

資 料

バーゼルII実施と Hague 条約批准・ UNIDROIT 条約成立の課題

久保田 隆

はじめに

- I ケースその1：自己資本比率規制（バーゼルII）
- II ケースその2：国際証券決済関連条約（Hague条約，UNIDROIT条約）
結びに代えて

はじめに

銀行と証券を巡る国際的な法規制は現在重要な転換点を迎つつある。為替政策や年金問題などに比べて一般的な認知度はあまり高くはないが、法的観点からみると極めて重要な改革が進行中である。すなわち、銀行を巡る重要な変化としては、自己資本比率規制に関するバーゼルIIが導入予定である。一方、証券を巡る重要な変化としては、証券決済において、国際的な法統一を企図して抵触法統一を図る Hague 条約の批准と実質法統一を図る UNIDROIT 条約の起草・成立が検討されている。

これらはバーゼル銀行監督委員会など先進国の国際機関が主導して国際統一基準を策定し、グローバリゼーションを推し進める動き⁽¹⁾として頻繁に紹介されるものの、様々な理由により国内法化が遅れたり、国際的な審議が順調に進んでいないことはあまり報じられていない。しかし、国際統一基準がせっかく成立したにもかかわらず、国内法化が遅れてしまうのは何故かについてリサーチし、今後の行方を見通すことは、金融実務のみならず金融法学の新たな発展にも寄ると思われる。そこで本稿では、バーゼルIIとHague条約・UNI-

(1) その一方で、国際金融におけるリージョナリズム推進の可能性を秘める動きとして、日本の沖縄金融特区のような特区形成に伴う税額控除等による産業振興の試みも存在する。この点については別の機会に論じることとした。

DROIT 条約をケーススタディとして取り上げ、現状について整理することとしたい⁽²⁾。

I ケースその1：自己資本比率規制（バーゼルII）

金融規制の国際的調和の典型例として、銀行の自己資本規制に関するバーゼル合意を取り上げる。以下、日本の自己資本比率規制、バーゼル合意の性格と現行バーゼル合意、バーゼル合意の改訂（2004年）、バーゼルII実施上の課題について整理・紹介したい⁽³⁾。

（1）日本の自己資本比率規制

本題に入る前に、日本の状況を確認することとしよう。日本では、1954年以降、大蔵省通達により独自の自己資本比率規制がなされていたが、バーゼル合意（1988年、詳しくは後述）を受けて、海外営業拠点を有する銀行については、同合意に沿った内容に改められ（1988年）、1993年の銀行法改正の際に銀行法14条の2として法制化された。その結果、当時の大蔵省告示（1993年）でバーゼル合意に準拠した国際統一基準（海外営業拠点を有する銀行に適用。8%以上）とわが国独自の国内基準（海外に営業拠点を有していない銀行に適用。4%以上）が定められている。なお、国内基準は国際統一基準に類似するものの、マーケット・リスク規制が含まれない等の点で異なっている。一方、銀行持株会社についても、銀行と同様の連結自己資本比率規制（海外営業拠点

(2) 本研究は、平成16～21年度・特定領域科学研究費補助金（「金融監督規制の国際調和と相互承認の研究」）に基づく研究成果の一部である。また、本稿執筆に当たり、道垣内正人・早稲田大学教授に有益なコメントを頂いた。さらに、2005年12月5日に長島大野常松法律事務所で行われた「International Financial Collateral Arrangements and the Impact of Basel II on Japanese Banks」というセミナーに出席し、貴重な情報を得た。

(3) 以下、白川俊介「バーゼルII時代の金融行政の課題」（2005年5月29日日本金融学会報告レジュメ）、吉国眞一「バーゼルII（新BIS規制）について」国際金融1129号（2004年7月15日）、および2004年12月21日13：00～15：00に浜野隆氏（日本銀行金融研究所企画役〈当時〉）に早稲田大学法学部で行って頂いた講義、さらには2005年12月26日11：00～12：00に岸道信氏（日本銀行金融機構局企画役）からヒアリングした結果を参照した。但し、あり得べき誤りは筆者個人に帰する。

を有する銀行を子会社とする場合は8%以上、海外営業拠点を有する銀行を子会社としていない場合は4%以上)が課されている。

なお、日本では、銀行本体による証券業務の兼営は認められておらず、証券会社については、銀行とは異なる自己資本規制が課されている。同規制は、証券会社が負担する各種のリスクが現実のものになった場合でも、それによる損失に十分耐えられるだけの流動性のある自己資本を保持することを義務付ける趣旨とされている。証券会社は、自己資本規制比率が120%を下回らないようにしなければならず、140%を下回った場合には、金融庁に届け出を要する。

(2) バーゼル合意の性格と現行バーゼル合意

では、本題に移ろう。バーゼル合意とは、バーゼル銀行監督委員会（事務局：BIS）により策定された銀行の自己資本規制に関する国際合意を指し、「国際的に活動している銀行」に対して、金融業務を行う子会社を含む連結ベースで適用される。バーゼル合意は法的規制ではないが、事実上の強制力を有している。この背景事情としては、①1979年に組織された世界銀行監督者会議や地域ごとのフォーラム等を通じて世界各国の金融当局がバーゼル合意の諸原則を採択しているため、そこから逸脱する国には国際金融市場から排除される圧力がかかってしまうこと、②1975年にバーゼル銀行監督委員会が纏めたバーゼル・コンコルダートによれば、銀行の外国拠点の監督は銀行免許を付与した国（母国）と銀行としての活動が行われている国（受入国）の双方が規制管轄権を持つ（共同責任）ため、仮にバーゼル合意の国内法化を母国政府が拒む場合、受入国での銀行の営業活動が認められず締め出しを食らうこと、が指摘できる。

さて、現行バーゼル合意（バーゼルI）は、1988年に制定され、簡素なアプローチを採用し⁽⁴⁾、比較可能性や実行容易性に優れていた。バーゼルIは、金融規制において初めてリスク・ベースという概念が取り入れられ、従来の規制手法に比べると画期的であったが、金融を取り巻くリスクが複雑化・高度化すると、そうした簡素なアプローチでは対応しきれなくなった。例えば、リスクの異なる資産を纏めて証券化した場合、現行規制では全体としての正しいリスクを反映することができない。一方、銀行は内部リスク管理技術を進歩させて

