・監視委員会を設けた。部外有識者委員のみからなる監視委員会は、レート算出に関する適切性を確認し、改善策を理事会に提言する。同委員会は利益相反事由はその内容について開示し、就任期間中に変更のあった場合も同様とし、議決の際に利益相反のある場合は議決に参加できない(注 41)。利益相反の基準についてガイドライン制定が望ましいと定めているが、ホームページからは確認できていない。

また、金融庁から見ると間接監督制をとっているため、呈示行にも当然義務を課されている。その遵守事項を整理すると次の 6 点である。(1) 定義に基づくレートの呈示、(2) 適切なレート呈示を行うための体制整備、(3) レート呈示根拠に係る事後的な説明を可能とする体制整備(通信記録の保存を含む)、(4) 提示内容に関する情報交換、調整等の禁止、(5) 内部監査・外部監査の実施、及び(6) 社内規定の整備・研修の実施・問題発覚時の報告体制の整備である。

同時に業務改善行為に止まっていた金商法規定に関しても禁止行為を規定しそれに伴う罰則で担保することになった(注 42)。さらに法制度上も 1. に紹介した通り、井上論文(注 43)によれば、算出者に関する規制としてア) 特定金融指標の指定、イ) 算出者の指定等、及びウ) 監督がある。提供者に関する規制は、ア) 不正呈示の禁止、イ) 行動規範を通じた間接規制がある。罰則は 3 年以下の懲役または 300 万円以下の罰金である。

報告時点では上記までの状況(注 44)を確認できたが、11 月 27 日に指定を受けて、下記のような点が追加となっているため、2 点に絞って紹介する。まず、10 月に出された第 1 点レファレンスバンクの公募制の導入である(注 45)。金融取引のボリュームによる影響力評価だけでなく、行為規範等の内部の管理体制が信頼たるものかどうか説明する資料を提出するように求める内容となっている。

第 2 に、金融商品取引法第 156 条の 87 第 1 項にもとづく、TIBOR 運営機関の業務規程(注 46)、行動規範(注 47)、利益相反管理方針(注 48)、苦情・相談対応規則(注 49)、及び「全銀協 TIBOR 公表に係るコンティンジェンシー・プラン」(注 50)が改正されたことである。個人的に申しあげると、前後で原則は大きく異なるわけではないが、組織原理に、金融検査マニュアルのチェック項目にあるような、TIBOR 算出の代行機能確保と、苦情処理態勢の整備、及びモニタリングによる評価・改善機能を組み込んだことが目新しい点である。

### 4. 森下論文で指摘されていない団体に関するその後の見解

森下論文は BIS レポート(注 51)を看過している。その理由として想定されるのは、エグゼクティブサマリーに原因があるのではないかと推定される。



(1) 市場操作事例によって、市場参加者がいくつかの参照金利に関して、信頼性と価格形成での手続きと方法に関して適切かどうかに関して疑念をもったことである。

(2) 2007 年以來の市場の収縮によって保証のない銀行間取引市場の期間を基にした参照金利の有効性と頑健性に関して、とりわけ金融激変の時期に問題が生じたことである。

(3) 集権的で透明性があり、標準化された OTC デリバティブのようなデリバティブ市場の構造転換は、銀行の信用リスクを具現化しない、参照金利への要請を付加したかもしれない。

その結果、異なる目的に適した参照金利に対する需要があるという合意が金融集団内にあった。

参照金利を生み出すこれらの手続きと展開は金融政策の伝達と金融の安定性に関する潜在的な指標であった。

ここから推測すると、レファレンスレートを使う金融デリバティブ取引は、OTC デリバティブの中央清算機関を介した決済よりも影響力がなくなるだろうと中央銀行筋はみていることが分かった。そこで、事業法人・銀行・証券を共通に規律するレファレンスレートの位置づけを説明するためには、IOSCO の立場を確認して国内履行に取り込むことが適切であるという価値判断が前提にあると思われる。

