

投資者保護基金制度に係る海外現地調査報告

(イギリス・フランス・ドイツ・アメリカ)

2019年12月

「証券会社等の破綻法制及び投資者保護基金制度に関する研究会」

はしがき

この報告は、公益財団法人日本証券経済研究所の「証券会社等の破綻法制及び投資者保護基金制度に関する研究会」のメンバーが2015年から2017年にかけて実施した海外調査の結果とそれに基づいて研究会において議論した我が国への示唆をとりまとめたものである。

この海外調査では、イギリス、フランス、ドイツ及びアメリカの投資者保護基金制度の仕組みと実際の運営や関係する証券法制などについて、関係先を訪問し、現地調査を実施した。なお、各国の調査に参加した研究会のメンバーは、別に掲げたとおりである。

この海外調査の実施に際しては、現地での調査に参加された研究会メンバーの方々に格別のご尽力をいただいたことはもとより、日本投資者保護基金の担当者の方々にも大変お世話になった。記して感謝申し上げます。

この報告が、この分野に関心を有する関係者の方々の参考となり、また、日本の制度とその運用を考えるうえでの参考となれば、幸甚である。

2019年12月

学習院大学 神田秀樹

イギリス現地調査の概要

1. 日程

- ・ 2015年8月24日～8月30日

2. 参加メンバー

- ・ 比護 正史 氏（白鷗大学法科大学院 教授、弁護士）
- ・ 松岡 啓祐 氏（専修大学法科大学院 教授）
- ・ 萬澤 陽子 氏（専修大学法学部 専任講師）
- ・ 大江 亨 氏（金融庁 総務企画局 市場課 市場企画室長）
- ・ 岸田 吉史 氏（野村ホールディングス株式会社 グループ法務部長）
- ・ 今西 一男 氏（岡田・今西・山本法律事務所 弁護士）
- ・ 中村 孝博 氏（日本投資者保護基金 参事）

（注：肩書は現地調査実施時のもの）

3. 訪問先

- ・ KPMG LLP（会計事務所）
- ・ Barclays（証券会社）
- ・ FCA（Financial Conduct Authority：金融行為規制機構）
- ・ FSCS（Financial Services Compensation Scheme：金融サービス補償機構）
- ・ Allen & Overy LLP（弁護士事務所）

フランス現地調査の概要

1. 日程

- ・ 2016年3月6日～3月10日

2. 参加メンバー

- ・ 比護 正史 氏（白鷗大学法科大学院 教授、弁護士）
 - ・ 松岡 啓祐 氏（専修大学法科大学院 教授）
 - ・ 石川 真衣 氏（早稲田大学法学学術院 助手）
 - ・ 関口 幸史郎 氏（日本投資者保護基金 スタッフ）
- （注：肩書は現地調査実施時のもの）

3. 訪問先

- ・ McDermott Will & Emery AARPI（弁護士事務所）
- ・ ACPR（Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution：金融健全性監督破綻処理機構）
- ・ FGDR（Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution：預金保険・破綻処理基金）
- ・ French Treasury Directorate（フランス財務省）
- ・ Serge Durox 氏（E&Y lawyer specialised in bankruptcy of securities firms. Outside counsel of FGDR）＊
- ・ Thierry Bonneau 教授（パリ第2パンテオン・アサス大学）＊
- ・ BNP Paribas（証券会社）

＊ 両名については McDermott 事務所で面会

ドイツ現地調査の概要

1. 日程

- ・ 2016年8月28日～9月2日

2. 参加メンバー

- ・ 神作 裕之 氏（東京大学 法学政治学研究科 教授）
- ・ 伊藤 雄司 氏（上智大学 法学部 教授）
- ・ 松岡 啓祐 氏（専修大学法科大学院 教授）
- ・ 中村 孝博 氏（日本投資者保護基金 事務局長）

（注：肩書は現地調査実施時のもの）

3. 訪問先

- ・ EdB（Entschädigungseinrichtung deutscher Banken、ドイツ連邦銀行補償機構）
- ・ EdW（Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen、有価証券取引企業補償機構）
- ・ BaFin（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht、ドイツ連邦金融監督庁）
- ・ Matthias Lehmann 教授、Jens Koch 教授（ボン大学）
- ・ Peter O. Mülbart 教授（マインツ大学）

アメリカ現地調査の概要

1. 日程

- ・ 2017年8月28日～9月4日

2. 参加メンバー

- ・ 比護 正史 氏（白鷗大学法科大学院 教授、弁護士）
- ・ 松岡 啓祐 氏（専修大学法科大学院 教授）
- ・ 今西 一男 氏（岡田・今西・山本法律事務所 弁護士）
- ・ 谷 朋美 氏（日本投資者保護基金 スタッフ）

（注：肩書は現地調査実施時のもの）

3. 訪問先

- ・ SEC（Securities and Exchange Commission、連邦証券取引委員会）
- ・ SIPC（Securities Investor Protection Corporation、証券投資者保護公社）
- ・ Hughes Hubbard & Reed LLP（弁護士事務所）
- ・ Davis Polk & Wardwell LLP（弁護士事務所）
- ・ FINRA（Financial Industry Regulatory Authority、金融取引業規制機構）
- ・ Morgan Stanley（証券会社）

証券会社等の破綻法制及び投資者保護基金制度に関する研究会メンバー

(令和元年8月1日現在)

座長	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科教授
座長代理	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
委員	松岡 啓祐	専修大学大学院法務研究科教授
〃	小出 篤	学習院大学法学部法学科教授
〃	比護 正史	白鷗大学大学院法務研究科教授
〃	伊藤 雄司	上智大学法学部法律学科教授
〃	今西 一男	岡田・今西・山本法律事務所弁護士
〃	岸田 吉史	野村ホールディングス執行役員
幹事	萬澤 陽子	筑波大学ビジネスサイエンス系准教授 *
研究補助	石川 真衣	早稲田大学高等研究所講師
オブザーバー	太田原 和房	金融庁総務企画局市場課長
〃	野崎 英司	金融庁監督局証券課長
〃	森本 学	日本証券業協会副会長
〃	岳野 万里夫	日本証券業協会副会長・専務理事
〃	大久保 良夫	日本投資者保護基金理事長
〃	坂井 竜裕	日本投資者保護基金専務理事
〃	増井 喜一郎	日本証券経済研究所理事長
〃	大前 忠	日本証券経済研究所常務理事

(注) *印は日本証券経済研究所の客員研究員を兼務
(敬称略)

目 次

「イギリスの投資者保護基金制度」

萬澤陽子

I. はじめに——英国における投資者保護基金制度	2
II. FSCS の概要	2
1. FSMA の規定——FSCS の遂行すべき職務、そのための権限・義務——	2
2. FSMA の規定——FSCS の組織、会員——	3
III. 補償内容とその手続	5
1. 補償を受けるために請求者が満たす必要のある要件	5
(1) 「資格ある請求者」(eligible claimant) であること	5
(2) 「保護された請求」(protected claim) であること	6
(3) 「関連する者」(relevant person (またはその承継者 (successor))) に対して請求すること (COMP 6.2)	6
(4) 「関連する者」(relevant person (その承継者への請求であるならその承継者)) が「デフォルトした」(in default) こと (COMP 6.3, 6.3A)	7
(5) (FSCS が求める場合の) 請求に係る法的権利の FSCS に対する譲渡 (COMP 7.2)	8
(6) 補償の請求に関する時間的制限 (COMP 8.2.3 R- 8.2.6.G)	8
2. 補償額の計算 (COMP 12.2, 12.4)	9
3. 補償額の上限 (COMP 10.2)	9
4. 補償の支払い方法	9
5. 補償時期	10
6. FSCS の判断に異議のあるとき	10
IV. FSCS の資金の調達 (Funding)	11
1. 運営費 (基礎コスト・特有コスト)、徴収コストの徴収	11
(1) 運営費の徴収 (management expenses levy)	11
(2) 補償コストの徴収 (compensation costs levy)	11
(3) 特有コストと補償コスト	12
(4) 分担金の支払い (Fees 6.7)	14
V. 実際の運用	14
1. 運営費 (management expenses)	14
2. 支払われた補償額	15
3. FSCS による資金の回復	17

4. 業者からの徴収額	18
VI. 具体的事案——FSCS の果たす職務の視点から	21
1. 特別管理制度 (Special Administration Regime)	22
2. Keydata Investment Services Ltd に関する補償	23
(1) 事案	23
(2) FSCS によるリリース	23
(3) 検討	25
3. CF Arch Cru fund に関する補償	27
(1) 事案	27
(2) FSCS によるリリース	27
(3) 検討	28
4. WorldSpreads Ltd.に関する補償	30
VII. 具体的事案——訴訟として争われた事案	32
VIII. おわりに	33

「フランスの投資者保護基金制度」

石川真衣

I. フランスにおける投資者保護基金制度の沿革	36
1. FGDR の創設	36
2. 分別管理義務	38
3. 「証券の所有」概念と補償対象となる顧客	39
II. 金融健全性監督破綻処理機構 ACPR	40
III. 預金保険・破綻処理基金（投資者保護基金）FGDR	41
1. 組織の概要	41
(1) FGDR の地位	41
(2) 執行役会	41
(3) 監査役会	41
(4) 諮問委員会	42
(5) 事務処理体制	42
(6) FGDR における三つの基金	42
2. FGDR の権限	43
3. FGDR の証券補償スキームの対象機関	43
4. 金融機関による拠出金の支払いと運用方針	44
(1) 金融機関による拠出金の支払い	44
(2) 基金の資産の運用方法	45

5. FGDRによる補償	47
(1) 補償対象者	47
(2) 補償対象商品	48
(3) 補償金額の上限	48
(4) 補償の発動要件	49
(5) 補償手続の流れ	50
(6) 補償金額の算定	51
IV. 具体的事案	52
1. EGP社(2010年)	52
2. Dubus社(2013年)	54
おわりに	55

「ドイツの投資者保護基金制度」

神作裕之
伊藤雄司

I. 概要	58
II. EdW、EdÖ及びEdBについて	58
III. EdWと所属業者との関係	60
1. 加入	60
2. 分担金	60
3. 検査	60
IV. 補償手続の概要	61
1. 手続	61
2. EdWによる補償の実態	62
3. 補償対象債権	63
4. 補償対象債権についての具体的取扱い	64
5. 補償の対象とならない請求権	66
6. 補償の額	69
V. 分別管理義務	70
VI. 倒産手続について	71
1. 倒産申立権の所在	71
2. 倒産申立てにおけるEdWの役割	72
3. 倒産事由	72
4. 倒産手続	73
5. 倒産手続と補償手続の関係	73

VII. EdW のその他の権限、破綻前になされる措置、破綻処理措置について	74
1. EdW の権限	74
2. 破綻前措置・破綻処理措置	74
3. EdW の破綻処理手続等における役割	78

「アメリカの投資者保護基金制度」

松岡啓祐

I. SIPC の創設と 1970 年 SIPA 制定の経緯	80
1. SIPC の意義と役割	80
2. 1960 年代後半の証券危機と 1970 年 SIPA の制定	80
3. 1970 年 SIPA の意義と投資者補償制度の整備	81
II. SIPC の機能と権限	82
1. SIPC の証券業者の破綻処理方法	82
(1) SIPA と破産法の関係等	82
(2) SIPC による破綻処理の手法の概要と主な区分	83
(3) 実際の破綻処理手法の運用状況	84
2. SIPA に基づく破綻処理と管財人の権限等	84
(1) 管財人の位置付け	84
(2) 管財人の任命と SIPC	84
(3) 管財人の位置付けと SIPC との関係	85
3. 具体的な破綻処理のプロセスと実務上の課題等	85
(1) 保護手続の開始	85
(2) 補償手続の流れ	86
(3) 顧客の請求に関する 2 つの期限等	87
4. SEC による早期の経営介入とレシーバー制度	88
III. 補償の対象と範囲等	89
1. 補償の上限と補償対象となる有価証券	89
(1) 補償の上限と改正の経緯	89
(2) 補償対象としての有価証券	90
(3) 商品取引等の取扱い	91
2. 補償対象となる顧客（投資者）の範囲	91
(1) 顧客の意義とその範囲	91
(2) 複数の口座の取扱い	92
3. 補償対象となる取引等の範囲と補償額	92

(1) 補償対象となる取引の範囲	92
(2) 不正流用と詐欺の区別	93
(3) 純持分の計算	94
IV. SIPC の組織と活動内容	94
1. SIPC の状況 (2016 年度末時点)	94
(1) 組織体制	94
(2) 基金の規模と会費 (業者の負担金)	95
(3) 現在の会費の状況	96
2. SIPC の 2017 年度までの破綻処理件数の概要	96
3. ドッド・フランク法の影響等	97
(1) 大規模証券業者の破綻への対応	97
(2) SIPC による特別委員会の設置と主な提言内容	97
V. SIPC による現在の具体的な破綻処理の実施状況	99
1. 顧客の請求処理が継続中のケース	99
2. 訴訟継続中のケース等	99
3. 主要な破綻処理の概要	100
(1) リーマン・ブラザーズ社の破綻 (2008 年)	100
(2) マドフ氏の巨額詐欺・破綻事件 (2008 年)	101
(3) Stanford Financial Group (SFG) 社の破綻 (2009 年)	102
(4) MF Global 社の破綻 (2011 年)	103
(5) Global Arena Capital 社	104
VI. 顧客資産の分別管理規制	104
1. 米国における分別管理規制の経緯	104
(1) 自主規制ルールによる対応	104
(2) 連邦証券諸法による対応の経緯	105
(3) 1964 年の SEC Rule 15c3-2 の制定	105
2. 1970 年の SIPA に基づく顧客資産の管理規制	105
3. 財務責任ルールと顧客保護ルール	106
(1) 1973 年の SEC Rule 15c3-3 の制定	106
(2) 証券業者の財務責任ルール	107
(3) 2016 年の SIPC の新しいルールの導入	108
VII. 大規模な証券業者の破綻対応	109
1. 近時の制度整備の進展状況	109
2. SIFIs の指定と SPE 戦略	110
3. ドッド・フランク法による大規模証券業者の破綻処理	110

(1) 投資者保護基金制度の目的	114
(2) 破産制度との関係等	116
(3) 補償の態様	117
(4) 財源等	119
(5) その他	119
(参考) 投資者保護基金制度の4か国比較	121

イギリスの投資者保護基金制度

萬澤 陽子 筑波大学ビジネスサイエンス系准教授

I. はじめに——英国における投資者保護基金制度

イギリスにおいて、わが国の投資者保護基金に相当する制度がはじめて創設されたのは、1988年で、当時の英国の金融規制当局であった証券投資委員会（Securities and Investments Board）が、1986年の金融サービス法（Financial Services Act）のもと、投資者補償機構（Investor Compensation Scheme）を設立したときである¹。

同機構は、2000年3月に、当時の規制当局であった金融サービス機構（Financial Services Authority（以下、FSA））が、金融サービス・市場法（Financial Services and Markets Act 2000（以下、FSMA））のもと設立した、金融サービス補償機構（Financial Services Compensation Scheme（以下 FSCS））に取って代わられた²。FSCSは、FSMAが施行された2001年12月1日に活動を開始したが、投資と預金については2001年2月1日から開始した（“early start”と言われている）。

II. FSCS の概要

1. FSMA の規定——FSCS の遂行すべき職務、そのための権限・義務——

FSMAは、その「第15章 金融サービス補償制度」（Part XV Financial Services Compensation Scheme³）で、金融サービス補償制度（以下、補償制度）の運用者（scheme manager）として、本章（第15章）に規定された職務を遂行する法人（すなわち FSCS）を設立することを、規制当局（当時は FSA であった⁴）に求めた（FSMA（以下、特に記載がない限り同様） § 212(1)）。そして、関連する者⁵（relevant persons、以下「会員業者」と訳すことがある）が自らに対する（支払）請求を満たすことができない、またはできない可能性が高い場合等に、補償するための枠組を確立するためのルール制定権を規制当局に付与した（§ 213(1) ⁶）。

¹ イギリスは、こうした投資者を保護する枠組を独自に運営していたことから、ICD（Directive 97/9/EC）を履行するために、以下の点を除いて新たな修正をする必要はなかった（その基準は ICD を満たすものであったし、多くの点で上回るものであった）。

² それ以前に、預金の分野では預金保護機構（Deposit Protection Scheme）が、保険の分野で保険契約者保護機構（Policyholders Protection Scheme）がそれぞれ存在しており、FSCS は、投資者補償機構とあわせて、それら3分野をすべて引き継ぐものとして創設された。それ以外にも、住宅金融組合投資者保護機構（Building Societies Investor Protection Scheme）、共済組合保護機構（Friendly Societies Protection Scheme）など5つの補償制度を引き継ぐ形をとった。

³ ここでは、“Financial Services Compensation Scheme”が補償制度そのものを指していることから、制度運用者としての「金融サービス補償機構」ではなく、「金融サービス補償制度」と訳した。

⁴ FSA は、その後、金融行為規制機構（Financial Conduct Authority（FCA））および健全性監督機構（Prudential Regulation Authority（PRA））に引き継がれ、現在は、FSCS の投資関係（証券）は前者（FCA）が担当し、預金と保険は後者（PRA）が担当している。

⁵ 関連する者（relevant person）とは、請求を生じさせる作為又は不作為が起きた時点での、（業を行うことを）法的に認められた者または任命された代表者と定義されている（§ 213(9)）。

⁶ FSCS の目的は、「補償に関するルールブック」（Compensation Sourcebook（COMP））の 1.1.7G に以下のように規定されている。「Firm（一つまたは二つ以上の規制された活動（regulated activities）を業として行うことが認められた者等）またはその承継者（successors）が、経済的な事情から自らに対する請求を満たすことができない、又はできない可能性が高いときのみ、FSCS は補償を行う。もし

具体的に、当該補償枠組においては、FSCS が、会員業者の行う規制された業（法的に行うことが認められているか否かにかかわらず）等に関連した請求について、補償の有無を審査した上で請求者に支払うこと、および、補償を支払い、資金を借りまたはリスクに備え保険を掛ける際に必要となる費用を賄う目的で、法的に（業を行うことが）認められた業者またはその（業者で構成される）クラスから徴収する権限を有しなければならないとしている⁷（§ 213(3)）。また、特に、補償がなされたことから生じる権利・義務に関する補償の支払いの効果について、および、業者から資金を回収する権利に関する（顧客からの）制度運用者への譲渡についても、定めなければならないとされる（§ 215(1)）。これらを受けて、現在、FCA ハンドブックの中に、「費用マニュアル」（Fees manual, 以下“Fees”, このうち本稿と関係するのは第 6 章の「FSCS の費用徴収」（“Financial Services Compensation Scheme Funding”）および「補償に関するルールブック」（Compensation Sourcebook, 以下“COMP”）が定められている⁸。さらに、「顧客資産に関するルールブック」（Client Assets Sourcebook, 以下“CASS”）も定められている。

また、FSCS は請求の公正な評価など職務遂行のために、会員業者や清算人(liquidator)等に対して情報・文書提出を求めることができるとされている（§ 219, 220）。さらに、FSCS は、少なくとも 1 年に 1 回、職務に関する報告を規制当局にしなければならないとされる（§ 218(1)）⁹。

2. FSMA の規定——FSCS の組織、会員——

FSCS は、保証有限会社 (company limited by guarantee) の形態をとり、その取締役会（英国の 2006 年会社法 (Companies Act 2006) のもと業務を行い監督する）を構成する取締役¹⁰は、規制当局（現在は、金融行為規制機構 (Financial Conduct Authority (FCA)) および健全性監督機構 (Prudential Regulation Authority (PRA))）によって任命される（および解任もなされうる）が（ただし、取締役会議長および最高責任者 (chief executive) の場合は英国財務省 (HM Treasury) の承認が必要）（§ 212(4)）、任命の条件は補償制度の運営について規制当局から独立していることが保証されるようなものでなければならない（§ 212(5)）とされる。

FSCS の会員は、FCA と PRA によって業を行うことを法的に認められた (authorised) 者で構成される。具体的に、FSCS は補償の支払いおよび費用の徴収をするに当たって、

業者（またはその承継者）がまだ業を行っており請求を満たす十分な資金があるなら、当該業者（またはその承継者）がその請求を支払うことになる。これは、例えば、業者が請求者に同意した額がフィナンシャル・オンブズマン (Financial Ombudsman Service) が認めた額になるであろう。」

⁷ さらに、FSMA は、規制当局に対して、業者に課せられる徴収額に、現実的な範囲で、当該クラスの業者に対してなされる請求（見込）額を確実に反映させるようにすることを考慮しなければならないとしている（§ 213(5)）。

⁸ COMP1.1.6G および 2.2.2G 参照。

⁹ なお、FSMA 217A 条(2)のもと、FSCS は FCA および PRA との間に Memorandum of Understanding (MoU) を結んでいる。(FCA と FSCS の間の) MoU の内容は、FCA の役割、FSCS の役割、情報共有、守秘義務、ポリシーメイキング、財源確保、協力体制に関するルールが規定されている。

¹⁰ 取締役の人数は 13 人で、業務執行権を有しているのはそのうち 4 人で任期は 3 年である。

以下のようなグループ・クラスに分けている。

2008/09年度（2008年4月1日から2009年3月31日、以下同様）までは、大きくは預金（deposit）と保険（insurance）と投資（designated investments）の3つのグループに分けられ、さらにより細かく、以下のグループ（contribution groups）に分けられていた。預金受入業者（deposit takers）（A1）、住宅ローン供給業者（home finance providers）（A2）、一般的な保険業者（general insurance）（A3）、生命保険業者（life insurance）（A4）、ロイズ関係業者（Society of Lloyd's）（A6）、顧客の資金・資産を保有しているファンド運用業者（fund managers holding client money/assets）（A7）、顧客の資金・資産を保有していないファンド運用業者（fund managers not holding client money/assets）（A8）、AUTの運用業者、OEIC¹¹の会社の取締役および受託業者（managers of an AUT¹², ACDs¹³ および depositories（集団投資スキームの運営者／受託者 operators/trustees of Collective Investment Schemes）（A9）、本人として取引する業者（dealing as principal）（A10）、執行のみを行うブローカー業者（brokers execution only）（A11）、顧客の資金・資産を保有する助言ブローカー業者（advisory brokers holding client money/assets）（A12）、顧客の資金・資産を保有しない助言ブローカー業者（advisory brokers not holding client money/assets）（A13）、会社のファイナンス助言業者（Corporate finance advisory firms）（A14）、助言のみを行う業者（Advisory only）（A15）、年金レビュー業者（pension review）（A16）、住宅ローン（モーゲージ）助言および手配業者（home finance(mortgage) advice and arranging）（A18）、一般的な保険の仲介業者（general insurance mediation）（A19）（これらのうち、投資分野に関連するのはA8からA16である¹⁴）である¹⁵。

