

全銀協 TIBOR の更なる改革について
(第 2 回市中協議)

平成 27 年 8 月 28 日

一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関

<目次>

【第2回市中協議の概要】	1
1. 経緯.....	2
(1) IOSCO およびFSB における議論とTIBOR改革への取り組み状況.....	2
(2) 第1回市中協議の概要	3
(3) 第1回市中協議の結果	4
(4) 第1回市中協議の結果等に対する当運営機関の考え方	5
2. 「TIBORの更なる改革」案.....	7
(1) 基本的なコンセプト	7
(2) ウォーターフォール構造（案）	8
(3) 継続検討とすべき論点	19
3. ご意見をお伺いしたい事項	23
(1) TIBOR改革の基本的なコンセプトについて（追加照会）	23
(2) ウォーターフォール構造（案）について（新規照会）	23
(3) 2か月物、12か月物の公表停止について（追加照会）	24
(4) 個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表停止について（再照会）	24
[ご意見のご提出方法等]	26
[資料1] 第1回市中協議結果の概要等について	27
[資料2] 第1回市中協議を踏まえた当運営機関の考え方に関する補足説明	32

【第2回市中協議の概要】

- ◇ FSB¹では平成26年7月に「主要な金利指標の改革」（以下「FSB報告書」といいます。）を公表し、主な金利指標（LIBOR、EURIBOR、TIBOR²）の運営機関に対し、より実取引に依拠した代替指標の導入検討を求めました。
- ◇ これを受けて当運営機関におきましても、TIBORの代替指標（FSB報告書では便宜的に「TIBOR+」と称されています）について検討して参りました。
- ◇ この一環として、平成26年12月には「FSB等報告書を受けた全銀協TIBORの更なる改革について」を公表し（以下「第1回市中協議」といいます。）、TIBOR改革の方向性について利用者の方々のご意見をお伺いしました。
- ◇ 今般の第2回市中協議ではまず、以下の2点について、ご説明いたします。
 - 第1回市中協議の中で例示した、TIBOR改革の方向性に関する2案について、そのうち1つを選択するに至った検討の経緯。
 - 上記で選択した案を実現するうえで重要なウォーターフォール³構造の設計案。
- ◇ 最後に、以下(1)～(4)について、利用者の方々にご意見を伺います。

- (1)TIBOR改革の基本的なコンセプトについて（追加照会）
- (2)ウォーターフォール構造（案）について（新規照会）
- (3)2か月物、12か月物の公表停止について（追加照会）
- (4)個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表停止について（再照会）

なお、今回の第2回市中協議の公表に当たっては、金融庁・日本銀行等の関係者の方々にはご協力等いただき、改めて感謝申し上げます。

¹ Financial Stability Board（金融安定理事会）の略称。金融安定理事会には、平成25年3月時点で、主要25か国・地域の中央銀行、金融監督当局、財務省、主要な基準策定主体、IMF（国際通貨基金）、世界銀行、BIS（国際決済銀行）、OECD（経済協力開発機構）等の代表が参加し、金融システムの脆弱性への対応や金融システムの安定を担う当局間の協調の促進に向けた活動などが行われている。

² Tokyo Inter Bank Offered Rate の略称。「日本円TIBOR」と「ユーロ円TIBOR」を当運営機関が公表。午前11時時点の本邦無担保コール市場（ユーロ円TIBORは、本邦オフショア市場（無担保）におけるプライム・バンク間の取引を想定した場合に市場実勢と看做したレート。平成7年の「日本円TIBOR」創設時以来、指標名自体もTIBORの（広義の）定義を構成（cf. 資料2）。実際、平成7年当時、一部の情報提供会社がTIBORの反対側のBid Rateの指標としてTIBID（Tokyo Inter Bank Bid Rate）と呼ばれるレートを集計・公表していた中、全銀協によるTIBIDの公表について議論された経緯もあった（結果的に、公表には至らず）。

³ 水が上から下へ流れ、予め設けられた階層構造に沿って順次、堰き止められるように例えられる、「優先順位」を表す構造。まず最上位階層のロジックが適用できるかどうか、から始まり、該当しない場合は順次、1つずつ下位に下り、止まった階層のロジックが適用される。

1. 経緯

(1) IOSCO および FSB における議論と TIBOR 改革への取り組み状況

IOSCO では、平成 25 年 7 月に 19 原則からなる「金融指標に関する原則」（以下「IOSCO 原則」といいます。）の最終報告書を公表⁴し、金利指標を含む一般的な金融指標およびその運営機関が満たすべき原則を明確化しました。

その後、IOSCO により 3 つの代表的な金利指標（LIBOR、EURIBOR、TIBOR）について、IOSCO 原則の遵守状況に関するレビューが行われ、平成 26 年 7 月にその結果が公表⁵されました。いずれの金利指標も、ガバナンスや運用面については概ね IOSCO 原則が求めている基準を満たしていると評価された一方、特に「指標の設計」（原則 6）、「データの十分性」（原則 7）、「指標の透明性」（原則 9）に関しては、十分に実取引に依拠した設計になっているとはいえない、あるいは分析するために必要なデータが足りない等の評価を受けました。

さらに、同じく平成 26 年 7 月に、FSB は「主要な金利指標の改革」（以下「FSB 報告書」といいます。）を公表し、LIBOR、EURIBOR、TIBOR の各運営機関に対し、より IOSCO 原則を重視し、実取引に依拠した代替指標（TIBOR の代替指標のことを FSB 報告書では便宜的に「TIBOR+」と称しています）の導入を検討することを求めました。

一方、当運営機関は、TIBOR における IOSCO 原則の一層の遵守、独立したガバナンスの確保ならびに高度化などを主な目的として平成 26 年 4 月に発足し、一般社団法人全国銀行協会から TIBOR の運営に関する業務を引き継ぎました。

この当運営機関の発足に併せて、リファレンス・バンクが遵守すべき「全銀協 TIBOR 行動規範」（以下「行動規範」といいます。）を制定し、呈示レート⁶の算出プロセスにおいて参照されるべき関連市場の例示や「プライム・バンク」の概念を明確化するなどしました。

また、その後も行動規範の内容を不断に見直しており、平成 26 年 7 月 4

⁴ IOSCO 原則については、<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf> 参照。

⁵ レビュー結果は http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140722a.pdf 参照。なお、IOSCO は各運営機関による自己評価も別途求めており、当運営機関も平成 26 年 7 月 7 日に公表 (http://www.jbatibor.or.jp/2014/07/07/140707%20Compliance%20with%20Principles_J.pdf)。IOSCO によるレビュー（平成 26 年 4 月 11 日までの情報を反映）より基準日が若干後（平成 26 年 7 月 4 日基準）であることに留意。

日付けで、行動規範を改定し、リファレンス・バンクの呈示レート算出プロセスにおいて、実取引を最優先に勘案することや専門家判断が許容される場合を明確化するなどしており、多岐にわたる項目について、TIBOR 改革に積極的に取り組んでいます。

最近ではこのような取組みの一環として、実取引への依拠の度合いを確保すべく、平成 27 年 4 月から公表テナー⁶の数を全 13 種類から全 6 種類に削減させていただきました。

以上のとおり、すでに TIBOR の行動規範においても、リファレンス・バンクの呈示レート算出プロセスにおいて実取引を最優先に勘案すべきであることを定めていることなど、TIBOR 改革における大きな進展があったと考えています。

(2) 第 1 回市中協議の概要

前項のとおり、FSB 報告書では、より実取引に依拠する代替指標の導入を検討するよう各運営機関に要請しています。

同報告書では、近時の金融環境下では、インターバンク市場における資金取引の取引量・件数が特定のテナーにおいて不足する可能性についても指摘したうえで、この問題に対処する方法の一つとして、呈示レートの算出根拠となる実取引のデータ収集の範囲をホールセール市場における取引まで拡大すること等を提言しています。

一方、同報告書では、指標の利用者間の契約実務面への影響や、移行に伴うリーガルリスクについても十分に考慮する必要がある点も指摘しています。

当運営機関では、TIBOR の信頼性の維持および国際的な信認確保を極めて重要な課題と認識しており、IOSCO によるレビュー結果を踏まえた対応や前項でも挙げた数多くの改革を、その発足以来、継続的に実施して参りました。さらに、FSB 報告書で要請された代替指標につきましても、実取引への依拠を通じた指標の不正操作余地の極小化という趣旨を十分踏まえながら、関係者と議論を重ね、検討して参りました。

この検討の一環として平成 26 年 12 月から平成 27 年 2 月にかけて実施した第 1 回市中協議では、将来的な TIBOR の改革の方向性について、アウトラインや主要な論点をお示しし、利用者の方々からご意見をお伺いしました。

⁶ テナーとは一般に、取引などの期間の意味。TIBOR においては指標として公表される金利期間。現在は、1 週間、1 か月、2 か月、3 か月、6 か月、12 か月の 6 種類。

