

猶予期間が残り約 1 年となった EU ベンチマーク規則

ー 第三国指標の利用と金利指標改革への影響 ー

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）において幅広いベンチマーク（金融指標）を規制対象とする EU ベンチマーク規則が、適用の猶予期限である 2020 年 1 月 1 日まで残り約 1 年となったところで、改めて実施上の課題が浮き彫りになってきている。
2. EU では、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）等の金利指標の不正操作問題を教訓として 2016 年 6 月に EU ベンチマーク規則が成立した。EU ベンチマーク規則は、金融指標の運営機関やデータ呈示者だけでなく、金融指標の利用者（監督対象エンティティ）に対しても利用できる金融指標を制限している。
3. EU 域内において監督対象エンティティが第三国指標を利用する場合には、その運営機関が EU ベンチマーク規則が定める条件を満たす必要があるが、対応が困難であるとして懸念する声が出ている。また、EU 域内においても、ユーロ圏で別途検討が進められている金利指標改革の進捗が芳しくないため、EU ベンチマーク規則への対応スケジュールはかなり逼迫している。
4. 目下、一部の重要な金融指標については EU ベンチマーク規則の猶予期限を 2021 年末まで 2 年間延長する改正法案が EU 議会において提出されているが、対象が限定されている上に、2019 年 5 月の EU 議会選挙を前に審議日程が逼迫しているため延長が実現するかは予断を許さない状況である。
5. EU ベンチマーク規則は本来であれば EU 域内の問題ではあるが、EU 域内において監督対象エンティティが第三国指標を利用する場合には、その運営機関に対応が求められる。また、EU の監督対象エンティティが第三国指標を利用できなくなった場合には、金融市場全体のバランスが変わってしまう可能性があり、EU 域外の市場参加者にも間接的に影響が及ぶことや、EU 域内・域外で市場分断が発生する懸念も考えられる。今後の EU ベンチマーク規則への対応の進捗には留意が必要であろう。

I. 残り約1年となったEUベンチマーク規則の猶予期限

欧州連合（EU）において幅広いベンチマーク（金融指標）を規制対象とするEUベンチマーク規則¹が、適用の猶予期限である2020年1月1日まで残り約1年となったところで、改めて実施上の課題が浮き彫りになってきている。EUでは、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）等の金利指標の不正操作問題を教訓として2016年6月にEUベンチマーク規則が成立した。EUベンチマーク規則は、金融指標の運営機関やデータ呈示者に対して規制を課すだけでなく、金融指標の利用者（監督対象エンティティ²）に対しても利用できる金融指標の制限を課しているという点で、グローバルに見て独特な規制である。

規制対象となる金融指標は、LIBORのような金利指標から、株価指数、債券価格指数、CDS指数、為替指標など多岐に渡る³。また、これらの金融指標の「利用」に該当する行為についても、金融指標を参照する金融商品の発行から金融契約の締結、支払額の決定、投資ファンドのパフォーマンス測定まで幅広く定義されている⁴。従って、規制対象はかなり広範囲に渡るほか、EU域内において監督対象エンティティがEU域外の第三国の金融指標（以下、第三国指標）を利用する場合も規制対象となる。

EUベンチマーク規則は、EU域内において監督対象エンティティが利用できる金融指標を、その運営機関がEU加盟国当局から認可等を受けて欧州証券市場機構（ESMA）の公開登録簿に掲載されているものに限定する。第三国指標を利用する場合には、その運営機関がEUベンチマーク規則と同等の第三国規制を順守するなど、後述する3種類の条件のいずれかを満たすことが求められている。

EUベンチマーク規則の適用は2018年1月から既に開始されているが、既存の金融指標に対しては、2020年1月1日までは適用を猶予する期間が設けられている。本稿執筆時点でESMAの公開登録簿にはEUの金融指標の運営機関22社が掲載されているが、第三国指標の掲載数はゼロである。このため、後述するように金融業界からは、第三国指標のEUベンチマーク規則への対応が困難であるとして懸念する声が出ている。

