

クレジット・センシティブ・レート (CSR) に対する IOSCO 原則の適用を巡る課題

中 村 篤 志

要 旨

ポスト LIBOR 時代の金利指標の1つとして、米国では、クレジット・センシティブ・レート (CSR) を巡る議論が行われてきた。銀行業界を中心に CSR を支持する声がある一方で、証券監督者国際機構 (IOSCO) は、一部の CSR が LIBOR 同様の欠陥を抱えているとして、金利指標に関する IOSCO 原則に準拠しないとの認識を表明した。IOSCO 原則は、法的拘束力を欠く規範 (ソフト・ロー) でありながらも、国際金融市場において事実上の拘束力が働いており、市場参加者の選択に大きな影響を与える。IOSCO による表明の後、CSR の一種である BSBY の公表停止が決定されるに至った。

国際金融市場における国際機構によるソフト・ローの民主的正統性については従来から論じられているが、本稿では、金利指標改革という新たな視角から、IOSCO の今次対応の正統性を考察した。その結論として、第1に、手続・過程の観点、具体的には利害関係者との協議や個別の国内法との整合性といった面で正統性には疑問が残る。第2に有効性の観点、具体的には判断基準の曖昧性や IOSCO 原則の掲げる理念への背馳、金利指標毎の性質差異への考慮といった面でも、十分な正統性に基礎付けられているとは評価し難いと考えられる。国際金融市場の中心的な金利指標 (LIBOR) の終焉という、時代の一大転換点にあるからこそ、金利指標の算出・利用にかかるグローバル・スタンダードを形成していくにあたり、その決定の民主的正統性の確保・向上という観点にも留意した議論が望まれる。

キーワード：クレジット・センシティブ・レート (CSR), BSBY, IOSCO 原則,
民主的正統性, 金利指標改革

目 次

- | | |
|---------------|-----------------------|
| 1. はじめに | 2.2 CSR 肯定派 |
| 2. CSR に関する論点 | 2.3 CSR 否定派 |
| 2.1 CSR の概要 | 3. CSR に対する IOSCO の対応 |

クレジット・センシティブ・レート（CSR）に対する IOSCO 原則の適用を巡る課題

- 3.1 IOSCO レビュー
- 3.2 BSBY の終焉
- 4. 国際金融市場における IOSCO の位置付け
 - 4.1 IOSCO 基準・規範の性質
 - 4.2 インフォーマルな機関によるソフト・ロー構築のメリット
- 5. 正統性の評価
 - 5.1 評価のフレームワーク
 - 5.2 手続・過程の観点
 - 5.3 有効性の観点
- 6. おわりに

1. はじめに

国際金融市場においては、ポスト LIBOR 時代の主たる金利指標として、リスク・フリー・レート（以下、「RFR」）が想定されている。こうした中、米国では、主に貸出商品での活用を念頭に、RFR 以外の選択肢として、クレジット・センシティブ・レート（Credit Sensitive Rate, 以下「CSR」）¹を巡る議論が行われてきた。銀行業界（特に地銀）が CSR を支持する一方で、金融当局や証券監督者国際機構（IOSCO）などの国際機構は、指標の頑健性の観点で望ましくないとして、金融市場における CSR の広範な活用に対して一様に警戒感を示してきた。このような状況の中、2023年7月、IOSCO は、一部の CSR が金利指標に関する IOSCO 原則（19原則）（以下、「IOSCO 原則」）²に準拠しないとの認識を表明した。IOSCO 原則は、法的拘束力を欠く規範（ソフト・ロー）でありながらも、国際金融市場における事実上の規範・基準として強く拘束力が働いており、当該金利指標が IOSCO 準拠であるか否かは、市場参加者の選択に大きな影響を与える。IOSCO による

表明の後、CSR であり名指しで強く批判されていた BSBY（Bloomberg Short-Term Bank Yield Index, 以下「BSBY」）の公表が停止されることとなった。

以上の前提事実を踏まえ、本稿の主たる問題意識は次のとおりである。まず、IOSCO という民主的正統性が必ずしも高くない国際機構が、判断基準・根拠、議論のプロセス等を必ずしも明らかにしないままに、対象となる CSR の適否を判断したように見受けられる。その結果、市場参加者の自由な金利指標の選択をとすれば歪め、事実上のルール・メイキングを行った今次対応は果たして妥当なのであるか。国際金融市場における、国際機構によるソフト・ローの民主的正統性については従来から論じられているが、本稿は、金利指標改革という新たな視角から、具体的には、特定の金利指標に対する IOSCO 原則の適用から考察する試みである。LIBOR 停止という金融史上の一大転換点を経たなか³、ひいては、今後の金利指標の利用にかかる規範・基準形成のあり方に対する更なる検討の一助とすることを目的とする。なお、予め強調する点として、本稿は IOSCO 等によるソフト・ローの設定自体を直

1 CSR の訳語につき、特にコンセンサスはない模様であるが、例えば、飯島・細川・小田・田尾（2022）では「金融機関の信用リスク等に感応的な金利指標」としている。

2 IOSCO（2013）, pp.9-29. なお、IOSCO 原則の仮訳である金融庁（2013A）も併せて参照。

3 LIBOR 移行対応は、金融市場の「Y2K」（2000年問題）と準えられた。例えば、Sandor（2022）参照。

ちに問題提起する趣旨ではない。むしろ、国際金融市場におけるソフト・ローの役割は重要であると考えている。本稿は、あくまでもCSRに対する今次対応を個別具体的に批判的に検討する趣旨である。以下、客観的な市場データを踏まえつつ、法経済学的な観点から考察を進めていくこととしたい。

2. CSRに関する論点⁴

2.1 CSRの概要

CSRとは、無担保での資金貸借にかかる信用リスクを含む金利指標を指す⁵。性質からして、信用リスクを含まないRFR、例えば、米国におけるSOFR⁶、英国におけるSONIA⁷、日本におけるTONA⁸と対をなす金利指標である。CSRの議論が活発である米国においても、他の法域と同様、RFRベースの金利指標の利用が原則とはされているものの、主に銀行界より、貸出市場を念頭に、信用リスクを含むCSRの必要性が早くから指摘されてきた。

CSRは、①SOFRに付加して利用するもの(以下、「サブメント型CSR」と)、②LIBOR同様にそれ自体を単独の金利指標として利用す

るもの(以下、「スタンドアローン型CSR」)の2つに分類できる。現状、米国では、BSBY⁹、AMERIBOR、AXIといった複数のCSRが存在する¹⁰(図表1)。

米国においてCSRが本格的に議論されるようになった発端は、2019年9月の一通のレター¹¹に遡る。本レターは、複数の地域金融機関から、米国金融当局宛てに発出されたもので、SOFR参照貸出に関する懸念を表明する内容であった。その後、こうした懸念に関する議論を目的に、クレジット・センシティブティー・グループ・ワークショップ(以下、「CSGWS」)が開催されることとなった¹²。次節では、CSGWSにおける議論等も踏まえ、CSR肯定派と否定派の見解を各々整理する。

2.2 CSR肯定派

銀行界からは、SOFR参照貸出に関して、①市場ストレスの発生時に、銀行のバランスシート(BS)上の資産サイド(運用レート)と負債サイド(調達レート)にミスマッチが生じるリスク、関連して、②コミットメントラインをSOFRベースで設定する場合において、市場ストレス発生時にミスマッチが生じる懸念とともに、付随的に、平時においても銀行の貸出スタ

4 CSRの基本的理解に関する本章は、拙稿の中村(2022)に依拠しつつ、拙稿執筆時点(2021年12月)からのアップデートを試みる。

5 IOSCO(2021)では、CSRについて、「Credit sensitive rates are interest rate benchmarks that seek to measure the credit risk component of unsecured borrowing in certain markets (which SOFR does not contain).」と定義する。

6 Secured Overnight Financing Rateの略。担保付翌日物調達金利。ニューヨーク連邦準備銀行(NY Fed)が公表。

7 Sterling OverNight Index Averageの略。無担保ポンド翌日物平均金利。イングランド銀行(BOE)が公表。

8 Tokyo OverNight Index Averageの略。無担保コール翌日物金利。日本銀行が公表。

9 BSBYの市場での活用に関しては、3章2節参照。

10 このほか、IHS MarkitのCredit Inclusive Term Rate(CRITR:スタンドアローン型)・CRITS(Credit Inclusive Term Spread:サブメント型)、IBAのBank Yield Index(BYI:スタンドアローン型・サブメント型)などがある。詳細は、NY Fed(2020C)参照。

11 NY Fed web サイト掲載資料参照、at <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/newsevents/events/markets/2020/credit-sensitivity-letters.pdf> (as of December 31, 2023)。

