

カストディ業務発展に向けての法的課題について

ーカストディ業務の現状についての包括的分析とさらなる発展のための 残された法的課題についての検討ー

杉浦 宣彦* 渋谷 彰久†

概 要

かつて単なる有価証券の保護預り業務を中心とした「決済・保管代行機関」と考えられてきたカストディ業務が近年その性格を大きく変化させてきている。それは、わが国においては1995年の公的年金の投資顧問会社への運用の解放が1つの契機になっているが、以来、「自社運用」から「運用委託」への変化の中、運用結果を常に求められる運用者側から、より使い勝手のよい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一般化し、カストディ業務の世界では、どのような付加価値サービスが提供されるのかがカストディアン選定の重要な基準になってきている。そして、このような付加価値サービスには、運用者からのニーズにあわせてセキュリティー・レンディングや余剰資金のキャッシュマネージメント、さらには議決権行使等、「保管」の概念を超えたようなサービスが提供され、さらに外国人投資家からのわが国の企業の株式や社債への投資も増加してきていることから、メガバンクや信託銀行ならびに在日外国銀行にとってカストディ業務が徐々に大きなウエイトを占めるようになってきている。しかし、その反面、以上のような変化に伴い、倒産隔離や分別管理、自己執行責任と委任法理とのバランス、国際取引の増加をきっかけにした準拠法の問題等、これまであまり議論されてこなかった法的問題点が浮上してきている。本稿では、このようなカストディ業務の変遷を分析し、その上で、浮上してきた問題を取り上げながら、これまで、寄託・委任・代理といった概念で説明されてきたカストディ業務の基本法理の限界と、信託法理の活用がわが国におけるカストディ業務の更なる発展に有効なのではないかという点を指摘する。

本稿の執筆にあたっては、新井誠 筑波大学法科大学院院長に有益な御意見をいただいた。なお、本稿の内容は、筆者両名の個人的見解であり、金融庁及び金融研究研修センターの公式見解ではない。

*金融庁金融研究研修センター研究官

†筑波大学大学院ビジネス科学研究科企業法学専攻博士後期過程

はじめに

最近の有価証券取引において、投資家が株券や債券の運用を行なう場合、投資家本人が有価証券を保管するのではなく、第三者が保管する形態が増えてきている。既に、国内の株券の取引においては、株式保管振替機構に株券を預託し、同機構が株券を保管するやり方が増えてきている。また、同様に国債についても、日本銀行が国債を保管する国債振替決済制度が広く利用されている。さらに、海外で有価証券運用をする場合には、海外の金融機関（グローバル・カストディアン）に有価証券を保管してもらう方法が一般的であるし、逆に、対日証券投資を行なう外国投資家の代理人として、わが国における金融機関が、有価証券の保管、受渡決済、権利保全、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が行なわれている。

このうち、このグローバル・カストディアンの法的な位置づけについては、以前より、信託法の分野から様々な検証、分析が行われている¹が、その一方、わが国においては財産管理者としてのカストディアンは「常任代理人」として実務上、委任法理が適用されてきた²。

本稿では、これら有価証券等の保管管理システムのうち、海外投資家が関係するカストディ業務に関する法的側面について検討したものである。この金融機関が行なっている常任代理人業務と保管業務を兼ねたカストディ業務については、有価証券等の単純保管から証拠金管理、資産保全、さらには、流動化のピークル機能、信託のバックオフィスの役割まで幅広く、かつ高度化された内容のものになっている。しかし、このカストディ業務が抱える様々な法的問題点については、いくつかの信託法上の論点等を明らかにした論稿が見られるものの、最近の実務の状況を反映しつつ、この問題点に触れたものは少なかったように思われる。本稿は、最近、わが国の企業等の発行する株式や社債等への外国人投資家からの投資の増加、株券・社債等の取引の電子化の進行で、大きく変化・発展してきているカストディ業務の状況を見つつ、その中で法的側面が明確でない部分を指摘しながら、わが国においてカストディ業務を行なっていく際の基本的法理の方向性について、比較法的手法を用いながら検討を行なうことを目的としている。

なお、本稿は、上記の目的を維持しつつも、カストディ業務の現状について鳥瞰するため、前半部分、第2章までは信託業務の分類および最近のカストディ業務の変遷・動向についての分析を行っている。その後、第3章では、諸外国でのカストディ業務がどのような仕組み・制度に支えられているのか、その状況について、米・英・独のケースについて検討を行ない、第4章では、第3章までの分析・考察を受けつつ、従前から論点になってきているもの、また、最

¹ たとえば、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」日本銀行金融研究所・金融研究第21巻第2号（2002年）251頁以下、岸本裕次郎「受託者の自己執行義務と第三者の利用（下）」NBL753号（2003年）52頁以下、能見善久「現代信託法講義（4）」信託203号（2000年）15頁以下、福井修「有価証券運用に係る信託法上の諸問題」ジュリスト1164号（1999年）75頁以下、宮野靖史「信託内部における受託者とその履行補助者の義務と責任—カストディアン使用における関係を中心に—」東京大学大学院法学政治学研究所・専修コース研究年報（1999年度版）185頁以下など。実務面については南條隆「グローバル・カストディについて」日本銀行金融研究所・金融研究第10巻第1号（1991年）19頁以下など。

² 和仁亮裕「日本の銀行が行うカストディ業務および証券貸付業務」商事法務No.1338（1993年）14頁以下、渋谷彰久「失念株の実務上の処理—常任代理人制度と証券保管振替制度」企業法学Vol.2 企業法学会編（1993年）232頁以下

近の信託業法改正等により新たに登場してきた法的問題点等について指摘するとともに、カストディ業務を法的にどう解するべきか、その方向性についての私見を明らかにする。

本稿を執筆するにあたっては、信託銀行や都市銀行ならびに外資系金融機関に勤務されている実務家の方たちから多大なご協力をいただいた。改めて、感謝の意を表する次第である。なお、これらの方たちのご協力をえながらも著者の認識・知識不足で必ずしも適当でない内容・表記があるかもしれないが、それらの責任は著者達にあることは言うまでもない。また、本稿における意見にわたる部分は、杉浦および渋谷の所属先のそれではなく、あくまでも個人的見解であることを事前にお断りしておく。

1. カストディ業務とは何か

1-1. カストディ業務の法的定義と範囲

上記でも少し述べたが、カストディ業務³とは投資家の代理人として、証券投資を行なう投資家の代理人として、有価証券の保管、受渡決済、権利保全議決権行使等の幅広い業務を提供する常任代理人業務のことをいう。(この代理人の業務には、一定の事項だけ代理権限を与えられている限定代理人と包括的な代理権限を与えられている常任代理人と2つのタイプがある。)

投資家は有価証券を預託する保管機関と常任代理人を別々に定めることができるが、同一人が保管機関と常任代理人を兼ねるケースがほとんどであり、一般的にこれらを総称してカストディアンというが、このカストディアンは顧客である投資家のために有価証券の管理、保管に加え、配当金の受領や元利金の取立て、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為等有価証券保有者としての権利行使について考慮しなくてはならない地位にある。もっとも、この常任代理人制度は、その選任を義務づけられたものではない。実務上、株券の輸送のコストや保険の問題、さらには名義書換や配当金支払方法等に係る煩雑な手続きや申請（特に投資家が海外にいる場合などは、外為法上の諸制度、租税条約に基づく源泉徴収税等の法規整における申請、届出報告が必要な場合、それらのプロセスを熟知した代理人が必要。）のために代理人が必要なのである⁴。

では、このカストディアンの権限や業務はどのような範囲のものがあるのだろうか。現状行なわれている権限・業務範囲については、一般的に以下のように整理できる。

- ① 指図に基づく証券の取得・処分・移転およびそれらの取引にかかわる資金決済。

³なお、本稿では用語として以下のように使い分けている。「カストディ (Custody=常任代理人制度)」、「カストディアン (Custodian=常任代理人・保管機関)」は実務上の用法。「常任代理人 (-契約・-制度)」は法律上の用法。「常任代理人」を Standing proxy の訳語とする場合もある。海外の制度は単に「カストディ」と称することにする。

⁴ なお、株式発行会社としても外国人株主については、常任代理人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、会社に届出することを定めている(日本トラスティ・サービス信託銀行編著『The 資産管理専門銀行—その実務のすべて』きんざい(平成15年)227頁。

- ② 預り金の管理と証券の名義変更と当該証券の管理。
- ③ 保管証券にかかわる元利金の取立て、配当金の受入処理やこれらの利子・配当についての（租税条約等の）届出。
- ④ 新株予約権および新株予約権付社債等の権利行使。
- ⑤ 指図に従い（外国）株主に代わり議決権を行使すること。
- ⑥ その他、諸通知の受領および証券保有レポート等の送付。

このカストディ業務については、わが国においては、従来、その法的性格として委託契約（民法634条）や寄託契約（民法657条）の双方の性格を持つものと考えられ、カストディアンは善良なる管理者の注意義務を負うものとされている。また、カストディ業務は、わが国においても銀行により広く行なわれているところであるが、これは、銀行法10条2項により「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ことを根拠としている⁵。また、学説では、特に、カストディアンの法的性質については信託法26条の定める受託者の自己執行義務との関係において以下のような分析がなされている。

