

グローバル・カストディについて

南 條 隆

1. はじめに——目的、構成
2. カストディの諸類型とグローバル・カストディ
3. グローバル・カストディの概要
4. グローバル・カストディ発展の背景
5. わが国におけるグローバル・カストディの展開
6. おわりに

1. はじめに——目的、構成

近年、金融のグローバル化の進展を背景に外国証券の取引が活発化しており、これに伴って、クロス・ボーダーの証券保管、決済も大幅な増加をみている。

こうした状況下、当該証券保管、決済に伴う不便さ、煩しさを取除くために、有力銀行によって提供される「グローバル・カストディ (Global Custody)」というサービスが注目されている。このサービスは、主として機関投資家に対して提供され、機関投資家が世界各国に保有する資産を一括して保管するとともに、各種の代理人業務を行うものである。

グローバル・カストディの登場には、基本的には証券投資のグローバル化といった需要サイドのニーズと、グローバル・コンピュータ・ネットワークの発展といった供給サイドの要因が重なっているとみられる。今後、こうしたサービスが普及すると、クロス・ボーダーの証券取引や証券決済のあり方が大きく

影響を受けるものと思われる。また、わが国では、証券会社が保護預りサービスという形で一種のカストディ・サービスを提供しているだけに、欧米とは異なった展開も予想される。

本論文では、このグローバル・カストディについて、その概要を紹介し、日本における今後の展開を検討することとしたい。

本論文の構成は次のとおりである。まず、2.においてカストディをいくつかの基本的な類型に分類し、これを踏まえてグローバル・カストディとはどういうものかを紹介する。3.では、グローバル・カストディの基本的枠組み、業務内容を整理し、その具体的な事務プロセスをフォローする。また、グローバル・カストディアンと他の証券保管者との比較を行う。4.では、グローバル・カストディが登場・発展してきた理由、背景を考察する。最後に5.において、日本におけるクロス・ボーダーの証券取引に係るカストディの現状を概観し、グローバル・カストディの定着、発展の可能性について展望する。

2. カストディの諸類型とグローバル・カストディ

(1) カストディの諸類型

イ. 証券の保管等に関する基本的概念

一般に、投資家が取得した証券の保管・管理は、以下の点を理由に、国内証券、外国証券を問わず発行地で専門の業者によって代行される。

- ① 当該証券の集中的保管・決済機関が存在する場合には、同機関への参加者しか保管・管理業務を行えないこと。
- ② 現券が発行され、流通している場合でも、そのデリバリーにはコストとリスクが伴うこと。
- ③ 証券の保管中も、利金・配当金の受領等多くの事務が必要なこと。

とりわけ、外国証券の場合は、各国毎に制度、規制、取引慣行、使用言語等が異なるうえ、時差が存在することもある。その保管・管理は難しいため、こうした傾向が顕著である。

証券投資に係る証券の保管・管理業務を機能的にみると、証券ならびにその利金、配当金、売買代金等資金の保管を行う（狭義の）カストディ業務（Custody、保管業務）と、証券所有者に代わって、利金・配当金の受取り、名義の書換え請求等の事務を行うプロクシー業務（Proxy、常任代理人業務）とに分けられる。法律上も、同様な区分規定が設けられる（根拠規定が異なる）場合が多い。¹⁾

もっとも、実際には、同一の主体が両業務を兼営するのが通例²⁾であり、この場合、両業務を一括して（広義の）カストディ業務（Custody、保管業務）と呼ぶ。

なお、カストディ業務を営む者はカストディアン（Custodian、保管機関）、プロクシー業務を営む者は、プロクシー（Proxy、常任代理人）と呼ばれる（本論文では、以下カストディ、カストディアンは広義のものとす）。
カストディアン、プロクシーを世界的にみると、高い信用力と事務処理水準を背景に金融機関、特に銀行が主流となっている。

1) 日本の銀行・証券のカストディ業務、プロクシー業務兼営の根拠規定は次表のとおりである。なお、為銀主義の観点から証券会社には、資金のカストディは認められていない。

日本におけるカストディ、プロクシー業務の根拠規定

	(狭義の) カストディ業務	プロクシー業務
銀 行	銀行業の付随業務 (銀行法第10条2項)	同 左
証券会社	有価証券の売買業務(証取法第2条8項)の一部	兼業業務 (証取法第43条但書) 昭和42年証券局長通達により認定

2) 非居住者の対日投資の場合には、手数料体系の相違等（後述）から、プロクシーは証券会社、カストディアンは銀行と使い分けをする事例も比較的多くみられる。

ロ. カストディの諸類型

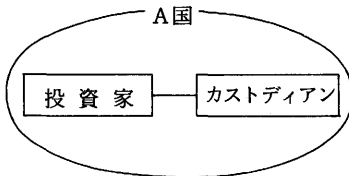
カストディは、二つの観点から、以下の様な類型に分けられる。まず、証券保管地の観点から、投資家所在国において証券の保管を行うドメスティック・カストディと、投資家所在国以外の国において証券の保管を行うクロス・ボーダー・カストディに分けられる。また、預託方式の観点から、投資家が証券毎に直接カストディアンを設定する個別カストディと、一つのカストディアンに全証券を一

括して預け、このカストディアンが、証券毎に他のカストディアンに再預託するマスター・カストディ (Master Custody)に分類される。なお、マスター・カストディアンから再預託され、実際の保管業務を行うカストディアンは、サブ・カストディアン (Sub Custodian)と呼ばれる。

