

平成 25 年 2 月 8 日

証券監督者国際機構「金融指標に関する市中協議報告書」に対するコメント

一般社団法人全国銀行協会

全国銀行協会として、証券監督者国際機構（IOSCO）から本年 1 月 11 日に公表された「金融指標に関する市中協議報告書」に対してコメントする機会を与えられたことに感謝の意を表したい。

本件の検討にあたり、我々は、以下コメントが、最終報告書に向けての作業の助けとなることを期待する。

<総論>

LIBOR に代表される金利指標の不正操作問題を背景に、金融指標の信頼性・透明性を向上し、明確なガバナンスや説明責任を確保すべき、との政策目的を踏まえ、本市中協議報告書で議論されている金融指標のあり方に関する個々の提言については、多くの点において、金融指標の信頼性・透明性の向上に資する内容となっているものと考えられ、金融指標のみならず、当該金融指標が利用される金融サービス全般についての透明性に資する面があると評価している。

金融指標のあり方や、適切な監督のあり方についての議論に際しては、金融指標が金融市場において担う役割についての整理が必要であると考えられる。金融指標は、金融機関のみならず、ローンの借り手や投資家等も含めた、より幅広い意味での市場参加者のニーズにもとづき、金融市場の利便性向上のため、様々な性質のものが生み出されてきた。これらの金融指標は、試行錯誤や指標間の競争を通じ、利用者のニーズに適合したものが選別・利用され、広く金融市場の発展に貢献してきた。この認識に立つと、本報告書で提案されている“指標のあり方”や“適切な監督のあり方”に関する議論の多くは、各指標が持つ様々な側面が考慮されるべきであろうというのが率直な感想である。報告書内でも指摘がなされているが、金融指標の多様性に着目し、全ての金融指標に対して一律のアプローチを行うべきでない、という観点について、全面的に賛成したい。

特に、いくつかの論点について、取引所取引や公示価格制度が発達している市場の金融指標と、取引所外の相対取引が中心となる市場の金融指標とが同じ枠組みで一律に議論されているが、各国金融政策や経済環境、法制度の違いなど、個々の指標が置かれている環境に違いがあることについて、留意が必要である。また、一律な規制化や当局による行き過ぎた介入は、新たな金融指標の創出等、金融市場のイノベーションを阻害する懸念があること、また、一律の規制が金融指標算出にかかるコスト増要因となることも考えられる。

また、専門家判断について、一定のガバナンスが保たれたうえで相応の根拠が伴っているのであれば、適切な“bona-fide”レート（価格）と考えてよいのではないか。

いずれにせよ、金融指標は、その性質や発展段階に応じて様々なものが存在するが、その公表目的、

特徴、一定の条件下での限界等について、指標の運営機関と呈示者、利用者などが一定の共通理解を持てるよう、十分な周知活動が行われることが望ましい、と考えている。

<各論>

(Q1) 賛成する。

(Q2) 賛成する。

(Q3) 運営機関が呈示プロセスにて使用される全ての情報・データの信頼性を確認するよりも、運営機関が制定した行動規範の遵守を呈示者に求め、その遵守状況をモニタリングするアプローチの方が、より現実的であると考ええる。

金融指標がマーケットレートにもとづくものである場合、呈示者において、事後的に呈示したレート（価格）の根拠を説明できる態勢を整備しておくべきである。また、指標の信頼性を高めるためにも呈示者の数を増やすことが検討されるべきであるが、困難な場合も想定される。いずれにせよ、市場規模に応じた呈示者数が確保されることが望ましい。

(Q4) 呈示者は、運営機関に提出した情報・データの信頼性を確保するため、呈示レート（価格）の根拠を事後的に説明できる態勢を整備しておくべきと考える。

また、この態勢は、運営機関が制定した行動規範に準拠しているべきである。なお、呈示者には、運営機関からの要請等により、必要に応じ、その他関連データの提出を行うこともあると考える。