12 2020年6月から2021年1月にかけて全6回開催。NY Fedを事務局とし、多数の金融機関の出席のもとで開催された。

図表1 主な CSR の一覧

	Bloomberg Short-Term Bank Yield Index (BSBY)	AMERIBOR Term30/Term90	Across the Curve Credit Spread Index (AXI) ^{<注3>}
運営機関	Bloomberg	American Financial Exchange	Invesco, (SOFR Academy)
確定値公表開始	2021/3月	21/4月 (Term 30), 21/5月 (Term 90)	22/7月
タイプ	スタンダードローン型, サブLEMENT型	スタンダードローン型	サブLEMENT型
公表テナー	ON, 1M, 3M, 6M, 12M	ON ^{<注1>} , 30days, 90days	ON, 1M, 3M, 6M, 12M
算出使用データ	CP, CD, 等	CP, CD, 等 ^{<注2>}	金融機関の無担保ホールセール市場における調達コスト
データ種類	実取引データ, 気配値データ	実取引データ	実取引データ

(注) 1) ON (翌日物) は, AMERIBOR を指す。

2) AMERIBOR は, 米国中小銀行間の無担保の翌日物調達コストを反映し, 2015年12月から公表されている。

3) 金融機関以外の事業法人の調達コストも反映した指標として, Financial Conditions Spread Index (FXI) が存在。AXI 対比, 活用可能な取引データが増加する点でメリット。

(出所) 本稿脱稿時点 (2023年12月末) で利用可能な各社公表資料より, 筆者作成。

ンスが慎重化するリスクが指摘された。仮に、銀行がこうしたリスクの回避を試みる場合には、銀行の信用供与機能が損なわれる可能性も示唆された。

2.2.1 運用・調達サイドのミスマッチ

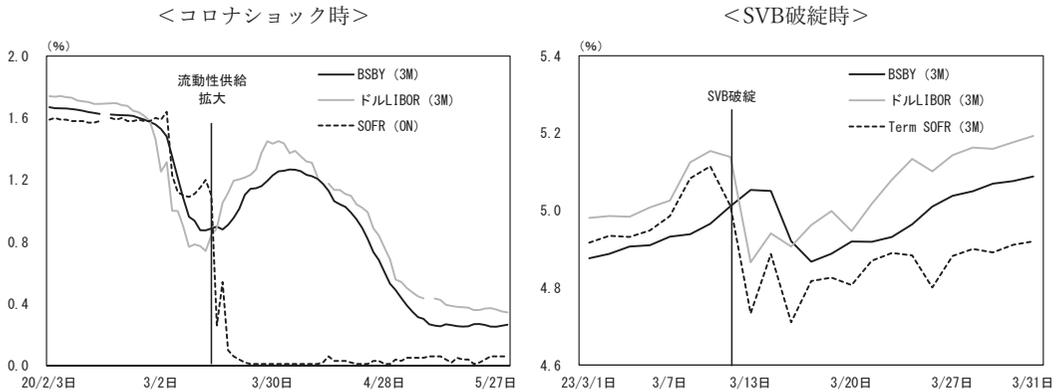
市場ストレス発生局面では、投資家の「質への逃避 (flight to quality)」¹³の結果、貸出の参照レートである SOFR には低下圧力が働く。その一方で、主に銀行の調達レートについては、無担保ホールセール市場における調達コストの高まりなどから、上昇圧力が働く。この結果、資産・負債サイドの参照レートが逆方向に動くミスマッチ (逆鞘) の発生を招く可能性がある。折原 (2021) は、こうしたケースにおける借入サイド (事業法人等) への影響として、収益悪

化・資本悪化によって銀行の貸出意欲が低下する場合には、結果的に、特に中小法人への貸出が縮小するリスクを指摘する。

実際、2020年3月のコロナショック時には、米国連邦準備制度理事会 (FRB) による緊急利下げ・流動性供給拡大により、RFR である SOFR は大きく低下した一方で、信用リスク不安を反映した調達コストの高まりから、BSBY (および LIBOR) は上昇した。同様に、2023年3月のシリコンバレーバンク (SVB) 破綻時にも、RFR である Term SOFR は SVB 破綻直後に約30bp 低下した一方で、BSBY は約5bp 上昇した (図表2)。こうした局面においても、貸出で CSR を参照する場合には、BS 上のミスマッチが回避されることとなる (図表3)。

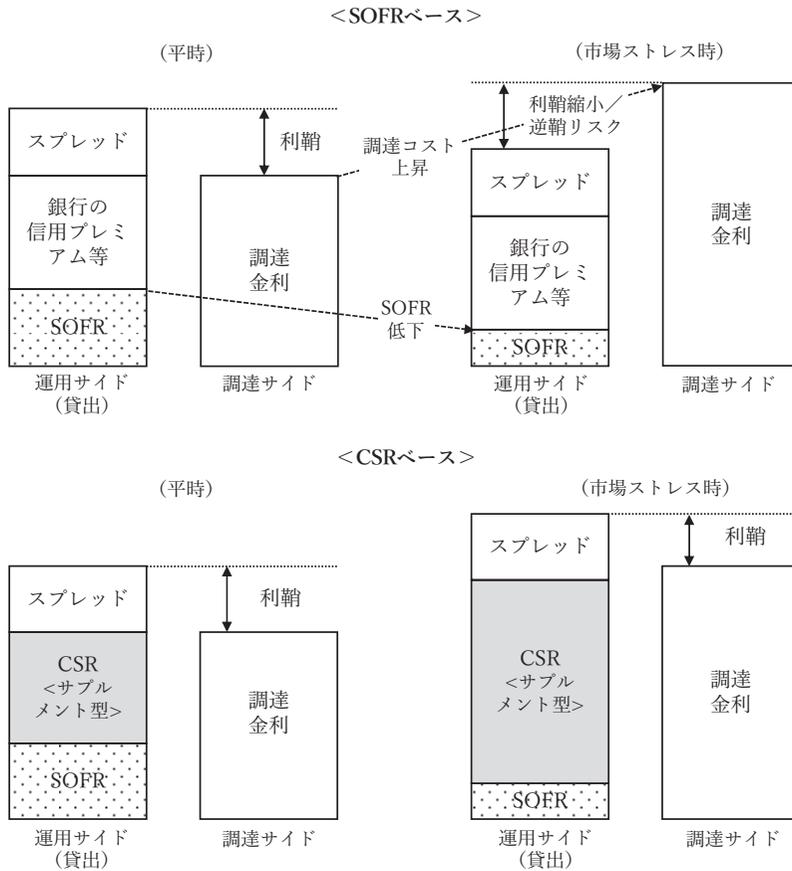
13 信用不安等が生じた際に、リスク回避のために、投資家が、より安全性が高く、より流動性の高い投資対象へと資金を振り向けることをいう。

図表2 各金利指標の推移



(注) テナーにつき、SOFRは翌日物、その他は3か月物。なお、Term SOFR (3M) は、ICE Term SOFRを利用。
 (出所) FRB, IBA, Bloomberg 公表データより、筆者作成。

図表3 市場ストレス時のミスマッチ



(出所) 折原 (2021) を参考に筆者作成。

2.2.2 RFR 参照コミットメントラインの弊害

銀行界は、市場ストレス発生時に、SOFR ベースのコミットメントライン¹⁴が銀行の収益性に悪影響を及ぼす可能性を指摘する¹⁵。すなわち、事業法人は、コミットメントラインに基づいて、市場ストレス時にも相対的に低コストである SOFR ベースでの資金調達が可能である一方、銀行自身の資金調達コストには上昇圧力が働くため、BS 上でミスマッチが発生し、利鞘が縮小するリスクがある。こうしたリスクを考慮すると、平時であっても、銀行が貸出やコミットメントラインの設定に慎重になり、最終的に、信用供与機能の低下が引き起こされ得ることが示唆される。

Cooperman et al. (2023) の研究においても、市場ストレス発生時に、銀行の資金調達コストが上昇するなかで、コミットメントラインに基づく顧客の引き出しは増加し得ることが指摘されている。この点、コミットメントラインが LIBOR（すなわち信用リスクを含む金利指標）に紐付いていた際は、いわゆる「デットオーバーハング効果」もあって、ミスマッチの度合いが弱められていたことを示唆する。また、仮に顧客が引き出したとしても、当該銀行に預金として滞留する（すなわち他行に流出しない）のであれば、悪影響は緩和されるが、コロナショック局面で地銀と大手行を比べると、預金としての滞留比率は地銀の方が圧倒的に低かったことが確認されたとした。このため、RFR 参照コ

ミットメントラインに全面的に移行した場合には、地銀に対してより悪影響が出ることが示唆される。米国の地銀が CSR の必要性を逸早く主張し始めたことと整合的である。

2.3 CSR 否定派

以上のような懸念から、銀行界は CSR の必要性を主張してきた¹⁶。一方で、金融当局や IOSCO は、CSR に対して総じて批判的な見解を示している。批判の方向性としては、CSR の有用性を否定するというよりは、金利指標としての頑健性自体に疑義を呈するものであり、その主たる理由として、CSR の価値の裏付けとなる市場の流動性が十分ではなく、LIBOR 同様の欠陥を抱えていると指摘する。