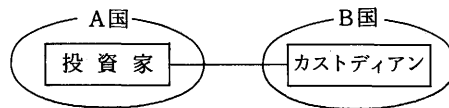
上記の各々の類型を図解すると、第1図・第2図のようになる。

第1図 ドメスティック・カストディとクロス・ボーダー・カストディの概念図

<ドメスティック・カストディ>

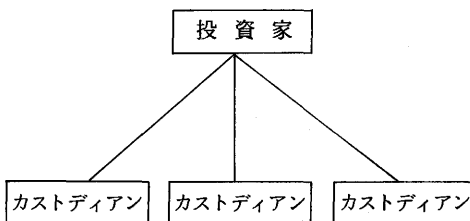


<クロス・ボーダー・カストディ>

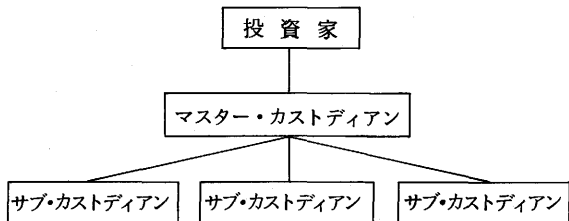


第2図 個別カストディとマスター・カストディの概念図

<個別カストディ>



<マスター・カストディ>



(2) グローバル・カストディの定義と登場の経緯

イ. グローバル・カストディの定義等

グローバル・カストディとは、前述の類型で言えば、クロス・ボーダー・カストディをマスター・カストディ方式で行うカストディ³⁾に該当し、「他通貨資産（資金、証券）に係る保管、決済、会計処理、ポートフォリオ・レポーティング等を一元的に行う国際金融業務⁴⁾」と定義される。

また、グローバル・カストディ業務を営む者は、グローバル・カストディアン (Global Custodian) と呼ばれる（なお、グローバル・カストディの枠組み＜内部構造＞が問題となる場合、海外のサブ・カストディアンを統括するマスター・カストディアンをグローバル・カストディアンと呼ぶことが多い）。

グローバル・カストディ・サービスの利用によって、投資家は、外国証券の取得に伴う繁雑かつ多量の事務処理から解放され、運用に専念できるようになるとともに、人員削減等コストの軽減も図れることになる。また、正確なレポート・サービスを利用することで、より効率的な投資戦略の構築も可能となる。

ロ. グローバル・カストディ登場の経緯

歴史的にみてもグローバル・カストディというコンセプトは、「個別預託方式による他通貨資産のカストディ」の反対概念として、1970年代半ばに米国を中心に提唱され始めたものと言われている。

すなわち、1970年代の米国では、機関投資家の高利運用への要求が高まったことに加え、退職者年金法（Employment Retirement Income Security Act）の制定（企業年金基金に对外証券投資を解放、1974年）等、制度面での改革もあって、国際証券投資が本格化した。その際、機関投資家は、取得した外国証券の管理の方式として国（市場）毎にカストディアンを設定し、そこへ個別に委託するという方式を採っていたため、投資対象国数の増加に伴い、それらを統括する事務負担の急増という事態に直面した。こうした状況を眺め、世界的ネットワークを有する大手米銀を中心に、投資家の他通貨資産のカストディを一括して請負うサービスを提供する先が現れた。これが、グローバル・カストディの興りとされている。

なお、現状、米国におけるグローバル・カ

3) 概念上は、ドメスティック・カストディにも個別カストディ方式とマスター・カストディ方式とが存在するが、同一国内の証券に対する投資の場合、制度、言語の相違、時差等がほとんどみられず、投資家にはマスター・カストディアンを設けるメリットが少ないため、実際には個別カストディ方式が一般的となっている。

4) グローバル・カストディアンによる定義をみると、「多数の国への投資に係る受払指図、諸報告、情報提供を集中的に行うサービス（a service which provides centralized handling of instructions, reports and information concerning investment in different countries）」（チェース・マンハッタン銀行）、「投資家が唯一の取引相手を通して、複数の外国証券の管理を行えるようにするサービス（a service which allows a client to manage its overseas securities assets through a single point of contact）」（モルガン銀行）となっている。

ストディの取扱規模(米国投資家の委託分)は、約1,700億ドル(1989年)に達しているといわれている。⁵⁾

3. グローバル・カストディの概要

本章では、主として米国のグローバル・カストディをモデルにその基本的枠組み、業務内容を概説する。

(1) 基本的枠組み

イ. 投資家、グローバル・カストディアン、サブ・カストディアンの契約関係

グローバル・カストディは、基本的に投資家、グローバル・カストディアン、サブ・カストディアンの3者によって構成される。これらは、投資家が証券のカストディをグローバル・カストディアンに依頼し、グローバル・カストディアンはこれを自己の代理人(サブ・カストディアン)である現地の金融機関に再預託する、という関係にある。グローバル・カストディアンが自らカストディ業務を行わず、サブ・カストディアンを設置する理由としては、2.(1)において、投資家がカストディアンに証券の保管・管理を任せる理由として挙げたものと基本的には同じである

が、とりわけ、①各国の保管・決済機関には、居住者しか参加できない、②情報収集は、現地で行うのが効率的、③時差が存在する、等の要因が大きく影響している。

投資家、グローバル・カストディアン、サブ・カストディアンの間の契約関係は、以下のとおりである。

(投資家とグローバル・カストディアン)

投資家は、グローバル・カストディアンと多通貨資産の包括的なカストディを委託する契約(グローバル・カストディ契約)を締結し、各種通貨建の証券口座と資金口座を開設する。

(グローバル・カストディアンとサブ・カストディアン)

サブ・カストディアンは、グローバル・カストディアンとサブ・カストディ契約を締結、グローバル・カストディアンが保有する証券の保管・管理にあたる。すなわち、当該国通貨建の証券口座と資金口座を開設し、資産の保護預りを行う保管銀行と資金決済を行うコルレス銀行を兼任する。

ロ. サブ・カストディアンの設定方法

グローバル・カストディアンは、各国(市場)に1行ないし2行のサブ・カストディア

5) 因みに、米国金融機関のグローバル・カストディ取扱規模(全世界ベース、1989年)は、次のとおりである。

(単位 十億ドル)

グローバル・カストディアン	取扱規模
Chase Manhattan	112
Brown Brothers Harriman	94
Citibank	60
State Street	50
Bank of New York	50

(出典) Euromoney, July 1990.