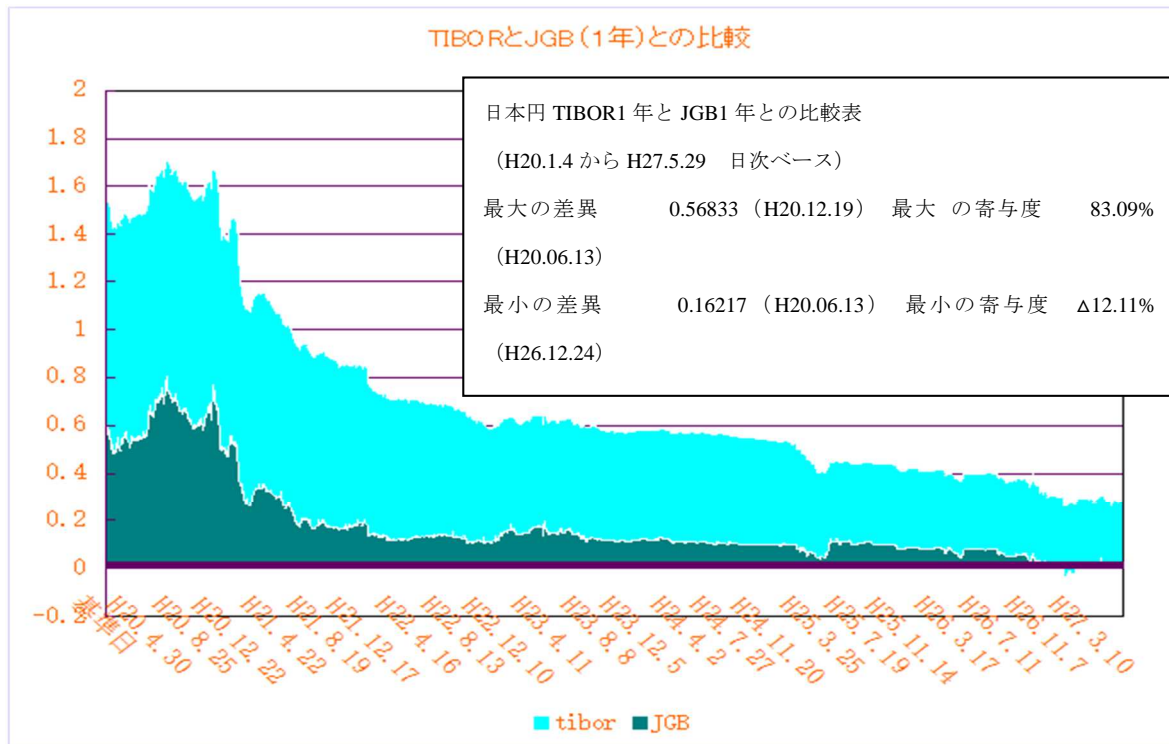
## 5. JGB と TIBOR スプレッド分析を通じた考察

### (1) 着眼点に基づく実データ分析

TIBOR は、銀行間市場金利であると同時に、国内の金融指標に連動するものであり、国債市場に影響されるという仮説を筆者は立てた。つまり、国債の金利変動が一定程度、銀行間市場金利に反映されるという仮説である(注 52)。そこでリーマンショック直後から、2015 年 5 月までの 1 年物の JGB 金利と TIBOR レートを利用して分析することとした。

ここでは、よく使われる金融分析手法に倣って、国債金利と日本円 TIBOR との金利差に着目するという手法をとる(注 53)。2008 年 1 月 4 日から 2015 年 5 月 29 日までの日本国債(1 年)と日本円 TIBOR(1 年)の金利差を比較した表が以下(54 頁の上段)のとおりである。

TIBOR と JGB との金利差がスプレッドの差異であり、JGB/TIBOR が、リスクフリーレートとしての最大差異と最小差異との差は、0.40616 (40.6bp) であった(注 54)。上記データを見ると、日本国債が TIBOR の金利形成に寄与している可能性は相関係数の高さから、十分説得性がある。したがって、上記水色部分が純然たる銀行間取引のクレジットリスクとしてより説得性を高めるには、金融指標を操作することでの信頼が損なわれることよりも、この指標を保護する利益はインターバンクだけでなく、債券市場も含めた金融市場全体に利益があると思われる(注 55)。