(Q5) 利用者が誰か、や、利用目的によって、金融指標に対して求められる透明性の水準も異なるものと考えられる。金融指標は、通常、一般に公表されているものであり、誰がどのような目的で利用しているかは、呈示者も運営機関も完全には把握できない。したがって、まずは、運営機関が呈示者や運営機関等に求める行動規範を広く公表することにより、その金融指標が備えるガバナンス態勢・金融指標算定プロセス等を広く利用者に理解してもらうことが必要と考える。

(Q6) 運営機関は、金融指標の公表にあたり、最低限必要なデータ数の設定や、金融市場の予期せぬ混乱時における公表停止などといった様な、指標公表が行われないケースについて予め明示しておくべきであろう。

また、運営機関側の要因で金融指標が公表できないケースも想定されることから、ISDAマスター契約書にも規定されているようなかたちで、その指標の利用者側も何らかの準備をしておいた方がよいと考える。

ただし、金融指標の定義や利用状況にもよるため、一律的な議論はそぐわない可能性がある。

(Q7) 定義に関わる手続変更については、運営機関等で議論した後、呈示者、利用者等の市場参加者へのパブリックコメントの募集等の対応を実施し、その後、一定の移行期間を置いて、定義の変更を行うべきと考えられる。

(Q8) 定義については、運営機関が利用者・利用目的の範囲を完全には把握できないことや、市場への広範な影響を考慮して変更は極力避けるべきであるとの立場をとるものの、指標が依拠している市場自体に大きな変化がある場合などにおいては、定義の変更を検討する必要があるかもしれない。

一方、金融指標呈示方法などプロセスの見直しについては、例えばガバナンス態勢強化など、指標の信頼性・利便性向上に寄与する項目について、呈示者側の負担を考慮しつつ、ある程度定期的に見直しを行うのが適当と考える。ただし、見直しを行う際には、利用者への影響有無や大小について、十分な議論が行われることが望ましい。

(Q9) 意見なし。

(Q10) 監督委員会の設置は、運営機関のガバナンスの向上や金融指標の透明性確保に効果的であると考え、金融指標の発展段階や当該指標が利用される目的によって設置の要否が判断されるべきと考える。新しい金融指標の創出といった金融のイノベーションが損なわれないよう、一律的な義務付けは避けるべきと考える。

また、監督委員会または機関が保有すべき独立権限については画一的に定められるべきではなく、各公表主体が当該指標の特性に応じて定めることが望ましいと考える。

なお、監督委員会や独立機関による勧告は呈示レート(価格)の一定水準への誘導とならないよう、十分留意する必要がある。

(Q11) 賛成する。

(Q12) 金融指標自体は規制下になくとも、呈示行自体が当地監督当局の規制監督下にあることを踏まえれば、報告書で議論されているような手段で十分と考える。

外部監査の検討については、独立した第三者がチェックすることに伴う信頼性の付加が期待できる一方、実際の担い手の選定にやや懸念があること、また、コストと負担の関係について運営機関と呈示者との間でコンセンサスを作り上げる必要があること、といった部分に対して慎重な議論が必要だと認識している。

(Q13) 内部監査については、リスクベースで頻度、監査範囲・深度等が決定せられるべきで、一律に「頻度」だけを議論するのは適切ではない。金融指標毎に呈示者が適切と考える頻度、範囲で監査を実施し、レート呈示にかかる組織態勢・規程等の妥当性や運用の有効性を確認する必要性を認識するものである。

さらに、内部監査と外部監査は択一的に考えるべきものではなく、金融指標の発展段階や、当該金融指標が利用される目的によって、適切な手法・組み合わせを決定する必要がある。

内外監査のあり方について、内部監査が実務に精通した者により行われ、外部監査は独立

した外部機関が第三者目線から行う、といった役割補完関係にあることは理解する。そのうえで、外部監査の検討について、金融指標の置かれている状況によって必要度合いが異なることを考慮するとの考え方もあり得るだろう。

- (Q14) 報告書にある手段について、十分有効であると考ええる。
- (Q15) 内部監査については、リスクベースで頻度、監査範囲・深度等が決定せられるべきで、一律に「頻度」だけを議論するのは適切ではない。金融指標毎に運営機関が適切と考える頻度、範囲で監査を実施し、レート呈示にかかる組織態勢・規程等の妥当性や運用の有効性を確認する必要がある。

