

**「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**

平成 25 年 12 月 25 日

金融指標の規制のあり方に関する検討会

## 「金融指標の規制のあり方に関する検討会」メンバー

座長	池尾 和人	慶応義塾大学経済学部教授
	井阪 喜浩	東京証券取引所 執行役員
	井上 聡	長島・大野・常松法律事務所弁護士
	居松 秀浩	ゴールドマン・サックス証券株式会社 証券部門 債券・ 為替・コモディティトレーディング本部長 マネージング ディレクター
	太田 純	三井住友銀行 常務執行役員
	鎌田 真一	QUICK 代表取締役会長
	神部 光崇	七十七銀行 常務取締役
	中島 豊	野村証券 執行役員
	平田 公一	日本証券業協会 常務執行役
	廣田 拓夫	東京金融取引所 常務取締役
	森田 智子	国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) 東京事務所長
	和田 耕志	全国銀行協会 副会長兼専務理事

(オブザーバー)

渡邊 賢一郎 日本銀行金融市場局 審議役

(敬称略・50音順)

## 目次

はじめに .....	1
1. 背景 .....	2
2. 問題意識 .....	3
3. 公的規制の基本的考え方 .....	4
4. 公的規制の具体的内容.....	6
5. その他 .....	10

## はじめに

本検討会は、金融指標をめぐる国際的な動向等を踏まえ、わが国における金融指標の規制の枠組みについて、技術的・実務的な検討を行うことを目的とした、行政運営上の意見交換及び懇談の場として、金融庁総務企画局において開催されたものである。本検討会は、本年 11 月から計3回にわたり、技術的・実務的な観点から議論を行った。

本報告書は、本検討会における検討結果をとりまとめたものである。今後、本報告書の趣旨を踏まえた適切な制度整備が進められることにより、我が国金融・資本市場において重要な役割を果たす金融指標の正確性・信頼性が確保されることを期待する。

## 1. 背景

### (1) 金融指標の不正操作をめぐって提起された問題

金融指標は、一般に、貸出における基準金利や、デリバティブ取引における金銭の支払額の算定、有価証券の価値の算定等に用いられるなど、金融取引の基礎となることにより、我が国金融・資本市場において重要な役割を果たしている。

こうした金融指標を算出する行為については、我が国をはじめ世界的にもこれまで規制対象とはされていなかったが、いわゆる LIBOR<sup>1</sup>等の不正操作事案を受けて、金融指標の正確性・信頼性に対する疑念が生じたことを契機として、以下のような問題が提起され、国際的に公的規制の導入について検討が行われることとなった。

- ・ データの呈示者に不正操作を行うインセンティブがあり、また、呈示プロセスにおいて不正操作を行う機会が生じること
- ・ 算出手続き・方針に関する情報開示不足により、指標の信頼性の評価が制限され、また、不正操作を許容してしまうこと
- ・ 呈示・算出プロセスの両段階に利益相反が内在すること

### (2) 国際的な動向

各国で金融機関に対する金融指標の不正操作に係る調査・処分が行われる中、2013年7月に証券監督者国際機構(IOSCO)は、「金融指標に関する原則の最終報告書」(IOSCO原則)の中で、金融市場で利用されている指標について、その算出者のガバナンス、指標の品質、指標の算定手法の品質、算出者の説明責任に関する19の原則を公表した。また、IOSCOは、本報告書公表後18ヶ月以内に、IOSCO原則の実施状況を評価することを公表した。

英国では、2009年頃からLIBOR等の金融指標に関連した不正操作等に関して、英国規制当局が海外当局と連携しながら、多数の金融機関に対する調査を行ってきた。調査の結果、金融機関のトレーダー等が、デリバティブ取引において自己のポジションを有利にする目的で、呈示担当者に不正な働きかけを行ったり、リーマンショック時に信用力をよく見せようと実勢よりも低い金利を呈示する等、LIBORを不正操作しようとしていたことが明らかになった。