(4) 具体的には、「自己資本 (Tier 1+Tier 2) ÷ リスクアセット」の値が8%以上であることを求める単純なものである。

きたため、自己管理や市場規律の重要性が認識されるようになってきた。規制当局が細かい指導を行ってリスクを管理するよりも、情報開示が適切に行われさえすれば市場参加者が評価・格付けすることで市場規律によるリスク管理が行われるので、それに任せる方がより適切であると認識されるようになった。さらに、金融監督当局が外形的な情報に基づいてリスクを測定する方法では、米国のマネーセンターバンクなどの先進的な銀行の内部リスク管理に比べて精度が落ち、むしろ高度なリスク管理を阻害しかねないとの批判もなされた。このため、1996年にマーケット・リスク規制を導入して自己資本算出において銀行の内部リスク管理モデルの使用を一定条件下に認める改正を行い、バーゼル I の部分的な手直しを行った⁽⁵⁾。

(3) バーゼル合意の改訂 (2004年)

その後も、①銀行の抱えるリスクが複雑化・高度化する中、新時代の規制のあり方としては、銀行自身の内部管理や市場規律に重点を置く方向性が望ましいとの見方が定着し、②銀行の業務内容やリスク管理手法が多様化する中で、リスク計測手法につき多様な選択肢を提供する必要が高くなり（例えばクレジット・リスク関連の所要自己資本の計算に当たっても金融機関の内部格付けシステムの使用を認めて欲しいなどの要求が高まった）、③オペレーショナル・リスク（事務事故や不正行為により損失が生じるリスク）のように現行規制では十分把握できないリスクの重要性が増した結果、全面改正に向けて長期間検討が続けられた。1999年の第一次草案以来、様々な審議が続けられ、2004年6月に最終合意としてのバーゼル合意の見直し（バーゼルII）が公表された。バーゼルIIは2006年末以降段階的に実施される。

(5) 1996年に導入されたマーケット・リスク規制では、対象となるトレーディング取引のマーケット・リスク量を算定し、リスク量と同額以上の自己資本を義務付けた。すなわち、マーケット・リスク相当額 \leq 自己資本 (Tier 1+Tier 2+Tier 3) という条件を課している。なお、基本的項目 (Tier 1) とは資本金・公表準備金等、補完的項目 (Tier 2 <Tier 1が上限>) は貸倒引当金・有価証券含み益の45%・長期劣後債務等、控除項目は営業権相当額・非連結金融子会社への出資・資本の意図的な持合い等、準補完的項目 (Tier 3) は短期劣後債務であり、控除項目として営業権相当額・非連結金融子会社への出資・資本の意図的な持合い等がある。また、資産カテゴリー別に、例えば OECD 諸国政府向け：0%、OECD 諸国の銀行向け：20%、民間向け：100%といったリスクウエイトが付けられていた。

バーゼルIIは、従来の第一の柱「リスク・ベースの最低自己資本比率」に、第二の柱「同比率に関する監督上の検証プロセス」、第三の柱「情報開示を通じた市場規律の強化」を加えた3本の柱からなる自己資本規制を策定している。また、従来の第一の柱についても改善を加え、最低所要自己資本額に依存した画一的な規制を改め、各銀行の多様なリスクに応じた自己管理と市場規律重視の監督へ移行するため、①対象リスクを従来のクレジット・リスク、マーケット・リスクに加えてオペレーショナル・リスクまで拡大し（下記算式分母の右の下線参照）、②クレジット・リスクの算定においては、リスクウエイトを細分化し、銀行の内部格付に応じたクレジット・リスクの算定をも選択肢の1つとして容認している（下記算式分母の左の下線参照）。

自己資本（現行のまま）

クレジット・リスク（精緻化）+マーケット・リスク+オペレーショナル・リスク

クレジット・リスクの算定においては、ケース2で扱う証券決済における担保付き取引についても法的有効性の確保を求めており（Part 2, II. Credit Risk-The Standardised Approachの(iii) Legal certaintyの118, 123段落参照）、Hague条約批准が進まず、各国の法的対応が区々である現在、どの程度の確実性が必要か、未達の場合に如何なる制裁を加えるか、について明らかにする必要がある。その際、口座管理機関がシステマ的に法律問題の発生可能性を抑えている場合（例：ユーロクリアのようにカストディアンを複数国に分散せずに混蔵寄託するケース）は、どの程度義務が軽減されるかについても検討が必要である。もっとも、バーゼルIIの議論において、この問題は殆ど扱われておらず、法律面の関心が高いのはむしろコモディティ商品と金融商品とのネットィングの扱いである。この取引はヘッジファンドを中心に最近広く行われるようになったが、ISDAのマスタアグリーメントでカバーされておらず、この部分の法的対応を求める動きが活発である（なお、現在はコモディティは入れず、OTCデリバティブとレポまで広げることでコンセンサスがある状態）。

なお、バーゼルIIでは、規制の対象は「各国当局が適切と認める重要な銀行（significant banks）」にも拡大され、また「主として銀行業務を営んでいるグループの持株会社」（銀行持株会社）も規制の対象となる⁽⁶⁾。ここで金融コン

(6) この点に関連し、ハーバード大学のスコット教授らはCapital Adequacy Beyond Basel, Oxford University Press, 2005の中で、バーゼルIIが持株会社に適用される結果、傘下の証券、保険会社に影響を与える点を危惧している

グロマリットとの関係についても付言しよう。金融コングロマリットとは銀行業、証券業、保険業のうちの2つ以上に亙る広範囲の金融サービスを提供する企業グループを指し、近年、銀行、証券、保険の各業態間の垣根低下により急速に発達してきた。このため、業態を超えた規制・監督方法の有効性を高めることが重要になり、1996年、バーゼル銀行監督委員会、IOSCO（証券監督者国際機構）およびIAIS（保険監督者国際協会）によりジョイント・フォーラム（Joint Forum）が設立された。金融コングロマリットにおいては、例えば同じ自己資本がグループ内の金融機関によって2回以上用いられることにより、外見上の自己資本の嵩上げが行われる（「ダブル・ギアリング」または「マルチプル・ギアリング」）可能性がある点が問題点として存在する。このため、1999年に金融コングロマリットに対する規制・監督上の問題に関する「金融コングロマリットの監督（Supervision of financial Conglomerates）」が公表された。この内容は、①金融コングロマリットの自己資本充実度の評価、②監督当局間の情報交換、協調の促進、③金融コングロマリットの経営者・主要株主の適格性に関するテスト、④グループ内の取引・リスクの集中である。EUはこれを参考に2002年に「金融コングロマリットの補完的監督に関する指令」を採択したほか、日本も銀行の自己資本規制における証券業務の扱い⁽⁷⁾においてEUと実質的にほぼ同じ水準にある。

