

『証券経済学会年報』第49号別冊
第81回春季全国大会
学会報告論文

「アメリカの投資者保護基金制度について
～証券会社の経営破綻を巡る法制度と課題～」

「アメリカの投資者保護基金制度について ～証券会社の経営破綻を巡る法制度と課題～」

松岡啓祐

専修大学法科大学院教授

1. はじめに

証券会社の経営破綻（破産等）では、証券会社の過失や詐欺等によって投資者に損失発生リスクがあり、投資者保護基金制度による補償等の必要性になる。その趣旨は、市場機能の確保・金融危機の防止等にある。特に2008年のアメリカにおけるリーマン・ブラザーズ証券の経営破綻以降、世界的に「金融危機」への対応が重要な課題になった。ここでは、投資者の金融・資本市場への信頼維持等を重視している。マクロ・ブルーデンス規制や市場型システミック・リスクへの対応等が要請される。

この点、アメリカの証券業者の破綻処理では、SIPC（Securities Investor Protection Corporation、証券投資者保護公社）が中心になっている。SIPCはSEC（連邦証券取引委員会）の監督下に置かれている、正式な連邦機関ではないが、準公的な機関と位置付けられている。SIPCは1970年に創設され、全証券業者に加入義務を課している。そして、業者破綻時における投資者への補償等のための基金を整備・運用、管財人等として破綻処理がなされている。

2008年には、リーマン・ブラザーズ破綻に加え、マドフ氏（証券業者）の巨額証券詐欺事件等が現実化した。SIPCの役割が目ざされている。2010年に成立した金融規制改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act、以下ドッド・フランク法とする）で役割が強化等がなされている。さらに、EUでは、1997年に投資者補償スキーム（ICS）に関する指令が採択され、2010年に補償額の増額等がなされている。イギリスでは、金融サービス補償スキーム（FSCS）が機能している。

他方、わが国における証券会社の経営破綻への対応はどのように整備されたのであろうか。1997年（平成9年）の山一証券等の経営破綻の翌年に金融制度改革の一環として、アメリカのSIPC等を参考に「投資者保護基金」制度が旧証券取引法上に創設され、現在の金融商品取引法79条の20以下に継承している。60

条にも及ぶ詳細な規定により、補償の対象、会員業者の負担金等を定めている。破綻した証券会社に資産を預託していた投資者1人当たり1,000万円が補償額の上限となる。

平成18年には南証券の経営破綻で、投資者保護基金による投資者への補償が初めて実施され、補償の是非が争われた一部の投資者について補償を肯定する最高裁判決が現れた。次いで平成24年には、丸大証券の破綻で2例目の補償が実施されている。平成25年には預金保険法改正により、証券会社等を含めた金融危機時の公的資金投入の枠組みが導入された。そうした証券会社（金融商品取引業者）の経営破綻処理は、金融・資本市場のインフラともいえるべきものであり、最終的なセーフティ・ネット（安全網）と位置付けられる。アメリカやEU等の状況を含めて検討が不可欠となる。

なお、同様の制度である商品先物取引法上の「委託者保護基金」にも種々の動きがあり、総合的な取引所の実現促進等により、金商法上の投資者保護基金との異同・統合等が問題になっている。

2. アメリカの連邦証券諸法における対応の経緯の概要

～1970年SIPA（証券投資者保護法）の制定と基金創設の経緯等～

（1）1920年代

コモン・ロー上のAgency法理・多くの判例法理が形成。

代理人である証券業者（broker-dealer）が、顧客に信用を供与する証拠金取引の扱いについて、各州の判例の間で対立が発生していた。その中心的な論点は、一般債権者との優先順位を巡る争いである。

もっとも、現物取引における証券業者破産時の投資家の所有権は当然のことと考えられており、わが国のように証券会社を問屋（商法552条）と位置付け、まずは証券会社に所有権を認める、委託者（顧客）の取

戻権を巡る伝統的な議論と対照的である（なお、現在は反対説も有力に唱えられている）。

(2) 1938年連邦破産法改正

同改正により、詳細な株式ブローカー条項（stockbroker clauses）を創設している。証券取引顧客の所有権を確認し、一般債権者よりも優先的な返還順位が明確になった。

証拠金取引における証券取引顧客の扱いも、州法の対立を統一化された。この改正で導入されたものが後述する現在の制度に継承されていくことになるため、現在でも重要な意義を持つ改正である。

(3) 1960年代後半の証券危機

1960年代前半にかけて証券市場の好況があったが、その後一転して株価が下落し、証券危機と言われる事態が生じる。この時期に多数の証券業者の破綻事例において、顧客に多額の損害が発生した。さらに、当時顧客資産の横領等といった不正な詐欺等も多発している。そうした状況において、従来からニューヨーク証券取引所（NYSE）等の任意の自主的な基金による補償が限界に達した。

