

カストディー業務における受託者責任

清水 和 夫

Fiduciary Duty in Custody Business

Kazuo SHIMIZU

カストディー業務における受託者責任

清水 和 夫*

Fiduciary Duty in Custody Business

Kazuo SHIMIZU*

はじめに

これまでカストディー業務は、単なる有価証券の保護預りを中心とした「資金決済・証券保管業務」と考えられてきたが、最近ではその内容に大きな変化がみられるようになった。「インハウス（自家運用）」から「運用専門機関」への運用委託のシフトのなか、運用成績を常に求められる運用者サイドからも、より効率的な運用管理機関であるグローバル・カストディアンを選定するという動きが顕著になってきている。カストディー業務においては、より高度な付加価値サービスの提供が、カストディアン選定の重要なファクターになってきている。すでに運用パフォーマンス向上のための運用サイドのニーズに合わせて、セキュリティーズ・レンディングやキャッシュ・コントラクチュアル・サービス、外国株議決権行使、各国の租税情報など、これまでの「単なる証券保管」の領域を超えたサービスが提供されている。さらに海外投資家からの本邦企業の株式や債券への投資も徐々に増加してきていることから、メガバンク・グループのほか資産管理専門銀行（信託銀行）にとっても、カストディー業務の存在が大きなウエイトを占めるようになってきている。そこで、カストディー業務を中心に、法的側面を含めて、その概要・仕組みを紹介しながら、資産管理における受託者責任のポイントやカストディアンリスクについて、分かりやすく解説していきたい。

1 カストディー業務とは何か

(1) 定 義

カストディー業務とは、証券投資を行う投資家の代理人として、有価証券の保管、受渡決済、資金管理、元利金・配当金の権利保全、有償増資の払込み、議決権行使等の幅広いサービスを提供する常任代理人業務のことである。この代理人には2つのタイプがある。一つは、ある一定の事項について代理権限を与えられている限定代理人（Limited Proxy）と、もう一つは、相当広い範囲にわたり包括的な代理権限を与えられている常任代理人（Standing Proxy）である。証券投資を行う投資家の代理人は、この後者にあたる。

* 大阪電気通信大学金融経済学部アセット・マネジメント学科 教授

① 保管機関と常任代理人

投資家は、有価証券を預託する保管機関と常任代理人をそれぞれ別々に定めることもできるが、現実的には、同一人が保管機関と常任代理人を兼ねるケースが殆どであり、一般に、これらを総称して常任代理人（以下「カストディアン」）と呼んでいる。

② カストディアンの必要性

有価証券の管理については、証券の保管に加えて、株式配当金の受領や債券の元利金取立、新株予約権および新株予約権付社債等の権利行使、株主総会における議決権の行使等有価証券保有者としての権利行使を考慮しなければならない。常任代理人制度は、法律によってその選任を義務付けられたものではない。実務上、特に外国投資家の場合、株券などの現物の輸送に係る費用・保険の問題、名義書換・配当金支払方法等に係る手続の煩雑さを回避するため、あるいは「外国為替及び外国貿易法」上の諸規則による届出・報告や二重課税防止のための租税条約に基づく源泉課税の軽減・免除申請を行わなければならない、これらを熟知した代理人を設置せざるをえない。一方、株式発行会社としても外国人株主については、カストディアンとして諸通知の受領、株主としての権利を代理行使させることが望ましいため、わが国の多くの会社は定款や株式取扱規則の規定にて、外国に居住する株主は必ず国内に諸通知を受領すべき仮住所を定めるか、代理人を設置し会社に届け出るべきことを定めている。

（２）グローバル・カストディアンについて

投資家は、投資対象国ごとにカストディアンを選定するのではなく、自らに代わってカストディー業務に精通した専門家として「グローバル・カストディアン」を選定している。グローバル・カストディアンは世界各地にネットワークを構築し、自己の代理人たるカストディアンを選定している。このカストディアンは、一般にグローバル・カストディアンに対して「サブ・カストディアン」と呼ばれている。

日本の投資家が海外で有価証券の運用を行う場合には、2つの方法がある。一つは、購入した国内証券会社に保管する場合と、もう一つは、海外のグローバル・カストディアンに証券を保管する場合である。ここで、2つの売買取引形態について説明しておくことにする。

A 海外証券会社との直接取引

海外の金融機関とカストディー契約を締結する必要がある。海外の証券会社に直接発注する取引の場合は、受渡決済は現地カストディアンが代行して行うことになる。この取引は、現地の委託手数料が徴収されるほか、現地取引税が課されるが、国内の証券会社を通していないため、国内の委託手数料・国内取次手数料は徴収されない。

B 国内証券会社を経由する取引

海外のカストディアンを必要としない。国内の証券会社との間で「外国証券取引口座に関する約款」に基づく取引口座を開設することにより、証券の受渡決済を行うことになる。

① 外国取引

外国株券・外国新株引受権および外国債券の売買注文を行う際に、国内の証券会社を通じて外国の有価証券市場に取り次ぐ取引、並びに外国株券・外国新株引受権および外国債券等の公開買付に対する売付を取り次ぐ取引のことで、海外委託取引と呼ばれている。国内の証券会社を通じて海外の証券会社に発注を取り次ぎ外国市場で売買執行されるため、現地委託手数料、現地取引税のほか、取り次いだ国内証券会社に対して取次手数料が徴収される。