2008/09年度に以下の9つのクラスに改編され、現在も若干の修正があるものの、この枠組は基本的には維持されている（修正については、IV.1.(3)参照）。具体的に、預金受入業者（deposit）（SA01）、一般的な保険供給業者（general insurance provision）（SB01）、一般的な保険仲介業者（general insurance intermediation）（SB02）、生命保険および年金供給業者（life and pensions provision）（SC01）、生命保険および年金仲介業者（life and pensions intermediation）（SC02）、投資ファンド運用業者（investment fund management）（SD01）、投資仲介業者（investment intermediation）（SD02）、（住宅ローン供給業者（home finance provision）（SE01）、住宅ローン仲介業者（home finance intermediation）（SE02）である。すなわち、預金を除き、保険、年金、投資、住宅ローンが提供者（provision）と仲介者（intermediation）に分類されている（これらのうち、投資業者に関係するのは「投資ファンド運用業者（SD01）」および「投資仲介業者（SD02）」

¹¹ Open-ended Investment Company の略である。

¹² UK authorised unit trust の略である。

¹³ Authorised corporate director of an OEIC を指す。

¹⁴ ただし、A16 は 2003/04 年度以降 IFA Pension review（IFA とは Independent Financial Advisors の略）に変わり、Investments の分類から独立した（分類として formerly A16 とされている）。

¹⁵ A8, A11, A15 は 2004/05 以降はなくなり、A18 および A19 は 2004/05 年度に保護の対象となり創設された。

である)。

すなわち、これらの業者が FSCS の会員を構成しているのであり、個人の顧客のために規制された業務を行うこれらの業者はすべて、FSCS の補償枠組に入らなければならないとされているのである。

具体的に、FSCS の補償の対象となるのは、上記の業者が顧客の投資商品または金銭を返還できない場合、および、上記の業者による不適切な投資の助言等から損害が生じたことが証明できる場合である。後者、特に不適切な投資の助言による損害を補償対象とする点は、他の EU 諸国でも例がなく、英国の金融サービス補償制度の際立った特徴をなしている。さらに、詳細は後述するように、英国では、この不適切な助言による損害が補償の大部分を占めているのである。

Ⅲ. 補償内容とその手続

1. 補償を受けるために請求者が満たす必要のある要件

補償を受けるためには、次の要件を満たさなければならないとされている (COMP 1.3.3G) ¹⁶。

- (1) 「資格ある請求者」 (eligible claimant) であること (COMP 4.2.2R)
- (2) 「保護された請求」 (protected claim) であること (COMP 5.2.1R, 5.5.1R)
- (3) 「関連する者」 (relevant person (またはその承継者 (successor))) に対する請求であること (COMP 6.2)
- (4) 「関連する者」 (その承継者への請求であるならその承継者) が「デフォルトした」 (in default) こと (COMP 6.3, 6.3A)
- (5) (FSCS が求めるなら) 請求に係る法的権利の FSCS に対する譲渡 (COMP 7.2)
- (6) 補償の請求に関する時間的制限 (COMP 8.2.3 R- 8.2.5.R)

以下、それぞれの要件を見ていく¹⁷。

(1) 「資格ある請求者」 (eligible claimant) であること

COMP 4.2.2R は、請求することの資格のない者を規定する。具体的には、業者 (ただし、個人事業者、クレジットユニオン、(制定法の要件を満たした) 「ステイクホルダー・ペンション・スキーム」または「職業ペンション・スキーム」および「ステイクホルダー・ペンション・スキーム」以外の退職年金である) 「個人年金スキーム」の受託者、中

¹⁶ また、他の規定でも、FSCS から補償を受けるために満たすべき要件として、以下の3つが挙げられている (COMP 3.2.1 R)。(1) 「資格のある請求者」が補償を請求するための申し込みをすること、(2) 当該請求が「関連する者」に対する「保護された請求」に関するものであること、(3) FSCS が要求するときには、請求者は、「関連する者」もしくは第三者に対する自分の権利を、FSCS が適切と思う条件で、FSCS に対して譲渡すること。

¹⁷ 上記 (1) から (6) に加えて、請求者に代わって請求する場合 (例えば受託者が受益者のためにする場合) に関する要件が存在する ((7) 請求者に代わって請求する場合の特則 (COMP 3.2.2R))。この場合、請求者に代わって請求する者に対して、FSCS は補償することができる。

小企業（small business¹⁸）等を除く）、外国の金融サービス機関、「集団投資スキーム」および同スキームの運営者（operator）または受託者（depository）、国を超えた機関、地域の当局、デフォルトした業者の取締役、デフォルトした業者と同一のグループにある会社、FSCS が業者のデフォルトに責任のある（デフォルトの一因となった）と考える者、大会社、大パートナーシップ、請求がマネー・ロンダリングの犯罪に関連した取引から生じる者等が規定され、これらの者は FSCS に請求することができない¹⁹。反対に、これらに規定がない者は請求の資格があると解される。基本的には、個人および中小企業が「資格のある請求者」の中心にあると思われる。

（２）「保護された請求」（protected claim）であること

「保護された請求」とは、「保護された投資業」（protected investment business）に関する請求等をいい（COMP 5.2.1R）、具体的には、「保護された投資業」に該当し、それが領土的条件を満たすことが必要である。

まず、「保護された投資業」とは、以下の通りである（COMP 5.5.1R）²⁰。

- ① 請求者の利益のために、または請求者の代理人のために、会員業者によって行われている指定された投資業（designated investment business²¹）、
- ② 請求が保有者によってなされる場合、AUT²²の運用者または受託者の業務、
- ③ 請求が保有者によってなされる場合、ACD²³または ICVC²⁴の受託者の業務、
- ④ 請求が保有者によってなされる場合、authorised contractual scheme manager または ACS²⁵の受託者の業務、
- ⑤ 請求が保有者によってなされる場合、ELTIF²⁶の運用者または受託者の業務等。

領土的条件とは、「保護された投資業」が、英国において業者によって設立されて行われたこと、または英国の業者の支店で行われたこと等である（COMP5.5.2R）。

（３）「関連する者」（relevant person（またはその承継者（successor））に対して請求すること（COMP 6.2）

「関連する者」とは、請求を生じさせる作為又は不作為が起きた時点での、会員業者

¹⁸ small businesses とは、年間の売上高が 1 万ポンド未満のパートナーシップ、法人、（法人化されていない）団体を指す。

¹⁹ 大まかにいえば、大きいもの、専門家、英国以外のもの、当局、当該デフォルトに関係する者、犯罪に関係するもの等が除かれている。

²⁰ ファンドの運用者（manager）および受託者（depositories）の業務に関する請求は、COMP5.5.3R で詳細に規定されている。

²¹ この内容は、本稿 II.2. を参照。

²² Authorised Unit Trust の略である。FCA Handbook, Glossary 参照。

²³ Authorised Corporate director の略である。FCA Handbook, Glossary 参照。

²⁴ Investment company with variable capital の略である。FCA Handbook, Glossary 参照。

²⁵ 認可された集団投資スキーム（authorised contractual scheme）の略である。FCA Handbook, Glossary 参照。

²⁶ European Long-Term Investment Funds の略である。FCA Handbook, Glossary 参照。

(participant firm)、または会員業者の代表者を指す (COMP 6.2.1R)²⁷。会員業者 (participant firm) とは、英国で補償がなされない場合の、パスポート権に従って英国で規制される業務を行う欧州経済領域 (European Economic Area, EEA) の業者、ロイズの引受代理人として認められた業者等以外の業者をいう²⁸。

(4) 「関連する者」 (relevant person (その承継者への請求であるならその承継者)) が「デフォルトした」 (in default) こと (COMP 6.3, 6.3A)

「関連する者」が「デフォルトした」とは、ICD の請求²⁹とそれ以外の請求で、若干異なった扱いがなされている (COMP 6.3.1R)。ICD の請求は、(a) 当局が COMP 6.3.2 R のもとデフォルトしたと判断したとき、または、(b) (a) より早い時期に、資格のある請求者の会員業者 (participant firm) に対する請求を停止する効果を有する判断を裁判所がしたとき、「関連する者」が「デフォルトした」となる (COMP 6.3.1R(2))。

他方、ICD 以外の請求、すなわち個人的助言に関する請求では、FSCS が COMP 6.3.2 R, 6.3.3 R, 6.3.4 R のもと、デフォルトしたと判断したとき、「関連する者」が「デフォルトした」となる (COMP 6.3.1R(1))。

COMP 6.3.2 R は、以下のように規定する。

FSCS は、自らまたは FCA が以下のように判断したとき、「関連する者」が「デフォルトした」と決定できる。

- ① 当該業者に対する「保護された請求」を満たすことができないとき
- ② 当該業者に対する「保護された請求」を満たすことができない可能性が高いとき

COMP 6.3.3 R は、以下のように規定する。

FSCS は、英国で以下の手続が「関連する者」について行われた時には、「関連する者」が「デフォルトした」と決定できる。債権者による自発的清算の決議がなされた場合、「関連する者」の本国の規制当局が「関連する者」が請求を満たすことができない (近い将来で見込みがない) と決定した場合、清算人・管理人等が任命された場合、会社清算命令等が裁判所によって出された場合、会社内部の自発的清算等が承認された場合、である。

COMP 6.3.4 R は、以下のように規定する。

FSCS は、以下の場合には、「関連する者」が「デフォルトした」と決定できる。FSCS が「関連する者」の登録されている住所において連絡が取れない、または最近の住所を探したがうまくいかない場合、「関連する者」が自らに対する請求を満たすことができることの証拠がないと FSCS が判断する場合、である。

²⁷ FMSA § 213(9)も参照。

²⁸ FCA Handbook, Glossary. 以下、「関連する者」と同様、単に「会員業者」と訳すことがある。

²⁹ ICD とは Investor Compensation Directive (1997年3月の投資補償制度 (investor compensation schemes) に関する Council Directive (No 97/9/EC).) の略であり、ICD claim とは、個人的助言以外のあらゆる投資サービス及び業務に係る請求である。FCA Handbook, glossary 参照。

すなわち「関連する者」が「デフォルトした」ことを決定する権限は、ICD の請求においては規制当局（FCA）に原則あるのに対し、ICD 以外の請求（個人的助言に関する請求）においては FSCS にあるのである³⁰。

（５）（FSCS が求める場合の）請求に係る法的権利の FSCS に対する譲渡（COMP 7.2）

FSCS は、請求者に補償を行うにあたり、請求者の業者に対する権利を FSCS に譲渡することを条件にでき、または（請求者の同意がなくとも）請求者の当該権利に代位することができる。（COMP7.1.3）。請求者から権利の譲渡を受けた、または当該権利に代位した FSCS は、合理的に考えて損害を回復できる可能性が高く費用対効果が高い（reasonable possible and cost-effective）場合に、すべてまたは部分的な回復を図るよう行動することが要求されている（COMP7.4.1）³¹。

FSCS は通常、破綻業者の清算人（liquidators）や管理人（administrators）といった倒産実務家（insolvency practitioners）（またはその承継者がいるならその者）に対して訴訟を遂行するが、回復できる見込みがあるなら第三者³²もその対象となる（COMP7.2.1R）。

請求者が FSCS から補償を受けたが、損害額はそれ以上ある場合（損害額が補償上限額を超える場合）には、FSCS が業者に対する権利を行使（代位）して、支払い不能となった業者等から回復できたときに、不足分を受領できることとされている（COMP7.6.2 R）。具体的には、損害額が £ 100000 だった場合、FSCS は顧客から全額について権利を譲渡してもらい、顧客にひとまず £ 85000 補償をし、その後 FSCS が業者から £ 40000 回復できたときには、さらに顧客に £ 15000 提供する（FSCS は £ 25000 のみ取得する）³³³⁴。

（６）補償の請求に関する時間的制限（COMP 8.2.3 R- 8.2.6.G）

FSCS は、以下のいずれの早い時期から起算して、出訴期限（limitation）の抗弁が成

³⁰ いずれの場合も、問題の業者について法的な倒産手続が開始されていなくても、FSCS は補償手続に入ることができる（FSCS への質問事項(The questionnaire) (29), (55)の回答参照）。

³¹ FSCS 自身も、年次報告書の中で、補償にかかる業者の費用負担を減らし、顧客に利益をもたらすために、制定法上の中核的義務として、請求者から譲渡された権利を行使して損害を回復することに力を注いでいる、ことを強調している。たとえば、FSCS, Annual Report and Accounts 2013/14, at 58.

³² たとえば、Professional Indemnity insurers 等である。

³³ FSCS は、FSCS の補償を急いで受領して FSCS に権利を譲渡することが、補償の受領を遅らせる場合に比して、顧客にとって不利益にはならないよう努力することが要求されている（COMP7.6.4 R）。実際、FSCS は、さまざまな年次報告書や補償に関するリリースにおいて、FSCS の補償を得て請求権を FSCS に譲渡することが、FSCS の補償を得ないで自分自身で請求することに比して不利な状況に置かれない（同じ金額だけ回復できる）ようになっていると強調している。たとえば、Q&As about Alpari (UK) Limited, Q16; FSCS, Annual Report and Accounts 2013/14, at 59.

³⁴ 「FSCS への質問事項(The questionnaire)」(45)に関連して、「FSCS 訪問記録（2015年8月27日（木）13:30～15:30）」（以下、「FSCS 訪問記録」）12頁参照。

り立つと考える請求について、補償の申請を否定しなければならない (COMP 8.2.3 R)。

- ① 「関連する者」(またはその承継者)が「デフォルトした」と決定された日
- ② 請求者が「関連する者」(またはその承継者)に対して請求権を有していると書面で初めて認めた日

ただし、FSCS が合理的と判断した時は、出訴期限の抗弁を無視することができる (COMP 8.2.4 R)

2. 補償額の計算 (COMP 12.2, 12.4)

「保護された請求」に関して請求者に支払われる補償額は、特定日 (quantification date) における「関連する者」(またはその承継者)に対する最終的な請求全体の額 (overall net claim) となる (COMP 12.2.1A R)。ただし、「保護された請求」の種類に応じて上限が設けられている (COMP 12.2.2 R) (III.4 参照)。

ここで、特定日 (quantification date) とは、ICD 以外の請求の場合は、デフォルトの決定日前後で、FSCS が特定した日 (COMP 12.3.5 R) であり、ICD の請求の場合は、「関連する者」がデフォルトしたと決定された日 (COMP 12.3.6 R) である。

また、最終的な請求全体の額 (overall net claim) とは、COMP (「補償に関するルールブック」) で請求全体 (overall claim) として言及されるものをいい (COMP 12.2.1A R)、請求全体 (overall claim) を計算するために、裁判所、破産管財人 (trustee in bankruptcy)、清算人および倒産実務家による判断を参考にできる (COMP 12.2.6 G)。

投資に係る補償は、保有されている資産に対する請求、または特定日において成立していない取引から生ずる請求以外の請求について、FSCS が公正な補償をするために必要と考える範囲においてのみ、行われる (COMP 12.4.2 R)。これに対して、投資に係る保証されたパフォーマンスに満たない部分、または「関連する者」に対する十分な対価なくして (もしくは支払い不能の可能性を予測して) 引き受けたと FSCS が考える支払いの契約上の義務、投資価値の単なる変動については、FSCS は補償しない (COMP 12.4.3 R)。

3. 補償額の上限 (COMP 10.2)

投資分野における補償額の上限は、2019年4月1日以降は、£85000である。2019年3月31日までは£50000であったが、引き上げられた³⁵。損害額が補償額の上限を超える場合については、III.1.(5) 参照。

4. 補償の支払い方法

FSCS が補償するときには、原則³⁶請求者に支払わなければならないが、FSCS が認め

³⁵ 2010年1月1日より前は、£48000 (£30000までは100%補償、それを超えて£20000までは90%補償)であった。

³⁶ ペンション・レビューに関する請求はその例外で、FSCS は職業ペンスionsスキーム (Occupational Pension Scheme) の受託者等に支払わなければならない (COMP 11.2.2 R)。また、COMP 12.4.5

れば、請求者によって指定された者に支払う (COMP 11.2.1A)。支払い方法は、FSCS が銀行振り込み等適切と判断した方法で行われる (COMP 11.2.3A R)。

FSCS は、補償が受けられる請求について、請求額がまだ不確定なため、すぐに全額支払うことが賢明ではないと考えるとき、最終的に決定される金額より少ない適切な額を支払うと決定できる (暫定的支払い(interim payments)・COMP 11.2.4 R)。FSCS は適切と考えるときには補償に利子を付けて支払わなければならない (COMP 11.2.7 R)。

5. 補償時期

FSCS は、COMP 3.2.1 R の要件³⁷が満たされ、請求者に支払われるべき補償額を計算した後、合理的に可能な限り速やかに補償しなければならないが、それは当該日から3か月を超えてはならない (FCA が FSCS に延長を認めた場合には当該日から6か月を超えてはならない) (COMP 9.2.1 B R)。

6. FSCS の判断に異議のあるとき

請求者が FSCS による請求に関する対応に不満があるときは、まず FSCS の顧客対応部署 (Customer Escalation Team) 内の対応オフィサー (Complaints Officer) が審査する。申立の内容が、FSCS による請求に関する判断 (補償の有無や補償額) なら、それを審査する手続は FSCS には用意されていないが、FSCS の請求の対処方法やサービスに関する申立の場合には、FSCS 内の独立した調査官 (independent investigator) による審査が行われる³⁸。独立した調査官は、FSCS が請求を適切に処理できているか否かについて、公平な独立したチェックを行う役割を担っている (FSCS の判断が正しかったかについては審査しない)。ここで審査される具体的な申立の内容は、請求処理が遅延していること³⁹、請求の進行状況や当該判断がなされた理由などの説明に関する明確性の欠如などである⁴⁰。

R、12.4.6 R も参照。

³⁷ COMP 3.2.1 R は、FSCS の補償を受けるために満たすべき要件として、(1)「資格のある請求者」が補償を請求するための申し込みをすること、(2) 当該請求が「関連する者」に対する「保護された請求」に関するものであること、(3) FSCS が要求するときには、請求者は、「関連する者」もしくは第三者に対する自分の権利を、FSCS が適切と思う条件で、FSCS に対して譲渡すること、を挙げている。

³⁸ FSCS, What to do if you're not happy, <https://www.fscs.org.uk/your-claim/what-to-do-if-youre-not-happy/>.

³⁹ 実際、請求の確定は、第三者からの情報提供や証拠の入手の困難性から、6ヶ月以上かかることもあり、場合によっては1年以上になることもあるようである。「FSCS への質問事項(The questionnaire)」(49)に対する回答参照。

⁴⁰ FSCS, Annual Report and Accounts 2008/09, at 41.

IV. FSCS の資金の調達 (Funding)

1. 運営費 (基礎コスト・特有コスト)、徴収コストの徴収

FSCS は以下の三つの種類の徴収を行うことができる。運営費の徴収 (management expenses levy)、補償コストの徴収 (compensation costs levy) および MERS⁴¹の徴収であり、運営費の徴収には、基礎コストの徴収 (base costs levy) と特有コストの徴収 (specific costs levy) から成る (Fees 6.1.5 G)。

(1) 運営費の徴収 (management expenses levy)

運営費 (management expenses) とは、補償の支払い等以外で、FSCS が FSMA のもと果たすべき職務に関連して被るまたは被る見込みのある費用をいう (FSMA § 223(3)、Fees 6.1.9 G)。このうち、基礎コストは、補償がどのくらい行われたかなどに関係なくかかるものであり、その中には FSCS の取締役会のメンバーの報酬、FSCS の事務所を構えるコスト、監査報酬などが含まれ、すべての会員が (FCA に支払う年会費に応じて) 負担しなければならない (Fees 6.1.10 G)。これに対して、特有コストは、FSCS のスタッフの給与、請求の処理、法的その他専門家に支払う手数料を含み、それぞれのクラスごとに計算される (Fees 6.1.11A G)。

年間の運営費の徴収には上限があり、それぞれの年ごとに、FSCS の翌年度の計画等に基づいて、FCA と PRA によって設定される (毎年 1 月に相談される) (Fees 6.1.6A G, 6.1.13 G、6.3.1 R)⁴²。

(2) 補償コストの徴収 (compensation costs levy)

補償コスト (compensation costs) とは、補償を支払うことで生じるコスト (FSCS が補償のために融資を受けることで生じるコスト等も含む) をいう (Fees 6.1.15 G)。FSCS は、補償枠組で生じている補償額および未だ生じていない補償額、FSCS が請求者から譲渡された権利 (代位する権利) を通じて得られる回復額等を考慮して補償コストを決定するが、さらに会計年度の 4 月 1 日から起算して 36 ヶ月間にかかることが予想される補償コストの 1/3 の額⁴³か、当該日から 12 ヶ月間で予想される補償コストのいずれか大きい

⁴¹ MERS とは management expenses in respect of relevant schemes の略であり、MERS levy とは、FSCS が FSMA の Part 15A に従って、relevant scheme (FSCS 以外で金融サービスを提供する者の顧客に対して補償を支払うスキーム) の運営者の代わりに行為したことに関連して FSCS が被った運営費用をまかなうために、業者から行う徴収を指す (FCA Handbook, glossary)。FSCS の MERS の徴収権限については Fees 6.3.4A R、6.4A 参照。

⁴² 運営費の上限の具体的な数値については、V.1. 参照。

当該年度の運営費の範囲内で業務が行えなくなったときには、FSCS は FCA および PRA に相談し、補償の請求が予測不可能なくらい増大するなどの例外的理由が、FCA および PRA に認められれば、上限額があげられる。実際、2004/05 年度、2008/09 年度にそれが起きている。こちらについても V.1. を参照。

⁴³ これは、36-month funding model といって、2014 年 4 月 1 日から導入された。毎年の費用負担額が大きく変動することを回避できる上に、年度途中での徴収 (interim levy) の可能性を減じられること

方を含めて計算することもできる (Fees 6.1.6 G, 6.1.14 G, 6.3.1 R)。

(3) 特有コストと補償コスト

① 徴収方法

運営費のうち基礎コストは、FSCS の会員であるすべての業者が負担するものであるが、運営費の特有コストおよび補償コストの負担はクラス毎に分けられている。以前は、前述 (II. 2.) の 9 クラスに基づいて分けられていたが、現在は、一般的な保険販売に関する請求 (general insurance distribution claims class)、投資仲介業に関する請求 (investment intermediation claims class)、投資提供業に関する請求 (investment provision claims class)、住宅ローン仲介業に関する請求 (home finance intermediation claims class)、保証業に関する請求 (debt management claims class) および預金受入業に関する請求 (the deposit acceptors' contribution class) の 6 つのクラスに分けられると規定され⁴⁴ (Fees 6.1.7A)、2019 年 4 月以降、FSCS は、以下の 8 クラスに基づいて分担金の徴収を行うことになった⁴⁵。①預金受入業 (deposits (例えばクレジットユニオン、銀行))、②生命保険および年金提供業 (life and pensions provision (例えば生命保険・年金の運用者))、③一般的な保険提供業 (general insurance provision (例えば保険会社))、④一般的な保険販売業 (general insurance distribution (例えば PPI(payment protection insurance) といった保険の販売業者))、⑤投資仲介業 (investment intermediation (例えば独立系フィナンシャル・アドバイザー⁴⁶))、⑥投資提供業 (investment provision (例えば SIPP(self-invested pension plan) の運用者))、⑦住宅ローン仲介業 (home finance intermediation (例えば独立系フィナンシャルアドバイザー))、⑧保証業 (debt management⁴⁷) である。これらのうち、前 3 者 (①②③) が PRA (Prudential Regulation Authority) クラスと分類され、後 5 者 (④から⑧) が FCA (Financial Conduct Authority) クラスと分類されている。