そのような状況に対処するため、今日の法的基盤となる横断的な証券制度改革に繋がった。顧客資産の分別管理、証券業者の自己資本の監視制度、破綻処理の基金制度、証券の決済システムの促進等の導入等がなされた。

(4) 1970年SIPA (Securities Investor Protection Act、証券投資者保護法) 制定

(a) 連邦証券諸法によるSIPCと基金の創設

以上のような切迫した状況を背景として、投資者の保護や証券業者の連鎖的破綻の防止、金融危機の対応等を目的として、1970年にSIPAが制定され、銀行破綻対応のFDIC（連邦預金保険公社）を参考にSIPCが創設されることになった。そのなかでも、投資者（顧客）への迅速な資産の返還・補償等による投資者の信頼向上が主な目的であった。そして、破産法の特例として、SIPCによる清算手続の関与に関する規定と顧客の損失等に対する補償のための基金が創設された。このような経緯からSIPCは証券業者の破綻処理に加え、顧客への補償等を実施しているほか、その後の債権回収の機能といった多様な役割も担っている点が注目される。

そして施行から数年が経過してSIPCによる活動内容が検証された後、1978年に大改正が行われ、顧客口座の移管制度や直接支払制度等が導入された。破

綻処理の迅速性を促進することが主眼であり、補償上限についても数回に渡り増額され、投資者の実質的な補償措置が強化されている。そのほか、他の証券業者との間における一定の未履行契約の結了支援や、投資者への補償等のための必要な証券の買入れも可能とされてきている。

(b) 基金の財源と破綻への対応のスキーム

SIPCの基金の財源は、原則として会員証券業者の会費になる。業者の強制加入制度を採用している。SIPCの役割は顧客資産の迅速な返還等であり、管財人等として処理の中核を担当する。

そこでは、SIPCが、①自ら管財人となるか、②裁判所任命の管財人と共同して顧客資産の回復を図り、別の証券業者へ顧客口座を移管するか、③顧客に資産の返還と補償を直接実施する、といった役割を担う。ただ、SECのような規制監督権限はない。基金の補償等による破綻処理が中心となる。

(c) 投資者・顧客(customer)への補償の意義と範囲

SIPAにおいては破綻した証券業者の顧客資産等については、その一般債権者よりも投資者に優先的に返還する。特に明確に特定された「顧客名義証券」が無条件の第一順位となる。次いで、それ以外の顧客の純持分（net equity。顧客資産から債務を控除）を返還し、業者の資産による返還が不能等の場合、SIPC基金が補償・融資（advance。適宜「前貸し」ともいう）を行う。結局、顧客資産の返還順位は、①顧客名義証券、②顧客資産、③一般財産（一般債権者と同等）、となり、②が中心である。融資額は、事後にSIPCが業者より回収するのが原則である（訴訟等の措置を含む）。

これに関し、補償対象の範囲については、複雑な判例法理等が形成されており、従来から議論が多い。ここでは、「通常の業務の過程において（in the ordinary course of its business）」受領した顧客資産のみを補償することとされている（SIPA16条2項）。不正流用・横領（conversion）の補償も包含される。証券は50万ドル（そのうち現金は25万ドル）が上限であり、証券と現金を区別して上限が設定されている点に特徴がある。

そうしたなか、主な問題は補償対象に「詐欺（fraud）」による損害が含まれるかどうかになってきている（この点は後述するわが国の事例でも同様に大きな問題点になる）。アメリカ法の解釈上不正行為が多いため限定的に解釈され、原則として詐欺による損害は対象から

除外されている。例えば、2004年にはSIPCの基金は約10億ドルに対し、毎年100億ドルから400億ドルもの投資詐欺が発生していると、SIPCの理事長が言明している。

証券業者の不正流用や横領、無断取引による顧客の損失は補償対象となるが(「窃盗による被害は保護される」)、市場価格の下落、「詐欺」・契約違反による被害は対象外と解釈されている。財源上の限界により、「投資詐欺は保護しない」ときわめて限定的な資金運用を行っている。

3. SIPCの活動状況・代表的な事例等

(1) 2013年度末のSIPCの状況～基金の残高、会員数、会費等～

SIPCの基金の財源は現在約19億ドルであり、その積立目標を2009年に25億ドルに大きく増加している。さらに、緊急時には25億ドルまで公的支援が可能である(2010年に2.5倍)。SIPCの会員証券業者は4,180であり、毎年若干の増減がある。自主規制機関であるFINRA(金融業規制機構)等とも連携しており、FINRAが証券業者の破綻通知や会費徴収等といった大きな役割を担っている。

SIPCが補償等に用いる基金の財源は業者の負担金である会費からなる。この会費は当初頻繁な変更がなされていたが、状況が安定していた1996年以来毎年150ドルに一律低く抑えられていた。しかし、2009年から純事業収入の0.25%へアップしている。リーマン破綻等で財源不安が急浮上したためであったが、金融危機が一応鎮静化した2014年より0.0025%に緩和されている。