② 国内店頭取引

外国株券・外国新株引受権および外国債券等の売買注文を海外の証券会社に取り次ぐ、国内証券会社が顧客と直接相対で行う取引のこと。国内証券会社には、現地取引費用および国内委託手数料相当額を払っているはずだが、それらは単価のなかに含まれるため手数料としては表面上あらわれてこない。

A、B以外の取引では国内証券取引所での取引*がある。

(3) カストディアンの権限・業務範囲

カストディアンの権限およびその業務範囲については、善良なる管理者の注意義務（以下「善管注意義務」）を果たし、法令に違反せず、公序良俗に反しない限り、特に制限はない。一般的に契約書や覚書等で規定されている権限や業務内容は、以下のとおりである。

- ① 投資家の指図に基づく証券の取得または処分・移転やそれらに係る資金決済を行うこと
- ② 預り金の管理と運用、株主名簿の記載、指示がない限り当該証券を適切に保管すること
- ③ 保管証券（単元未満株を含む）に係る元利金の取立て、配当金の受入処理やこれらの利子・配当などに関し、源泉課税の減免を受けるために租税条約等の定める届出申請を行うこと
- ④ 新株予約権および新株予約権付社債等の権利行使を行うこと
- ⑤ 株主に割当てられた有償増資の払込み手続きを行うこと
- ⑥ 指図に従い（外国人）株主に代わり議決権行使の代行をすること
- ⑦ 株主に係る諸通知の受領や税制等の情報提供サービス
- ⑧ 証券保有明細や利金配当金のレポートの定期的な送付

2 カストディー業務の法的性格

銀行がカストディー業務を行う根拠として、銀行法では、「有価証券、貴金属その他の物品の保護預り」が銀行の付随業務として認められている。また、金融機関の信託業務の兼営等に関する法律（兼営法）においても、併営業務として財産の管理業務が認められている**。

一般的にカストディー業務は、委任契約と寄託契約の双方の性格をもつと考えられ、カストディアンは善管注意義務を負うものとされている。また、平成19年9月より施行された金融商品取引法（2条8項16号、17号）においては、カストディー業務は「有価証券等管理業務」と分類され、カストディー業務を行う場合、金融商品取引業として内閣総理大臣の登録が求められている（同法29条）。同様に、銀行等も登録金融機関業務として、カストディー業務を行うには、内閣総理大臣の登録を受けなければならない（同法33条の2）。さらに、金融商品取引法では、グローバル・カストディアン等の外国金融機関は外国法人として取り扱われることになった。

* ①国内委託取引:外国株券・外国債券の国内証券取引所における取引。国内の証券取引所に上場されている外国証券銘柄（東証外国株・CB）を国内証券会社に発注する取引で、国内同様の委託手数料がかかる。受渡はDR（預託証券、日本証券決済名義）またはDRの預り証によって行われる。②証券会社による投資信託の販売、売買の取り次ぎ、買戻しの取り次ぎなど。

** 関連法規：銀行法10条2項、信託業法21条1項、兼営法1条1項、民法643条他（委任）、657条（寄託）。

一方、信託法では、「信託行為に信託事務の処理を第三者に委託する旨または委託する旨の定めがある場合や、定めがない場合においても信託目的に照らして相当であると認められるとき、あるいは第三者に委託してはならない旨の定めがある場合において、やむを得ない事由があると認められるときには、第三者に委託することができる」とされている(信託法 28 条)。

特に海外で証券投資等を行う場合には、依頼を受けた資産管理銀行(受託者)は、海外に直接の拠点がない限り、どうしてもカストディアンとして第三者を使用せざるを得ない。外国証券投資を行う場合には、コストに加えて受託者自らが証券の保管や権利保全を行うことが困難であることと、流動性を確保するために当該証券を国内に持ち込むことは原則行っていない。従って、投資対象国における証券の保管や権利行使の代理人としてカストディアンを選定し、カストディアン契約を締結のうえ保管口座や資金決済口座を開設することとなる¹⁾。

3 カストディー業務の制度的特徴

カストディー業務における重要な課題は、「管理責任」についてである。通常、保護預り契約で投資家から他人財産を預かる場合、管理財産の所有形態が寄託や代理の場合、本人名義のまま保管することになる。一方、信託契約で信託財産として預かる場合は、本人名義ではなく受託者名義に移転されることになる。また、保管されている証券の名義や資金管理のための預金口座は、通常「ノミニ一名義(Nominee)」*となっており、実際の投資家や所有者については、カストディアンサイドからはその実態を把握できないことになる。特別な場合を除き、カストディアンは証券を証券決済機関(CSD: Central Securities Depository)に預託し口座振替(ブックエントリー)を行っている。投資家や所有者の名義は、ダイレクトではなく、いわば階層化された間接所有の形態となっている。このため資産の所有形態により、受託者はこの管理責任をどのように解釈するかである。この点については、後述する。