---

<sup>1</sup> ロンドン銀行間取引市場における資金取引の市場実勢を示す指標金利

上記の問題を受けて、2012年9月には、英国財務省よりLIBOR改革案（ウィートリー・レビュー）が公表され、LIBORの算出・呈示に関して、法的な規制の導入等が提言された。その後、英国では、2012年12月に「2012年金融サービス法」が成立するとともに、2013年3月には関連規則が制定され、算出者及び呈示者に対する規制・監督の枠組みとして、利益相反の防止、開示規制、不正行為の疑いの特定・報告等の措置が講じられた（2013年4月施行）。

以上のように、国際協調の下での取組みが進展している中、2013年9月には、欧州委員会においても「金融指標に関する規則案」が公表され、算出者及び呈示者に対する規制・監督の枠組みとして、利益相反の防止、開示規制などの措置を講じることが提案されている。

なお、欧州規則案においては、欧州域内において、域外の金融指標を利用するには、欧州委員会により、「当該第三国の法制度及び監督実務が欧州規則の要件と同等と評価されること」（同等性評価）等が必要とされている。また、評価に当たっては、特にIOSCO原則の遵守状況を考慮することが提案されている。

2013年9月に開催されたG20サンクトペテルブルグ・サミットにおいても、IOSCO原則が承認され、銀行業界や金融市場において国際的に利用されている金融指標に関し、IOSCO原則と整合的に改革を実施すること等について合意が得られた。

## 2. 問題意識

上記の金融指標をめぐるIOSCO・諸外国の動向、金融指標が金融・資本市場において担っている役割の大きさや、金融指標及び指標算出プロセスについて指摘されている様々な問題への対応の必要性などを踏まえると、我が国においても、金融指標の算出者のガバナンスの強化、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ると考えられる。

また、金融指標の不正操作事案は、データの呈示に関して不正行為が行われたものであることを踏まえると、金融指標の正確性・信頼性を確保するためには、算出者に止まらず、呈示者に対しても、何らかの形で規律を設けることが必要であると考えられる。

### 3. 公的規制の基本的考え方

新たな規制の導入に当たっては、現に算出されている金融指標の機能が損なわれることのないよう、継続性に配慮しつつ、我が国金融・資本市場において金融取引の基礎として幅広く使用される特定の金融指標の正確性・信頼性の確保を目的とすることが適当である。

#### (1) 規制の態様

立法措置を講じる場合には、以下のような点に鑑みると、形式としては、金融商品取引法に、新たに金融指標の算出者に対する規制を設けることが適当である。

- ・ 本検討の主たる契機がデリバティブ取引に係る不正事案であったこと
- ・ 金融指標の正確性・信頼性を確保することは、金融商品取引法の目的(金融商品等の公正な価格形成等)と整合的であること

#### (2) 規制の対象範囲

我が国で算出される金融指標は、株式、公社債、銀行間取引金利、商品、天候等の分野で多数存在するが、これらの金融指標をすべからず規制対象とするのではなく、その正確性・信頼性の確保を図ることが我が国の金融・資本市場にとって重要であること等を考慮して、規制対象を検討することが適当である。

##### ① 対象指標

金融指標は、例えば市場取引等の結果「機械的に決定される指標」と、金融機関等の呈示に基づき算出されるような「呈示ベースの指標」の大きく二つのタイプに分けて検討することが可能である。

このうち、「呈示ベースの指標」については、呈示データが恣意的に操作され得るなど不正操作の余地があることを踏まえると、その算出者・呈示者のガバナンスの向上等を図る必要性がより高いと考えられることから、「呈示ベースの指標」を中心に、規制の枠組みを検討することが適当である。

より具体的には、以下のような点に鑑みると、まずは TIBOR<sup>2</sup>を規制対象とすることを基本に据えることが適当である。

- ・ デリバティブ取引等の基準金利として広範に利用されており、その

---

<sup>2</sup> 本邦無担保コール市場(日本円 TIBOR の場合)又は本邦オフショア市場(ユーロ円 TIBOR の場合)における資金取引の市場実勢を示す指標金利