ンを設置し、⁶⁾ 通常、全体で30～40行のサブ・カストディアンを擁する。

サブ・カストディアン・ネットワーク構築の方法としては、①グローバル・カストディアンが自ら海外支店、現法を設立する方法と②現地のカストディアンの中からサブ・カストディアンを選抜する方法、との2通りが存在する。

両者を比較すると、前者は、グローバル・カストディアンとの円滑なコミュニケーションという点では優れているものの、拠点設立には、膨大な初期投資が必要であるほか、現地の金融機関に比べ知名度等が劣るため、優秀な人材を集めにくい点等が、デメリットとして挙げられる。一方、後者は、現地トップバンクをサブ・カストディアンに取込むことによって、その絶大な信用力と高い事務処理能力を取込める点がメリットである反面、グローバル・カストディアンとの円滑なコミュニケーションという点では劣っており、トラブルが生じた場合に、迅速な対応が難しい点が、デメリットとなっている。全世界的な拠点網を既に有しているグローバル・カストディアンは、①の方式を採り、そうでない先は②の方式を採るケースが多い。

(2) システム面の特徴

グローバル・カストディ・サービスの提供にあたっては、多通貨・多国市場に亘る証券ポートフォリオの管理をリアル・タイムで行われなければならないため、高性能の大型コ

ンピュータと国際的な通信ネットワークが不可欠である。こうしたシステムは、グローバル・カストディ・システムと呼ばれるが、その特徴は、以下のとおりである。

イ. 情報の伝達方法

(グローバル・カストディアンと投資家、サブ・カストディアン)

投資家の手許には、グローバル・カストディアンのメインコンピュータと直結したパソコン端末が設置され、投資家は、この端末を通してグローバル・カストディアンに資金、証券の受渡指図を行う。指図内容は、メインコンピュータを経由して、当該証券を現地で保管しているサブ・カストディアンに伝達される。

また、「サブ・カストディアン→グローバル・カストディアン→投資家」という情報のフィードバックもこの端末を通じて行われる(端末非設置先には、郵便、ファックス等が利用される)。

なお、国際通信ネットワークとしては、SWIFT、⁷⁾ ジェネラル・エレクトリック社(米国)の通信衛星マークⅢシステムを利用するグローバル・カストディアンが多い。

(グローバル・カストディアンと証券保管・決済機関)

グローバル・カストディアンのメインコンピュータと主要な証券保管・決済機関(ユーロクリア、セデル、DTC等)は、コンピュータ接続されており、これらの証券

6) 現地のカストディアンをサブ・カストディアンとする場合、競争原理を働かせるとの意図から一国に二つのサブ・カストディアンを設けるケースもみられる。

7) SWIFTはカストディ用のメッセージ・フォーマットを提供しており(主としてコード番号500番台)、各カストディアンは主としてこれを利用している。

保管・決済機関に参加している金融機関との決済は、自動的に行われる(グローバル・カストディアンが投資家から受取った指図内容を再入力する必要はない)。

ロ. 各種情報の入手方法

各種情報は、自動的にグローバル・カストディ・システムに取込まれる。すなわち、証券の時価や、利金・配当金の支払日とその金額等の報告(「レポーティング」と呼ばれる<3.(3)参照>)に必要な情報は、複数のデータベース会社から直接コンピュータ入力され、最適なものを選択される仕組みとなっている(こうした情報だけで不十分な場合には、サブ・カストディアンが調査を依頼する)。

(3) 主要業務

グローバル・カストディアンは資産の保管、決済等を基本業務としつつ、様々な付加的サービスを提供している。主要なものを列挙すれば、以下のとおりである。なお、いずれのサービスも各国毎の処理は、サブ・カストディアンが行い、グローバル・カストディアンがこれを総合して、投資家に提供するかたちとなっている。

イ. 保管業務

現地においては、サブ・カストディアンが実際の資金・証券の保管にあたる。グローバル・カストディアンは、投資家に対してこの保管が厳格になされることを保証する。

保管形態としては、グローバル・カストディアンが証券毎に全顧客の保有分を取り

まとめ、保管地のサブ・カストディアンの証券カストディ口座に自己名義で一括預託する(混蔵保管)。サブ・カストディアンは、当該証券について保管・決済機関が存在する場合、基本的にはサブ・カストディアン名義で、当該証券の保管・決済機関に一括登録し、グローバル・カストディアンの指示がある場合には、個別登録を行う。保管・決済機関が存在しない場合、あるいは、客からの要望に基づきグローバル・カストディアンの指示がある場合には、現物証券を自社の金庫等で保管する。

ロ. 資金・証券の決済業務

グローバル・カストディアンは、投資家の取引相手のカストディアンとの間で証券と資金の受渡しを行う。グローバル・カストディアンの顧客同士の取引の場合は、自社内での振替決済を行う。

なお、この際、①決済内容の事前マッチング、②資金と証券の同時決済、の二つの原則をできる限り守ることとしている。

決済の会計処理方法として、約定ベース会計と決済ベース会計の2種類が存在する。約定ベース会計では、実際には約定通り決済されなかった取引についても、決済されたとみなして、グローバル・カストディアンが当該資金・証券を顧客に自動的に貸出す⁸⁾というサービスを提供する。これにより、顧客は、①決済日前から資金の再投資機会を探す、②外貨の入金が予定されている場合、事前に為替予約を組む、といった計画的な資金・証券の運用がより

8) 顧客の信用力に応じてクレジットラインが設定される。貸出方法としては、ユーロ市場等から調達した資金を低利(調達レート)で貸出する場合が多い。

容易になる。

一方、決済ベース会計では、こうしたサービスは行われない。もっとも、資金・証券の実際の動き、残高を把握できること自体をメリットと考える投資家も多く、現状、投資家のニーズに応じて両者が併存している。

ハ．利金・配当金の回収、債券償還の処理

利金・配当金の回収、債券償還に関しては、グローバル・カストディアンが、①支払日、金額を事前に投資家へ通知し、②支払日に実際に受取ったうえで、③顧客の指定した通貨に代えて、口座に入金、というサービスを提供する。なお、既述のとおり、約定ベース会計であれば、入金が遅延した場合、自動的に融資を行う。

ニ．コーポレート・アクション (Corporate Actions) の処理

グローバル・カストディアンは、増資、株式分割、無償交付、乗っ取り等 (Corporate Actions) に関する正確な情報を収集し、その内容と実施日を事前に投資家へ通知する。さらに顧客利益の増進のため、必要な手続きを代行する。

ホ．税金の還付請求

投資家の居住国と投資国との間で租税条約が締結されている場合、投資国において利子・配当金に課される税率は最約的にこの条約が規定する軽減税率⁹⁾となるが、実務的にははじめ一律に源泉徴収税率が適用され、租税条約超過分は還付請求により、後日投資国から還付される形となる。グ