一般的に、カストディアンは金融機関がその役割を担っている。国際分散投資のなかでは、欧米の大手金融機関が、国際的なネットワークを通じて、各国の拠点に提携先のサブ・カストディアンを持っているケースが多い。カストディー業務の担い手となる金融機関は、信託銀行が受託者(Fiduciary: フィデューシャリー)となる場合と、信託免許のないコマーシャル・バンク(商業銀行)、インベストメント・バンク(投資銀行)、メガバンク(都市銀行)が付随業務として、カストディアンになる場合がある。また、顧客の資産を運用する場合、従来は運用と証券の保管を同一の金融機関が行ってきたが、米国におけるマスタートラスト**のように、現在は資産の運用と証券管理をそれぞれ別の専門金融機関に任せることが一般化してきている。マスタートラストは単なる資産管理業務の効率化に止まらない役割を担っている。また最近では、投資家が運用に集中するために、ミドル・バックオフィス業務をカストディアンにアウトソース(外部委託)する動きもみられる。「運用」と「管理」の分離によって、カストディー機能の付加価値サービスを享受し、全体としてのコスト削減を図っている。

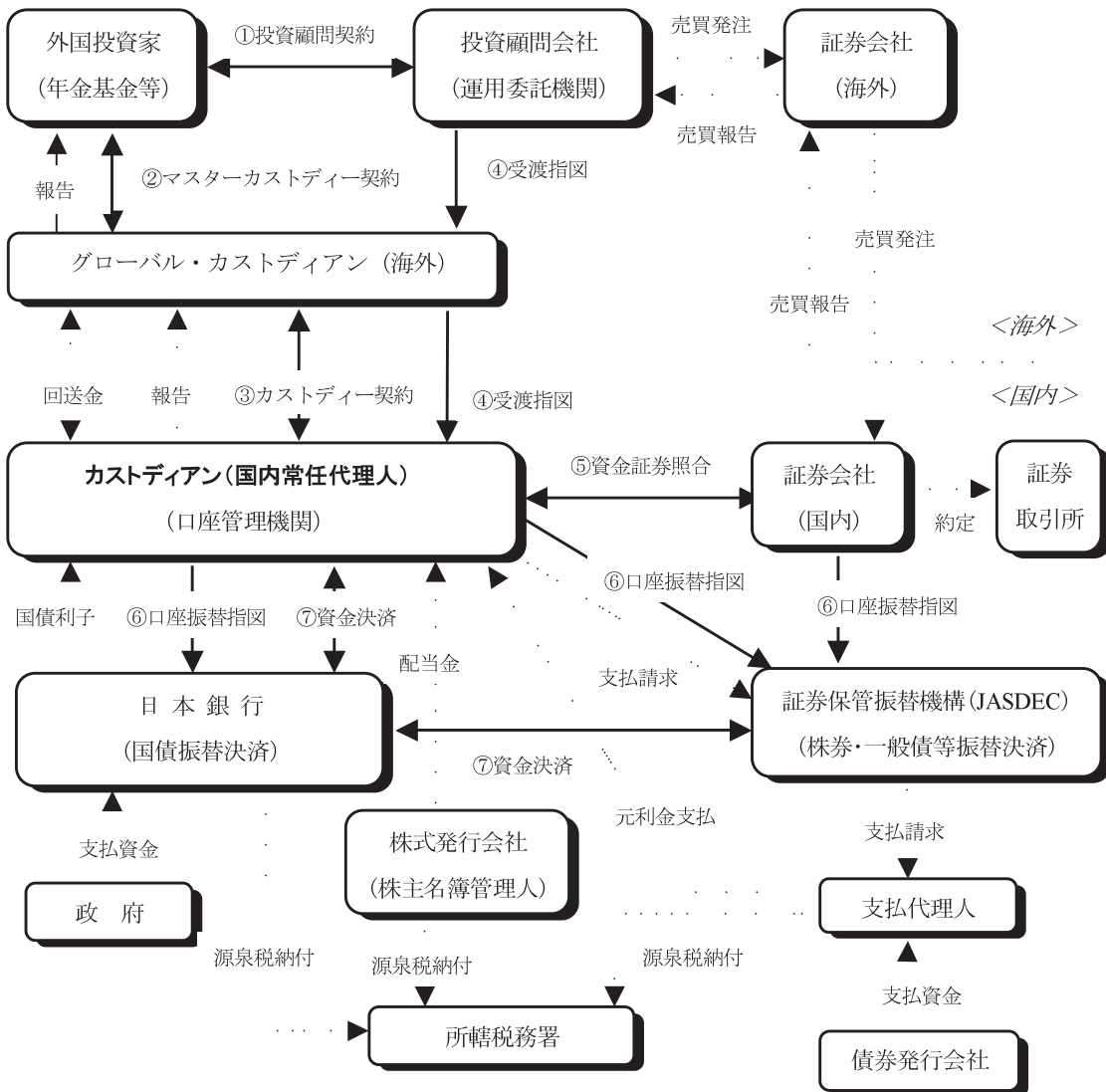
* ノミニ一名義: 欧米の証券保管業務において長い間採用されてきた名義貸しの制度。実質株主ではなく、ノミニ一名義(名目株主)として株式発行会社の名簿上にエントリーされるのを、一般に「ノミニ一名義」と呼んでいる。ウォールストリートを指した業者名義で株券を預けていることから、俗に「ストリートネーム」ともいわれる。