また、EUベンチマーク規則への対応に課題があるのは第三国指標に限ったことではな

¹ EUベンチマーク規則の詳細については、神山哲也「EU金融ベンチマーク規則の概要」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号（ウェブサイト版）を参照。

² ①銀行等（Credit institution）、②投資サービス会社（Investment firm）、③保険会社、④再保険会社、⑤UCITS（及びその運用会社）、⑥オルタナティブ投資ファンド・マネージャー（AIFM）、⑦職域年金基金（IORP）、⑧市場運営者、⑨清算機関（CCP）など。

³ 金融指標は、金融商品・契約で支払われる金額や金融商品の価格決定のために参照されるインデックス、又はインデックスのリターン（トラッキング）やポートフォリオの資産配分の確定、パフォーマンス手数料の計算の目的で投資ファンドのパフォーマンスを測定するために用いられるインデックス、と定義される。インデックスは、①公開され、②計算式や評価等の適用によって継続的に算出され、③そうした算出が単一もしくは複数の対象資産、価格、金利、気配値、その他価格やサーバイに基づくもの、と定義される。

⁴ 金融指標の利用とは、①インデックスを参照する金融商品を発行する、②インデックスを参照することで金融商品・金融契約の支払い金額を決定する、③インデックスを参照する金融契約の当事者となる、④インデックスに対するスプレッド等で算出される借入金利を提供する、⑤インデックスのリターン（トラッキング）やポートフォリオの資産配分の確定、パフォーマンス手数料の計算の目的で当該インデックスを通じて投資ファンドのパフォーマンスを測定することを指す。

く、EU 域内においてもユーロの金利指標改革と関連した課題が発生している。折しも、EU ベンチマーク規則と同様に、LIBOR 等の不正操作問題を踏まえて議論されてきた金利指標改革では、LIBOR を監督対象とする英国金融行為規制機構 (FCA) のベイリー長官が、2021 年末までに LIBOR からリスクフリー・レート (RFR) に移行することを求めている⁵。2021 年末という期日は、国際合意や法令で定められているわけではないが、FCA が LIBOR のパネル行に対して LIBOR を自主的に支えるよう要請した期限となっているため、LIBOR の公表が停止される可能性がある期日として広く認識されている。従って、ユーロを含む主要通貨における金利指標改革の議論は 2021 年末を強く意識したものとなっている。

これに対して、EU ベンチマーク規則の猶予期限は 2020 年 1 月 1 日であることから、EU では 2021 年末よりも先行して、まずは EU ベンチマーク規則に対応する必要がある。ところが、ユーロの金利指標改革の議論は他の主要通貨と比較して進捗が芳しくないことから、EU ベンチマーク規則の対応に残された時間が短く、スケジュールが逼迫している。また、英国が EU との離脱協定を批准できずに EU から 2019 年 3 月末に離脱する、いわゆるハード・ブレグジットが生じた場合には、LIBOR が第三国指標としてどうなるかが不透明であるという課題もある。ここまでのスケジュールをまとめると図表 1 のようになっている。

EU ベンチマーク規則に対応できなければ、EU 域内において監督対象エンティティはその金融指標を 2020 年から少なくとも新規取引には利用できなくなる。このため、金融市場に大きな影響を与える可能性があるほか、EU 域内・域外で市場分断が生じる懸念もある。本稿では、EU ベンチマーク規則が、第三国指標の利用と金利指標改革にどのような影響を与えるのかという観点から現状を見ていく。

図表 1 EU ベンチマーク規則と関連事項のスケジュール

2016 年 6 月	EU ベンチマーク規則の成立
2018 年 1 月～ (2019 年 3 月末)	EU ベンチマーク規則の適用開始 (既存の金融指標には 2 年の猶予期間) (英国・EU が離脱協定を批准できなければハード・ブレグジットが発生)
2020 年 1 月 1 日	EU ベンチマーク規則の猶予期間の終了
2021 年末	FCA が LIBOR のパネル行に対して LIBOR を自主的に支えるよう要請した 期限 (LIBOR の公表が停止される可能性がある期日として認識)