② 徴収の上限額

特有コストおよび補償コストについて、年間の徴収できる額の上限が定められており、FSCS はこれを超えることはできない (Fees 6.3.5 R, Fees 6 Annex 2R)。各クラスの上限は以下の通りである⁴⁸。一般的な保険販売に関する請求 (上記の④、以下同様)

が見込まれている。

⁴⁴ いずれのクラスに属するかは当該会員業者がどのクラスの業について法的に行うことが認められているかによる。

⁴⁵ <https://www.fscs.org.uk/about-fscs/technical-information/sub-schemes/funding/> (last visited on Oct. 17th, 2019)

⁴⁶ かつて存在した生命保険および年金仲介業 (life and pensions intermediation) は 2019 年 4 月 1 日にこれに併合された。英国で補償の大部分を占めている、不適切なファンド・年金等への投資・購入をすることに関する過失のある助言 (bad advise) が問題となるのはこのクラスである。

⁴⁷ 2018 年 4 月 1 日から創設されたクラスであり、まだデフォルトした業者は出ていないようである。

⁴⁸ 2008 年 4 月 1 日以前は、預金受け入れ業者は保護される預金額の 0.3%、保険業者は年間の関連保険

は£4 億 1000 万、投資仲介業に関する請求 (⑤) は£3 億 3000 万、投資提供業に関する請求 (⑥) は£2 億、住宅ローン仲介業に関する請求 (⑦) は£5500 万、保証業に関する請求 (⑧) は£2000 万、預金受入業に関する請求は£1 億 0500 万 (ただし retail pool が使われた時のみ) である⁴⁹。

③ 徴収額ではコストを賄いきれなくなった (賄いきれなくなる可能性がある) 場合

(i) 年度途中における徴収 (interim levy)

FSCS は、通常年一回分担金を徴収するが、補償コストまたは特有コストが賄いきれなくなった (またはその可能性が高い) 場合には、年度途中での徴収を行ったり (interim levy)、民間または (National Loans Fund を含めた) 政府から貸し付けを受けたり、他のクラスの業者から徴収した資金を融通してもらったりすることができる (Fees 6.3.2A G)。これらのうち、一般的には年度途中の分担金の徴収が行われる (Fees 6.3.2A G)。

年度途中での費用負担の要請 (interim levy) は、次年度の費用徴収までに生じる補償および運営コストに不足分が生じると信じる合理的な理由があるときのみなされるものであり⁵⁰、実際、2008/09 年度、2009/10 年度、2011/12 年度、2012/13 年度、2015/16 年度に行われている⁵¹。業者のサブクラス同士の資金の融通または英国財務省 (HM Treasury) といった機関などから融資を受けることは、通常、短期的なキャッシュフロー不足の場合や、不足資金が少額で業者から費用徴収するほどではない場合に使われるようである⁵²⁵³。

(ii) 上限額を超えた場合

それぞれのサブクラスによる請求の補償の支払いが徴収の上限額 (前述②) を超えた場合、同じクラスの他のサブクラスにその分の補償コストの提供が要求される。当該他のサブクラスについても上限を超えたら、retail pool (他の FCA クラスから徴収) が

料収入合計の 0.8%、投資業者は年間 £4 億、住宅ローン仲介業者は年間収入の 0.8%、一般保険業仲介業者は年間収入の 0.8%であった。

⁴⁹ 2019 年 4 月 1 日以降、FCA クラスの仲介業者において、(商品) 提供者 (product providers) には、その分担金のおよそ 25%を負担することが求められるようになり、その結果、上記④においては £1 億、⑤においては £9000 万、⑦においては £1500 万の負担をしなければならなくなった。

なお、PRA クラスの上限については、預金受入業 (①) は £15 億、生命保険および年金提供業 (②) は £6 億 9000 万、一般的な保険提供業 (③) は £6 億である。 <https://www.fscs.org.uk/about-fscs/technical-information/sub-schemes/funding/levy-information/> (last visited on Oct. 17th 2019)。

⁵⁰ “When does FSCS raise an interim levy?”, FAQs on the interim levy 2012/2013.

⁵¹ 詳細は、V. 4. 参照。

⁵² “When does FSCS raise an interim levy?”, FAQs on the interim levy 2012/2013. FSCS は通常 £1000 万以下なら年度途中の徴収をしないと記載されている。

⁵³ もっとも、2008/09 年度に 5 つの銀行が続いて破綻したとき (Major banking failure)、FSCS は、これらの銀行の顧客に補償をするために、英国財務省から資金を借り受けている (はじめはイングランド銀行 (Bank of England) から借りたが、その後、英国財務省からより長期の融資として借り換えた)。

利用可能になる。具体的には、証券業者の破綻で、補償コストが投資仲介業者（Investment Intermediation）のクラスの負担できる上限を超えてしまった場合、同じクラスの投資提供者（Investment Provision）から、クラスを超えた助成（Cross-subsidy）が行われ、それも上限を超えてしまったら retail pool が利用できる（Fees 6.1.16A, 6.4.6A, 6.5.2A, 6.5A）。ただし、retail pool が使えるのは重大な破綻が起きたときまたはそれが続いたときである⁵⁴。

（４）分担金の支払い（Fees 6.7）

徴収権限は FSCS にあり（FSMA213 条(3)(b)）、会員は原則として請求書が発行されてから 30 日以内に支払わなければならない（Fees 6.7.3 R）⁵⁵。これは、年度途中の徴収でも同様の扱いである（Fees 6.7.3A R）⁵⁶。

V. 実際の運用⁵⁷

1. 運営費（management expenses）

運営費は、FSCS が稼働した 2001/02 年度（2001 年 4 月 1 日から 2002 年 3 月 31 日、以下同様）から 2008/09 年度まで徐々に増加していったが⁵⁸、2009/10 年度以降急増し 2012/13 年度まで継続する。なぜなら、2008/09 年度に 5 つの銀行が続いて破綻し⁵⁹（SDDs(Specified Deposit Defaults), Major banking failure）、FSCS がこれらの銀行の顧客に補償をするために HM Treasury から資金を借り受け⁶⁰、その返済にともなうコストが 2009/10 年度から 2012/13 年度まで含まれるようになったからである⁶¹。その結果、

⁵⁴ 実際は、当該クラスの拠出金による準備金では資金が賸りきれない場合に、他のクラスの拠出金による準備金を使い、それでも不足している場合には当該年度以降の拠出金を担保に融資を受けるようである。FSCS への質問事項(The questionnaire) (19)の回答参照。

⁵⁵ それ以後になると未払い額を基礎に運営手数料がかかる。

⁵⁶ たとえば、“When is this interim levy going to be due?”, FAQs on the interim levy 2012/2013. もし 30 日以内に支払えなければ、Premium Credit Limited を通じて分割払いができる（FSA による承認(Confirm)が必要である)。“What if a firm can't pay the bill within 30 days?”, FAQs on the interim levy 2011/2012 FSCS levy.

⁵⁷ ここでの記述は、FSCS が毎年出している、各年度の Annual Reports に依拠している。
<https://www.fscs.org.uk/industry/publications/annual-reports/>

⁵⁸ 2001/02 年度はおおよそ £ 290 万、2002/03 年度は £ 1190 万、2003/04 年度は £ 1120 万、2004/05 年度は £ 1391 万、2005/06 年度は £ 2260 万、2006/07 年度は £ 2718 万、2007/08 年度は £ 2586 万、2008/09 年度は £ 3147 万であった。

⁵⁹ 2008 年に破たんした 5 つの銀行とは、Bradford & Bingley plc, Heritable Bank plc(Heritable), Kaupthing Singer & Friedlander Limited(KSF), Landsbanki Islands hf(Icesave), now LBI hf, London Scottish Bank plc である。

⁶⁰ FSCS は英国財務省から £ 20 億を借り、補償のため £ 23 億を支払った。FSCS は、はじめは Bank of England から借りたが、その借入金には英国財務省からより長期の融資として借り換えた。英国財務省からの借入金の利息は LIBOR (London Interbank Offered Rate) の 12 ヶ月物に 0.3% 上乗せした金利（2012 年 4 月 1 日からは LIBOR の 12 か月物に 1% 上乗せした金利、2015 年 3 月 29 日からは 1.11% 上乗せした金利）かそれに相当する Debt Management Office (DMO) の利子のいずれか高い方となっている。

⁶¹ その間、当該返済は Management Expenses の Specific costs に含まれていた。Specific costs は

その間の運営費は£3億を上回っていた⁶²。2013/14年度以降は、返済は預金クラスの補償コストになったために、運営費は大きく減少したものの⁶³、2008/09年度以前よりは増加している。

運営費として FSCS が徴収し使用できる額の上限 (Management Expenses Levy Limit, MELL) については、Fees 6 Annex1 に規定されており、具体的には、2001/02 年度は £421 万、2002/03 年度は £1323 万、2003/04 年度は £1332 万、2004/05 年度は £1760 万 (当初 £1250 万であったが、2003/2004 年度の後半で FSCS が受けた Mortgage Endowments の請求の大きな増加から FSCS が MELL を上げることを要求)、2005/06 年度 £2703 万、2006/07 年度は £3706 万、2007/08 年度は £3752 万、2008/09 年度は £10 億 (当初は £3024 万だったが、Major banking failure をうけて 2008 年 10 月に上げられた)、2009/10 年度から 2012/13 年度までも引き続き £10 億、2013/14 年度は £9440 万、2014/15 年度は £8000 万、2015/16 年度は £7443 万、2016/17 年度は £7269 万、2017/18 年度は £7454 万、2018/19 年度は £7766 万、2019/20 年度は £7956 万であった。

2. 支払われた補償額

2008/09 年度より前は、投資分野における補償額の多さでは A12、A13、A16 が毎年上位 3 つを占めていた (2007/08 年度以外は A16、A13、A12 の順であった)。補償額の多い順に、2001/02 年度は A16 £1316 万、A13 £107 万、A12 £20 万、2002/03 年度は A16 £5950 万、A13 が £300 万、A12 £50 万、2003/04 年度は A16 (Formerly A16) £6200 万、A13 £280 万、A12 £80 万、2004/05 年度は A16 (Formerly A16) £4658 万、A13 £974 万、A12 £514 万、2005/06 年度は A16 (Formerly A16) £6975 万、A13 £3352 万、A12 £462 万、2006/07 年度は、A16 (Formerly A16) £5030 万、A13 £2700 万、A12 £480 万、2007/08 年度は、A16 (Formerly A16) £1484 万、A13 £1660 万、A12 £234 万であった。その補償の多くは、Pension review に関する請求もしくは FSAVCs (Free standing additional voluntary contribution claims) または Mortgage Endowments に関する請求であった。Pension review に関する請求とは、Personal pensions について誤って助言され損害を被ったことに関するものであり⁶⁴、FSAVCs (Free standing additional

Deposit class のみで負担される。

⁶² 2009/10 年度の Management Expenses は £3 億 8844 万、2010/11 年度は £3 億 9210 万 (返済にかかるコストは £3 億 3440 万)、2011/12 年度は £4 億 2800 万 (返済コストは £3 億 7000 万)、2012/13 年度は £4 億 8900 万 (返済コスト £4 億 3640 万) であった。

⁶³ 2013/14 年度は £5770 万 (これに含まれないが返済コストは £4 億 4500 万) 2014/15 年度は £7150 万、2015/16 年度は £6640 万であった。

⁶⁴ 1994 年に規制当局は、1988 年 4 月 29 日から 1994 年 6 月 30 日の間に行われた Personal pension の販売の際に、業者から誤って助言されなかったかについて、調査を行ったが、これを Pension review という (調査の締切日は形式的には 2000 年 3 月 31 日であったが、その後も調査の依頼は閉ざされたわけではないようである (Financial ombudsman Service の以下のページを参照。http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/technical_notes/pensions-review.html))。Pension review の問題は、業者から誤って助言されたことにより以下の 3 つのいずれかを行って損害

voluntary contribution claims) とは、通常の年金額にもっと多くの金額をもらえるようにすることを目的に追加的に拠出すること (Additional voluntary contribution) について誤って助言され損害を被ったことに関する請求である⁶⁵。Mortgage Endowments に関する請求とは、家などを抵当にして (Mortgage) 資金を低金利で借り、養老保険証券 (Endowment Policy) を購入することについて誤って助言され損害を被ったことに関する請求である⁶⁶。このように、投資の補償に関する請求は、そのほとんどが誤って助言されたこと (bad advice) に関するものであったのである。

補償の総額としては、補償額は初年度を除いて£8000万から£2億程度の範囲で変動していた⁶⁷。

2008/09年度以降、クラスが改編され、投資分野は「投資ファンドの運用業者(SD01)」および「投資仲介業者(SD02)」に分けられた。前者の運用業者に関する補償は極めて少額であるが、後者の投資仲介業者に関しては多額の補償がなされている。具体的に、投資仲介業者(SD02)に対する補償額は、2008/09年度は£1744万、2009/10年度は£1億1686万、2010/11年度は£2億7715万、2011/12年度は£1億0880万、2012/13年度は£1億0530万、2013/14年度は£7130万、2014/15年度は£1億8310万、2015/16年度は

を被ることと指摘されている。一つは“opt outs”で、Occupational pension arrangements に加入していた者がそれをやめて Personal pension policy を取得したこと、二つ目は“non joiners”で Occupational pension arrangements に加入できる資格のある者が加入しないでその代わりに Personal pension を取得したこと、“transfers”で Occupational pension schemes から Personal pension schemes に移行したこと、である。 http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/technical_notes/pensions-review.html

⁶⁵ ここでの問題は、会社内の AVC (Additional Voluntary Contributions) 制度が利用可能でその方が顧客に有利なのに、FSAVC を取得するように助言されたことである。

http://www.fsa.gov.uk/library/other_publications/personal_pension

⁶⁶ Mortgage Endowments に関する問題とは、家などを抵当にして資金を低金利で借り養老保険証券 (Endowment Policy) を購入すれば、自分が死亡したときまたは満期に資金を一括して受け取り、その一部で借入金を返し、残りを定年後の資金に回せると助言され、助言通りにしたところ、予想より少ない資金しか受け取れず定年後の資金どころか借入金も返済できなくなった (あるいは資金を受け取る前に保険料を支払えなくなった、または返済できなくなった) といったものである。FSCS は次のような場合に補償が受けられるとしている。助言業者が、養老保険証券といった投資から得られるリターンは株式市場と結びついていることから、借入金を返済するには足りないというリスクがある旨きちんと説明しなかった場合、養老保険の満期は定年後で、定年後保険料を支払い続けられないであろうことが助言時に明らかな場合、養老保険の満期は借入金の支払期限の後であり、そのことが助言時に明らかにされないこと、(問題の Endowment Policy を購入するときに) すでに養老保険証券を有しており、それから新しいものに乗換えるよう助言されたことである。FSCS “Endowment Mortgage Claim Factsheet”, https://www.fscs.org.uk/uploaded_files/Publications/unknown/factsheet_-_endowment_mortgage_claims.pdf.

⁶⁷ 2001/02年度は Designated investments のみ補償£4493万がなされた。2002/03年度は総額£1億9440万の補償 (Deposit/£6万、Insurance/£1億3130万、Designated Investment/£6300万)、2003/04年度は総額£1億9760万の補償 (Deposit/£40万、Insurance/£1億3140万、Designated Investment/£6580万)、2004/05年度は総額£1億7471万の補償 (Deposit/£23万、Insurance/£1億1298万、Designated Investments/£6150万)、2005/06年度は総額£2億0122万の補償 (Deposit/£9万、Insurance/£9319万、Pensions Review/£6975万(Formerly A16)、Investment/£3819万)、2006/07年度は総額£1億4947万の補償 (Deposit/£131万、Insurance/£6606万、Pension review/£5030万、Investments/£3180万)、2007/08年度は総額£8293万の補償 (Deposit/£125万、Insurance/£4586万、Pension review/£1484万、Investment/2098万) がなされた。

£ 7710 万であった。これらのうち、2009/10 年度、2010/11 年度、2011/12 年度、2012/13 年度および 2014/15 年度は、他のどのクラスよりも投資仲介業者(SD02)に対する補償額が多かった⁶⁸。補償額の増加の要因としては、以下の業者が支払不能状態 (in default) になり、その顧客が補償を請求したことがある。具体的には、Keydata Investment Services Ltd. (2009 年)、MF Global UK Limited (2011 年)、Arch Cru fund (2011 年)、WorldSpreads Ltd. (2012 年)、Pritchard Stockbrokers Limited (2013 年)、Fyshe Horton Finney Limited (2013 年) 等である (詳細は後述)。

補償の総額 (Major banking failure を除く) としては、2008/09 年度を除いてすべて £ 2 億を超えており、4 億近くに達する年もあった。2008/09 年度より前と比較して、補償額は着実に増加しているといえる。

3. FSCS による資金の回復

「投資ファンドの運用業者(SD01)」および「投資仲介業者(SD02)」に関する回復は、2001/02 年度から 2006/07 年度まではほとんどなされなかったが、2007/08 年度以降少しずつなされるようになり、2011/12 年度⁶⁹、2013/14 年度、2014/15 年度、2015/16 年度は多くの回復がなされた⁷⁰。主なものとして、例えば、FSCS が 20000 人を超える投資家

⁶⁸ 2008/09 年度は総額 £ 9274 万 (Major banking failure 等) を含めると総額 £ 19 億 8602 万) の補償がなされ、多い順に、SB01 £ 5079 万、SC02 £ 1762 万、SD02 £ 1744 万、SD01 £ 592 万、SA01 £ 54 万 (Major banking failure を除く)、SE02 £ 30 万、SB02 £ 13 万、SC01 および SE01 £ 0 万であった。2009/10 年度は総額 £ 2 億 0446 万 (Major banking failure 等を含めると £ 11 億 0535 万) の補償がなされ、SD02 £ 1 億 1686 万 (2009 年 3 月 30 日年度途中の徴収を £ 3800 万行った)、SB01 £ 5977、SC02 £ 1350 万、SB02 £ 1231 万、SA01 £ 94 万、SD01 £ 92 万であった。2010/11 年度は総額 £ 3 億 9294 万 (Major banking failure 等を含めると £ 5 億 3536 万) の補償がなされ、SD02 £ 2 億 7715 万、SB01 £ 6165 万、SB02 £ 3580 万、SC02 £ 1619 万、SA01 £ 174 万であった。2011/12 年度は総額 £ 2 億 3700 万 (Major banking failure を含めると £ 3 億 4670 万) の補償がなされ、SD02 £ 1 億 0880 万、SB01 £ 5430 万、SB02 £ 4500 万、SC02 £ 2060 万であった。2012/13 年度は、総額 £ 2 億 7010 万 (Major banking failure を含めると £ 3 億 2600 万) の補償がなされ、SD02 £ 1 億 0530 万、SB01 £ 8000 万、SB02 £ 5640 万、SC02 £ 2430 万であった。2013/14 年度は、総計 £ 2 億 4300 万の補償がなされ、SB01 £ 9000 万、SD02 £ 7130 万、SB02 £ 4090 万、SC02 £ 1870 万であった (Major banking failure に関する補償はゼロ、Dunfermline building society に関する補償は £ 1200 万)。2014/15 年度は、総額 £ 3 億 2700 万の補償がなされ、SD02 £ 1 億 8310 万、SB01 £ 8500 万、SC02 £ 3520 万、SB02 £ 1870 万であった。2015/16 年度は、総額 £ 2 億 7100 万の補償がなされ、SB01 £ 8760 万、SC02 £ 8380 万、SD02 £ 7710 万、SA01 £ 1010 万であった。2016/17 年度は、総額 £ 3 億 7526 万の補償がなされ、SB01 £ 1 億 5403 万、SC02 £ 1 億 477 万、SD02 £ 8233 万であった。2017/18 年度は、総額 £ 4 億 4497 万の補償がなされ、SC02 £ 1 億 5553 万、SB01 £ 1 億 3632 万、SD02 £ 1 億 2945 万であった。

⁶⁹ Keydata に関する補償について Keydata 関連の商品の販売を助言した業者である Norwich and Peterborough Building Society から約 £ 3000 万の回復があった。FSCS, Annual Report and Accounts 2010/11, at 47.

⁷⁰ 全体の回復額は以下の通りである。2001/02 年度は £ 920 万、2002/03 年度は £ 4600 万、2003/04 年度は £ 1 億 0620 万、2004/05 年度は 5024 万、2005/06 年度は £ 1 億 0869 万、2006/07 年度は £ 3998 万、2007/08 年度は £ 1990 万、2008/09 年度は £ 1779 万、2009/10 年度は £ 1476 万 (Major banking failure(これに関する回復額は £ 10 億 5882 万)を除く)、2010/11 年度は £ 2100 万 (Major banking failure(これに関する回復額は £ 7 億 3500 万)を除く)、2011/12 年度は £ 8300 万の回復 (Major banking failure(これに関する回復は £ 6 億 7300 万)を除く)、2012/13 年度は £ 4800 万 (Major banking failure(これに関する回復は £ 7 億 2900 万)を除く)、2013/14 年度は £ 1 億 1200 万 (Major

に対して£3億3000万を支払った Keydata に関しては、Keydata に関係する金融商品の販売にかかわった多くの独立系金融アドバイザー業者 (Independent Financial Adviser firms) に対して訴訟を提起し、£1億3000万以上の回復を得 (そのためのコストはおよそ£2000万)⁷¹、また、Alpari (UK) Limited については£1450万、Lehman-related entities については£800万回復した⁷²。

4. 業者からの徴収額

業者から徴収する額は、当該業者のグループに関係する顧客にどれだけ補償を支払ったかに大きくよっている。すでに述べた通り、投資業者について、A12、A13、A16が補償額の多さで上位3位の地位にあったが、これらは徴収額についてもほぼ毎年上位3位を占めていた。具体的に、徴収額の多い順に⁷³、2002/03年度はA16£5036万、A13が£395万、A12£56万⁷⁴、2003/04年度はA16 (Formerly A16) £7997万、A13£549万、A12£199万、2004/05年度はA16 (Formerly A16) £6456万、A13£2481万、A12£719万、2005/06年度はA13£3699万、A16(Formerly A16) £3412万、A12£1224万、2006/07年度は、A13£4567万、A16(Formerly A16) £2458万、A12£152万、2007/08年度は、A13£4190万、A16(Formerly A16) £3775万、A12£1048万であった。

徴収の総額は、£2億を超える年もあるが、おおむね£5000万から£1億5000万の範囲で変動している⁷⁵。2002/03年度、2003/04年度、2005/06年度、2006/07年度、2007/08年度については、投資業者が、預金受け入れ業者および保険業者 (またはそれ以外の業者) に比して最も多く徴収されている。

banking failure (これに関する回復は£2億4100万)を除く)、2014/15年度は£6600万 (Major banking failure (これに関する回復は£4億9400万)を除く)。2015/16年度は£3700万 (Major banking failure (これに関する回復はこのうち£2億9400万)を除く)。Major banking failure についての回復は、2015/16年度の年次報告書によると(P.44)、HeritableとIcesaveはほぼ100%回復しており、KSFも84%、London Scottishは49% (57%から59%は回復できる見込み) 回復している。Bradford & Bingley plc からも回復可能な見込みだが、まだ不確定。2016/17年度は£1億3036万、2017/18年度は£3014万である。

⁷¹ Keydata の事案は非常に複雑で、FSCS は回復を得るために可能な方法をいくつも試した結果、最も有効な方法が、Keydata の商品販売にかかわった独立系金融アドバイザー業者 (IFAs) のうち一定の業者を Lead Case Defendants(LCSs)として選び、試験的に訴訟を遂行することであった。ただし、FSCS は LCSs と和解に至り、また LCSs 以外の被告とも相当数和解した。

⁷² FSCS, Annual Report and Accounts 2015/16, at 43-44.