** 複数の運用機関にまたがる年金資産の管理を特定の信託銀行(トラスティ)が一元的に行うサービス形態。

4 対日カスタディー業務の関係者

外国投資家を顧客とする対日カスタディー業務に係る関係者間の役割と業務フローを示したのが図1である。①外国投資家は投資顧問会社と運用内容を取り決めた投資顧問契約を締結する。②同時にグローバル・カスタディアンとマスターカスタディー契約を結ぶ。③グローバル・カスタディアン(海外)は、カスタディアン(国内常任代理人)とカスタディー契約を締結する。カスタディアンは、グローバル・カスタディアンまたは投資顧問会社からの④証券売買の受渡指図に基づいて、証券会社(国内)と⑤資金証券の数量・受渡金額の照合を行う。カスタディアンと証券会社は、それぞれが口座を開設している証券保管振替機構(JASDEC*)または日本銀行に対して、⑥受渡指図(株券・一般債等はJASDEC、国債は日本銀行へ)に基づいて、証券の口座振替指図を行う。資金については、受渡日に日本銀行(資金決済会社経由)において、口座振替で⑦資金決済が行われる。

図1 対日カスタディー業務関係者の役割と業務フロー



* JASDEC: Japan Securities Depository Center 株券等の電子化を行う保管振替機構で、1984年に設立された。

5 受託者責任とは

受託者責任 (Fiduciary duty) は、英米の信託法を起源とする概念である。受託者責任とは、年金基金のみならず信託銀行や投資顧問会社などの、他人の信頼を得て一定の任務を遂行する者の義務のことである。受託者は主に次の4つの義務を負っていると解釈されている。なお、日本では、受託者の義務として信託業法および施行規則で、善管注意義務、忠実義務、公平義務、分別管理義務、帳簿等の作成・保存義務について規定している。

(1) 注意義務

1974年に制定されたエリサ法*における受託者責任のなかで、受託者がその義務を遂行するにあたって、「当該状況下で、同様の立場で行動し、同程度の能力を持ち、同じような問題に精通している慎重な者 (Prudent man) が、同様な特徴と目的を持つ事業を扱うときに発揮するであろうと思われる注意 (Care)、技術 (Skill)、慎重さ (Prudence) と勤勉さ (Diligence) をもって責務に当たること」(エリサ法 404 条) という規定が設けられている。これがいわゆる「プルードント・マン・ルール」といわれるものである。最近では、「プルードント・パーソン・ルール」とも呼ばれている。受託者は受益者のために、専門家としての知識と技術をもって適切に行動しなければならないとされている。資産運用の場合には、「プルードント・インベスター・ルール」と呼ぶことも多い。

(2) 忠実義務

第三者の利益と委託者の利益が相反する場合、委託者の利益を優先しなければならない。受託者は、もっぱら受益者のためにのみ財産を管理すべきであり、受益者の犠牲において利得したり、受益者の承諾なしに受益者と競争関係に立ったりしてはならない義務のことである。受益者の利益と受託者の利益が相互に衝突するような地位に身をおいてはならず、自らの利益はもちろんのこと第三者の利益を図ってはならないとされている。

(3) 自己執行義務

受託者は、委託者から信頼を受けた者であるから、受託者自らが任務にあたらなければならないとするのが自己執行義務である。原則として、他人から委託された資産をまた他人に再委託することはできないが、プルードント・マン・ルールに則り、自分が受託するよりも優れた資産運用や管理ができると判断された場合はこの限りではないとされている。

(4) 分別管理

自己が保有する財産と他人から受託した資産を混蔵せず、それぞれ分別して管理することにより、財産の保全を行うものである。特に信託財産については、信託財産に属する財産を受託者の固有財産および他の信託の信託財産に属する財産と分別して管理する義務がある。

* エリサ法は、1974年に米国において制定された企業年金制度や福利厚生制度の設計や運営を統一的に規定する連邦法の中で、通常、Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法) の頭文字をとって ERISA (エリサ法) と呼ばれている。

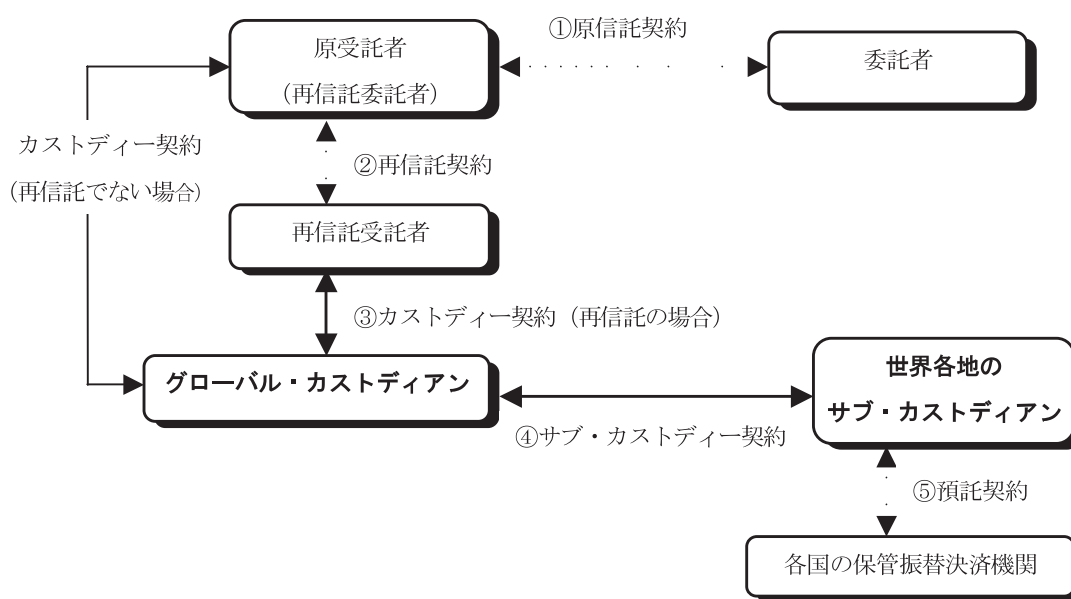
6 カストディアンにおける受託者責任

(1) カストディアンの選定

通常、受託者は信託財産の管理のために、外国に投資された証券を保管する場合、現地のカストディアンを選定し、証券の管理を委託している。この場合、受託者はグローバル・カストディアンとカストディー契約を締結するが、一部には投資先国の金融機関と直接契約を締結するケースがある。さらにグローバル・カストディアンは自ら管理できない証券はサブ・カストディアンを選任し、保管をさらに委託する場合がある。

