

About us



国内独立系法律事務所として初めて独自に外国法共同事業を立ち上げた総合法律事務所。
ボーダレスで複雑多岐な問題に対し先端的・革新的リーガルソリューションを提案しています。

近年、海外進出、国際取引に関する業務をはじめとするクロスボーダー案件をも多く手掛け、インターナショナル・ローファームとしての評価も高まっており、グローバルなリーガル専門誌のランキングやアワードを獲得しています。女性の割合も高く、また外国弁護士も複数名在所するなど、ダイバーシティを重視している事務所です。

LIBOR、300兆ドル規模の金利指標の今後

| Page 1/3 |

2015年9月14日 No.A&S(JP)_013

2014年4月に一般社団法人全国銀行協会から全銀協 TIBOR の算出・公表に関する業務の移管を受け、2015年6月1日に、同年5月29日に施行された改正金融商品取引法 156 条の 85 に基づき特定金融指標算出者として指定された一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関は、2015年8月28日に【第2回市中協議】「全銀協 TIBOR の更なる改革について」を公表し広く一般からの意見を募集するなど¹、現在、我が国では TIBOR 改革が進行しておりますが²、かかる改革は、日本を含む世界主要国金融当局及び金融関連国際機関を構成員とする Financial Stability Board（金融安定理事会、FSB）が 2014 年 7 月に公表した Reforming Major Interest Rate Benchmarks³（「主要金利指標の改革について」）と題する提案書が基礎としている International Organization of Securities Commissions（証券監督者国際機構、IOSCO）による Review of the Implementation of IOSCO's Principles for Financial Benchmarks by Administrators of Euribor, Libor and Tibor⁴（「Euribor, Libor 及び Tibor 各運営機関による IOSCO 原則の履行状況に関する報告書」）において、LIBOR、TIBOR、EURIBOR のいずれの運営においても、金融指標に関する IOSCO 原則（後述）はおおむね履行されているものの、データの十分性及び指標決定過程の透明性の達成度に不満足なところが残るという指摘があったことを踏まえたものです。



もとより FSB の金利指標改革に関する提案書及びその基礎とする IOSCO 原則は、数年前に世界中を騒がせた LIBOR 不正操作スキャンダルに端を発したものであり、今般、あらためて LIBOR 不正操作の契機とその後の主要関連国の対応を辿ってみたいと思います。

1. LIBOR の誕生と発展

LIBOR とは周知のとおり London Inter-Bank Offered Rate の略であり、11 行乃至 18 行の国際金融機関によって構成されるパネルが毎営業日に「ロンドン時間午前 11 時の直前において、貴行が借入れることができる合理的市場規模における銀行間オファーレートはいくらか」という質問への回答⁵として提示する金利の平均値として算出されます。このような仮想レートに基づき算出される LIBOR の起源について明確に述べる文献は少ないようですが、その誕生は、いわゆるユーロダラー（第二次世界大戦直後の冷戦時代に旧共産圏国が米国当局による銀行預金凍結を免れるため、米国外（主としてロンドン）の銀行本支店に開設した預金口座に保有したドル建て資金⁶）の拡大と密接に関連しているようで、もともとは複数の金融機関が、いわば国籍のない（いずれの国の規制も受けない）資金であるユーロダラーを原資としたシンジケートローンを実行するにあたり変動利率決定の方便として考案されたもののようです⁷。1980 年代から British Bankers' Association（BBA）が LIBOR 算出の標準化機関として機能してきましたが、その後クロスボーダー資金調達におけるリスク回避の手段としてのスワップ等デリバティブの発展により LIBOR を金利指標とする金融取引は飛躍的に拡大し⁸、米国でも消費者や事業者向けローンの変動金利の主要な指標として広く一般に参照されるにいたる現状を当時はだれも予想していなかったようです⁹。

1 http://www.jbatibor.or.jp/news/20150828_tibor_2nd_consultation.html

2 2015 年 5 月 29 日に、日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR が改正金融商品取引法 2 条 40 項に定義する特定金融指標として定められました。

3 http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf

4 <https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS338.pdf>

5 ICE Libor definition, <https://www.theice.com/iba/libor>

6 ユロダラーの誕生については、たとえば First National City Bank（現 Citibank）のエコノミストであった Norris O. Johnson が 1964 年ごろに公表した論稿 Eurodollars in the new international money market に引用されている Paul Einzig の著書 The Eurodollar System（1964）などに詳しいようです。