⁷³ 2001/02年度は Designated Investments に費用負担はなかった。FSCS, Annual Report and Accounts 2002/03, at 43.

⁷⁴ 例外的に当該年度は A7 が£83万で A12 より多かった。FSCS, Annual Report and Accounts 2002/03, at 45.

⁷⁵ 2001/02年度は総額£1億4570万の費用が課せられ (保険業者£1億4570万で、預金受け入れ業者と投資業者はゼロ)、2002/03年度は総額£5600万 (投資業者£5600万で、預金受け入れ業者と保険業者はゼロ)、2003/04年度は総額£8790万 (投資業者£8790万で、預金受け入れ業者と保険業者はゼロ)、2004/05年度は総額2億3764万 (預金業者はゼロ、保険業者は£1億4009万、投資業者は£9755万)、2005/06年度は総額£1億3740万 (預金受け入れ業者はゼロ、保険業者は£1030万、投資業者は£8366万、それ以外£144万)、2006/07年度は総額£7310万 (投資業者のみで、預金受け入れ業者と保険業者はゼロ)、2007/08年度は総額£9307万 (投資業者は£9116万、預金受け入れ業者と保険業者はゼロ、その他£191万) の費用が課せられている。

2008/09 年度以降は分類に変更があり、投資業者に関するクラスとして「投資ファンドの運用業者(SD01)」および「投資仲介業者(SD02)」が創設された。これらの費用負担も、補償額の高さにほぼ比例しており、補償事例が少ない運用業者(SD01)は費用負担も少ないのに対し、多額の補償が毎年なされている投資仲介業者(SD02)はその分費用負担も多くなっている。具体的に、2008/09 年度は SD02 £ 4710 万 (SD01 £ 776 万) であり、2009/10 年度は SD02 £ 1 億 0625 万 (SD01 £ 300 万)、2010/11 年度は SD02 £ 4 億 0482 万⁷⁶ (SD01 £ 104 万)、2011/12 年度は SD02 £ 6981 万⁷⁷、2012/13 年度は SD02 £ 1 億 4744 万⁷⁹ (SD01 £ 1635 万)、2013/14 年度は SD02 £ 9628 万 (SD01 £ 10 万)、2014/15 年度は SD02 £ 1 億 1218 万⁸⁰、2015/16 年度は SD02 £ 1 億 1576 万 (SD01 £ 7 万) である。

2010/11 年度に £ 4 億を超えたのは、Wills & Co. といったいくつかのストックブローカー業者の破綻に加え、Keydata Investment Services Ltd が破綻したことが大きな要因とされ、その大部分である £ 3 億 2600 万は、年度途中で必要となり徴収された (interim levy・下記参照)。これについて、SD02 クラスに属する多くの業者は、FSCS が Keydata の破綻コストを SD02 サブクラスに負担させるという判断をしたことを法的に争った⁸¹。しかし、裁判所は、複雑な経済の問題については主たる判断者 (FSCS) がその専門的知識を有しているとして、請求は棄却された⁸²。もっとも、当時の状況下では、£ 3 億 2600 万を SD02 に負担させると上限を超えてしまうことから、そのうちの £ 2 億 3300 万を同じクラスに属する SD01 から徴収し提供させること (クラスを超えた助成 (Cross-subsidy) でまかなった (その時 SD02 からは £ 9300 万徴収) ⁸³。

さらに、2009/10 年度、2012/13 年度から 2015/16 年度まで 1 億を超えている (またはそれに近い値にある)。その背景には、2009/10 年度は、Pacific Continental Securities (UK) Limited、Square Mile Securities Limited に加えて、Keydata Investment Services Limited に対する請求に対応することがあり⁸⁴、2012/13 年度は、引き続き MF Global お

⁷⁶ これは、SD01 から徴収した £ 2 億 1677 万を含んでいる。SD02 からの徴収は £ 1 億 8804 万である。FSCS, Annual Report and Accounts 2010/11, at 139. これはクラスを超えた助成 (Cross-subsidy) の取決めに基づいて行われている。Id, at 51.

⁷⁷ このうち £ 3593 万を SD01 に戻しており、SD02 には £ 3388 万の費用徴収が計上されている。FSCS Annual Report and Accounts 2011/12, at 128-129.

⁷⁸ さらに、SD01 は回復分から £ 3579 万の分配があったようで、新たな費用負担は生じていないようである。FSCS Annual Report and Accounts 2011/12, at 128-129.

⁷⁹ これ以外に、SD01 から £ 1640 万のクラスを超えた助成 (Cross-subsidy) が行われている。さらに、SD01 が回復分から分配された £ 2832 万も SD02 に移動している。

⁸⁰ SD01 は回復分 (Keydata) から £ 4977 万の分配があったようで、新たな費用負担は生じていないようである。FSCS Annual Report and Accounts 2014/15, at 163.

⁸¹ 「拠出金の支払いは、法令で金融機関に義務付けられており、トラブルになることは稀」(FSCS への質問事項(The questionnaire) (14)の回答) とのことであり、このような法的な争いが起こることは例外的のようである (同質問事項(14)回答参照)。

⁸² FSCS Annual Report and Accounts 2010/11, at 50.

⁸³ FSCS Annual Report and Accounts 2010/11, at 50.

⁸⁴ 当該年度は、これが理由で、年度途中で投資仲介業者(SD02)に £ 8000 万の費用徴収が課せられており、それを含んで £ 1 億を超えている。FSCS Industry News, FSCS announces 2010/11 levy and

よび Arch Cru funds に関する請求に加え、Pritchard Stockbrokers Limited および WorldSpreads Ltd に関する請求に対応すること⁸⁵、2013/14 年度は、引き続き Pritchard Stockbrokers Limited、WorldSpreads および MF Global に関する請求に加え、Fyshe Horton Finney Ltd および CF Arch Cru Funds、Catalyst Investment Group Ltd に関する請求が増加し、それに対応すること⁸⁶、2014/15 年度は、引き続き Catalyst Investment Group Limited に関する請求に加え、City Equities Limited、Alpari (UK) Ltd および LQD Markets (UK) Ltd に関する請求に対応すること⁸⁷、2015/16 年度は、引き続き Alpari (UK) Ltd、LQD Markets (UK) Ltd に関する請求に加え、Hume Capital Securities PLC に関する請求に対応すること⁸⁸があった。

徴収の総額 (Major banking failure の分を除く) は、おおむね £1 億後半から £3 億半ばで変動している⁸⁹ (ただし、2010/11 年度のように 5 億を超える年もある)。いずれの

2009/10 interim levy, 29th Mar. 2010. なお、その前年度の 2008/09 年度にも、投資仲介業者に対して £3800 万の年度途中の費用徴収がなされているが、その理由としても、Pacific Continental Securities (UK) Limited および Square Mile Securities Limited に対する請求に対応するためと説明されている。FSCS Levy Press Release, FSCS confirms interim levy for 2008/09 and announces levies for 2009/10 30 March 2009.

⁸⁵ 当該年度は、これが理由で、年度途中で投資仲介業者に £2000 万の費用徴収が課せられている。

FSCS Annual Report and Accounts 2012/13, at 59. なお、その前年度である 2011/12 年度にも、投資仲介業者に対して £6000 万の年度途中の費用徴収がなされたが、その理由としても、MF Global、Arch Cru fund、Wills & Co. および Keydata に対する請求に対応するためと説明されている。FSCS Annual Report and Accounts 2011/12, at 52.

⁸⁶ FSCS Annual Report and Accounts 2013/14, at 50.

⁸⁷ FSCS Annual Report and Accounts 2014/15, at 32-33.

⁸⁸ FSCS Annual Report and Accounts 2015/16, at 24.

⁸⁹ 2008/09 年度は総額 £1 億 7062 万 (SB01 £7369 万、SD02 £4710 万、SC02 £3258 万、SD01 £776 万、SA01 £506 万、SB02 £201 万、SE02 £144 万、SC01 £98 万、SE01 £0 万/投資業者合計で £5486 万)、2009/10 年度は £2 億 3278 万 (SDDs を除く (これを入れると £6 億 3827 万)) (SD02 £1 億 0625 万、SB01 £6666 万、SA01 £1931 万、SC02 £1742 万、SB02 £798 万、SD01 £300 万/投資業者合計で £6725 万)、2010/11 年度は総額 5 億 3900 万 (SDDs を除く (これを入れると £9 億 1900 万)) (SD02 £4 億 0482 万、SB01 £4393 万、SB02 £5723 万、SC02 £1064 万、SD01 £104 万/投資業者合計で £4 億 0586 万)、2011/12 年度は総額 £1 億 9100 万 (Major banking failure を除く (入れたら £5 億 3500 万)) (SB02 £6827 万、SB01 £5080 万、SD02 £3388 万、SC02 £2223 万、SA01 £931 万/投資業者合計で £3388 万)、2012/13 年度は総額 £3 億 6300 万 (Major banking failure 分を除く (入れたら £7 億 2600 万)) (SD02 £1 億 4744 万、SB01 £6157 万、SC02 £5089 万、SA01 £4608 万、SB02 £4067 万、SD01 £1635 万/投資業者合計で £1 億 6379 万)、2013/14 年度は総額 £3 億 0900 万 (Major banking failure を除く (入れたら £11 億)) (Deposit £1503 万、SB01 £1 億 1489 万、SD02 £9628 万、SB02 £6904 万、SC02 £1376 万/投資業者合計で £9638 万)、2014/15 年度は総額 £2 億 3100 万 (Major banking failure 分を除く (入れたら £10 億 7600 万)) (SA01 £2053 万、SD02 £1 億 1218 万、SB01 £7225 万、SB02 £3930 万、SC02 £3451 万、SE02 £200 万/投資業者合計で £1 億 1218 万/SD01 (2010/2011 年度に費用を負担した業者) は Keydata に関する回復分の分配を受けたことから £4977 万が控除されている。FSCS Annual Report and Accounts 2014/15, at 162-163; FSCS Annual Report and Accounts 2015/16, at 36.)、2015/16 年度は総額 £3 億 3800 万 (Major banking failure を除く (入れたら £10 億 8808 万)) (SA01 £3573 万、SC02 £1 億 1945 万、SD02 £1 億 1576 万、SB01 £6198 万、SE02 £508 万/投資業者合計で £1 億 1583 万) が課せられている (さらに 2016/017 年度の費用徴収額について、2017 年 1 月 19 日のリリースで £3 億 6300 万と公表している)。

なお、これらには年度途中で徴収する費用が含まれている。年度途中といっても、通常年度末で費用徴収がなされることが多いことから、年度によっては、年次報告書で当該年度に計上せず、翌年に繰り越していることがある (例えば、2009 年 3 月 30 日付で SD02 から徴収された費用 £3800 万は、

クラスが最も多くの費用負担をしているかは年によって異なるが、保険業以外の3つの業者、すなわち投資業、生命保険・年金業者（Life and Pensions）、住宅ローン業（Home finance）については、仲介業者（Intermediation(SD02、SC02、SE02))は多く費用負担をしている（多く補償の支払いがなされる）傾向があるのに対し、供給者（Provision・Fund Management(SD01、SC01、SE01))はほとんど費用負担がない（補償の支払いも少ない）ようである。

なお、2008/09年度、2009/10年度、2011/12年度、2012/13年度、2015/16年度に、年度途中で費用負担を要請すること（interim levy）が行われた。投資仲介業者(SD02)に対しては、2008/09年度（£3800万賦課）、2009/10年度（£8000万賦課）、2011/12年度（£6000万賦課）および2012/13年度（£2000万賦課）にそれぞれ費用徴収がなされている⁹⁰。

VI. 具体的事案——FSCSの果たす職務の視点から

投資業者に対する請求について、FSCSが補償した主要な事案（本稿でも何度か出てきている）として、Keydata Investment Services Limited（2009年）、MF Global UK Limited（2011年）、CF Arch Cru fund（2011年）、WorldSpreads Ltd.（2012年）、Pritchard Stockbrokers Limited（2013年）、Fyshe Horton Finney Limited（2013年）などが挙げられるところ、本稿では、これらのうち、Keydata、CF Arch Cru FundsおよびWorldSpreadsの事案を取り上げ、それらにおいてFSCSがどのような役割を担っているかに焦点を当てて紹介する（それ以外の事案であるMF Global、Pritchard StockbrokersおよびFyshe Hortonは、WorldSpreads同様、2011年に新しく導入された特別管理制度（special administration regime）によって手続が進められており、その手続においてFSCSの果たす役割はほぼ同じ様相を呈していることから、WorldSpreadsの事案でまとめて扱う）。

まず、2011年になされた投資業者の破綻法制に関する重要な法改正で新たに導入された特別管理制度（special administration regime）について触れ、その後、事案を紹介する。

2009/10年度（2009年4月1日から2010年3月31日）の年次報告書における徴収された費用の合計に含まれているが、2010年3月30日付でSD02から徴収された£8000万は当該年度には計上していない（これに対して、2008/09年度の年次報告書は当該年度分として徴収したとして計上している）。本稿では、年度内に徴収された費用は当該年度の費用の合計に含めて計算している。

⁹⁰ 2012/13年度は、保険仲介業者に£1600万の年度途中の費用徴収がなされ、2015/16年度は、生命保険・年金仲介業者に£2000万の年度途中の費用徴収がなされた。前者は、PPI(Payment Protection Insurance)に関する請求に対応するためという理由であった。FSCS Annual Report and Accounts 2012/13, at 59. 後者は、助言業者がその時加入していた年金制度からSIPPs（self-invested personal pensions）に乗り換えるよう誤って助言したことに関連する請求に対応するためという理由であった。FSCS Industry News, FSCS announces £20m interim levy on life and pensions intermediaries, Mar. 19, 2015.

1. 特別管理制度 (Special Administration Regime)

新しい法制は、特別管理制度 (Special Administration Regime) (以下 SAR) という、これは、2011年に施行された投資銀行の特別管理規則 (The Investment Bank Special Administration Regulations 2011, 以下 Regulation) によって導入されたもので、投資銀行⁹¹のための倒産法であり、2009年銀行法 (Banking Act 2009) の233条、234条および259条(1)のもと、英国財務省によって制定された。

英国における倒産法制は、まず1986年倒産法 (Insolvency Act 1986) があり、それを改正する形で2000年倒産法 (Insolvency Act 2000) および2002年企業法 (Enterprise Act 2002) などが存在するところ (たとえば、1986年倒産法のパート II (8条から27条) は2002年企業法の248条のもと規定されたスケジュール B1 によって取って代わられている)、それらを修正する形で投資銀行に適用されるルールを定めたのが Regulation であり、その内容が SAR なのである⁹²。

SAR は、リーマンの破綻手続において、巨大で高度に複雑な組織における帳簿と記録の一致や、(複数の) 契約の関係及びその効果の解釈、顧客資産および会社の資産を確認することなどにおいて、困難性が明らかになり、顧客資産 (保管資産 (custody assets) および顧客の資金 (client money)) の返還が遅れたことをうけ、顧客資産の迅速な返還

⁹¹ ここでいう投資銀行とは、2000年金融サービス・市場法 (Financial Services and Markets Act 2000) Part 4 のもと次のいずれかの規制された行為 (regulated activities) ——具体的には、投資を保護 (safeguard) および管理 (administer) していること、本人としてまたは代理人として投資を扱っていること——を行う許可を得ていること、顧客資産を保有していること、および英国の法律に則って設立されたこと、といった3要件を満たす組織である (2009年銀行法 (Banking Act 2009) 232条)。

⁹² SAR については、2011年に Peter Bloxham 氏による“Final review of the Investment Bank Special Administration Regulations 2011”が公表されている。これは、英国財務省 (HM Treasury) から依頼を受けた Peter Bloxham 氏が (銀行法 (Banking Act 2009) 236条は、SAR が開始されてから2年以内に独立したレビューがなされることを要求した)、SAR の調査をし、SAR および FSA のルールである、「顧客資産に関するルールブック」(Client Assets Sourcebook (“CASS”)) (特に、顧客の資金の分配について規定する CASS 7A) に関して72の提言をするものである (SAR および CASS は、顧客資産を保有する投資に関する業者が破綻した時に、依拠されるルールである)。その目的は、CASS と SAR をうまく機能させることで顧客資産を迅速に返還できるようにし、またおよび法的不確実性を減じ、そして SAR 手続に入ったことについて顧客および市場の影響を向上させること (Special Administration に入る市場の影響を最小化すること) である。具体的に SAR の目的を「返還」から「返還または移管」として、顧客の契約が迅速に移転されるための枠組みを導入すべきとする「移管を促進すること」(facilitating transfers)、保管資産では認められる期限 (Bar date/期限の前に受領した請求のみに基づいて管理人が保管資産を分配できる) を顧客の資金にも認めるべきとする「期限改革」(Bar Date reforms)、例えば、顧客資産から生ずる利子・収入および分配について存在する CASS と SAR の間にある不必要に存在するギャップをなくすべきとする「CASS と SAR をよりよく機能させること」等について、提言がなされている。

この Bloxham によるレポートを受けて、その対応に関するレポートが2016年3月に2つ出された。一つは、FCA による“CASS 7A & the Special Administration Regime Review”というディスカッション・ペーパーであり (その後、2017年1月に同じタイトルでコンサルテーション・ペーパーが出され、2017年度中にポリシー・ステイトメントを公表する予定のようである)、もう一つが、英国財務省の対応を示したコンサルテーション・ペーパーである“Reforms to the investment bank special administration regime”である。

を可能にすることを主要な目的として、採用されたものである⁹³。Regulation では、具体的に、以下の3つを目的として挙げている (Regulation 10(1))。第一目的は、合理的に実現可能な程度に速やかに顧客資産を返還することを確実にすることであり、第二目的は、市場のインフラ組織および当局と適宜連携をとることを確実にすることであり、第三目的は、債権者の最善の利益のために、ゴーイング・コンサーンとして投資業者 (investment bank) を救済するか、解散する (wind up) かのいずれかを行うことである⁹⁴。

なお、SAR は義務的な手続ではない。実際、投資業者でも SAR ではなく通常の会社管理手続 (Administration) で処理された事案もある⁹⁵。

2. Keydata Investment Services Ltd に関する補償

(1) 事案

Keydata Investment Services Limited は、FSA (現在は FCA) によって structured product の設計および個人投資家に販売をすることを法的に認められた (authorise) された業者であり、2005年から2009年の間に、2つのルクセンブルグのSPV(special purpose vehicles/具体的には SLS または Lifemark) によって担保されたファンド (具体的には Secure Income Bond issues 1,2 and 3 または Secure Income Plan, issues 4/下記参照) などを、主に独立系金融アドバイザー業者 (IFAs) を通じて投資家に販売した。

(2) FSCS によるリリース

2009年6月8日付リリース :

Keydata は支払不能 (insolvent) という理由で会社管理手続 (administration) に入った⁹⁶。FSCS が Keydata の顧客に補償する役割を担うか否かを論じるのは時期尚早である。FSCS は Keydata についてまだデフォルト宣言をしていない。FSCS はこれにどのように関与するかを判断するために、FSA および管理人 (PricewaterhouseCooper LLP) と連携を取っている。

⁹³ 具体的に、SAR には二つのことが意図されている。一つは、裁判所の指示を頻繁に得る必要なく、(倒産法の規定する) 会社管理手続 (administration) を行えるための明確性および方向性を管理人 (administrators/手続に関与する独立した第三者) に提供すること、もう一つは、破綻処理手続について顧客およびカウンターパーティに対してより多くの信頼を与え、英国の金融システムの安定性に対する破綻の影響を減らすことである。HM Treasury, Special Administration Regime for Investment Firms, Sep. 2010, at 4-5.

⁹⁴ これに対して、1986年法およびそれに続く制定法の第一順位の目的は、ゴーイング・コンサーンとしての会社の救済、第二順位の目的は会社が清算される場合よりも会社の債権者全体にとって良い結果を達成すること、第三順位の目的は担保権者や優先債権者に配当するために財産の価値を実現することである。

⁹⁵ 例えば、Seymour Pierce Group Plc.の事案である。HM Treasury, Final review of the Investment Bank Special Administration Regulations 2011, Jan.2014, at 9.

⁹⁶ Keydata は FSA の申立によって、High Court の命令によって Administration に入った。FSCS' Public Statement on the distribution of recoveries from the Lifemark vehicle to claimants.