正確性・信頼性の確保を図ることが我が国の金融・資本市場にとって重要であること

- ・ 指標の根拠となる呈示データの中に呈示者の判断や推定の要素が入るなど、「機械的に決定される指標」に比べて不正操作の余地が広く、不正操作を行うインセンティブについても相対的に高いおそれがあること
- ・ TIBOR と同じ銀行間取引金利である LIBOR・EURIBOR<sup>3</sup>について、国際的に規制が導入されつつあること

一方で、IOSCO や諸外国においては、「呈示ベースの指標」に限らず、広範な金融指標を規制対象にし得る枠組みを採用・提案していることから、TIBOR 以外の指標についても今後必要に応じて規制対象とし得る枠組みとする方向で検討を行うことが適当である。

なお、公的機関が政策目的で算出する金融指標については、IOSCO 原則においても適用対象外とされているため、我が国においても、規制対象とする必要はないものと考えられる。

## ②対象主体

規制の中心的な対象主体としては、以下のような点に鑑みると、「算出者」とすることが適当である。

- ・ 算出者は、自己の名において金融指標の算出・公表等を行っており、金融指標の正確性・信頼性の確保に主体的な役割を果たすことが期待されること
- ・ IOSCO 原則においても、算出者に対する規制を中心に構成されていること

一方で、英国規制や欧州規則案との整合性などを踏まえると、「算出者」のみならず、指標の元データの「呈示者」についても、何らかの形で規律を設けることが適当である。その際、呈示者が呈示を行う意欲を過度に低下させないよう留意する必要がある。

## (3) 国際的整合性

金融指標に係る不正操作事案が、LIBOR を始めとして国内外で算出された金融指標に係るものであることを踏まえると、金融指標に関する規制

<sup>3</sup> 欧州銀行間取引市場における資金取引の市場実勢を示す指標金利

は、国際的に整合的な枠組みの下、国際協調を図りながらその実効性を確保していくことが重要である。

このような観点から、規制の枠組みを検討するに当たっては、既に国際的なコンセンサスが得られている IOSCO 原則の遵守の確保を基本としつつ、英国規制・欧州規則案との整合性にも留意しながら検討することが適当である。

#### 4. 公的規制の具体的内容

公的規制の具体的な内容を検討するに当たっては、上記3. で述べたように、国際的な整合性を図る観点から、IOSCO 原則に沿った規制となるよう、IOSCO 原則の各項目に対応する形で検討を行っていくことが適当である。なお、制度の整備に当たっては、IOSCO 原則は、「指標ごとの規模・リスク等に応じて個々の原則の適用を行うこと」、すなわち「比例性の原則」を基本としていることに鑑み、その精神に沿ったものとなるよう留意する必要がある。

##### (1) 参入規制の枠組み

金融商品取引法における金融指標の「算出者」に対する規制の枠組みとしては、指定、登録、認定等が考えられるが、我が国金融・資本市場において重要な役割を果たしている特定の金融指標の算出という、金融インフラ類似の公的な性格を有する業務を算出者が担っていることに鑑みると、一定の者を指定して、その者に金融インフラ類似の業務を担わせるとする「指定」制度<sup>4</sup>を中心に検討することが適当と考えられる。

なお、その場合、今回の公的規制は、あくまでも特定の指標との関係で一定の者を指定して規制をかけるものであり、当該算出機関が算出する全ての指標について、算出者としての規制を及ぼすものではないことに注意を要する。

##### (2) 規制の具体的な仕組み・内容

指定制度を採用する場合、指定を受けた者を「指定金融指標算出機関」(仮称)、公的規制の対象となる金融指標を「特定金融指標」(仮称)と位置付け、一定の規制・監督の枠組みを適用することが適当である。

---

<sup>4</sup> 「指定」制度は、金融商品取引法において、ある主体に対して、金融インフラ類似の公的な性格を有する業務を担わせる際に採用されており、具体的には指定紛争解決機関、取引情報蓄積機関で採用されている。