2.3.1 CSR の裏付け市場の流動性に対する見解

CSGWS では、CSR の主たる裏付け市場である CP 市場の流動性に関して、FRB スタッフの分析が示された。まず、米国 CP 市場において、満期 1 か月以上の CP に関しては、平時においても流動性は低いと指摘する。具体的には、2020年上半期における、CP（3 か月物）の 1 日当たり取引金額（中央値）は10億米ドル未満であり、また、同期間の半数程度の取引日において、ハーフィンダール・ハーシュマン指数（HHI）¹⁷が非常に高くなっていることから、取引参加者が偏っている可能性を示唆している

14 コミットメントラインとは、銀行と事業法人（借入人）が事前に合意した期間・借入枠の範囲内であれば、借入をいつでも可能とする貸出形態を指す。銀行サイドからみると、事業法人に対して、一定の融資の実行を事前に「コミットする（約束する）」契約となる。

15 詳細は、NY Fed (2020A), p.11参照。

16 BS 上のミスマッチや RFR 参照コミットメントラインに関する金融当局の見解については、中村「前掲資料」（注4）参照。本稿では、金融当局が、CSR の有用性を否定する方向性ではなく、金利指標としての頑健性自体に着目して批判している点に重きを置いて考察を進める。

17 市場の集中度を測る指標。HHI は、ある事業分野が独占状態にあるときは 1 となり、完全競争状態に近いほど 0 に近づく。

図表4 コロナショック時の米国CP市場

	取引 件数	取引参加 銀行数	取引 金額	HHI
2020年上半期				
平均値	23	7	1,009	0.30
中央値	21	7	873	0.24
2020年3月				
平均値	10	3	435	0.60
中央値	5	3	214	0.52

(注) CPは3か月物。取引金額の単位は、100万米ドル。

(出所) NY Fed (2020B) より、筆者作成。

(図表4)。そして、コロナショック発生時には、こうした傾向が一層強まったことが示された。すなわち、2020年3月の市場データを確認すると、1日当たり取引金額(中央値)は2億米ドル程度、取引参加銀行数(中央値)は3行にまで落ち込むこととなった。また、取引レートについても、取引参加銀行間で相当程度の乖離が生じていたことが示された。

2.3.2 IOSCO 等のアナウンスメント

CSRの裏付け市場の流動性に対する懸念は、2021年9月、IOSCOからも表明された。IOSCOは、「頑健性の高い金利指標」が満たすべき要件として、IOSCO原則6と7の重要性を強調した。すなわち、金利指標と裏付け市場の関係性について、原則6では、「指標の設計にあたっては、指標を参照する市場における取引量との関係での、当該指標の基礎となる市場(underlying market)の相対的な規模などを考慮すること」、原則7では、「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ること」などを求めている。IOSCOは、こうした要件を提示したうえで、裏付け市場の流動性が十分ではないCSRを利用する場合には、LIBORの失敗が繰り返されるとの懸念を示し、CSRの利用に警鐘を鳴らした。IOSCOがこうした見解を表明したステートメント¹⁸においては、BOEのバイリー総裁や、NY Fedのウィリアムズ総裁も、CSRの利用に対する懸念や、頑健な金利指標への移行の重要性を改めて表明した。

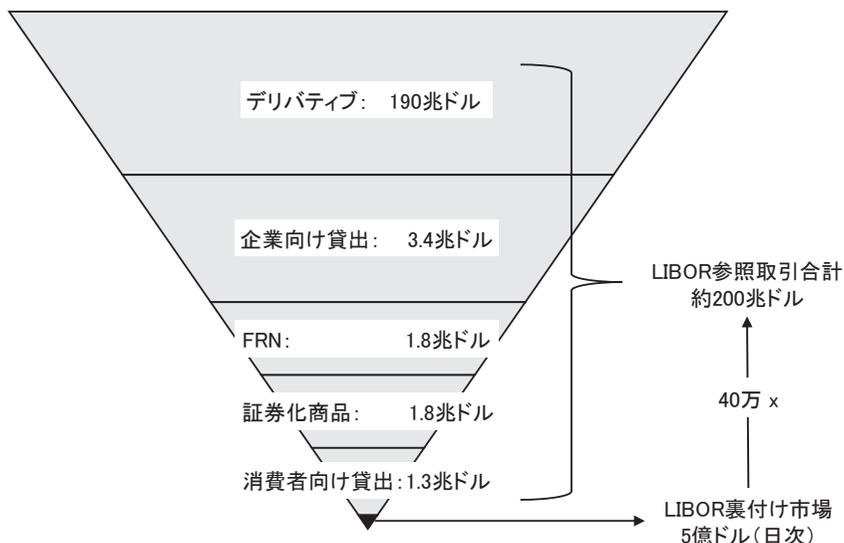
このように、国際機関や金融当局のトップから、CSRに対する懸念が相次いで表明されたが、とりわけ、米国証券取引委員会(SEC)のゲンスラー委員長が、CSRを強く批判してきた。2021年9月の講演¹⁹では、LIBOR同様の「逆ピラミッド問題(inverted-pyramid problem)」(図表5)を内包しているとして、BSBYを名指しで批判した。逆ピラミッド問題とは、僅少な裏付け取引(場合によっては専門家判断)に基づく金利指標が膨大な金融取引で利用される構造的な問題を指す²⁰。講演において、更には、

18 IOSCO「前掲資料」(注5)。

19 Gensler (2021) 参照。

20 逆ピラミッド問題につき、例えば、Dudley (2018), p.2参照。

図表5 逆ピラミッド問題（*inverted-pyramid problem*）の構図



(注) 1) 金融商品別のエクスポージャーは2016年末時点。

2) LIBOR裏付け市場の取引量は、2016年10月15日～2017年6月30日を対象期間とした、FRBによる推計値。

(出所) ARRC (2020), p.1掲載データを基に筆者作成。

「BSBYがIOSCO原則に準拠しているとは考えていない」旨まで言及した²¹。

次章では、BSBYの存亡に決定打を与えたとみられる、2023年7月のCSRに対するIOSCOの対応や、その前後におけるBSBYの変遷を中心に整理する。

3. CSRに対するIOSCOの対応

3.1 IOSCOレビュー

2022年12月、FSBは、金利指標改革に関する進捗報告書（以下、「FSB進捗報告書」）のなかで、IOSCOによるCSRおよびTerm

SOFRに対するレビューの実施に言及した²²。

レビューでは、比較対象をSOFRに設定したうえで、2022年6月末までの12か月間をレビュー対象期間とし、IOSCO原則6（指標の設計）、原則7（データの充分性）、原則9（指標決定の透明性）に照らして、各指標を評価する枠組みとした。

本レビューの結果は、米ドルLIBORの公表停止から4日後の2023年7月3日付の声明文（以下、「レビュー結果声明文」）にて公表された²³。なお、レビュー結果声明文では、CSRの具体的な名称は列挙されなかったが、FSB進捗報告書を踏まえれば、BSBYとAMERIBORが想定されていることに異論の余地はないだろう

21 この発言は、講演に先立つ2021年4月に、Bloomberg社が、BSBYはIOSCO原則に準拠している旨を公表したことに対する牽制と考えられる。Bloomberg社の見解は、Bloomberg (2021A) や Bloomberg (2021B) 参照。

22 FSB (2022), p.7. レビューの対象となる金利指標として、BSBY, AMERIBOR, CME Term SOFR, IBA Term SOFRを列挙した。

23 IOSCO (2023) 参照。

う。レビュー結果の最重要ポイントとしては、一部のCSRには、金融当局の懸念する「逆ピラミッド問題」が存在すると明確に確認したことである。まず、CSRの主たる裏付け市場となるCP・CD市場には流動性リスクがあるため、十分な頑健性・信頼性が確保されていないと結論付ける。更に、極めて少数の取引への依存等に起因するボラティリティは、IOSCO原則を充足する可能性が低いとしたうえで、市場ストレス時には、当該市場の流動性は一層低下する傾向を示すとする。そして、裏付けとなる取引量の僅少さは、気配値の使用と相まって、金利指標の不正操作リスク²⁴を高める可能性もあると指摘する。こうした点を踏まえ、IOSCOは、CSRの利用に関して、「本レビュー結果に基づき、指標運営機関および監査人・独立コンサルタントは、該当のCSRがIOSCO原則に準拠している（IOSCO-compliant）との表明を控えるべき」旨を勧告した。そのうえで、本レビューの内容・勧告にも拘わらず、市場参加者がCSRの利用を検討する場合には、指摘されたリスクを考慮し、慎重に進めるべきであると強調し、CSRの利用開始前に関係当局に照会するよう促している²⁵。このように、CSRの利用自粛を強く求める内容となっている²⁶。