（1）四宮説（通説）

信託における信任関係（fiduciary relation）は、受託者自らが信託事務を処理することを要求する。信託法26条1項は「受託者ハ信託行為ニ別段ノ定アル場合ヲ除クノ外已ムコトヲ得サル事由アル場合ニ限り他人ヲシテ自己ニ代リテ信託事務ヲ処理セシムルコトヲ得」と定める。この場合の受託者に代わって事務を処理する第三者を「代人」とし、代人は「独立の所見を持って事務を処理、執行する者とされる。代人の行為については、受託者は選任・監督についてのみ責任を負うとされる。一方、この代人以外に受託者は自己の責任で「履行補助者」を信託事務処理の手段たる行為について使用することは許されるとする（例えば、弁護士・弁理士・銀行家・技術者・ブローカー等）。履行補助者には代人のような独立の所見はなく、受託者は履行補助者の故意・過失ある行為にはすべての責任を負い、反面、委託者・受益者は直接に履行補助者に対し責任は問えない⁶。

（2）能見説

従来の上記通説は「自己の責任で使用する」という「履行補助者の過失」理論に基づく債務者の不履行責任を問うものであり、信託財産を管理していた者の倒産などの信託財産に生じるリスク配分の問題は通説からだけでは十分に対処できないとする⁷。議論を明確にするために他人の使用が許されるか否かの問題と、他人使用の場合の受託者の責任の問題を分けるべきである。つまり、（Ⅰ）自己執行義務の範囲外（他人（補助者）の使用が自由な場合）と（Ⅱ）自己執行義務の範囲内に二分し、（Ⅱ）の場合、①受託者の責任で使用、②信託行為で許容、③やむを得ない事由がある場合、自己執行義務の例外を三類型に分ける。（Ⅰ）は運送業者のように受託者が他人を使用しなければ信託事務処理ができないような場合であり、受託者の責任は善管

⁵日本トラスティ・サービス信託銀行 前掲書 228頁

⁶四宮和夫『信託法（新版）』有斐閣（1989年）236—240頁

⁷能見善久『現代信託法』有斐閣（2004年）109頁

注意義務の問題として解決することになる。(Ⅱ)①は法人受託者の従業員のような場合であり、受託者は履行補助者の過失か選任・監督上の過失を負う。(Ⅱ)②はまさに有価証券をカストディアンに預託するようなケースが該当し、③と同様に受託者責任は信託法26条2項の選任・監督責任に限定される。ただし、②の場合は信託行為の特約により定まる。特に能見教授は受託者がカストディアンを選任する場合の責任類型について詳細な分析を述べられている⁸。まず、第一に信託財産の管理・保管方法は信託の中心的・本質的部分であり、受託者の自己執行義務の対象範囲であること。第二に受託者は信託行為でカストディアンの選任を定めるが、デフォルトルールとして受託者責任は信託法26条2項により選任・監督責任に限定されること。第三にグローバル・カストディアンを受託者が利用する場合には受託者はサブ・カストディアンのリスク情報まで、グローバル・カストディアン経由でモニタリングしていれば、受益者との関係で責任は問われないとする。

(3) 福井説

これに対し近時、カストディアンを単なる「代人」と位置づけるのではなく、海外での有価証券保管の実務、実態に即して信託受託者の自己執行義務の範囲とは切り離して議論すべきとの有力説が唱えられている⁹。

カストディアンの法的性質を分析した場合、基本的には通説の「代人」の要件を満たしており、裁量行為を持ち「独立の所見」をカストディアンは持っているが、「独立の所見」というメルクマールはあいまいな定義であり、実務感覚からすると「代人的側面」があるとする。また、委託者・受益者に対する責任(信託法26条3項)についてもカストディアンの過失によって信託財産に損失が生じた場合、信託契約書の内容にもよるが、実務上、一般的には海外カストディアンに法的責任は負わせられないとする。福井説は以下の三つの視点からカストディアンの法的分析を行なっている。第一は実態としてのカストディアンを見た場合、信託事務処理手段としての他人使用であるとの視点である。海外のカストディアンに対し認識、義務がない以上、日本の信託法に関する法定責任を負わすのはそぐわない。カストディ業務自体は受託者自身が本来業務として行なうことは想定されていないのであり、自己執行義務の範囲外とし、カストディアンの選任・監督責任について善管注意義務違反のみ考慮すればよいとする。第二の視点は信託の本質的要素として信託財産の保管を有価証券の海外保管としてどう位置づけるかということである。海外送金が銀行間の委任契約の連鎖で成り立っているように、有価証券管理は階層構造を有するカストディアンの口座の連鎖で成り立っていると指摘される。また、受託者が直接保有しているものがグローバル・カストディアンに対する権利であり、必ずしも物権的構成が貫徹できなくとも、実質的には有価証券を保有しているような(口座管理のような場合でも)信託の範囲からはずす意味はないとする。第三の視点は、自己執行義務緩和の流れである。分業制が発達した現代において専門的な第三者に信託事務を委託するのがより合理的な流れになっており、英米の法制も既にみてきたように自己執行義務は緩和する方向性が明確であ

⁸能見 前掲書 111-118頁

⁹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)211-215頁

る¹⁰。

(4) 小括

上記能見説と福井説の両説は従来の通説的見解を踏まえ、実務の実態に即した現代のカストディ業務の法的分析の一つの到達点を示したものと言えよう。

しかしながら、能見説と福井説には大きな相違点がある。それは、カストディアンを自己執行義務の対象範囲内に置くか、範囲外に置くかという点である。能見説は信託財産の管理・保管方法を信託の中心的・本質部分と捉えて、信託法理の中で受託者責任の一部としてカストディアンの責任を考える。福井説はカストディ業務は受託者の本来業務ではなく、そもそも信託法理の外でカストディ契約上の責任として位置づけていると思われる。なお、それぞれの学説や契約当事者間の関係を図表化したものを資料として添付した。）

1-2. カストディ業務の種類

そして、以上のような、銀行におけるカストディ業務についての法概念を交えて類型化してみると、さらに以下の四つに分けることができる。

(1) 寄託型

寄託は、当事者の一方が、相手方のために保管することを約してある物を受け取ることによりその効力を生じる要物契約のことである（民法657条）。有価証券の所有者が、他人に有価証券の所有権を移さず、単にその占有を移す場合は、寄託であり、信託ではないとされる。寄託か信託かの違いは、本人あるいは第三者のために有価証券を他人に移す時の寄託者の意思表示によることになる。すなわち、表示された意思が有価証券の所有権を他人に移転し、一定の目的に従って、他人に保管されるということならば、その行為は信託行為であるとされる。

(2) 委任型

これに対して、委任の場合は、当事者の一方が法律行為を為すことを相手方に委任し、相手方がそれを承認することにより効力が発生する（民法653条）。受任者は委託事務を処理するにあたり受け取った金銭その他の物およびその果実を委任者に引き渡すことを要する（同法646条1項）。受任者が委任者のために自己の名をもって取得した権利は、これを委任者に移転することを要する（同法646条2項）。また、商行為の受任者は、委任の本質に反しない範囲で、委任を受けていない行為を為すことができるとされる（商法505条）。

(3) 代理・取次（問屋）型

また、カストディ業務は代理・取次の概念とも類似している。たとえば、代理の場合、代理人がその権限内において本人のためにすることを示して為した意思表示は直接的に本人に対し

¹⁰新井誠『信託法』（第2版）』有斐閣（2005年）149頁 新井教授は「新たな他己執行義務の理念は、「受益者の最善の利益（best interest）」という価値から出発するものであると評価することができる」と述べられている。この考えはカストディアンの行為準則にも類推できるものと考えられる。

てその効力を生ずる（民法99条1項）とされており、カストディ業務でも指図を全面的に委託者から受けている場合は、この概念での説明が可能であろう。また、カストディ業務で預かっているものは、通常有価証券であり、取次の概念で考えることも可能であろう。証券取引法の2条8項3号にある有価証券取引の委託に媒介・取次・代理があり、そのうち、いわゆる「書面取次」については同法65条2項により、銀行にも認められていることに留意すべきであろう。この証券取引法上の取次とは、自己の名をもって他人の計算において有価証券の売買等を行なうことを言い、商法551条の「問屋」に当たる。この場合、法律上は自己が権利義務の対象にはなるものの、経済上の効果は他人に帰属する。受託者は、他人のために為した売買により相手方に対して自ら権利を得、義務を負う（商法552条1項）。また、受託者と委託者との関係は、「問屋営業」に関する規定のほか、委任・代理に関する規定が準用される（同法552条2項）ため、受託者から自ら得た権利については委託者へ移転されることを要するとされる。

（4）信託型

さらに、現在においては信託銀行または兼営法上の認可を受けた銀行だけが行なっている形であるが、信託業務の一環として、カストディ業務を行なう考え方があろう。言うまでもなく、信託法上の信託とは、現行法のもとでは、財産権の移転その他の処分を為し（処分行為）、他人をして、一定の目的に従い、財産の管理または処分をさせる委任行為のことを言うとしており（信託法1条）、信託という法律行為を成立させることを信託の設定と言い、信託を設定する当事者の行為は信託行為という。（なお、信託は、委任的行為を含むため、信託法には民法の委任の規定と同一または類似する規定やこれを修正した規定が少なくないとされる¹¹（例えば、善管注意義務信託法20条（民法644条）、信託業務の委任 26条（同法104、105条）、信託報酬 35条（同法648条）、補償請求権 36条（同法650条）などが挙げられるだろう。）。