その中では、特に重要な論点として、FSB 報告書に含まれる以下2つの考え方について、両論併記のかたちでお示したうえで、利用者の方々のご意見をお伺いしました。

<案1>

TIBOR が表現しようとする「価値」の「評価対象市場」について、“インターバンク市場”に限定することなく、“ホールセール市場”まで拡大したうえで、拡大後の評価対象市場における取引データにもとづいてレートを決定する案。

<案2>

“インターバンク市場”を「評価対象市場」とする現状の考え方は維持したうえで、“ホールセール市場”を「関連市場」として位置づけて、レート決定においては、最初に「評価対象市場」における実取引、次いで「関連市場」における実取引、取引を行うことが確約された気配値 (Committed Quotes)、単なる気配値 (Indicative Quotes) というように、対象市場あるいはレート特性に優先順位 (ウォーターフォール) を設けたうえでレート決定の根拠とする案。

7

(3) 第1回市中協議の結果

第1回市中協議の意見募集期間では、複数の事業法人や各種金融機関の方々などからご意見をいただきました（寄せられた主なご意見とそれぞれに対する当運営機関の考え方については、資料1をご参照ください。）。

これらのご意見の中で、TIBOR が金融取引に係る契約の中で直接的に参照されること以外にも、多くの方々によって市場実勢の目安として参照されていることを確認しました。

また、指標としての継続性や連続性の保持の重要性を指摘するご意見や、改革に伴いホールセール市場にまで評価対象市場が拡大される方向で見直されることによってボラティリティが過度に高まることを懸念するご意見も、少なからずいただきました。

⁷ 第1回市中協議文書における<案2>の説明では、「ただし、この場合には、「評価対象市場」との定義の差異によって生じる要素等について、呈示行の裁量を伴わないかたちでの推計モデル等による金利幅の調整も想定され得る。また、「関連市場」の実取引がない場合等において、ウォーターフォールの最終的な拠り所として専門家判断が活用される可能性がある」と注記していた。

(4) 第1回市中協議の結果等に対する当運営機関の考え方

以上のような経緯および第1回市中協議でいただいたご意見等を踏まえた当運営機関の考え方は、以下のとおりです。

当運営機関では、実取引への依拠を通じた指標の不正操作余地の極小化というFSB報告書の趣旨を最大限に尊重し、TIBORの透明性を向上させることを通じて、引き続き、TIBORの国際的な信認の確保に取り組んで参る所存です。

また、この取り組みに当たっては、TIBORが広範に利用されている状況を踏まえ、利用者の方々への影響を最小限に抑えるための慎重な配慮も欠かせないということも認識しています。

この点、第1回市中協議では、対象市場の拡大を含めた実取引への更なる依拠に関する質問に対し、TIBORのコンセプトを維持し連続性を保つことが必要であるとのことをご意見を多くいただいております（cf. 資料1(1)①）、TIBORが表現しようとする「価値」⁸を重視したうえでご利用されていることが確認されました。仮にTIBORが表現しようとする「価値」の内容に変更が生じた場合には、このような利用者の方々にならざる影響が生じ得るという点にも配慮したうえで、今後のTIBOR改革の具体策を決める必要があると考えています。

以上を踏まえ、FSB報告書の趣旨をより効果的に実現するためには、現行TIBORについて「呈示レートの算出プロセスの透明性・客観性を高める改革」を積極的に推し進め、TIBOR+を実現するという方法が最適であり、かつ最も実現可能性の高い改革の道筋であると考えています。

したがって、この改革を実現する具体的な方法として、P.4でお示しした2案のうち、**<案1>**ではなく、**<案2>**の採用が適切であると考えており、この点については、この第2回市中協議において、皆さまのご意見をいただきたいと思っております。（cf. P.23 3.（1））。

さらに、採用する**<案2>**では、呈示レートの算出プロセスにおける実取引データの参照・使用方法等について、その優先順位を定める「ウォーターフォール構造」を客観的な表現により明確に定め、行動規範にもとづき、各

⁸ TIBORが表現しようとする「価値」については、その定義に端的に表されている。指標名称を短縮する前の「Tokyo Inter Bank Offered Rate」に込められている意味と、「全銀協TIBOR行動規範」の「1. 定義」に記載されている内容を総合的に捉えて解釈するべきであると考えている（cf. 脚注2および資料2）。

（全銀協TIBOR行動規範：http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/code_of_conduct150302.pdf）

リファレンス・バンクに対して、その遵守を求める⁹ことを予定しています。

当運営機関としては、このような「ウォーターフォール構造」を含む所定の呈示レートの算出プロセスの明確化およびその遵守を義務付ける態勢整備の組み合わせにより、FSB 報告書、IOSCO 原則で求められる透明性・公正性の水準を十分に担保できると考えています。

また、この改革方式では、TIBOR と TIBOR+ の間で同一性 (Identity) の維持も図られます。したがって、新たに現行 TIBOR とは別の新しい指標を設けて一定期間の平行・ランを実施する必要もなく¹⁰、結果として現行 TIBOR の利用者の方々への影響 (具体的には、現行 TIBOR を参照している既存契約に与える影響 (例えば、現行 TIBOR を参照している既存契約を TIBOR+ を参照した新契約に移行させることに伴う実務的な負担等が考えられます)) も抑制されると考えています。

次項以降では、<案2>の採用を前提とした、TIBOR の具体的な改革案についてご説明します。

⁹ 本年5月の改正金融商品取引法施行により、各リファレンス・バンクにおける行動規範の遵守義務が法律面から強化されている。

行動規範は、http://www.jbatibor.or.jp/public/pdf/code_of_conduct150302.pdf において公表している。

¹⁰ 第1回市中協議 (cf. 資料1(2)) において、平行・ランを支持する意見が比較的多く寄せられた。ただし、この結果は、質問の前提に、現行の TIBOR と TIBOR+ の間にかなり顕著な差異が生じる想定があったことを踏まえて理解する必要がある。今回の改革案とは異なるが、仮に現行 TIBOR と TIBOR+ の間に顕著な差異が生じることが見込まれる場合は、現行 TIBOR と全く異なる新しい新指標として TIBOR+ に相当する指標を (現行 TIBOR とは全く無関係で、混同されない名称を付けて) 別途新設し、一定の平行・ラン期間を設ける方法がより適切なのではないか、と当運営機関も考えている。

2. 「TIBORの更なる改革」案

(1) 基本的なコンセプト

前章を踏まえ、当運営機関が考えている P.4 の<案2>の採用を前提とした「TIBORの更なる改革」の基本的なコンセプトは、以下のとおりです。

<基本的なコンセプト>

- 現行 TIBOR について、FSB 報告書に則り、透明性・公正性を高めるために、各リファレンス・バンクが実取引に依拠して呈示レートを算出・決定するプロセスを統一し、明確化する。
- 呈示レート算出に当たって使用する明確なウォーターフォール構造を定め、行動規範の遵守義務を通じ、各リファレンス・バンクに対して、これに準拠したレート呈示を行うことを求める。
- ウォーターフォール構造には、呈示レートの算出に使用する実取引として、無担保コール取引（ユーロ円 TIBOR の場合は「本邦オフショア市場におけるユーロ円取引」）だけでなく、FSB 報告書での提言を踏まえ、ホールセール市場の実取引（事業法人との NCD 取引や大口定期預金取引等）も組み入れる。
- 上記の現行 TIBOR の改革を通じ、FSB から検討を要請された TIBOR+ の具体化をシームレスに（すなわち現行 TIBOR の定義からの変更はなく、同一性を維持しつつ連続的に）実現することで、FSB 報告書が求める透明性・公正性の水準が担保される。

(2) ウォーターフォール構造（案）

当運営機関では、各リファレンス・バンクが呈示レートの算出に当たって使用するウォーターフォール構造として、以下〔表1〕の案を考えています。

〔表1〕 日本円 TIBOR の場合のウォーターフォール構造（案）（※1、2）

第1層 評価対象市場（Underlying Market）のデータを使用する層		
1-1	無担保コール取引の実取引	・ TIBOR が表現しようとする「価値」に照らして適した実取引データを使用
1-2	無担保コール取引の確約した気配値（Committed Quotes）	・ 短資（またはブローカー）市場における成約前提のオファー・レートを使用
1-3	無担保コール取引の提示された気配値（Indicative Quotes）	・ 前営業日からの気配値の変動幅を参照（前営業日の自行呈示レートに Indicative Quotes の前営業日比変動幅を加減し、当日の呈示レートとする、等）
1-4	線形補間や実取引データの遡及利用、等 ¹¹	・ 各リファレンス・バンクは[1-1]により算出された両隣りの隣接テナーから線形補間 ¹² ・ 線形補間が困難な場合には、一定日数遡って実取引データを収集して使用、等
第2層 評価対象市場（Underlying Market）に準じるデータを使用する層		
	本邦ユーロ円市場、銀行間 NCD 市場	・ [1-1]から[1-4]まで順番に準用する
第3層 ホールセール市場等、関連市場のデータを使用する層		
	①NCD 取引（銀行間以外）、大口定期預金取引 ②短期国債市場、GC レポ市場、OIS 市場その他関連市場のブローカー・スクリーンの気配値	・ ①の実取引データについては、前営業日からの変化幅を前営業日の自行呈示レートに加減することにより、当日呈示レートとする方法、または、実取引データを直接使用する方法が考えられる。 ・ ②の気配値データについては、前営業日比変動幅を前営業日の自行呈示レートに加減することにより当日の呈示レートとする方法、または、全く使用しない方法が考えられる。
第4層 専門家判断の層		
	平時の使用は想定しない	