（4） バーゼルII実施上の課題

各国金融監督当局は現在、2006年末（日本は2007年3月期。なお、最も先進的なリスク測定アプローチを採用する場合は2007年末）からのバーゼルII実施に備え、国内規制の見直し作業を進めている（2006年春にも「自己資本比率規制の一部改正に関する告示」として成立すべく、金融庁ホームページ上で数回に亘り、パブリック・コメントを徴求している）⁽⁸⁾。バーゼル銀行監督委員会

が、金融機関が実際に懸念しているか否かについて筆者は今のところ把握していない（2005年8月にFRBNY、同年9月にパリ大和総研にヒアリングした際には、そうした懸念は聞かれなかったことであった）。なお、この他にバーゼルIIに関する批判的分析を行ったものとして、Benton E. Gup ed., *The New Basel Capital Accord*, Thomson, 2004参照。

(7) 日本では、銀行の連結自己資本比率算定上、連結対象である証券子会社の特定取引にかかる資産はマーケット・リスク相当額に、それ以外の資産はクレジットリスクアセットに算入される。

(8) 詳しくは、白川俊介・三輪純平「内部格付手法の採用希望行に影響度調査を

は、銀行の内部格付手法等を容認する新しい自己資本比率算定式において、所要自己資本の最終的な水準調整を行う余地を残すために分母のクレジット・リスクアセットにスケーリング・ファクター（掛け目）を置くこととし、その最終的な数値は本格実施前の予備計算に基づいて決定するとしている。しかし、アメリカ、ドイツ、日本などの各国は、早期に新規制の影響を把握する必要から、予備計算に入る前に自主的に定量的影響度調査（Quantitative Impact Study, QIS）を実施し（QIS 4もしくはフィールドテストと呼んでいる）、2005年10月～12月までにバーゼル銀行監督委員会のメンバー国全てがQIS（QIS 5）を実施しており、その結果を受けて2006年半ばにも最終的な掛け目が決定される扱いとなっている。

しかし、バーゼルIIの本格実施まで時間が限られている中、課題は数多い。バーゼルIIにおける内部格付手法導入の推進力となり、QISを2005年3月から導入した日本に先行して2004年11月から既に開始したアメリカにおいても、バーゼルII実施に向けたスケジュールに遅れがみられるようである。

すなわち、筆者は2005年8月9日にFRBNY（Federal Reserve Bank of New York：ニューヨーク連邦準備銀行）においてヒアリング調査を行った⁽⁹⁾が、そこで得た情報によれば、先進20行程度の適用されるQISの技術的な計算方法について銀行間のコンセンサスが得られず、再ドラフト→再コメントの繰り返しが続いており、国内規制の見直しが遅れているとのことである。また、アメリカにおいても地方銀行などはバーゼルIIに必ずしも歓迎ではなく、現状維持が第一希望であるようだ（なお、米国では地方銀行や中小金融機関にはバーゼルIIを適用せず、現行規制を多少変更の上で適用する方向で2005年夏まで来たが、同年10月以降、中小金融機関に適用する新基準としてバーゼルIAを策定する動きにある。）。一方、米国内では、FRB（Federal Reserve Bank：連邦準備銀行〈中央銀行〉）、OCC（Office of the Comptroller of the Currency：通貨監督官事務所〈政府機関〉）、OTS（Office of Thrift Supervi-

実施へ」金融財政事情2005年2月14日号参照。なお、各国毎の取組み状況については、John Tattersall and Richard Smith eds., A Practitioner's Guide to the Basel Accord, City & Financial Publishing, 2005参照。

(9) 2005年8月9日15:00～16:00にニューヨーク連邦準備銀行においてSusan D'Andrea Lee 検査官（Supervising Examiner）とIan Horwitz 法務部アシスタント・バイスプレジデント（Assistant Vice President, Legal Group）に面談した。

sion：貯蓄金融機関監督事務所〈政府機関〉）、FDIC（Federal Deposit Insurance Corporation：連邦預金保険公社〈預金保険〉）の4機関がバーゼルIIに対する管轄権を持っている（なお、日本では金融庁と日本銀行が担当しているが、一義的には金融庁が担当）が、積極的に関与しているのはFRB（FRBはバーゼル銀行監督委員会における基準策定段階から深くコミットしてきた）とOCCであり、FRBは基準を精緻化、OCCは基準簡略化を志向する傾向にある。こうした中、2005年3月に米国連邦議会が「公正な資本基準策定のための金融政策委員会法案（United States Financial Policy Committee For Fair Capital Standards Act）」（H. R. 1226）を提出し、この問題に関心を持ち始めている。この法案は、財務長官を議長とし、FRB、OCC、OTC、FDICの長を委員とする金融政策委員会をバーゼルIIに関する単一の政策決定機関として創設するものであるが、現状では成立の見通しは薄い。連邦議会としては、地域金融機関とマネーセンターバンク、外国金融機関と自国金融機関といった金融機関間の競争条件の均衡化（level playing field）の観点から関心を抱くようになっており、専門家が策定したバーゼルIIは複雑すぎて一般には理解しにくいので簡素化すべきだと主張している。

一方、日本でもアメリカほどではないにせよ政治家が徐々に関心を示してきたほか、金融庁も数多くの課題を認識しているように見受けられる。政治家としては、例えば参議院議員の大塚耕平氏⁽¹⁰⁾や前衆議院議員の鈴木淑夫氏⁽¹¹⁾がバーゼルIIに対する批判を行っている。経済学者でもある鈴木氏は、日本の金融学界やノーベル経済学賞受賞者のスティグリッツ教授による現行規制の理論的問題点の分析を踏まえつつ⁽¹²⁾、バーゼルIIにおいても現行規制の問題点は