レビュー結果声明文が、従前より名指して批判されることの多かったBSBYに対して与えた影響は大きかったものと推測される。声明文

リリース後の2023年7月初旬を境に、BSBY参照取引は激減し（詳細後述）、最終的には、2023年11月に、BSBYの公表停止が決定されるに至った。

3.2 BSBYの終焉

初めに、2021年3月の公表開始以降、BSBYが市場でどのように活用されてきたのか簡単に確認したい。BSBYの利用に関しては、公表開始当初、バンク・オブ・アメリカ（BofA）に積極的な動きがみられた。まず、2021年4月に、BofAより、BSBY（1か月物）参照の6か月物変動利付債（発行金額：10億米ドル）が初めて発行された²⁷。同月中には、BofAとJPモルガン・チェースとの間で、初となるBSBY参照スワップ取引（想定元本2.5億米ドルの1年物BSBY-SOFRベース・スワップ）が約定された²⁸。また、2021年7月には、BofAが、北米最大級の輸送サービス業者であるKnight-Swift Transportation社に対し、BSBYを参照金利とした12億米ドルの1年間の無担保タームローン枠を提供した²⁹。このほか、2021年11月より、中央清算機関であるCMEおよびLCHにおいて、BSBY参照スワップのクリアリングが開始されることとなった³⁰。

以上のように、BSBYの利用に拡大の兆しがみられたことから、米国金融当局は、BSBYを含むCSRの利用に対して強い懸念を相次いで

24 そもそも、金利指標改革の発端となったLIBOR問題とは、一部のパネル行による金利指標（LIBOR）の不正操作に起因する。LIBOR不正操作の態様やその詳細について、例えば、森下（2014）、8頁参照。

25 主に米国市場における一部の市場参加者が、特に貸出商品においてCSRを利用している現状を踏まえた内容となっている。

26 FSB（2023）は、IOSCOによるレビュー結果声明文を支持する旨を示している。

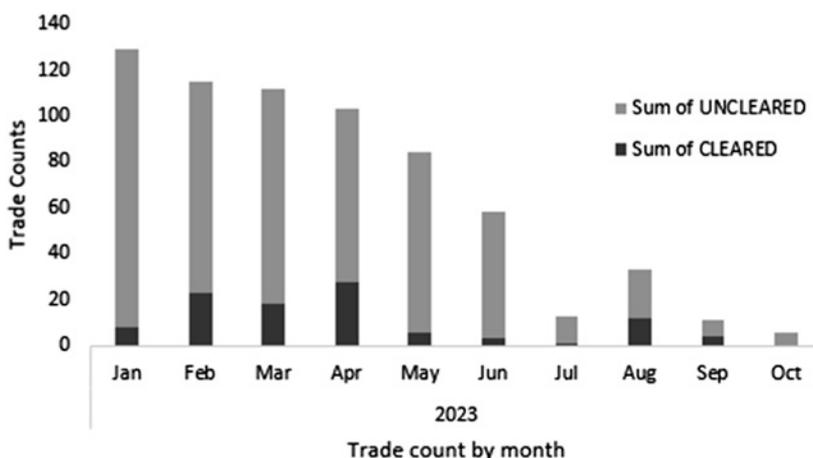
27 Bank of America（2021）参照。

28 BNN Bloomberg（2021）参照。

29 SEC（2021）ITEM 1.01参照。

30 CSRを債券市場や貸出市場で広範に採用するには、ヘッジ取引実行の観点から、デリバティブ市場を並行して発展させる必要があると指摘される。例えば、PwC（2021）、p.3参照。

図表6 BSBY スワップ取引量推移



(出所) Khwaja (2023B)

表明したものと考えられる。そして、金利指標の事実上の世界標準を規定する IOSCO のレビュー結果を境に、従前より金融当局から特に強く批判されていた BSBY は取引量を減少させた。データとして確認できる BSBY スワップの取引件数を確認すると、レビュー結果声明文以前の2023年6月迄は、約60~120件/月で推移していたところ、7月以降、7月：13件、9月：11件と大きく減少した³¹ (図表6)。なお、想定元本ベースでは、2022年1月（130億米ドル）・2月（100億米ドル）をピークに、2022年9~12月には10億米ドル以下まで減少していたことから³²、既の下火であったところに IOSCO のレビューが決定打となって、BSBY は事実上終焉した。公表主体である Bloomberg 社は、2023年9月13日、BSBY の公表停止に向けた市中協議の実施を発表した³³。そして、その約2か月後、2024年11月15日限りでの公表停止が発

表された³⁴。AXI や、BSBY と同様に事実上名指しされた AMERIBOR は現時点では公表継続の方針を表明しているが、IOSCO 原則非準拠の金利指標が、金融市場でどの程度利用されていくのかは不透明である。

このように、BSBY の終焉に対して、金利指標における事実上の世界標準を設定する IOSCO の対応が大きな影響を与えたと思料される。次章では、国際金融市場における IOSCO の位置付けをまずは確認する。

4. 国際金融市場における IOSCO の位置付け

4.1 IOSCO 基準・規範の性質

IOSCO は、世界各国・地域の証券監督当局や証券取引所等から構成されている国際的な機関

31 Khwaja (2023B) 参照。

32 Khwaja (2023A) 参照。

33 Bloomberg (2023B)。商業上の観点で検討した結果、BSBY の利用が限定的であり、今後も大幅な成長は見込めず、金利指標として十分に利用されないであろうことが言及されている。

34 Bloomberg (2023C) 参照。

である。日本からは、金融庁、経済産業省および農林水産省が正会員 (Ordinary Member) として、証券取引等監視委員会が準会員 (Associate Member) として、日本証券業協会、日本取引所グループが協力会員 (Affiliate Member) として、それぞれ加盟している³⁵。

原田 (2012) は、国際金融市場規制における政策形成過程の特色として、条約等に基づく国際法上の法人格を持つ組織ではない国際的組織体 (すなわち、IOSCO 等の国際機構) が政策形成の実質を担っていることにありと指摘する³⁶。これらの組織は、インフォーマルな組織であるにもかかわらず、国際金融市場規制に対して極めて強い影響を与える政策基準を策定しているのである³⁷。なお、インフォーマルであるが故に、IOSCO による規範・基準に法的拘束力はない。原田 (2011) は、IOSCO やバーゼル銀行監督委員会 (BCBS) 等に参加しているのは各国の行政機関の職員であり、国民からの直接の選任関係にはないため、国際金融市場規制法上の重要な諸決定は、伝統的な意味での民主的正統性 (特に人的な正統性) の調達なしになされているとする³⁸。このように、国際金融市場では、民主的正統性の低いインフォーマルな国際機構による、法的拘束力を欠く規範・基準 (ソフト・ロー) に事実上の拘束力が働き、重要な機能を有している³⁹。

ここで、IOSCO による規範・基準は法的拘束力を欠くことから、当該規範に服するか否かは市場参加者の任意に委ねられているため、民主的正統性の程度は問題ではないとの見方があり得る。この点に関して、Black and Rouch (2008) は、次の4点を指摘する⁴⁰。第1に、私的規範 (private standards) は、確かにソフト・ローではあるが、実際には必ずしも自発的 (voluntary) に遵守する性質のものではないとする。実務上の標準として遵守が要求されることもあり、仮に遵守しない場合には他の市場参加者から排除される可能性もあると指摘する。第2に、ソフト・ローは、ハード・ロー化する (harden) 可能性がある。つまり、司法審査上で、ソフト・ローに基づく市場慣行を考慮する、あるいは、各国の法制度にソフト・ローが組み込まれていくことがある。第3に、特に業界団体が設定した基準は、当該団体のメンバー等に限定されることなく、市場に広く浸透したり、ハード・ローとしての規制介入を代替するものとして公的部門が当該基準の採用を関係者に促す可能性もある。第4に、市場参加者の相当数が特定の業務運営方法を選択した場合、それが他の市場参加者、政府、消費者といった外部者 (outsiders) に重要な影響を与える可能性がある⁴¹。

上記の第2の観点 (ハード・ロー化の可能性)

35 日本証券業協会「自主規制関連用語集」, at <https://www.jsda.or.jp/shijyo/seido/jishukisei/words/0005.html> (as of December 29, 2023).

