

EU 金融ベンチマーク規則の概要

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 欧州議会及び欧州連合理事会は 2015 年 11 月、欧州連合（EU）の金融ベンチマーク規則について合意した。同規則は、2012 年に明るみに出たロンドン銀行間取引金利（Libor）等の金利ベンチマークの操作問題を発端とし、証券監督者国際機構（IOSCO）や金融安定理事会（FSB）などのグローバルな動向も反映したものとなっている。
2. EU 金融ベンチマーク規則は、ベンチマークを重要性に応じて、①クリティカル・ベンチマーク、②重要ベンチマーク、③非重要ベンチマーク、に分類している。最重要とされるクリティカル・ベンチマークは、監督カレッジによる監督に服し、その継続性を確保するべく、アドミニストレーター及びデータ呈示者に一定の義務が課されている。
3. ベンチマークの一貫性と信頼性の確保については、①アドミニストレーター及びデータ呈示者に係るガバナンスと統制、②データ呈示者のインプット・データ、を中心に規定されている。インプット・データは Libor 問題の淵源ともなったことから、恣意性を排除し、より実取引ベースのものとなることが志向されている。英国規制では、データ呈示者の裁量がより広範に認められており、EU 規則を受けて変更が生じることになる。
4. 第三国ベンチマークが EU 域内で利用されるには、①規制・監督が EU と同等と認められる同等性評価、②第三国アドミニストレーターの EU 規則遵守を要件とする承認制度、③EU 域内のアドミニストレーターもしくは認可金融業者がお墨付きを与える推奨制度、のいずれかを経る必要がある。日本を除くほとんどの国・法域では、EU のようなベンチマーク規制は導入されておらず、②③が利用されることも多くなるものと思われる。
5. EU 金融ベンチマーク規則は、ベンチマークの頑健性・信頼性を向上させ、投資家にとっての透明性・予見可能性向上に繋がる。他方、アドミニストレーターやデータ呈示者のコスト増を通じた提供ベンチマークの絞り込みや、投資家へのコスト転嫁の懸念もある。また、EU 域内における第三国ベンチマークの円滑な利用に向けて推奨制度がどのように運用されるかも注目される。

I. 背景と経緯

欧州議会及び欧州連合理事会は 2015 年 11 月、欧州連合（EU）の金融ベンチマーク規則について合意した。これにより、ベンチマーク規則の内容は固まったことになる。今後、欧州議会と欧州連合理事会における承認手続き¹を経て確定し、EU 官報のオフィシャル・ジャーナル掲載の翌日から施行、その 18 か月後から適用されることとなる²。

EU におけるベンチマーク規制論議は、2012 年に明るみに出たロンドン銀行間取引金利（Libor）、欧州銀行間取引金利（Euribor）、東京銀行間取引金利（Tibor）などの金利ベンチマークの操作問題に起因する。そこでは、当時 Libor を運営するアドミニストレーターであった英国銀行協会（BBA）に対してパネル行のトレーダーが提出する金利について、自らのデリバティブのポジションを有利にするために、あるいは自行の信用力を高く見せるために、実勢から乖離した水準にしていたことが問題となった。2012 年 6 月には、パークレイズが当時の英国金融サービス機構（FSA）から 5,950 万ポンド、米国の商品先物取引委員会（CFTC）及び司法省から計 3.6 億ドルの制裁金・罰金を科された。その後も UBS やドイツ銀行が各国当局から制裁金を科され、各社における幹部の辞任や関連職員の解雇に繋がった。更に、欧州委員会は 2013 年 12 月、競争法違反（カルテル）として、ドイツ銀行、RBS、JP モルガン等 8 社に対して計 17 億ユーロの制裁金を科した。これは、EU 競争法違反で科された制裁金として過去最高額となる。

ベンチマークに係る不正は、金利ベンチマークに留まらず、外国為替ベンチマークにも拡大している。2015 年 5 月には、米国の司法省及び連邦準備制度理事会（FRB）、英国金融行為監督機構（FCA）が大手 6 行³に対して総額 57 億ドルの制裁金・罰金を科した。ここでは、WM/ロイターのロンドン・フィクシング（ロンドン時間午後 4 時の値決め）において各行のトレーダーがチャット・ルームで共謀し、自社の利益になるようレートを操作していたことなどが問題視された。