(出所) 各種資料から野村資本市場研究所作成

Ⅱ. 第三国指標への影響

1. EU ベンチマーク規則の第三国指標の扱い

EU ベンチマーク規則において、EU 域内で監督対象エンティティが第三国指標を利用する場合には、その運営機関が図表 2 の 3 種類の条件のいずれかを満たしている必要がある。

⁵ 金利指標改革の経緯については、磯部昌吾「今後の行方が注目される LIBOR 改革—金利指標改革の最近の動向—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号 (ウェブサイト版) 及び「LIBOR 改革の進捗と課題—米・英の新たなリスクフリー・レートの公表—」『野村資本市場クォーターリー』2018 年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

もつとも、いずれの条件についても課題がある。

図表 2 EU ベンチマーク規則における第三国指標の運営機関向け措置の概要と課題

①同等性評価に基づく代替コンプライアンスの利用 <概要> - EU ベンチマーク規則と同等の第三国規制に運営機関が服するというもの - 欧州委員会による第三国規制の同等性評価と、ESMA と第三国当局との間で情報交換等のための協力協定が必要 <課題> - 同等性評価の結論が出るまでに時間がかかる可能性 - EU ベンチマーク規則の独自性（例：適用範囲の広さなど）から、同等性が部分的にしか認められない可能性
②承認（Recognition）制度の利用 <概要> - 上記①の同等性評価の結論が出るまでの一時的な措置という位置づけ - 運営機関が EU ベンチマーク規則の順守又は同等の要件を満たし、EU 加盟国当局から承認を得るというもの <課題> - 運営機関が承認を得る EU 加盟国に法的代表者（自然人と法人のいずれも可）を有する必要がある、その担い手にとっての負担が大きい
③推奨（Endorsement）制度の利用 <概要> - EU ベンチマーク規則を順守する運営機関又は監督対象エンティティに、第三国指標が EU ベンチマーク規則と同等の要件を満たしていることを EU 加盟国当局に推奨してもらい、EU 加盟国当局から認可を得るというもの <課題> - 推奨する運営機関又は監督対象エンティティが責任を負うことになるため、その担い手にとっての負担が大きい

（出所）EU ベンチマーク規則より野村資本市場研究所作成

1 つ目の同等性評価に基づく代替コンプライアンスは、欧州委員会による EU ベンチマーク規則との同等性評価に時間がかかることが想定されるほか、ESMA と第三国当局との間で情報交換等のための協力協定が必要であるため、運営機関自身でコントロールできない要素が多い。実際に欧州委員会が同等であると判断した第三国規制は、本稿執筆時点では存在していない。

また、第三国規制が同等であるとの評価を得られるとしても、EU ベンチマーク規則は適用範囲が広いなどの独自性を持っていることから、完全に同等とは判断されないであろうケースがあり得る。例えば、日本の規制においては、東京銀行間取引金利（TIBOR）は、その運営機関である全銀協 TIBOR 運営機関が金融商品取引法に基づき特定金融指標算出者として指定されており、金融庁の監督対象となっている。他方で、株価指数については金融商品取引法上の金融指標規制の規制対象には入っていないことから、EU ベンチマーク規則への対応において、同等性評価に基づく代替コンプライアンスを利用できないと考

えられている⁶。

2 つ目の承認制度の利用については、第三国指標の運営機関が EU ベンチマーク規則の順守又は同等の要件を満たした上で EU 加盟国当局から承認をもらうというものであるが、承認を得る EU 加盟国に法的代表者を置く必要がある。もっとも、法的代表者の責任がコストに見合わないため、担い手を見つけることが困難になっている。