¹¹ 線形補間や実取引データの遡及利用の他、6 か月物テナーと 12 か月物テナーとのパラレル・シフトも有力案。

¹² Extrapolation（外挿法）や Interpolation（内挿法）と呼ばれる手法のうち、当運営機関では Interpolation（内挿法）の採用が適切であると考えます。

- ※1 本設計案は、リファレンス・バンクに対して日本円 TIBOR の呈示レート算出時に準拠することを求めることを想定したものであるため、評価対象市場（Underlying Market）を無担保コール市場としています。一方、ユーロ円 TIBOR の呈示レートの算出に当たって使用するウォーターフォール構造の設計（案）は、表 1 の「無担保コール取引」、「無担保コール市場」を「本邦ユーロ円取引」、「本邦ユーロ円市場」にそれぞれ読み替えることを想定しています。
- ※2 本設計案については、第 2 回市中協議で寄せられたご意見や、今後の関係当局との協議等を踏まえて見直す可能性があります。

また、各層の具体的な内容は以下の①から④のとおりです。

①第 1 層 評価対象市場（Underlying Market）のデータを使用する層

ウォーターフォール構造の最上位に位置する（優先順位が最も高い）この層では、TIBOR の評価対象市場の実取引等を以下の順で勘案します。

- [1-1] 評価対象市場（Underlying Market）の実取引データを使用
- [1-2] 同市場の取引を確約した気配値（Committed Quotes）を使用
- [1-3] 同市場に提示された気配値（Indicative Quotes）を使用
- [1-4] 線形補間や実取引データの遡及利用等、実取引データから機械的に導き出された値を使用

第 1 層の設計案における主なポイントは A)～C) の 3 点です。

A) 適切な実取引の収集範囲の設定について [1-1][1-4]

第 1 層の[1-1]と[1-4]では、評価対象市場の実取引データを積極的に使用します。TIBOR が表現しようとする「価値」からかい離れたものについては、一定の基準を設け、各リファレンス・バンクが機械的に除外したうえで算出できる設計とします。その際、以下 a.)、b.)、c.) のような考え方がポイントになると思われます。

a.) 実取引データの収集範囲（時点概念）について [1-1]

TIBOR の定義の要素である「午前 11 時時点」を踏まえ、呈示レート算出の根拠とすべき実取引データの収集範囲を検討しました。実取引に更に依拠

する観点から、勘案する実取引データを極力増加させるべく、一定の限られた期間内で成立した実取引データを使用することを許容する運用を想定しています。

例えば、前営業日午前 11 時過ぎから当日午前 11 時までの 24 時間の実取引を収集し、取引金額で加重平均したレートを呈示レートに反映するという取り扱いは、一日に一回更新する TIBOR の公表サイクル・性質との整合性を勘案すると、「考えられる範囲で最も範囲が広く」かつ「定義との平仄がとれた」期間設定であると考えています。ただし、24 時間を超えて過去に成立した実取引データは、「午前 11 時時点」という定義を踏まえると、この層では原則的に使用しないこととします。¹³

なお、TIBOR が表現しようとする「価値」を常に正確に表現するための措置として、「金融政策の変更や市場の混乱等があった場合には、それ以前の実取引データは直接利用しないことにする」等といったかたちで、一定の客観的な基準を付随的に設けておくことも、中長期的にみて TIBOR の品質・信頼性の確保に必要であり、有効であると考えています。

b.) 実取引データの収集範囲（地理的概念）について [1-1][1-4]

日本円 TIBOR の評価対象市場である「本邦無担保コール市場」が意味する実取引データの範囲には議論の余地がほとんどないと思われませんが、ユーロ円 TIBOR の場合は、海外拠点同士で行われる円資金の運用や調達取引を実取引データの収集範囲に含めるべきか、という点を明確にしておく必要があると考えています。

当運営機関では、「本邦オフショア市場」という定義上の文言を踏まえて、少なくとも取引の片側には特別国際金融取引勘定¹⁴を有する金融機関の東京拠点を含む実取引が、実取引データの収集範囲として適当であると考えています。したがって、海外拠点同士の実取引データはこの層では使用しないこととします。

¹³ ここで「原則的に」としたのは、過去 24 時間のデータ収集について、原則的には午前 11 時～午前 11 時と想定するものの、可能な限り多くの実取引データを確保する観点から、各呈示行毎のデータ収集態勢に応じてある程度柔軟に、午前 10 時～午前 10 時や午前 9 時～午前 9 時、といったケースも予め定めた範囲であれば許容するという考え方もあるため。(cf. P.21 ④)

¹⁴ 外国為替及び外国貿易法にもとづき、金融機関が海外の取引相手方から調達した資金を国外で運用することを前提に、財務大臣の承認を得て開設するもの。

c.) 実取引データの収集範囲（取引相手方等）について [1-1][1-4]

TIBOR の定義の要素である「プライム・バンク間の取引」や「市場実勢」などについても、前出の「時点概念」や「地理的概念」と同様、実取引データの収集範囲を適切に設定する必要があります。

TIBOR の定義である「プライム・バンク間の取引を想定したレート」を呈示する根拠として使用する実取引データとして、「プライム・バンク間の取引」と実質的に同一視できるような実取引データについては、積極的に収集、活用すべきであると考えています。具体的な収集範囲は、[表2]のとおりです。

[表2] 「プライム・バンク間の取引」と実取引データの収集範囲

運用側 調達側	プライム・バンク	非プライム・バンク	
		預金取扱金融機関	非「預金取扱金融機関」
プライム・バンク	実取引データの 収集範囲		

仮に資金の運用側が、信用力や財務の健全性というプライム・バンクの要件に合致しない場合（非プライム・バンク）であっても、「預金取扱金融機関」¹⁵がプライム・バンクに対して運用したのであれば、プライム・バンクがプライム・バンクに対して運用するレートと同一視できると考えられます。このような実取引データについては、積極的に実取引データの収集範囲に含め、各リファレンス・バンクの[1-1]や[1-4]において、呈示根拠として活用されるようにしたいと考えています。

なお、TIBOR が表現しようとする「価値」から大きくかい離した実取引データについては、「市場実勢」の反映という観点から、各リファレンス・バンクが呈示レート算出の際に機械的に除外することを検討しています。

¹⁵ 無担保コール市場や本邦オフショア市場において、非「預金取扱金融機関」というカテゴリーに該当する市場参加者として、ここでは証券会社、生命保険会社、損害保険会社、投資信託等を想定。日本銀行に準備預金を有しているかどうか、そして法定所要残高を維持する義務があるかどうかという違いなどから、「預金取扱金融機関」と非「預金取扱金融機関」の間には、短期資金市場における取引行動に大きな差異が存在すると考えられる。

B) 「Committed Quotes」と「Indicative Quotes」について[1-2][1-3]

FSB 報告書では、指標の不正操作余地の極小化の観点から、極力実取引に依拠した設計を求めていることから、そのレートでの取引を希望する意図は確認されているが、実際の取引には至っていない **Committed Quotes** や、実取引への紐付けの程度が相対的に低いと考えられている **Indicative Quotes** について、その活用を認めているものの、ホールセール市場における実取引（事業法人との **NCD** 取引や大口定期預金取引）と比較した場合には、優先度が劣後するものとして位置付けられています。

しかしながら、当運営機関としては、主に以下の2つの理由から、これらの **Quotes** をホールセール市場における実取引よりも優先的に考慮して（すなわちウォーターフォール構造上、ホールセール市場取引よりも上位に位置づけて）呈示レートを算出する仕組みが適切であると考えています。

- i) **Committed Quotes** や **Indicative Quotes** は、実取引には至っていないとはいえ、インターバンク市場において観測されるレートであり、実際に幅広く市場参加者の間で参照・利用されているという観点を踏まえると、事業法人との **NCD** 取引・大口定期預金取引の実取引データに比べて、より **TIBOR** の定義への準拠性が高いと考えられること
- ii) **Committed Quotes** や **Indicative Quotes** はいずれも第三者である短資会社やブローカーが算出・公表しているものであり、個々のリファレンス・バンクが特定の取引先・相手方との間で、一対一の関係の中で締結する **NCD** 取引・大口定期預金取引、あるいは短資会社を介さずに締結される無担保コール取引（これは[1-1]や[1-4]で使用される）に比べて、必ずしも客観性・透明性の観点から大きく劣後するとは考えられないこと