これまでの実績として、SIPCは1970年の創設以来、43年間において328件の証券業者の破綻を処理している。そのなかで、約1,330億ドルの顧客資産を投資者に返還している。特に1971年から1973年の94件、1992年の13件、2001年の11件等が破綻件数が多くなっている。顧客に返還した1,330億ドルのうち、約1,320億ドルは債務者の資産から、10億ドルがSIPC基金から拠出している。11億ドルの管理運営費を含め、21億ドルをSIPCが融資(マドフ事件が16億ドル)している。事後の回収額は1,400万ドルのみである。

ここ10年の破綻件数の平均は2件、2013年度は小規模な3件の破綻処理を開始している。補償上限を超えたものは、返還総額の約0.3%のみであり、99%以

上の投資者の損失はカバーしている。328件の破綻処理総数のうち、130件で刑事訴追が行われ、行政処分を含め、287件で関係者が処分されている。

(2) SIPC基金の運営と主な処理方法

SIPCの運営形態・組織は非営利会社である。政府機関ではないが、SECや国の監督下に置かれている。7人の理事で、理事会を構成している。理事のうち、3人は証券業界から選出されるほか、2人は公益代表で、1人は財務長官が任命し、1人はFRB(連邦制度準備理事会)が任命する。3人の執行役員の下に、約40名のスタッフが勤務している。

不正監督権限はないが、2013年末から全証券業者に対し、SIPCへ会計報告書の提出義務が課されるようになってきている。具体的なSIPCの経営破綻処理の手法としては、主に以下の4つのものが重要である。

第1に、SIPC以外の管財人が任命されるものであり、大規模なケースである。SIPCが補助的な役割を果たすことになる。この手続では管財人コスト等が発生することや手続に時間がかかることなどが問題となりうる。第2に、SIPC自体が管財人になるものであり、中規模のケースである。債務額が75万ドル未満か、顧客数500人未満という条件がある。第3に、直接支払手続(Direct Payment)であり、小規模なケースである。具体的には補償を要する顧客の請求総額が25万ドル未満であることが要件となっている。この手続は裁判外で行われるものであり、コストも低く柔軟性がある。第4に、顧客口座の一括移管制度(transfer)であり、他の証券業者の同意等が必要になる。移管の際にはSIPC基金の補償も可能である。

(3) 2008年度のリーマン破綻等～過去最大規模・複雑な事案～

(a) リーマン・ブラザーズ社の経営破綻

リーマン・ブラザーズ社は周知のように、2008年9月15日に破産を申し立てた。当時米国4位の大手に位置していたことからその破綻は過去最大規模であり、巨額の顧客資産と12万以上の顧客を有していた。その破綻処理においては多くの口座は短期間に、別の2つの証券業者に移管された。

その処理費用やSIPCによる融資額は全額回収されている。ただし、一部で移管した口座への補償の是非を巡り、関連訴訟が継続中である。また、その多くの関連会社の破綻処理を巡っては実証分析が進めら

れているところである。

(b) マドフ氏の巨額詐欺・破綻事件

マドフ氏の運用する Bernard L. Madoff 投資証券会社は 2008 年 12 月 11 日に清算を申し立てた。同社等による巨額の証券詐欺事件が発覚したものであり、同社の不正ないし詐欺的なスキームはネズミ講まがい (Ponzi Scheme) と言われる。

元ナスダック会長のマドフ氏による前例のない規模の巨額の証券詐欺事件であり、マドフ氏は禁固 150 年の判決を受けた。マドフ氏が 500 億ドルを盗取したと告白し、発覚した。同氏の支配下の Investment Securities LLC (いわゆる BLMIS)・複数のファンドが詐欺的な資金集めを行い、日本でも野村證券が約 322 億円、あおぞら銀行が約 123 億円等の損害を受けたことが公表されている。

アメリカの証券市場の歴史に残るきわめて大きな事件であり、SEC の組織改革 (法執行への批判等) や、ヘッジ・ファンドの規制論議にも波及した。SIPC 基金が現在のところ約 16 億ドルを融資している (そのうち、処理費用が 9 億ドル)。その融資額も今後、26 億ドルに増える可能性もあると指摘されている。特に預託されていた現金の取扱いないし補償の是非については、損害賠償訴訟も数多く提起されているものの、不透明性が大きい。1 件で過去の全ての融資額以上に相当する。補償以外にも、顧客資産の回収・返還が継続中であり、基金の重大な存続リスクになっている。