また、どの EU 加盟国当局から承認を取得すれば良いかは、第三国指標を利用する取引施設や監督対象エンティティに応じて決まることになっているが、第三国指標の運営機関がそれらの利用状況を把握することが困難であると指摘されている。この点については、現在、連合理事会と EU 議会において別途審議されている EU 金融監督体制の見直し（ESA レビュー）法案⁷の中で、承認を行う EU 当局を ESMA に一本化するように、EU ベンチマーク規則を改正することが議論されている。

3 つ目の推奨（Endorsement）制度の利用については、EU ベンチマーク規則を順守する運営機関又は監督対象エンティティに第三国指標に関する推奨を EU 加盟国当局に申請してもらい、EU 加盟国当局から認可を得るというものである。実際に複数の運営機関が推奨サービスを提供する意向を示しているとされるが、推奨してもらうことのコストや条件が運営機関にとって受け入れ可能かどうかは明らかではないとの指摘が出ている⁸。

2. EU ベンチマーク規則の第三国指標への域外適用の影響

EU ベンチマーク規則の第三国指標への域外適用の影響としては、EU 域内において監督対象エンティティが前述の 3 種類の条件のいずれも満たせない第三国指標を利用できなくなることや、そうならないために第三国指標の運営機関に対応が求められるといった直接的な影響がある。また、EU 域内において監督対象エンティティが第三国指標を利用できなくなった場合には、その第三国指標を参照する金融商品の市場流動性に影響が及ぶことで、EU 域外の利用者が間接的に影響を受ける可能性も考えられる。さらに、EU 域内・域外で利用できる金融指標が異なるということになれば、域内外で市場が分断されてしまう懸念もあるだろう。

実際、どのくらいの数の第三国指標が EU ベンチマーク規則の適用対象となり、そのうちどの程度が EU ベンチマーク規則を 2020 年 1 月 1 日までに順守できない可能性があるのかは十分には把握されていない⁹。

影響を受ける第三国指標の把握が難しい背景には、EU 域内の監督対象エンティティ自身は利用している第三国指標を把握することができるものの、第三国の運営機関側からは金融指標を一般に公表している場合、その利用実態の把握が難しいことがある。また、第

⁶ FIA, ISDA, GFMA and EMTA, “Briefing on the need to extend the transition period of the Benchmark Regulation in respect of critical and non-critical benchmarks”, 20 November 2018.

⁷ ESA レビューについては、神山哲也「EU 資本市場同盟の進展—取り組みの加速化とブレグジットによる変容—」『野村資本市場クォーターリー』2018 年春号（ウェブサイト版）を参照。

⁸ 前掲脚注 6 を参照。

⁹ 前掲脚注 6 を参照。

三国の運営機関が EU 域内の監督対象エンティティの利用の実態を把握できたとしても、その運営機関にとって EU ベンチマーク規則を順守するコストを負うインセンティブがどの程度あるのかという問題もある。

アジア証券業金融市場協会（ASIFMA）と法律事務所ハーバート・スミス・フリーヒルズが 2017 年 7 月に実施したサーベイによると、日本・香港・韓国を含むアジア太平洋地域において利用されている少なくとも 55 の金融指標が EU ベンチマーク規則の影響を受けるという¹⁰。

例えば、韓国の金融指標では、①ウォン/ドル市場平均レート、②韓国 200 種株価指数（KOSPI200）、③Hankyung-KIS-ロイター債券指数、④ウォン 3 ヶ月 CD レート、⑤資金調達コスト指数（COFIX）が EU において多く使われている¹¹。また、香港ではハンセン株価指数を運営する恒生指数有限公司が承認又は推奨制度を利用する意向を示している¹²。

このほか、韓国ウォン、台湾ドル、フィリピン・ペソのノンデリバラブル・フォワード（NDF）が参照している為替指標を運営する現地運営機関の EU ベンチマーク規則への対応が懸念されている¹³。これらの通貨の NDF は、英国の清算機関 LCH の NDF 全体の清算量の 4 割を占めている。