なお、当運営機関ではこのウォーターフォール構造の設計に当たり、特に以下の3点が、FSB 報告書の趣旨を踏まえつつ、その適切性を担保するうえで有益であると考えています。

- ✓ **Committed Quotes** は、反対サイドの取引ニーズがあれば直ちに成約することを確約したものであるため、単なる気配値である **Indicative Quotes** と比べて実取引データに性質が近いと考えられることから、[1-2]ではレート水準を直接呈示レートに反映させる、という実取引と同様の参照手法を用いる一方で、**Indicative Quotes** は[1-3]において、自行が呈示すべきレート水準の前営業日からの変動幅を導出するために、その前営業日比を参照するという手法を用いる。それぞれの性質

と限界を踏まえて、使用方法に差を設ける工夫を設計に盛り込むことにより、実取引との紐付けの程度の差を効果的に反映することができる。

- ✓ **Indicative Quotes** 等で使用する短資会社やブローカーの情報スクリーン¹⁶は、予め各リファレンス・バンクが契約して参照可能なものの中から、呈示根拠として使用する予定のものだけを複数（社）、当運営機関に予め登録しておくことにする。その中で「有効」な情報スクリーンの情報（例えば、Offer/Bid 両方が揃っているテナーの情報のみ「有効」と看做す、等の基準を設定する）はできるだけ多く使用し、その仲値の変動幅の平均値を用いることにする等、設計上の工夫により、有効にリファレンス・バンク等の恣意性を排除できる。
- ✓ 各リファレンス・バンクが参照する両 **Quotes** 情報の取得可能時間帯は、午前 11 時直前のような短時間に限定するのではなく、例えば、午前 10 時 30 分から午前 11 時までの 30 分間等、一定の十分な期間をとり、予めリファレンス・バンクがその期間中で異なる時間帯を参照する仕組みにしておく等の工夫により、短時間限りの市場実勢からかい離した **Quotes** による歪みや、不正操作が入りこむ余地を有効に取り除くことができる。

C) 線形補間や実取引データの遡及利用等について[1-4]

a.) 線形補間およびパラレル・シフトについて

各リファレンス・バンクにおいて、[1-3]までの方式によって呈示レートを算出できなかったテナーについて、[1-1]によって呈示レートを算出できたテナーが隣接している場合は、**Interpolation** 方式（cf. 図 1）による線形補間を適用することを考えています。この方式の採用は、実取引が少ない環境においても極力「実取引に依拠する」という方向性に合致したものだと考えています。

なお、線形補間のうち、**Extrapolation** 方式（cf. 図 2）はその仕組み上、使用する 2 点の実取引データが算出対象テナーの金利期間次第で過度に増幅される性質があり、利用者の予測・理解できないボラティリティを生じさせかねないことから、現在のところ採用しない方針です。

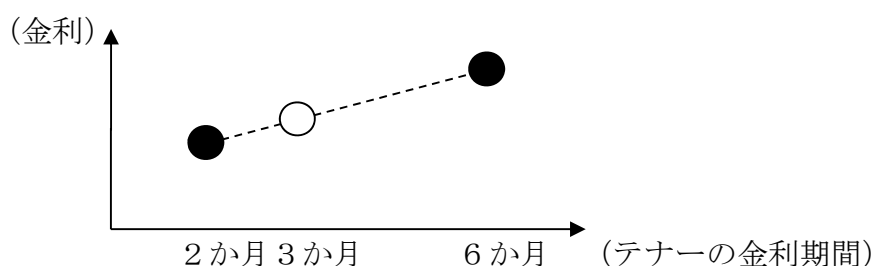
また、異なるテナー間のパラレル・シフトを仮定するという考え方もあり

¹⁶ 各市場参加者が情報提供会社等と個別に契約することによって参照することができるようになるコンピューターの画面。取引種類や情報ソース等によって様々なものがあり、短資会社やブローカーが市場の気配値や取引の成立状況等、市況情報をリアルタイムで更新する。

ます (cf. 図3)。具体的には、実取引データが相対的に少ない12か月物については、極力実取引に依拠して呈示するという観点から、仮に6か月物が実取引データにもとづき[1-1]で算出できた場合に限定して12か月物のTIBORが6か月物と(前営業日比)平行(パラレル)に変動したと看做す、という方法が考えられます。イールドカーブの一般的な変動要素にはパラレル・シフトが多いと考えられるため、適切な手法だと考えられます。

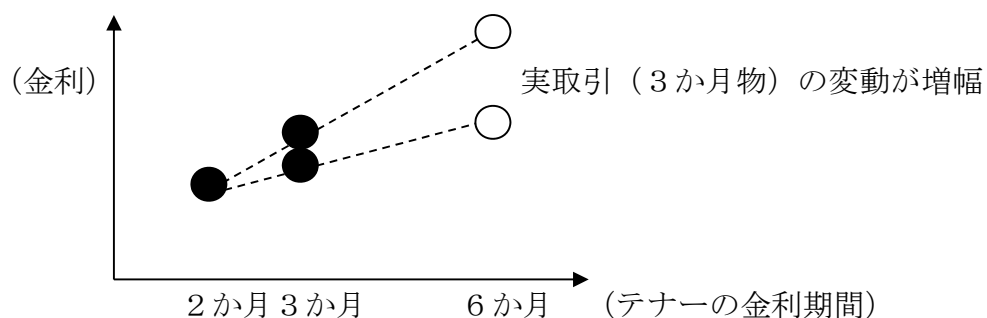
[図1] Interpolation 方式 (内挿法) のイメージ図

(2か月物と6か月物の実取引●から3か月物○を導出)



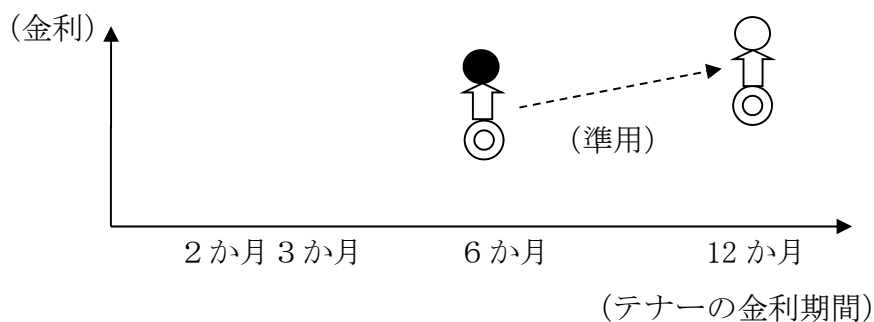
[図2] Extrapolation 方式 (外挿法) のイメージ図

(2か月物と3か月物の実取引●から6か月物○を導出)



[図3] 6か月物と12か月物のパラレル・シフト方式のイメージ図

(6か月物の前営業日TIBOR◎から実取引●への変化幅を、12か月物○を導出するに当たって、パラレルに準用)



また、各テナーに対応する実取引の契約期間（日数）の範囲については、例えば、以下のような期間毎に区分する方法を採用したいと考えています。実取引データを多く収集するには、このように各テナーに相当する範囲をある程度、幅広く設定することが適当であると考えています。

なお、ここで例としてお示しする[表3]は、現在、当運営機関が各リファレンス・バンクから収集している実取引データの区分の考え方にもとづいています。線形補間で使用できる隣接テナーのデータとしては、[表3]にあるテナーの範囲中に限るとすることが、指標の透明性¹⁷の観点からも、利用者の方々に分かり易いのではないかと考えています。

[表3]テナー毎の契約期間（日数）に係る範囲の設定例

テナー	日数下限（日）	日数上限（日）
(O/N物)	(1)	(3)
1週間物	4	15
1か月物	16	45
2か月物	46	75
3か月物	76	105
6か月物	166	195
12か月物	346	375

一方、この考え方では、仮に実取引データが存在しても、例えば4か月付近で成立した実取引データなどは線形補間の根拠として勘案しない、ということになります。これは、[表3]に含まれていないテナーは一般に、市場で取引の契約期間として使われることが稀であり、実取引データの絶対数が少ないことから、本年4月からTIBORのテナーの公表を取りやめた経緯を踏まえた取扱いです。このように公表を取りやめたテナーの実取引データを線形補間の根拠として勘案可能と整理した場合であっても、使用可能な実取引データの増加がほとんど見込めないと考えられる一方、利用者の方々から見た場合に透明性に欠けると看做される可能性があります。

¹⁷ IOSCO 原則9（指標の透明性）では、各指標がどのような根拠で決定されたのかを開示すること等を、各運営機関に求めている。各リファレンス・バンクが第1層から第4層までのどの層にもとづいて呈示したのかを集計し、各層の使用割合を当運営機関が開示していく、等の方策による透明性の向上を、今次改革の中で検討・実現していく方針。