こうしたベンチマーク操作問題に対して、欧州委員会は 2012 年 7 月、市場詐害行為規則案及び市場詐害行為に係る刑事罰に関する指令案を改正し、ベンチマーク操作も刑事罰の対象に加えることとした（同規則・指令は 2014 年 6 月適用開始）⁴。更に、2013 年 9 月には、金融ベンチマークを包括的に規制する規則案を公表した。

EU レベルでの取り組みと並行して、グローバルなレベルでは、証券監督者国際機構（IOSCO）が 2013 年 7 月に金融ベンチマークに関する原則⁵を公表しており、金融安定理

¹ 規則全体に係る決議のみ、内容の修正等の審議はされない予定。

² 但し、下部規定策定の授權規定は施行と同時に適用。

³ UBS、パークレイズ、シティグループ、JP モルガン・チェース、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド、バンク・オブ・アメリカ。

⁴ Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse (market abuse regulation) and repealing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council and Commission Directives 2003/124/EC, 2003/125/EC and 2004/72/EC, Directive 2014/57/EU of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on criminal sanctions for market abuse (market abuse directive)

⁵ IOSCO “Principles for Financial Benchmarks: Final Report” July 17, 2013

図表 1 ベンチマーク規制の経緯

年月	類型	イベント
2012年6月	制裁金等	パークレイズ、英米当局から制裁金支払い命令
2012年7月	EU規制	欧州委員会、規則・指令改正でベンチマーク操作を刑事罰の対象に追加
2012年9月	英国規制	英国FSA、ウィットレー報告書公表
2013年4月	英国規制	英国FCA、金融ベンチマークに係る規則導入(Liborのみ対象)
2013年7月	グローバル規制	IOSCO、金融ベンチマークに関する原則公表
2013年9月	EU規制	欧州委員会、金融ベンチマーク規則案を公表
2013年12月	制裁金等	欧州委員会、8社に対して競争法違反で制裁金支払い命令
2014年2月	英国規制	Liborのアドミニストレーター、BBAからICEベンチマーク・アドミニストレーションに変更
2014年7月	グローバル規制	FSB、主要な金利ベンチマークの改革に関する報告書、外国為替ベンチマークに関する市中協議文書公表
2015年4月	英国規制	英国FCA、規制対象ベンチマークにLibor以外の7つのベンチマークを追加
2015年5月	制裁金等	大手6行、外為指標操作で米英当局から制裁金支払い命令等
2015年11月	EU規制	欧州議会及び欧州連合理事会、金融ベンチマーク規則について合意

(出所) 野村資本市場研究所作成

事会 (FSB) が 2014 年 7 月に主要な金利ベンチマークの改革に関する報告書及び外国為替ベンチマークに関する市中協議文書を公表している⁶。Libor 問題の震源地となった英国では、2012 年 9 月に Libor 改革の方向性を示したいわゆるウィットレー報告書⁷が公表され、以後、FCA ベンチマーク規則、Libor アドミニストレーターの変更、規制対象ベンチマークの拡大に繋がっている。今般の EU 金融ベンチマーク規則に係る合意内容は、IOSCO の金融指標に関する原則に立脚しつつ、欧州委員会による原案策定後の動向も勘案したものとなっている (図表 1)。

II. EU 金融ベンチマーク規則の対象

今般合意された EU 金融ベンチマーク規則は、EU 域内における①アドミニストレーターによるベンチマーク⁸の提供、②データ呈示者 (submitter) によるベンチマークへのインプット・データの提供、③ベンチマークの利用⁹、を規制するものである。

⁶ FSB “Reforming Major Interest Rate Benchmarks” July 22, 2014, “Foreign Exchange Benchmarks” Consultative Document, July 15, 2014. 詳細については、小立敬「金融安定理事会 (FSB) による主要金利指標および外国為替指標の改革方針」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号ウェブサイト版参照。

⁷ 詳細については、井上武「LIBOR 改革に乗り出す英国」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号参照。