36 原田 (2012), 245頁。

37 *Ibid.*

38 原田 (2011), 275-276頁。

39 国際金融におけるソフト・ローの拘束力については、例えば、久保田 (2021), 58-61頁。

40 Black and Rouch (2008), pp.223-224.

41 *Id.*, p.224. 外部性の創出は、間接的に影響を受ける人々が、ルールの内容について発言権を持つべきか否かという問題も提起すると指摘される。外部性の具体例として、銀行に対する資本規制がある。BCBSによる資本規制は、銀行業務に直接的な影響を及ぼし、その結果、信用危機が示すように、消費者や事業法人にも重大な影響を及ぼす可能性がある。なお、日本における、事業者団体等による自主規制規則の外部効果につき、山本 (2021), 23頁。

に関連して、IOSCO 等の民主的正統性の低い国際機構の規範・基準を各国が国内法化する場合には、その立法過程において、国民を淵源とする民主的決定を行うから手続的正統性の問題は生じないとの見方もあり得るだろう。この点について、山本（2021）は、個々の国が国民の民主的意思により主体的・能動的に、国際的な機関の決定を形成し、その決定を受容するか否かを決定することができるとは限らないと指摘する⁴²。また、そもそも、国際公益を保護・実現する決定を、一国が民主的に承認したことのみにより正統化⁴³できるわけでもないとする。したがって、一国のレベルにおける民主的正統化の重要性は否定されないとしても、それだけでなく、国際的な平面において国際公益に関する決定を行う組織・手続そのものの正統性も考える必要があることを指摘している⁴⁴。

以上を小括すれば、① IOSCO は民主的正統性の低い国際機構であり、②その設定する規範・基準は法的拘束力を欠く。③法的拘束力を欠く点で民主的正統性を問題としない、あるいは、国内法化の過程で民主的正統性の欠損が補完されるといった見方もあり得るが、④実質的には、その規範・基準を遵守させる事実上の拘束力が強く働いており、⑤ IOSCO の規範・基準に内在する民主的正統性の問題は容易には治癒されないと考えられる。IOSCO の今次対応を評価していくにあたり、次節では、インフォーマルな機関によるソフト・ローのメリットを確認す

る。

4.2 インフォーマルな機関によるソフト・ロー構築のメリット

ここで再度強調したい点として、本稿は、IOSCO（あるいは他のインフォーマルな機関）によるソフト・ローの設定自体を直ちに問題提起する趣旨ではない。むしろ、ソフト・ローによる国際金融市場の規範・基準設定にはメリットがある。Karmel and Kelly（2009）は、証券規制分野でソフト・ローが多用される背景として、資本市場の急速な進展に対処する観点で、ソフト・ローの有する①スピード、②柔軟性、③専門性のメリットを指摘する⁴⁵。一般に、ソフト・ローは市場参加者のコンセンサスに基づくため、法令よりも情報量が多く、より効果的であることが多いとされる。更に、各国議会は金融市場への介入に慎重な場合が多く、市場や投資家を脅かす問題にどう対処するかについては市場関係者以上に意見が分かれることが多々あるし、国際的な規制機関では証券市場の適切な規制について合意することは更に困難であり、条約が締結されても各国で法制化されるまでには時間がかかりすぎると指摘する⁴⁶。また、森下（2015）は、金融取引の分野では、国家が制定する法以外に各種の業界団体（全国銀行協会、日本ローン債権市場協会、ISDA 等）が作成した取決めが存在し、重要な役割を果たしていることを

42 山本（2021）、7頁。行政法の国際化・グローバル化に関して論じられる公法学上の根本的な問題のひとつは、国際的な平面で行われ、究極的には民主政国家の国民に対し効果をもつことになる国際公益に関する決定が、民主的正統化を欠くことをどのように考えるか、という点であったと指摘する。

43 *Ibid.* 「正統化」とは、ある主体の決定を他の主体に対しても公益に関する決定として法的に主張し実現できるようにすることを意味する。

44 *Ibid.* 一国の平面と国際的な平面という二つの平面を包含する「二重の民主政」「二重の民主的正統化」を考える必要がある。

45 Karmel and Kelly（2009）、p.885.

46 *Ibid.*

指摘する⁴⁷。そのメリットの1つとして、例えば、業界団体による標準契約書等の見直し、国家による新たな規制に向けた動きを牽制する、すなわち、国家による規制がなくても、市場参加者自身で十分に規律可能であることを示す役割を果たすという視点を提示する⁴⁸。

金融市場におけるソフト・ローのメリットとして、上記のいずれの指摘にも深く首肯する。専門性が高く、変化の激しい金融市場の性質を勘案すれば、全てをハード・ローで規制することは現実的ではないだろう。したがって、ソフト・ローによって金融市場を実質的に規律付けする枠組み自体は有効であると考え⁴⁹。問題意識としては、ソフト・ローの有用性を認めつつも、一定の規範・評価項目に照らして、当該ソフト・ローの「正統性 (legitimacy)」が欠如する／あまりにも低い場合には、事実上の行為規範として成立させるべきではないのではないか。そして、CSR (特にBSBY) を“狙い打ち”にしたIOSCOの今次対応は、許容すべき正統性のラインを下回っているのではないだろうかという点にある。次章では、民主主義社会における国際金融市場のルールとして許容できる正統性の規範・評価項目を定立し、CSRに対するIOSCOの今次対応へ当てはめて検討する。

5. 正統性の評価

5.1 評価のフレームワーク

Karmel and Kelly (2009) は、結局のところ、正統性とは人々の認識の問題であり、何かが正統であることは、ある当事者がそれを正統だと信じるからであるとする⁵⁰。つまり、あくまでも当事者の主観的な理解・主張に基づくとする。その主観的な理解・主張を客観化する評価軸として、規範の決定過程に着目する“I. インプットの正統性 (input legitimacy)”と、決定された規範自体に着目する“II. アウトプットの正統性 (output legitimacy)”に分類したうえで、より具体的な評価項目として、基準・規範の(1)代表性 (representation), (2)手続・過程 (process), (3)有効性 (effectiveness) の3つを指摘する。Black and Rouch (2008) は、正統性の評価項目として、①民主的基準 (democratic criteria), ②憲法的基準 (constitutional criteria), ③機能的・成果的基準 (functional or performance-based legitimacy criteria), ④価値観・目的基準 (values- and objectives-based criteria) の4点を紹介する⁵¹。①民主的基準とは、基準設定機関における意思決定が、民主的な統治モデル (誰が意思決定に参加するのか等) にどの程度合致しているかに関するものである。②憲法的基準とは、手続的正当性の法的価値や憲法に

47 森下 (2015), 79頁。

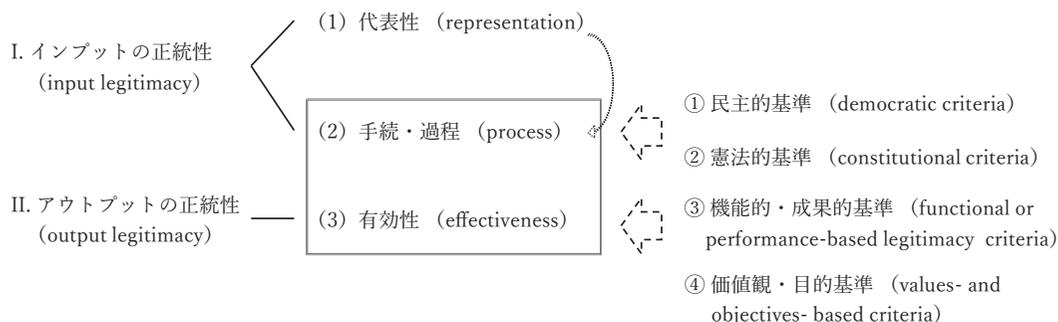
48 *Id.*, 91-92頁。

49 個人的な所感に過ぎないが、LIBOR 移行対応において、民間の国際的な業界団体である国際スワップ・デリバティブ協会 (ISDA) が果たした役割は極めて大きいと考えている。移行対応に向けて各法域に設置された検討体の議論の重きはキャッシュ商品 (債券・貸出) に置かれ、デリバティブ分野に関しては ISDA が国際的に議論を主導した。こうした役割分担により、移行対応がスムーズに進捗したものと評価できる。

50 Karmel and Kelly 「前掲資料」(注45), pp.932-933.

51 Black and Rouch 「前掲資料」(注40), p.225.

図表7 本稿における評価フレームワーク（概念図）



（出所） 筆者作成。

基づく他の価値（例えば、一貫性・比例性・公正な手続き、また、憲法上設置された機関や国際機関による監督等）との適合性に関するものである。③機能的・成果的基準とは、効率性、専門性、有効性などの点で、成果や結果に焦点を当てるものである。④価値観・目的基準とは、組織が追求する価値・目的（例えば、効率的な市場といったマクロレベルの目標から、より具体的なミクロの目標まで含む）から評価するものである。なお、各基準の間にはトレードオフも存在し、例えば、スピード・効率性の成果的基準と、手続的正当性の憲法的基準や参加者の観点での民主的基準との間に見出される⁵²。

以上のような先行研究の提示する基準や、前章で確認したメリットを踏まえ、Karmel and Kelly (2009) のフレームワークを参考に、CSR に対する IOSCO の今次対応について、(2) 手続・過程、(3) 有効性の観点から評価したい。なお、(1) 代表性については、評価の射程としない。本稿の主たる問題意識は、IOSCO という国際機構の存在自体に対する批判というより

は、あくまでも CSR への今次対応の評価にある。したがって、IOSCO の組織自体の(1) 代表性は直接の検討対象とはせず、決定過程に参加した主体という意味での代表性については、(2) 手続・過程の観点に含めて論じることとする。また、評価にあたっては、Black and Rouch (2008) が指摘した趣旨も取り込むかたちで、すなわち、①・②を(2)手続・過程、③・④を(3) 有効性に対応させて検討を進める（図表7）。

5.2 手続・過程の観点

5.2.1 市中協議の実施

手続・過程の正統性を高めるための1つの方策として、市中協議（public consultation）の実施が指摘される⁵³。FSB 進捗報告書で示された、IOSCO によるレビューの進め方をみると、指標運営機関の実施方針の点検やデータ分析のほか、指標運営機関との面談（interview）の実施が示されているが、市中協議への言及はない⁵⁴。IOSCO のレビュー結果声明文でも、少なくとも市中協議（public consultation）を実施

52 *Id.*, pp.225-226.