## (2) 不正操作に必要な当事者の数

筆者の簡単な試算では、下にも上にもレートを操作しようとするとして3呈示行以上の協力を仰がないと、1bpの操作も難しいことがわかった。導入した規制手法で不正操作から防護される可能性が高いと評価できる。

## 6. まとめ

特定金融指標制度の第1号指定(注56)になったTIBORの制度を中心に、特定金融指標は、金融指標の首席足りうるかという課題を付した。主要点ではかなり整備された制度が構築できた印象ではある。以下に述べるように、いくつか課題も残されていると思われる。

(1) 銀行以外の呈示行による金融指標の公表にいたらない段階での不正行為の働きかけが、虚偽の相場の公示等の禁止を規定した、金商法第168条第1項の対象範囲に入れられていない(注57)。

(2) クロスボーダー取引の前提に基づく域外適用の想定が明確でない。

(3) あらゆる市場参加者に行為規制をかけることが有効であるが、市場参加者である金融機関の内部のミドルオフィスのモニタリングモデルの活用や、加盟する金融商品取引業協会の自主規制による規律効果など、工夫の余地がなお存在している。

(4) 外部監査を課したものの、外部監査を期待される業界団体も、呈示行の遵守体制に対する保証業務の監査の品質に関して疑問を呈している(注58)。

(5) 日本の金融市場を質の高いものにするために市場参加者に意見聴聞手続きは取っているが、参加者と指標の用法にずれがあるためうまく意見が掬い取れていない可能性がある。

る(注59)。

(6) G-SIFIs のプレイヤー (参加者) が1つもれている。

(7) 証券や生保などレートを利用している事業者の参加がない。

これらの点を取り入れれば、さらに整備された日本の金融市場が達成され、世界における地位は高まると考えている。先を目指して、今後の一層の改善を期待したい。

### (脚注)

※本論文は、所属組織の見解とは一切関係のない個人の学術的関心の研究に過ぎないことを予めお断りする。

(注1) 全銀協 HP の全銀協公募要領によると、各金融機関から 11 時 20 分までに集めた 13 種類 (1 週間から 12 ヶ月) の呈示レートの上位 2 行・下位 2 項を除外した単純平均を呈示している。(ユーロ円は 360 日ベース、日本円は 365 日ベース。) 呈示レートの前提は、無担保コール市場 (日本円)、又は、オフショア市場 (ユーロ円) で、自行のポジションに関係ないプライムバンク (定義はない)。間取引を想定した場合の市場実勢レートである。単純平均化加重平均かといった論点は LIBOR に関する IOSCO レポートでも論議されている。

JBATIBOR では、午前 11 時時点での本邦無担保コール市場 (オフショア市場) でのプライムバンク間の取引を想定した場合に市場実勢とみなしたレートと規定されている。ただし呈示期間は、旧 TIBOR より大幅に削減されている。(1・2・3・6 か月と 1 年のみ。)

(注2) LIBOR については、7 月 9 日に BBA (英国銀行協会) から NYSE ユーロネクストに移管されることが発表された。(日本経済新聞 2013 年 7 月 10 日) なお、監督官庁については EU と英国 FCA との権限争いは解決していない。

(注3) 田島裕「ロンドンの証券取引慣行の改革」証券経済第 155 号 (1986 年) 145~162 頁、田島裕「ロンドンの証券取引—最近の改革の法的意義をめぐって—」証券研究年報 (1986 年) 65~75 頁等が開かれた証券市場の例として挙げられる。

(注4) 筆者による「ミディアムタームノート (MTN) プログラムを巡る法的考察」(2013 年 7 月 14 日企業法学会報告)