信託契約の特徴についてかいつまんで述べると、委託者・受託者間の処分行為は無償・片務契約であり、有償性・双務性は上記の信託の委任的部分において関係する。有償・無償で法的拘束力が異なるが、有償契約についてはその法的拘束力に要物契約性を欠き、諾成契約が認められるから、営業信託においては、信託契約は委託者と受託者の合意によって法的拘束力をもって成立し、財産権その他の処分をもってその効力、例えば、管理義務や返還義務が発生する。

（営業信託契約は書面を要するから法的拘束力はより強くなると解される¹²。）

この信託型において、カストディとの関連性が強いと考えられるのが「包括信託」（兼営法施行規則3条1項9号）であろう。これは、種類を異にする2つ以上の財産を1つの信託行為（＝1つの信託契約）により引き受ける信託のことを言うが、単に複数の財産を信託される場合に限らず、当初金銭のみの引渡しがあり、後日、有価証券の移転がある場合などでも、包括信託契約の締結により信託は成立し、金銭の引渡しをもってその金銭につき信託の効力が発生する。後日、有価証券の移転があればその有価証券につき信託の効力が発生する。

¹¹ 四宮 前掲書 92頁

¹² 日本トラスティ・サービス信託銀行、前掲書、451頁

2. 現代カストディの制度的特徴

1. においてカストディ業務の概要、法的定義についての諸説の整理ならびに業務の類型化を行ったが、カストディ業務における（とりわけ法的側面での）一番大きな論点は、「カストディアンとなる金融機関（事業者）はどのような保管への責任を負うのか」¹³ということである。

カストディの本質には「管理」と「責任」の二つの視点がある。すなわち、「管理」の類型は保管資産の所有構造（誰がどのような形態で保管するのか）により「直接所有」と「間接所有」の二つに分けることができ、「責任」の内容については「委任」の法理の中で受任者責任と捉えるのか、また、信託法の射程範囲で受託者責任と考えるのかという視点である。そして、他人の財産を預かる場合、管理財産の所有形態は代理や寄託の場合、本人名義のまま保管することになるが、信託の場合は受託者名義への移転を伴うことになる。そこで、このように、「管理」と「責任」の二つ視点が、カストディについての論点を検討していく足がかりとなるが、従来の単純な管理型のカストディ業務から最近のカストディ業務は大きく変化してきている。そこでまず、本稿で議論する「カストディ業務」の制度としての位置づけと内容を明らかにし、その後の法的課題や論点を明確化するために、以下においては、現在のカストディ業務の実態や変化の動きについて検討・考察を行なってみよう。

2-1. 当事者の階層構造化

機関投資家としてのカストディアンは一般的には金融機関がその役割を担っており、国際分散投資の中では欧米の大手金融機関がグローバル・カストディアンとして業務を行なっている¹⁴。専業とする金融機関もあるが、多くは国際的なネットワークと各国に拠点もしくは提携先のサブ・カストディアンを持つ例が多い（縦の関係：所有構造の階層類型）。一方、カストディ業務の担い手となる金融機関は信託銀行が受託者（カストディアン・トラステイ）となる場合と、業法上、信託免許のないコマーシャルバンク、インベストメントバンク、日本の都市銀行が付随業務として常任代理人銀行（カストディアンバンク）となる場合がある。便宜上、前者を「信託カストディ」、また、後者は「委任カストディ」と呼ばれている。「信託カストディ」は受託者（Trustee）のうち保管受託者と運用受託者に分かれる。「委任カストディ」は保管受任者として代理、委任、寄託の混合契約の当事者となる（横の関係：保管当事者の責任類型）。ここで注意しなければならないのは、機関投資家の間ではカストディアンの姿は見えないことであり

¹³ Joanna Benjamin & Madeleine Yates "The Law of Global Custody -Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral- "Sec. Ed. Butterworths(2002) P.1

常任代理人制度についての体系書・教科書的なものは残念ながら日本には存在しない。特殊な制度故、認知度がないためであろう。”The Law of Global Custody”は最新の英国制度・実務、多面的な法的問題点について詳細な論述がなされている。上記以外に以下の解説書がある。A. O. Austen-Peters ”CUSTODY OF INVESTMENTS -LAW AND PRACTICE-” Oxford(2000) 本稿も必要に応じて引用した。特に”The Law of Global Custody”は最新の英国制度・実務、多面的な法的問題点について詳細な論述がなされている。

¹⁴ 業法上は、銀行信託銀行、証券会社とも付随業務として行なっている。（銀行法10条2項10号、信託業法（兼営業）業法第5条1・7項、証券取引法43条・「証券会社の兼業の承認について」昭和42年蔵証1879号）。

(正確に言うならばあまり意識せずに日々の投資行為を行っている)、このことはカストディアン側からも同じことが言える。

保管されている証券名義や資金管理のための預金口座名義は通常は「ノミニー名義」¹⁵として顕名化されている。これにより原投資家や所有者はカストディアン側からは察知できないことになる。つまり、直接的な契約(常任代理人契約)の相手方である海外の機関投資家や提携金融機関からの指図により行動することが行為準則となる。さらに、カストディアンは通常、保管有価証券を証券決済機関(CSD: Central Securities Depository)に預託し振替決済(ブックエントリー: book entry)を行なう¹⁶。ここでは原投資家や所有者の名義は二重の意味で間接所有の形態で階層化されることになる。したがって、カストディアンの「保管への責任」は、この階層化された所有関係の中で論じられなければならないと考えられる。

2-2. 運用機関と保管機関の分化

金融機関が法人として顧客の資産を運用する場合、その資産の運用と保管管理を専門の部門か別会社に任せることが一般化している(マスタートラストティなど)¹⁷。運用機関と保管機関の分化については、機関の担い手の問題と機関分化の背景を考察しておく必要がある。ここでの保管受託者(維持管理型信託の受託者)は必ずしも信託銀行(信託法・業法上の受託者)に限定する必要はないであろう。なぜならば、受託者(カストディアントラストティ)となる場合、「信託カストディ」と「委任カストディ」の位置づけは常任代理人銀行(カストディアンバンク)からみれば機能的な差はないと言える。保管受託者の業法上の位置づけを見直す動きもある¹⁸。

また、現代の投資運用においては機関投資家の特徴は以下の四点があると言われている¹⁹。第一に、取扱う資金量が大规模であること。第二に、そのために分散投資が可能となり保有資産全体(ポートフォリオ)の収益最大化を目指した運用が行なわれること。第三に、投資の専門家として豊富な情報量と分析力を持ち、それらに基づいた高度な投資手法を駆使できること。第四に他人の資金を運用することにより、委託者に対する責任を有することである。年金基金などの機関投資家における運用受託者責任は保有資産(ポートフォリオ)の収益最大化を目指

¹⁵「ノミニー名義」は「ストリートネーム」とも呼ばれ、「ノミニー・ナンバー」が与えられる場合もある。「ノミニー」は米国における証券保管実務において長年利用されてきた名義貸しの制度である。(本稿3(3)イギリスノミニー名義と間接所有者の権利もあわせて参照されたい。)

¹⁶日本はJASDEC、米国はDTC、英国はクレスト、フランスはシコバム、国際証券決済ではユーロクリア等。証券決済システム全般については、中島真志・宿輪純一『証券決済システムのすべて』東洋経済新報社(2002年)を参照。

¹⁷保管受託者(Custodian Trustee)による信託財産の運用機関と保管機関の分化については四宮、前掲書218頁、ならびに、道垣内 前掲論文 251頁以下参照。なお、マスタートラストティによる一元的な証券保管も金融機関にとって是一種の事務合理化による経費節減効果が期待できるとされ、その結果として、わが国でも金融機関が中心になって、2000年に日本トラスティサービス信託銀行が設立されたが、これは経費削減効果だけでなく、運用機関の専門・特化の進展とそれを束ねる一元管理業務形態の出現を委託者達から期待されたことも影響している。(厚生年金基金連合会資産運用研究会「運用自由化時代の年金基金の資産運用」報告書(平成10年11月)などを参照。)

¹⁸保管受託者の業法上の位置付け見直しについて検討されている。金融審議会金融分科会第二部会「信託業のあり方に関する中間報告書(2003年7月28日)」6頁以下

¹⁹三木まり「米国機関投資家の取引コストと取引システム」証券経済研究37号(2002年)38頁

すことが受託者としての行為準則となる。すなわち、運用機関としての機関投資家の役割はポートフォリオの効用を最大化することであり、運用収益を上げる（取引コストを下げる）ことが忠実義務となる。ここで言う取引コストとは、①委託者の支払う委託手数料、②即座に取引執行できない機会コスト（高い執行率への要求）、③マーケットでの匿名性、流動性確保のためのコストなどと言われている²⁰。保有資産ポートフォリオの収益最大化が機関投資家にとっての大きな要請であり、運用と保管の分離によって取引コストが小さくなるとがトータルコストの圧縮となる。つまり、運用と保管管理の分離は複雑な証券決済制度の中では受託者の忠実義務（ポートフォリオの効用最大化の責任）と密接な関係を持っているといえる。これは保管管理者としての「委任カストディ」の立場からも「信託カストディ」と同様の効果があるといえる。