53 *Id.*, pp.227-228.

54 FSB「前掲資料」（注22），pp.6-7.

した旨の記載はない。また、利害関係者を対象とした協議 (consultation) についても、指標運営機関との面談以外に、利害関係者 (CSRの必要性を主張した地銀等) とどの程度対話したのかは不明である。そもそも、特定の利害関係者と水面下で協議を実施していたとしても、果たして、正統性を得るに足るかという問題提起も出来るだろう。この点、Bradley (2011) は、IOSCO や BCBS 等の国際機構が実施する協議 (consultation) において、利害関係者 (協議の回答者・参加者) を特定することは、逆説的に言えば、(対象として特定されなかった) それほど重要ではないと判断された他の利害関係者が存在する可能性を指摘する。例えば、世界金融危機が示したように、金融規制の失敗の影響を受けるのは、金融規制の直接の利害関係者であると自認する者だけではないとする^{55,56}。こうした指摘も踏まえれば、指標運営機関との対話だけではなく、指標の利用者側である銀行等も念頭にした市中協議や意見交換も検討すべきであったと思われるし、RFR 参照貸出への移行に起因する与信の縮小可能性 (2章2節参照) も踏まえれば、事業法人等の意見への配慮も肝要であったように思われる。なお、仮に、こうした利害関係者と広く協議していたのだとすれば、決定過程の透明性の観点からその内容は一定程度開示されるべきと考えられる。

5.2.2 個別の国内法との衝突

IOSCO の決定は、米国において民主的正統性をもって成立したハード・ローと矛盾する側面がある⁵⁷。米国では、LIBOR 移行対応を促進する趣旨で、2022年3月、Adjustable Interest Rate (LIBOR) Act (以下「連邦 LIBOR 法」という) が成立した⁵⁸。連邦 LIBOR 法では、貸出契約で参照する金利指標の選択に関して、銀行は、資金調達モデルや顧客のニーズ、および商品、リスク・プロファイル、リスク管理能力、業務能力を勘案して、適切であると判断する、SOFR 以外も含めた金利指標を使用できる旨を規定する⁵⁹。更には、連邦監督機関は、銀行が SOFR でない金利指標を使用していることのみを理由として、銀行に対して監督上の措置を取ることとはできないとも定める⁶⁰。

このように、少なくとも米国法上では、CSR を含めた非 SOFR の金利指標の利用は否定されていない。また、少なくとも2020年5月のパウエル FRB 議長の上院議員宛て書簡においては、SOFR が頑健な代替金利指標であることを前提としつつも、「ARRC⁶¹の勧告と SOFR の使用は任意であり、市場参加者は、各々の状況に最も適した方法で LIBOR からの移行を図るべきであることを明確にしてきた」とし、「AMERIBOR は、IOSCO 原則に合致した、“cohesive and well-defined market” を裏付けとして構築された金利指標である」とする⁶²。

55 Bradley (2011), p.501.

56 *Id.*, p.480. Bradley は、IOSCO や BCBS 等によるトランスナショナルな consultation の弱点として、例えば、限られた言語 (あるいは英語のみ) で実施されることが通常であることから、可視性 (visibility) に欠けることなどを指摘する。

57 既存の米国法との矛盾を指摘したものとして、例えば、Tibberts et al. (2023), p.4参照。

58 契約当事者間の合意形成が困難であり、LIBOR から他の金利指標への移行が困難な既存契約 (いわゆる「タフレガシー」) への対応を念頭に成立した。連邦 LIBOR 法の詳細につき、例えば、中村 (2023) 参照。

59 12 U.S.C § 5805 (b) (1)

60 12 U.S.C § 5805 (b) (2)

61 Alternative Reference Rates Committee. 金利指標に関する米国の検討体。

62 Letter from Federal Reserve Chair Jerome Powell to Senator Tom Cotton (R-AR). May 28, 2020.

こうした状況にもかかわらず、民主的正統性を欠いた国際機構である IOSCO が、CSR を金融市場から事実上締め出すことは正統性の観点でやや矛盾するのではないか。前述のように、IOSCO の規範・基準は法的拘束力を欠くとはいえ、事実上の市場標準として認識されている。市場参加者は、利用する金利指標が IOSCO 準拠か否かを重要視しており、IOSCO 非準拠とされた CSR の利用を躊躇するものと考えられる⁶³。

以上のとおり、IOSCO の今次対応を手続・過程の観点から評価した場合、民主的正統性を得たと評価するに足る決定過程であったかは疑問が残る。

5.3 有効性の観点

5.3.1 判断基準の曖昧性

IOSCO は、一部の CSR に、LIBOR 同様の「逆ピラミッド問題」が存在することを確認したとして、これを主たる根拠に IOSCO 原則非準拠との判断を下した。しかしながら、①「逆ピラミッド」と判断する定量的基準・根拠が示されておらず、専門性に欠ける判断であるように思われるほか、② IOSCO 準拠とされている他の金利指標（IBORs）との整合性に欠ける面もあることから、有効な基準・規範の定立とは評価し難い。

欧州市場で従前より広く活用されている

EURIBOR との比較で検討してみよう。EURIBOR（3か月物）の裏付け市場の規模を確認すると⁶⁴、2022年の月間平均取引金額は100億ユーロ程度であり、日次ベースでは4.5億ユーロ程度と試算される。他方で、EURIBOR 参照取引の合計金額は、ストックベースで100兆ユーロ超と試算されており⁶⁵、LIBOR 同様の逆ピラミッド問題の存在が示唆される（図表8）。

一方、BSBY の裏付け市場（2022年）は、日次ベースで、全テナー合計で4,000億ドル超であった⁶⁶。3か月物では1,000億ドル前後であったとみられ、EURIBOR の裏付け市場よりも規模が大きいほか、TIBOR の裏付け市場よりも大きい⁶⁷。IOSCO の意向は判然としないが、仮に、今次 IOSCO レビューの比較対象が SOFR であるから IBORs の状況を考慮しないとするのであれば、それは詭弁と評価されても致し方ないだろう。後述するように、金利指標毎の性質差異を考慮し、IBORs を SOFR 等の RFR と別の評価軸で比較するのであれば、CSR の性質を考慮する必要性もあり得たのではないか。

以上のデータを踏まえれば、IOSCO は、IBORs と CSR（BSBY）で判断が一貫していない印象を受ける。LIBOR 同様に裏付け市場の規模が小さく、逆ピラミッド問題を内包し得る EURIBOR や TIBOR については IOSCO 準拠との評価を受容する一方で、CSR については、IOSCO 原則準拠性を否定する判断に、専門的な見地から確かな正統性はあるのだろうか。

63 Tibberts et al.「前掲資料」（注57）、5頁。また、Bartholomew（2021）は、ある金利指標が IOSCO 原則に準拠していることは、規制対象業者が、当該金利指標を契約で利用するための最低要件であると指摘する。

64 EMMI（2022）参照。

65 EMMI website, “Benchmarks-Euribor,” at <https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/> (as of December 29, 2023)

66 Bloomberg（2023A）参照。

67 TIBOR の評価対象市場の規模（推計値）等の詳細は、全銀協 TIBOR 運営機関（2023）参照。

なお、BSBYがIOSCO準拠であるとの宣言は⁶⁸、Bloomberg社の“自己評価”のみに基づくものではない。独立した第三者であるErnst & Young (EY社)の外部審査を経たものである⁶⁹。第三者評価を受けているからIOSCO準拠と判断するべきとの単純な論理構成を採るつもりは全くないが、①指標運営機関が自己完結的にIOSCO準拠を主張しているわけではない点には留意するべきであろう。加えて、EY社はBSBYを外部審査したわけであるが、②EY社は、SONIAのIOSCO準拠にかかるBOEの自己評価を外部審査した組織である事実を指摘しておきたい⁷⁰。金利指標に関するEY社の評価能力について筆者は知見を有しないが、EY社によるBSBYの審査を根底から否定するのであれば、果たして、SONIAの評価プロセスへの関与についてどのように考えるのであろうか。今回のIOSCOの決定は、この観点でも疑問の残るものである。

いずれにせよ、IOSCOはこうした点について、わずか2ページ強の声明文では特に触れていない。規範・基準の“output legitimacy”としての有効性の観点では、裏付け市場の適切な規模や逆ピラミッド問題と認識する比率など、画一的な基準は難しくとも目安程度は示すべきではないだろうか。