(注5) レファレンスレートと国債金利との相関性を求める議論が提起・検討している。

財務省「国債の金利推定モデルに関する研究会」7~8 頁

([https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk080/zk080\\_hyousi.pdf](https://www.mof.go.jp/pri/research/conference/zk080/zk080_hyousi.pdf)) で、信用リスクモデルの参照先として国債金利のカウンターパートとして LIBOR をつかえないか問題提起されている。

(注6) 家田明・大庭寿和「国内普通社債の流通使用における LIBOR スプレッドの最近の動向」(日本銀行金融研究所、1998 年) <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/japanese/98-J-10.pdf> でも、LIBOR に対するレファレンスをもとに考察している。

(注7) シティグループ証券株式会社に対する行政処分 (2011 年 12 月 16 日)

<http://www.fsa.go.jp/news/23/syouken/20111216-2.html> 及び RBS 証券処分 <http://www.fsa.go.jp/news/24/syouken/20130412-1.html> (2013 年 (平成 25 年) 4 月 12 日金融庁ホームページ報道発表資料) による。ただし根拠条文は金融商品取引法第 51 条 (業務改善命令) であり、公正性に影響を与えた判断したといえる。しかしながら、市場操作を意図した金利が実際の金利決定過程に影響を与えるかに関して、その当時の金融庁の立場は明確ではない、なお日銀は、所属する行員の英文論文では影響しないとの見解が出ているようである。

(注8) MTN(ミディアム・ターム・ノート)プログラムとは、債券発行体が、予め発行条件の大枠、起債関係者 (引受証券会社、代理人等) との関係等を包括的に定める目論見書を作成し、実際に債券を発行する際に、具体的な債権の発行条件を記載したプライシング・サプルメントという簡単な書類を作成することによって、再建の発行が可能となる枠組みである。もと