ローバル・カストディアンはこの還付請求に必要な手続きを代行する。

ヘ．キャッシュ・マネジメント・サービス

主要通貨建の短期資金運用手段 (48時間預金等) を提供し、証券購入に供されるまでの間、投資家の資金を効率的に運用する (運用通貨は顧客が指定) する。

ト．セキュリティ・レンディング (Securities Lending)

顧客の証券をグローバル・カストディアンが借受け、貸有市場での運用や振替決済機関への貸出を行い運用益を稼ぐというサービスを提供する。通常、この運用益は、顧客とグローバル・カストディアンで折半される (約定に依る)。

チ．レポートイング (Reporting)

カストディ資産に関する包括的な運用データをタイムリーに提供する。原データ (一次情報) と加工データ (二次情報) に大別されるが、主要なものを列挙すると以下のとおりである。

(原データ)

- ① 証券受渡しおよび資金移動の明細 (銘柄、数量、単価、総額、適用為替レート、取引相手、売買手数料等)
- ② 利金、配当金、債券償還金の受取り明細
- ③ ポートフォリオの明細 (通貨別資金、銘柄別証券の残高、証券の時価と含み損益)
- ④ 未決済残高 (決済日未到来の売買取引、決済日が到来しながら受渡しが履行され

9) 租税条約では公社債の利子については10%、株式の配当については15%と規定されることが多い。これに対し、例えば、イギリス・ドイツ・フランス・イタリアの公社債の利子に対する源泉徴収税率は25%となっている。

ていない売買取引)の状況

- ⑤ 利金、配当金、債券償還金の入金予定日とその金額、各種コーポレート・アクションの予定等

(加工データ)

収益分析(損益の要因分析、設定ファンドと各種インデックスとのパフォーマンス比較等)

リ. ファンド・マネジメント・サービス

レポートを一步進めて、様式、内容を投資家所在国の規制、会計制度等に適合した正式の決算報告書を作成する。

ヌ. マーケット・リサーチ

投資家が新たに投資しようとしている市場における証券の決済方法、税制、規制等制度面の基礎的資料を作成し、提供する。また、既投資市場については、こうした金融制度の動向を常時ウォッチし、実質的な投資パフォーマンスに影響を与える改革が行われた場合、あるいは行われる情勢にある場合には、その内容を迅速・的確に報告する。

(4) 具体的な事務プロセス

以下、グローバル・カストディの具体的な事務プロセスについて、米国のある企業年金(ペンションファンド)が、次のような条件で、日本の証券会社から日本国債を購入するケースを想定してみていく(第3図参照)。

イ. 企業年金は、ファンドの運用を二つの投資顧問会社(ここではX投資顧問とY投資顧問とする)に、またカストディをA銀行本店(以下、A銀行・ニューヨークと略称)に委託する。

ロ. X投資顧問は、当該ファンドを英国と日本で運用する。

ハ. A銀行・ニューヨークは英国、日本におけるサブ・カストディアンとして、A銀行ロンドン支店とA銀行東京支店を利用する。

ニ. X投資顧問は、m証券から日本国債を購入する。

ホ. m証券は、東京証券取引所で転売用の日本国債をn証券から購入する。一方、n証券が売却する日本国債は、n証券投資信託委託から購入したものとする。

ヘ. n証券投資信託委託は、保管銀行としてC銀行を利用する。

(事務のフロー)

<約定日>

① X投資顧問は、m証券に日本国債の買い注文を出す。m証券は、X投資顧問の買い注文を東京証券取引所へ繋ぎ、そこでn証券と売買を成立させる。

② m証券は、X投資顧問に売買取引の成立と約定データ(証券の種類、価格、数量、取引相手、取引相手のカストディアン等)を通知するとともに、当該証券の受取り、代金の支払いを依頼する。