この事件に関する訴訟も前述のように多数継続中であり、顧客の記録も著しく不備・不正確であったことが事後的な対応をより一層難しくしている。登録証券業者としての正式な預かり資産は補償対象だが、個人的な関係を基に詐欺的に預かった資産は原則として SIPC は補償を否定しており、多数の訴訟が継続中である。さらに、裁判等において第三者たる資産管理の寄託者 (third party custodian) の破綻等により顧客に生じた損害は原則として補償対象外とされ、損害の回復が否定されたため、EU 等にも多くの被害者があり、EU 指令の改正で補償を肯定すべきなどの議論に影響を及ぼしている。

(4) その他の主な証券業者の経営破綻の事例～SIPC による融資・補償等～

このように SIPC による融資・補償等を巡る事例は多数に上るが、主な事例の特徴を以下若干見ていく

ことにする。第 1 に、Sunpoint Securities 社の破綻 (1999 年) では、SIPC が 1 万の顧客勘定について 3,378 万ドル融資し、10 の証券業者へ移管している。その当時では規模の大きい破綻事例として知られている。

第 2 に、New Times Securities 社の破綻 (2000 年) では、SIPC が 3,668 の顧客勘定に、2,244 万ドル融資している。この事件において架空の投資について、SIPC は補償上限の低い「現金」としての取扱いを主張した。これに対し、SEC と裁判所は「証券」としての扱いによる補償を肯定し、投資者の有利に解して注目を集めた。証券取引時における取引書面での確認を重視し、証券としての補償を認めることによって顧客の合理的期待を保護したものである。

第 3 に、MJK Clearing 社の破綻 (2001 年) がある。100 億ドルを超える顧客資産を含む、17 万 5,000 の顧客勘定を別の証券業者へ移管している。そのなかで SIPC が 1 億 7,700 万ドルを融資し、当時最大規模の破綻事件として注目された。

第 4 に、Stanford Group 社の破綻 (2009 年) がある。これは、ねずみ講まがいの 70 億ドルに及ぶ巨額の詐欺事件である。Stanford 氏は禁固 110 年になっている。SEC が破綻手続を開始したが、SIPC は法定の補償範囲外の詐欺的な投資であるとして手続開始を拒否し、SEC が SIPC に対し手続開始を強制するため、両者の間で初めて訴訟になったものである。2012 年 7 月連邦地裁は SIPC の主張を認めたが、SEC は現在のところ控訴中である。

第 5 に、MF Global 社の破綻 (2011 年) があり、この事件は過去 8 番目の大規模破綻になっており、同社は約 3 万の顧客を有していた。同社は SEC の証券業登録に加え、CFTC (連邦商品先物取引委員会) にも商品先物業者の登録をしていた。イギリスの子会社に影響が波及し、同社本体も破綻したものである。現在、SIPC が 16 億ドルを融資しているが、その回収は困難と見られている。CFTC 委員が SIPC と同様の「先物投資者・顧客保護基金」の創設を提言し、検討中といった状況が伝えられている。

(5) 金融規制改革法 (ドッド・フランク法) による改正等

(a) ドッド・フランク法の意義

アメリカにおいて 2010 年 7 月に初めに述べたようにいわゆるドッド・フランク法が成立し、金融危機へ

の対応等を明確にしている。同法はいわゆる世界大恐慌に対処した、ニューディール立法以来の大規模な金融改革のための法律と言われる。2008年のリーマン・ショックの発生を受けたものである。

このドッド・フランク法は連邦証券諸法等を横断的に改正している。SECやFDIC（連邦預金保険公社）の権限強化を図っており、銀行破綻における預金保険上限額も10万ドルから25万ドルに引き上げ等を実施している。そしてまた、証券業者破綻を担当するSIPAについても重要な改正がなされている。

(b) ドッド・フランク法に基づく改正による種々の変更点

ドッド・フランク法はSIPAの規定についても、様々な変更を加えている。その内容は多岐に渡るが主要な点は次のようなものである。第1に、SIPCの会員業者の最低会費額を増額したことであり、第2に、連邦政府からの借入枠拡大したことであり（10億ドルから25億ドルへ）、第3に、現金顧客への補償額を増額したことであり（10万ドルから25万ドルへ上限をアップ等）、第4に、SIPCの会員資格の虚偽表示への罰則を強化したことであり（25万ドルへと上限を増額）、第5に、SIPCの補償対象の顧客の範囲を拡大したこと（先物契約の認可オプションの取引契約を包含等）、である。特に、第3の点が実務上ないし投資者保護の観点からは重要なポイントになる。

さらに、FDICとの関係について、金融安定化に深刻な影響をもたらす大規模な金融会社の破綻処理の際における特別規定を設けている。そうした場合、SIPCはFDICと共同で破綻処理を実施することが規定され、例えば、FDICがSIPCを管財人に任命するなどの措置を取ることになる。

(c) 2012年におけるSIPCの現代化特別委員会の提言等

2012年にはSIPCが内部組織として、SIPCの現代化のための特別委員会を設け、外部の委員やホームページ等で投資家からの意見を募った。その結果、SIPCの在り方について様々な提言が行われている。