⁸ ベンチマークは、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、もしくは投資ファンドのパフォーマンス測定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、その他価格やサーベイに基づくもの、と定義される。

⁹ ベンチマークの利用とは、①インデックスを参照する金融商品の発行、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こと、③インデックスを参照する金融契約の当事者となること、④イ

他方、中央銀行、公的機関、中央清算機関、金融商品に係る単一の参照価格の提供（株価や投信基準価額等）、メディア¹⁰、与信対象者にのみ適用される金利を開示する者、データ呈示者の大部分が規制対象の金融業者でないコモディティ・ベンチマーク¹¹、は適用除外とされる。中央銀行については、一貫性・独立性を以てベンチマークを管理するための原則や基準等を満たしているため、規則を適用する必要はないとする。そのため、例えば中央銀行の政策金利等は適用除外となる。英国における規制対象ベンチマークの一つである英ポンド・オーバーナイト金利（Sonia）の管理は、2016 年前半にホールセール市場ブローカー協会（WMBA）からイングランド銀行（BOE）に移管される予定となっている¹²。EU 規則の適用により、Sonia の英国規制上の扱いに変更が生じる可能性がある。

EU 金融ベンチマーク規則は、その大枠として、ベンチマークを、①クリティカル・ベンチマーク、②重要ベンチマーク（significant benchmark）、③非重要ベンチマーク（non-significant benchmark）に分類し、各々に係る規制・監督に差を設けている。EU 金融ベンチマーク規則におけるクリティカル・ベンチマークは、下記の要件のうち一つを満たすベンチマークとされる。現時点では、どのベンチマークがクリティカル・ベンチマークとされるか不明であるが、少なくとも Libor や Euribor などは対象になるものと思われる。

- ✓ 参照する金融商品・契約、パフォーマンス測定に利用する投資ファンドの総額が 5,000 億ユーロ以上のベンチマーク
- ✓ 加盟国当局によりクリティカル・ベンチマークとされ¹³、当該国に大部分が所在するデータ呈示者によるインプット・データに基づくベンチマーク
- ✓ ①参照する金融商品・契約、パフォーマンス測定に利用する投資ファンドの総額が 4,000 億ユーロ以上、かつ②適切な市場主導型の代替ベンチマークが皆無もしくは僅少、かつ③ベンチマークの停止もしくは信用喪失が住宅や企業のファイナンスに甚大な影響を与える場合

他方、重要ベンチマークは、クリティカル・ベンチマークに該当しないもので、①参照する金融商品・契約、パフォーマンス測定に利用する投資ファンドの総額が 500 億ユーロ以上のベンチマーク、もしくは、②ベンチマークの停止もしくは信用喪失が住宅や企業のファイナンスに甚大な影響を与えるベンチマーク、とされる。なお、非重要ベンチマークは、クリティカル・ベンチマーク、重要ベンチマークに該当しないベンチマークであり、EU 金融ベンチマーク規則の相当部分が適用除外となる¹⁴。

ンデックスに対するスプレッド等で産出される借入金利を提供すること、⑤インデックスを追従する目的で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。

¹⁰ ベンチマークの管理をせず、ジャーナリズムの一環でベンチマークの引用・参照に留まる場合。

¹¹ 参照する金融商品が単一の取引施設で取引され、かつ、当該金融商品の価値が 1 億ユーロを超過しない場合。

¹² Sonia の算出をより実取引ベースにし、より広範な取引を参照する方法に変更する一環での管理主体変更。

¹³ 加盟国当局は、ベンチマークを参照する金融商品等の規模や自国経済に対する規模等を勘案し、クリティカル・ベンチマークとする場合は ESMA に報告する。ESMA はオピニオンを欧州委員会に発出し、欧州委員会が委任立法を策定する。

¹⁴ 具体的には、アドミニストレーターにおけるガバナンスと利益相反、監視機能の要件、統制フレームワーク要

英国でも、重要なベンチマークについて規制上の負荷を重くする建付けが採られている。即ち、2015年4月よりFCAの規制対象となる8つのベンチマークが財務省の通達で指定され¹⁵、それらにFCA規則が適用されている。当該8ベンチマークについては、今般のEU金融ベンチマーク規則が日々の運営に与える影響は大きくないと見られているが、それ以外のベンチマークは現行規制では対象外となっており、EU規則により影響が生じるものと思われる。