すでに述べたとおり、信託契約においては、受託者が事務の遂行にあたり信託財産の保管業務の委任が認められている。信託法では、受託者は信託契約の定めがある場合以外でも信託事務を委託することが信託目的に照らして相当な場合には第三者に事務を委託することができる。図2は受託者とグローバル・カストディアンおよびサブ・カストディアンとの契約関係を示したものである。再信託*のケースでは、再信託受託者とグローバル・カストディアンとの契約になる。さらに世界各地のサブ・カストディアンは、各国の保管振替決済機関と預託契約を結んでいる。

図2 契約関係



- ① 原信託契約（委託者—原受託者）を締結する。
- ② 再信託契約（原受託者—再信託受託者）を締結する。
- ③ カストディー契約（原受託者または再信託受託者—グローバル・カストディアン）を締結する。
- ④ サブ・カストディー契約（グローバル・カストディアン—サブ・カストディアン）を締結する。
- ⑤ 預託契約（サブ・カストディアン—各国の保管振替決済機関）を締結する。

* 再信託とは、信託の受託者が信託契約の定めに基づき、信託事務の全部または一部を委託することを目的として、別の受託者にもしくは受託者自身を受託者として第二の信託を設定することをいう。日本では、投資信託は、殆どのケースが再信託方式の形態をとっている。

(2) カストディアン選定上の注意点

① 信用度・安全性

グローバル・カストディアンやサブ・カストディアンを選定するにあたっては、まず「有価証券の保管の安全性」を優先的に考慮する必要がある。カストディアンの倒産による預託証券の返却不能といったリスクを回避するため、倒産時の資産保全に備えて法的な保全措置およびカストディアンの信用格付*には特に注意を払う必要がある。

② 高度な事務遂行処理能力

資産管理銀行(受託者)として、善管注意義務をもって預かり資産の事務委任を行うには、カストディアンの特に受渡決済・権利保全関係の事務遂行処理能力が高くなければならない。そのためには、当然カストディアンの現地における銘柄や税制に関する情報収集能力、さらには、外部監査に裏付けられた高度な内部統制レベルを維持しているかどうかの確認が必要である。

③ カストディフィー(保管料・取扱手数料)

カストディフィーのレベルは運用利回りに影響を与える可能性があることから、競合他社とも比較しながら、サービス内容やレポートの種類・業務遂行状況の品質レベルを考慮して、適正かつ正確なカストディフィーの計算が行われているかどうかを判断する必要がある。

④ 緊急災害対策

海外における確実な受渡決済業務を遂行するためには、災害時における補完システムの構築や人員のバックアップ体制、あるいは緊急時の対策(コンティンジェンシープラン)が常時作成されているかどうかの確認が必要である。

(3) 海外カストディーにおける受託者責任

グローバル・カストディアンが、サブ・カストディアンを自己の責任で選任している場合(選任について受託者が関与できない場合)には、グローバル・カストディアンの過失(サブ・カストディアンを選任・監督する上での過失)があれば、サブ・カストディアンの過失についても責任を引き受けるべきである。もし、グローバル・カストディアンがサブ・カストディアンの責任を引き受けないのであれば、受託者はサブ・カストディアンについての情報を収集し、カストディアンの使用の可否を判断しなければならない。このようなことを受託者として尽くしていれば、受益者に対する関係での責任は生じないことになる²⁾。

一方、信託法では、信託事務の処理を第三者に委託するとき、受託者は信託目的に照らして適切な者に委託し、さらに信託の目的の達成のために必要かつ適切な監督を行わなければならないと規定されている(同法35条1項、2項)。例外として、受託者は、①信託行為において指名された第三者、②信託行為において受託者が委託者または受益者の指名に従い信託事務の処理を第三者に委託する旨定めがある場合において、当該定めに従い指名された第三者に委託した場合には、この規定は適用されないことになっている。ただし、この場合、受託者は、第三者が不適任もしくは不誠実であったり、事務処理が不適切であることを知ったときは、その旨の受益者に対する通知、第三者への委託の解除等、必要な措置をとらなければならない(同法35条3項)。

信託契約上の代表的な例として、「信託業務の委託について」、投資信託契約には、次頁のように記載されている。

* 格付機関であるスタンダード&プアーズやムーディーズによる格付「A」以上が安全性が高いとされている。

投資信託契約一例

第〇条 信託業務の委託

受託者は、委託者と協議の上、投資信託財産に属する資産の保管および処分並びにこれに付随する業務の全部または一部について、金融機関、証券会社、外国の法令に準拠して外国において有価証券の保管を業として営むものおよびこれらの子会社等で有価証券の保管を業として営む者に委託することができます。