③ X投資顧問は、A銀行・ニューヨークに約定データを通知するとともに、当該証券の受取り、代金の支払いを指図する。

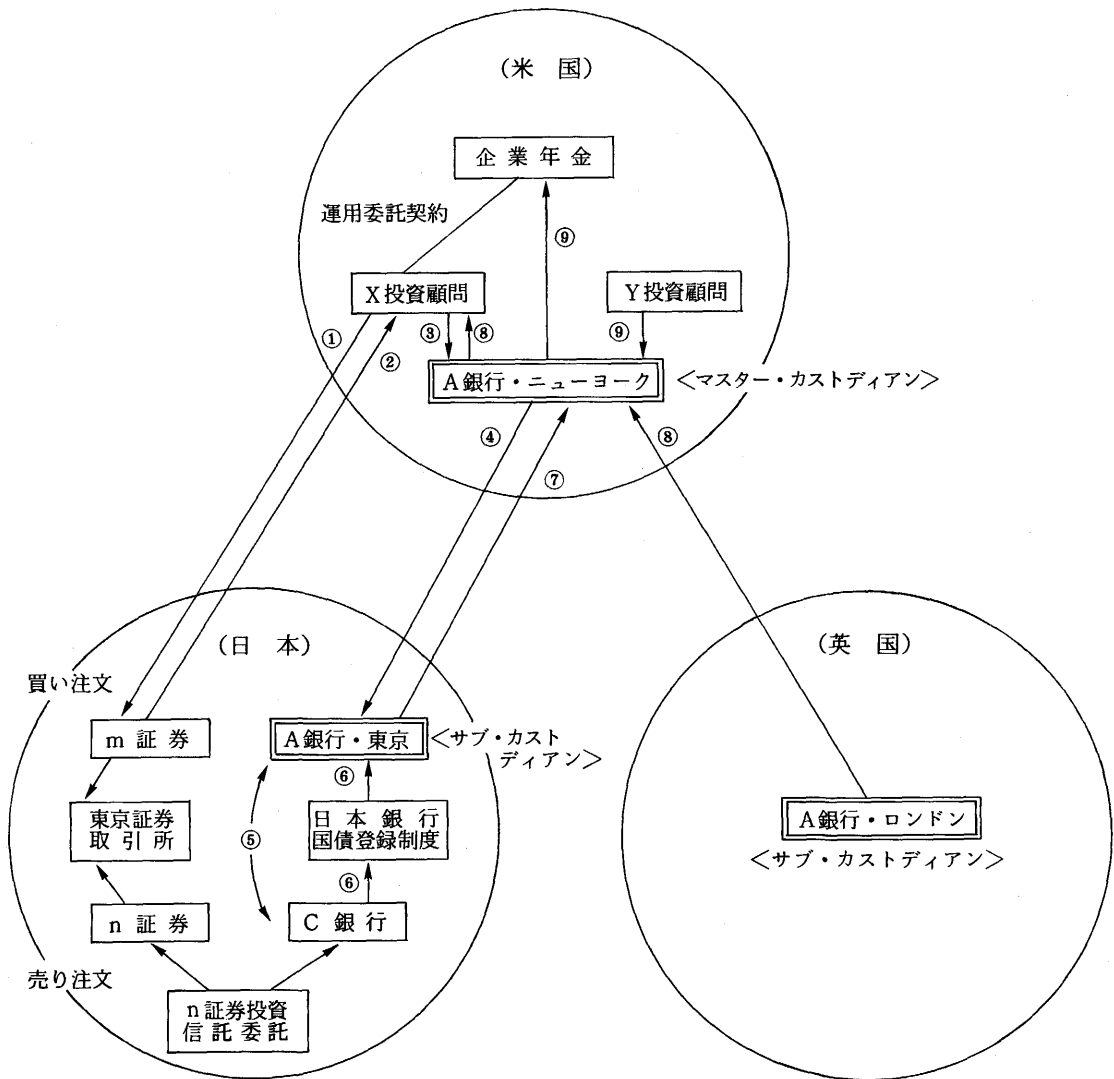
<約定日+1日>

④ A銀行・ニューヨークは、A銀行・東京に約定データを送付する。また、証券の受取り、代金の支払いを指図する(同様のプロセスは、n証券、n投資信託委託、C銀行間でも生ずる)。

<約定日+1日~2日>

⑤ A銀行・東京とC銀行は、受渡しデータのマッチングを行う。

第3図 グローバル・カストディの事務プロセス



＜決済日＞

- ⑥ A銀行・東京はC銀行から国債を受取り（日本銀行の国債登録制度において、C銀行からA銀行・東京へ移転登録を行う）、A銀行・東京におけるA銀行・ニューヨークの証券カストディ口座へ振込む。同時に、同資金カストディ口座から売買代金を引落とし、C銀行へ支払う。
- ⑦ 決済完了後、A銀行・東京は、A銀行・ニューヨークに対して、決済実績とカストディ口座の残高等を報告する。
- ⑧ A銀行・ニューヨークは、X投資顧問に対して、決済実績とカストディ口座の残高（A銀行・東京で保管されている資産とA銀行・ロンドンで保管されている資産の合計）を報告する。
- ⑨ 同時に、A銀行・ニューヨークは、企業年金に対して、X投資顧問の運用しているファンド、Y投資顧問の運用しているファンド、両者を合わせた運用資産全体、の3種類について、それぞれ決済実績とポートフォリオの内容を報告する。

(5) 他の証券保管者との比較

グローバル・カストディアン¹⁰⁾をユーロクリア、セデル、Fedwire、DTC等の証券保管・決済機関ならびに証券会社等と比べると、顧客証券の保管・決済サービスを行う点は共通ながら以下のような相違点がみられる。

第1に、対象顧客が大きく異なる。すなわち、証券保管・決済機関が大手の銀行等を主たる顧客としており、また、証券会社は個人等小口投資家を含む幅広い投資家を顧客としているのに対し、グローバル・カストディアンは、大口投資家を主たる顧客¹¹⁾としている。

第2に、振替決済の割合が異なる。すなわち、証券保管・決済機関の行う決済は、そのほとんどが参加者間の振替決済であり、複数の証券保管・決済機関にまたがる決済が少ないのに対し、グローバル・カストディアン、証券会社では、自己内部で取引関係が完結するケースは少なく、より上位の保管・決済機関を介して、他のカストディアンとの間で決済を行う割合が高い。換言すれば、グローバル・カストディアンは、複数の証券保管・決済機関と複数の機関投資家を仲介する機能を果たしている。

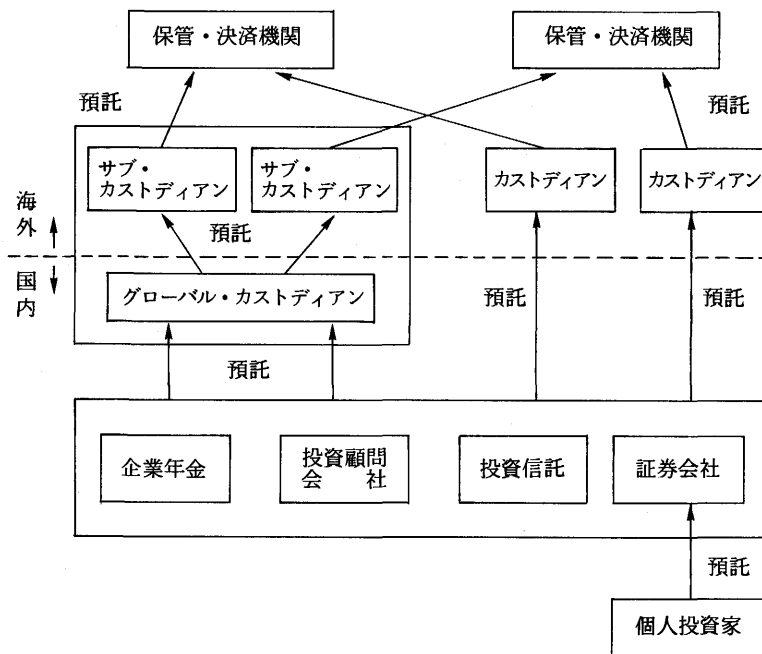
以上のようなクロス・ボーダーの証券保管・決済を行う主体の関係を図示すると、第4図のような階層構造となる。

なお、第4図のような構造となっていることから、①各国証券保管・決済システム相互間のリンクや各国証券保管・決済システムとユーロクリア、セデル等の国際証券保管・決済機関とのリンクが行われたり、②証券保管・決済機関が参加者を機関投資家等にまで広げていった場合、グローバル・カストディアンの存在意義は相対的に低下する可能性が