2009年9月30日付リリース：

Keydata をめぐる複雑な法的問題が多くあることから、外部の専門家から意見を聞いて、FSCS は業者に対してなされ得る請求の分類を継続的に分析している。同時に管理人 (Administrator)、FSA および HM Revenue and Customs と緊密に連携し、Keydata の破綻の意味するところを理解することに努めている。

2009年11月13日付リリース：

Keydata はデフォルト状態にある (8/25 のリリースで FSCS にとって支払うべき補償があるなら、デフォルト状態と確認すると述べている)。FSCS は、起こされる可能性のある請求として 2 つの分類があると考え。一つは、Keydata の流通させたファンドである Secure Income Bond issues 1, 2 and 3 (SLS によって担保) の資金が (不正流用され) 不足していること、また Individual Savings Accounts (ISAs) 適格投資商品として販売されたが、実際はそのための要件を欠いていたことに関してである。もう一つは、Keydata の流通させた別の商品である Secure Income Bond issue 4 (Lifemark によって担保) などが ISA に適格として販売されたが、実際はその要件を満たしていなかったことに関してである。

2010年1月29日付リリース：

2 つめの分類の請求について、実際は ISA 適格ではない商品であったことから、それを購入した投資家は、2009年6月8日以降、償還する日または処分する日まで当該投資から受領する利益について所得税 (Income tax) を支払わなければならなくなってしまう。FSCS は HM Revenue and Customs および管理人 (Administrators) と協同し、当該税金について投資家に代わって HMRC に直接支払うことにした。よって、請求者はこの税金を支払う必要はない。

2010年3月31日付リリース：

1 つめの分類の請求について、投資家に申請書を送った。申請書に必要事項を記載し、可能な限り速やかに返送することを勧める (Limitation Act 1980 の定める時効もある)。2 つめの分類の請求について、すでに送った申請書の提出期限を 2010年3月31日から同年4月30日まで延期する。補償を受けるために、可能な限り速やかに申請書を返送することを勧める。

2010年7月21日付リリース：

2 つめの分類に関するファンドの資金は、Lifemark によって発行されている債券に投資されているが⁹⁷、Lifemark の発行する証券がルクセンブルグの規制当局によって取引

⁹⁷ 投資家から集めた資金 £ 6 億 0500 万は Lifemark の発行する債券に投資されており、Lifemark はその資金で第三者から米国の生命保険を購入 (Life settlement)、その生命保険から入る収益が Lifemark の債券について支払いの原資であった。しかし、生命保険証券について債務不履行があり、その結果 Lifemark も当該債券の支払い義務に違反し、2009年11月ルクセンブルグの規制当局によって暫定的

停止になり、多くのこれらの債券の収益を支払えないことを認めたことを受け（投資家は得られると期待していた定期的な収益の支払いを受けられない）、FSCS はその損失を補償できるかについて調査している。

2010年9月28日付リリース：

FSCS は Lifemark（によって担保されている商品を購入した）投資家に補償できる見込みである。なぜなら、当該債券を販売するために Keydata によって作成された資料は FSA のルールに則っていなかったことを確認したからである。よって、Keydata はこれらの債券について投資家に法的責任を負い、FSCS は補償することが可能となる。

2010年11月30日付リリース：

FSCS は Lifemark の債券の価値の算定に関する調査を終え、これらの債券の価値はないと判断した。よって補償額から差し引くべき現在の価値を考慮に入れる必要はない。

2011年4月21日付リリース：

FSCS は Norwich and Peterborough Building Society (N&P) からおよそ £2800 万を受け取るという同意に達した。これは N&P を通じて Keydata の商品を購入した顧客にすでに支払われた。これは法的責任に基づくものではなく、自発的に支払うという性質のものである。

2013年10月23日付リリース：

FSCS は Lifemark の債券に関して有する資産を積極的に売却させることに成功し、Lifemark の損失が £30000 を超える請求者の大部分に支払いを行うことになった⁹⁸。その者の支払いは補償されるべき損失の 6.5%まで受けられる⁹⁹。

2015年2月18日付リリース：

FSCS は Keydata の破綻に関して、£1億2200万以上を回復できたと確認した（コストを差し引き£1億0200万）。独立系金融アドバイザー業者（IFAs）に対する訴訟からは£5200万が得られた。

(3) 検討

このように、FSCS は、Keydata の事案について3つの請求が成立するとして処理を進

会社管理手続（Provisional Administration）に置かれた。FSCS' Public Statement on the distribution of recoveries from the Lifemark vehicle to claimants.

⁹⁸ 回復された資金を請求者に支払うことについて COMP 7.6.2R で規定されている。

⁹⁹ Lifemark の受託者からの分配は、これ以前にも 2013年5月と8月に行われており（FSCS' Public Statement on the distribution of recoveries from the Lifemark vehicle to claimants.）、その後も 2015年3月、2016年1月に行われた。2016年1月29日付のリリースで、FSCS は「Keydata を通じて Lifemark の債券を購入した顧客は最後の支払いを受けることになる。Lifemark の受託者はすべての関連する資産を現金化した。FSCS は補償額の上限を超えた損害を被っている顧客に支払うことになる。」と述べている。

めた。一つめは、SLS によって担保されていたファンドの持分を有していた投資者に対しては、当該ファンド資金が不正流用されていたこと、二つめは、Lifemark によって担保されていたファンドの持分を有していた投資者に対しては、当該ファンド資金が購入していた Lifemark の債券がデフォルトしたこと、三つめは両ファンドについて ISAs 適格投資商品として販売されたが、実際はそのための要件を欠いていたことである。

これに対して、FSCS は、それぞれの請求について Keydata またはそれを販売した IFAs の法的責任があると判断し、補償を認めた¹⁰⁰。すなわち、一つ目の請求は資金が不正流用されたこと、二つ目の請求は「[Lifemark によって担保されたファンドの持分を] 販売するために Keydata によって作成された資料は FSA のルールに則っていなかった」ことおよび独立系金融アドバイザー業者による誤った販売 (mis-selling)、三つめ請求は実際はそうではないのに ISA に適格するものと不実表示され販売されたことである。

FSCS の Keydata にかかる補償は、2 万人に対して £3 億 3000 万に上った。大規模な補償であったが、FSCS は、資金の回復にも、COMP 7.4.1R に基づいて、大きな労力と時間を使ったと述べている。具体的には、すでに見てきたように、FSCS は、Lifemark の資産売却に関する働きかけ、SLS の資産の不正流用に関する回復の模索、そして商品を販売した 820 の IFAs への訴訟提起等を行っている。Lifemark の受託者による資産売却の働きかけは功を奏し、また、Keydata の商品販売にかかわった独立系金融アドバイザー業者 (IFAs) に対する訴訟提起も、一定の業者を Lead Case Defendants(LCSs)として選定して試験的に訴訟を遂行する方法で回復額が増大した¹⁰¹ (前出・脚注参照)。

¹⁰⁰ Keydata の事案に類似する事案として、Catalyst Investment Group Limited が存在する。Keydata は、外国で発行された債券に投資するファンドの持分を販売していたが、外国で発行された債券を直接、英国で販売していた事案である。2013 年 10 月 4 日、FCA は、ルクセンブルグ法の下設立された ARM の発行した債券を、英国で独立系金融アドバイザー業者 (IFAs) を通して個人投資家に流通させる主要な立場にあった Catalyst が、デフォルト状態にあると宣言した (これによって FSCS の補償が可能になった)。同年 10 月 9 日 ARM の暫定的清算人が選任された。同社はルクセンブルグの規制当局から債券の発行をやめるよう言われていたのに (同社は業者としての免許を申請はしていたが認められなかった)、Catalyst はこのことを知りながら、免許を得られなければ清算され得ることを開示せずに、債券を販売し続けたのであった。ARM の債券に関する請求としては、Catalyst に対するものと ARM の債券について個人投資家に助言し販売した IFAs (すでに破綻し請求に応じられない業者/最も大きいのは 2012 年にデフォルト宣言された Rockingham Independent Limited) に対するものがあるとされ、処理された。IFAs に対する請求は、過失による不実表示の責任を問おうとし、多くは成功しなかったが、当時 IFAs が ARM の免許付与に関して有していた情報に基づいて行為していなかった (免許付与がなされないであろうことを知っていたのに販売していた) ことを示す新たな証拠が見つかったとして、成功の可能性が高いと述べている。例えば、FSCS is considering claims against failed independent financial advisers in relation to advice to invest in ARM bonds, Oct. 15th, 2015. このように、外国で発行された債券を投資家に所有させるにいたった業者のみならず、その販売にかかわった金融アドバイザー業者にも同様に責任を課せようとする姿勢は、Keydata 同様といえると思われる。

¹⁰¹ 当初は IFAs に訴訟を提起して、可能な限り高い賠償額を得ようと和解を試みたが、IFAs の財務状況は悪く、また Professional Indemnity insurance にきちんと加入していない者もいたため、あまりうまくいかなかったようである。

3. CF Arch Cru fund に関する補償

(1) 事案

CF Arch cru fund とは、FSA によって法的に認められた 2 つのオープンエンド型投資会社 (Open Ended Investment Companies(OEICs)) であり、チャネル諸島証券取引所 (Channel Islands Stock Exchange) に 2009 年 3 月 13 日まで上場されていた (同日 FSA によって流動性の問題があるとして取引停止が命じられた)。2 つの OEICs の下には 6 つのサブファンドがあり、それらはガーンジー島 (イギリス海峡の島) で設立された 21 の cell companies を通して、イギリス以外の者も含め未上場証券やベンチャーキャピタルなどに投資されていた。OEICs の持分は独立系金融アドバイザー (IFAs・少なくとも 795 の業者) を通じて投資家に販売された。2009 年 12 月に、OEICs の取締役の立場にあった Capita Financial Managers Limited (以下 Capita) は、FSA にファンドの終了を申し出、2010 年 2 月にそれは受理され、ファンドの解散手続が開始された。

(2) FSCS によるリリース

2011 年 6 月 21 日付リリース :

FSA は上記 OEICs に投資している投資家のための £ 5400 万 (約 75 億 6000 万円) の包括的提案 (後述「(3) 検討」参照) を進める点から、話し合いに入っていると公表。FSCS は、そのことを認識し、上記 OEICs に対する請求を検討している。これらの請求は、もはや業を行っていない独立系金融アドバイザー (IFAs) に対するものになる。

2011 年 7 月 20 日付リリース :

FSA の上記話し合いの結果、ファンド運営 3 主体である Capita, Bank of NY Mellon および HSBC が (£ 5400 万を資金提供する) 包括的提案に同意した。FSCS は独立系金融アドバイザーに対してなされる請求について検討している。すなわち、それらがこれらのファンドに投資するよう助言した時のアドバイザーの負う義務は何か、当該助言が投資家に対する責任を生じさせるか、ということである。また FSCS は、£ 5400 万が投資家に支払われるなら、補償額をどのように計算するかも検討している。

2012 年 2 月 28 日付リリース :

FSCS は、本件における独立系金融アドバイザーの役割を検討し、請求が認められる可能性がある (破綻したアドバイザーは、ファンドを誤って販売したと立証されたときは、投資家の被った損害について責任を負う¹⁰²⁾) との判断に至った。

2012 年 4 月 3 日付リリース :

FSCS は、補償の時期がファンドの解散手続が完了するまで待たなければならないとは

¹⁰² 「誤って販売」 (mis-selling) というのは、主流ではない、リスクのある商品は、それを十分理解した投資家のみ販売できるのに、そうではない投資家にも販売されてしまったことを指している。

思わない。必要あればその都度、暫定的支払い（interim payments）をし、解散手続きが完了したら追加的支払（Top-up payment）をすることを考えている。これら暫定的支払いは、「支払枠組」から投資家にいくら支払われたかを考慮する。

2013年4月2日付リリース：

2013年4月1日から上記 OEICs に関して、破綻した独立系金融アドバイザーに対する請求で投資家に支払われるべき補償額の計算方法が変わる。補償を受ける権利のある請求者の投資の価値を Suitable alternative investment と比較するという、FCA によって決められたアプローチで計算されることになる。FSCS は 2012 年 4 月に公表した暫定的支払い（interim payment）で請求を処理することをやめ、FSA によって昨年 12 月に公表された Consumer redress scheme に従って請求を処理する。これは COMP Rules で要求されているものである。FSCS は暫定的支払いアプローチのもと 1000 にのぼる投資家に支払いをしたが、これらの者は今回の変更によって影響を受けない。それらの請求は CF Arch Cru の損害が明らかになったら、さらなる（Top-up）の補償が必要か決めるために評価し直されるであろう。

2016年2月15日付リリース：

FSCS は上記 OEICs の請求について、2012 年から £ 5800 万（約 81 億 2000 万円）を超える支払いを行った。当初は暫定的支払いを基礎にして、損害が確定したら追加的補償をする予定であった。2015 年に Funds は解散することになっていたが、いまだ解散していない。よってまだ最終的な追加的補償ができていない。FSCS は部分的な補償の請求を継続的に行う方法を検討している。2013 年 4 月からは FCA の Consumer Redress Scheme で規定されたアプローチで請求が処理されており、2013 年 4 月以降の請求には影響を与えない。

2016年6月3日付リリース：

Capita は上記 OEICs の解散手続きによって生じた、10 回目の投資者への分配を行った。これ以上の分配はないと Capita が認めた時点で、FSCS は最終的な追加的補償を行う。

（3）検討

この事案は、次の 2 つの点で他の事案とは少々異なっているといえるかもしれない。一つは、ファンド運営に携わった者によって自発的な資金提供が行われたことである。これは、「支払枠組」（Payment scheme）とあって、ファンド運営の 3 主体（OEICs の取締役の Capita、受託者であった HSBC Bank PLC および同じく受託者であった Bank of NY Mellon Trust and Depository (UK) Ltd）が、2009 年 3 月 13 日に OEICs の持分が取引停止されてから 2011 年 5 月 31 日までの間に被った損害を回復させる目的で、£ 5400 万の資金を自主的に提供し、投資家に支払う（具体的には、2011 年 5 月 31 日までに持

分を購入し同年 8 月 31 日時点でまだ保有している者（記録上およそ 6000 人）の被っている損害額に応じて、比例的に £ 5400 万を配分する）というものであり、計算上は損害の約 7 割をカバーできることになっていた。このオファーを受けた投資家は、上記 3 主体に対するいかなる請求権についても和解（final settlement）をしたことになり、裁判所や金融オンブズマンサービス（Financial Ombudsman Service）に対して訴えることはできなくなる¹⁰³という条件がついていた¹⁰⁴。

FSCS は、この「支払枠組」を前提に、ファンドを誤って販売した独立系金融アドバイザー業者（IFAs）に対する請求を（業者がもはや破たんしてその請求に応じられないことから）補償する方向で進めていた。

二つめは、Consumer Redress Scheme が使われたことである¹⁰⁵。これは、金融サービス・市場法(FSMA) 404 条で規定されている、投資者の損害を回復させる枠組である。具体的に、次の 3 要件を満たしたときに認められる——業を行うための要件を遵守することにつき業者が広範囲にまたは日常的に怠っていたと思われること、その結果投資者は裁判所が救済するであろう損失を被っているように思われること、投資者が救済を得る他の方法を考慮しても、このスキームが救済を与えるのに望ましいと考えていること、である（FSMA404 条(1)）。

本件に即して言えば、FSA によって法的に認められた業者（その後取り消された者も含む）が Arch cru funds に関して投資者にアドバイスしたすべての事案を対象に¹⁰⁶、業者自身が、当該アドバイスが法を遵守したものだっか（投資者に適合（Suitable）していたか）を調査し（FSMA404 条(5)）、法を遵守していなかったなら、それが投資者に損害を引き起こしたかを判断し（FSMA404 条(6)）、損害を引き起こしたと判断するならどのような救済が与えられるべきかを決定し、それを実行することを要求するものである（FSMA404 条(7)）。

具体的に、独立系金融アドバイザー業者は、2013 年（4 月 1 日から）4 月 29 日までに投資者に、業者による誤った販売（mis-selling）によって補償される権利があるかの調査を受けることを希望するか否かに関する意思確認のための書面を送ることが要求された（Retail Distribution Review）。投資者から意思確認が行われ、業者自身が法を遵守せず

¹⁰³ Coull Money Ltd.（破綻した IFA）が、オファーを受けた者は 3 業者を訴えられなくなるという提案について、公に意見を募らなかったことなどを争って提訴したが棄却された（[2012] EWHC 612(Admin)）。また、法律事務所（Regulatory Legal）が、2800 の投資者を代表して、その内容は公平でも合理的でもなく、投資家はそれを受けると決めるための十分な情報を得ていないとして提訴したが、棄却された。

¹⁰⁴ このオファーを受けずに損害を回復することも可能である。そのためには、上記 3 主体に対して裁判所または FOS を通じて訴えるか（Payment scheme のオファーに関する文書の日付から 6 ヶ月以内に）、自分に誤った助言で販売した（Mis-sold した）アドバイザーまたはファンド・マネジャーにアドバイスのレビューを依頼し補償の対象かを調査してもらう（後者は「支払枠組」と併用できる）。

¹⁰⁵ 本件は、Consumer Redress Scheme 実施のために FSA の権限が使われた初めての事案であった。

¹⁰⁶ ただし、Execution-only sales、Discretionary management arrangement の一部として投資をした場合、Arch cru funds への投資をやめる（Disinvest）ようアドバイスしなかった場合は対象外である。またすでに当該アドバイスについて FOS に訴え出た投資者や和解をした投資者も対象外である。

に（投資者に適合するアドバイスをせずに）投資者に損害を生じさせたと判断すれば、補償を行うことになる¹⁰⁷。その補償額は、もし適切なアドバイスを受けていたら占めていたであろう地位に置くという観点から決められる。アドバイザー業者は、ファンド持分の現在の価値、Capita から受けた中間的分配¹⁰⁸および「支払枠組」から受領する金額を差し引くことになる¹⁰⁹。

FSCS は、補償を受けられる投資者に対して、暫定的支払いをしていた（解散手続きが完了したら追加的支払をしようとしていた）が、2013年4月以降は、上記の手続に従って、Consumer redress scheme の中で請求を処理することになった。

4. WorldSpreads Ltd.に関する補償

特別管理制度（Special Administration Regime）を使って手続が進められた事案は、FSCS の果たす役割という観点からはほとんど同じように思われる。すなわち、FSCS は、業者が SAR に入って、選任された業者の特別管理人（Special Administrator）と緊密に連携し、特別管理人から情報を得ながら補償を行うという流れである。具体的に、WorldSpreads Ltd を例にとって、紹介する。

WorldSpreads Ltd.（2012年）は、変動部分投資（Spread betting）を業にする会社であり、個人の顧客が主であった。2012年3月18日に SAR に入り、当時、顧客の金銭に8%程度の不足分が生じていた。

FSCS は、WorldSpreads について、以下のようなリリースを出している。

2012年3月19日付リリース：

FSA は WorldSpreads Ltd.が特別管理制度（Special administration regime）に入っ

¹⁰⁷ この CF Arch Cru Fund に関する不適切なアドバイスに関する Consumer redress scheme について、FSA は 2012 年 4 月にコンサルテーション・ペーパーを公表し、これらのファンドの投資についてアドバイスをした業者は当該アドバイスについて調査し、必要あれば投資者に救済を提供することを提案している（Financial Services Authority, CP12/9“Consumer redress scheme in respect of unsuitable advice to invest in Arch cru funds”, <http://www.fsa.gov.uk/static/pubs/cp/cp12-09.pdf>）。これに対しては 230 を超えるフィードバックがあり、その多くは提案に反対するものであった（たとえば、このスキームのせいで Arch cru funds を販売したたくさんの業者が破綻してしまうことに強い懸念を示すなど）。それらに応えるために、FSA はポリシー・ステイトメント（Policy Statement）を 2012 年 12 月に公表している（上記の批判に対しては、このスキームは業者の責任を変更するものではない——投資者が個人で訴え出るなど他の方法で得る救済よりもより効率的にそれを具現化するだけと述べている）（Financial Services Authority, PS12/24“Consumer redress scheme in respect of unsuitable advice to invest in Arch cru funds”, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps12-24.pdf>）

¹⁰⁸ およそ £1 億 300 万を 6 回（2010 年 2 月、7 月、12 月、2011 年 7 月、12 月、2012 年 7 月）にわたって支払った。

¹⁰⁹ 投資者は、業者による調査を希望せず自分で業者の責任を追及したい場合、または業者から提示された補償額に不満がある場合、および業者が補償の権利がないと判断したことにつき異議がある場合には、Financial ombudsman service（FOS）を利用する道がある。IFA を FOS を通じて訴えた事例として、例えば、Financial Ombudsman Service, final decision complaint by Ms p and Mr M to ABC limied on Feb 2012, http://www.financial-ombudsman.org.uk/publications/technical_notes/archcru-final-decision-feb12.pdf

たことを公表。FSCS は状況を把握し、管理人 (Administrator) である KPMG と協議している。顧客は管理人に連絡することを勧める。

2012年3月30日付リリース：

共同特別管理人 (Joint special administrators) は顧客が残高に同意するための文書を出して、その同意された残高を使って補償額を決める。まだこの時点では FSCS に連絡する必要はない。

2012年6月25日付リリース：

FSCS は共同特別管理人と緊密に連携しており、まもなく潜在的請求者に個人向けの申請書 (Personalised application form) をメールで送付する。補償を請求するためには特別管理人である KPMG に残高を同意すること、FSCS の申請書を記入し返送すること、である。補償は UK ポンドで小切手で支払われる。

すなわち、特別管理人が支払不能になった業者の顧客に対して (請求合意書 (Claim Agreement Forms) を送付して) それぞれの口座の残高を個別に確認し、FSCS はそれら顧客に申請書 (Application Form) を送り、返送された内容に基づいて補償できると判断すれば、特別管理人によって与えられた情報に基づいて補償する、といった流れ¹¹⁰である¹¹¹。

¹¹⁰ 特別管理制度が利用された他の業者 (MF Global、Pritchard Stockbrokers Limited、Fyshe Horton Finney Limited.) についても、このような流れで処理された。MF Global UK Limited は、特別管理制度が最初に適用された業者に関する事案で、かつ同制度を利用した最も大きな規模である。MF Global グループのヨーロッパにおける会社で、主に、取引所及び店頭市場デリバティブでブローカーとして業を営んでおり、2011年10月31日に特別管理下 (Special administration (特別管理人は KPMG)) に入った。同社の顧客は FSCS によって保護されている個人の顧客から保護されない多国籍企業まで多岐にわたり、扱っている商品は 30000 以上 (その中には補償されるものとされないものが混在) で記録も一括管理されておらず、さらに 30 の異なる通貨で取引されており、調査に非常に時間がかかった上に、さらに、補償手続の途中で補償額の算定の時期に関する判決が出て、それを受け追加の補償がなされるべく、さらに時間を要した事案である (判決については下記参照)。Pritchard Stockbrokers Limited は、主に、個人の顧客を相手に、地域のブローカー ((Advisory, execution-only and discretionary basis) として業を営んでおり、2012年3月9日、SAR に入った。SAR に入ったとき、顧客の所有する株式について不足分が生じていた銘柄は 18、それぞれの不足率は 1% を切るものから 60% を超えるものまでであった。不足分は、当該銘柄を有している顧客の中で比例的に配分され、Pritchard Stockbrokers の行為又は不作為によって生じた不足分についてはすべて、顧客は FSCS による補償対象となった。MAZARS, Pritchard Stockbrokers Ltd – Transfer of stock subject to shortages, <http://www.mazars.co.uk/Home/News/Corporate-publications/Reports-for-Creditors/Pritchard-Stockbrokers-Ltd-Transfer-of-stock-subject-to-shortages>. Fyshe Horton Finney Limited は、Private Client broker であり、2013年3月20日 SAR に入った。また、2014年1月3日に Special administration Regime に入った Hartmam Capital Limited および 2015年1月19日に裁判所から Special administration order を受け、その結果、COMP Sourcebook の Default 状態 (FSCS Default) になった Alpari (UK) Ltd でも、同じように手続が進められた。なお、2013年10月11日に SAR に入った (同日 FSCS によるデフォルト宣言がなされた) ロンドンを拠点とする株式ブローカーである City Equities Limited については、リリースが出ていないため、どのような手続が踏まれたか不明である。

¹¹¹ FSCS リリースによれば、(Special Administration ではなく) 会社管理手続 (Administration) では、Administrator とそれほど緊密な連携・情報の共有は取られていなかったように思われる。例えば Keydata、Pacific Continental Securities (UK) Limited (2007年6月20日に会社管理手続、続いて

Ⅶ. 具体的事案——訴訟として争われた事案

FSCS による補償に関連して、争われた主要な事案を紹介する。

一つめは、補償額の算定期間について問題となった事案である (In the Matter of MF Global UK Limited (In Special Administration) and In the matter of the Investment Bank Special Administration Regulations 2011, 29 Jan 2013, [2013]EWHC 92(Ch))。