②受託者は、第1項のうち信託業法22条第1項に定める信託業務の委託をするときは、以下に掲げる基準のすべてに適合するものを委託先として選定します。

1. 委託先の信用力に照らし、継続的に委託業務の遂行に懸念がないこと
2. 委託先の委託業務に係る実績等に照らし、委託業務を確実に処理する能力があると認められること
3. 信託財産の保管等を委託する場合には当該財産の分別管理を行う体制が整備されていること
4. 内部管理に関する業務を適正に遂行するための体制が整備されていること

③受託者は、第2項に定める委託先の選定にあたっては、当該委託先が第2項各号に掲げる基準に適合していることを確認するものとします。

(出所) 日本トラスティ・サービス信託銀行編『THE 資産管理専門銀行(第3版)』590頁

(4) 株主権の行使

年金基金による株式投資が増加するにつれ、株主権の行使の取扱いが問題となってきた。これまで日本では長い間、基金に限らず、機関投資家は株主権の行使に積極的ではなかった。ところが、米国に端を発し、海外の大手機関投資家が日本の企業統治(コーポレート・ガバナンス)に対し、明確な改善を要求してきたことにより、「モノを言わない」国内機関投資家との温度差が改めて浮き彫りになってきている。大規模な年金基金では、株主権の行使を通じて企業経営に影響を及ぼし、企業業績の向上を通じて利益を最大化し、保有株式の価値を高めようとするストラクチャーがみられるようになってきた。これはまさに、株主権の行使に関する運用者としての「受託者責任」の認識の広がりといつてよい。

しかしながら、運用者はもちろん、受託者にとっても株主権の行使は、頭の痛い問題である。つまり、株主権を行使する義務を運用者・受託者間でどう分担するかという問題である。最近の株主総会決議案には、コーポレート・ガバナンスに関する案件に加えて、ビジネスに直接関係のない社会的・環境的な問題が多く含まれるようになったことも運用者・受託者の判断をさらに難しくしている。

(5) 非居住者の議決権行使の方法

非居住者の場合、株式発行会社から株主名簿管理人に対し、株主関係書類*が送付され、これらの書類が国内のカストディアンに送付される。カストディアンは、議決権に係る議案の内容や株主総会のスケジュールを海外のグローバル・カストディアン宛に送付している。さらに、カストディアンは、グローバル・カストディアンからの指示を受けて議決権行使書や委任状に各議案

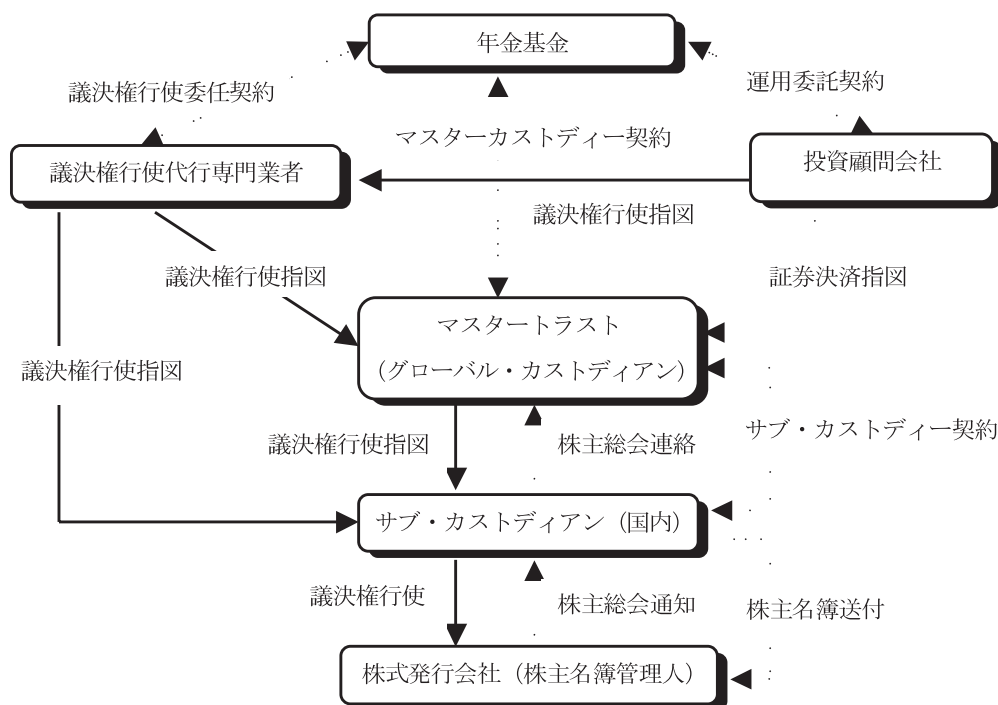
* 定時株主総会における議決権行使に関係して株式発行会社(株主名簿管理人)より名目株主(カストディアン)宛に送付されてくる書類としては、一般的に、株主総会招集通知・貸借対照表・損益計算書・事業報告書・議決権行使書等がある。

に対する賛否等必要事項を記入して、株式発行会社（株主名簿管理人）に送付する手続を行う。

なお、このような議決権行使に関連して、たとえば株主総会の各議案が記載されている株主総会招集通知等の翻訳サービスがあり、顧客やカストディアンにとって近年重要なサービスの提供となっている。特に、米国のエリサ法では、議決権行使も受託者責任に含まれると解され、米国機関投資家による議決権行使への取組姿勢が積極化してきている。外国人保有比率の高い株式発行会社においては、議決権行使書や各議案を最初から英訳して、サブ・カストディアン宛に送付してくるケースが多くなっている³⁾。