外部監査の検討については、独立した第三者がチェックすることに伴う信頼性の付加が期待できる一方、実際の担い手の選定にやや懸念があること、また、コストと負担の関係について運営機関と呈示者との間でコンセンサスを作り上げる必要があること、といった部分に対して留意が必要だと認識している。

- (Q16) 外部からの評価を得た業界基準を設定するなど、適切な内容であれば十分有効であると考ええる。
- (Q17) 有効と考える。一方、全ての金融指標に一律に適用するのは、適切ではない。金融指標毎に記載されている手段の選択を委ねるべきである。
- (Q18) 実取引ベース、クォートベースそして専門家判断、これらは純粋に定義の違いであって、信頼性の多少には直接影響を与えるものではないと考える。レート種類の選択には、運営機関がどのような金融指標を公表したいのか、また、利用する側が金融指標に対してどのような理解をしているのか、という部分にも依存するのではないかと考える。

行動規範は、当該金融指標の定義にもとづき、レート（価格）呈示が適正になされることを目的としており、レート（価格）呈示において参照するもの（例えば、実取引ベース、クォートベース、専門家判断）が異なっても、必ずしも行動規範に違いが生じることはないと考えられる。

なお、いずれのレート種類によるものであっても、事後的に検証できるようなエビデンス等の保存がそれぞれ重要と思われる。

- (Q19) 長所は、エンフォースメント強化を通じた、金融指標に対するガバナンス面での信頼性向上、短所としては、規制対応コスト増や呈示者数の減少、などが挙げられる。
- (Q20) 長所は、エンフォースメント強化を通じた、金融指標に対するガバナンス面での信頼性向上、短所としては、規制対応コストの増加による適正な価格発見機能の喪失、金融市場のイノベーションの阻害などが挙げられる。
- (Q21) 国内外へ広範な影響を持つ金融指標と、より影響が限定的な金融指標を区別することに賛成する。
- (Q22) 意見なし。

- (Q23) 意見なし。
- (Q24) 意見なし。
- (Q25) 意見なし。
- (Q26) 行動規範のタイプ（自主的なもの、関連規制当局に提出されるもの、承認された業界行動規範、IOSCO によって作成されたもの）については、特段意見を持っていない。金融指標毎にその判断がなされるべきではないか
- (Q27) まず、自主規制機関の創設は、法域毎の事情を踏まえる必要があり、創設の要否はその判断が優先されるものと理解している。

また、自主規制機関によって金融指標運営のガバナンスが強化される側面があることは理解するが、それが全ての問題を解決する唯一の方法だとは考えていない。金融指標のあり方や信頼性向上への取り組み状況、といった外部環境は各国によって異なることから、コスト面での妥当性やリスク削減のための代替案の有無などについて、金融指標毎にその判断がなされるべきであると考えます。

- (Q28) 呈示者による行動規範の遵守は、運営機関にとっても極めて重要である。ただし、その遵守義務は監督当局の権限がなければ生み出されないものなのか、という点については金融指標の性質や重要性によって個々に判断がなされるべきであると考えます。
- (Q29) まず、利用者とは誰かを定義する必要がある。利用者が常に“bona-fide”であるとも限らず、利用者についても、その資質について何らかのチェックが必要である。

そのうえで、例えば、過剰な成功報酬体系等から切り離された利用者が、運営機関と共に金融指標の質を高める議論に参画することなどは検討に値する。その際、利用者として適切と考える金融指標策定方法やガバナンス手法などについて、呈示者や運営機関とともに議論を行うことが望ましい。

- (Q30) 観測可能な実際の取引は金融指標呈示の重要な根拠の一つであることが、利用の程度や適用手法については画一的に取り決めるのではなく、金融指標の定義、性質、発展状況、利用のされ方などが十分に考慮されたうえで、是非について判断されることが重要である。