(10) 大塚耕平「新 BIS 規制が金融界、監督当局に突きつける課題」金融財政事情2004年8月2日号参照。

(11) 鈴木淑夫「新 BIS 規制は経営リスクの評価を精緻化しない」金融財政事情2005年2月14日号参照。

(12) 鈴木氏によればこれらは3点に整理できる。すなわち、「(1) BIS 規制は個々の資産のリスクを査定して合計しているが、個々の資産のリスクの間に逆相関があれば、ポートフォリオ全体のリスクは低くなる。したがって、個々の資産リスクの間の分散・共分散行列の正確な情報がなければポートフォリオ全体のリスク（銀行の経営リスク）は評価できないが、そんなことはできるはずがない。(2) 自己資本比率の最適水準は、個々の銀行の倒産確率や預金保険コストによって異なるが、これらの正確な情報が得られないままに一律の水準で自己資本比率を規制するのは有害。(3) 自己資本比率は、収益性比率や不良債権比率と

あまり解消されておらず⁽¹³⁾、国内銀行への適用はやめた方が良く、むしろ情報開示奨励による市場規律の強化に重点を置くべきだと主張している。但し、実施期限が迫っている現段階で、これまでの全ての議論を白紙に戻すような影響力を両氏が持ち得る状況にはなさそうであり、アメリカのような議会の介入は日本では起きていない。一方、金融庁・白川氏⁽¹⁴⁾は、日本におけるバーゼルII実施上の課題として、邦銀全体のリスク管理の高度化（統合リスク管理手法の本格的導入）、当局サイドにおける検証技術の向上、自己資本比率規制の枠組み整理（早期是正措置と第二の柱）を図りつつ、①事後チェック型行政という枠の中で将来銀行に生じうるリスク量の計測についてどのように検証し、監督するか、②検査と監督の連携の必要性を含め、当局の監督体制はどうあるべきか、といった点を挙げている。さらに、地方銀行や中小金融機関のようにリスクが必ずしも高度化・複雑化していない金融機関に対しては、バーゼルIIよりもバーゼルI的な簡素な基準の方が望ましく、それに応じた別の規制のあり方を考えていく必要があるとしている（アメリカのバーゼルIAのような基準は特に作らず、中小金融機関はバーゼルIIではなく現行規制を適用した上で、貸出のリスクウェイトを多少変える方向で対応している）。これらの課題は、2006年末から実施するにはやや過大ではあるが、日本の金融庁はスケジュールに遅れはないと公言しており、欧米でもスケジュール通りの実施に向けて全力を尽くしている状況にある（Global Risk Regulator 誌報道による）。

一方、先進国以外の国々がバーゼルIIを実施する場合には、更なる潜在的な政治問題が存在する。すなわち、バーゼル銀行監督委員会は条約上の根拠はなく、BISの下部組織でもない（事務局はBISに設置）が、G10（ベルギー、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、スウェーデン、イギリス、アメリカ、スイス、ルクセンブルク、スペインの13カ国）をメンバーとし

相互に矛盾するので、三つの指標の最適組合せを選択するのは銀行経営そのものであり、それを判定するのは市場である。三つのうちの一つである自己資本比率だけを規制するのは経営の自由度を奪い、効率的な銀行経営を阻害する過剰介入行政である」。

- (13) 信用リスクが精緻化されたはずなのに適正な自己資本比率が8%のまま不変である点、監督当局による銀行の内部管理プロセスの検証に際して行政の過剰介入を助長する懸念がある点、個々の資産のリスク評価を精緻化して合計しても経営リスクの評価は依然精緻化し得ない点の3点がバーゼルIIへの疑問点として指摘されている。
- (14) 前掲白川金融学会報告レジュメ参照。

て基準を策定するが、途上国などそれ以外の諸国は、基準策定に預かれないにもかかわらず既に述べたような市場圧力によって基準受入れを余儀なくされる。このため、ケンブリッジ大学のアレクサンダー研究員らは基準策定の正当性に問題があり、グローバルガバナンスに悪影響を与えるとして、多数国間条約に依拠した意思決定の枠組み作りを提唱している⁽¹⁵⁾。仮にこの問題が国際政治問題化した場合、先進国の金融専門家サークルが作成し、基準策定に預かれなかった国々にも事実上の拘束力を及ぼすバーゼルIIが円滑に実施されることは考えにくい。しかし現在、途上国はコアプリンシプルにのみ従えば良く、中国のようにバーゼルII導入に消極的な国もある。このため、問題は表面化していない。

(5) 小 括

バーゼルIIにより、金融規制は当局管理型から自己管理・市場規律型へと大きく転換し、銀行側も組織全体の包括的なリスク管理を行う体制の構築に努めている。日本の金融庁は2004年末の新金融改革プログラムの中で「官主導でなく民の力で国際的に高い評価を得られる金融システムを作る」と謳い、バーゼルIIの国内適用を目玉の1つとしている。このため、バーゼルIIの実施に当たっては大きな潮流そのものは変わらないと思われる。規制の大転換を行う中で基準が従来よりも複雑になる結果、QISなどの専門家による様々な作業や、リスク管理レベルの異なる銀行間の調整、各国間の基本概念の摺り合せなどのプロセスに予想以上に時間がかかるものの、大幅な遅延や揺り戻しはないと思われる。実際、2004年のバーゼルIIの最終合意に至る過程においても、当初予定よりも大幅に遅れてはいるが、何とか成立した⁽¹⁶⁾。

II ケースその2：国際証券決済関連条約（Hague条約，UNIDROIT条約）

国際証券決済を巡っては、抵触法を統一する試み（Hague条約：Hague

(15) K. Alexander, et al, *Global Governance of Financial Systems: the Legal and Economic Regulation of Systemic Risk*, Oxford University Press, 2005, および Cambridge Endowment for Research in Finance のホームページ（アドレスは <http://www.cerf.cam.ac.uk/research/index.php?current=3>）参照。