ただし [表 3] で (O/N 物) と示したテナーについては、実取引データの件数が相応に見込まれますので、従来から TIBOR の公表がないテナーではありますが、1 週間物を算出する際に隣接テナーとして線形補間の根拠として勘案できることとし、より実取引に依拠することにしたいと考えています。

b.) 実取引データの遡及利用

上記線形補間でもレート呈示が困難な場合には、当該テナーについて、一定日数遡って実取引データを収集し、使用することを考えています。

過去に遡るほど「午前 11 時時点」から遠ざかりますので、[1-1] などでは使用できないものであっても、FSB 報告書の趣旨、すなわちより多くの実取引データを収集し依拠するという観点も重要であることから、[1-4] の中で、過去 5 営業日程度までは順に遡ることを許容したいと考えています（過去 5 営業日程度まで遡ることを許容することの妥当性について、ご意見がございましたらお寄せください。(cf. P.24 3. (2) b.)）。

また、TIBOR が表現しようとする「価値」を常に正確に表現するための措置として、「金融政策の変更や市場の混乱等があった場合には、それ以前の実取引データは直接利用しないことにする」等といったかたちで、一定の客観的な基準を付随的に設けておくことも、中長期的にみて TIBOR の品質・信頼性の確保に必要であり、有効であると考えています。

c.) 上記 a.) と b.) の組み合わせ

ここままで呈示レートを決定できない場合、前出の a.) で必要となる隣接テナーの実取引データを b.) の方式で過去 5 営業日程度まで遡及して収集するということが許容したいと考えています。これも、可能な限り多くのテナーで、より実取引に依拠するための工夫です。

②第 2 層 評価対象市場 (Underlying Market) に準じるデータを使用する層

ウォーターフォール構造の上から 2 番目にあたるこの層では、「日本円 TIBOR」と「ユーロ円 TIBOR」のそれぞれの評価対象市場を互いに参照することにしたいと考えています。(前出 [表 1] の脚注※ 1 もご参照ください)

背景として、これらの市場は、東京における円資金のインターバンク市場であるという共通点があります。

また、当運営機関としては、銀行間の NCD 市場もこの考え方に比較的近いと考えていますので、この層にできるだけ積極的に取り込みたいと考えていま

す。

これらについてはいずれも評価対象市場に性質が近いことから、取り扱いも基本的には同じ方式を準用することが適切であると考えていますので、第1層内の[1-1]から[1-4]までのウォーターフォール構造に準じた流れを適用することを想定しています。(短資/ブローカー市場が銀行間のNCDでは事実上存在しない等、一部で該当しない場合は、順に下の階層に進みます。)

③第3層 ホールセール市場等、関連市場のデータを使用する層

この層は、使用する実取引データの量を増やすべく、実取引データの収集範囲を周辺の関連市場にまで広げるものです。

また、第4層の専門家判断による呈示レートの算出頻度を極力減らすためには、NCD取引(銀行間以外)・大口定期預金取引から収集した実取引データの使用方法和、いわゆるリスクフリーレートに近い動きをするとみられる短期国債市場、GCレポ市場、OIS市場等のブローカー・スクリーンの気配値データを設計上どのように使うかの整理が重要になります。

当運営機関は、前者(NCD取引(銀行間以外)と大口定期預金取引)は銀行とその取引先との一対一の取引関係を個別に反映しており、市場全体の動きから見ればノイズとも言える要素を含みうることから、かなり多数のサンプルを加重平均して使用する等でもしない限りは(足許の状況では、各リファレンス・バンクからのデータ収集結果を踏まえると、1日あたりのデータ件数は1テナーあたり平均数件程度までに留まるのではないかと思われ、また銀行毎にも違いがあります)、そのまま直接、呈示レートとすることは適切でないと考えています。

しかしながら、FSB報告書が使用を推奨している実取引データであることも踏まえ、次のとおり積極的に使用したいと考えています。

第1層の[1-3]において採用した方式と同様、前日からの変動幅を各取引種類毎に計算(当日の取引金額加重平均レートから前日の取引金額加重平均レートを引いて求める、等)し、同様の方式で算出した短期国債市場やGCレポ市場、OIS市場の気配値データの変動幅と共に使用する方法です。仮に実取引データの持つ金利水準の情報そのものに若干、信頼性が不足する要因があったとしても、前営業日の同種の取引との平均的な比較、という使い方であれば、市場全体の上下動を判別する要素の一部として使用できるのではないかという考え方にもとづいています。

また、「予め適切に選択された複数の取引種類」の実取引または気配値のデータから推測される「前営業日からの市場全体の変動幅」を、「予め適切に定

めたウェイト配分で加重平均」することで、説明のつかないボラティリティが生じるリスクを有効に抑制することができると考えています。

一つの具体例を挙げますと、ここまでに挙げた5種類の取引から得られた前営業日比のデータを均等のウェイト配分で(20%ずつ)加重平均を計算し、前日に自行が呈示したレートに加減して当日の呈示レートを算出する、という方式であれば、NCD 取引と大口定期預金取引といったホールセール市場の実取引データを活用しつつ、シンプルでリスクフリーレートの強い他の3つの取引要素(短期国債市場、GC レポ市場、OIS 市場)も合計で60%と適度な割合を占めており、市場環境の変化を適切に反映できるのではないかと考えています。

また、市場環境の変化に常に対応できるよう、予めウェイト配分や参照すべき市場の構成などを定期的に当運営機関が検証・修正するような仕組みを盛り込んでおくことも重要であると考えています。

以上のとおり、前営業日に各行がそれぞれ呈示したレートや、ここで挙げた5種類の関連市場の実取引(または気配値)データのうちいずれかは基本的に毎営業日存在すると予想されることから、第4層を使用する可能性を極小化するうえでも、このような設計が最適であると考えています。

この第3層の内容については、登場する取引の種類も他の層に比べて多く、データの使用方法も[表1]に記載したようにある程度の幅があると思われしますので、特にご意見を伺いたいと思います(cf. P.24 3.(2)c.))。

④第4層 専門家判断の層

この層は、念のため、第4層として専門家判断を存置したものです。

③の第3層においてご説明したとおり、FSB 報告書の趣旨を踏まえると、日々の呈示レート決定は、基本的にウォーターフォール構造(案)の第3層までで対応可能な設計とすべきであると考えています。

ただし、被災時や市場の急激な混乱、金融政策の変更等、予め想定しがたい事象の発生時においても、利用者が市場実勢を把握するためには、専門家判断によるレート呈示が行える余地を仕組みの中に残しておくことは、有益かつ不可欠であると考えています。

各リファレンス・バンクにおけるそれぞれの判断については、原則的には、第3層までに挙げた関連市場や算出方法を部分的にではあっても可能な限り準用することとします。ただし、非常時であることを勘案すると、予めどの市場を参照すべきかを限定列挙しておくことは、必要な自由度を奪ってしまう可能性があり、TIBOR の安定性(継続的なレート公表)を損なう可能性があ

るため実施しません。指標決定プロセスの透明性の担保という観点からは、呈示レート of 算出根拠を当運営機関が予め定めた様式に記録させ、保存することを考えています。

(3) 継続検討とすべき論点

当運営機関としては、特に以下①～④の論点については、今後も引き続き検討すべき論点であると考えています。

- ① 日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合の是非
- ② 一部のテナーの更なる削減
- ③ 個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表停止について
- ④ 当運営機関のデータ収集態勢の高度化

①～③の論点については、第1回市中協議でもご意見をお伺いしました。これらは TIBOR+ の実現にあたり、実取引への依拠を強め、IOSCO 原則を一層高い水準で遵守するという観点から、当運営機関にとって引き続き重要な論点です。

④の論点については、実取引データ収集の態勢整備について、TIBOR+ の実現を目指した改革案の詳細が固まり次第、更なる高度化を検討・実施すべきと考えているものです。詳細はそれぞれ、以下のとおりです。

<①日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合の是非>

- 日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合、または、いずれかの廃止等は現時点では行わないが、引き続き検討を続ける。

(説明)

第1回市中協議では、仮に評価対象市場を拡大することによって日本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の違いがなくなる場合、相対的には利用が少ないと考えられるユーロ円 TIBOR を廃止し、日本円 TIBOR への一本化が考えられる、という説明の後で、ユーロ円 TIBOR の廃止による重大な影響は考えられますか、という質問を設けていました。

この質問に対しては、「自社にはユーロ円 TIBOR を参照している取引がない」ということをもって、ユーロ円 TIBOR を廃止しても影響がないというご意見が多数寄せられた一方、契約上の更更新手続きなどで一定の影響が生じる、というご意見も寄せられています。

ユーロ円 TIBOR の中でも特に3か月物については、東京金融取引所に上場されている商品である「ユーロ円3か月金利先物」の原資産となっている他、金利スワップ市場においてもこの金利先物の「限月カレンダー」にリンクさせた「IMM スワップ」等の変動金利 Index として多く使われている可能性があり、利用者への影響という観点ではこれらも慎重に考慮される必要があります。