その主な内容は例えば、証券の補償金額について50万ドルから130万ドルへの引き上げ、証券と現金の補償区分の撤廃、会員証券業者から徴収する最低会費の増額、簡易・迅速な手法である直接支払手続の要件緩和等全体の機能強化を提言している。ただ、そうした提言の実現には法改正を要するものも多く、早急な実施は難しいため現在のところ慎重な検討が行われ、少

しずつ立法的な提言等がなされていく予定である。

その他こうしたSIPCの現代化特別委員会の提言のほか、これまでアメリカの連邦機関によるSIPCに対する調査・検証作業等においても種々の課題が指摘されてきた。それはSIPCの管財人機能の拡大や経営再建・ブリッジ機能の付加の是非や、SECや自主規制機関との連携強化、民間保険会社による法定補償上限の超過部分への補償問題等である。また、FDICとの統合問題、仲介ブローカーへの監視体制、証券業者不正の情報公開等も議論の対象になってきている。

4. EUとイギリス法等の状況

(1) EUの状況

EUでは、1997年に投資者補償スキーム（Investor Compensation Schemes、ICS）に関する指令が採択されている。これは先行していた預金補償スキームがモデルとなっている。EUは加盟各国に整備を要請し、点検作業を実施している。例えば、投資者1人当たりの補償上限額は、フランスでは7万ユーロ、ドイツでは2万ユーロ等である（2005年時点）。「金融業者の破綻時」の投資者の補償を実施している。

投資による損失等は補償の対象外になる。また、小口の投資者（retail investor）保護を主な目的とするものである。2010年には、補償額の増額（2万ユーロから5万ユーロへ）等の改正が成立している。さらに前述したようにアメリカのマドフ事件がヨーロッパの顧客についても波及しており、ファンド等といった第三者たる資産預託者を通じた投資も補償が必要なのではないかとの議論が行われている。

(2) イギリス法の状況等

(a) 1986年金融サービス法上のICS（投資者補償スキーム）

証券投資委員会（SIB）が、1988年にICS（Investors Compensation Scheme）を創設している。そして、1995年8月までにICSは、192の破綻した投資企業の顧客（約8,000人）を支援している。

(b) 2000年金融サービス市場法上のFSCS（金融サービス補償スキーム）

このICSは2000年金融サービス市場法の下で預金保護委員会とともに、FSCS（Financial Services Compensation Scheme）に統合されることになった。そうした改革において預金・証券投資・保

険の各分野を包括する機関が望まれたわけである。

F S C S は不当助言の損失も補償対象に含めているところに特色がある。ただ、株価下落損失、関係者等の補償はアメリカと同様に否定されている。

(c) その後の状況

その後も種々の改正等が続いている。とりわけ補償上限については、投資について 2010 年以降、補償上限は 1 人当たり 5 万ポンドに増額されている点が大きい変更である（なお、銀行預金も 8 万 5,000 ポンド等に増額）。イギリスでは 2010 年以前には 2 段階に分けて補償の上限が定められ、全体としては 4 万 8,000 ポンドが上限とされていたが、EU 指令に合わせて 2 段階方式は廃止され、上限も増額された。

実際に、2012 年から 2013 年に F S C S は約 1 億 530 万ポンドを投資関連分野で補償している。なお、2013 年に F S C S は、日本の預金保険機構と相互協力・情報共有等の覚書（MOU）を調印している。

5. 証券会社の経営破綻等を巡る日本法の状況

(1) 投資者保護基金制度の意義と概要～基金創設の経緯～

昭和 44 年に寄託証券補償基金（旧基金）が創設された。証券会社の任意加入の財団法人であり、平成 9 年の金融危機時等に活発に発動することが必要な状況を迎えた。具体的には、三洋証券の 361 億円等といった 7 件の補償を実施した。しかし、そのような相次ぐ破綻の発生によりその機能も限界に達し、新しい法制度が求められた。なお、山一証券の破綻（自主廃業）では日本銀行が 5,000 億円の特別融資が実施され、1,111 億円が回収不能となり国民の負担となったことが伝えられている。そうした金融機関の破綻処理における公的負担による全面的な補償には批判も大きい。

そこで、平成 10 年に当時の証券取引法の下に投資者保護基金制度が創設されることになった。日本投資者保護基金（新基金）が前述した旧基金を承継している（旧証券取引法・現行の金融商品取引法（以下、「金商法」という）79 条の 20 以下）。いわゆる金融システム改革法の一環である。その目的は投資者の保護と証券取引の信頼性維持とされ、近時の改正では商品関連市場デリバティブ取引もその対象になりうるものとして追加されている。