(16) 前掲吉国論文参照。

Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary) と実質法を統一する試み (UNIDROIT 条約: Preliminary Draft Convention on harmonised substantive rules regarding securities held with an intermediary) の2つが現在進行中である。しかし、Hague 条約については採択まで至ったものの批准が進まない状況にあり、UNIDROIT 条約に関する審議はこれからであるが、こちらもそれほど順調には進んでいない。そこで以下、Hague 条約・UNIDROIT 条約の概要、間接保有形態による国際証券決済の現状、審議の現状、主要論点について整理・紹介する。

(1) Hague 条約・UNIDROIT 条約の概要

自ら保管するのではなく、口座管理機関を通じて有価証券を保有することを間接保有という。間接保有形態の証券については、取引当事者の意思とは無関係に、証券が外国にある証券預託機関（カストディアン）に所在することがある。契約準拠法で定められていない場合、この証券に関する準拠法の判断は、英米法系では取引当事者の意思を尊重するのに対し、大陸法系では証券所在地法（日本でも法例10条により証券所在地法）が適用される各々別個の伝統が存在する。国際的な証券取引においては準拠法を統一した方が法的安定性を高めるため、ハーグ国際私法会議で「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約⁽¹⁷⁾」(Hague 条約) が2002年12月に採択された。

Hague 条約では、当初は関係する口座管理機関の所在地によって準拠法を決定する PRIMA (Place of the Relevant Intermediary Approach) アプローチが採用された。PRIMA アプローチは、欧州で発展し、大陸法系の証券所在地法に近いアプローチである⁽¹⁸⁾ が、純粋なPRIMAアプローチでは、関係す

(17) 法文テキストの原文は <http://www.hcch.net/e/conventions/text36e.html> で入手可能。また、日本語訳（仮訳）は神田秀樹・早川吉尚「口座管理機関によって保有される証券についての権利の準拠法に関する条約（仮訳）」国際私法年報第5号（2003年）に掲載されている。また、各国毎の法的状況については、Richard Potok ed., Cross Border Collateral: Legal Risk and the Conflict of Laws, Butterworths, 2002参照。

(18) 但し、口座管理機関を通じた保有であっても投資家が証券を直接保有する権利構成を採用するドイツ、日本にとっては従来の所在地法の考え方に修正を迫るものであった。

る口座管理機関が複数存在する場合にどれを選べば良いかを決められないケースが出てくるほか、証券取引において証券所在地が持つ重要性は当事者にとって高くはない。このため、その後、英米法的な当事者意思を尊重するアプローチを加味した修正がなされた（論者によって、この修正を大陸法から英米法への大転換とみたり、PRIMA アプローチそのものであるとみるなど、説明が異なる）⁽¹⁹⁾。この転換は後に Hague 条約批准反対に回るフランス、スペイン等の代表を含むハーグ国際私法会議のメンバーによっても支持されたが、Hague 条約に対する理解を混乱させる遠因ともなった。結果的に Hague 条約では、以下のような準拠法決定ルールを定めることとなった。

「第 4 条 原則規定

(1) 第 2 条第 1 項（準拠法決定の法的効果：例えば対第三者効，對抗要件などに適用）に掲げる全ての事項についての準拠法は，口座管理契約において，その口座管理契約を規律する法律として明示的に合意された国の法律（但し，口座管理契約によって当該事項について他の国の法律を適用することを明示的に定めた場合はその法律）とする。但し，この規定によって定められた法律は，関連口座管理機関が当該合意の時において次に掲げる事務所（証券口座への記録や管理を行う等）を当該国内に有する場合にのみ適用する。」

一方，法的安定性を高めるには，証券決済の抵触法を統一するだけでなく，倒産時の権利保護など実質法（実体法）も統一されていることが望ましい。具体的には，現状では①口座名義人の権利と口座管理機関の権利等，実質的にその利益が競合する場合における両者の優先関係に関する規律，②証券口座に対する担保権設定に関する規律，③口座管理機関によって保有される証券に対する担保権の設定等の公示方法，④口座管理機関によって保有される証券に対する担保権の実行方法，⑤上位の口座管理機関によって保有される証券に対する差押えの可否などが不明確で，国ごとに取り扱いが異なり得るため，適用される規則を明確化する必要がある。このため，こうした点に対応した実体法統一の試みとして UNIDROIT 条約（草案）⁽²⁰⁾ が審議されている。この条約草案の

(19) 詳しくは，Richard Potok, “The Hague Securities Convention—closer and closer to areality”, 15 JBFLP 204, 2004参照 (<http://law.rikkyo.ac.jp/ribls/symposium/>より入手可能)。

(20) Guy Morton, Philippe Dupont, Antoine Maffei, “EU Clearing and Settlement Legal Certainty Group : UNIDROIT preliminary draft Convention on Harmonized Substantive Rules regarding Securities held with an Interme-

特徴は3点あり、① Internal Soundness and Compatibility, ② Functional Approach, ③ Internationality と呼ばれている。すなわち、Internal Soundness and Compatibility とは、各国の国内実質法として採用することが望ましいと考えられる（口座管理機関によって保有される証券の）取得、処分（担保提供を含む）、換価等に適用されるべき単純かつ明確な規則を提示すること（internal soundness）で、そのような取引に適用される各国間の規制の互換性（compatibility）を促進することを目指している。一方、Functional Approach とは、可能な限り中立的な用語を用い、かつ法的概念ではなく事実を基礎として達成すべき結果を規定し、結果を達成するための方法については各国の裁量に委ねることで、異なる伝統や法律概念を有する様々な法システムを前提に規律を設けようとする条約草案の新たな手法である。また、Internationality とは、条約草案が、純粋国内取引と国際取引の区分が困難であることを理由に、国際的な取引だけでなく純粋国内取引についても規律の対象とすることである。こうした特徴を持つ UNIDROIT 条約草案については2005年5月より国際的な審議が開始されている。