7 Sean Vanatta, Libor's Risks Emerged from Clubby London Banking Culture, Bloomberg (Aug. 14, 2012)

<http://www.bloombergvie.com/articles/2012-08-14/libor-s-risks-emerged-from-clubby-london-banking-culture>

8 William C. Dudley, Restoring Confidence in Reference Rates (Oct. 2, 2014)

<http://www.ny.frb.org/newsevents/speeches/2014/dud141002.html>

9 後述の Wheatley Review（2012 年）によると、LIBOR を金利指標とする取引は世界中で 300 兆ドルにのぼるとされ、その内訳はおおむね、Syndicated Loans \$10 trillion, Floating Rate Notes \$3trillion, Interest Rate Swap \$165-\$230trillion, Exchange-traded Interest Rate Futures and Options \$30trillion, Forward Rate Agreement \$25-\$30trillion となっております。

10 Jerome H. Powell, Reforming U.S. Dollar LIBOR: The Path Forward (Sept. 2014)

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20140904a.htm>

2. LIBOR 不正操作

上述の LIBOR の定義から容易に推測がつくように、LIBOR 算出において各行が提示する金利は現実取引に基づく必要はなく仮想のものでよい。ため恣意的操作の余地が内在します。操作の動機は主として自行が行っているデリバティブ取引に有利な金利に誘導するという視点と自行の信用力を良く見せる（銀行間取引で低利で資金調達できる）という視点です。いわゆる LIBOR スキャンダル後の一連の改革以前は、BBA がパネル行の不正行為に対し実効的な規律を課すことがなかったため、上記の視点（とくに前者）は日常的に行われていたようです¹¹。

このような LIBOR 不正操作が世界的なスキャンダルに発展した端緒は 2007 年夏頃から始まった金融危機でした。同年秋に英国バークレイズ銀行（Barclays PLC）が流動性資金難に直面しているという趣旨の記事¹²が公表されて以来、同行は信用不安についてメディアの注目を回避すべく組織的に LIBOR 提示利率を低く抑える行為を繰り返していましたが¹³、2008 年 4 月に Wall Street Journal が Bankers Cast Doubt On Key Rate Amid Crisis と題する記事¹⁴を公表するなど、次第に LIBOR の公正性に対する不信感が社会的に大きく取り上げられるようになりました。

2012 年 6 月 27 日、米国ではバークレイズ銀行に対し Commodity Exchange Act（商品取引法）に基づき Commodity Futures Trading Commission（商品先物取引委員会、CFTC）が 2 億ドルの支払いを命じ、同日司法省が 1 億 6000 万ドルの罰金を課しています。英国では、Financial Services Authority (FSA) が同日バークレイズ銀行に対し 5,950 万ポンドの罰金を課しました。バークレイズ事件は、英国では、最終的に Financial Services Act 2012 による FSA の Financial Conduct Authority (FCA) への改組に導いたともいえます¹⁵。LIBOR 不正操作に関する国際的な事件は多数ありますが、その中で再び世界の注目を浴びたのが 2012 年 12 月 19 日に決着をみた UBS 事件でした。同事件では LIBOR のみならず TIBOR の不正操作も問題となっており、スイス系銀行である UBS AG と日本法人である UBS 証券株式会社が各国当局に支払った罰金の総額はバークレイズ銀行を大きく上回ります（米国 CFTC による 7 億ドルの支払命令、同司法省による 5 億ドルの罰金、英国 FSA による 1 億 6000 万ポンドの罰金、スイス金融当局に対する 5900 万スイスフランの利益吐出責任の履行¹⁶）。罰金が高額となったのは他行事案に比べ悪質性が高いと判断されたため¹⁷と思われます。

3. LIBOR の改革と新たな選択

英国政府はバークレイズ事件の直後に当時 FSA 長官であった Martin Wheatley に LIBOR 改革のための独立調査報告書を作成するよう指示し、同氏による最終報告書 The Wheatley Review of LIBOR: final report（Wheatley Review）が 2012 年 9 月に公表されました。その骨子は、(1) 早急に対応すべき事項として LIBOR レート提示の対象となる通貨、金利期間及び提示方法の合理化、(2) LIBOR 管轄国である英国の金融制度改革、及び (3) 関係国際機関の協働の推進と理解できます。