Ⅲ. クリティカル・ベンチマークの規制・監督

クリティカル・ベンチマークは、重要ベンチマーク及び非重要ベンチマークと異なる規制・監督に服する。まず、重要ベンチマーク、非重要ベンチマークが各国当局によって規制・監督されるのに対し、クリティカル・ベンチマークは、当該ベンチマークが所在する国の監督当局を中心とした監督カレッジによって規制・監督される。アドミニストレーターについては、クリティカル・ベンチマーク、重要ベンチマークの何れの場合も認可が求められる。一方、アドミニストレーターが金融業者¹⁶の場合や、管理するベンチマークが非重要ベンチマークの場合は登録となる（図表2）。認可・登録されたアドミニストレーターは、①同等性評価を得た第三国のアドミニストレーター、②承認された第三国アドミニストレーター、③推奨された第三国ベンチマーク及び推奨者（①②③については後述）、と共にESMAの公開登録簿に記載される。

図表2 ベンチマーク、アドミニストレーターに係る監督の枠組み

ベンチマーク類型	ベンチマークの監督	アドミニストレーター類型	アドミニストレーターの許認可
クリティカル・ベンチマーク	監督カレッジ	アドミニストレーター	認可
		アドミニストレーター＝金融業者	登録
重要ベンチマーク	母国当局	アドミニストレーター	認可
		アドミニストレーター＝金融業者	登録
非重要ベンチマーク	母国当局	アドミニストレーター／金融業者	登録

（出所）野村資本市場研究所作成

件、説明責任フレームワーク要件、インプット・データ、メソドロジーの透明性、違反行為の報告、行為規範、データ呈示者たる金融業者におけるガバナンスと統制、の規定において、その一部が適用除外となる。

¹⁵ The Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) (Amendments) Order 2015。Libor問題後に規制対象となったLiborに加えて、新たに、Sonia、リパーチェス・オーバーナイト金利（Ronia）、WM/ロイターのロンドン・フィクシング、ISDAFIX、ロンドン金フィクシング・ベンチマーク、LMBA 銀価格、ICE プレントが規制対象となっている。

¹⁶ 銀行、投資サービス会社、保険会社、再保険会社、資産運用会社等。

監督カレッジは、アドミニストレーターの母国規制当局が議長となり、ESMA、データ呈示者たる金融業者の母国監督当局からなる。クリティカル・ベンチマークをどのような体制で監督するかは、EU 金融ベンチマーク規則を策定する段階で、最も議論された点の一つである。即ち、自国当局による Libor 監督を主張した英国と ESMA を中心とする監督体制を主張した大陸欧州諸国が衝突した。最終的にはアドミニストレーターの母国当局を中心とする監督カレッジという折衷案が採られることとなった。

また、クリティカル・ベンチマークについては、アドミニストレーター、データ呈示者の双方に、ベンチマークの継続性を確保するための義務が課されている。アドミニストレーターに対しては、ベンチマークの提供を停止しようとする際、新たなアドミニストレーターへの移管方法、もしくは当該ベンチマークの停止方法について、当局に報告することが求められる。当局は報告を評価した上で、最大 12 か月間¹⁷、当該ベンチマークの提供を義務付けることができる。

他方、データ呈示者の大部分が金融業者であるクリティカル・ベンチマーク（例えば Libor や Euribor 等）のデータ呈示者に関しては、インプット・データの提供を停止しようとする際、アドミニストレーターに報告し、アドミニストレーターが当局にその影響等を報告することとなる。その上で当局は、当該データ呈示者に対して、当初の報告から最大 4 週間、インプット・データの提供を義務付けることができる。4 週間の期間終了後、当該データ呈示者の不在によりベンチマークが適切に実態を反映しなくなると当局が判断した場合、当局は、他の金融業者に最大 12 か月間、インプット・データの提供を義務付けることができ¹⁸、更に最大 12 か月延長する¹⁹などの権限を有する。