（2） Hague 条約批准に伴う効果

では、間接保有形態による証券決済を巡る法的状況が Hague 条約の批准によってどの程度改善するのであろうか。日本の証券会社の例を元に考えてみよう。最も単純なケースとして、国内投資家 A が国内店頭取引により外国証券を取得した場合を考えよう。この場合、取引口座契約（混蔵寄託契約）に従って国内証券会社 X に寄託されている。その後、当該外国証券は、X の名義で X の現地カストディアン P に再び寄託され（その際、自己分、顧客分は各々分別管理）、現地法令に従って現地の証券集中預託機関 Q で保管されることになる。では、Hague 条約のない現状で、この外国証券について担保権を設定するための訴訟が提起された場合、どうなるのであろうか。

まず、外国の裁判所で訴訟が提起された場合には当地の国際私法によって準拠法が定まるが、日本の裁判所で訴訟が提起されれば法例10条により証券所在地法が適用される。しかし、証券が無券面化されて電子帳簿で管理される場合などでは証券口座の所在を特定することが困難な場合も出てくる。また、日本人が日本の裁判所に提訴した場合であっても、外国に保管されている証券につ

diary”, 7 Feb. 2005参照 (http://europa.eu.int/comm/internal_market/financial-markets/docs/certainty より入手可能)。

いては当該外国証券の所在地国の法律が適用されるので、別々の国に幾つかの外国証券を保有している場合などには訴訟が複雑化する。一方、担保設定に係る対抗要件を具備するには、外国証券所在地各国の法律に基づく手続きをとっておく必要があるが、現状、日本の証券会社はそうした手続きを行っていないため、潜在的な法的リスクを抱えている。

仮に Hague 条約を批准すれば、Hague 条約批准国の裁判所で訴訟が提起された場合には、口座管理契約において、その口座管理契約を規律する法律として明示的に合意された国の法律（合意のない場合には補充規定が適用）が適用される（契約準拠法の合意があれば物権準拠法もこれに従う）ため、証券口座の所在を特定困難な場合にも準拠法を特定できるほか、別々の国々に幾つかの外国証券を保有している場合でも、各国に保管されている証券の全てについて予め合意された国の法律が適用される上、担保設定に係る対抗要件についても明示的に合意した国の法律に基づく手続きをとれば足りる点で、現状よりも改善もしくは訴訟手続きが簡素化する。

もっとも、準拠法を1つに定めたとしても各国実質法の相違による影響は妨げられないため、その部分は UNIDROIT 条約の成立を待つ必要がある。すなわち、Hague 条約の発効によって買主である顧客と口座管理機関の合意で準拠法が定められた場合、売主は予期せぬ権利の変動を被る可能性がある。例えば、対抗要件取得時期は、日本法では買主口座への記載時点⁽²¹⁾、アメリカ法では買主の支配下に入った時点⁽²²⁾、イギリス法はクレスト口座への記載または受益権移転のための合意時点といった具合に異なっているため、証券所在地の売主が証券所在地法に基づく処理を前提に考えていたところ、買主が指定した準拠法に基づく対抗要件具備が遅れる可能性が出てこよう。また、取引毎に異なる買主が異なる準拠法を指定した場合、譲渡の対抗要件が国によって異なるため、誰が勝つかを最終的に決められない事態が生じる可能性もある。すな

(21) 但し、実務上は口座管理機関の自己口座に記載された上で顧客口座に振り替えるので、売主との関係で口座管理機関が自己口座に記載した時点で対抗要件を取得する。

(22) 支配下に入るとは、担保の場合、担保権者がセキュリティエンタイトルメント (SE) 保有者となったり、当該 SE についての仲介金融機関が SE 保有者からの指図なしに担保権者からの指図に従う旨を契約した場合などが該当する。また、譲渡の場合は、投資家が増額記帳を受けたり、仲介金融機関が金融資産を得たり、仲介金融機関が投資家に対して法令等により増額記帳義務を負った場合に該当する。

わち、日本人の売主 A がアメリカ国内の口座管理機関 X に証券を保有しており、その証券をイギリスにいる買主 B（イギリス法）、アメリカにいる買主 C（アメリカ法）、日本にいる買主 D（日本法）に三重譲渡した場合を考えてみよう。A は、B と移転を合意した時点でイギリス法の譲渡要件をパーフェクト、C との間で移転義務を負った時点でアメリカ法の譲渡要件をパーフェクト、D との間で X に記帳した時点で日本法の譲渡要件をパーフェクトするが、これでは誰が最終的に譲り受けるべきかが明らかにはならない。

その他、別の問題も存在する。口座管理機関 X は参加者 A との間でイギリス法またはアメリカ法を準拠法とし、参加者 B との間で日本法を準拠法とする合意を結んだとする。その際、A から B への譲渡は何法によるのだろうか（条約 5 条（3）で X の主たる営業所所在地となるが、それがイギリスでもアメリカでも日本でもない場合でもよいか）。また、A は B とイギリス法やアメリカ法というパーフェクションの要件（合意や移転義務発生）を満たしたが、記帳しなかった場合、A の譲渡は有効で B の譲受は無効になる（その間に C への二重譲渡が有効に成立する可能性もある）が、それでは不都合が生じるのではないだろうか。さらに、仮に B への譲受が有効になっても、その後イギリスで X に対する裁判手続が行われた場合、イギリスは証券を物権（モノ）と構成せずカネと見る場合があるため、B は本来のモノの所有者としての保護を受けられず、一般債権者として割合弁済を受けるにすぎない可能性があるのではないだろうか。

これらの点は担保や倒産手続との関係も規定する UNIDROIT 条約が発効すればある程度解決できるので、UNIDROIT 条約が順調に成立するのであれば敢えて Hague 条約を先行実施するメリットはないと思われる。むしろ Hague 条約の批准が UNIDROIT 条約批准に先行した場合に生じるデメリットもある⁽²³⁾。すなわち、口座管理機関 X の参加者 A は、自己の所有する証券について C に A 国法に基づく担保権を設定させたとする。A 国法では担保権の設定順に優先的に保護されるので、C は 100% 権利を獲得するはずであった。その後、Hague 条約が発効し、A は X との準拠法を B 国法に明示に指定したが、

(23) 以下の設例は、Ignacio Gomez-Sancha, “Discussion Paper on the effects of the Hague Convention on the law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary”, Madrid, 3 February 2005, Enclosure to letter N C0207参照 (<http://www.hba.gr/>のホームページより入手可能)。