3. ブレグジットによって更に複雑化する第三国指標への域外適用

ブレグジットが第三国指標への域外適用の問題を更に複雑化させる可能性もある。EU と英国の間で離脱協定が 2019 年 3 月末までに批准され、英国において引き続き EU 規制が適用される移行措置期間がどの程度設けられるか次第ではあるが、基本的には英国が EU から完全に離脱した時点で、英国は EU 域外国という扱いとなるため、英国の金融指標は EU から見れば第三国指標となる。従って、EU 域内において監督対象エンティティが英国の金融指標を利用するためには、英国の運営機関が前述の 3 種類の条件のいずれかを新たに満たす必要がある。

本稿執筆時点で ESMA の公開登録簿には、EU の金融指標の運営機関 22 社（図表 3）が掲載されているが、そのうち 16 社は英国 FCA が管轄しており、その中には LIBOR の運営機関である ICE ベンチマーク・アドミニストレーションも含まれている。

¹⁰ ASIFMA and Herbert Smith Freehills, “The EU Benchmarks Regulation in the APAC region: the role of regulators in mitigating the impact of the BMR”, May 2018.

¹¹ ISDA and ASIFMA, “ISDA-ASIFMA Joint Response to the Draft Bill for Introduction of Regulatory Framework for Financial Benchmarks”, 30 July 2018.

¹² Hang Seng Indexes Company, “Index Notice - Hang Seng Indexes”, 22 March 2018.

¹³ ほとんどのアジア通貨の NDF については参照する為替指標の運営を中央銀行が行っているために EU ベンチマーク規則の適用対象外とであるが、韓国ウォン、台湾ドル、フィリピン・ペソについては民間運営機関が運営を担っていることが原因である。“NDF nightmare: banks seek fix for benchmark ‘mess’”, *Risk net* 10 June 2018 参照。

図表 3 ESMA の公開登録簿に掲載されている運営機関

名称	監督当局
FTSE インターナショナル	FCA (英)
MSCI	FCA (英)
CBOE ヨーロッパ	FCA (英)
ICE ベンチマーク・アドミニストレーション	FCA (英)
IHS マーケット・ベンチマーク・アドミニストレーション	FCA (英)
トムソン・ロイター・ベンチマーク・サービス	FCA (英)
NEX データ・サービス	FCA (英)
WMBA	FCA (英)
シティ・グループ・グローバル・マーケット	FCA (英)
Indexus	FCA (英)
ニュー・チェンジ・カレンシー・コンサルタンツ	FCA (英)
Numis セキュリティーズ	FCA (英)
Elston Consulting	FCA (英)
Foxberry	FCA (英)
Cirdan キャピタル・マネジメント	FCA (英)
Speedwell セトルメント・サービス・サービシーズ	FCA (英)
LIXX GmbH	Bafin (独)
METORI キャピタル・マネジメント	AMF (仏)
S&P DJI ネザーランド	AMF (蘭)
ロベコ・インディクシーズ	AMF (蘭)
グローバル・プロパティ・リサーチ	AMF (蘭)
チェコ・フィナンシャル・ベンチマーク・ファシリティ	CNB (チェコ)

(出所) ESMA 公表資料より野村資本市場研究所作成

他方で、英国以外の EU の金融指標も、英国が EU から完全に離脱した時点で、英国から見れば第三国指標となる。英国では、2018 年 6 月に成立した EU 離脱法 (European Union (Withdrawal) Act 2018) により、EU からの離脱後は EU 規制を基本的にそのまま英国規制に置き換えることとなっているため、EU ベンチマーク規則も英国規制として適用される。従って、英国が EU から完全に離脱した時点で、英国内において監督対象エンティティが EU の金融指標を利用するためには、EU の運営機関が前述の 3 種類の条件のいずれかを新たに満たす必要がある。

ただし、英国では、ハード・ブレグジットが生じた場合には、英国 FCA が拒否しない限りは、英国において監督対象エンティティが EU 離脱後 24 ヶ月は EU の金融指標を利用できるようにする一時的な措置が設けられる予定である¹⁴。

いずれにせよ、英国の EU 離脱後の英国・EU 規制について、英国・EU の双方が同等であると判断し、お互いに代替コンプライアンスを利用できるようにすることが最善のシナ

¹⁴ HM Treasury, “The Benchmarks (Amendment) (EU Exit) Regulations 2018: explanatory information”, 23 November 2018.