5.3.2 IOSCO原則における理念への背馳

IOSCO原則で提示されている理念の1つに、“one-size-fits-all method”（すべての指標に一律に適用し得る方法）を採用しないという点があ

る。IOSCO原則とは、各指標の多様性等に鑑み、基準の枠組みを提供するものであり、当該基準への準拠方法は、各々の指標の特異性に応じて、様々であることが考えられるとする。特に、原則の適用と実施は、各指標及び（または）運営機関や指標設定プロセスの規模及びもたらされるリスクに見合ったものであるべきであるとする。そして、これには、参入に当たっての規制上の重大な障壁とならないよう、新規・新興の指標に見合った原則の適用も含まれると明記する（いわゆる比例性の原則）⁷¹。

果たして、今回のIOSCOの対応は、上記理念をどこまで考慮したのだろうか。①まず、“指標の多様性”という趣旨は考慮されたのだろうか。IOSCOの今次レビューでは、SOFRとの比較でCSRに対する評価が下されたが、そもそも、SOFRとCSRでは、信用リスクを含むか否かなど指標の性質自体が異なるし、その裏付け市場も当然に異なる。②更に、2021年3月に正式に公表開始された新興の金利指標（BSBY）に対して、判断基準を必ずしも明確化せずに批判することは、“規制上の重大な障壁”となったのではないか。この点、2021年末のLIBOR公表停止（当初期限）を前にSOFR（RFR）への流動性の集中を図りたかった当局の意向を踏まえれば、そのさなかにローンチされたBSBYに対する否定的な対応も理解はできる。しかし、SOFRの利用を前提にして他の指標を評価することは、金利指標の多様性を許容しようとする理念と相容れない面があるほか、従前より存在するIBORsも包含し得る問

68 Bloomberg (2021B) 参照。

69 Bloomberg (2021C) 参照。

70 Bank of England (2021), p.3.

71 金融庁「前掲資料」(注2), 5頁。

題点を以って新興の CSR を否定するのであれば、IOSCO の掲げる理念とやはり相反するように考えられる。

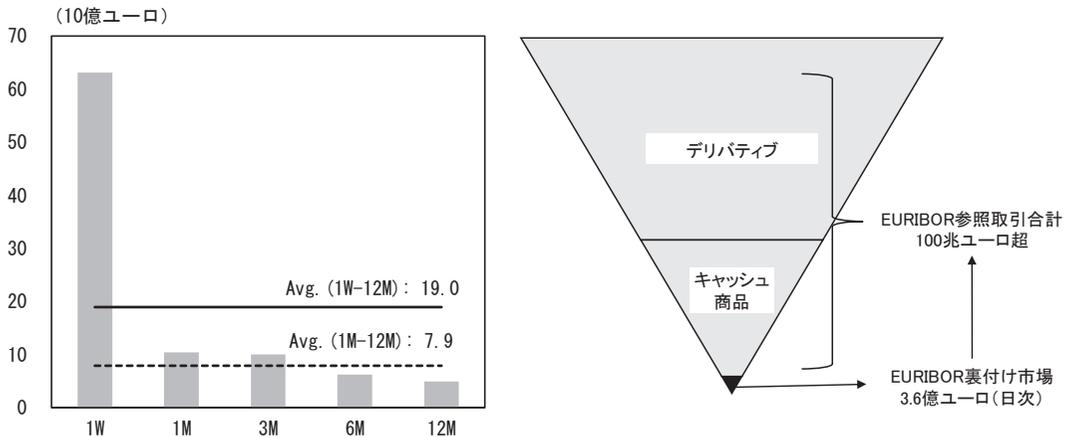
“one-size-fits-all method” を採用しないとしつつ、今回、SOFR との比較で CSR の妥当性を評価したことは、趣旨に鑑みて、IOSCO 原則が本来予定していたことではないように思われる⁷²。

5.3.3 指標の性質差異への考慮

金利指標の多様性の点とも関連するが、指標の性質の考慮も果たして十分であったのであろうか。LIBOR は「呈示ベースの金利指標」（金融機関等からの呈示に基づき算出）であり、パ

ネル行による恣意的な不正呈示が問題の発端であった。一方で、CSR は、基本的には市場での実取引データに基づく、「機械的に決定される指標」であり、LIBOR の単純なレプリカではない。実取引データに基づいて原則算出することは、裏付け市場の流動性が高いことや、逆ピラミッド問題を生じさせないことを担保する訳ではないが、呈示ベースの金利指標で不正が生じる可能性とは質的に異なる。この点は、「金融指標の規制のあり方に関する検討会」（金融庁）⁷³で指摘された趣旨にも合致する。「呈示ベースの指標」については、呈示データの中に呈示者の判断や推定が入るなど、「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、

図表8 EURIBOR の逆ピラミッド問題



- (注) 1) 左図は、2022年1～12月のテナー別の各月の取引金額の平均値。
 2) 右図の EURIBOR 参照取引合計 (100兆ユーロ超) は、EMMI による試算値。
 3) 右図の EURIBOR 裏付け市場3.6億ユーロ (日次) は、左図の月間平均取引金額 (1M-12M) : 79億ユーロを22営業日で除して算出した試算値。注2・3と合わせて、右図は相当な幅を持ってみる必要がある。
 (出所) EMMI「前掲資料」(注64)より、筆者作成。

72 和仁 (2014), 20頁は、2014年の段階で、金利指標にかかる各制度改革の内容は非常に似ており、one-size-fits-all method を採用しないとする考え方はあまり依拠されなかったようだと言及していた。更に、和仁 (2017), 5頁では、RFR への統一的な移行に対して、「IOSCO 原則の基礎にあるのは、“One size does not fit all” という考え方だったはずであり、LIBOR, EURIBOR, TIBOR は各々の市場の歴史、経済情勢と政治環境を背負っているが、Risk Free Rates 提唱の後にある考え方は世界規格への統一のようにも感じられる」としていた。2014年・2017年時点では、新興の CSR の出現は予期されていなかった中で、金利指標改革初期における、現在の論点にもつながる原理的な問題提起であったように思われる。

73 金融庁 (2013B), 4-5頁。

不正操作のインセンティブも相対的に高いおそれがあると指摘される。検討プロセスの詳細がIOSCOから公表されていない以上、指標の性質がどの程度勘案されたのかは不透明であるが、基準・規範の有効性・専門性の観点では、金利指標の性質差異に関する見解もある程度示すべきであったように思料される。

以上のとおり、今次決定を有効性の観点から検討した場合にも、正統性を十分に担保していると評価することは難しいと考える。

6. おわりに

ポストLIBOR時代において、金利指標の頑健性の観点から、RFRへと流動性を集中させたい当局の意図は理解できる。一方で、一部の市場参加者が、信用リスクを含むCSRの必要性を主張していることも事実である。本来的には、私契約で参照する金利指標の選択は契約当事者（市場参加者）の自由裁量の範囲内である。規制上の合理的な範囲を超えて、当局が介入することは避けるべき領域であろう。ましてや、民主的正統性が必ずしも高くない国際機構が、明確な基準や判断基準、議論のプロセスを明らかにしないままに、国際金融市場における事実上のルール・メイキングを行うことは妥当ではないと考える。CSRに対するIOSCOの今次決定において、そのプロセスや有効性の観点で、民主的正統性の確保は必ずしも十分ではなかったと考える。IOSCOの今次決定は、IOSCO原則の事実上の拘束力を踏まえれば、一民間事業者の金利指標であるBSBYの公表停止の少なくとも1つの要因となったことは確かなものと思料される。これまでの経緯を踏まえれば、今

後も、IOSCOはCSRに対して批判的な見解を維持するだろう。しかし、CSRの有用性に対する見解、逆ピラミッド問題が存在すると認識する基準、従前から存在するIBORsへのスタンスとの差異など、より公正な議論のプロセスを以って説得的に根拠を示すべき論点は依然残されているのではないかと。また、（金融市場の健全性を阻害しない範囲内においてはあるが、）金利指標の多様性を許容するIOSCO原則の基本理念を反芻し、一連の決定に矛盾がないのか、冷静に顧みることも必要ではなかろうか。国際金融市場の中心的な金利指標の終焉という、時代の一大転換点にあるからこそ、グローバル・スタンダードを形成していくにあたり、金融市場のレジリエンス向上を図ることは当然のこととして、その決定の民主的正統性の確保・向上という観点も踏まえた議論が望まれる。

参考文献

- 飯島慎太郎・細川朋道・小田剛正・田尾一輝（2022）「LIBOR 公表停止後のドル調達プレミアムのモニタリングにおける留意点について」『日銀レビュー』日本銀行、2022-J-3。
- 折原隆志（2021）「LIBOR 公表停止に向けた銀行界の取組み」日本金融学会（2021年度秋季大会資料）。金融庁（2013A）「IOSCO（証券監督者国際機構）金融指標に関する原則の最終報告書（抄訳）（仮訳）」2013年。（https://www.fsa.go.jp/inter/ios/20130718-1/131225_kariyaku.pdf）
- 金融庁（2013B）「『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」。（<https://www.fsa.go.jp/singi/shihyo/houkokusyo/20131225/01.pdf>）
- 久保田隆（2021）『国際取引法講義〔第3版〕』中央経済社。