このように、EU 金融ベンチマーク規則は、クリティカル・ベンチマークの重要性に鑑み、その継続性を確保するために、極めて強力な権限を当局に付与している。こうした規定は英国のベンチマーク規制にはなく、また、FSB の報告書でも謳われていない。欧州委員会が本規則の原案を公表する前、Euribor のパネルから UBS やラボバンク、シティグループなど大手行が相次いで脱退したことを受けたものであり、今後、インプット・データの提供を停止した金融業者が他のデータ呈示者の脱退により、再びデータ呈示者となることを強要される事態も想定される。

IV. ベンチマークの一貫性と信頼性の確保

ベンチマークの一貫性と信頼性の確保は、EU 金融ベンチマーク規則で最も詳細に規定

¹⁷ ①新たなアドミニストレーターに当該ベンチマークが移管されるまで、②当該ベンチマークの秩序ある停止が可能になるまで、③当該ベンチマークがクリティカル・ベンチマークの要件を満たさなくなるまで、のいずれかの期間。

¹⁸ 金融業者の選定では、ベンチマークが対象とする市場における金融業者の規模や参加度合いが勘案される。

¹⁹ 延長の判断では、新たにデータ呈示者として選定した金融業者がインプット・データの提供を継続する見込みがあること、当該金融業者のインプット・データの提供停止がベンチマークの継続に支障を来さないこと、利用可能な代替ベンチマークがあること、などが勘案される。

されている部分である。これは、本規則策定のきっかけが、ベンチマークの不正操作問題、それに伴うベンチマークに対する信頼の動揺であったことを背景としている。内容としては、①ガバナンスと統制、②インプット・データ、に大別することができる。

まず、アドミニストレーター及びデータ呈示者のガバナンスと統制については、図表 3 の通りである。本規則策定のきっかけが Libor におけるデータ呈示者による不正であったことから、金利ベンチマークのデータ呈示者に関しては別立てでより厳格なシステム・統制要件が規定されている。また、データ呈示者は、アドミニストレーターに策定が義務付けられる行為規範にも服する。

これらの大枠は、IOSCO の金融ベンチマークに関する原則に立脚したものとなっており、英国でも概して同様の規制が導入されている。但し、EU 金融ベンチマーク規則と英国規制では相違点もある。例えば、EU 規則では、金利ベンチマークのアドミニストレーターにおいて独立した監視機能が義務付けられるのに対して、英 FCA 規則 (MAR8.3.8) で設置が義務付けられる監視委員会は「アドミニストレーターの委員会ではない」とされている。そのため、EU 規則適用後、ICE ベンチマーク・アドミニストレーションなど英国における金利ベンチマークのアドミニストレーターに係る規制要件は変更されることになる。

次に、データ呈示者によるインプット・データについては、そこで恣意性が働く余地のあったことが Libor 等の操作問題の淵源となったことから、恣意性を排除し、より実取引ベースのインプット・データとすることが志向されている。まず、インプット・データは実取引データであることが求められる。その上で、実取引データではベンチマークが測定する市場・経済実態を十分もしくは適切に反映できない場合、実取引データ以外のインプット・データを利用することができ、そこには確定気配値、参照気配値、推定値が含まれる。金利ベンチマークの場合、この順位は、①データ呈示者の該当市場における実取引データ、②それが不十分な場合は関連市場²⁰における実取引データ、③データ呈示者が関連市場で観察した第三者の実取引データ、④確定気配値、⑤参照気配値もしくはエキスパート・ジャッジメント²¹、となっている。

このようなインプット・データに用いることのできるデータの順位付けはウォーターフォール・アプローチと呼ばれ、FSB の主要な金利ベンチマークの改革に関する報告書でも、(ア) 原市場における取引、(イ) 関連する市場における取引、(ウ) 確定気配値、(エ) 参照気配値、として採用されている。今般の EU 金融ベンチマーク規則も、欧州委員会の原案は金利ベンチマークについて上記①②のみが規定されていたところ、FSB 報告書を受けて精緻化されたものである。他方、英国のベンチマーク規制はウォーターフォール・アプローチを採用しておらず、FCA 規則 (MAR8.3) における「ベンチマークへのデータ呈示」の定義として、「アドミニストレーターへの情報もしくはオピニオンの表明」とされている。