2012年10月にMF Globalの特別管理人は Hindsight Application (後知恵原則) に関して High Court に申し立てを行った。問題は、先物取引などで未決済になっている契約について価値をどのように計算するか——業者が会社管理手続 (Administration) に入った日付か、決済日付か——ということであった。決済日付で計算するのは、後知恵原則に基づいた考え方であり、この考え方は倒産法制上、債権者の請求に一般的に採用されている。しかし、裁判所は、後知恵原則は、CASS (「顧客資産に関するルールブック」) 7A のもとの分配の手続における、顧客の金銭に関する請求の決定には適用されない、とした。したがって、顧客の損失は MF Global が会社管理手続に入った日時である 2011年10月31日付で計算されることになる。この判決が出る以前に、管理人は顧客の金銭について中間的な分配をしているところ、その算定が後知恵原則に則った価値 (Close out value (契約締結時の価値)) を基にしており、2011年10月31日の価値より低いものであったことから、FSCS はその分の追加の補償 (Top-up compensation) をすることになった。

二つめは、分別管理されていた顧客の資金の分配についてである (In the matter of Lehman Brothers International (Europe) (In Administration) and In the matter of the insolvency Act 1986, 29 Feb.2012, [2012] UKSC 6)。

Lehman Brothers International (Europe) (以下 LBIE) は、2008年9月15日に会社管理手続に入ったが、CASS 7 の「顧客の資金に関するルール」 (client money rules) および「顧客の資金の分配に関するルール」 (client money distribution rules) で要求されている分別管理を、多くの顧客の資金について行っていなかった。そこで、LBIE が顧客の資金口座で分別管理していた顧客の資金 (Client Money Pool (以下 CMP) / 約 20 億米ドルあった) が LBIE の管理人によってどのように分配されるか等が問題となった¹¹²。

最高裁判所は、3対2で GLG の上訴を棄却した。最高裁判所は、顧客の資金が分別管

2008年3月21日に清算手続に入り、2009年1月28日にFSCSによるデフォルトと宣言された)、Square Mile Securities Limited (2008年3月28日に自発的な清算手続 (Creditors Voluntary Liquidation (CVL) : 清算人 (ライセンスを受けた倒産実務家 (insolvency practitioner) でなければならない) を選任することで自発的に事業を清算する手続) に入り、2009年2月23日にFSCSによってデフォルト宣言された) の事案参照。

¹¹² 上訴人は、LBIEの顧客の資金について、完全に分別管理されていた顧客であるGLG Investment plcであり、分別管理がなされていた顧客に対してのみ分配すべきと主張した。これに対して、CRC Credit Fund Limitedなどは、分別管理されていない顧客についても分配されるべきと主張した。

理されていようがいまいが、また、受領した資金が会社の口座に入っていたとしても¹¹³、業者が受領したときから信託で保有される（CASS17によって法定信託が成立する）と述べ、CMPは、顧客の資金口座の口座と特定できる口座で保有されている資金のみならず、顧客の資金と証明され得る会社の口座に入っているすべての資金をも含むとした。したがって、LBIEの管理人は、顧客の資金口座の口座および業者自身の口座で受領された顧客の資金を、（分別管理されていなかった顧客も含め）すべての顧客に対して分配しなければならないとした。

Ⅷ. おわりに

以上述べてきたことから、英国の投資者保護基金制度の特徴として、以下の2つが挙げられるように思われる。

一つは、FSCSが、制度運用のための費用を業者から徴収し、業者が「経済的な事情から自らに対する請求を満たすことができない、又はできない可能性が高いとき」、請求者の申請に基づいて審査して補償を行い、顧客から譲渡された権利に基づいて業者等に対して訴訟を提起し回復を試みる活動を、制定法の枠組の中で積極的に行っているということである¹¹⁴。その姿勢は、運営費および補償コストといった制度の運用にかかる費用の高さからも窺い知れるところである¹¹⁵。

もう一つは、補償の対象となる請求として、業者が顧客の投資商品または金銭を返還できない場合のみならず、業者による不適切な投資の助言によって損害が生じた場合を含み、さらに、この不適切な助言による損害が補償の大部分を占めていることである¹¹⁶。この背景に

¹¹³ CASS 7 は、顧客の資金の分別管理の方法として、顧客の資金を顧客の口座に入れる方法と（normal approach）顧客の資金を会社自身の口座に入れる方法（Alternative approach）を規定する。後者の方法は、通常大規模な投資業者でとられており、LBIEによっても採用されていた。

¹¹⁴ FSCS自身もリリースや報告書でその旨強調している。また、「FSCSへの質問事項(The questionnaire)」および「FSCS訪問記録」でも、全体を通じて、「消費者を保護する必要性が認められる」から補償を行う（「消費者が民事訴訟を起こすことなく、損害を回復できることを意図している」という強い姿勢が一貫して取られているように思われる（例えば、「FSCSへの質問事項(The questionnaire)」(37)①②、(62)に対する回答等参照）。具体的に、業者が破綻した理由（請求者が損害を被っている理由）にかかわらず（業者が組織ぐるみで詐欺を行っていた場合と業者の従業員が個人的に詐欺を行っていた場合で補償の有無に関する判断が異なるか、という問い（「FSCSへの質問事項(The questionnaire)」(43)に対する回答参照）、破綻業者に法的責任が認められるなら（破綻業者によってその顧客に損害が生じているのなら）上記「FSCSへの質問事項」(43)、「FSCS訪問記録」3頁参照）、補償は認められることが繰り返し述べられている。なお、請求者（顧客）に補償を認めるに当たって、FSCSが顧客に助言を信頼したことに過失があったことは通常は考慮しないようである（「FSCSへの質問事項(The questionnaire)」(37)④参照）。

¹¹⁵ また、FSCSは、ある業者が破綻したとき、業を行うことが法的に認められたクラスの事業のみならず、法的には認められていないクラスの事業についても補償するとしている。具体的には、投資事業のみを行うことが法的に認められていた業者が保険事業も行っていた場合、保険事業に関して損害が生じた請求についても補償を行う。その理由は、国民にとって業者がどの事業について法的ライセンスを受けているかはわからないことから、その保護の必要性があるとのことである。「FSCS訪問記録」6頁。

¹¹⁶ ただし、不適切な助言に関する請求のうち、3分の2程度は認められないとのことである（「FSCS訪問記録」9頁参照）。その理由は、請求者が業者に法的責任があることを示す証拠を提出しないこと（例えば、助言内容を示した書面または音声で、例えば当該投資について「全くリスクがない」との助言を

は、英国において、私的年金が大きな役割を果たしていること、また他の EU 諸国とは異なり、フィナンシャル・アドバイザーを通じた金融商品の販売が活発であることが考えられ、英国の投資者保護基金制度の大きな特徴をなしている¹¹⁷。

業者による誤った助言に関する請求が投資業に関する請求の多くを占める状況は現在も続いており¹¹⁸、それにともない不適切な助言に関する請求について補償対象も拡大している¹¹⁹。FSCS が述べるように¹²⁰、英国では、国民を業者の破綻から保護する必要性が生じて、それに対応するといった方法で、独自の補償制度を確立してきた。今後、長い歴史の中で積み上げられてきたこの制度がどのように発展するか、注目される。

受けたことが証明できれば補償対象になるが、口頭での申し立てだけでは補償は否定される（「FSCS 訪問記録」9-10 頁）、または、（不適切な助言を受けた証拠を提出できても）請求者に損害が生じていないことが挙げられている（「FSCS 訪問記録」10 頁、「FSCS 質問事項 (The questionnaire)」(44)④⑤参照）。

¹¹⁷ 不適切な助言に関する請求を補償対象としていることについて、英国では国民のほとんどが投資をしており、その多くの場合、投資アドバイザーに相談していることから保証の必要性が高いことを挙げている（「FCA 訪問記録」（2015年8月27日（木）10:00～12:00）5-6 頁）。

¹¹⁸ 例えば、2015/16 年度の投資業者に関する請求の傾向として、規制されていない集団的投資スキーム (collective investment schemes) を含め標準的ではない資産 (non-standard asset) に投資するよう助言されたことに関する請求が継続的に多数なされていることのみならず、最近では映画のパートナーシップまたは環境に関する計画に結びついた節税の枠組みに参加するよう助言されたことに関する請求が増加していることが指摘されている。FSCS, Annual Report and Accounts 2015/16, at 24.

¹¹⁹ オンラインを通じて借り手と貸し手が直接出会う融資形態 (Peer-to-peer lending) への投資の利点について受けた不適切な助言についても、最近補償対象となった (£5 万まで)。そのために満たすべき要件は、当該投資について受けた助言が 2016 年 4 月 6 日以降になされたこと、助言をした業者は当時そうすることについて適切な規制当局から法的に認められていたこと、助言の結果損害を被ったこと、業者またはその代表者は損害賠償請求に応じるための資産を十分有していないことである。

¹²⁰ 「FSCS 質問事項 (The questionnaire)」(62)に対する回答参照。

フランスの投資者保護基金制度

石川 真衣 早稲田大学高等研究所講師

I. フランスにおける投資者保護基金制度の沿革

1. FGDR の創設

フランスにおける投資者保護基金制度は、1999年6月25日の法律第99-532号により創設された預金保険基金（Fonds de Garantie des Dépôts、以下FGDという）を基礎に発展したものである。同法律は、1997年3月3日の欧州指令97/9/ECにおいて証券補償基金の創設が定められたことを受けたものであるが、証券補償基金の運営・管理に特化した独立の制度を設けるのではなく、証券補償基金（fonds de garantie des titres）、預金保険基金（fonds de garantie des dépôts）及び履行保証証券ないし運用債券の補償基金（fonds de garantie des cautions）の三つの基金をFGDに一括して運営・管理させる制度を設けたことを特徴とする。

2013年以降は、FGDの後身として2013年7月26日の法律第2013-672号により創設された預金保険・破綻処理基金（Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution、以下FGDRという）により、会員業者からの拠出金の徴収・管理・運用及び顧客への補償金の支払いがなされる体制が整えられている。FGDRの役割は、金融健全性監督破綻処理機構（Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution、以下ACPRという）とともに、フランスの金融システムの安定性及び同システムに対する公衆の信頼を確保することにあり、あらゆる場面において投資者が自ら手続を踏むことなく救済を受けることが原則とされている。

フランスにおいて現在見られるような証券補償制度に最初に言及したのは1993年の欧州投資サービス指令(93/22/EEC)の国内法化である1996年7月2日の法律第96-597号第62条であった。この翌年の欧州指令97/9/ECを契機として、1999年6月25日の法律第99-532号により現在のFGDRの前身となるFGDが置かれることとなった。

フランスにおいて、1999年以前に証券補償基金に相当する制度が置かれていなかったわけではない。証券取引所に関する1988年1月22日の法律第88-70号第6条¹において、有価証券市場の顧客を対象とする補償基金を設けることが義務付けられたことを機に、1990年に証券会社顧客補償基金（Fonds de Garantie de la Clientèle des Sociétés de Bourse）が設けられ、投資者に対する補償のための体制は構築されていた。この基金は、Tuffier社をはじめとする一部の証券会社の財政状況が悪化したことを機に設置されたものである²。このほか、一部の金融機関について、中央機関（organes centraux）³がその

¹ Loi n°88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs, Article 6, modifié par la Loi n°89-531 du 2 août 1989 - art. 34 JORF 4 août 1989.

² Rapport n° 1420, tome II de M. Dominique BAERT, fait au nom de la commission des finances, déposé le 3 mars 1999, p.23 (<http://www.assemblee-nationale.fr/11/pdf/rapports/r1420-01.pdf> [2017年12月21日閲覧]) .

³ 中央機関とは、ここでは農業金融公庫（Caisse nationale de crédit agricole）、庶民銀行組合（chambre syndicale des banques populaires）、全国相互信用連盟（Confédération nationale du crédit mutuel）、協同信用中央金庫（Caisse centrale de crédit coopératif）、地方農業相互信用中央組合

傘下にある信用機関の支払能力(solvabilité)等の保証義務を負うことに関する規定(1984年1月24日の法律第84-46号第21条)も証券補償の一形態として説明されることがある⁴。

1990年創設の証券会社顧客補償基金は証券取引所評議会(Conseil des bourses de valeurs)の監督の下で設立・規制され(証券取引所評議会一般規則を通じて規制)、証券会社に口座を有する名義人(titulaire)を対象として、証券会社が債務不履行状態(défaillance)に陥った場合に有価証券の不足分を補償するものであった。補償上限は、証券については一顧客につき250万フラン(1ユーロ=6.55957フラン)、将来の証券関係の取引に充てられた未使用の預金(dépôts en attente d'emploi)については一顧客につき50万フランとされ、補償金額は各事案につき総額2億フランを超えることができないとされていた⁵。証券会社顧客補償基金が資金不足に陥った場合には、SBF(Société des bourses françaises⁶)に対して最高で1億フランの負担が求められ、また会員業者による拠出金の額は、個々の会社が負担するリスクに応じて、証券取引所評議会により決定されていた⁷。しかし、証券会社顧客補償基金については、1901年法上のアソシアシオンであり公益性が認められないこと⁸、また1996年以降新規会員を認めていないことのほか⁹、同基金設置当初は証券会社に対して定期的な負担金の支払いが求められていたが、1992年以降は各会社の会計帳簿上補償を目的とした留保がなされることで足りるとされていたこと¹⁰などの複数の問題があった。こうした問題への対応は、欧州指令の国内法化の手続のなかでなされることとなる。

欧州指令の国内法化に伴い、マリーニ元老院議員により元老院調査報告書(Rapp.

(Fédération centrale du crédit mutuel agricole et rural)、国民貯蓄中央金庫(Centre national des caisses d'épargne et de prévoyance、不動産信用株式会社組合(Chambre syndicale des sociétés anonymes de crédit immobilier)を指していた(1991年5月15日の法律第91-457号による改正後の1984年1月24日の法律第84-46号第20条)。

⁴ Rapport n° 300 (1998-1999) de M. Philippe MARINI, fait au nom de la commission des finances, déposé le 7 avril 1999 (http://www.senat.fr/rap/198-3001/198-3001_mono.html [2017年12月21日閲覧])。)

⁵ Rapport n° 300 (1998-1999), *op.cit.* (note 4). 上限金額が設けられているため、各顧客が受け取る補償金額は事案ごとに変動する。

⁶ フランスの証券取引所運営主体(現ユーロネクスト・パリ社)。1988年1月22日の法律により設立され、公認仲買人組合(Compagnie des Agents de Change)の後身にあたる。

⁷ Rapport n° 300 (1998-1999), *op.cit.*(note 4), DISPOSITIONS RELATIVES À LA GARANTIE DES DÉPOSANTS, DES ASSURÉS ET DES INVESTISSEURS, Chapitre III : Garantie des investisseurs, Article 50, Mécanisme de garantie des titres.

⁸ Rapport n° 300 (1998-1999), *op.cit.*(note 4), Chapitre IV : Mesures diverses et transitoires, Art. 53, Mesures transitoires.

⁹ Description and assessment of the national investor compensation schemes established in accordance with Directive 97/9/EC, Appendices, p.33, http://ec.europa.eu/smart-regulation/evaluation/search/download.do;jsessionid=QHvp_1oLRAbt-utfvXr72S6F1WaD6VY9r7ZxHDz1XMfcqSCT2Elk!-639955766?documentId=2416 [2017年12月21日閲覧]。

¹⁰ Rapport n° 300 (1998-1999), *op.cit.*(note 4), Chapitre IV : Mesures diverses et transitoires, Article 53, Mesures transitoires.

Sénat n° 300 (1998-1999)) が提出された¹¹。同報告書は、それまでのフランス国内の証券補償制度の整備の遅れを浮き彫りにする内容であり、具体的には 1996 年 7 月 2 日の法律が証券補償制度に関する規定を設けていたものの、適用のための条件が満たされず、結果として 1990 年に創設された証券会社顧客補償基金に代わる基金が設けられるに至らなかったこと及び欧州指令 97/9/EC の国内法化の期限が遵守されなかったことを指摘し、1989 年 8 月 2 日の法律により改正された 1988 年 1 月 22 日の法律に基づき導入された顧客補償制度のみが存在している状況の改善が証券補償制度の構築を通じて図られるべきであるとした。

1999 年 6 月 25 日の法律第 99-532 号の制定を受け、証券会社顧客補償基金は既存の預金保険基金とともに FGD の管理下となり（履行保証証券ないし運用債券の補償基金はこの時点で新たに創設されたものである）、証券会社顧客補償基金に拠出されていた資金（約 1700 万フラン）は FGD に移されたとみられる¹²。その後、2005 年 11 月 8 日の合意によりモナコ公国の金融機関もフランスの証券補償メカニズムに加入できることとなった¹³。

2. 分別管理義務

投資サービス提供者 (*prestataire de services d'investissement*) は顧客の財産 (*avoirs*) を保護するために、分別管理義務 (*obligation de ségrégation*) を負うとされている。分別管理義務は欧州指令（1993 年の欧州投資サービス指令第 10 条、2004 年 4 月 21 日の金融商品市場指令第 13 条 (7)・(8)）において明らかにされ、通貨金融法典 L.533-10 条第 6 項（旧 1996 年 7 月 2 日の法律第 96-597 号第 63 条）は、投資サービス提供者は「顧客が所有する金融商品に関する顧客の権利を保護し、顧客による特段の同意のないかぎり、自己の計算でこれらの金融商品が利用されることを防止しなければならない」と規定し、第 7 項は顧客の資金に関する分別管理義務について定める。分別管理義務に関する詳細な条件は AMF 一般規則第 313-13 条ないし 313-17-8 条において明らかにされている¹⁴。このような状況において、FGDR は分別管理義務違反に対するセーフティーネットとしての役割を果たすことになる。

¹¹ V. Rapport n° 300 (1998-1999), *op.cit.* (note 4).

¹² Rapport n° 300 (1998-1999), *op.cit.*(note 4), Chapitre IV : Mesures diverses et transitoires, Article 53, Mesures transitoires.

¹³ V. Rapport n° 1527 de Mme Joëlle CECCALDI-RAYNAUD, fait au nom de la Commission des Affaires Etrangères sur le projet de loi n° 1379, autorisant l'approbation de l'accord sous forme d'échange de lettres relatives à la garantie des investisseurs entre le Gouvernement de la République française et le Gouvernement de Son Altesse Sérénissime le Prince de Monaco, déposé le 18 mars 2009 (<http://www.assemblee-nationale.fr/13/rapports/r1527.asp> [2017 年 12 月 21 日閲覧]).

¹⁴ なお、投資会社 (*entreprise d'investissement*) の分別管理義務については、2017 年 9 月 6 日の大臣アレテ (Arrêté du 6 septembre 2017 relatif au cantonnement des fonds de la clientèle des entreprises d'investissement, JORF n°0210 du 8 septembre 2017)、これにより 2007 年 7 月 2 日の大臣アレテ (Arrêté du 2 juillet 2007 relatif au cantonnement des fonds de la clientèle des entreprises d'investissement, JORF n°154 du 5 juillet 2007) は廃止された) も参照。

投資者保護の前提となるのは、金融機関による分別管理義務の遵守であり、これは第一に内部統制の問題として業務執行機関の責任となるが、実際に分別管理がなされているかを監督する役割を果たすのは、会計監査役により作成される分別管理状況に関する報告書の提出を受ける金融市場庁 (Autorité des Marchés Financiers、以下 AMF という)、及び ACPR である。特に、ACPR は検査官を派遣して現場で帳簿の検査を行い、金融機関の財政状況を把握することで事前に問題を察知し、介入の必要性を判断する。介入手段としては、投資サービス提供者 (業者) に対する ACPR による認可の取消しが有効とされるが、明白な違反 (infraction) がない場合に認可を取り消さずにいるとその間に顧客の資産が失われる可能性が高まり、また反対に明らかな根拠なく取消しを行うと訴訟が提起されるリスクがある。このような場面においては顧客が保護されているか否かが介入の判断基準となる。

3. 「証券の所有」概念と補償対象となる顧客

原則として、証券を「所有」する者が補償の対象となる。金融機関は証券を「所有」できず、所有者となるのは顧客である。フランスにおいては証券の帳簿への記載 (口座登録) が顧客の所有の根拠となるが、このように解されるのは証券の発行者がフランス国籍で、証券がフランスにおいて発行され、フランス法に依拠する場合に限られる。このため、フランス外で取引の一部がなされた場合に (発行者または顧客がフランス外の者である場合、契約がフランス法以外を準拠法とする場合) フランス法の適用の有無・範囲を判断する必要性が生じるほか、そもそも所有者を識別することが困難となる場合も想定される。例えば、仲介機関となるフランスの金融機関を通じて、フランス以外の国の法律を準拠法とするファンドに投資がなされた場合には当該金融機関が証券の所有者と解され、フランスにおける顧客の所有権が認められないことや支店の顧客情報 (取引記録) が本社において把握されていないことなどの問題が挙げられる。証券のペーパーレス化が進んでいる状況及びクロスボーダー取引がなされる状況においては、発行者の準拠法、証券の準拠法、契約の準拠法、預金者の準拠法が複雑に絡み合い、問題解決がより困難となることが指摘される。

特に問題となるのは、証券の所有者とされた者に対する救済のあり方である。2010 年の EGP 社の事案 (後述 IV 参照) においては、顧客が実際に被った損害額の算定がなされ、その限度で補償がなされた。これは金融機関が不履行状態に陥ったときに、不履行状態に陥る以前に顧客がそれぞれその保有口座から過去の取引を通じて得た利益を引き出していた場合には当該利益分を補償金額から差し引くことで、実際に支払われる補償額を調整するものである。このように各顧客によりなされた取引の経緯を考慮に入れて実際に顧客が被った損害額を算定する方式 (純ポジションの算定) は法律上規定されているものではなく、実務により考案されたものである。EGP 社の事案において FGDR による実際の補償が 800 万ユーロ程度にとどまった理由はこうした算定方式を用いたためであ

るとされる。

さらに、補償手続にはコストが伴うことが指摘される。事案が二国以上に広がる場合には問題が複雑化するほか、金融機関の規模に応じて顧客の特定に時間がかかり、コストが膨らむ可能性もある。

II. 金融健全性監督破綻処理機構 ACPR

ACPR は、金融機関に対する監督を担う行政機関 (autorité administrative) であり¹⁵、金融システムの安定性確保及びその監督下の者の顧客、被保険者、会員業者並びに受益者の保護を任務とする (通貨金融法典 L.612-1 条)。ACPR は、2010 年 1 月 21 日のオルドナンス第 2010-76 号により創設された ACP (Autorité de contrôle prudentiel) の後身であり、信用機関 (établissement de crédit)、証券会社及び保険会社に対して認可を与え、監督を行う大規模機関 (職員数約 1,100 名¹⁶) として¹⁷、補償手続の初期段階において重要な役割を果たしている (後述 III 5 参照)。実際、証券補償メカニズム発動に際して、決定権限を有するのは FGDR ではなく、ACPR である。財務省もアレテ及び規則の改正を通じて証券補償に関与するが、補償金の支払い方法など FGDR が判断する事項を除き、基本的に ACPR が各種決定権限を有すると考えてよい。

証券補償との関係で重要となるのが破綻処理手続である。破綻処理 (résolution) 概念は 1999 年 6 月 25 日の法律によりフランスにおいて導入され、具体的には金融機関の支払停止の回避を目的とする行政介入を指すものである。一般的に、証券補償メカニズムの発動コストを回避するために、破綻処理手続をとることができる場合にはこれを優先することが望ましいとされ、清算手続による解決方法とは別個の選択肢として理解される。考慮されるのは、金融システムの安定性確保であり、破綻処理手続は一部の重要な金融機関を念頭に置くものである。したがって、金融機関が比較的小規模である場合など、金融システム全体に伝播するリスクがなければ、裁判上の手続である清算が実施されるべきであると解される。2013 年 7 月 26 日の法律第 2013-672 号により ACP は ACPR に名称変更し、銀行の破綻処理手続を計画しこれを実施する権限が新たに付与された。計画の決定に際しては 2013 年の法律制定と同時に創設された破綻処理委員会 (collège de résolution)¹⁸により決議がなされる。

¹⁵ 2017 年 1 月 20 日の法律第 2017-55 号第 24 条により独立行政機関 (autorité administrative indépendante) ではなくなった。

¹⁶ L'ACPR en chiffres (<https://acpr.banque-france.fr/lacpr/presentation/lacpr-en-chiffres> [2017 年 12 月 18 日閲覧]) .