当運営機関では、これらの点を踏まえながら、引き続き、検討を続けて参ります。

<②一部のテナーの更なる削減>

- 2か月物、12か月物等、利用が限定的なテナーについては、上記ウォーターフォール設計精度を高めるうえで、客観性を確保した継続的な算出・公表が困難となる場合には、追加的な廃止を検討する。

(説明)

第1回市中協議においては、「例えば、12か月物」として一部のテナーを廃止した場合の影響についてお伺いしました。したがって、いただいたご意見は「12か月物」に概ね限られていました。「影響がない」というご意見が多数あった一方で、「グループ間の資金取引で参照している」等のご意見も寄せられました。

本年1月分以来、FSB 報告書の推奨に沿って各リファレンス・バンクから匿名化された実取引データの収集を開始した中で、無担保コール市場や本邦オフショア円市場における取引のみならず、NCD 取引や大口定期預金取引まで収集範囲を広げても、期間の長い「6か月物」と「12か月物」、そして通常の世界市場取引の慣行にはないと思われる「2か月物」について、実取引データが相対的に乏しいことが改めて確認されました。

一方で、「6か月物」については、利用が「12か月物」に比べると特にデリバティブ市場や貸出等において多いと推測されることから、「12か月物」と「2か月物」を対象を限定しうえて、これらのテナーを廃止した場合の影響について改めて利用者の方々のご意見を確認させていただきたいと考えています。

<③個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表停止について>

- 今次改革の実現タイミングに合わせて個別行の呈示レートの即時公表は停止するという方向性について、引き続き検討していく。

(説明)

本件は、TIBOR の公表に合わせて開示している個別リファレンス・バンク

の呈示レートを公表しないことにした場合の影響について、第1回市中協議でご意見をお伺いしたところ、一定期間経過後（例えば3か月後）に公表されるのであれば、特段影響は生じないというご意見が多数寄せられました。

これらを踏まえると、当運営機関では、TIBOR+の開始に合わせて、個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表を基本的には停止する方向性を、引き続き検討して参りたいと考えています。

ただし、特にリファレンス・バンクとの融資等の銀行取引において、個別リファレンス・バンクの呈示レートを使用する銀行取引がある場合には、当該個別リファレンス・バンクから個別に呈示レートの開示を受ける必要が生じる等、現状に比して実務的な側面などで一定の制約が生じる可能性もあります。

現状の個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表を見直し、一定期間後に開示することに変更した場合に重大な影響があると考えられる場合には、ご意見をお寄せいただきたいと考えています。

＜④当運営機関の実取引データの収集スキームの高度化＞

- 現在、当運営機関が行っているリファレンス・バンクからの実取引データ収集態勢について、改革の方向性を踏まえ、更なる高度化を検討する。

（説明）

IOSCO 原則や FSB 報告書を踏まえ、TIBOR 改革の実施にあわせて当運営機関の実取引データ等の収集態勢の更なる高度化を検討する必要があります。

今後、TIBOR 改革の内容が固まり次第、収集すべき情報の種類や粒度、収集頻度（現状は月次サイクル）等のあり方について、検討して参ります。

一方、これに対応するかたちで、リファレンス・バンクの側においても、各リファレンス・バンク内で実取引データを収集し、呈示レートの算出根拠として使用し、当運営機関に提出するという一連の業務に必要な態勢を更に高度化し、整えていただく必要も生じると思われます。

各リファレンス・バンクの呈示部署が直接参照できる取引の範囲や実取引データの担当部署間の受け渡し可能タイミング等にはリファレンス・バンク毎に幅があり、当運営機関としては、これらの実態を踏まえたうえで、実取引データの収集に引き続きの協力、ならびに態勢の高度化を各リファレンス・バンクに求めていく方針です。

例えば、具体的には、前営業日午前 11 時から当日午前 11 時までの 24 時間分のデータを各リファレンス・バンクに求める、という部分は、前営業日午前 10 時から当日午前 10 時まで、あるいは前営業日午前 9 時から当日午前 9 時ま

での 24 時間も許容するなど、恣意性を排除すべく予め定めた一定の範囲で、柔軟性を確保したいと考えています。

また、各リファレンス・バンクから収集・使用・提出される実取引データの最小金額の基準についても、リファレンス・バンクの取引規模や取引態勢が様々であることを踏まえ、一律の基準を導入することより、それぞれの規模や態勢に応じた基準をある程度柔軟に認めることで、リファレンス・バンクの負担を極力軽減し、ひいては結果的に実取引データを可能な限り多く確保することができるのではないかと考えています。

3. ご意見をお伺いしたい事項

当運営機関は、以上述べて参りました TIBOR 改革の方向性を踏まえまして、今般、以下の4点について、皆さまからのご意見をお聞かせいただければと考えています。

(1) TIBOR 改革の基本的なコンセプトについて（追加照会）

上記のとおり、当運営機関は、現行 TIBOR の改革を通じて、TIBOR+の実現を図ること、また、それに当たっては現行 TIBOR の定義との同一性を尊重することにより、シームレスな改革実現を目指すこととしています。

この基本的なコンセプト（cf. P.7 2.（1））に対し、ご意見がございましたら、その理由を添えてお寄せください。

(2) ウォーターフォール構造（案）について（新規照会）

P.8～19に示したウォーターフォール構造（案）についてご意見等あればご教示ください。特に、a.) Quotes と関連市場の優先順位、b.) 実取引データの遡及利用の範囲、c.) 第3層で含めるべき関連市場の範囲の観点についてご意見いただければと思います。

a.) Quotes と関連市場の優先順位

上記(P.8～19)のとおり、現在、当運営機関で想定しているウォーターフォール構造の案をお示ししていますが、よりホールセール市場における実取引を反映した指標とするためには、FSB 報告書で示されているように¹⁸第2層や第3層の①に記載した、事業法人との NCD 取引や大口定期預金取引の取引データ等を、「1-1」の次に参照する構造とすること（「1-2」および「1-3」よりも優先的に参照すること）も考えられます。

¹⁸ FSB 報告書(P.12)では、IBOR+はまず実取引に依拠すべき、としながらも、各通貨や市場の流動性等の状況次第では、“authorities should work with and guide the private sector to promote rates which are derived on a waterfall of different data types: underlying market transactions first, then transactions in related markets, then committed quotes, and then indicative quotes.”として、異なる種類のデータをウォーターフォール構造の中で参照することも許容される場合がある、とされている。そこでは、「依拠する市場の実取引」を最初に、次に「関連市場の実取引」、その次に「Committed Quotes」、その次に「Indicative Quotes」という参照すべき順番が示されており、「Committed Quotes」を参照する前に、本ウォーターフォール案における第2層や第3層の①に相当する「関連市場の実取引」を参照するとされている。

当運営機関としては、現行 TIBOR の定義との同一性を維持する立場から、最適と思われるウォーターフォールの構造の(案)について、上記(P.8～19)においてご説明しましたが、これについてのご意見がございましたら、その理由を添えてお寄せください。

- b.) 上記 (P.16) において、第 1 層の「実取引データの遡及利用」として、一定日数遡って実取引データを収集し、使用することを説明しましたが、この一定期間について、例えば「過去 5 営業日程度」としていることについて、ご意見がございましたら、その理由を添えてお寄せください。
- c.) 上記(P.8～19)において、第 3 層の①の取引種別 (NCD 取引 (銀行間以外)、大口定期預金取引)、②の関連市場種別 (短期国債市場、GC レポ市場、OIS 市場)、それぞれに関して、その実取引データ等の使用方法として、①については、前営業日からの変化幅を活用する方法または実取引データをそのまま活用する方法、および②については、前営業日の気配値からの変化幅を活用する方法または全く活用しない方法をお示ししています。これらについてのご意見がございましたら、その理由を添えてお寄せください。

(3) 2 か月物、12 か月物の公表停止について (追加照会)

第 1 回市中協議においては、「例えば、12 か月物」として一部のテナーを廃止した場合の影響についてお伺いしました。改めて「12 か月物」と「2 か月物」を廃止した場合の影響について、利用者の方々のご意見を確認させていただきたいと考えています。(cf. 詳細なご説明は P.20②もご覧ください)

2 か月物と 12 か月物の公表を停止する場合に重大な影響がある場合にはご意見をお寄せください。

(4) 個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表停止について (再照会)

本件は、第 1 回市中協議でご意見をお伺いした結果、一定期間後 (例えば 3 か月後) に公表されるのであれば、特段影響は生じないというご意見が多数寄せられました。当運営機関においては、今次改革に合わせて、個別リファレンス・バンクの呈示レートの即時公表を基本的には停止する方向で考えて参りたいと思います。

ただ一方で、特にリファレンス・バンクとの融資等の銀行取引において、当該個別リファレンス・バンクの呈示レートを使用する場合には、個別リファレンス・バンクから個別にレートの開示を受ける必要が生じる等、現状に比して

一定の制約が生じる可能性があります。

こうした観点も踏まえながら、再度ご意見をお伺いするものです。現状の即時公表を見直し、一定期間後に開示することに変更した場合に重大な影響がある場合には、ご意見をお寄せください。(cf. 詳細なご説明は P.20③もご覧ください)