クレジット・センシティブ・レート (CSR) に対する IOSCO 原則の適用を巡る課題

- 全銀協 TIBOR 運営機関 (2023) 「全銀協 TIBOR の運営態勢の定期的な見直し結果について」。
(https://www.jbatibor.or.jp/news/periodical_review_2023.html)
- 中村篤志 (2022) 「米国におけるクレジット・センシティブ・レート (CSR) の考察 — 本邦金融市場へのインプリケーション—」『国際金融』外国為替貿易研究会, 1353号, 44-51頁。
- 中村篤志 (2023) 「米ドル LIBOR 参照タフレガシーにかかる立法措置と残存する課題 — シンセティック LIBOR の適用可能性を中心に」『NBL』商事法務, No.1235, 49-56頁。
- 原田大樹 (2012) 「政策実現過程のグローバル化と公法理論」『新世代法政策学研究』北海道大学情報法政策学研究センター, Vol.18, pp.241-266。
- 原田大樹 (2011) 「本質性理論の終焉? — 国際金融市場規制を素材として」『新世代法政策学研究』北海道大学情報法政策学研究センター, Vol.11, 259-282頁。
- 森下哲朗 (2014) 「LIBOR 不正操作問題と国際的な対応」『金融法務事情』金融財政事情研究会, No.1999, 6-18頁。
- 森下哲朗 (2015) 「団体による標準契約書等の作成」『金融取引における約款等をめぐる法的諸問題について (金融法務研究会報告書 (26))』, 79-98頁。
- 山本隆司 (2021) 「銀行監督行政の手法構造」『金融研究』日本銀行金融研究所, 第40巻, 第2号。
- 和仁亮裕 (2014) 「金融指標に関する法律問題」『金融法務事情』金融財政事情研究会, No.1999, 19-28頁。
- 和仁亮裕 (2017) 「金融指標の挑戦 — TIBOR 改革—」『金融法務事情』金融財政事情研究会, No.2063, 4-5頁。
- ARRC (2020) [Alternative Reference Rates Committee], “SOFR Starter Kit Part I: Background on USD LIBOR.” (https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC_Factsheet_1.pdf)
- Tibberts, M., McLane, C., Smith, M., and Lawlor, J. (2023), “International: Boats against the current? Credit-sensitive rates after LIBOR,” *Baker and Mackenzie Client Alert*. (https://insightplus.bakermckenzie.com/bm/banking-finance_1/international-boats-against-the-current-credit-sensitive-rates-after-libor)
- Bank of America (2021), “Bank of America Announces Floating Rate Notes Issuance Referencing BSBY.” (<https://newsroom.bankofamerica.com/content/newsroom/press-releases/2021/04/bank-of-america-announces-floating-rate-notes-issuance-referenci.html>)
- Bank of England (2021), “SONIA Statement of compliance with the IOSCO principles for Financial Benchmarks as at 12 November 2021.” (<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/markets/benchmarks/sonia-statement-of-compliance-with-the-iosco-principles-for-financial-benchmarks.pdf>)
- Bartholomew, H. (2021), “SEC’s Gensler Questions BSBY’s Iosco Compliance,” *Risk.net*. (<https://www.risk.net/derivatives/7879136/secs-gensler-questions-bsbys-iosco-compliance>)
- Black, J. and Rouch, D. (2008), “The Development of the Global Markets as Rule-makers: Engagement and Legitimacy,” *Law and Financial Markets Review*, Volume 2, Issue 3, pp.218-233.
- Bloomberg (2021A), “Bloomberg Short-Term Bank Yield Index.”
- Bloomberg (2021B), “Bloomberg Confirms its BSBY Short-Term Credit Sensitive Index Adheres to IOSCO Principles.”
- Bloomberg (2021C), “Bloomberg Short-Term Bank Yield (BSBY) Index: Management Statement of Adherence with the IOSCO Principles for Financial Benchmarks.”
- Bloomberg (2023A), “Bloomberg Short-Term Bank Yield Index Bulletin Underlying Volumes, Resiliency in Periods of Stress and Current Land-

- scape.” (https://assets.bbhub.io/professional/sites/10/Bloomberg-BSBY-Bulletin_July-2023.pdf)
- Bloomberg (2023B), “Consultation on the Proposed Cessation of the Bloomberg Short-Term Bank Yield Index (“BSBY”).” (https://assets.bbhub.io/professional/sites/10/BSBY-Consultation_final.pdf)
- Bloomberg (2023C), “Future Cessation of the Bloomberg Short-Term Bank Yield Index (“BSBY”).” (<https://assets.bbhub.io/professional/sites/10/BSBY-Future-Cessation-Announcement.pdf>)
- BNN Bloomberg (2021), “Bank of America, JPMorgan Enter Swaps Trade Tied to New Libor Replacement.” (<https://www.bnnbloomberg.ca/bank-of-america-jpmorgan-enter-swaps-trade-tied-to-new-libor-replacement-1.1598540>)
- Bradley, C. (2011), “Consultation and Legitimacy in Transnational Standard-Setting,” *Minnesota Journal of International Law*, Volume 20, pp.480–512.
- Cooperman, H., Duffie, D., Luck, S., Wang, Z., and Yang, Y. D. (2022), “Bank Funding Risk, Reference Rates, and Credit Supply,” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 1042.
- Dudley, W. C. (2018), “The Transition to a Robust Reference Rate Regime,” Bank of England’s Markets Forum. (<https://www.bis.org/review/r180619a.htm>)
- EMMI (2022) [European Money Market Institute], “Euribor Transparency Indicator Reports (January 2022 - December 2022).” (<https://www.emmi-benchmarks.eu/benchmarks/euribor/transparency/transparency-indicator-reports/>)
- FSB (2023) [Financial Stability Board], “Final Reflections on the LIBOR Transition.” (<https://www.fsb.org/2023/07/final-reflections-on-the-libor-transition/>)
- FSB (2022), “Progress Report on LIBOR and Other Benchmarks Transition Issues.” (<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P161222.pdf>)
- Gensler, G. (2021), “Remarks Before the Alternative Reference Rates Committee’s SOFR Symposium.” (<https://www.sec.gov/news/speech/gensler-remarks-alternative-reference-rates-committee-sofr-symposium-092021>)
- IOSCO (2013) [International Organization of Securities Commissions], “Principles for Financial Benchmarks Final Report.” (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>)
- IOSCO (2023), “Statement on Alternatives to USD Libor.” (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD738.pdf>)
- IOSCO (2021), “Statement on Credit Sensitive Rates.” (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD683.pdf>)
- Karmel, R. S., and Kelly, C. R. (2009), “The Hardening of Soft Law in Securities Regulation,” *Brooklyn Journal of International Law*, Volume 34, Issue 3, pp.884–951.
- Khwaja, A. (2023A), “Term SOFR and BSBY Volumes in 2022,” CLARUS. (<https://www.clarusft.com/term-sofr-and-bsby-volumes-in-2022/>)
- Khwaja, A. (2023B), “Term SOFR and BSBY Volumes – October 2023,” CLARUS. (https://www.clarusft.com/term-sofr-and-bsby-volumes-october-2023/?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=term-sofr-and-bsby-volumes-october-2023)
- NY Fed (2020A) [Federal Reserve Bank of New York], “Credit Sensitivity Group Workshop 1 Meeting Minutes.” (<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/newsevents/events/markets/2020/csg-first-workshop-public-minutes-presentations.pdf>)
- NY Fed (2020B), “Credit Sensitivity Group Work-

クレジット・センシティブ・レート（CSR）に対する IOSCO 原則の適用を巡る課題

- shop 2 Meeting Minutes.” (<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/newsevents/events/markets/2020/csg-workshop-minutes-presentations-07222020.pdf>)
- NY Fed (2020C), “Credit Sensitivity Group Workshop 3 Meeting Minutes.” (<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/newsevents/events/markets/2020/csg-workshop-minutes-presentations-08122020.pdf>)
- PwC (2021), “LIBOR Transition Market Update April 16–30 2021.” (<https://www.pwc.com/us/en/industries/financial-services/library/pdf/pwc-libor-transition-market-update-americas-april-16-30.pdf>)
- Sandor, R. (2022), “Post-Libor, Banks Benefit from More Choice,” *ABA Banking Journal*, American Bankers Association, 114(3), p.17.
- SEC (2021) [Securities and Exchange Commission], “FORM 8-K CURRENT REPORT Pursuant to Section 13 OR 15(d) of The Securities Exchange Act of 1934, Knight-Swift Transportation Holdings Inc.” (https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1492691/000149269121000050/knx-20210705.htm?_ga=2.125848845.1423867652.1703382973-422337259.1703382972&_fsi=r0vqC4ol)

(新潟大学経済科学部講師)