また、欧州や世界的な決済機関の統合の動きはグローバル化の当然の流れであり、これにより一層の集中と事務コスト、決済リスクの低減が可能となるわけで²¹、受託者責任の機能を担うカストディアンはこの流れに沿った変革の努力をする必要がある。

2-3. 保管機関から情報サービス提供者へ

さらに、近年の情報通信技術の発展と現代ポートフォリオ理論の高度化・精緻化は金融や資産運用の世界において以下のような影響を与えている²²。

まず、第一に機関投資家は必ずしも大きな設備資産と人員を持つ必要はなくなったこと。そして、第二に有価証券のペーパーレス化や国際的な資金証券決済システムのダウンサイジング化により取引コストの効率化と決済指図や証券情報のシームレス化が進む一方で、保管中心の従来型カストディの利用メリットが小さくなったこと。さらに、第三に機関投資家の運用手法の多様化と運用資産の拡大はファンド・マネジャーを委託者として運用競争をさせることにより、その運用成績の客観的評価基準（ベンチマーク）が従来以上に複雑となったことである。

また、これらの変化はカストディ業務にも以下のような影響を与えている。まず、保管手数料等の取引コスト低下圧力により従来型の保管業務中心のビジネスモデルでは競争力が低下するようになってきたことである。多くの欧米カストディバンクは再編の中で規模の拡大と手数料の引き下げの影響を受けているが、反面、ペーパーレス化による証券集中保管機関への寄託証券移管と機関投資家によるカストディ業務の内製化が一部で進行している。しかし、また、逆の動き、すなわち、報告通知機能の高度化と独立化の方向性も強まってきており、欧米の現状としては、機関投資家が運用に集中するためのミドル・バックオフィス業務をカストディアンにアウトソースするのが主流となってくる。

年金基金受託者が基金資産の評価性能を測定するには、自らの受託資産に対して正確で迅速なレポート機能が必要となる。ファンド毎の比較がより重要な運用方針の決定に結びつく。カストディ機能の最大の付加価値サービスは保管資産や決済取引状況に対する適時の情報提供で

²⁰ 三木 前掲論文 43 頁以下参照

²¹ 吉川真裕「ヨーロッパの株式決済市場統合」証券経済研究 4 2 号（2003）155 頁以下

²² 例えば、Joanna Benjamin & Madeleine Yates “The Law of Global Custody –Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral–”Sec. Ed. Butterworths(2002) P.10 以下 参照。

ある。また、逆に受託者へのモニタリング機能をカストディアンが独立して行ない、必要な関係者に受託者の評価レポートとして送ることも可能であろう。情報通信の高度化により、金融機関以外の事業者がサービス提供者になる可能性もあるのではないだろうか。

2-4. 小括

以上をまとめると、現代のカストディ業務の範囲は単なる「保管のため」だけではなく、より広範囲な機能をカストディアンに与え、付加価値サービスを高める流れのなかで論じなければならぬ時期にきていると言える。特に、機関投資家のためのカストディについては、資産のポートフォリオの効用（運用収益）を最大化するために保管・維持管理機能を効率的に働かせる必要が出てきている。例えば、①機関投資家の遊休ポートフォリオを貸株市場や貸債券市場で貸し出し、品貸料を得ることにより、運用収益の向上を図るセキュリティレンディングサービス、②決済待機資金である余剰資金を自動的にオーバーナイトで運用するキャッシュマネジメントサービス、③コーポレートガバナンスの一環から株主としての議決権行使情報をサポートするプロキシサービス、④決済日にフェール（資金不足、券面不足）を防止するためのコントラクトチャルセトルメントサービスなどが付加価値サービスとして、カストディアンには求められてきている。

以上のように、単なる財産の保全・維持管理機能だけでなく、私的自治の拡張機能を高度化することにより、カストディ業務は、単なる有価証券等の預かり業務の世界から、その活用新たな方向性を見出していると考えられる。

また、同様の変化は、カストディ業務が幅広く行なわれているアメリカやイギリスでも見られる傾向である。そこで、3. においては、カストディ業務を支える各国の制度について検討を行ない、上記のようなカストディ業務の広がりによどのような制度対応が行なわれているのかについて検討を行ない、わが国の現状への示唆を探ることとする。

3. カストディ業務を支える各国の制度について

以上のように、わが国における金融機関のカストディ業務はその内容を大きく拡大・変容させてきているが、本章では、カストディ業務は具体的にはどのような形で利用され、どのような法理で成り立ってきたのかについて、比較制度・比較法の観点から、カストディアン制度の発祥地とも言える、アメリカやイギリスまた、ドイツといった諸外国における法理・制度について概観する。

3-1. アメリカの制度について

3-1-1 概要

アメリカにおいては、本来、カストディアンとは、一般的に裁量的な権限を持つ受託者（fiduciary）と区別され、単に信託財産を管理するものと解釈されてきた。（この考え方は、わ

が国の財産の「保護預り」と解釈する考え方と類似している。)

つまり、アメリカにおいて、年金関係の規制を行なう ERISA 法との関係では、狭義の受託者だけでなく、投資顧問なども含め、裁量の権限を有するものが *fiduciary* とされ、ERISA 法上の *fiduciary duty* を負わされるのに対して、裁量権のないカストディアンは以前まで受託者責任を負わされてこなかった。実際、従来、カストディサービスを利用する大きな理由は、実際には国外等には持ち出せない証券を金融機関に保護預りをしてもらうところからスタートしている。しかし、紙ベースの証書の中央管理が進み、指図を電子的手段で出せるようになってくると、決済のための管理業務から、むしろ、信託財産の運用管理、コーポレートアクションの代理等の方向へと向かうようになり、結果、現在では、銀行を中心とする金融機関で行なわれているカストディアン業務は単なる保管の範囲を大きく超えるようになり、むしろ ERISA 法上の *fiduciary duty* があるのではないかとされてきている²³。

3-1-2 セキュリティ・エンタイトルメント

このようなアメリカのカストディ業務に関しての変化が見られる中、カストディ業務との関連で、重要な制度・考え方として、セキュリティ・エンタイトルメントが挙げられる。これは、1994年のUCC第8編の改正の際、投資家が仲介金融機関を通じて証券を保有する多層型証券振替決済制度の本質を投資家による証券の間接保有にあると捉え、投資家と証券発行者との債券債務関係とは異なる特定の証券に対する権利(セキュリティ・エンタイトルメント)を有する者をエンタイトルメント・ホルダーと位置付けるものである³⁰。

UCC第8編の概要は以下の通り²⁴。

- ① エンタイトルメント・ホルダーは仲介金融機関が有する金融資産に対する権利につき比例的な物権的権利 (*pro rata property interest*) を有する(UCC8-503(b))。この際、仲介金融機関が保有する当該金融資産に対する権利は、当該仲介金融機関に対するセキュリティ・エンタイトルメントの全てを満たすまでは、当該仲介金融機関固有の資産を構成しない(UCC8-503(a))。
- ② 仲介金融機関は自らがエンタイトルメント・ホルダーに与えたセキュリティ・エンタイトルメントの合計に相当する量の金融資産を速やかに取得し、かつ維持する義務を負い(UCC8-504(a))、エンタイトルメント・ホルダーの同意なしにはかかる金融資産を担保に供してはならない(UCC8-504(b))。
- ③ 仲介金融機関を介して金融資産を保有する投資家はその金融資産に対する権利を行使することができるのは、自らがセキュリティ・エンタイトルメントを有する仲介金融機関に対

²³ このあたりの最近の動きについては、Richard Stanley, *Global Custody Operations of Banks*, 114 *Banking L.J.*418-428(1997)や James Essinger, "Global Custody," 15 (Longman, ed, 1991)、ならびに、能見 前掲書 114 頁などを参照。

²⁴ 木南敦「証券決済制度における物権法的構成と債権法的構成-統一商法典第八編による扱いについて」『現代における物権法と債権法の交錯』-有斐閣(1998年)-有斐閣(1998年) 129頁。また、森下哲朗「国際証券決済法制の展開と課題」上智法学論集第47巻第3号(2004年)172頁以下にも、このセキュリティ・エンタイトルメントについて詳細な制度解説および分析が展開されている。

してのみであり(UCC8-503(c))、証券の発行者、上位の金融機関、金融資産の取得者等に対してその権利を主張することは認められない。唯一の例外は、当該仲介金融機関が倒産し、かつセキュリティ・エンタイトルメントに見合う十分な金融資産を保有していない場合であって、かつ、当該仲介金融機関が違法に金融資産を第三者に売却した場合（あるいは担保提供した場合）である(UCC8-503(d))。

- ④ 仲介金融機関は金融資産の発行者による支払や分配(payment or distribution)を得るべく行動し(UCC8-505(a))、かつ受領した支払や分配をエンタイトルメント・ホルダーに引き渡す義務を負う(UCC8-505(b))。エンタイトルメント・ホルダーに指示された場合、仲介金融機関は当該金融資産にかかる権利行使を行なわねばならず(UCC8-506)、また、エンタイトルメント・ホルダーのセキュリティ・エンタイトルメントの対象となっている金融資産について譲渡や償還の指示(entitlement order)を受けた場合にはその指示に従わなければならない(UCC8-507(a))。
- ⑤ エンタイトルメント・ホルダーからセキュリティ・エンタイトルメントを他の証券保有形態（例えば証券の保有や投資家名義での登録等）に変更するよう指示があった場合には、証券の性質上当該変更が可能な限り、かかる指示に従わねばならない(UCC8-508)。