10) 証券会社がグローバル・カストディ・サービスを提供する例もあるが、前述のとおり、米国における主要なグローバル・カストディアンは銀行であることから、ここでは、グローバル・カストディアンは銀行と想定する。

11) 例えば、「われわれの主たる顧客は、大口需要家、すなわち、第一義的には、金融機関と機関投資家である（Our client base is wholesale-primarily financial institutions and institutional investors）」（モルガン銀行）。

第4図 国際的な証券取引に係る証券の保管・決済の階層図



ある。このため、証券保管・決済機関レベルでのグローバル化の進展とともに、競争激化を予想する向きが多い。

4. グローバル・カストディ発展の背景

グローバル・カストディが注目を集め、かつ急成長を始めたのは、ここ3～4年のことであるが、その発展の背景としては、需給両サイドにおける様々な構造変化が挙げられる。代表的なものを列挙すれば以下のとおりである。

(1) 需要面

① 対外証券投資の増加

金融の自由化、国際化が進むにつれて、対外証券投資がハイ・ペースで増加している。しかも、リスク分散の観点から一つの機関投資家が数多くの国へ投資する傾向が強まっている。

② 決済の持つ重要性の高まり

近年、ストックベースの外国証券保有額の伸びを遥かに上回るピッチで売買金額が増加している。¹²⁾ これにより、決済コスト

12) わが国を例にとると、1983年から88年にかけて、対外証券投資残高が約8倍(560億ドル→4,270億ドル)に増えたのに対し、売買高は約76倍(370億ドル→2兆8,000億ドル、売り買い合計)と著増している。

トが取引コスト、ひいては投資パフォーマンスに及ぼす影響度合いが格段に大きくなっており、効率的決済に対する投資家のニーズが高まっている。

③ 機動的なポートフォリオ管理の必要性の高まり——ブラックマンデーの教訓

短期売買の傾向が強まっているほか、24時間取引が常態化してきているため、リアル・タイムで自己のポートフォリオ全体を把握しておく必要性が高まった。

また、リスクの観点からも、未決済残高の状況を、リアルタイムで把握しておく必要性が高まった。これは、ブラックマンデー時に多くの機関投資家が自己のポートフォリオの残高と未決済残高の詳細を迅速に把握することができず、その結果、どの証券をどのブローカー、投資家へ売却するのが適当かの判断を下せないという状況に陥ったことから、その後、意識されるようになった点である。

④ 細密な運用データに対するニーズの高まり

近年、年金基金、投資信託等機関投資家は、資産運用にあたって、投資顧問会社等専門の資産運用会社にファンドの運用を委託する傾向を強めている。この結果、資産のカストディ・サービスに対する需要も増加している。

また、複数の資産運用会社を競争させる場合、売買価格、為替相場、手数料等の細かい運用データを取得したり、資産運用会社間のパフォーマンス比較を行う必要があるため、精密なレポーティングに対するニーズが高まっている。

⑤ 機関化現象の進展

グローバル・トレーディングの主役は国

際機関投資家であり、またグローバル・カストディは、そもそもこうした限られた投資家を対象とするテーラーメードのサービスである。国際証券投資における機関投資家のウエイトの増嵩が、グローバル・カストディの需要を押し上げている。

(2) 供給面

① コンピュータ、通信技術の発達

コンピュータや通信技術の発達により、多国家間での情報伝達ならびに情報処理が、容易かつ安価に行えるようになった。

② カストディ業務に関する社会的分業関係の変化

技術進歩によりカストディのコスト構造が変化し、グローバル・カストディアンが相対的に優位になった。すなわち、カストディ・サービスの生産構造をみると、初期投資が非常に大きい反面、限界費用は極めて小さいという装置産業的な性格が強まった（規模の経済性が強まった）ため、各投資家が個別に自らのバックオフィスにおいて現地カストディアンの情報を取りまとめるよりも、専門のカストディアンが集中して行う方が効率的となってきた。

③ 各国における決済システム整備の進展

各国において電子的証券保管・決済機構が相次いで創設されているため、グローバル・カストディアンが、これら各国の証券保管・決済機構の参加者であるサブ・カストディアンと投資家を繋ぐネットワークを提供すれば、投資家が直接各国の決済システムにアクセスできる状況となった。

④ フィービジネスの重要性の高まり

金融機関は ROA（Return on Asset：資産収益率）の向上を企図して、資産を増や

すことなく収益を上げることができる
フィービジネスに注力するようになった。

5. わが国におけるグローバル・カスト ディの展開

本章では、わが国におけるグローバル・カストディの展開をみることにしたい。まず、従来、わが国投資家の対外証券投資に係るカストディにおいて主要な役割を果たしてきた証券会社の保護預りの内容を説明し、それを踏まえたうえで、近年におけるわが国機関投資家のカストディ方式の変遷とその背景を概観する。次いで、わが国銀行、証券会社のグローバル・カストディへの取組み状況を整理し、最後に、わが国におけるグローバル・カストディの発展に抑制的な効果を及ぼす可能性のある税制と規制の内容を検討する。

(1) 証券会社の保護預り

証券会社の外国証券の保護預りは、「外国証券の取引に関する規則（日本証券業協会公正慣習規則四）」、「外国証券取引口座設定約諾書」等に則って運用されるが、その特徴点を項目別にみると、以下のとおりである（なお、東証上場外国証券は、主として、東証の決済機関である（株）日本証券決済が設置する現地カストディアンに預託される¹³⁾が、ここでは、より一般的なケースとして東証非上場の外国証券を考える）。

イ. 基本的スキーム

（証券会社と現地カストディアンとの関係）

証券会社は、外国証券を取扱う場合、当該国に自己ならびに顧客の証券を一括して

保管、管理するカストディアンを設置する。証券会社は、そこに証券口座（自己分と顧客分）と資金口座を開設し、証券口座で、自己分と顧客分の証券の受渡しならびに保管を行い、資金口座で売買代金の決済、利金・配当金の受取り等を行う。