同年 10 月、英国政府は Wheatley Review による提言を全面的に受入れることを表明し¹⁹、その結果、(1) 早急に対応すべき事項としての LIBOR 運用の合理化として、LIBOR 提示行が毎朝 11 時過ぎ（ロンドン時間）に提示すべき LIBOR レートが従前は 10 通貨 15 金利期間（合計 150）だったものが、2013 年 7 月より 5 通貨 7 金利期間（合計 35）に縮減され、また各行の提示レートは 3 か月間開示されない運用となりました²⁰。

11 パネル行の LIBOR 提示担当者が日常的に意図的なレートを提示していた模様は、米国 CFTC の Commodity Exchange Act に基づく Barclays に対する 2012 年 6 月 27 日付罰則決定書（Order Instituting Proceedings Pursuant to Section 6(c) and 6(d) of the Commodity Exchange Act making Findings and Imposing Remedial Sanctions [CFTC Docket No.12-25]）に鮮明に描写されています。

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfbarclaysorder062712.pdf>

12 Mark Gilbert, Barclays Takes a Money-Market Beating (Sept. 3, 2007)

<http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=a8uEKKBY7A5>

13 上述の CFTC 決定書によると、メディアの注目とならないように提示レートを低く抑えることについて、同行上層部の内部メールなどで、「胸壁から頭を出すな」（head above the parapet）と指示していたようです。

14 <http://www.wsj.com/articles/SB120831164167818299>

15 <http://www.fca.org.uk/about/history>

16 2012 年 12 月 19 日付 CFTC のプレスリリース。 <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr6472-12>

17 米国 CFTC の UBS に対する 2012 年 12 月 19 日付罰則決定書 [CFTC Docket No.13-09] によると、UBS の LIBOR 提示に関する組織的不正行為は 2005 年 1 月から 2010 年 6 月まで日常的に行われ、その姿勢は LIBOR 提示を自行の利益の増加又は損失の縮小のための道具としていたと評価されています。

<http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrenforcementactions/documents/legalpleading/enfubsorder121912.pdf>

18 https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/191762/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf

19 2012 年 10 月 17 日付英国政府プレスリリース Government accepts recommendations from Wheatley Review of LIBOR in full

<https://www.gov.uk/government/news/government-accepts-recommendations-from-the-wheatley-review-of-libor-in-full>

20 デンマーク、スウェーデン、カナダ、オーストラリア及びニュージーランド通貨の LIBOR 提示が廃止されましたが、このような実取引があまり想定されない（実務に裏打ちされていない）通貨、金利期間について LIBOR 提示行が毎営業日提示しなければならない運用が、LIBOR レート提示の恒常的人為操作の体質の醸成に寄与したともいわれています。また、各行による提示レートの開示を 3 か月間遅らせる理由は、提示レートが金融市場における提示行の信用に不当に影響することを回避する目的です。以上、Anthony Browne（LIBOR 改革後の BBA 代表執行役員）の見解 Libor now has a new administrator – but our reforms have gone much further.

<http://www.cityam.com/article/libor-now-has-new-administrator-our-reforms-have-gone-much-further>

(2) 制度改革としては、前述のとおり FSA が FCA に改組され、また BBA は LIBOR 管理者の地位を返上することとなり、英国政府が LIBOR 新管理者選定のため指名した独立委員会 (Hogg Tendering Advisory Committee for LIBOR21) が入札の結果推奨した NYSE Euronext Rate Administration limited²² (但し、Intercontinental Exchange, Inc. による NYSE Euronext, Inc. の買収後の商号は Ice Benchmark Administration) が 2014 年 2 月 1 日に LIBOR 管理者の地位を承継しました²³。

(3) 各国国際機関の協働としては、まず証券監督分野のグローバルスタンダード推進者としての IOSCO が 2012 年 9 月に金融指標に関する市場監督者向けグローバルポリシーガイダンス策定のための理事者レベルタスクフォースを立上げ²⁴、2013 年 7 月には、冒頭に引用した金融指標に関する IOSCO 原則 (Principles for Financial Benchmarks [Final Report]) を公表しました²⁵。