この UCC 第 8 編の改正内容は有価証券の間接保有の実務、特に海外分散等投資を行うグローバル・カストディにおいて特有の問題を解決する以下の意義があるものであったとされる。

第一に改正前に当該金融機関が間接保有する証券の譲渡において、証券そのものの特定と、その証券に対する前の権利者の特定が必要であった。証券の譲渡、担保権の設定について権利取得の前後関係と善意取得の有無により優先問題が生じる。金融機関の顧客である投資家にとって画一的で均一的な対応は集合的な証券の権利を代替可能な物権的な価値として位置づけられた。第二に代替可能な権利の集合体は証券市場の中では多層化された各階層に位置する金融機関に管理される場合もあれば、一つの金融機関の中で複数の代替可能な集合体を管理することもあり得る。多数の階層の金融機関から構成される間接保有において、ある者の権利の状況を知っているのはその者の金融機関だけであり、各金融機関はその顧客とその顧客のポジションのみを知り、一階層上の金融機関は下層の金融機関の顧客のことは知りようがない。そこで、セキュリティ・エンタイトルメントを有することは、顧客は金融機関に対し、対象となる証券に対しての物権を有することになり、預金のような単なる債権ではなく、通常取引の過程で確定的な権利を取得したこととされた。

3-1-3 受託者責任のカストディアンへの拡張 (SEC 規則 17f-5 及び 7 について)

また、アメリカでは他人の資産を預かり、運用する営業信託の中でカストディアンの法理が形成されてきた。1927年、ギャランティ・トラスト会社がニューヨーク・カーブ取引所と協力して創設し、外国株式の預託証券(ADR)の流通をはじめた。このときすでに海外に原株保管のためのカストディアンを設置する制度が出来上がっていた。1929年大恐慌の後、ニュー・ディール政策の一環として、1933年有価証券法(通称「ブルースカイ法」)は株式の州際取引を規定した。そして新たな投資家保護法として1940年投資会社法を制定し、現在の受託者行為準則の基礎を形成した。一方、アメリカにおける信託法は判例法の集積となるリステイメントと州法からなる成文法の連邦法への統一が1950年代から編纂されてきた。

現在においては、伝統的な「慎重人準則（プルーデント・マン・ルール）（「Harvard College v. Amory」判例理論）」は「慎重投資家準則（信託法関係第三次リステイトメント・1990年統一信託法典第227条）」、「統一慎重投資家法（Uniform Prudent Investor Act 1994）」、「統一信託法典（Uniform Trust Code 2001）第8条」により投資における受託者の注意義務について「慎重投資家準則」として具体的な原則が形成されてきた²⁵。

これに伴い、国際分散投資を行なう際に、海外カストディアンへ米国投資家の資産を預ける場合の詳細な規定がある。これはSECルール17f-5、7条項として、わが国のサブ・カストディアンについてもアメリカの年金資金を受託する場合、間接的に課せられる規則となる。アメリカの投資信託（ミューチュアル・ファンド）が国際分散投資を行なう場合、米国外へ資産を保管する場合に詳細なSECルールが定められている²⁶。基本的には2つの規定が海外カストディアンを規律する構造となっている。

（1）SECルール17f-5

ミューチュアル・ファンド（受託者）がグローバル・カストディアンを選任した場合、その先の現地国での証券保管者の選任はグローバル・カストディアンの責任によりサブ・カストディアンの選任・監督が行なわれるのを原則とする。しかし、この責任は **delegated responsibility** と呼ばれ²⁷、グローバル・カストディアンの責任が海外中央証券預託機関やクリアリングハウスと同様の執行管理責任を負うこと対して、負担感が大きすぎるとの問題があった。

（2）SECルール17f-7

2000年6月からの新しいルールは、上記の海外サブ・カストディアンへの適用（f-5）に加え、海外証券預託機関（日本で言う株券保管振替機構等）を用いる場合への適用（f-7）を区別することが新たな規定として加えられた。その中で、ミューチュアル・ファンド（受託者）のカストディアンの選任責任は、f-5によるサブ・カストディアンは従来どおり上層の金融機関であるグローバル・カストディアンが負うが、f-7による海外証券預託機関の選任監督責任は受託者側で負うこととした。しかし、グローバル・カストディアンにはサブ・カストディアンと同様に海外証券預託機関への継続的モニタリング責任は負わせた。

このカストディアンへの受託者責任の拡張は慎重投資家準則の現代的な解釈に一致するものであり、（1）本来の慎重人準則についての普遍性及び柔軟性の維持、

（2）受託者の行動の重視、（3）個々の投資物件の判断に際しポートフォリオ全体の一部とし

²⁵ Robert C. Lawrence III 「米国における信託財産投資運用基準の発展－運用担当者にとっての新たなチャンスと責任－」新井誠訳 信託 213号（2003年）154頁以下

慎重投資家準則の特徴として以下の6つをあげる。

- （1）本来の慎重人準則についての普遍性及び柔軟性の回復
- （2）投資運用実績ではなく受託者の行動の重視
- （3）個々の投資物件の判断に際しポートフォリオ全体の一部として評価
- （4）リスクとリターンの管理
- （5）分散投資の必要
- （6）運用コストの節約

²⁶ 17CFR270.17f-5,17f-7. 「SEC Release」 No.IC-24424, Final Rule: Custody of Investment Company Assets Outside the United States

²⁷ 能見 前掲書 117頁

て評価、(4) リスクとリターンの管理、(5) 分散投資の必要、(6) 運用コストの節約（特に UPIA § 9、UTC § 805 コメント：信託財産の投資運用に関する業務や権限を外部に委託・委任しようとする受託者は、委託・委任先である投資顧問会社は費用対効果を念頭におかなければならない）にカストディアン機能が国際分散投資には必要なものとなっていることを証明するものといえる。

3-2. イギリスの制度について

3-2-1 概要

イギリスにおいても、1980 年代以降、投資の国際化が進むにつれて、金融機関、とりわけ、投資銀行が担ってきたカストディアン業務の内容が拡大し、そこで更なる制度整備の検討を行う必要が出てきたが、特に、実際に証券取引を行うシステムである CREST システムの問題、すなわち、システム自体が、市場にアクセスできる間接保有人が証券の法的権利を持つような形にデザインされていたことをひとつのきっかけに、カストディアンやノミニーをめぐる法的位置づけの明確化が必要とされ、2000 年受託者法 (Trustee Act 2000) の制定へとつながった。

3-2-2 ノミニー (Nominee) 制度

(1) イギリス受託者法におけるノミニーの位置づけ

「ノミニー (Nominee)」とは証券を間接保有するための法技術的な名義といえる。「常任代理人 (Standing proxy)」は本人 (事務本人または受託者) から授權を受けた範囲での指図権によりノミニー名義の本人財産を間接保有する財産管理者となる (ノミニー機関と常任代理人は同一となる。)。ノミニー名義に書き換えられると信託財産とそれ以外の財産かの識別は第三者に困難となる (一種の混蔵保管となる)。カストディの保管証券名義をノミニー名義にすることは英米では一般的だが、原投資家名義から何故にノミニー名義に移転するのだろうか。これは、資産管理をファンド・マネジャーに一任するような場合、ノミニー名義にしておけば、投資家本人のサインがなくても資金・資産の移動ができるという利便性が大きな理由である。多数の投資家の有価証券や資金口座を同一ノミニー名義としておけば、名義書換や資金移動等の諸手続きはカストディアンによりスムーズに行なわれることができる。しかし、ここでも証券の間接保所有者であるカストディアンと実質的な所有者である原投資家本人との間の法律関係が問題となる。以下、イギリスにおける受託者法の中でのノミニーの取り扱いを通じてこの問題について見てみよう。

イギリスの 2000 年受託者法 (Trustee Act 2000) の第 IV 章には受託者全員が共同して自らが有する権限を第三者 (代理人、ノミニー及び保護預かり機関) に委任できる旨の規定が設けられている。但し、一つの信託に複数の受託者がいる場合において個々の受託者が個別に行なうこの種の委任については、従来どおり 1925 年受託者法 (Trustee Act 1925) の第 25 条と 1999 年受託者の権限委任に関する法律 (Trustee Delegation Act 1999) の第 1 条の規定が引き続き適用されることになる²⁸。2000 年受託者法改正前は一つの信託に複数の受託者がいる場合

²⁸ Paul Matthews 「英国 2000 年受託者法」新井誠訳 信託 210 号 (2002 年) 74 頁

は、受託者全員の合意がなければ、信託財産の所有名義を受託者全員の共有名義にしておかなければならないことになっていた。その場合、信託設定証書の規定上特に認められていない限り、信託財産をノミニーの名義にしておいたり、信託財産を保護預かり機関に預けておいたりすると、受託者側に信託義務違反の問題が生ずる。そのため、受託者は、(1) 投資信託財産の管理運用をノミニーに任せる方式、(2) ロンドン証券取引所のペーパーレス振替決済制度である CREST 上の取引決済、(3) 一任方式によるファンド・マネジャーによる有価証券売買取引等の利用に制限があった²⁹。2000 年受託者法第 16 条は、ノミニーの任命を文書で行なうかその任命の事実を証する書証を保管しておくことと、ノミニーの任命時に信託に保護預かり機関としての専門の受託者が置かれていないこと、投資物件として取得した信託財産が公益信託のための公的保護預かり機関の名義になっていないことの三点を条件として、ノミニーを任命して投資物件として取得した信託財産をノミニー名義で所有させる権限を受託者に認めている³⁰。