（投資家と証券会社の関係）

投資家は、証券会社と保護預り契約を結び外国証券取引口座を開設のうえ、そこに購入した外国証券を預入れ、証券会社からは預り証を受取る。

なお、対象となる証券は、当該証券会社で購入した証券に限られており、その売却も当該証券会社を通じて行う必要がある。

ロ. サービス面

現地で実際にカストディにあたるのは、グローバル・カストディの場合同様、現地の金融機関であるため、保管、決済等基本的サービスの内容に関しては、グローバル・カストディと大きな差はないものの、付加的サービスについては限定的となっている。具体的にみると、キャッシュ・マネジメント・サービスやセキュリティ・レンディング・サービスが提供されないほか、レポーティングの項目が、受渡し実績、保有証券残高、利金・配当金の入金明細等に限られている。

ハ. システム面

付加的サービスが限定的であることもあって、通常、保護預り専用の特別のシステムは構築されない。証券会社と顧客の情報伝達手段としては、電話、郵便等が利用されている。

13) 日証決は、主要国については、証券取引所または中央決済・預託機関をカストディアンとして利用している（1990年現在、アメリカ、カナダ、イギリス、西ドイツ、フランスの5か国）。

二. カストディ・フィーと採算性

証券会社が受取る外国証券取引口座の手数料は、保護預り高、売買回数に関係なく比較的 low 水準で一律に定められている（年間3,000円、3年分一括払いの場合は2割引の7,200円＜外国証券の取引に関する規則第23条＞）。一方、証券会社が現地カストディアンに支払うフィーはグローバル・カストディアンが支払うフィーと同水準であるため、カストディ部門だけでみると、採算割れとなっている先が多い模様である。

(2) 対外証券投資に係るカストディ方式の変遷

わが国機関投資家の対外証券投資に係るカストディ方式をみると、従来は証券会社の保護預りが主流であったが、徐々に、現地カストディアンへの個別預託方式が優位な状況へと変わりつつある。¹⁴⁾

機関投資家がスタンスを変えてきているのは、現状の証券会社の保護預りには、以下の様な点で制約があるためである。

- ① ポートフォリオの機動的な運用、厳格な管理のためには十分ではないこと。
- ② 国内証券会社を利用して売買を行うと、海外市場での売買手数料に加え取次手数料が賦課されるほか、有価証券取引税が課されること（直接海外の証券会社へ注文を出すと取次手数料が不要であるほか、米国等多くの国では有価証券取引税が存在しない）。

③ 預託した証券については、売買注文も預け先の証券会社に出さなければならないこと。

④ 投資家からみると、ブローカーである証券会社に自己のポートフォリオや投資ビヘイビアを知られる惧れがあること。

個別預託方式が優位となりつつある状況は、逆に言えば、欧米とは異なり、グローバル・カストディが未発展の段階にあることを意味している。実際、わが国のグローバル・カストディは、米国等に比べて「数年は遅れている」（Financial Times）との評価が一般的となっている。この背景としては、そもそもわが国の機関投資家がドル建債以外の外債に本格的に投資を始めたのは、ここ4～5年のことであり、米国と異なり国際分散投資が成熟していないとの需要サイドの事情もあるが、5.(4)で述べる供給サイドにおける二つの要因、すなわち、①証券会社の保護預りが有力な競争相手となっていること、②グローバル・カストディ業務の発展に抑制的に働く規制や税制が存在すること、が響いているのが実情である。

(3) 銀行、証券会社の取組み状況

グローバル・カストディは、①システムの構築に多額の初期投資が必要な反面、②カストディ・フィーをあまり高く設定できないうえ、③投資家は長期的信頼関係を重視して大きな問題が生じない限り預け先を変えないスタンスのため、競合他社からの顧客の取込みが容易でない、等の事情があることから、

14) 日本の対外証券投資残高のうち、機関投資家が海外カストディアンに直接預託した証券の残高の割合は、証券会社から現地カストディアンに預け先を変える動きがみられたこと等を背景に、1983年の約3割から、88年には約4割に増加したと推計されている。

これまで関連する業務を全く行っていなかった先が新規に参入することは難しいのが実情である。

このため、現状、グローバル・カストディ業務を実際に推進しているのは、①非居住者の対日証券投資に係る常任代理人業務でシェアが高い、②米国等においてわが国の機関投資家が取得した証券のカストディを行っている、等関連業務で実績を上げている比較的少数の大手銀行に限られている。

一方、証券会社をみると、保護預り制度を背景に外国証券のカストディ高は多いものの、同業務が採算に乗っていないこともあって、現時点では、本格的な業務展開は行っていない。

なお、グローバル・カストディ業務に積極的な先でも、業務展開に当たっては、以下のような副次的効果に期待するという声が多い。

- ① グローバル・カストディ・システムは、グローバル・カストディアン自身の事務管理、ポートフォリオ管理、拠点間コミュニケーションにも活用できること。
- ② 受入れた流動性預金の運用益、為替売買手数料等付加的な収入が見込めること。
- ③ カストディを梃子に投資顧問業等関連する分野の業容拡大も期待でき、グループ全体としてみればメリットを享受できること。
- (4) グローバル・カストディ発展の制約要因
わが国におけるグローバル・カストディ発

展の制約要因としては、①証券会社の保護預りの比較的低水準な手数料と②税制・規制の二つが挙げられる。

イ. 証券会社の保護預りの手数料の水準

前述のように、証券会社の保護預り手数料が相対的に低水準であるため、カストディ・フィー¹⁵⁾にも恒常的に値下げ圧力がかかっている。このため、日本におけるグローバル・カストディのフィーあるいは日本の機関投資家に対するカストディのフィーは、欧米に比して低い水準となっている模様である。グローバル・カストディアンの場合、基本的にはカストディ部門だけで利益を計上する必要があるため、こうした低収益性は、同業務展開上の制約となっている。