²⁰ 無担保銀行間預金市場、その他無担保預金市場 (預金証書や CP 等)、その他市場 (オーバーナイト金利、レポ契約、外国為替フォワード、金利先物・オプション等)。

²¹ ベンチマーク決定に際してのデータ利用でアドミニストレーターもしくはデータ呈示者が行使する裁量。

図表3 アドミニストレーター、データ呈示者に係るガバナンス等の要件

アドミニストレーターのガバナンスと統制
役割・責任が明確化された組織体制など頑健なガバナンス体制の具備
利益相反が生じる可能性がある業務からのベンチマーク管理・提供の分離
ベンチマーク利用者等への利益相反の開示
利益相反の管理・防止等に向けた方針・手続き及び組織体制の具備
従業員等について、スキルの確保や利益相反の排除等
管理者による承認等、ベンチマーク決定者の一貫性・信頼性確保に係る手続きの具備
監視機能の具備、関連手続きの具備と当局への報告 ⇒金利ベンチマークの場合は独立した監視機能を持つ義務
本規則に沿ったベンチマーク提供のための内部統制フレームワークの具備
記録保持、監査、苦情処理手続きを対象とし、本規則の遵守を証明する説明責任フレームワークの具備
5年間の記録保持(インプット・データ、ベンチマークの決定、裁量の行使、インプット・データの不採用、通常 手続きからの乖離、データ呈示者、苦情に係る書面、電話・メール記録等)
苦情処理手続きの具備と開示
外部委託業務に係る最終責任の保持、外部委託の要件
データ呈示者(金融業者)のガバナンスと統制
インプット・データに対する利益相反の影響防止、裁量行使の独立性・誠実性の確保
インプット・データの一貫性・正確性・信頼性を確保するための統制フレームワークの具備
インプット・データ提供者の確定
インプット・データ提供者の研修
組織上の分離やベンチマーク操作のインセンティブ除去等の利益相反管理
インプット・データの提供に関わる全てのコミュニケーションの記録保持
内部・外部監査の記録保持
金利ベンチマークのデータ呈示者のシステムと統制
内部レポートやインプット・データ提供者の所在など責任の所在の明確化
インプット・データの承認手続き
ベンチマーク操作の試みや報告の怠慢に対する懲罰手続き
インプット・データ提供への影響排除に向けた利益相反管理手続きとコミュニケーション統制
利益相反を内包する業務に従事する者との情報交換の防止・管理のための手続き
インプット・データ提供者間の共謀防止のための規則
インプット・データ提供者への影響力行使を防止・制限するための措置
インプット・データの提供に関わる従業員の報酬と他活動に従事する従業員の報酬等とのリンクの除去
インプット・データ提供前の反対取引を探知するための統制
記録保持(インプット・データ関連事項、インプット・データの決定・承認プロセス、インプット・データ提供者の 氏名と責任、インプット・データ提供に関わるコミュニケーション、インプット・データに係る照会・対応等)

(出所) 野村資本市場研究所作成

即ち、英国規制ではエキスパート・ジャッジメントの余地が幅広く認められており、EU 規則適用後に規制要件が変更されることになる²²。

エキスパート・ジャッジメントについて EU 金融ベンチマーク規則は更に、ガバナンス及び統制の観点でも制約をかけている。即ち、データ呈示者が金融業者の場合、エキスパート・ジャッジメントに係る方針の策定及びエキスパート・ジャッジメントの根拠の記録保持が求められる。アドミニストレーターも、インプット・データに関するガイドラインにおいて、インプット・データのタイプやインプット・データの優先順位と並んで、エキスパート・ジャッジメントの行使について定めることが求められる。

なお、データ呈示者のガバナンスやインプット・データなどに係る規定の大部分は、規制データ・ベンチマークには適用されない。規制データ・ベンチマークとは、取引所等²³からのインプット・データに直接かつ完全に依拠して算定されるベンチマークである。そのため、例えば株価指数などには適用されないことになる。