ノミニーおよび保護預かり機関の被任命資格要件を、2000 年受託者法は (1) 業としてノミニー業務や保護預かり機関業務を現に営んでいる者(他の業務を兼営している者であると否との別を問わない)、(2) 任命権者たる受託者の支配下にある法人、(3) 事務弁護士のためのノミニー業務を営む法人(1985 司法行政法(Administration of Justice Act 1985)の第 9 条の規定上の認可を受けた者に限る)としている。法人を起用できるとなれば、受託者は、特別目的法人・団体をノミニーや保護預かり機関として起用できることになる。新法の第 9 条第 5 項は、受託者はそのうちの信託会社たる者を保護預かり機関や代理人として任命できると定めているほか、受託者のうちから複数の者を共同ノミニーまたは共同保護預かり機関に任命することができるが、一名の受託者しか置いていない信託の場合は、その受託者は自らがノミニーや保護預かり機関となることはできないとも定めている³¹。

2000 年受託者法の第 20 条には、ノミニー及び保護預かり機関の任命条件についての規定が定められている。本条には、代理人の任命に関して定めた第 14 条の規定と同様に、受託者は、当然必要と認められる場合以外は、下記各号に定めるような条件を付してノミニーや保護預かり機関を任命してはならないと定めている。(1) ノミニーや保護預かり機関にその代理人の任命権を認めるような条件、

(2) ノミニーや保護預かり機関または当然必要と認めて任命されたその代理人が受託者や受益者に対して負担する責任を限定するような条件、(3) ノミニーや保護預かり機関に対して利益相反問題が発生するような行動をとることを認めるような条件。更に新法は、代理人、ノミニーおよび保護預かり機関の人選の是非についての見直しを行なう義務を受託者に課していると共に、第 21 条乃至第 23 条には、当該各条に定める場合においては、代理人、ノミニーまたは保護預かり機関の行なった行為については受託者自身はその責めを負わなければならないと定めている³²。

イングランド法では間接保有証券の立法はないが、実務上は仲介金融機関(カストディアン、

²⁹ Paul Matthews・前掲論文、76 頁

³⁰ Paul Matthews・前掲論文、77 頁

³¹ Paul Matthews・前掲論文、77 頁

³² Paul Matthews・前掲論文、77 頁

ノミニー機関等)を受託者とし、投資家を受益者とする信託的な構成が支持されている³³。上記 2000 年受託者法における信託受託者のカストディアンに対する監督責任も同様の構成であり、日本法のような代人構成ではなく、ノミニー機関やカストディアンに直接的な受託者責任を負わすものと言える。

3-3. ドイツの制度について —有価証券保管制度—

ドイツにおいては、英米のような形での信託は現在のところないが、カストディ業務と関連するという意味では、投資信託については、1957 年制定の投資会社法 (KAGG) により規定されており、特別財産 (Sondervermögen)・寄託銀行 (Depotbank)・持分権者 (受益権者) の三者により構成されている。このうち、寄託銀行 (Depotbank) は、不動産状態の継続的監視、投資会社の指図により、特別財産に属する現金および有価証券の保管、配当の支払いおよび持分証券の償還事務を行なっている。そこで、以下、ドイツの制度について、この寄託銀行の制度を皮切りに検討を進めていく。

(1) 寄託銀行 (Depotbank)

①寄託銀行 (Depotbank) の機能と役割³⁴

(ア) 法的形態

- ・ 寄託銀行は投資会社とは別に設置することを要件とする (12 条 1 項) 特別財産の安全性を制度的に保障するものである。
- ・ 寄託銀行の経営者、支配人および営業全体を委任された商事代理人は同時に投資会社の社員を兼任できない (12 条 1 項)。
- ・ 寄託銀行の選定および計画中の寄託銀行の変更は、遅くとも契約締結の 2 週間前までに、金融機関監督庁に届出なければならない等 (12 条 1 項 2 項)。

(イ) 業務内容

- ・ 不動産の状態の継続的監視、特別財産に属する現金および有価証券の保管、持分証券の発行および償還を行なう (12 条、31 条)。

(ウ) 権限・義務

寄託銀行は、自己の名において行なう権利および義務を有する。(イ)の業務内容が受動的な役割であるのに対し、これは積極的任務と位置づけられている。

- ・ 投資会社または更迭前の寄託銀行に対して持分権者の持つ請求権を寄託銀行名で行使すること (12 条 8 項 1 号)。
- ・ 特別財産が責任を負わない請求権に基づき執行がなされた場合、訴えを提起すること等 (12 条 8 項 2 号)。

³³ 森下 前掲論文 205 頁、Joanna Benjamin & Madeleine Yates ” The Law of Global Custody –Legal Risk Management in Securities Investment and Collateral— “Sec. Ed. Butterworths(2002) P.25

³⁴新井誠 前掲注 10 168 頁、新井誠「ドイツ法制」『比較投資信託法制研究』(落合誠一編著)有斐閣(1996 年)160 頁以下

- ・ 寄託銀行は自己の名において、特別財産の対象物の取得者に対して、持分権者の有する請求権を行使すること(31条8項) 等がある。

②特別財産

持分証券(受益証券)の発行と引き替えに投資会社に払い込まれた払込金およびそれにより購入された財産が特別財産を形成する(6条1項)。この特別財産は、同法によって1単位として管理される財産の総体を表す技術概念である。特別財産は原則として投資会社によって管理処分され、投資信託の法律関係の中核として高度の独立性が保障されている。

このようにドイツ信託法は特別財産の高度な独立性と受託者の地位が投資会社と受託銀行に分かれている点が特徴的である。受託者としての排他的管理権が2つに分離し、法的監督権限が投資会社に、事実的監督権限及び執行法上の執行権限が寄託銀行に帰属している。さらに持分権者の投資銀行に対する請求権も寄託銀行が行使することになっている。

以上のように、ドイツの投資会社法は徹底した投資家保護法の形になっている。その目的を達成するために、同法は信託財産に対して高度の独立性を付与しているが、そのために信託法理を採用している。投資信託が信託たる所以は、倒産隔離機能等を活用した投資家(受益者)保護にある。

また、ドイツでは、ユニバーサルバンクにおける受託銀行業務についても以下のような法理が存在する³⁵。

代理権と結合した管理契約と比較して、ドイツトラストの特徴は、

- ①財産を管理する銀行の処分権および債務設定権限の排他性
 - ②顧客ないし受益者の指図、管理の取消および銀行に管理を委ねた顧客の死亡からの独立性
 - ③管理財産の収益を後世の世代に順次分配することを可能にする継続性と安定性
 - ④銀行債権者にも委託者の個人債権者にも責任を負わない特別財産としてのトラストの地位および管理行為から生ずる責任をトラスト財産のみに限定していること
 - ⑤客観的利益対立が存在している場合の顧客の安全性
 - ⑥すべての側面と結び付くものとして、指図に関して疑義が生じた場合に裁判所に判断を求める銀行にとっての可能性
- が指摘される。

(2) 有価証券寄託法 (Depotgesetz)

また、その他にカストディ業務と関連性がありそうなものに、ドイツでは、金融機関が顧客のために行なう有価証券の保管および管理と有価証券の購入・譲渡については、有価証券寄託法(1937年制定、以降、証券振替決済の実務の変更等に応じて数度の改正を経ている。)があり、一定のルールが規定されている。特に銀行が、有価証券の保管・管理および購入・譲渡を行なうことについては、ドイツ銀行法1条1項2分5号および同4号において銀行取引として認められている。

³⁵山田剛志「銀行業務と投資信託業務の利益相反問題」『金融の証券化と投資家保護』信山社出版(2000年)145頁以下

さらに、ドイツ国内で保管されている証券との関係から見てみると、以下のようなドイツの伝統的な物権法理に基づく考え方がある³⁶；

- ・ 投資家は証券自体に対して直接の所有権（もしくは共有権）を有し、集中保管期間や仲介金融機関は投資家のための占有媒介者として証券を保管するにとどまる。混蔵保管の場合には、寄託者である投資家は有価証券混蔵銀行（集中保管機関）が管理する混蔵保管残高について割分的持分に応じた共有権を有する（有価証券寄託法6条1項）。
- ・ 有価証券の保管を業としている金融機関が有価証券混蔵銀行などの第三者に対して証券の保管を委ねた場合には、当該金融機関が第三者に対して証券が当該金融機関自身に帰属する旨を当該証券の寄託に際して明示的括書面により第三者に伝えた場合を除き、その証券は当該金融機関に帰属するのではなく顧客に帰属するものであることを当該第三者が知っているものと見なされる（有価証券寄託法9条、4条1項）