¹⁷ 全体的な仕組みについて、三菱 UFJ リサーチ&コンサルティング「諸外国における金融制度の概要」251 頁以下 (平成 26 年 3 月) <http://www.fsa.go.jp/common/about/research/20140603/01.pdf> [2017 年 12 月 21 日閲覧]。

¹⁸ 破綻処理委員会は、フランス銀行の総裁、副総裁、AMF の長官、財務省の国庫部門の局長 (director)、FGDR の長官、破綻院商事部の裁判長の 6 名で構成されている。

Ⅲ. 預金保険・破綻処理基金（投資者保護基金）FGDR

1. 組織の概要

（1）FGDR の地位

FGDR は、一般利益の実現のためのミッションを与えられた私法人（*personne morale de droit privé*）である（通貨金融法典 L.312-9 条）。FGDR の目的として掲げられているのは、銀行の顧客保護及びフランスの銀行システムの安定性の保障である。2013 年 7 月 26 日の法律第 2013-672 号の制定により、銀行破綻処理（*résolution bancaire*）手続への関与の範囲が拡大された。破綻処理・補償メカニズム発動の決定権限は ACPR にあることから、FGDR は拠出金の受取り及び補償金の支払いを行う下部組織としての側面を有する。

FGDR は、執行役員会（*directoire*）及びこれを監督する監査役員会（*conseil de surveillance*）により構成される。

（2）執行役員会

執行役員会は FGDR の業務執行を担う機関であり、少なくとも 2 名の執行役員により構成される（L.312-12 条）。執行役員の任期は 4 年、再任可能である。執行役員会会長の任命には経済担当大臣の承認が必要である。2017 年現在、執行役員の数は 2 名である。2017 年 3 月時点の執行役員のプロフィールを見ると、いずれも国立行政学院（ENA）出身者であり、行政官としての経験と金融界での経験を併せ持つ者が就任している。

（3）監査役員会

監査役員会は 12 名の監査役員により構成され、預金保険基金に対する拠出金額が最も高額である信用機関の代表者 7 名、預金保険基金の会員業者であるその他の信用機関から選出された代表者 2 名、証券補償基金への会員業者（信用機関を除く）から選出された代表者 2 名、履行保証証券ないし運用債券の補償基金への会員業者（信用機関を除く）から選出された代表者 1 名から成る（L.312-10 条）。このように、監査役員会の構成員は、フランス国内の主要金融機関を代表する者であり、行政官は含まれていない。ただし、経済担当大臣により任命される財政監査役（*censeur*）が議決権を持たないものの、監査役員会に出席することとされている（L.312-10 条 II）。

監査役員の任期は 4 年、再任可能である。監査役員会は少なくとも年 4 回開催される（2015 年度及び 2016 年度は 5 回）。監査役員会は執行役員会の構成員の選解任権を有するほか、会計監査役を選任し、計算書類を承認し（承認された計算書類は経済担当大臣に提出される）、執行役員会の構成員の報酬を決定する。さらに、事後的に経済担当大臣アレテによる承認が必要であるが、FGDR の内部規則を策定する権限を有するのも監査役員会である。また、執行役員会からの提案を受け、監査役員会は会員業者への事前介入の基本方針及びその

方式を定める。

監査役会における各監査役が有する議決権数・割合は、それぞれが代表する金融機関による FGDR への拠出総額に応じて異なる (L.312-11 条)。賛否同数の場合には、監査役会会長がキャスティング・ボートを有する。

(4) 諮問委員会

2012 年 6 月 29 日の決定により、監査役会は二つの諮問委員会 (①指名・報酬委員会 (comité des nominations et des rémunérations)、②監査委員会 (comité d'audit)) を創設した。いずれの委員会も監査役会のメンバー3 名により構成される。その役割は、監査役会における審議の準備を行うことである。

2014 年度は、指名・報酬委員会は 1 回、監査委員会は 4 回 (監査役会開催前) 招集された。

(5) 事務処理体制

FGDR の常勤職員の数は約 14 名である。補償メカニズムごとに組織が置かれるのではなく、すべての補償メカニズムを横断する形で次の 4 つの部門が置かれ、執行役会の監督の対象とされている。

① 手続部門

補償に関する事務処理及び情報システムの管理を行う部門

② 財務部門

会員業者と連絡をとり、拠出金の徴収及び財務・会計に関連する手続を行う部門

③ 法務部門

④ コミュニケーション・研修部門

また、補償案件においては、コールセンター、処理センター、出版センター等を設置する必要が生じるため、外部委託を行うための準備がなされる。2014 年にコールセンター業務を担う *Téléperformance* 社において 16 名が補償手続に関する研修を受けた。

(6) FGDR における三つの基金

証券補償基金制度の根拠条文は通貨金融法典 L.322-1 条及び L.322-5 条である。L.322-1 条は現在設置されている投資サービス提供者を対象とした制度である。また、L.322-5 条においてポートフォリオ管理会社を対象とした証券補償基金制度に関する定めがあるが (基金の運営・管理は FGDR によりなされることとされている)、2007 年の通貨金融法典の改正により追加された規定であるものの、現時点ではまだポートフォリオ管理会社のための証券補償基金は創設されるに至っていない。

預金保険基金と証券補償基金はフランスにおいては同一の法人により管理運用されている。FGDR が運営・管理する基金は次の三つである。

- ① 預金保険基金 (fonds de garantie des dépôts)
- ② 証券補償基金 (fonds de garantie des titres)
- ③ 履行保証証券ないし運用債券の補償基金 (fonds de garantie des cautions)

2. FGDR の権限

FGDR の権限は原則として補償手続に限定される。ただし、以下の権限も認められている。

- ・ 介入が要請されている機関の計算書類及び会計監査報告書の開示請求権
- ・ ACPR によりなされた調査報告書 (rapports d'inspection) の伝達権
- ・ 任務の遂行に必要とされる、会員業者が有する情報の開示請求権

また、FGDR は、監査役会の承認を得た上で、補償金額の回復を目的として、会員業者の法律上または事実上の指揮者に対して責任追及訴訟を提起することができる (L.312-6 条)。なお、銀行秘密 (secret bancaire) を FGDR に対抗することはできない (L.312-15 条)。

3. FGDR の証券補償スキームの対象機関

証券補償スキームの対象機関は「投資サービス提供者 (prestataires de services d'investissement、業者)」である。現在、約 300 機関が対象となっている (2014 年度は 351 社、2015 年度は 332 社、2016 年度は 325 社)。

投資会社は証券補償スキームのみの会員となればよいが、信用機関 (établissement de crédit) は証券補償と預金保険のスキームの二つの会員とならなければならない。

会員業者となるのは以下のものである。

- ① ポートフォリオ管理会社 (société de gestion de portefeuille) を除く、フランス本国 (France métropolitaine) 及び海外県 (département d'outre-mer) に本社を置く、外国グループの傘下の子会社を含むすべての投資サービス提供者 (フランスにおける販売網 (réseau) 及び欧州経済領域の国における支店が対象となる)
- ② 海外公共団体 (collectivité d'outre-mer) またはモナコに本社を置く、外国グループの傘下の子会社を含むすべての投資サービス提供者 (フランスまたはモナコにおける販売網が対象となる)
- ③ 欧州経済領域外に本社を置く投資サービス提供者のフランス支店 (これらの支店はフランスにおいて事業を行うにあたり特別な認可を受ける)

フランスを除く欧州経済領域の国に本社を置く投資サービス提供者のフランス国内の支店は、FGDR による補償制度の対象範囲に含まれない (本社が置かれている国の証券補償制度の対象となる)。

なお、現在の証券補償制度は投資サービス提供者（信用機関及び投資会社）を対象としており、前述したように、L.322-5 条に規定されているポートフォリオ管理会社（投資運用業者に相当）の顧客を対象とした補償制度は未だ構築されていない。

4. 金融機関による拠出金の支払いと運用方針

(1) 金融機関による拠出金の支払い

フランスにおいて認可を受けているすべての信用機関・投資会社は FGDR に拠出金を支払うこととされている。証券補償システムはこれらの信用機関及び投資会社による拠出のみにより運営されており、公的資金は投入されていない。

2013 年 5 月時点で約 20 億ユーロが FGDR に拠出されていたが（2012 年 12 月 31 日時点での拠出資金の総額は 22 億 6300 万ユーロ、このうち 1 億 1500 万ユーロ分が証券補償に充てられていた）、2016 年現在、FGDR は総額で約 35 億ユーロ以上の資金を保有し、このうち証券補償に充てられているのは約 1 億 5000 万ユーロである¹⁹。2 年で総額 10 億ユーロ近くの増加があったことになるが、預金保険基金分の増額によるものであり、証券補償基金の規模自体に大幅な変化はない。また、FGDR は必要とされるときには会員業者から借入を行うことができるほか、会員業者に対して例外的に追加的な拠出（特別拠出）を要請できる。借入方法の詳細は不明であるが、証券補償の事案発生後の補てんのために、会員業者による特別拠出は既に数回なされている（後述）。

FGDR は個々の会員業者の拠出金を定める権限を有しない。個々の会員業者による拠出金額を定める権限を有するのは ACPR 及び AMF である（通貨金融法典 L.322-3 条）。これら二つの機関により（実際には ACPR が AMF に対して意見を求める形がとられる）、拠出金額の算定方法及び各会員業者による拠出金額の最低額が決められる。算定は、会員業者において補償対象となる資産額（預金・証券）に基づいてなされる。また、算定の際には、会員業者により既に支払われた拠出金の額、及び会員業者が証券補償手続の対象となるリスクを反映する財務状況に関する指標により調整がなされる。

2015 年の改正により若干 FGDR の権限が拡大したが（後述）、FGDR は拠出金の決定プロセスに対してそれほど大きな影響力を有するわけではなく、それらの事項に関する決定権限は基本的に ACPR に帰属する。FGDR が個々の会員業者の拠出金について意見を述べるできない理由は、ACPR が会員業者のリスク及び資産状況に関する情報を有し、FGDR にはそれらの情報が恒常的に提供されているわけではないためであるとされる。実務上は、ACPR が各金融機関に対して拠出の要請を行い、FGDR が拠出金を受け取る形となっている（ただし、督促を行うのは FGDR である）。支払いがなされない場合には、ACPR による制裁の対象となる（通貨金融法典 L.312-8 条）。

会員業者から事前に拠出金が集められる方式がとられ、証券補償のための資金の目標

¹⁹ FGDR2016 年次報告 42 頁 « Composition des fonds propres du Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution »。

金額ないし最低額は設定されていない（必要に応じて臨時の追加拠出が求められることで対処がなされている）。なお、通常拠出（cotisation ordinaire）については、FGDR に対する保証金の差入れを伴う会員業者による支払義務の負担（engagement de paiement）で足りるとされているが、特別拠出（cotisation exceptionnelle）については実際に金銭の支払いがなされなければならない。

具体的な拠出額は、2015 年までは原則として毎年、経済担当大臣アレテにより定められてきた（通貨金融法典旧 L.322-3 条）。ただし、経済担当大臣アレテが定めていたのは、各年度の拠出総額のみである。近年の拠出金の総額は以下のとおりである。

2012 年： 740 万ユーロ（通常拠出）、460 万ユーロ（特別拠出）

2013 年： 730 万ユーロ（通常拠出）、690 万ユーロ（特別拠出）

2014 年： 730 万ユーロ（通常拠出）、860 万ユーロ（特別拠出）

2015 年以降は、FGDR の執行役会からの提案に基づき、ACPR の承認（及び AMF の意見）を受けたうえで、FGDR の監査役会が会員業者からの毎年度の拠出金総額または各業者の負担割合（taux）を定める形式に変更された（L.312-10 条）²⁰。拠出金の総額またはリスク等に応じた負担割合を定めるか及びどのような形式で拠出金を支払うかについては監査役会が判断する形がとられている。ただし、各会員業者が実際に拠出する額の算定を行うのは従来通り ACPR であることに変更はなく、また拠出金の算定方式が監査役会に対して ACPR により提案されること及び監査役会の最終決定が ACPR の意見と異なる場合には ACPR の判断が優先されることから²¹、FGDR の監査役会に決定権限が付与されたことは形式的な変更であり、実質的な決定権限は ACPR にあるとみることができる。

2015 年及び 2016 年の拠出金の総額は次のとおりである。

2015 年： 740 万ユーロ（通常拠出）、425 万ユーロ（特別拠出）

2016 年： 1530 万ユーロ（通常拠出）、246 万ユーロ（特別拠出）

特別拠出は、補償事案において顧客に支払われた金額等の補填を目的として、会員業者に対して求められるものである。これらは EGP 社（2010 年）及び Dubus 社（2013 年）の処理に伴う証券補償基金の資金の減少分に対する補填として説明され、2016 年度の特別拠出により全額の補填が完了したとされる²²。

（２）基金の資産の運用方法

運用形態

FGDR による資産運用は三つの基金（預金保険制度、証券補償制度、履行保証証券な

²⁰ FGDR2015 年次報告 18 頁以下。

²¹ FGDR2015 年次報告 18-19 頁。

²² FGDR2016 年次報告 52 頁。

いし運用債券のための制度) について包括的になされている(各基金は独立しているが、運用は包括的になされ、資産の混同が生じないように、会計上の処理がなされる)。具体的には、60%が短期金融商品、35%が債券、5%が株式に分散投資されている²³。運用上、即時的換金性(資本の安全性)の確保が原則とされ、運用益はFGDRにとっては劣後的な課題であるとされる(なお、2010年以降、プラス運用が続いている。2014年は+0.72%(+1990万ユーロ)²⁴、2015年は+0.84%(+2710万ユーロ)²⁵、2016年は+0.37%(+1260万ユーロ)²⁶の運用結果となっている。)

財務管理委員会

基金の資産運用は執行役会の責任事項であるが、執行役会に対して運用に関する意見を述べる財務管理委員会(*comité de gestion de trésorerie*)が置かれている。財務管理委員会は、執行役会により任命された、委員長を含む少なくとも5名の委員により構成される。委員は、会員業者において財務・資産管理に関する経験を有する者のなかから選ばれる。2016年時点では、財務管理委員会は、委員長と5名の委員(+財務管理委員会会合に参加する執行役会の構成員)で構成されていた。

運用方針

資産運用は民間の金融機関に委託を行う形でなされている(短期金融商品の運用について6社、債券の運用について4社(2016年に新たな運用会社に交代)、株式の運用について3社にそれぞれ委託)。5年毎に運用会社を見直し、新たな会社を募集する形がとられる。運用会社の決定は執行役会によりなされるが、執行役会を補佐するコンサルティング会社が手続に加わるほか、前述した財務管理委員会も意見を述べる²⁷。

運用については、投資先の分散化、格付けに基づいた制約、投資先の業界の分散化、為替リスクの回避、OECD外の国への投資の禁止、ヘッジファンドの利用の禁止、新興市場の回避、スモール・キャップ及びミッド・キャップへの投資の禁止、プライベートエクイティファンドの利用禁止、不動産投資の回避などのルールが置かれている²⁸。また、可能な限りフランス国内外問わず、銀行・金融サービス関連業界に対する投資を行わないことが原則とされている(ただし、保険分野には投資を行う)²⁹。さらに、インデックス・マネジメントは行われず、アクティブ運用のみがなされている。

²³ 分散投資のあり方を決定するのは監査役会であるが、その提案は執行役会によりなされている。2015年度の方針では、保有割合は株式については4~8%、債券については上限25%まで、短期金融商品については70%以上とされていたが(FGDR2015年次報告26頁)、その後、監査役会の決議により債券の保有割合が35%に引き上げられた(FGDR2016年次報告26頁)。

²⁴ FGDR2014年次報告17頁。

²⁵ FGDR2015年次報告25頁。

²⁶ FGDR2016年次報告25頁。

²⁷ Interview de Thierry Dissaux, « Fonctionnement du FGD et gestion des fonds », 10/06/2013, <https://www.garantiedesdepots.fr/sites/default/files/Article%20Newsmanagers%20%2010%2006%202013.pdf> [2017年12月21日閲覧]。

²⁸ *Ibid.*

²⁹ *Ibid.*

なお、マイナス金利の影響、そして近時の債券への投資からのリターンの低下を受けて、運用方針について近時若干の変更があり、新たな運用者の選任及び運用ルールの適用に向けた準備がなされている。

5. FGDR による補償

(1) 補償対象者

証券補償の受取人は口座の名義人である。未成年者、被後見人、代理人である第三者であってもよい。ただし、名義人が権利者 (ayant-droit) でない場合には補償を受けることができない。

原則として、個人 (particuliers)、すべての企業 (形態を問わない)、アソシアシオン、民事会社 (sociétés civiles)、財団 (fondations)、その他専門家集団 (groupements professionnels)、公施設法人 (établissements publics)、地方公共団体 (collectivités locales) 及びそれらの機関が補償対象者となる。

ただし、例えば以下のものは補償を受けることができない³⁰。

- ① 国家、中央行政機関、超国家機関
- ② 金融分野において事業活動を行う銀行、保険会社、投資会社、OPCVM (有価証券共同投資機関)、その他企業
- ③ 破綻会社及びそのグループ会社の指揮者 (dirigeants)、取締役、会計監査役

³⁰ 補償の対象とならないものの詳細については、1999年9月23日の規則第99-14号3条参照。

「補償の利益から除外されるのは以下のものである。

1. 次の者により預託された証券
 - a) 信用機関、投資会社、通貨金融法典 L.440-2 条の第 3 及び第 4 に挙げられる者及び同法典 L.542-1 条の第 4 及び第 5 に挙げられる者
 - b) 保険会社 (entreprises d'assurance)
 - c) 共同投資機関 (organismes de placement collectif)
 - d) 年金基金 (organismes de retraite et fonds de pension)
 - e) 通貨金融法典 L.518-1 条に挙げられる者
 - f) 個人責任を負う社員及び有限責任社員で会員業者の資本の少なくとも 5% を保有する者、会員業者の取締役、執行役員及び監査役会の構成員、指揮者及び会計監査役、そして同一グループに属する他の会社においてこれらの資格を有するすべての投資者
 - g) f) に挙げられた者の計算で行為をなす第三者
 - h) 他の会社に対する実効的な支配権を関係会社の一つに与える資本関係を会員業者との間に直接または間接的に有する会社
 - i) 通貨金融法典 L.511-21-4 条の意味するところのその他の金融機関
2. 刑法典 222-38 条、324-1 条もしくは 324-2 条または関税法典 415 条に基づきマネーロンダリングに関する犯罪を理由として投資者に対して刑事上の確定有罪判決が下された取引に関連する証券
3. 会員業者に関する事実から投資者が個人的に利益を得ており、それらの事実が会員業者の財政問題の原因であるまたは会員業者の財政状況を深刻化させた場合に、当該投資者の計算において保有されている証券
4. その特質を原因として次のもの
 - a) 超国家機関、国家または中央行政機関の計算において保有されている証券
 - b) 欧州経済領域 (EEA) に関する合意に参加する国以外の通貨建ての現金預金 (ただし、仏領太平洋地域フランを除く)

(2) 補償対象商品

補償対象となるのは、通貨金融法典 L.211-1 条に列挙されている金融商品 (instruments financiers) である。

第一カテゴリ：有価証券 (titres financiers)

- ① 株式発行会社 (sociétés par actions) により発行されている資本証券 (titres de capital) (2 項 1 号)

※記名・無記名株式、上場・非上場株式を問わない

- ② 債権証券 (titres de créance) (2 項 2 号)

具体的には、国家、地方公共団体、資本会社または証券化ファンド (fonds commun de titrisation) が発行する証券形式の債権 (créance)。長期国債 (obligations assimilables du Trésor)、短期国債 (bons du Trésor)、債券、流通債権証券 (titres de créances négociables (国庫証券 (billets de trésorerie) や預金証書 (certificat de dépôts) など) が含まれる。

- ③ 共同投資機関 (organismes de placement collectif) の持分または株式 (2 項 3 号)

例えば、OPCVM (有価証券共同投資機関) や SCPI (不動産投資民事会社) の持分。

第二カテゴリ：金融契約 (contrats financiers)

オプション、スワップ、ヘッジ契約 (contrats de couverture) など、通貨金融法典 D.211-1 A 条に定められるもの

通貨金融法典 L.211-1 条に定められるすべての金融商品が補償対象となり、投資信託やデリバティブも包含されていることから、補償範囲が幅広い点が注目される。

(3) 補償金額の上限

EU 指令により提示された補償水準の額は 20,000 ユーロであったが、フランスにおいてはより高額な補償金額が設定され、顧客及び機関ごとに上限 70,000 ユーロとなっている。また、「二重のカバレッジ (second coverage level ないし double coverage level)」と呼ばれる方式により、証券分に限らず、証券口座の運用に関連する現金分 (espèces associées aux comptes-titres, cash associated with securities accounts) も上限 70,000 ユーロまで補償される。

- ① 投資サービス提供者が銀行である場合には、証券につき上限 70,000 ユーロ、金銭につき上限 100,000 ユーロの補償を受けることができる。ただし、証券補償制度と預金保険制度はそれぞれ独立して存在するものではなく、現金分の補償上限である 100,000 ユーロは証券補償分と預金保険分を合算した金額の上限である。
- ② 投資サービス提供者が投資会社である場合には、証券につき上限 70,000 ユーロ、証券口座の運用に関連する現金につき上限 70,000 ユーロの補償を受けることができる。

上記のように、補償上限は金融機関が投資会社であるかまたは銀行であるかに応じて異なり、投資会社の場合には 140,000 ユーロ、銀行の場合には 170,000 ユーロ（預金保険分を含む）となる。

証券会社における顧客の現金口座にも補償が及ぶこと（二重のカバレッジ）の理由は、銀行と証券会社との競争上のバランス関係の維持にあるとされる。すなわち、顧客にとっては同じ投資であるにもかかわらず、預金業務のほかにも投資業務を行っている銀行であると証券口座と現金口座について補償をともに受けられ、証券会社であると証券口座の運用に関連する現金として預けた分については補償を受けることができないとするのは好ましくないと解されるようである。なお、証券補償の上限が預金保険の上限 100,000 ユーロよりも低く設定されている理由は、証券投資が基本的に富裕層によりなされていることから、より救済の必要性が低いことにあるとされる。