V. 第三国ベンチマークの扱い

EU 金融ベンチマーク規則では、EU 域内の認可金融業者は、ESMA の公開登録簿に掲載されたアドミニストレーターのベンチマークのみ利用できることとされる。そこで、EU 域外の第三国におけるアドミニストレーターのベンチマーク（例えば Tibor など）を EU 域内の金融業者が利用できる（ESMA の公開登録簿に記載される）よう、①同等性評価、②承認制度（recognition）、③推奨（endorsement）制度、という三つのルートが設けられている。

まず、他の EU 規制でも多くみられる同等性評価である。このルートで、ある第三国のアドミニストレーターが ESMA の公開登録簿に掲載されるための要件は、①欧州委員会が同等性評価を下したこと、②アドミニストレーターが当該第三国で認可もしくは登録され、監督に服していること、③アドミニストレーターと EU 域内の金融業者との間のベンチマーク利用に係る合意、該当するベンチマーク、第三国の当局についてアドミニストレーターが ESMA に通知すること、④ESMA と当該第三国当局との間に協力関係があること、となっている。また、同等性評価に際して欧州委員会は、当該第三国における規制・監督が EU 金融ベンチマーク規則と同等であるか否かを評価し、特に IOSCO 原則に則っているか否かを考慮することとされる。

²² EU 金融ベンチマーク規則も、金利ベンチマーク以外については、エキスパート・ジャッジメントを広範に認めていると解釈することもできる。即ち、実取引データを用いることが適切でない場合に用いることができるデータとして、気配値や推定値が「含まれる」と規定されているため、エキスパート・ジャッジメントも実取引データの次順位で用いることができると解釈できる。但し、本規則の趣旨から当局により脱法行為と捉えられる可能性があることに加え、本規定については ESMA が技術的基準案を策定することとなっており、そこでエキスパート・ジャッジメントに更なる制約が課される可能性もある。

²³ 規制取引所、多角的取引施設（MTF）、組織化された取引施設（OTF）、認可公表アレンジメント（APA）、認可報告メカニズム（ARM）、電力取引所が含まれる。MTF、OTF、APA、ARM については、神山哲也「第2次金融商品市場指令（Mifid II）の概要とインパクト」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号参照。

欧州委員会の原案では、EU 域内の金融業者が第三国のアドミニストレーターのベンチマークを利用するルートは上記同等性評価のみとなっていた。しかし、金融ベンチマークに関する包括的な規制体系を導入している国・法域はほとんどない。そのため、欧州議会及び欧州連合理事会において、同等性評価に加えて別のルートも設けるべきとの議論になった。そこで用意されたのが、承認制度と推奨制度である。

承認制度は、欧州委員会による同等性評価が下されるまでの期間、適用されるものであり、アドミニストレーターのレベルで行う同等性評価と言える。即ち、第三国のアドミニストレーターが EU 加盟国²⁴当局に申請し、承認を得た場合、EU 域内の金融業者が当該アドミニストレーターのベンチマークを利用できる、という仕組みである。条件として、当該アドミニストレーターは、EU 金融ベンチマーク規則を遵守する必要があり、IOSCO 原則の遵守により条件を満たしたものとみなされる。また、当該アドミニストレーターは承認を受ける EU 加盟国に自然人たる法的代表者を置き、当該法的代表者がアドミニストレーターに代わって EU 金融ベンチマーク規則における義務を履行する。

しかし、ベンチマークのアドミニストレーターは、それを参照するデリバティブ契約やパフォーマンス測定に用いる投資ファンドから利用料等を受け取るわけではない²⁵。そのため、第三国アドミニストレーターにとって、自ら申請して ESMA 公開登録簿に掲載されるインセンティブは高くない。そこで、EU 域内主体のイニシアチブで第三国ベンチマークを EU 域内で利用できるようにするための仕組みとして用意されたのが推奨制度である。推奨制度は、EU 域内のアドミニストレーターもしくは認可金融業者（以下、推奨者）が、第三国アドミニストレーターが EU 域内で提供するベンチマークについて、いわばお墨付きを付与するというものである。条件としては、推奨者が第三国アドミニストレーターによるベンチマーク提供をモニタリングできる明確化された役割を担っていることを前提に、①推奨者が当該ベンチマーク提供について EU 金融ベンチマーク規則の要件を満たしていることを母国当局に証明できること、②推奨者が当該ベンチマーク提供をモニタリングし、リスクを管理するのに必要な専門性を有していること、③当該ベンチマークの提供を EU 域内で推奨するに足る理由があること、が規定されている。推奨者の母国当局は①を評価する際、IOSCO 原則の遵守状況を勘案することができる。なお、推奨者は、対象となるベンチマークの提供に関して、EU 金融ベンチマーク規則に係る全責任を負う。