投資者保護基金制度においては証券会社の強制加入制・負担金徴収等によって財源を強化し、組織や権限を明確にしている。投資者への補償権限のほか、訴

訟等の包括的権限や返還資金融資制度等も整備され、基本的には S I P C 等を模範としているものの、まだ補償の実施例も少ない上、S I P C 等とは法制度上の仕組みが相違する点も多いため、慎重な検討が必要である。

平成 13 年以降投資者保護基金は、補償対象債権のうち 1 人 1,000 万円を限度に補償することになっている（それ以前には経過措置として全額補償）。証券版ペイオフとも言われ、金商法は証券会社の破綻・補償の認定から支払方法等について詳細なルールを定めている。同制度に基づく日本投資者保護基金は平成 25 年 3 月末時点で約 554 億円の資金規模を維持しており、さらに、800 億円の法定の借入権限を有している。また、金融危機時には預金保険法に基づいて上公的資金による援助が可能になっている。実際には初めて、平成 12 年の南証券の経営破綻で約 35 億円の補償を実施した（後述の裁判例を参照）。その後、平成 24 年の丸大証券の経営破綻で、約 1 億 7,000 万円を補償し（約 600 名）、投資者保護基金による 2 番目の補償事例となっている。

(2) 基金の補償対象はどうか

金商法上の投資者保護基金による補償対象は、金融商品取引業者（第一種に限定）の「金融商品取引業（旧証券法は証券業、有価証券関連業に限る）に係る取引」

（79 条の 20 第 1 項以下）になる。いわゆる補償対象債権であり、補償実施の公告日に、顧客が破綻認定金融商品取引業者に有する債権である。その範囲は、一般顧客と顧客資産という 2 つの基準で画されている。第 1 に、「一般顧客」の範囲からは、適格機関投資家（プロ）、破綻した業者の関係者等は除外されている。第 2 に、「顧客資産」とは「金融商品取引業に係る取引に関し、一般顧客の計算に属するか、又は金融商品取引業者が預託を受けた金銭・有価証券等」であり、貸付による一般債権、店頭デリバティブ取引（主にプロ向け）等は除外されている。

そのほか、制度趣旨から、株価下落の損失等は除外されると解されるが、その他の具体的な解釈は今後の課題となっている。例えば、各種の共同口座や年金口座・ファンド等を通じた間接投資、種々のデリバティブ等の取扱い、移管支援等の補償の是非等の補償の取扱いについては必ずしも明確ではなく、今後ガイドライン等を作る必要があるかもしれない。

(3) 主なこれまでの関連事例の動向

わが国でこれまで発生した主な事件としては、次の

項目の南証券事件と丸大証券事件等の事件以外では、以下のようなものがある。第 1 に、丸大証券事件（自己破産）（東京地裁平成 13 年 10 月 31 日判決（判タ 1118 号 168 頁））では、日本投資者保護基金等への補償金等の支払請求を棄却され、貸付と判断された。

第 2 に、クレスパール証券東京支店の経営破綻事件（平成 12 年 1 月 11 日（新聞報道等））では、同支店の経営破綻によって販売したプリンスン債が債務不履行となった。この事件において投資者は基金に非加入の米国の資産運用会社と直接契約していたため、当時の外資系基金が補償否定した。その後の詳細は不明であるが、投資家らは米国プリンスン社と和解したものと伝えられている。

（4）南証券事件

そして、南証券事件がある（最高裁平成 18 年 7 月 13 日判決（民集 60 巻 6 号 2336 頁等））。この事件では、平成 11 年南証券が販売した高利回りの社債に、顧客らは購入資金を預託し、各社債発行会社名義の預り証を交付していた。しかし、この社債はペーパーカンパニー等を発行会社とする実体がないもの（仮装された証券取引）。南証券は破産、社長が多くの顧客資産を横領したものである。

顧客らが基金に預託金相当額の補償請求し、日本投資者保護基金は初めて、約 30 億円を約 1,000 人の顧客に補償した。他方、実体のない社債については、法定帳簿外の取引等として返還の対象外とされ、補償を求め訴訟になった。問題の債券の現物や領収書等取引の資料は残存しており、その補償が争われた。

第一審判決と原審判決はその請求を棄却したが、最高裁判所は原判決を破棄し、札幌高裁に差戻された結果、補償を求めた顧客らの請求が認容された。そこで最高裁は投資者保護基金制度の趣旨等から、「証券業に係る取引には、証券会社が、証券業に係る取引の実体を有しないのに、同取引のように仮装して行った取引も含まれる」としたうえで、顧客に悪意・重大な過失がある場合は除外すると述べた。この最高裁判例が採用した補償を肯定する結論について、学説においては財源の問題等を根拠として否定する見解と肯定する見解が対立している。さらに、補償の是非を決定する際に個々の顧客の主観的要素を考慮する最高裁の理論構成についても、議論が分かれる（この判例の代表的な解説として、例えば、江頭憲治郎・山下友信編『商法（総則・商行為）判例百選〔第 5 版〕』176 頁〔川口恭弘〕（有斐閣、2008 年）、神田秀樹・神作裕之編『金