また、最近では、**図3**にみられるように議決権行使手続の時間短縮の観点からカストディアンを経由せず、グローバル・カストディアンや運用者が議決権行使代行専門業者のサービスを利用して、運用者との間で直接に情報提供並びに行使指図を行うスキームが一般的になってきている。ただし、この場合の責任の分担についてはまだ論じられていない。

図3 米国年金基金の対日カストディーにおける議決権行使のフロー



一方、複数の投資家を抱えているようなカストディアンの場合、株主名簿上は一つであるが、実質の議決権行使の意志決定者が複数存在するために、会社法313条1項の規定により「議決権の不統一行使」が認められている。不統一行使の書式では「賛成」「反対」「棄権」の3種類が表示されている。通常、オムニバス口座*形式で非居住者は有価証券を保有することが多く、その場合、非居住者が複数存在することになるので、同じ議案に対しても、賛成や反対の両方の意見に分かれることがある。このため、サブ・カストディアンは、できるだけ早く、非居住者に議案内容を連絡し、非居住者から送付される議案に対する不統一行使の指図に基づき、遅くとも株主総会開催日の前日までに到着するように手続を行っている⁴⁾。

* オムニバス口座 (Omnibus account) : 種々のファンドや複数の投資家が共同で保有する口座のこと。

7 カストディアンリスク

海外のカストディアンで保管されている有価証券について、受託者（あるいは再信託受託者）として特に注意しなければならない点は、グローバル・カストディアンとサブ・カストディアンとの間の契約上の責任関係である。図4は、典型的な米国のグローバル・カストディアン契約の内容の一部である。

図4 グローバル・カストディアン契約（一部抜粋）

項目	ケース I	ケース II
サブ・カストディアン の選任・責任等	①Reasonable care（プロフェッショナル・カストディアンが機関投資家向けに払うレベル）を行う限り責任は負わない ②サブ・カストディアン の選任可。サブ・カストディアンが自社の支店・子会社であれば責任を負う。それ以外は責任なし ③サブ・カストディアン の選任には相当の注意を払い、選任にかかる過失のみ責任を負う ④不可抗力条項あり（天災、戦争、テロ、郵便システム、労働争議、市場の停止、通貨規制等）	①Reasonable care（プロフェッショナル・カストディアンが機関投資家向けに払うレベル）を行う限り責任は負わない ②サブ・カストディアン の選任可。債務不履行倒産によるキャッシュの支払いからは免責 ③サブ・カストディアン の任用は顧客の承認を得る ④不可抗力条項あり（テロ含む） ⑤投資リスクはファンドがとっているものであり、カストディアンは投資市場におけるさまざまな原因による損失には責任を負わない
証券の分別管理	自己財産とは分別管理 他の寄託財産とは混蔵	自己財産とは分別管理。サブ・カストディアン の場合は他顧客分と混蔵

（出所）日本トラスティ・サービス信託銀行編『THE 資産管理専門銀行（第3版）』591頁

ケース I・ケース IIとも、グローバル・カストディアンはサブ・カストディアンとして自社の支店または子会社を使用したりする 경우가多く、殆ど責任を負うとしているが、それ以外のサブ・カストディアン
の過失については選任以外の責任は負わないケースが多い。従って、外国への投資にあたっては、委託者または投資家として、証券そのものの運用リスクのほか、ケースは極めて少ないと思われるがサブ・カストディアン
の倒産リスクを含めて十分考慮しておくことが肝要である⁵⁾。このため受託者（あるいは再信託受託者）である資産管理銀行では、一定のルールに従いグローバル・カストディアンへ RFP*（質問状）を送付したり、現地への定期的な実地調査**を行っている。

* Request for Proposal の略。デュー・デリジェンス（Due Diligence：適性評価手続き）等で交渉相手に対して、事前に質問項目をあげ、回答を求めるもの。一般に、複数の相手に対して要求を出し、条件交渉を行うなど、相手を選別する意図がある。

** ①信用格付、サブ・カストディアン
の管理状況、保険の付保、倒産時の資産保全、リスク管理、内部監査体制および外部監査報告書、災害対策等、②カストディ・サービスのレベル評価（サービス内容・レポートの種類・業務遂行状況等のサービスレベル全般の評価）。

8 外部環境要因によるリスク

投資家は各国の市場における運用リスクについては十分認識しているが、外部環境要因によるリスクについては余り懸念していない。政治経済情勢の変化等による証券市場・外国為替市場等の突然の閉鎖および経済制裁による資産凍結等には配慮して置かなければならない。また、過去に経験した米国テロ事件等の不可抗力（地震、火災、洪水などの天変地異、戦争、暴動、労働ストライキ等）によって、証券受渡・資金決済の遅れや停電等による電信回線不能または郵便遅延等による予期せぬ事態が発生し、大きなリスクを被る可能性があることを銘記しておかなければならない。特に、欧米法を根拠とするグローバル・カストディアンやサブ・カストディアンとの契約においては、こうしたカストディアンの責によらない不可抗力条項（force majeure clause）に対しては殆ど免責されているので注意しておく必要がある。