前述の通り、ほとんどの国・法域において、EU のような包括的な金融ベンチマーク規制は存在しない。米国でも、現状、そうした規制を策定することは予定されていない。包括的な金融ベンチマーク規制がなくとも、金融規制全体が IOSCO 原則に則っていると欧州委員会により評価されれば同等性評価のルートを使えるが、多くの国・法域におけるアド

²⁴ 申請する EU 加盟国が決まる基準の順位は、①第三国アドミニストレーターのグループ会社で EU の認可金融業者が所在する国、②第三国アドミニストレーターのベンチマークを参照する金融商品が上場する国、③第三国アドミニストレーターのベンチマークを利用する金融業者が所在する国、④ベンチマーク利用で合意した起因有業者が所在する国、となっている。

²⁵ 但し、インデックス・ファンドがトラックするインデックスについて利用手数料を支払うことはある。

ミニストレーターベンチマークは、承認制度もしくは推奨制度に基づいて EU 域内で利用されることになるものと考えられる。その中において、日本では、金融商品取引法等の一部を改正する法律（平成 26 年法律第 44 号）が 2015 年 5 月に施行されたことにより、特定金融指標算出者に対する規制として、IOSCO 原則に則った金融ベンチマーク規制が導入されている。そのため、他の国・法域との相対感からしても、欧州委員会により同等と評価される可能性は高いものと思われる。

なお、EU 金融ベンチマーク規則は、移行措置として、既存のベンチマークが本規則の要件を満たさず、その停止や変更が当該ベンチマークを参照する金融契約違反に繋がるなど重大な影響を及ぼす場合、当該ベンチマークを提供する自然人・法人が所在する加盟国の当局が継続利用を許可することができるとする。他方、本規則適用後、金融契約・商品が新たに本規則の要件を満たさない既存ベンチマークの参照を始めることは禁じられている。ここから、第三国のベンチマークについて、提供主体が EU 加盟国に所在しており、かつ継続利用について当該国当局の許可があれば、現状を維持できることになる。他方、本規則適用後の金融契約・商品では、上記三つのルートを経て ESMA の公開登録簿に掲載されない限り、第三国ベンチマークを参照することはできないこととなる。

VI. EU 金融ベンチマーク規則の影響

EU 金融ベンチマーク規則を巡っては、未だ最終化されていないことから、2015 年 11 月の合意を受けた規則の内容について、論評はほとんどなされていない。その上で、まず、現在考えられる同規則によるプラスの影響としては、金融ベンチマークの頑健性・信頼性向上が挙げられよう。アドミニストレーター及びデータ呈示者双方におけるガバナンス等の強化、実取引ベースへの移行により、従来のようなベンチマーク操作は極めて困難になる。これは、そもそも本規則が狙いとしていたところであり、最終的には投資家にとって、投資環境の透明性・予見可能性の向上に繋がる。

他方、マイナスの影響としては、アドミニストレーター及びデータ呈示者双方におけるコスト増加が挙げられる。アドミニストレーターにとってのコスト増は、提供されるベンチマークの絞り込みに繋がる可能性があり、投資家にとってニーズに適った利用可能なベンチマークの減少に繋がる。また、データ呈示者たる金融業者にとってのコスト増は、最終投資家に転嫁される可能性がある。さらに、金融業者にとっては、意図せずにデータ呈示者になることを強要されるリスクもある。

今後の注目点としては、欧州委員会の原案から緩和された第三国アドミニストレーターの扱いも挙げられる。EU 域内で第三国ベンチマークへのアクセスが制約されると、困るのは第三国アドミニストレーターよりも、主に EU 域内のベンチマーク利用者となる。今後、推奨制度がどのように運用されるか、注目される。