B 国法では担保権は設定順位に関わらず平等に配分される。その後、A は先程と同じ証券について D に E 国法に基づく担保権を有効に設定させた。この段階で Hague 条約 15 条により、担保権の扱いは B 国法に従うこととなり、C は A と担保権を平等配分、すなわち 50% ずつ分け合う結果となる。すると、15 条の規定は C に対して不公平になる可能性がある。この点は Hague 条約が先行しなければ生じない問題であり、UNIDROIT 条約草案 9 条 1 (b) には担保の設定順という実質法ルールがあり、これで解決可能になる。

従って筆者は、Hague 条約と UNIDROIT 条約はなるべく早期に、かつ同時に批准・国内法化すべきと考えている。Hague 条約の批准が先行すると、実質法上の問題が解決されないために解決は不十分であるほか、むしろ予期せぬ法律問題が生じたり、対応するシステム開発コストや法務コストが嵩む恐れもあるからである。また、Hague 条約は準拠法に関する細かな規定ではないため、細部については様々な疑問（例えば、準拠法合意が口頭の場合に証拠や公示で不都合が生じるので書面化すべきではないか、口座管理機関の規則が指定する準拠法以外の準拠法を参加者同士が個別指定した場合、これを無制限に許すと混乱を招くのではないか、準拠法が異なる口座管理機関参加者同士の権利移転は何法によるかを明示すべきではないか、など）も呈されている⁽²⁴⁾。なお、Hague 条約は、各国国内法や条約解釈において裁量の余地が大きく、国内強行法規の優位性がある程度認められている。このため、US パトリオット法や証券取引法などの域外適用が横行しないように十分な政策協調を行う必要がある⁽²⁵⁾。

(3) Hague 条約と UNIDROIT 条約を巡る審議の現状

Hague 条約は、2002 年 12 月にハーグ国際私法会議⁽²⁶⁾で採択され、2004 年 12 月には各国の批准・調印式に至るものと思われていたが、米国が諸国に向けて批准を強く働きかける中、EU が批准を拒む動きを見せており、EU の動きを

(24) 前掲 Ignacio Gomez-Sancha 参照。

(25) なお、筆者は、日本が Hague 条約を先行的に批准せざるを得ない場合でも、日本法上の強行法規は優先適用される (Hague 条約 8 条、UNIDROIT 条約草案 13 条) ため、関連国内法を整備することである程度問題は解決できると考える。

(26) 現在 64 カ国が加盟。主な構成国は、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、日本、韓国、ロシア、スペイン、スイス、英国、米国など。

横目に睨んだ日本など各国は対応を決めかねている⁽²⁷⁾。

以下、特に明示したほかは筆者が2005年9月に行ったEuroclearとの面談⁽²⁸⁾に基づく情報である。なお、Euroclearとユーロ市場における国際的な証券預託機関で、アメリカのモルガン銀行を母体としており、EU市場の一体化を進める立場からHague条約の批准を推進してきた。

2004年前半までは、Hague条約の問題は小数の専門家間で議論がなされるだけであり⁽²⁹⁾、各国でHague条約批准に関する審議がそれほどなされたこともなく、東京・パリ・ニューヨーク・ロンドン・サンパウロ・北京・ソウルなど世界各地でHague条約の説明セッションが開かれた際にもさしたる反対論は出てこなかった。また、規制当局者においても当時は殆ど無関心であった。

Hague条約に対するEU域内の批准反対論は、2004年後半からフランスやスペイン、ポルトガルの銀行を中心に急速に勢力を増してきた。そして、2004年11月18日には欧州銀行協会（European Banking Federation：EBF）が批准に対する懸念⁽³⁰⁾を示す書簡を発出した。EBFの懸念は、Hague条約はEU諸国が採用してきた証券所在地から準拠法を定めるアプローチから離れ、英米法的な当事者自治に任せるため、事前の影響度調査を行い、租税面、マネーロンダリング規制面等への潜在的影響も確かめてから批准すべき、Hague条約の批准はEUのカस्टディアンにニューヨーク州法を押し付けることで主要米銀の覇権を増す危険性があるので注意すべき、とするものである。これに対し、Euroclearは2004年11月29日にEBFに書簡⁽³¹⁾を贈り、決済機関が混乱を避けるべく法選択の範囲を適切に絞ることで対処できるし、懸念される多くの問題がHague条約以前から既に存在しているか実際には起こりにくいものであるとして早期の批准を求めている。

(27) 2005年4月15日12：30～13：30における金融庁・吉田補佐等との面談結果に基づく。

(28) 2005年9月7日15：30～16：30にEuroclear本部（ブリュッセル）において法務担当 Deputy General Council のDiego Devos氏および木脇欧子氏と面談した。

(29) 弁護士ではRichard Potok（オーストラリア）、Guy Morton（英国）、Diego Devos（ベルギー）、学者ではオックスフォード大学のRoy Goode、東京大学の神田秀樹、Würzburg大学のKarl Kreuzerなどが主なメンバー。

(30) 2004年6月29日にも懸念を表明。

(31) EuroclearのDupty General CouncilであるDiego Devos氏からEBFの法務部長Fédéric de Brouwerに宛てた書簡。

2005年1月31日にEU評議会がHague条約を批准するに当たって欧州中央銀行(European Central Bank: ECB)の意見を求めたところ、ECBは2005年3月17日付で「Hague条約批准前に包括的な影響度調査をじっくり行う必要がある」との回答⁽³²⁾を公にし、事実上批准に反対の意見表明を行っている⁽³³⁾。

欧州の国別動向をみると、①カストディアン業務を幅広く世界中で行っているアメリカ、イギリスの金融界は、証券決済に関する準拠法を統一することで法的安定性を高めたい⁽³⁴⁾のでHague条約批准に積極的なのに対し、②カストディアン業務を自国内だけで完結するフランス、スペイン等の金融界は、Hague条約を批准するメリットを特に感じる事がなく、条約に対する理解不足⁽³⁵⁾や英米との競争上の考慮からHague条約批准に待ったをかけている。③この間、ドイツはいつもと異なりあまり関心を寄せて来ない(EuroclearのライバルClearstreamとの関係もあるかもしれない)従って、推進側からみると、反対論が主張する懸念⁽³⁶⁾は理論的なレベルに止まり、現実には生じにくいものが多い。しかし、EBFがフランスの銀行の強い影響下にあり、カストディアンを用いず直接保有する傾向にあるドイツが無関心である中、今や議