具体的な規制の仕組みとしては、指定金融指標算出機関のガバナンスの強化や説明責任の履行、特定金融指標及びその算定手法の品質の確保を求める観点から、指定金融指標算出機関に対し、IOSCO 原則に沿った必要的記載事項を内容とする業務規程を作成させ、それを変更する場合も含め、当局認可事項とすることが適当である。

また、これに伴い、指定金融指標算出機関の業務が適正かつ確実に実施されることを確保する観点から、指定金融指標算出機関は、法令及び業務規程に基づいて業務を行うことを、法令上義務付けることが適当である。

さらに、指定金融指標算出機関の説明責任の履行、特定金融指標の算出プロセスの透明性を確保する観点から、指定金融指標算出機関は、一定期間ごとに説明書類を作成して、公衆の縦覧に供しなければならないことを求めることが適当である。

なお、具体的な規制を整備するに当たっては、以下の事項については、必要に応じて、政令・内閣府令等へ委任することが適当と考えられる。

- ・ 状況の変化に即した機動的な対応が求められる事項（欧州において検討が進められている規制導入の動向を踏まえる必要）
- ・ IOSCO原則における専門的な細目事項

### (3) 検査・監督の枠組み

指定金融指標算出機関に対する規制の実効性を確保するため、上記の指定制度の枠組みの下で、以下の検査・監督の枠組みを整備することが適当である。

- ① 指定金融指標算出機関の業務又は財産に関し、実態把握を行う手段を確保する観点から、当局は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、報告徴取・立入検査を行うことができること
- ② 指定金融指標算出機関による的確かつ公正な業務運営を確保し、特定金融指標を利用する投資者の保護等を図る観点から、当局は、公益又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、指定金融指標算出機関の業務の運営又は財産の状況に関し、業務改善命令を発出できること
- ③ 指定金融指標算出機関による的確かつ公正な業務運営を確保し、特定金融指標を利用する投資者の保護等を図る観点から、当局は、公益

又は投資者保護のため必要かつ適当であると認めるときは、指定金融指標算出機関の業務の運営の状況に関し、業務停止命令、役員解任命令、指定の取消しを行うことができること

- ④ 上記の措置のほか、指定金融指標算出機関による的確かつ公正な業務運営を確保し、特定金融指標を利用する投資者の保護等を図る観点から、指定金融指標算出機関に対して以下の措置を義務付けること
- ・ 一定期間ごとに事業報告書を作成して、当局に提出しなければならないこと
  - ・ 業務の一部を他の者に委託する場合には、当局の認可を受けなければならないこと
  - ・ 業務に関する記録を作成し、保存しなければならないこと

#### (4) 外国において算出される金融指標に対する規制等の考え方

我が国で生じた金融指標に係る不正操作事案の中には、英国で算出される LIBOR に係る事案も含まれており、我が国におけるデリバティブ取引等の公正性を図る観点からは、我が国で使用される金融指標を算出する外国の者についても、一定の場合、我が国の公的規制に服させることは、意義があるものと考えられる。

こうしたことを踏まえ、外国の算出者が算出する金融指標のうち、我が国金融・資本市場にとって重要であるものについても規制対象として指定し得る枠組みを設けておく一方で、指定を行うかどうかについては、算出者が母国において適切な監督を受けているかどうかを評価した上で、適切な監督を受けている場合には、我が国の規制対象から除外する枠組みとし、柔軟な対応を可能とすることが考えられる。また、その際には、当該算出者による IOSCO 原則の遵守状況を考慮することが適当であると考えられる。

一方で、反対に、我が国の指定金融指標算出機関が、外国の公的規制の対象になることも考えられ、その場合には、当該我が国の算出機関に対する規制が重複し、過大な負担が生じるおそれがある。

このように、金融指標は国境をまたいで使用されるものであり、それに対する規制も各国当局により講じられることとなることから、金融指標に対する規制の導入に当たっては、各国当局との連携・協調を十全に行うことが必要不可欠である。