リオであるといえるだろう。2018 年 11 月に英国・EU が合意した、「英国・EU 間の将来関係の枠組みに関する政治宣言¹⁵」では、金融サービス分野において 2020 年 6 月末までに同等性評価を決着させるよう双方が努めることとされており、今後の動向が注目される。

Ⅲ. ユーロの金利指標改革への影響

1. 進捗が芳しくないユーロ圏の金利指標改革

EU ベンチマーク規則は幅広い金融指標を規制対象とする一方、金利指標に関しては LIBOR 等の不正操作問題を踏まえて、主要通貨において金利指標改革が別途議論されている。金利指標改革では、①既存の主要な金利指標（LIBOR、EURIBOR、TIBOR。以下、IBOR とする）を可能な限り実取引に基づく金利指標（IBOR+）に改革するとともに、②主要な 5 通貨についてリスクフリー・レート（RFR）を開発・導入していく複数金利アプローチを 2014 年 7 月に金融安定理事会（FSB）が提言したことを踏まえて、ユーロ圏でも議論が進められている。

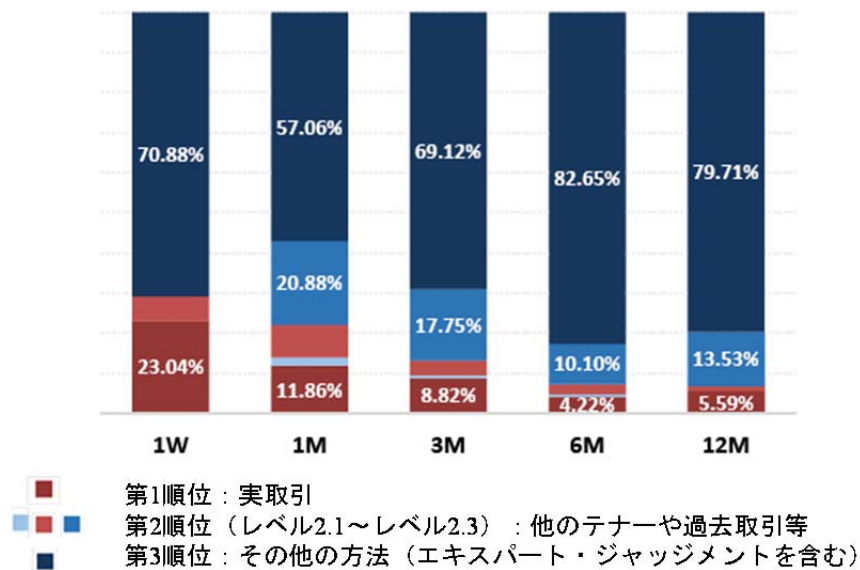
ユーロ圏では、ユーロの主要な金利指標である EURIBOR を可能な限り実取引に基づく指標に改革するべく、運営機関である欧州マネー・マーケット協会（EMMI）が EURIBOR 改革を進めているが、その進捗は LIBOR や TIBOR と比較して芳しくなく、2018 年 10 月に第二次市中協議を開始したところである¹⁶。もっとも、EURIBOR 改革を実行したとしても、EURIBOR が十分に実取引に基づいた指標となるかは定かではない。EMMI が改革後の EURIBOR の数値を試験的に算出したデータを見ると、算出元データの大部分を実取引に基づかない第 3 順位（エクスパート・ジャッジメントを含むその他の方法）が大半を占めている（図表 4）。

また、ユーロの RFR の特定・導入についても、他の主要通貨よりも検討が遅れている。他の主要通貨では RFR は既に特定され算出も開始されている一方、ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）が開発中の無担保翌日物レートであるユーロ・ショート・ターム・レート（ESTER）が、欧州大手銀行が参加するユーロの RFR に関するワーキング・グループによって 2018 年 9 月にユーロの RFR として特定されたばかりである。

¹⁵ Department for Exiting the European Union, “Political Declaration setting out the framework for the future relationship between the European Union and the United Kingdom”, 25 November 2018.