[ご意見のご提出方法等]

(1) 受付期間

平成 27 年 8 月 28 日（金）から平成 27 年 11 月 20 日（金）（必着）

(2) 提出方法

【送付先】

- ・ 郵便の場合：〒100-8216 東京都千代田区丸の内 1-3-1
一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関業務部宛
- ・ 電子メールの場合：contact@jbatibor.or.jp

【記入要領等】

件名を「全銀協 TIBOR の更なる改革について(第 2 回市中協議)に対する意見」とし、次の事項をご記入のうえ、ご提出ください。

- ・ お名前（または名称）
- ・ ご連絡先（電話番号、電子メールアドレス）
- ・ 法人または所属団体名（法人または団体に所属している場合のみ）
- ・ ご意見の内容およびその理由

【ご留意事項】

ご意見に付記されたお名前やご連絡先等の個人情報については、ご意見の内容に不明な点があった場合等に連絡・確認をさせていただく際に利用いたします。

詳しい個人情報の取り扱い等については、運営機関のプライバシーポリシーをご覧ください。

【本件に関するお問い合わせ】

一般社団法人全銀協 TIBOR 運営機関業務部 電話：03-5252-4131

以 上

[資料 1] 第 1 回市中協議結果の概要等について

- 平成 26 年 12 月 24 日公表の第 1 回市中協議「FSB 等報告書を受けた全銀協 TIBOR の更なる改革について」（平成 27 年 2 月 10 日意見受付期限）に対して寄せられた主な意見の概要と当運営機関の考え方は下表のとおりです。
- 意見受付期限までに、合計 40 社・団体（事業法人 16 社、事業法人以外 24 社・団体）からコメントをいただきました。ご協力いただいた皆様方には厚くお礼申し上げます。

第 1 回市中協議 意見照会事項	寄せられた主なご意見の概要	当運営機関の考え方
<p>(1)対象市場の拡大を含めた実取引への更なる依拠</p> <p>・TIBOR の透明性を一層高めるために、実取引への依拠を更に強めることを前提に、以下の点についてご意見を伺ったもの</p> <p>①現状の TIBOR からのレート水準の変動に対する調整の可否</p>	<p>①現行 TIBOR のコンセプトの維持や連続性の観点から、仮にホールセール市場の取引まで対象市場を拡大する場合には、レート水準の変動を抑制するため調整をすべきというご意見が多く寄せられた一方、透明性の観点から算出上の調整を行うべきではないというご意見も寄せられました。</p>	<p>➤ ご意見等を踏まえ、現行の TIBOR のコンセプトを維持しながら実取引への依拠を更に強めることにより TIBOR の透明性を一層高めて参ります。</p> <p>➤ リファレンス・バンクが呈示レート決定の際に用いるウォーターフォール構造を統一的に定め、対象市場（日本円 TIBOR の場合には本邦無担保コール市場、ユーロ円 TIBOR の場合には本邦オフショア市場）およびホールセール市場等の特性に応じた優先順位を設けることにより透明性・公正性を確保する方向で検討しています。</p>
<p>②実取引への依拠を更に強めることにより発生する可能性のある金利の変動性（ボラティリティ）に対する抑制メカニズムの導入可否</p>	<p>②利用者が個々の契約で対応することが困難であること等から、金利の変動性（ボラティリティ）に対する抑制メカニズムは運営機関として組み込むことを希望するご意見が寄せられた一方、透明性や異常値排除を確保することを前提に、金利の変動性（ボラティリティ）が市場実勢を反映するものであれば許容可能というご意見も寄せられました。</p>	<p>➤ ご意見等を踏まえ、実取引への依拠を更に強めることにより TIBOR の透明性を一層高めて参ります。</p> <p>➤ 金利の変動性を抑制する観点から、リファレンス・バンクの呈示レート決定に際して用いるウォーターフォール構造を統一的に定め、対象市場およびホールセール市場等の特性に応じた優先順位を設ける方向で検討しています。</p> <p>➤ 現在のレート呈示行の最高値、最低値 2 行ずつを除去したう</p>

第1回市中協議 意見照会事項	寄せられた主なご意見の概要	当運営機関の考え方
③対象市場をホールセール市場(NCD取引、大口定期預金取引)に拡大することについて、市場や取引の特性等からの追加の可否	③現行 TIBOR のコンセプト維持や連続性の観点から、ホールセール市場まで対象市場を拡大すべきでないというご意見が寄せられた一方、透明性の確保を前提にホールセール市場まで拡大することもやむを得ないというご意見が寄せられました。	<p>えで単純平均することで異常値を排除する方式を継続する方向で検討しています。</p> <p>➤ ご意見等を踏まえ、現行 TIBOR のコンセプトを維持する一方、実取引への依拠を更に強めることにより TIBOR の透明性を一層高めるため、リファレンス・バンクの呈示レート決定の際に用いるウォーターフォール構造を統一的に定め、対象市場およびホールセール市場等の特性に応じた優先順位を設ける方向で検討しています。</p>
<p>(2)既存契約等への影響</p> <p>・指標改革の結果、TIBOR に顕著な変動が生じることを前提に、利用者の方々に影響が生じ得る以下の点について、ご意見を伺ったもの</p> <p>①パラレル・ラン(現行の TIBOR と新しい代替指標の並行公表期間)の希望の有無</p> <p>②パラレル・ランを実施する期間の程度</p>	<p>①現行 TIBOR から新しい代替指標に移行する作業等のため、パラレル・ランを希望するご意見が多く寄せられた一方、2つの指標が同時に公表されることによる市場の混乱を懸念するご意見も寄せられました。</p> <p>②各種イベントや季節要因等を把握するために少なくとも1年程度必要というご意見が多く寄せられた一方、現在の既存契約の多くが終了すると考えられる5年間は必要であるとのご意見も寄せられました。</p>	<p>➤ ご意見等を踏まえ、現行 TIBOR のコンセプトを維持する一方、実取引への依拠を更に強めることにより TIBOR の透明性を一層高めるために、リファレンス・バンクの呈示レート決定に際して用いるウォーターフォール構造を統一的に定め、対象市場およびホールセール市場等の特性に応じた優先順位を設ける方向で検討しています。</p> <p>➤ このような改革により、「TIBOR+」の理念をシームレスに実現できると考えており、パラレル・ランは実施しない方向で検討しています。</p> <p>➤ 上記のとおり、パラレル・ランは実施しない方向で検討しています。</p>

第1回市中協議 意見照会事項	寄せられた主なご意見の概要	当運営機関の考え方
<p>③ 中立的な第三者（学者等の有識者による懇談会等）による代替指標への移行に関するガイドラインの提示希望の有無</p> <p>④ その他の懸念の有無</p>	<p>③ 現行 TIBOR から新しい代替指標に円滑に移行するためにも、利害関係を有しない中立的な第三者から移行に関するガイドラインが示されることを希望するご意見が多数寄せられました。</p> <p>④ 現行 TIBOR の利用方法について、既存の金融取引のほか、グループ間の資金取引、時価評価等の内部評価、金利リスクの管理システム等で利用をしていることから、改革による影響が生じ得るとのご意見が寄せられました。</p>	<p>➤ 現状 TIBOR のコンセプトを維持し、結果としてパラレル・ランも実施する必要がなくなると考えています。したがって、中立的な第三者によるガイドラインの提示は行わない方向で検討しています。</p> <p>➤ ご意見等を踏まえ、現行 TIBOR のコンセプトを維持する一方、実取引への依拠を更に強めることにより TIBOR の透明性を一層高めて参ります。</p> <p>➤ リファレンス・バンクの呈示レート決定の際に用いるウォーターフォール構造を統一的に定め、対象市場およびホールセール市場等の特性に応じた優先順位を設ける方向で検討しており、パラレル・ランは実施しない方向で検討しています。</p>
<p>(3) TIBOR の公表時限</p> <p>・TIBOR のレート公表時間が現状の当日正午から遅れる場合に許容可能な公表時限について、ご意見を伺ったもの</p>	<p>○ 契約実務の対応等のため、現行の公表時限は変わらないことが望ましく、公表時限が当日正午から遅れる場合であっても、少なくとも当日中に公表されることを希望するご意見が多数寄せられました。</p>	<p>➤ ご意見等を踏まえ、現状の当日正午の公表は変更しない方向で検討しています。</p>