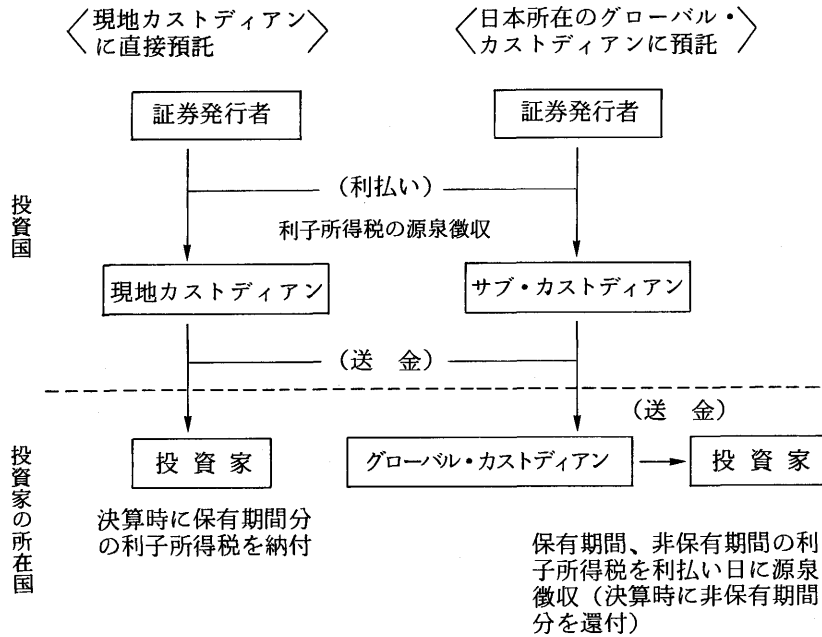
ロ. 税制・規制面の制約

(利子等に係る所得税の源泉徴収)

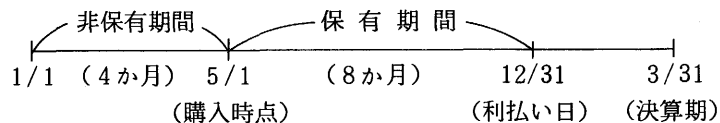
現地カストディアンに直接証券を預託した場合とグローバル・カストディアンを利用した場合とを税金面で比べると、投資先国における源泉徴収の扱いは同じながら、日本における源泉徴収制度はグローバル・カストディに不利なものとなっている。すなわち、税法上、前者の場合には、現地のカストディアンから直接資金を受取ることになるため、日本での利子所得税を源泉徴収されない（決算期に納税）のに対し、後者の場合、日本所在のグローバル・カストディアンを経由することになるため、原則として源泉徴収される扱いとなっている（第5図参照）。その際、生・損保等機関投資家については、源泉徴収不適用制度が存

15) グローバル・カストディのフィーは、保護預り手数料（残高に比例）と証券出入庫手数料（回数に比例）が2本柱となっている。

第5図 カストディアンの所在国と所得税の納付方法



第6図 非保有期間の利子に係る源泉徴収額



(例) 税率20%、利子a円とすると、非保有期間に係る源泉徴収額は、次のとおり。

$$a \text{ (円)} \times 0.2 \times \frac{4 \text{ か月}}{12 \text{ か月}} = \frac{a}{15} \text{ (円)}$$

(注) 当該証券の利払い日は12月31日(年1回)、投資家の証券購入時点を5月1日、投資家の決算期を3月31日とする。

在するが、その適用を受けるためには、①別途の手続きが必要であるうえ、②その場合でも、当該証券を取得した年の非保有期間（投資家がこの証券を購入する前の期間）の利子等に課せられる源泉徴収税は不適用の対象とならないため、投資家はこの源泉徴収額に係る運用益（孫利息）を失うことになる、等の制約がある（第6図参照）。

（外為法による海外預金規制）

現行外為法は銀行および包括許可を取得した証券会社を除き、海外の預金口座を利金、配当金の受取りに利用することを規制している。機関投資家については、個別に許可を得た上で海外預金口座を証券取引の決済口座として利用することが可能であるが、その場合でも、証券の売買代金等を自由に運用することは認められていない。

すなわち、投資家は、グローバル・カストディアン¹⁶⁾の提供するキャッシュ・マネジメント・サービスを事実上利用できない立

場¹⁶⁾にあり、グローバル・カストディのメリットが減殺されているのが実情である。¹⁶⁾

6. おわりに

グローバル・カストディは、既にみたとおり、グローバル・カストディアン¹⁶⁾のレベルで証券保管・決済のグローバリゼーションを達成し、国際的な証券取引に伴う投資家の事務負担を軽減するサービスである。また、このことは証券決済システムの効率性、安全性の向上に資する面も少なくないと思われる。日本においても、本格的なグローバル・カストディが発展しつつある状況下、関連する税制、規制等については、国際的な視点から改めて検討していく必要がある。

以 上

[日本銀行金融研究所研究第2課]

【参考文献】

- 金融法令研究会、『新銀行法精義』、大蔵財務協会、1983年9月
神崎克郎、『証券取引法』、青林書院、1987年7月
三井銀行（編）、『銀行の証券業務』、金融財政事情研究会、1989年11月
三山修・前田新、『国際分散投資の拡大とグローバル・カストディ・サービスの展開』、『T R I アングル』、東銀リサーチインターナショナル、1989年7月
東京証券取引所、『東証要覧1990』、1990年4月
金融財政事情研究会（編）、『外債投資の実務』、金融財政事情研究会、1985年11月
福井博夫（編）、『詳解外国為替管理法』、金融財政事情研究会、1981年9月

16) 海外預金の預金限度額、利用目的等の制限が緩和されたが、機関投資家にとっては、預金限度額が依然として低く（届出をした場合1億円まで）キャッシュ・マネジメント・サービスを利用するほどの金額には達しないこと等から、同措置の影響は大きくないのが実情である。

Banking Technology, "A Light in the Wilderness," March 1991.

———, "The Rising Star," March 1991.

Euromoney, "Global Custody," March 1989.

———, "Custodians Tighten Their Belts," July 1990.

Financial Times, "Global Custody and Settlement," February 20, 1989.

———, "International Settlement & Custody," September 3, 1990.

Global Custodian, *Global Custodian*, September 1989.

———, *Global Custodian*, March 1990.

———, *Global Custodian*, September 1990.

Global Investor, "Stage Fright," May 1989.

ICB Publications Ltd., "Global Custody Coping with Tomorrow's Failures," *iCB*, February, 1990.

———, "The Lansdowne Debate," *iCB*, November/December, 1990.