¹⁶ LIBOR については、運営機関である ICE ベンチマーク・アドミニストレーション（IBA）が、LIBOR を可能な限り実取引に基づく指標に改革するべく、2019 年第 1 四半期までに改革を完了させる予定である。また、TIBOR については、全銀協 TIBOR 運営機関が 2017 年 7 月に全銀協 TIBOR 改革を実施済みである。両指標の改革の詳細については、前掲脚注 5 を参照。

図表 4 改革後の EURIBOR の算出元データ (2018 年 5 月～7 月末)



(出所) EMMI, “Second Public Consultation Paper on a Hybrid Methodology for EURIBOR”, 17 October 2018 より転載、日本語表記を追加。

ユーロの RFR の議論の進捗が芳しくない背景には、ユーロ圏翌日物平均金利 (EONIA) の信頼性の低下がある。ユーロの RFR には、当初、EONIA が有望視されてきたが、パネル行の自主的なデータ呈示に依存する EONIA は近年パネル行の数が減少しており、実取引自体も減少傾向にあることが懸念されていた。このため、EMMI は EONIA の改革を検討してきたが、2018 年 2 月に市場データの分析を踏まえて EONIA 改革を断念し、市場環境がこのまま変化しなければ、EU ベンチマーク規則への順守を保証できないとの見解を示した¹⁷。

こうした経緯からユーロの RFR の議論は事実上の仕切り直しとなり、ようやくユーロの RFR として特定されたのが ESTER である。もっとも、ECB は ESTER の算出・公表を 2019 年 10 月までに行う予定としていることから、ユーロの RFR を実際に利用できるようになるのは、EU ベンチマーク規則の猶予期限の直前である。

2. 2021 年末よりも早い対応が求められる EU ベンチマーク規則

上記のような経緯から、ユーロ圏の金利指標改革の進捗は芳しくない。その結果として、EU ベンチマーク規則への対応スケジュールはかなり逼迫している。

第一に、EURIBOR については、EU ベンチマーク規則の 2020 年 1 月 1 日という猶予期限までに EMMI が運営機関として認可を得る必要がある。EMMI は、ベルギーの監督当局である金融サービス市場機構 (FSMA) に対して、2019 年第 2 四半期までに認可を申請する予定としている。FSMA は認可申請がなされれば手続きを迅速に行うことを示唆したと

¹⁷ EMMI, “State of play of the Eonia review”, February 2018.

されているが¹⁸、2020 年以降に、EURIBOR を新規取引において利用できるかを正式に確定させるには認可を待つ必要がある。

第二に、EONIA については、既に EMMI が EU ベンチマーク規則への順守を断念していることから、EU ベンチマーク規則上では新規取引において 2020 年以降は EONIA を利用できなくなる。このため、同種の金利指標である ESTER を利用することが考えられるが、上述のとおり ESTER は 2019 年 10 月までに公表される予定である。従って、このままでは、公表から間もなく市場流動性がどの程度まで高まるか不確実な ESTER 参照の金融商品への移行を余儀なくされ得ることが懸念されている。ESTER 自体がまだ公表されていないため、当然ながら現時点では ESTER 参照の先物やオーバーナイト・インデックス・スワップ（OIS）市場は存在しておらず、それに基づくターム物レートやディスカウント・カーブの算出もまだできない状況である¹⁹。