- もとは、米国で1972年以来MTN市場が形成されていたが、1987年にユーロMTNプログラムが導入され、欧米では常識的な金融商品となった。
- (注9) 鹿野嘉昭『日本の金融制度(第3版)』(東洋経済新報社、2013年)237頁。反面急速な比率で短期金融市場占有率を上げてきたのは、政府短期証券(TB)(1980年末0.1%→2012年6月末50%)である。
- (注10) 銀行が、日本銀行及び金融庁の厳格な規制の下で、間接金融機能において着実な実績を上げていることは敬意を表するに値する。
- (注11) 佐藤隆文『金融行政の座標軸』(東洋経済新報社、2010年)39頁。
- (注12) 金融規制(銀行・証券・保険)の監督主体を、シングルピークス、ツインピークス、トリプルピークスと数える考え方。証券取引等監視委員会(証券)と金融庁(銀行・保険)とに区分されるためツインピークス規制といえる。
- (注13) みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、埼玉りそな銀行、横浜銀行、三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、新生銀行、あおぞら銀行、ビー・エヌ・ピー・パリバ銀行、信金中央金庫、商工組合中央金庫、農林中央金庫(以上、15金融機関)
- (注14) 全銀協ホームページで、各15行及び14行であったが、みずほ銀行とみずほコーポレート銀行の統合により、7月以降は1行ずつ減少している。
- (注15) みずほ銀行、三菱東京UFJ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、横浜銀行、三菱UFJ信託銀行、みずほ信託銀行、三井住友信託銀行、ジェー・ピー・モルガン・チェース・バンク・ナショナル・アソシエーション、ドイツ銀行、ビー・エヌ・ピー・パリバ銀行、信金中央金庫、商工組合中央金庫、農林中央金庫(以上、14金融機関)
- (注16) 鹿野・前掲注(9)15頁。
- (注17) EU発の金融危機では、バーゼルのFSB(金融安定理事会)の発明したバーゼルⅢをはじめとするG-SIFIS規制と、ブリュッセルの設計するEU金融規制の関係が整理されず、別個に報道・研究されているため、極めてわかり難い。
- (注18) 仮説の答えは、日本円LIBORに野村証券(メガバンク以外でG-SIFISに選定)と、地方銀行1行を組込む必要ありと筆者は考える。
- (注19) 金融庁がTIBORに関与すべきかどうかという論点は、市場参加者が自生的に決定すべきであるという前提で筆者は考えるため、全銀協が他の市場参加者(日本証券業協会(JSDA)・日本取引所グループ(TSE)、生命保険協会・損保協会等)と広く意見を求めて、あるべき像を帰納的(探索的)に求めていかざるを得ないと考え。その中で金融庁が意見を述べる図式が望ましいのではないと思われる。
- (注20) 証券アナリストジャーナルではレファレンスレートに関連する論文は1本もない。一方でOTCデリバティブは15件検索可能である。  
(7月9日検索<https://www.saa.or.jp/apps/journal/JournalSearchTop.do>)
- (注21) <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>
- (注22) 金融庁の関係文書邦訳<http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20130718.html>、原文は、THE BOARD OF THE INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, "Principles for Financial Benchmarks Final Report", <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>, [http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20130718-1/131225\\_kariyaku.pdf](http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20130718-1/131225_kariyaku.pdf)
- (注23) 原田大樹「政策実現課程のグローバル化と公法理論」『新世代法政策学研究』18巻(北海道大学法学研究科、2012年)241~266頁。特に254頁以降、[http://lex.juris.hokudai.ac.jp/gcoe/journal/LPG\\_vol18/18\\_8.pdf](http://lex.juris.hokudai.ac.jp/gcoe/journal/LPG_vol18/18_8.pdf)
- (注24) 久保田隆「金融監督規制の国際調和と相互承認に関する一考察(2)―法的要因の分析とバーゼル合意I、II、III」早稲田法学87巻3号(2012年)67~89頁。特に71~72頁[http://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/36178/1/WasedaHogaku\\_87\\_3\\_Kubota.pdf](http://dspace.wul.waseda.ac.jp/dspace/bitstream/2065/36178/1/WasedaHogaku_87_3_Kubota.pdf)
- (注25) 筆者は「資金決済法のFATF勧告に基づく履行状況」(2010年7月4日企業法学会報告)で引用したが、「麻薬及び向精神薬の不正取引の防止に関する国連条約」を起点にマネー・ローンダリング対策が形成されているため、国家間同意がある」ので民主的コントロールが全くないとは言えないと評価している。
- (注26) 石黒一憲『現代国際私法(上)』(東京大学出版会、1986年)491~496頁に租税条約の