融商品取引法判例百選』152 頁〔森下哲朗〕（有斐閣、2013 年）等を参照）。

他方、正常な投資と評価できない、明らかな不法行為・詐欺的な損害賠償請求権はどうなるのかも重要な問題である。この点は、短期間に不正行為を適切に認定して補償額を確定することの難しさのほか、他の加入証券会社による不満、基金の財源上の問題等もあり、否定説が一般的となっている。なお、破綻した証券会社の関係者等の責任追及は、別途考慮する必要がある。

（5）平成 24 年の丸大証券の経営破綻

この事件はまだ詳細は明らかになっていないが、顧客資産の不正流用が発覚したものである。債務超過で返還できないおそれが明らかとなった。特に預託現金 3 億円のうち、2 億円が不正に流用されたとして、日本投資者保護基金が約 1 億 7,000 万円を補償（約 600 名）している。

そのなかで、補償上限である 1,000 万円を超える顧客数名に損失が発生したものとみられている。95 億円の有価証券は適切に管理されていた模様である。

（6）近時における第一種業者ではない種々の金融商品取引業者の事件の状況

投資顧問業者や F X 業者・悪質なプロ向けファンド業者等の顧客資金横領等の不正発覚と業者破綻、海外業者等も問題となってきた。具体的には、A I J 投資顧問の年金資産消失事件・M R I 事件等である。

現行法上は原則として基金による補償の対象外である。ただ、立法論的課題もあるかどうか海外の制度との比較等を通じて、慎重な検討を要する。

（7）マドフ・リーマン事件に関する不当勧誘を巡る訴訟

マドフ巨額詐欺の関連事件としては、大阪地判平成 25 年 1 月 29 日（判時 2189 号 93 頁等）がある。この事件では、マドフ投資証券会社（B L M I S）の S S C 戦略による運用実績に償還額が連動する少人数私募投資信託を購入した顧客が、販売した証券会社に対し、調査義務や説明義務の違反等を理由に損害賠償を請求している。しかし、結論として裁判所は証券会社のそのような義務違反を否定した（請求棄却）。類似の事例として、東京地裁平成 24 年 5 月 17 日判決（判タ 1386 号 231 頁等）も、証券会社の説明義務違反等を否定している（請求棄却）。

また、リーマン社破綻の関連事件としては、大阪地判平成 23 年 12 月 19 日（判時 2147 号 73 頁等）がある。私募の外国証券である他社株転換社債（発行体は

リーマン・ブラザーズ・トレジャリー) について、証券会社の従業員の勧誘に説明義務違反が一部認定されている。

6. 商品先物市場の分野～「委託者保護基金」制度～

(1) これまでの経緯

受託債務補償基金協会(昭和 50 年創設)と分離保管制度が徐々に整備されている。そして平成 16 年改正後、「日本商品委託者保護基金」が発足(現在の商先法 279 条上の認可法人)し、取引証拠金制度と分離保管制度を補完するものと位置付けられている。

その後、平成 21 年の商品取引所法から商品先物取引法への改正に伴い、基金に会員商品先物取引業者に対する「強制調査権」が付与される措置が採用される(302 条)などし、現在に至っている。同基金は業者の破綻時に、一般委託者が有する委託者資産を対象として 1 人 1,000 万円を限度に補償することとし、破綻業者の関係者等は除外している。

平成 24 年末の資金は造成水準の約 98 億円であり、現在は新規負担金の徴収をしていない。そうした資金が財源として十分か否かは証券における投資者保護基金制度と同様に検討課題となっている。

(2) アイコム事件：最高裁平成 19 年 7 月 19 日判決(民集 61 卷 5 号 2019 頁)

商品先物業者の経営破綻に関する最高裁判決が、平成 19 年に出されている。この事件において登録商品取引員(アイコム社)との商品先物取引の際に従業員らの不当勧誘・無断売買等により、顧客が損害を被った。そのため、同顧客が同社の破産を受け、日本商品委託者保護基金等に補償を請求したものである。

そうした補償請求について、第一審判決と原審判決は顧客側の請求を認容したが、最高裁は補償を否定し、一部破棄自判・一部破棄差戻しとした。最高裁は弁済請求できる債権は、「委託者資産の引渡請求債権であり、債務不履行又は不法行為による損害賠償請求権を含むものではない」と述べ、学説上もその結論は概ね肯定されている。その後に出された商品先物業者の経営破綻に関する補償の是非が争点となった東京地裁平成 20 年 12 月 26 日判決(判時 2053 号 124 頁)においても、こうした最高裁の考え方を継承している。