また Bank for International Settlement (BIS) も 2012 年 9 月に Economic Consultative Committee によるワーキンググループを立上げ、2013 年 3 月には Towards better reference rate practices: a central bank perspective と題するレポートを公表しました²⁶。その内容は、その半年まえに公表された Wheatley Review が LIBOR 改革について鋭い指摘をしつつも、代替指標への移行については LIBOR を参照指標とする取引額の巨大さゆえの副作用に対する懸念から消極的と看取されるところ、BIS のレポートは、近時のデリバティブ市場の拡大により、市場参加者は銀行の信用リスクを含まない参照指標の幅広い選択肢を求めていると指摘する (LIBOR 一極集中の弊害を指摘する) ものと理解され得ると思われる。

2013 年 2 月に開催された G20 では、FSB が同年の課題としていた金融指標の監督体制の改善についてさらなる期待が表明され²⁷、これを受けた FSB は IOSCO 原則を公認したうえで、主要 IBORs (LIBOR, EURIBOR, TIBOR) の IOSCO 原則の達成度をさらに調査すべく IOSCO に要請しました。その成果が、冒頭に言及した 2014 年 7 月の FSB の「主要金利指標の改革について」と題する提案書及び IOSCO の「Euribor, Libor 及び Tibor 各官機関による IOSCO 原則の履行状況に関する報告書」です。

FSB の提案書によると、(a) 既存 IBORs については、可及的に実取引データに基づく強固なものに改善し、それと並行して、(b) 銀行の信用リスクを含まない代替指標 (near risk-free reference rate, RFR) を開発する、という改革の方向性について、関係各当局で合意が見られたようです。

2015 年 7 月には、FSB による中間報告 Progress in Reforming Major Interest Rate Benchmarks [Interim report on implementation of July 2014 FSB recommendations] が公表されました。そこでは、RFR 指標開発の進行状況に関して、たとえば日本円について、日本銀行及び金融庁をオブザーバとして今年 4 月から開催されている「リスク・フリー・レートに関する勉強会」²⁸ について紹介がされています。

FSB の最終報告は 2016 年 7 月に予定されておりますが、それにより、LIBOR 等の国際的金融指標の在り方がおおむね定まるものと思われる。

以上

21 2013 年 2 月 25 日付英国政府プレスリリース Government announces LIBOR administrator tendering committee

<https://www.gov.uk/government/news/government-announces-libor-administrator-tendering-committee>

22 2013 年 7 月 3 日付 Hogg Tendering Advisory Committee for LIBOR のプレスノート

https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/211330/Hogg_Tendering_Advisory_Committee.pdf

23 2014 年 1 月 17 日付 BBA のプレスリリース

<https://www.bba.org.uk/news/press-releases/bba-to-hand-over-administration-of-libor-to-intercontinental-exchange-benchmark-administration-ltd/#.VfDcVhFViko>

24 2012 年 9 月 14 日付 IOSCO メディアリリース IOS

25 <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>

26 <http://www.bis.org/publ/othp19.pdf>

27 Communiqué, Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (Moscow, 15-16 February 2013)

https://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/g20/20130216.htm

28 <http://www.boj.or.jp/paym/market/sg/rfrterms.pdf> CO Creates Board Level Task Force on Financial Market Benchmarks

<https://www.iosco.org/news/pdf/IOSCONEWS250.pdf>

このニュースレターは、現行の又は予想される規制を網羅的に解説したものではなく、著者が重要だと考える部分に限って、その概要を記載したものです。このニュースレターに記載されている意見は著者個人の意見であり、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業 (「渥美坂井」) の見解を示すものではありません。著者は明白な誤りを避けるよう合理的な努力は行いましたが、著者も渥美坂井もこのニュースレターの正確性を保証するものではありません。著者も渥美坂井も読者がこのニュースレターに依拠することによって生じる損害を賠償する責任を負いません。取引を行う場合には、このニュースレターに依拠せずに渥美坂井の弁護士にご相談ください。

| 執筆者

大串 淳子 > [View Profile](#)

パートナー 東京弁護士会所属

junko.ogushi@apl.w.jp

| お問い合わせ

info@apl.w.jp