共助例が紹介されている。

- (注 27) 「金融指標の規制のあり方に関する検討会」における議論の取りまとめ  
<http://www.fsa.go.jp/singi/shihyo/houkokusyo/20131225/01.pdf>、「金融指標の規制のあり方に関する検討会」の検討過程 <http://www.fsa.go.jp/singi/shihyo/index.html>
- (注 28) 斎藤将彦・斎藤哲「法令解説：金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 26 年法律第 44 号）家計の金融資産を成長マネーへ＝成長戦略を金融面から加速・強化」時の法令 1974 号（2015 年）29～41 頁。
- (注 29) 東京レポート、[http://www.jsda.or.jp/shiryō/toukei/trr/files/IOSCO\\_trr.pdf](http://www.jsda.or.jp/shiryō/toukei/trr/files/IOSCO_trr.pdf)、  
公社債店頭売買参考統計値 [http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/baibai/files/IOSCO\\_baibai.pdf](http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/baibai/files/IOSCO_baibai.pdf)  
でそれぞれ提出している。
- (注 30) 松尾直彦・岡田大・尾崎輝宏「金融商品取引法制の概要」、松尾直彦編『金融商品取引法・関係政府令の解説』（商事法務、2008 年）6 頁。
- (注 31) 松下美帆・酒井敦史・館大輔「金融商品取引法の対象商品・取引」松尾直彦編『金融商品取引法・関係政府令の解説』（商事法務、2008 年）146～148 頁。
- (注 32) 具体例は、全銀協 TIBOR 行動規範研修資料 5 頁を参照のこと。  
[http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/TIBOR\\_Traing\\_Material.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/TIBOR_Traing_Material.pdf)
- (注 33) 森下哲朗、「LIBOR 不正操作問題と国際的な対応」金融法務事情 1999 号（2014 年）6～18 頁。
- (注 34) LIBOR 問題に関係した文献として以下がある。英国金融当局の手になるもの（ただし旧 FSA、現在は FCA,PA2 つに分割再編）The Wheatley Review of LIBOR:final report(2012) [https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/191762/wheatley\\_review\\_libor\\_finalreport\\_280912.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf)  
立法までの調査・諮問・報告書は下記 URL を参照のこと。  
<https://www.gov.uk/government/publications/the-wheatley-review>  
英国議会庶民院図書館の短報  
Timothy Edmonds, LIBOR, Public Inquiries & FCA disciplinary powers, house of commons library, BRIEFING PAPER (2014) [www.parliament.uk/briefing-papers/SN06376.pdf](http://www.parliament.uk/briefing-papers/SN06376.pdf)
- (注 35) EURIBOR については、EBA-ESMA, Report on the administration and management of Euribor (2013) [https://www.esma.europa.eu/system/files/eba\\_bs\\_2013\\_002\\_annex\\_1.pdf](https://www.esma.europa.eu/system/files/eba_bs_2013_002_annex_1.pdf)  
EBS-ESMA, Report Review of the Implementation of EBA-ESMA Recommendations to Euribor-EBF (2014) [http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-207\\_esma-eba\\_review\\_of\\_euribor\\_recommendations\\_0.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-207_esma-eba_review_of_euribor_recommendations_0.pdf)
- (注 36) NY 連銀における対応は以下の通りである。  
① LIBOR 問題における対応の一覧  
[http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2012/Barclays\\_LIBOR\\_Matter.html](http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2012/Barclays_LIBOR_Matter.html)  
② ガイトナーニューヨーク連銀総裁がキングダム銀行総裁に送った連絡  
[http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2012/libor/June\\_1\\_2008\\_LIBOR\\_recommendations.pdf](http://www.newyorkfed.org/newsevents/news/markets/2012/libor/June_1_2008_LIBOR_recommendations.pdf)  
③ ニューヨーク連銀レポート [http://www.newyorkfed.org/research/staff\\_reports/sr667.pdf](http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr667.pdf)
- (注 37) 森下・前掲注 (32) 13 頁注 35。
- (注 38) 森下・前掲注 (32) 14 頁注 38。
- (注 39) 2014 年から 2015 年のレンジで、CINII で「LIBOR」検索したところ、本論文で報告した 3 件以外の法学系邦文論文は畠山久志「銀行法の基礎講座(第 16 回)金融指標の改革:LIBOR について」New finance 44 巻 11 号（2014 年 11 月）58～65 頁、があるのみである。
- (注 40) 和仁亮裕、「金融指標に関する法律問題」金融法務事情 1999 号（2014 年）、24～27 頁。
- (注 41) [http://www.jbatibor.or.jp/2014/07/04/company/pdf/conflict\\_of\\_interest\\_o.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/2014/07/04/company/pdf/conflict_of_interest_o.pdf)
- (注 42) 和仁、前掲 27 頁注 35、36 で一部の立法に関して疑問を呈している。
- (注 43) 井上聡「金融指標に関する我が国の法規制」金融法務事情 1999 号（2014 年）30 頁以下。
- (注 44) TIBOR そのものの規制に関連した資料（11 月以前の資料）として、以下のものがある。