(3) 海外証券保管銀行の位置づけ（信託受託者（Treuhänder））

さらに、ドイツ国外に保管される有価証券については国内保管と異なる法律構成がとられている³⁷。

- ・ 投資家との契約に基づき有価証券を外国で購入し保管する場合には、取引銀行は顧客のために当該証券についての所有権を取得する義務を免除される（ドイツ寄託法22条1項）。
- ・ この場合には、取引銀行と顧客との間で締結される有価証券取引特別約款12条3項により、取引銀行は自ら特定の証券現物についての所有権、外国の集中決済機関により保管されている代替可能な証券のプールに対する共有権、あるいは、それと同等であり、証券が保管されている国の投資家によって通常保有されている権利を取得する。
- ・ こうした取引銀行は投資家との関係で信託受託者（Treuhänder）の地位に立つと解されている。
- ・ 所有権等を取得した取引銀行は顧客の口座に有価証券勘定持分（Gutshrift in Wertpapierrechnung）を記帳し、取引が完了する。
- ・ こうした国際的証券振替決済取引において顧客が得るのは、取引銀行に対して外国での証券購入と保管を委託する委託契約に基づく引渡請求権と、取引銀行との信託関係に基づき、取引銀行が外国で保管されている証券につき取得した経済的な利益についての信託受益権（treuhandeigentum）である。
- ・ この場合、投資家が現物証券に対して直接物件的な権利を有することもなければ、発行者に対して直接の権利を有することもない。
- ・ 仲介金融機関は外国金融機関等に証券を預託するに際し、相手方外国金融機関から、当該証券が仲介金融機関ではなくその顧客に帰属するものであることを当該外国金融機関等が知っていること等を宣言する三点宣言を得る。これにより、顧客が預託している証券が仲介金融機関の資産として取引され、善意取得されるリスクを削減している。

³⁶ 森下 前掲論文 203頁以降

³⁷ 森下 前景論文 183頁

以上のように、ドイツの法制は、外国で保管されている証券の取引にあたって投資家が如何なる権利を有するか等は外国法に拠らざる得ない部分があることを正当に認識しつつも、国内法としてできる範囲で投資家の権利保護のための法的枠組みを設けているものとして評価できる³⁸。

3-4. 小括

以上のように、諸外国におけるカストディ制度は民法や証券取引法等、それぞれ異なった基本法を基盤としており、例えば、アメリカの場合は、UCC第8編で、上述のようにセキュリティ・エンタイトルメントという概念を導入し、それを有するエンタイトルメント・ホルダーが、仲介金融機関が有する金融資産に対する権利について比例的な物権的権利を有する（UCC第8編—503（b））としているのに対して、ドイツの場合は有価証券寄託法のなかで、寄託や委託の概念と類似するような形で、有価証券を実際の所有権・共有権を主張できる形にしている。また、各国とも、仲介金融機関が倒産した場合でも投資家が何らかの形で保護される制度が設けられている。例えばイギリスにおいても仲介金融機関やノミニー機関は受託者、投資家を受益者として、信託的な構成が実務や受託者法で位置づけられており、ドイツにおいても国外での有価証券寄託については投資家との関係で寄託銀行は信託受託者（Treuhänder）の地位に立つと解されている。このような法制度のもと、カストディ業務で発生する有価証券の間接保有の場合でも、委託者（投資家）の権利の所在（＝物権的な保護の貫徹）が明確化している形になっている。これらの制度は、それぞれのバックボーンになる法理こそ違うものの、有価証券の流通制度とリンクさせた検討をベースに作られてきたものであり、実務的な要素を大きく加味したルール作りが行なわれていると言える。

それに対して、わが国では、信託法理と代理・寄託法理が混在した形でカストディ業務が行なわれており、有価証券の委託者（投資家）の権利の保護についてもどの法理のもとでカストディ業務が行なわれたによって定まるという不安定な形になっているように考えられる。常任代理人契約による契約上の責任類型のみでは捕らえきれない高度な業務と証券の間接保有概念を前提とした法律構成を検討すべき時期に来ているのではないだろうか。

4. カストディ業務における法的問題点と信託法理

4-1. カストディ業務における法的問題点

3-4. で述べたように、わが国のカストディ業務を支える法的基盤は欧米のそれと比較すると、不安定感がある。その不安定感は以下のような実務的要素を含む法的問題点の存在にあ

³⁸森下 前掲論文 182頁

ると考えられる。

(1) 倒産隔離機能と分別管理義務

まず、カストディの保管機能は現物証券がどこに保管されていようが、間接所有の形態をとる以上管理機能の主たる当事者であることに変わりはない。その場合、「信託カストディ」として信託関係当事者としてみるか、委任契約上の受任者「委任カストディ」としてみるかにより法的効果が異なるようでは、取引の安定性に欠ける。そこには何らかの分別管理を前提とした保管資産の特定化が必要になり、カストディがその要件を備えているかが重要となる。他人の資産を保管するカストディアン倒産リスクに対する分析と法的なリスク評価が必要となる。

(2) 自己執行責任と委任法理

機関投資家がすべて自らの手でグローバルな証券決済管理を行なうことは現実にはまだ非効率な場合が多い。機関投資家を信託受託者と考えた場合でも、受任者への代理権授与による代理法理による事務本人（委任者）と捉えた場合でも、自己執行義務の補完機能としてカストディは位置付けられる。むしろ、他己執行義務として受託者責任が問われるのが現代の流れである。

(3) 海外カストディアン使用の場合におけるリスク

さらに、外貨資産管理を伴うカストディ業務の場合、海外カストディアンの利用に伴うリスクを検討する必要がある。

前述のように資産の多様化が進行し、海外資産の所有・運用が進行すると、資産保管地域が世界各国に渡り、それぞれ異なる法制度・取引慣行のもとで保管されることになる。そのため、国内の受託者やカストディアンの管理・運用能力の限界をカバーするためにどうしても他人を使用しなくてはならず³⁹、サブ・カストディアンを各国ごとに指名する。しかし、この場合も、これら海外カストディアンの事故や保管上の問題に起因する損失を事前に防ぎ、預け資産の保全を図るためのリスク管理を行なうことは受託者にとっての重要な課題となる。特に、海外カストディアンにおける資産保全の保護を考えた時に最初に考えるべきことは、海外カストディアンの倒産の問題であるが、この場合、諸外国の倒産法制の違いもあり、実際のケースにおいては相当な混乱が見込まれる⁴⁰。

³⁹ 信託法では、受託者が信託事務を行う場合に、信託行為で定めた場合や、やむをえない場合には他人を使用することを認めている。

⁴⁰ この問題がわが国においても真剣に考えられる契機になったのは、1995年のイギリスのマーチャントバンクのベアリング社の倒産という事件であった。ベアリング社は、持株会社のもと、銀行・証券・投資顧問業等を傘下にもつ金融コングロマリットであり、わが国においてもベアリング証券が東京ならびに大阪支店を有していた。最終的に、オランダの金融・保険グループであるINGグループがベアリング・グループ全体の事業ならびに負債を引き継ぐことになったため、結局、実害なしで終わったが、ベアリング社はわが国の銀行・信託銀行の海外カストディアンであり、救済者であるINGグループが現われず、特別清算された結果、信託財産が取り戻せないような事態が発生した時どのような処理がなされたのかという疑問が残った。先にも少し触れたが、多くの国においてカストディアンがカストディとして保管する証券については現物や登録を問わず、カストディアンの帳簿上の顧客資産として記録されているため、一般的に預かり証券は保護される。しかし、破産発生時には一定期間証券の回収ができなくなる可能性があり、また、マーケットリスクにもさらされる。さらに、世界各地のカストディアンと個別に契約する煩雑さを避けるため、通常、受託者は、グローバル・カストディアンと契約し、資産の一元管理を行なうが、この場合、グローバル・カストディアンが使うサブ・カスト

(4) カストディをめぐる新たな論点

また、昨年末の信託業法の改正に伴い、銀行だけでなく、信託銀行の行うカストディ業務も含めた部分で以下のような論点が登場してきている。

旧信託業法には外部委託に関する規定がなかったため、信託銀行が有価証券の管理を外部委託することについてこれまでは特段の規制はなかった。しかし、信託業法の改正により、委託の規定が設けられたため、これが信託業法の第22条の「委託」に該当するののかという問題が生じている。該当するとなると、事務負担が増えることから、有価証券の外部委託は単純保管の委託であって委託先の裁量性はなく、信託業法上の「委託」に当たらない旨の主張がなされているところである。この問題は、特に、有価証券の保護預かりの委託先が海外の保管機関である場合（クロスボーダーの場合）、適用されるルールが異なりうるために、さらなる考察が必要になっている。つまり、カストディアンである金融機関等を通じて、当該金融機関が存在する国の証券振替決裁機関への保管を委託する場合、当該振替決裁機関が日本のように国からの指定等を受けて設立された公的機関である場合には、有価証券の券面保管については委託の対象でないと判断することが可能であり、カストディアンに対する帳簿上の記載による有価証券に係る権利の管理についての事務委託につき、委託の対象とすべきか否かを判断することになる。この点、日本の保振制度においては参加者である金融機関への帳簿上の記載による管理は単純な事務委託とみなされるのに対し、米国のように、権利行使の法律構成について、セキュリティ・エンタイトルメント型を採用している場合、前述のように有価証券の権利は委託先に移転し、投資家が有価証券の権限を行使するには当該委託先の金融機関や証券振替決裁機関を通じて行なわなければならない、投資家が直接権利行使できる日本の場合と異なるため、これが日本と同様に単純な事務委託と考えられるかが問題となり、当該事務の委託は単なる書き換えにとどまらず、投資家に代わって権利行使を行なうことまで委託の内容に含まれていることとなる。この裁量性については、委託先の別によって権利行使の場面において差異が生じてくるようであれば、裁量性が存すると判断できると考えられ、したがって、委託先の選定の巧拙により、投資家の権利行使に差異が生じてくる場合は、当該振替の委託は、裁量性のある業務の委託として信託業法上の「委託」に該当すると考えられる。（反面単純な事務委託であって、委託先の選定の巧拙により差異が生じない場合には信託業法第22条の「委託」に該当しないと考えられる。）