7. おわりに

(1) 投資者保護基金制度の意義と役割

投資者保護基金制度は、証券会社の経営破綻時の市場の安定化(金融危機の防止)・投資者の信頼維持を目

的とするものである。リーマン・ブラザーズの破綻等の教訓としては、その巨額性・緊急性・予測の困難性等が挙げられる。

証券業者破綻における市場機能の継続性確保(仲介業者リスクの低減・排除)が重要になる。投資者保護基金は金商法上の目的から(同法 1 条)、投資者保護基金による本来的な補償の中心は、市場の価格形成機能を担う投資判断の確保にある(上村達男「新体系・証券取引法(第 24 回):証券市場の開設・運営に係る法規制(3)」企業会計 56 卷 10 号 119 頁(2004 年))。

(2) 分別管理義務・自己資本規制等の補完

基金の必要性としては、分別管理義務・財務監視等の限界と補完するものであり、顧客・投資者にとっての最終的なセーフティ・ネットとして位置付けられる。そこで、投資者保護基金としては、柔軟な権限と財源が必要になってくる。投資者による投資判断の継続性の確保のためには、投資者保護基金による顧客口座の移管の支援・補償が最も重要になると考えられる。特に、顧客口座の一括した移管が実施され、顧客への影響がほとんどない状況が実現できれば最も望ましいことになる。

もとより顧客資産の分別管理等が機能していれば、全額返還できるはずである。投資者保護基金による補償は発動されないのが本筋であるという点において、信用創造機能を持つ銀行の場合のペイオフとは意義が大きく相違する。そのため、分別管理が適正になされるように行政・自主規制機関との連携強化が図られ、業者の不正防止、財政状況の監視の強化がされなければならないであろう。証券会社・大規模金融会社に対する連結ベースの規制・監督の強化等の取組みも必要になるかもしれない。アメリカの証券規制では前述したようにリーマン・ショック等の後、規制の枠組みが大きく見直されている。EU 諸国も同様の制度を整備・強化し、主に金融危機等を念頭に置きつつ EU 圏内の結束が促進されつつある。そうした国際的な種々の動きを受けて、わが国でも投資者保護基金の活用可能性は重要になるが、先例等が多くないこともあり、具体的にどのような機能を持たせられるかという点については明らかでないところも多い。

(3) わが国の商品先物業界の委託者保護基金等との異同・連携等

商品先物業界にも前述のように委託者保護基金という金商法上の投資者保護基金と多くの類似性がある組織が設けられている。その基金と証券業界の投資者

保護基金との関係についても判例の動向等を含め、制度上も調整が要請される。法制度上はその統合もまた徐々に視野に入ってきているが、統合による規模拡大で安定的な財源を確保できるようになるのかどうかといった点や、補償の対象としてハイ・リスクの商品デリバティブを包含すること等が問題になってくる。

さらに、その他の金融関連の補償主体との連携も重要になる。金融危機対応として、行政機関等のほか、他の補償主体との連携等も必要になるかもしれない。それは預金保険機構（整理回収機構等が子会社）、保険契約者保護機構（生命・損害）等の金融関係の補償機関である。平成 25 年改正で金融危機時に、預金保険機構が証券会社破綻にも公的資金の注入可能になっている。なお、金融機関のコングロマリット化や兼業業務の拡大とともに多様な中小業者等への対応も課題になりうる。

（４）国際的な規制水準の調和・底上げの観点

投資者保護基金の意義や役割について、アメリカ・EUの状況等の国際的な動向を注視しつつ、法制度の全体的な位置付けを含めて定期的に検証し、キャッチアップする必要がある。第 1 に、基金の位置付けについて、組織としての独立性の確保、銀行破綻における預金補償等との区分と銀行破綻処理等の機関との相互連携、金融危機や国際的な業者破綻への対応等が問題となりうる。管財人等として主体的に関与できる機能や債権回収機能（訴訟遂行も含む）等も考慮する必要がある。

第 2 に、補償の財源確保の方法・安定性について、事前に負担金（会費等）を徴収するか事後に徴収するか、政府や民間金融機関等からの必要な資金の借入権限、緊急時の公的資金活用の是非、負担金の算定方法の在り方（リスク・ベースの算定方法採用の是非等）、預金保険等といった他の補償主体からの貸付可能性等も検討対象になる。

第 3 に、補償の水準・範囲・迅速性について、補償額の決定や支払の迅速性（目標日数の設定等）、補償の範囲の明確化（種々の金融商品・取引・業者の範囲）、投資者補償の情報開示の徹底等も課題となる。

なお、顧客勘定の移管（全部・一部）や未履行契約の結了等の支援も重要な役割になる。いずれにせよ、EUによる加盟国の「投資者補償制度の点検状況」に関する調査等も参考にして、国際水準に達した高いレベルの制度に変えていく必要がある。

【参考文献】

松岡啓祐 [2013]、『証券会社の経営破綻と資本市場法制－投資者保護基金制度を中心に』、中央経済社。