#### (5) 呈示者に対する規律の考え方

金融指標の「呈示者」は、一般に金融商品取引業者等（金融商品取引業者及び登録金融機関）に止まらず、様々な属性の者が考えられる。このため、およそ呈示者の全てを直接の規制対象とすることは、必ずしも現実的ではない。また、TIBORを例にとると、呈示者の大半は銀行であるため、既に銀行法等において公的規制に服しており、追加的に直接的な規制を導入することについては、慎重に考える必要がある。

以上を踏まえ、特定金融指標（当面は TIBOR を想定）の「呈示者」に対する規制の枠組みとしては、直接的な規制ではなく、指定金融指標算出機関に対して、呈示者との間で IOSCO 原則に記載している内容を「行動規範」(Code of Conduct) という形で契約として締結することを求め、かつ、当該行動規範を当局の認可事項とすることにより、指定金融指標算出機関を通じて、間接的に規律付けることを基本とすることが適当である<sup>5</sup>。

ただし、既に金融商品取引法で規制が課されている金融商品取引業者等については、これらの者が特定金融指標のデータの呈示に関して不正行為を行うことを禁止行為とした上で、それを罰則で担保することが適当である。

#### (6) 特定金融指標の算出の継続性の確保に関する考え方

IOSCO 原則においては、算出者は指標決定プロセスのあらゆる側面について第一義的に責任を負うべきとされており、当該責任には不測の事態に対応する措置も含まれている。特定金融指標（当面は TIBOR を想定）は、デリバティブ取引等で広範に利用されており、基本的に金融市場のインフラとして重要な役割を果たしていることを踏まえると、このような指標が継続的に算出されていくために、以下のような仕組みを設けることが適当である。

- ① 指定金融指標算出機関の「コンティンジェンシー・プラン」の策定を「業務規程」の必要的記載事項の一つとした上で、同プランが対応すべき場合の中に、災害が起きた場合のほか、呈示者の減少等によって指定金融指標算出機関の意図に反して特定金融指標の算出が中断するお

---

<sup>5</sup> IOSCO 原則においても、「算出者は、呈示者に係る行動規範を策定し、呈示者による当該規範の遵守状況を適切に監視すべき」とされている。

それが生じた場合を含めることとし、当局が当該プランの内容及び遵守状況を確認すること

- ② 指定金融指標算出機関がその業務を自発的に休止または廃止する場合には、事前に当局から認可を受けなければならないこと
- ③ 指定金融指標算出機関がその業務を適正に継続していくことが困難となる一定の事由が発生した場合には、当局は、指定金融指標算出機関の業務を他の適当な者に移転するよう命じることができること

## 5. その他

規制対象(当面は TIBOR を想定)以外の金融指標についても、その正確性・信頼性の確保は重要な課題である。

その場合、IOSCO 原則は、目的を達成するために、「全ての指標に一律に適用し得ること」(One-size-fits-all method)を求めるのではなく、比例性の原則を基本としている。また、原則からの乖離を全く認めないのではなく、「仮に遵守状況が原則から乖離している場合には、どのような方法で当該原則の目的及び機能を満たしているかについて説明を行うこと」とするアプローチを採用している。

こうした観点から、今回の公的規制の対象ではないものの、IOSCO 原則の対象となる金融指標の算出者等については、以下のような取組みが期待される。

- ・ 金融指標の算出者は、IOSCO 原則において求められているとおり、IOSCO 原則の遵守状況を自主的にチェックし、結果を開示すること
- ・ その場合、仮に遵守状況が原則から乖離している場合には、金融指標の算出者は、どのような方法で当該原則の目的及び機能を満たしているかについて説明すること
- ・ 金融商品取引所は、IOSCO 原則の対象となる金融指標を参照するデリバティブ等の金融商品を上場する際には、その金融指標の算出者が IOSCO 原則の遵守状況を自主的にチェックし、開示した結果を確認すること

なお、IOSCO 原則の対象となる金融指標の関連商品の組成者等についても、上記の算出者による IOSCO 原則の遵守状況の開示結果を確認した上で、当該指標を利用することが望まれる。