4-2. カストディ業務と信託法理

ディアンについては、受託者は直接的な契約関係になく、グローバル・カストディアンがどのようにサブ・カストディアンを管理しているかがポイントとなる。

このようなリスクを回避するため、通常、グローバル・カストディアンは、サブ・カストディアンとの契約においても預託する証券をサブ・カストディアンの資産としてではなく、帳簿上の顧客であるグローバル・カストディアンの資産として分別管理するような契約が交わされており、リスクを低減化させる仕組みが作られているが、実際、そのような仕組み・規定が作られていてもその現実的効力については、疑問が残る。

以上のように、カストディ業務について実態面に視点を置きながら、業務を支える法理を考えてみると、単純な事務委託の状況から、委託先（＝受託者）であるカストディアン⁴¹の裁量に負うところが大きくなってきていることから、従来の委託・寄託契約という考え方では整理がつかなくなってきているように思われ、むしろ、信託行為としてカストディ業務を考えるほうがいいのではないかと考えられる。

もともと、他人の財産を保管・管理するための財産管理制度についてわが国の私法体系の中で論じる場合、従来、代理制度からのアプローチと信託制度からの説明が行われてきた⁴²。一方、委任契約における当事者責任関係論（受任者の義務を中心に）からのアプローチも試みられてきた⁴³。そしてさらに、海外の信託理論、受託者責任論からフィデシヤリー（信託義務）の導入やあてはめが議論されてきたところである⁴³。

このような状況において、「常任代理人制度」としてのカストディ業務は委任と寄託というわが国民法上の典型契約に代理制度を結合した混合契約型財産管理制度と位置付け、「常任代理人契約」は民法上の準典型契約の一環として捉えることができ、これまで見てきたようにカストディアン業務はあくまで海外分散投資の実務面から派生してきた経緯があり、その本質は代理制度と事務委任を基本としている。

しかし、その一方で、財産管理制度の法律関係には信託法理を類推適用する考え方がある。実際、カストディ（常任代理人）契約の内容にはカストディアン（常任代理人）の責任類型が信託受託者のものに類似している部分が多い。例えば、

①自己執行義務

サブ・カストディアンの利用についての裁量承認規定は自己執行義務を緩和するものであり、信託法の受託者義務の射程範囲は拡大していることを示している。

②保管資産の所有権と分別管理義務

カストディアンはすべての証券を、事務本人の為に、事務本人の資産として保管する。これには事務本人の名義に常任代理人としての頭名が加わり、代理の内部関係は明らかになり事務本人の所有権がそのまま維持される。また、常任代理人の資産とは分別管理されると同時に事務本人の資産も顧客毎に区分保管される。これは信託における委託者名義から受託者名義への所有権の移転と受託者財産と信託財産の分別管理と同様の効果がある。

（ただし、常任代理人制度のもとでは資金（現金）は事務本人名義の預かり口座で保有することになる。これは、信託による管理とは異なる場面である。）

③情報提供義務

常任代理人の事務本人に対する報告、記録及び照査の義務は委任法における受任者の義務と同様に信託法における受託者の報告義務と比較できる。保管資産の全残高および本契約に従い常任代理人により行なわれたすべての取引記録などが提供される。

⁴¹植田 淳「信託法理の適用および類推適用について」トラス60研究叢書『資産の管理運用制度と信託』トラス60（2002年）3頁以下

⁴²安永正昭「代理・委任における代理人・受任者の行動準則」トラス60研究叢書『財産管理における受託者及びそれに類する者の行動基準』トラス60（1994年）5頁以下

⁴³中田裕康「預けられた金銭について」トラス60研究叢書『信託法と民法の交錯』トラス60（1998年）45頁以下

④忠実義務

常任代理人契約上は忠実義務の規定はない。しかしながら、代理や委任の法理において忠実義務を認める考えもある。常任代理人が負う忠実義務とは何かが問題となる。

⑤善管注意義務

守秘義務はコンプライアンス規定としての位置づけがあるが、法的にはこの契約により承認され、この契約の目的により要求され、またはカストディアンを規制する法律、命令、規制により要求される場合を除き、カストディアンは事務本人の書面による事前の同意なしに、事務本人または事務本人の顧客に関する情報を第三者に洩らしてはならないというカストディアンの善管注意義務の具体化といえる。

⑥事務本人の指図権と受任者の裁量権

常任代理人契約上に記載されない事項に関しては、カストディアンは、所定の期限までに事務本人から指図を受けない場合、その状況の下で適切と判断するところにより、なんらかの措置を講じ、また、なんらかの措置をも講じないことができるものとする。カストディアンは、かかる措置を講じ、または講じなかった結果については責任を負わないものとする。事務本人の顧客または第三者は、この契約で定める義務の履行におけるカストディアンの作為、不作為または懈怠につき、なんらの権利、請求または救済手段を有するものでないことが、この契約の当事者の意思であるとする。

これは、本人の指図権外については常任代理人に受任者としての裁量権を与えたものと言える。受託者における裁量信託との類似性がある。

⑦ 契約の終了

契約の当事者として任意に契約の終了が行なえる。信託契約との相違はこの任意性がどこまで認められるかにある。

また、カストディ業務を信託法理のもとで考えた場合、代理権と結合した管理契約と比較して、以下のようなメリットがある：

- ①信託財産を管理する銀行の処分権および債務設定権限の排他性が確立されること。
- ②顧客ないし受益者の指図、管理の取消および銀行に管理を委ねた顧客の死亡からの独立性が維持できること。
- ③管理財産の収益を後世の世代に順次分配することを可能にする継続性と安定性が実現可能になること。
- ④銀行債権者にも委託者の個人債権者にも責任を負わない特別財産としてのトラストの地位、および管理行為から生ずる責任をトラスト財産のみに限定していることで、法的責任の分解点が明確であること。
- ⑤信託財産における客観的利益対立が存在している場合の顧客の安全性が保たれること。
- ⑥指図に関して疑義が生じた場合に裁判所に判断を求めることが可能になること。

が挙げられる⁴⁴。

以上のようなポイントを鑑みて、カストディ業務における実務の動きと財産権をめぐる法律関係を考えたとき、現段階のわが国においては、本業務をはっきりと信託法理で捉えるほうが、金融機関と委託者、受益者と分かれた、法的責任関係の明確化につながるのではないかと考える。元々、委託者(依頼者)からの指図に全てしたがって預かり資産を運用する場合は、カストディアンには責任がないが、現在、金融機関で「保護預り」とされているものであっても、契約の内容上、相当な運用の選択の自由がカストディアンに任されている場合、銀行法上の「保護預り」の概念を超えていると考えられ、また、運用の失敗等が発生した場合の法的責任の所在をどうするかが問題となるわけであり、このような場合に信託法理の活用は有効であると考えられる。

おわりに

検討してきたように、現代のカストディ業務には、国際私法上の問題も含めて、明確でない、いわゆる法的に「気持ち悪い部分」がいくつか存在する。今後の更なるカストディ業務の発展を考えると、それらの問題の解決が重要なポイントになると考えられるが、また、そのことは同時並行的にわが国のカストディ業務において従来、混在化されていた代理制度・委任契約と信託法理や信託関係論との議論の整理の必要性ともリンクしており、この部分の検討を進めていくことが、上述のようなカストディ業務に残された課題を解決する足がかりになるといえる。

しかし、わが国ではつい最近まで受託者が信託銀行に限られ、しかも、企業や(外国人を含む)大口投資家だけがカストディ業務を利用していたという実情であったことを背景に、常任代理人制度に関連する法制度に関する代理制度・委任契約と信託法理等をめぐる議論は、企業間取引における契約法理の領域をなかなか逸脱できず、また、信託の世界でも商事信託や営業信託の世界の議論とされてきた経緯がある。しかし、昨年信託業法改正以来、様々な企業が信託業への進出をはじめてきているなか、民事信託を専門とする業者も出てきており、また、信託銀行も民事信託の領域に積極的なビジネス展開を見せるようになってきている。従来、英米の民事信託の長い歴史と比較すると、わが国では一般に民事信託が活用される機会は非常に少なかった⁴⁵が、本稿では、従来から言われているカストディ業務をめぐる法理が不明な点だけでなく、今後において個人のための常任代理人制度(プライベート・カストディ)が発生してくることも意識して、カストディ業務を信託法理で解釈していく必要性の指摘を試みたつもりである。最近の信託法改正の動きや学会・実務界の動向のなかで、カストディ業務をめぐる法理論についてもより活発な議論が行なわれることを期待したい。

⁴⁴民法・信託法理論の展開「財産管理制度としての信託に関する若干の比較法的考察」496頁15行目。なお、このようにカストディ業務を信託法理で分析・説明しようとするものに福井修「信託におけるカストディアン」『信託取引と民法法理』有斐閣(2003)があるが、福井論文では、カストディ契約を結ぶことで、信託類似の契約が成立すると主張されており、カストディ業務と信託法理との関連性を十分には説明できていない。

⁴⁵能見善久「現代信託法講義(1)」信託203号(2000年)15頁以下

(資料) カストディ契約の関係図