- ① 全銀協 TIBOR 行動規範研修資料 [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/TIBOR\\_Traing\\_Material.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/TIBOR_Traing_Material.pdf)、② 全銀協 TIBOR 業務規程 [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/gyomu\\_kitei150302.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/gyomu_kitei150302.pdf)、③ 全銀協 TIBOR 行動規範 [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/code\\_of\\_conduct150302.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/code_of_conduct150302.pdf)、④ 全銀協 TIBOR の算出・公表業務の委託に関する指針 [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/itaku\\_shishin.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/itaku_shishin.pdf)、及び⑤全銀協 TIBOR 公表に係るコンテンツエンシー・プラン <http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/contiplan150216.pdf> である。
- (注 45) <http://www.jbatibor.or.jp/news/28RB.html> 全銀協 TIBOR のリファレンス・バンクについては、「全銀協 TIBOR 業務規程」(別紙 A) 第 35 条にもとづき、市場取引量(日本円:本邦無担保コール市場取引残高、ユーロ円:本邦オフショア市場インターバンク取引残高)等をもとに、毎年度募集・選定を行うこととし、また、新たにリファレンス・バンクとして選定されるためには、「全銀協 TIBOR 行動規範(Code of Conduct)」(別紙 B。以下「行動規範」という。) 2. (1)~(12)に規定する事項を含む社内規程の整備のほか、行動規範の遵守状況について確認を受ける必要があることを明示した。
- (注 46) [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126\\_Comparison\\_table\\_of\\_%20OR.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126_Comparison_table_of_%20OR.pdf)
- (注 47) [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126\\_Comparison\\_table\\_of\\_CoC.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126_Comparison_table_of_CoC.pdf)
- (注 48) [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126\\_Comparison\\_table\\_of\\_CoIP.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126_Comparison_table_of_CoIP.pdf)
- (注 49) [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126\\_Comparison\\_table\\_of\\_CCMR.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126_Comparison_table_of_CCMR.pdf)
- (注 50) [http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126\\_Comparison\\_table\\_of\\_CP.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/151126_Comparison_table_of_CP.pdf)
- (注 51) 国際決済銀行の見解  
BIS report,toward BETTER reference practices a central bank perspective (2013)  
<http://www.bis.org/publ/othp19.pdf>
- (注 52) 三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部編『国債のすべて』(きんざい、2012 年) 422 頁の手法に倣うが、OIS (overnight index swap) と短期国債 3 か月とを比較する手法を、TIBOR (1 年) と JGB (1 年) で比較した。
- (注 53) 三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部編『国債のすべて』(きんざい、2012 年) 422 頁の手法に倣うが、OIS (overnight index swap) と短期国債 3 か月とを比較する手法を、TIBOR (1 年) と JGB (1 年) で比較した。
- (注 54) 本来はアフィンモデルや潜在金利モデルなど多期間比較の金利推計モデルもありうるがここでは省略する。
- (注 55) 参考までにいえば日米国債の利回曲線との相関係数も高い。(日本銀行長井滋人国際局長による 2015 年 3 月 26 日 SAAJ 講演会発言より引用) したがって、米国国債との相関性も高いことが推定される。
- (注 56) <http://www.fsa.go.jp/menkyo/menkyoj/tokuteikinyushihyou.pdf>、及び団体自体のプレスリリースは、[http://www.jbatibor.or.jp/news/Approval\\_for\\_Operational\\_Rules.html](http://www.jbatibor.or.jp/news/Approval_for_Operational_Rules.html)
- (注 57) 和仁・前掲注 (41) 27 頁注 36。
- (注 58) 全銀協 TIBOR 行動規範の遵守態勢に対する保証業務に関する実務指針(日本公認会計士協会、平成 27 年 3 月) [http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized\\_field/files/2-9-52-2a-20150331.pdf](http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/files/2-9-52-2a-20150331.pdf) ただし、業種別会計委員会実務指針第 52 号「全銀協 TIBOR の行動規範に関する遵守体制に関する保証業務に関する実務指針」2 頁(日本公認会計士協会、2017 年 3 月)のうち 4 に記載の通り保証は絶対的ではないと留保している。
- (注 59) 全銀協による公共諮問例 [http://www.jbatibor.or.jp/Consultation\\_Paper.pdf](http://www.jbatibor.or.jp/Consultation_Paper.pdf)