第1回市中協議 意見照会事項	寄せられた主なご意見の概要	当運営機関の考え方
<p>(4)各呈示行のレート の同時開示停止</p> <p>・TIBOR が実取引への の依拠を更に高 めた場合、各リ ファレンス・バ ンク呈示レート から各社のクレジット 状況を推定する ことが容易になる 可能性がある ことから、各リ ファレンス・バ ンクの呈示レ ートの同時開示を停 止し、例えば、3 か月後に開示す る等の対応とし た場合の影響に ついてご意見を 伺ったもの</p>	<p>○各リファレンス・バンクの呈示 レートについても、一定期間経 過後（例えば、3か月後）に公 表されるのであれば、特段影響 は生じないというご意見が多数 寄せられました。</p>	<p>▶ ご意見等を踏まえ検討して参 りましたが、各リファレンス・ バンクの呈示レートの同時開 示停止について、更に検討を進め る予定です。</p>
<p>(5)TIBOR の一部期 間の指標および ユーロ円 TIBOR の廃止</p> <p>・TIBOR が実取引へ の依拠を更に高 める場合でも、依 然として、実取引 が乏しい期間の 指標があり得る こと、対象市場を 拡大により日本 円 TIBOR とユー ロ円 TIBOR の違 いがなくなり得 ることを踏まえ、</p>	<p>①12か月物を参照している取引が ないことから、12か月物の期間 が廃止されても影響がないとい うご意見が多数寄せられた一方 で、グループ間の資金取引で12 か月物を参照している例等があ ることから、引き続き12か月物 の公表を希望するご意見も寄せ られました。</p> <p>②ユーロ円 TIBOR を参照してい る取引がないことから、ユーロ 円 TIBOR を廃止しても影響が ないというご意見が多数寄せら れた一方で、契約上の変更手続 きなどで一定の影響が生じると いうご意見も寄せられました。</p>	<p>▶ ご意見等を踏まえ検討して参 りましたが、TIBOR の一部期間 （例えば、2か月物、12か月物） については、依拠すべき実取引 の件数が少ないことも判明し てきており、引き続き更に検討 を進める予定です。</p> <p>▶ ご意見等を踏まえ検討して参 りましたが、ユーロ円 TIBOR を廃止した場合には、当該指標 を参照した取引の変更手続き など、利用者の方々に一定の影 響が生じ得ることも踏まえ日 本円 TIBOR とユーロ円 TIBOR の統合、またはいずれかの廃止</p>

第1回市中協議 意見照会事項	寄せられた主なご意見の概要	当運営機関の考え方
以下の点について、ご意見を伺ったもの ①12 か月物の期間の廃止 ②ユーロ円 TIBORの廃止		については、引き続き継続検討課題とさせていただきます。

[資料2] 第1回市中協議を踏まえた当運営機関の考え方に関する補足説明

1. 現行定義の尊重について

現行 TIBOR の定義は、「東京時間午前 11 時に、本邦無担保コール市場（ユーロ円 TIBOR の場合は「本邦オフショア市場」）において、『プライム・バンク間の取引』を想定した場合に市場実勢と看做したレート」とされています。

また、「プライム・バンク」については、全銀協 TIBOR 行動規範において、「十分な自己資本と潤沢な流動資産を保有する等財務的に強固であり、本邦無担保コール市場（ユーロ円 TIBOR の場合は「本邦オフショア市場」）の主要な参加行」と定義されています。

当運営機関として、利用者のニーズや市場環境を踏まえて将来的に定義の見直しを行う可能性を否定するものではありませんが、第1回市中協議においては、例えば現行 TIBOR の定義上、全く性質の異なる事業法人との預金取引等をレートの算出に使用することは、定義の同一性が損なわれることに繋がりがかねず、結果的に、利用者からみた TIBOR の存続価値を失わせかねないとの懸念が多数寄せられました。

以上のような点から、当運営機関といたしましては、TIBOR 改革の検討に際しては、基本的に現行定義を尊重した検討を進めることが重要であると考えました。またウォーターフォール構造（案）の設計に当たっても、関連市場を第3層において使用するのが適切である、と考えました。また、この観点にもとづく設計は、シームレスな移行にも資すると考えています。

なお、定義に含まれる用語のうち、「プライム・バンク」や「市場実勢と看做したレート」という概念があります。これらは、指標発足以来 20 年間、様々なマーケットイベントがあった中、参照すべき実取引が見つからない状況においても、それぞれのリファレンス・バンクが市場全体の動きを俯瞰する中で、「プライム・バンクであればどの水準で追加的な資金調達をある程度まとまった金額で可能なのだろうか」と市場の専門家の視点から考え、TIBOR を切れ目なく呈示し続けることを可能にしてきた、という側面があると考えています。これらの概念のこのような側面には、指標としての継続性、市場急変時の安定性の観点から、今後とも有効に機能し続けることを期待しています。

一方、FSB 報告書等を踏まえ、利用者の方々から見た透明性・客観性を向上させることの重要性は強く認識しており、これらは定義を変質させなくとも、算出方法の見直しや明確化を図ること、運営機関による適切な情報発信や開示を行うことにより達成することが可能であると考えています。

ご参考までに、TIBOR の名称および定義に含まれるキーワードのうち、TIBOR の表現しようとする「価値」を構成する主な要素は以下のとおりです。

①地理的な側面	<ul style="list-style-type: none"> ・日本円 TIBOR については、日本（東京）市場における金利の指標であることが想定されている。 ・また、ユーロ円 TIBOR については本邦オフショア市場の取引であり、少なくとも資金取引の片方の当事者は本邦に所在していることが想定されている。
②取引の「当事者」	<ul style="list-style-type: none"> ・その名称（TIBOR : Tokyo Interbank Offered Rate）から、銀行同士の資金取引の金利を表す指標であることが想定されている。さらに、定義に含まれる「プライム・バンク」の用語により、信用力が高い銀行（あるいは預金取扱金融機関）が、その取引の当事者として想定されている（すなわち、基本的に事業法人との取引は想定されていない）。 ・なお、「プライム・バンク間の取引」としている背景には少なくとも以下の2点がある。 すなわち、i) 日本で全銀協 TIBOR が導入された平成7年当時は、東京の短期金融市場において銀行間の調達金利格差が顕在化しつつある時期であったことから、TIBOR が表そうとする価値を極力シャープに表現しようとする意図があったこと、ii) 一方、より現実的な理由として、当時 LIBOR も同様の「プライム・バンク」を定義に含めていたことである。 ・なお、LIBOR は平成10年に「プライム・バンク」から各呈示行自身の調達金利に直接リンクさせる定義に変更したが、TIBOR は変更していない。
③取引の種類	<ul style="list-style-type: none"> ・全銀協 TIBOR 行動規範の「1. 定義」には、本邦無担保コール市場（日本円 TIBOR）または本邦オフショア市場（ユーロ円 TIBOR）について記載あり。
④取引の「時点」	<ul style="list-style-type: none"> ・全銀協 TIBOR 行動規範の「1. 定義」には、「午前11時」の取引を想定していることについて記載あり。
⑤取引の「サイド」	<ul style="list-style-type: none"> ・その名称から、Offered Rate であることが想定されている。Offered Rate とは、銀行がインターバンク市場において、資金を放出する際に取引相手方に対し示すレート（そのレートであれば運用しても良いと考えて呈示するレートで、いわば「売値」に相当するが、資金取引は売買ではないため、「運用希望金利」という表現になる）。 ・したがって、定義に含まれている他の主要要素と合わせて総合的に表現すると、TIBOR とは概ね「TIBOR が対

	<p>象とする本邦無担保コール市場または本邦オフショア市場の市場実勢からみて、プライム・バンクが追加的にある程度まとまった円資金調達を午前11時付近において試みた場合、どの金利水準であれば（資金の出し手となる銀行が存在して）調達取引が可能であると、各リファレンス・バンクが想定しているか、を平均したレート」を表象しようとしている、ということになると考えられる。</p>
--	--

2. シームレスな移行の重要性について

TIBOR+の実現を目指す中で、仮に現行 TIBOR の定義から実質的な変更が生じる場合にあっては、TIBOR を契約で参照している利用者において、「移行」の問題・実務的な負担が生じると考えられます。

実際、第1回市中協議では、対象市場の拡大を含めた実取引への更なる依拠に関するご質問に対し、TIBOR のコンセプトを維持し連続性を保つことが必要であるとのことのご意見が多く示されており（cf. 資料1(1)①）、TIBOR が表現しようとする「価値」を重視したうえで利用されていることが確認できました。

具体的には、仮に現行 TIBOR の定義に変更を加えることにより、従来の TIBOR と変容する場合には、契約上参照する指標を従前のまま据え置くべきかどうかについて、契約当事者間での検討、交渉等が通常生じるものと考えられます。

今回の第2回市中協議においては、TIBOR 改革を通じてシームレスに TIBOR+を実現する、という方式をご提案し、その具体的な手段として、適切に設計されたウォーターフォール構造をお示ししています。

そして、この方式を採用する結果、パラレル・ランも回避できると考えています。

仮にパラレル・ランを伴う方法を採用せざるを得なくなるような場合は、新旧の指標の性質の相違を見極めたいとする利用者のニーズにはお応えできる可能性はある一方、新旧の指標の移行に時間を要することで、却って混乱が拡大する可能性もありますので、このような観点からも本案に述べましたように、シームレスな移行の選択することにはメリットがあると考えています。

以 上