(32) European Central Bank, “Opinion of the European Central Bank of 17 March 2005 at the request of the Council of the European Union on a proposal for a Council decision concerning the signing of the Hague Convention on the Law applicable to certain rights in respect of securities held with an intermediary (COM (2003) 783 final), CON/2005/7”, Official Journal of the European Union, April 2, 2005参照 (ECBのホームページ http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_08120050402en00100017.pdf より入手可能)。

(33) Devos氏によれば、この背景には、Hague条約を提案したEU評議会に対して対立する姿勢を示すことでECBの政治力を示す意図も働いている可能性があるが、ECBは賛否両論で議論することについては当初よりオープンであるとのことであった。

(34) 現実にHague条約があれば法的混乱を避け得たと思われる事件はまだ少数で、イギリスで1件、Euroclear絡みのものがシンガポールで1件生じた程度であるが、英米では今後そうした事故が頻発する事態を懸念している。

(35) 2005年7月にIBERCLEAR(スペイン証券決済システム)のHead Legal CouncilであるIgnacio Gomez-SanchaにEメールでヒアリングしたところ、Hague条約の審議に参加した当事者を含め、金融実務家の間にHague条約に対する理解の混乱が幅広く見受けられる状況にあるとのことである。

(36) 例えば、前掲Ignacio Gomez-Sancha参照。

論によって対立を克服できる状況にはなく、結局、20程度の金融機関を対象に事前の影響度調査を行うほか、法制面、マネーロンダリング規制への影響、証券決済システムへの影響について包括的な調査を実施する方向で議論が進んでいる。

一方、UNIDROIT条約についても、Legal Certainty Groupで審議が続けられてきたが、例えばアメリカ法とインド法の間で溝が大きすぎるために審議は遅々として進まず、草案作成も緒についたばかりなので、あと5年たっても成立の見通しは薄い。また、EU域内でも2006年を目標に審議してきたが、依然Q&Aを繰り返すだけの段階であるため、条約の成立に2、3年は要し、各国における国内法化まで考慮に入れば結局3～5年はかかる見通しである。筆者は、Hague条約とUNIDROIT条約の批准・国内法化の時期がずれると、短期間に関連法が次々と変わる結果却って法的安定性が崩れ、予期せぬ法律問題が生じたり、対応するシステム開発コストや法務コストが嵩む恐れがあるので、Hague条約の批准はUNIDROIT条約の成立を待ってから行うべきとの考えを持っているが、Devos氏によれば、UNIDROIT条約の成立が5年以上かかる見通しである以上、UNIDROIT条約を待つことなく既に成立したHague条約の批准を優先すべきとの考えであった。

（4）小 括

バーゼルIIにみる如く、徹底した影響度調査を行うには相当の時間がかかるため、Hague条約の早期実施に当たっては、これをなるべく完結に終わらせる必要がある。すると、Hague条約批准に至るには、Hague条約を先行実施した場合でも少なくともあと1～2年はかかるであろう。法的安定性を高める上ではHague条約、UNIDROIT条約の可及的速やかな実施が望まれるが、仮にUNIDROIT条約の成立に最大5年程度かかるにせよ、十分議論を尽くして各国の合意が確保されるのであれば、筆者はHague条約とUNIDROIT条約の同時批准・発効の方が望ましいと考える。すなわち、Hague条約もUNIDROIT条約も、バーゼルIIとは異なり、情報発信に努めてはいるものの、少数のサークル内で専門的な議論が完結する傾向にあり、法律の策定手続きにおいて拙速の感を否めないからである⁽³⁷⁾。事が起きてからでは遅いので法的安定性を確保すべきという主張は理解できるが、実際に事件が生じたケースが2

(37) 2005年4月に日本証券業協会にヒアリングしたところ、詳しい検討はこれから、ということであった。

件しかない状況下で、条約発効による影響に関する幅広い議論を行わずに即座に批准せよと言っても説得力がないように思われる。両条約が一旦発効すれば、担保法や倒産法の国内秩序にも多大な影響を及ぼしかねないだけに、フランスやスペインに限らず、日本でも慎重になるのはむしろ自然な流れであろう。

一方、実際の法的リスク管理は、国際倒産に関わる事態が起こりにくいようなシステム対応を口座管理機関が平素から事前策として講じておくこと（例：カストディアンを単一国に集中させる）でかなりの部分解決できるため、事後策としての法整備の必要性は限定的とも考えられる。

結びに代えて

バーゼルIIとHague条約・UNIDROIT条約は、共に非常に専門的な内容を持ち、限られた専門家による議論が重ねられてきたが、一般論のレベルでは誰もがその必要性を認める反面、実施に当たっては様々な反作用を懸念する声が高まり、実施や批准・成立がそれほどスムーズとはいえない。これを専門家の正しい迅速な判断を阻害する政治的な牽制とする向きもあるかもしれないが、筆者は少数の専門家のみによる議論が必然的に持つ脆弱性に起因する結果と考えている。何れも抜本的な大改正であるために、多方面への影響が懸念されるのは当然であるが、バーゼルIIが原理的反対論を抑えてほぼ実現の目途が立ったのに対し、Hague条約・UNIDROIT条約がバーゼルIIにみられる「導入は却って有害」とする原理的反対論がないにも拘らず議論をまとめ切れていないのは、各国の政府関係者・金融関係者間の関心の薄さや理解不足が主な原因であろう。コンセンサス作りに当たっては、不十分な理解や誤解に伴う対立などを適切に排除しつつ、金融実務家や学者、および利害関係者の幅広い関心を集めて議論を盛んにする必要がある。

以 上

後記：本稿執筆後、LOYENS 法律事務所の Pamela Gonzales de Cordova 弁護士から、欧州における証券決済サービスを研究する上で大変有益な論文 Onenne PARTSCH-BOBRICHEFF, “Analysis of the Current Legal Framework for Clearing and Settlement Services in the European Union, Together with some tentative considerations concerning the future”, Euredia, pp.

15～72, January 2005を拝受した。