なお、上記 2 点はいずれも新規取引における懸念点であるが、既存取引についても、EU ベンチマーク規則の要件を満たせない金利指標を 2020 年以降も継続して利用できるかは、運営機関が所在する EU 加盟国当局が判断することとなっている²⁰。少なくとも EONIA についてはその判断次第で継続利用の可否が定まることとなる。

いずれにせよ、ユーロ圏では金利指標改革の進捗が芳しくない状況下で、EU ベンチマーク規則の 2020 年 1 月 1 日という猶予期限への対応を進めざるを得なくなっている。また、ブレグジットによって LIBOR は EU 域内から見れば第三国指標になるほか、EURIBOR についても英国から見れば第三国指標となるため、EU ベンチマーク規則への対応は更に複雑化する可能性がある²¹。

IV. 今後の留意点

前述のように、EU ベンチマーク規則は、第三国指標とユーロ圏の金利指標の対応において課題を抱えており、猶予期限切れまで残り約 1 年となったところで対応スケジュールはかなり逼迫している。このため、金融業界からは猶予期限の延長を要望する声が高まっている。EU 議会では、EU ベンチマーク規則においてクリティカル・ベンチマークに指定されている金融指標²²についてはそれを参照する契約の継続性に影響が生じる場合には、

¹⁸ Working group on euro risk-free rates, “Meeting of the working group on euro risk-free rates held in Frankfurt am Main on Thursday, 18 October 2018”, 5 November 2018.

¹⁹ 新たに開発した金利指標を RFR として利用するという点では、ドルの RFR である有担保翌日物ファイナンス・レート（SOFR）も同様であるが、SOFR については 2018 年 4 月から公表が既に開始されている。そして、今後は SOFR 参照のデリバティブ商品の市場流動性を高めた上で、2021 年末までにフォワード・ルッキングなターム物レートを算出する予定となっており、ユーロの RFR と比較するとスケジュールにかなり余裕がある。

²⁰ なお、第三国指標を利用する既存取引については 2020 年以降も利用を継続できることとなっており、EU 加盟国当局の判断が必要とされる EU 域内の金融指標の継続利用とは扱いが異なっている。

²¹ なお、2021 年末以降の LIBOR の将来については、ICE ベンチマーク・アドミニストレーションが公表の継続を保証できないとして、LIBOR の利用者は公表の継続を頼りにすべきではないとの見解を示している。ICE, “ICE Benchmark Administration Launches Survey on the use of LIBOR” 4 December 2018 を参照。

²² 本稿執筆時点では、LIBOR、EURIBOR、EONIA、ストックホルム銀行間取引金利（STIBOR）がクリティカル・ベンチマークに指定されている。

猶予期限を 2021 年末まで 2 年間延長する改正法案が提出されている²³。

もともと、EU 議会は 2019 年 5 月の EU 議会選挙を前に審議日程が逼迫しており、延長が実現するかは予断を許さない状況である。また、EU 議会で議論されている改正法案では、猶予期間の延期の対象がクリティカル・ベンチマークに限定されていることから、その対象をクリティカル・ベンチマーク以外の金融指標にも拡大することを求める声が金融業界から出ている²⁴。

EU ベンチマーク規則は、その要件を満たせない金融指標を監督対象エンティティが EU 域内において利用できなくなるという点では、本来であれば EU 域内の問題ではある。しかしながら、そのような事態を起こさないためには、第三国指標の運営機関に対応が求められるという形で EU 域外にも影響が及んでいる。また、EU 域内において監督対象エンティティが第三国指標を利用できない場合には、金融市場全体のバランスが変わってしまう可能性があり、EU 域外の市場参加者にも間接的に影響が及ぶことや、EU 域内・域外で市場分断が発生する懸念も考えられる。今後の EU ベンチマーク規則への対応の進捗には留意が必要であろう。

²³ “EU lawmakers open to delaying ban on critical benchmarks”, *Risk.net*, 12 October 2018.

²⁴ 前掲脚注 6 を参照。