実際の取引に紐付けられていない金融指標にかかる市場のストレス時の取り扱いについては、何らかの基準が運営機関より示されたうえで、適切なプロセスの下、当該基準にもとづき、各呈示行においてレート呈示根拠が残されていることが重要であると考えます。

- (Q31) 相対市場においては、「観測可能な取引データ」は限定的であり、「唯一の基準」ではない。「観測可能な取引データ」の取り扱いは、金融指標の定義などの状況も考慮に入れた方がよいと考えている。

金融指標の方向性について、市場参加者から支持を得て利用されていることが重要で、そうした金融指標はその市場において一定の価値があると考えることが大切であろう。

- (Q32) 発展途上の市場や一時的に流動性が低下している市場にとって、金融指標の存在自体が市場流動性の維持・向上に貢献するケースも想定され、金融指標毎にその利用目的・存在意義は様々なのではないか。
- (Q33) 1 件の実取引が内包する情報の重要性について、流動性の高い市場と流動性の低い市場、あるいは発達した市場と発展途上の市場を比べた場合、同程度と考えるべきではない。市場ストレス時などにおいては、少数の参加者の特殊事情（ロスカット等）を背景とした、多数の参加者が実勢と考えない極端な価格で取引が成立するケースもある。この場合、実取引のみが常に市場実勢を代表しているとは言えないのではないか。

実取引が金融指標の呈示根拠として重要な要素の一つであることに異論はないが、例えば、量的緩和政策等の個別金融政策によっては、長期にわたり、市場から、実取引に代表される“表面上の”流動性が枯渇するような事態も考えられる。このような状況下では、実取引以外の情報が主流とならざるを得ない。呈示レート(価格)の根拠や呈示に際してのガバナンスが十分に機能している状態であれば、実取引データ以外の情報（例：実際のクォートやマーケットレートをベースとした専門家判断）についても、誠実な（bona-fide）情報として活用することが考えられる。

- (Q34) 意見なし
- (Q35) 金融指標は、定義による差異（実取引、クォートベース、マーケットレートをベースとした専門家判断、など）はあるものの、市場における実勢を代表していることを勘案すると、市場ストレス時にはその機能が低下する、あるいは、（特に実取引ベースの場合）その変動可能性が急上昇する特性があることを、運営機関、呈示者、および利用者は想定しておくべきである。中でも、特に利用者側においては、市場ストレス時の具体的な対処方法を用意しておくことが望ましいと考える。
- (Q36) Living Will を設定する場合、トリガーを引くことにより利益を得る参加者を排除し、従来の金融指標利用者への影響が最小限になるような方策を留意すべきである。
- (Q37) これは、一義的には利用者側でなされるべき議論であると考え。各国、各地域における多様なニーズを踏まえ、既存の運営機関、代替指標の運営主体候補およびレート呈示者、などと共に代替指標のあり方について、公平かつオープンな議論がなされるべきであると考え。
- (Q38) 特に意見はないが、金融指標には多様性があるため、各々評価されている特徴を考慮して個別に順位付けが検討されるべきではないか。
- (Q39) 基本的に、金融指標間の移行については、当事者の自由意思のもとに行われるものであると認識している。そのうえで、対象となる旧指標のステークホルダー（関連する金融商品の保有者、取引所など）に対して十分な周知期間を設けることが必要と考える。
- (Q40) 基本的に、金融指標間の移行については、当事者の自由意思のもとに行われるものであると認識しており、移行自体に特段意見はない。

既存の金融指標を運営する機関として考えれば、旧金融指標に連動した金融商品を保有する者にとっての損益変化の可能性について十分周知することと、既存契約の当事者に対し、金融指標が算出されなかったときの決済方法等についての条項を盛り込むことを強く推奨する、この2点が重要なのではないか。

- (Q41) 金融指標の特性毎に状況は異なると考えられるため、特定の意見は持ち合わせていない。一般論として、いずれの選択肢も重要だと思われるが、既存契約者からの訴訟リスク等、リーガルリスクを念頭に入れ、時間軸の設定について検討がなされるべきと考える。

以 上