おわりに

投資家が自力でグローバルな証券決済管理を行うことは、現実的には非効率的な場合が多い。信託の受託者と考えたケースでも、受任者への代理権授与による事務委任と考えたケースでも、自己執行義務を補完する役割としてカストディーは位置付けられる。受託者は、カストディアンの選任だけではなく適切な監督責任も問われている。カストディー業務の基本となるのはまさに「資産保全」である。仮にカストディアンが破産した場合はどうなるのか。1995年に、イギリスのマーチャントバンクであるベアリング社の倒産という大きな事件が起った。当時ベアリング社は海外カストディアンの一つであった。幸い最終的には、オランダの金融・保険グループであるINGグループが債務を引き継ぐことになったため、投資家は殆ど実害を被ることなしに終了することができたが、もし債務を肩代わりできなかった場合は、果たしてどのような責任関係になっていたであろうか。

最近の例では、リーマン・ブラザーズが2008年9月15日に連邦破産法11条（日本の民事再生法に相当）の適用を受け倒産した。総額6,130億ドル（当時の日本円で約64.5兆円）と米国史上最大の倒産となった。多くの投資家が、リーマン・ブラザーズ経由で保護預りをしており、その一部は海外の関連会社に再委託されている。現在、再生債権届け出により返還請求を行っている。万一、海外カストディアンが破産した場合、カストディアンの所在国の法律に基づいて破産処理が行われるが、多くの国の法律において証券は保護される。これは、カストディアンが保管する証券については現物や登録を問わず、帳簿上カストディアンの資産と分別管理しているためである。しかしながら、預かり資産である金銭（証拠金等を含む）については、個別管理されていないため必ずしも保証されない。また、証券は破産手続期間中において一定期間証券の回収ができなくなる可能性もあり、市場リスクにさらされることになる。

一方、運用スタイルが多様化するとともに、スタイルごとのベンチマークやマネージャーのユニバース比較などパフォーマンス測定や評価のレベルが高度化している。カストディー・ビジネスもこうした影響を受け、これまでの「単なる証券保管」を超え、グローバル・レンディング*、

* グローバル・レンディングは、カストディアンに保管されている債券や株券を各国のレンディング・マーケットに貸し出して、追加的な収益を上げる貸付取引のこと。

キャッシュ・マネジメント・サービス、キャッシュ・コントラクチュアル・サービス*、外国株の議決権行使など、資産管理サービスの高度化が要求されている。

今後、資産運用および管理業務がさらに高度化・多様化していくなかで、カストディー業務において提供されるサービス内容も複雑化し、各種訴訟等も増加することが予想される。カストディアンにおける受託者責任については、英米の事例を参考にしつつ、顧客とのさらなる信頼関係の強化を図り、個々のカストディーの契約条項において責任の範囲を明確にしていくことが重要であると思われる。近年の信託法や信託業法の改正により、法制面で少しずつではあるが整備されつつある。わが国のカストディー業務の発展においては、国際私法上の問題を含めて、受託者責任についてカストディー業務を巡る法理論に立ち入り、体系化していくことが望まれる。個人的には、カストディー業務は、大手の機関投資家のみには利用されるのではなく、個人向けの常任代理人制度としても発展していくことを願っている。特に、わが国の金融投資教育が一層進み、日米における個人の金融資産に占める有価証券のウエートの格差が縮小することにより、これを契機に個人のリスク管理の意識が高まり、自己責任や受託者責任について本格的な議論がなされることを期待している。

注

- 1) 日本トラスティ・サービス信託銀行編『THE 資産管理専門銀行(第3版)』(金融財政事情研究会、2009年) 199-200頁
- 2) 能見善久「現代信託法講義(4)自己執行義務」信託 203号(2000.8) 15-17頁
- 3) 前掲書(1)269-270頁、4)前掲書(1)271-272頁、5)前掲書(1)590頁

参考文献

1. 日本トラスティ・サービス信託銀行編『THE 資産管理専門銀行(第3版)』(金融財政事情研究会、2009年)
2. 道垣内弘人「保管受託者(custodian trustee)を用いた信託とその法的諸問題(金融研究第21巻第2号)」(日本銀行金融研究所、2002年6月)
3. 杉浦宣彦・渋谷彰久「カストディー業務発展に向けての法的課題について」(金融研究研修サテライトFSAリサーチレビュー、2005年12月)
4. 能見善久『現代信託法』(有斐閣、2004年)
5. 四宮和夫『法律学全集信託法(新版)』(有斐閣、1994年)
6. 福井修「信託におけるカストディアン」道垣内・大村・滝沢編『信託取引と民法法理』(有斐閣、2003年)
7. 新井誠『信託法(第2版)』(有斐閣、2005年)
8. 神田秀樹監修・著 阿部泰久・小足一寿『新信託業法のすべて』(金融財政事情研究会、2005年)
9. 中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて(第2版)』(東洋経済新報社、2008年)
10. 清水和夫『THE 資産管理実務用語700』(金融財政事情研究会、2010年)

* キャッシュ・マネジメント・サービスは、通貨ごとに市場間の資金振替を自動的に行うサービス。キャッシュ・コントラクチュアル・サービスは、実際の決済がフェイル(決済遅延)した場合でも、顧客の口座上は資金移動を発生させるサービス。売却の場合に、受渡の完了確認を待たずに、次の買付または回金の約定を行うことができるため、資金を効率的に活用できる。