（４）補償の発動要件

証券補償は次の二つの要件が満たされると発動される。

- ① 証券が口座から消滅し、処分不能（indisponible）状態にあると宣言されたこと
例：(1)投資サービス提供者のコンピューター・システムの重大な不具合で、顧客の証券が大量に消滅した、(2)投資サービス提供者が詐欺的行為により顧客の証券を不当に取得した、(3)投資サービス提供者の濫用的行為により顧客からの指図内容を超えて顧客の証券が利用された（例：証券の賃貸借）
- ② 投資サービス提供者がそれらの証券の返還または金銭による払戻しのいずれもできないこと

※ 顧客はその証券を投資サービス提供者に「預ける」が、その所有権は顧客にあり³¹、投資サービス提供者の破綻は所有権には影響を与えない。

証券補償制度は、顧客と投資サービス提供者との間でポートフォリオの管理方法について訴訟が提起されている場合及び市場の動向による証券の価額変動がある場合を対象としていない。また、口座に登録された証券について顧客と投資サービス提供者との間で争いが生じている場合や不当勧誘（バッド・アドバイス）が争われる場合があるとしても、裁判手続を通じて紛争の解決が図られ、その内容について ACPR による判断がなされることはない。

³¹ 2009年1月8日のオルドナンスにより、通貨金融法典 L.211-4 条は所有権が口座の名義人にあることを明文で確認した（« le compte-titres est ouvert au nom d'un ou de plusieurs titulaires, propriétaires des titres financiers qui y sont inscrits »）。

(5) 補償手続の流れ

第一段階：ACPR の要請による発動

金融機関が証券を返還するまたは証券分の金銭を支払うことができず、証券が処分不能 (indisponible) 状態にあることが ACPR により確認される。ACPR は FGDR に補償手続の開始を要請し、金融機関は事業活動を停止することになる。顧客は自己の口座へのアクセスを失うが、(他の金融機関に口座を開設することを除けば) 自発的に何らかの手続を行う必要はなく、FGDR が直接顧客に連絡をとる。

第二段階：FGDR による補償の準備

金融機関は処分不能とされた日の帳簿を FGDR に直接提出し、FGDR はこれを基礎に補償額を算定する。また、金融機関は顧客に最終口座明細書 (残高明細書) を送付する。FGDR は手続に関する情報をウェブサイトにおいて公開し、コールセンターを通じて顧客からの質問に答える。

第三段階：FGDR による顧客への支払い

FGDR は受取通知付の補償に関する通知を証券補償の場合には 3 カ月以内に各顧客に送付しなければならない。この期限は特別な状況の場合に 6 カ月まで (3 カ月 + 最大 3 か月の延長) 延長されうる。

顧客に送付される補償に関する通知には次の情報が含まれる。①補償手続の調査対象となった口座のリファレンス (識別情報) ②補償対象となる口座及び対象外の口座③補償の計算方法及びその額、補償される額がある場合には小切手 (chèque d'indemnisation) (顧客から口座情報の提供後の振替 (virement) による方法も可能) ④FGDR の補償対象とならない部分の詳細 (補償上限の超過分) 及び⑤FGDR による補償に関する説明書

補償の終了後

特異な状況に対応、異議申立てへの対応及び補償終了の通知

※ 異議申立について：通知の受領から起算して 15 日以内に FGDR に異議申立て (recours gracieux)³²を行うことが認められ (CRBF 規則第 99-14 号 8 条 2 項)、FGDR は 2 カ月以内に対応することとされている。申立が退けられた場合、2 カ月以内にパリ行政裁判所において訴訟 (recours contentieux) を提起することができる。

住所に誤りがある場合または破綻機関から提出された書類に不足がある場合、FGDR は顧客と連絡をとるために可能とされるすべての方法を用いる権限を有する。それでもなお顧客と全く連絡をとることができない場合または顧客が不明の場合、補償額分

³² recours gracieux とは行政不服申立ての一種であり、その対象となる措置をとった機関自体に向けられる異議申立てである (中村紘一ほか『フランス法律用語辞典 (第三版)』(三省堂、2012) 357 頁)。

は相続人の不存在 (déshérence) と同じ扱いとなり、補償金額は預金供託金庫 (Caisse des dépôts et consignations) に 30 年間預託される。

顧客の所有分が FGDR による補償の上限額を超える場合には、補償手続完了後に FGDR によりその相当金額 (補償上限の超過分) が裁判上の清算人 (liquidateur judiciaire、清算手続開始の場合) または債権者代表 (représentant des créanciers、裁判上の更生 (redressement judiciaire) の場合) に伝えられる (CRBF 規則第 99-14 号 10 条)。この際に顧客側が何らかの手続をとる必要はない。なお、清算手続には、裁判所により選任される清算人 (liquidateur judiciaire)、ACPR により選任される清算人 (liquidateur bancaire) 及び FGDR の三者が関与するため、合意を得る上で手続が複雑化する側面がある。

(6) 補償金額の算定

① 外貨建証券の場合

証券が外貨建てであるか否かは補償に影響を与えず、証券分の補償の計算は処分不能とされた日のレートでユーロに換算される。証券口座の運用に関連する現金分については、残高はユーロ、CFP フランまたは欧州経済領域の国の通貨でなければ補償の対象とならない。

② 個人事業者 (entrepreneur individuel) が個人口座とは別に自己の事業のための証券口座を保有している場合

法人格を付与された形態 (例えば有限責任一人企業 (EURL)) または有限責任個人事業者 (EIRL) 制度を利用している場合、個人として受ける補償とは別個に、それらの口座について補償を受けることができる。

③ 不分割口座 (compte indivis) の場合

- (a) 相続手続が完了していない状況における被相続人の口座
- (b) 共通の目的をもって複数の者が会社など特別な法律形態をとらずして集団で開設し、共同不分割権利者間の相互の合意 (accord mutuel) により機能する口座
- (c) 名義人である A と B の二人の署名がなければ機能しない口座で、名義が「A と B」とされている口座

上記の場合に補償を受けるのは不分割対象物 (indivision)³³であり、共同不分割権利者がそれぞれその持分に応じて補償金の受取人となるわけではない。

³³ 不分割とは、複数の者 (共同不分割権利者) によって同一の財産または同一の財産体に対して行使される同じ性質の権利が、持分の物理的な分離がなされずに競合していることによって特徴づけられる、法律または当事者の合意から生ずる法的な形態を指す (中村・前掲注 231 頁)。

④ 複数名義口座 (compte joint) の場合

補償金額の計算に際しては、複数名義人の個人口座分と複数名義口座分の両方が考慮され、特段の記載のない限り、複数名義口座の名義人の持分は均等なものとされる (CRBF 規則第 99-14 号 6 条 1 項)。補償額は二重のカバレッジ制度が定める範囲を上限とする。

具体例を挙げると、A と B の複数名義口座に 9,000 ユーロ分の証券があり、A の個人名義の口座に 6,000 ユーロ分の証券があった場合、A は 10,500 ユーロ、B は 4,500 ユーロの補償をそれぞれ受けることになる。

IV. 具体的事案

過去に FGDR が処理した証券補償に関する案件は、2010 年の Européenne de Gestion Privée 社 (以下 EGP 社という) の事案と 2013 年の Dubus 社の事案の二件のみにとどまる。

1. EGP 社 (2010 年)

EGP 社はイタリアに支店を有する顧客 1,000 人程度のフランス・ボルドーの小規模投資会社 (通貨金融法典 L.531-4 条に基づき、2006 年に認可) であり、その親会社はルクセンブルグの会社であった。EGP 社による管理資産の規模は 2 億 6000 万ユーロ程度であったが、実際には欧州パスポート制度を利用して設けられたイタリア (ローマ) 支店が事業のおよそ 9 割を行っていた。

会社の財政状況の悪化を受け、ACP (当時) により仮の管理者 (administrateur provisoire) が選任され、仮の管理者は 2010 年 11 月 29 日に支払停止を宣言した。ACP は 2010 年 12 月 13 日に銀行清算人 (liquidateur bancaire) を選任し、ACP は EGP 社の財政状況では顧客に金融商品及び預金を返還できないことを確認し、通貨金融法典 L.322-2 条に基づき、且つ AMF の意見を聴取した上で、2010 年 12 月 15 日に FGD に証券補償の発動を求めた³⁴ (欧州経済領域内の支店に寄託される証券も補償対象となるため (CRBF 規則第 99-14 号第 2 条)、イタリアの支店の顧客も FGD による補償を受けることができる)。FGD の介入に伴い、EGP 社の認可は取り消された (通貨金融法典 L.322-2 条 1 項に基づき、ACP は 2010 年 12 月に認可投資会社リスト (Liste des entreprises d'investissement agréées) から EGP 社を抹消している³⁵)。

³⁴ FGD2011 年次報告 13 頁、Communiqué de presse AMF du 15 décembre 2010. Mise en oeuvre du mécanisme de garantie des titres pour les clients de la société Européenne de Gestion Privée (EGP) (http://www.amf-france.org/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee_2010.html?docId=workspace%3A%2F%2FSpacesStore%2F496dd77e-782b-482e-a8c1-8829b2b2baf8 [2017 年 12 月 21 日閲覧])。

³⁵ Décisions de retrait d'agrément d'entreprises d'investissement prises par l'ACP au cours du 2^e semestre 2010 (2011.2.14) .

2011年1月12日、ボルドー商事裁判所はEGP社の支払停止を確認したうえで清算手続を開始し（2011年1月10日にイタリアの支店も強制的行政清算手続（liquidation administrative forcée³⁶）に入った）、またEGP社の指揮者（dirigeants）に対して2011年にイタリアで刑事訴追が開始した（2016年12月にローマ地方裁判所により顧客及び投資家に対する詐欺行為等を理由に有罪判決が言い渡された³⁷）。EGP社の顧客の大半がイタリア支店の顧客であったため、FGDは本社の顧客と支店の顧客を区別することとなったほか、定められた期限までに補償対象となる証券の存否とその額を明らかにする必要があった。調査の結果、フランス本社の顧客138名のうち2010年秋までに59名が所有分を引き出しており、残り79名の所有分698万5000ユーロ分（証券428万3000ユーロ分、現金270万2000ユーロ）については処分可能状態が認められたことから、フランスの顧客に対してはFGDによる補償はなされなかった³⁸。

フランス本社の顧客に対する手続終了後（2011年3月4日終了）、イタリア支店の顧客に対する補償手続が開始し、948件分の調査がなされた（2012年4月20日終了）。その結果、補償を受ける資格のない者が768名、補償を受ける資格を有する者が181名存在することが明らかとなった。181名のうち30名については所有分が処分可能状態にあることが認められたため、残る151名がFGDの補償限度の範囲内でその所有分の全額または一部の補償を受けられることとなった³⁹。補償手続は2012年内に終了し、顧客151名に対してFGDは860万ユーロ以上の補償金（証券につき約330万ユーロ、現金につき約530万ユーロ）を支払った⁴⁰。

2011年12月から2012年2月にかけて、628件の異議申立てがなされた。しかし、596件についてはFGDによる判断に変更はなされず、また、22件については異議申立て期間満了後に申立てがなされたため失権とされたが、顧客10名に関してはFGDの判断が変更された。なお、FGDが自発的に判断を変更したケースも15件に上る。

この後、パリ行政裁判所に対して84件の行政訴訟（recours contentieux）が提起された（異議申立件数の約13%に相当）。2014年3月25日にパリ行政裁判所⁴¹は、原告らの請求を退け、行政訴訟法典L.761-1条に基づきFGDに対して150ユーロを支払うことを原告らに命じた。パリ行政裁判所によりFGDの補償に関する判断が肯定されたこととなり、控訴もなされず、判決は確定した。

³⁶ 会社が一般利益に照らして重要である場合、すなわち銀行及び類似の業務を行う会社の破綻により生じる金融リスクを理由に発動される、イタリア法上の特別な手続である（liquidazione coatta amministrativa）。

³⁷ FGDR2016年次報告33頁。

³⁸ FGD2012年次報告17頁。

³⁹ FGD2012年次報告18頁。

⁴⁰ FGD2012年次報告18頁、Rapport Berger (K. Berger, Ass. Nat. N° 707 sur le projet de loi de séparation et de régulation des activités bancaires, <http://www.assemblee-nationale.fr/14/pdf/rapports/r0707.pdf> [2017年12月21日閲覧])。

⁴¹ TA Paris, 2^e section, 1^{re} chambre, 25 mars 2014, n°s 1206289-1206248, Lettre du Tribunal administratif de Paris 2014, n°38, p.63.

また、2016年12月2日のローマ地方裁判所判決において刑事責任が認められた EGP 社のイタリア支店の関係者らに対して FGDR への賠償が命じられた。今後は民事裁判において FGDR が被った損害及び賠償責任に関する判断がなされる予定である⁴²。

2. Dubus 社 (2013 年)

本件は、証券補償メカニズムが発動されたのではなく、事前介入 (intervention préventive) 措置として FGDR からの資金提供がなされた事案である。FGDR による資金提供が会社に対しなされた後に、別の投資会社に顧客資産が移管されるという、二段階の手続が踏まれたことが注目される。

Dubus 株式会社 (以下、Dubus 社) はフランス北部リールの証券会社であり、株式・デリバティブ市場におけるブローカー業務を主たる業務としていた、顧客約 2,000 名 (個人投資家が中心) の小規模会社であった。2013 年 8 月 31 日時点の顧客の財産は現金 3480 万ユーロ、証券は 2 億 5100 万ユーロ相当 (9400 万ユーロ分は未消化証券であり、実際にカストディー対象となっていたのは 1 億 6000 万ユーロ分であった) であった。

2012 年末に顧客財産が十分に分別管理されていないことが明らかとなり、数年前から同社は赤字続きの状況にあったため、ACPR が検査権限を行使し、その結果として一部の業務の停止命令が出された。株主による資金提供もなされたにもかかわらず、会社の資金不足の解消には及ばず、ACPR は 2013 年 7 月に強制措置 (mesures coercitives) をとるに至り、2013 年 7 月 12 日に仮の管理者が ACPR により指名され、監査法人の補佐を受けて、顧客の財産状況 (現金及び証券) について調査することが命じられた。仮の管理者により 2013 年 9 月 25 日に提出された報告書は、①会社の計算書類に異常は確認されないこと、②顧客の証券は消滅しておらず処分可能状態にあること、③会社の指揮機関が分別管理口座から必要な資金を引き出していたこと、④不足金額は 460 万ユーロに上ることを明らかにした。これと同時に会社がもはや支払停止状態に近い状態にあることが確認されたことを受け、2013 年 10 月 4 日に ACPR は FGDR に対して事前介入措置の発動を提案し、FGDR の監査役会は同提案を 2013 年 10 月 11 日に承認した。

ACPR は同年 11 月 30 日を業務停止期限とし、フランス銀行 (Banque de France) において口座を開設する計画⁴³を提示し、10 月 23 日に口座開設がなされ、10 月 25 日以降当該口座に Dubus 社の顧客の資産が移管されることになった。11 月 23 日には Dubus 社と別の投資会社である Bourse Direct 社の間で顧客資産の大半を移管させる旨の合意がなされ、FGDR による承認後、ACPR は業務停止期限を 12 月 13 日に改めて設定した。

Dubus 社と FGDR の間で 12 月 5 日に締結された合意に基づき、分別管理口座不足分の補填手続 (補填の上限額は 460 万ユーロに設定された) が開始した。証券は「消滅」し

⁴² FGDR2016 年次報告 33 頁。

⁴³ 根拠条文は通貨金融法典 L.612-33 条及び R.612-32 条。理論上は、他の金融機関における口座開設も考えられるが、その金融機関に固有のリスクにさらされるため、フランス銀行における開設が優先された。

ていないため、ここでの補填分は現金の不足に対するものである。FGDR の要請を受けて Dubus 社の株主らから 55 万ユーロの資金が提供され、12 月 6 日に FGDR によりフランス銀行における口座に 350 万ユーロが振り込まれた。補填終了後、12 月 9 日に顧客資産の移管が完了した。

2014 年初頭に 30 万 6722.75 ユーロが FGDR により追加的に振り込まれた。Dubus 社はその後 Géomarket 社に商号を変更し、仮の管理者は 2014 年 2 月 4 日に支払停止を宣言し、同年 2 月 17 日に裁判上の清算 (liquidation judiciaire) 手続が開始した。Dubus 社の事案において FGDR により支払われた金額は総額 380 万 6722.75 ユーロに上り、清算手続を通じた回収の見込みは極めて低いとされていることもあり、FGDR による負担分は会員業者が支払う特別拠出金により補填されている。

おわりに

フランスの証券補償制度は、欧州指令が定めるものと比べてより手厚い保護を投資者に対して保障するものである。投資者保護全般について特に重要な役割を果たすのが ACPR である。救済・介入・補償に関する判断は基本的には金融機関に関する情報を保有する ACPR が行うシステムが構築されているため、FGDR の役割は現時点では拠出金の管理 (徴収及び運用) 及び事案発生時の補償対象者に対する支払手続 (事務手続) に主として限定される傾向がある。

フランスにおいて重点が置かれているのが、投資者の信頼の確保である。こうした意識は、EU の一部の国において採用されている補償に関する顧客・投資者との共同責任負担制度の導入について顧客 (特に小規模投資家) の保護の観点からフランスにおいて反発が根強いことに見出され、また、補償決定時に顧客が自ら手続をとる必要がないことも顧客 (公衆) の信頼確保を意識した制度構築がなされていることを示すものである。実際に公衆に不安を抱かせるような事案はまだ生じておらず、現在に至るまでの証券補償関係の案件は二件にとどまり、いずれも小規模証券会社において発生したものである。また、分別管理の徹底、ACPR による監視に対する信頼があるためか、投資者保護基金制度自体が大規模金融機関において問題が発生することを想定して設計されていないと見受けられる。証券補償の対象となる顧客の金融商品の総額に対して、証券補償基金の総額が約 1 億 5000 万ユーロとそれほど多くないこともこのような見方を裏付けるものであると思われる。

証券補償の実施件数は他国とりわけイギリスやアメリカと比べると多くはないものの、破綻処理及び補償手続に伴うコストの問題⁴⁴、補償対象者の限定方法 (救済されるべき顧客の範囲の問題)、手続に関与する当事者間の利益調整 (特に、清算人間の関係) などの実務上の課題が残されていることがすでに生じた事案から明らかになっており、これら

⁴⁴ EGP 社の事案の場合、弁護士費用及び各案件処理費用として、FGDR より 72 万ユーロが支払われた (FGDR2014 年次報告 27 頁)。

の問題への対応が今後なされるものと見られる。

2013年以降の注目すべき動向として、破綻処理手続に関する改革が挙げられる。EUレベルでの単一破綻処理基金（Fonds de Résolution Unique）の創設等については現在も制度整備が進行中であることから、FGDRにより管理される国内の破綻処理基金（Fonds de Résolution National）と単一破綻処理基金の関係、破綻処理案件の蓄積などがFGDRの制度を包括的に理解するうえで注目すべき点となる。また、FGDRは証券補償基金に限らず、預金保険基金の管理も担っていることから、EUの動向に伴う預金保険制度の改革を今後も受ける可能性がある。1999年に既存の預金保険制度と証券補償制度が統合されて以降、FGDRには三種類の基金の管理に加えて破綻処理に関する機能が付加され、組織構造及びその機能が全体的に複雑化している側面がある。基金への拠出の方法、拠出金の運用、執行役会及び監査役会の機能を含む全体的なガバナンスのあり方、事務処理体制などについては、国内外の状況に合わせて変化があると見られ、動向を追っていく必要がある。

ドイツの投資者保護基金制度

神作 裕之 東京大学大学院法学政治学研究科教授

伊藤 雄司 上智大学法学部法律学科教授

I. 概要

1998年の預金保護投資者補償法（Einlagensicherungs- und Anlegerentschädigungsgesetz [EAEG]）に基づきドイツにおいては、投資者保護の役割を担う機構として、3つの補償機構が創設された。すなわち、私的銀行を対象とする EdB（Entschädigungseinrichtung deutscher Banken、ドイツ連邦銀行補償機構）、公的銀行を対象とする EdÖ（Entschädigungseinrichtung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken、公的銀行連邦連盟補償機構）、及び証券業者を対象とする EdW（Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen、有価証券取引企業補償機構）である¹。2015年の法改正により、EdBとEdÖは預金保護法（Einlagensicherungsgesetz）に根拠をおき、EdWは投資者補償法（Anlegerentschädigungsgesetz）に基づくことになった。EdBはCRR信用機関（預金受入を行う信用機関）である私的銀行を会員とする。EdÖはCRR信用機関である公的銀行を会員とする。それに対し、EdWは、私的銀行・公的銀行を除く、有価証券取引業を営む企業を会員とする組織である。

II. EdW、EdÖ及びEdBについて

EdWには、次の業者が所属する（投資者補償法1条1項、2条）。

(i) 信用制度法1条1a項2文1号ないし4号a～cの許可（投資仲介、投資助言、募集、金融ポートフォリオ管理、自己勘定取引などの業務）を有する金融サービス機関（Finanzdienstleistungsinstitute）、

(ii) 預金取引や信用取引（貸付取引）の許可を有しない信用機関（Kreditinstitute）であって、(α) 信用制度法1条1項2文4号又は10号の取引の許可（金融取次、発行取扱業）、又は、(β) 信用制度法1条1a項2文1号ないし4号a～cの許可（投資仲介、投資助言、募集、金融ポートフォリオ管理、自己勘定取引などの業務）を有するもの、

(iii) 資本投資法典220条1項、21条、22条による許可を受け、同法20条2項1号2号3号、同条3項2号ないし5号に掲げる役務給付又は付随的役務給付を行なうことができる外部資本管理会社（externe Kapitalverwaltungsgesellschaft）。

これら(i)(ii)(iii)は、一般的に、有価証券取引企業（Wertpapierhandelsunternehmen）と呼ばれる（以下、たんに証券業者ということがある）²。

EdWの会員は2018年4月時点において、約770であり³、信用制度法1条1a項2文1号ないし4号a～cの許可だけを有する金融サービス機関、すなわち顧客の金銭又は有

¹ 金融機関（広義）は、これら3つの補償機構のいずれか一つにのみ所属し、同時に複数の補償機構に所属することはない。

² <http://www.e-d-w.de/de/Edw-Hintergrund.html>（2018年4月18日閲覧。以下、引用のURLにつき全て同じ）

³ <http://www.e-d-w.de/de/Edw-Hintergrund.html>

価証券を自ら所有する権限を有しない機関（上記（ii）（β））がそのうち90パーセントを占めている⁴。

EdWは、ドイツ復興金融公庫（KfW）の中に設けられた権利能力を有しない補償機構であり（投資者補償法6条1項）、連邦特別財産である。EdWの中核的業務は、ドイツ復興金融公庫のスタッフによって遂行されている⁵。EdWの基金の額は2016年6月30日時点で1280万ユーロである⁶。基金の資産は、適切な収益を前提として可能な限りの安全性と十分な流動性が保障されるように投資すべきものとされており（投資者補償法8条1項2文）、具体的には、ドイツ復興金融公庫において即日引き出し可能な勘定として投資されている⁷。EdWはドイツ連邦金融監督庁（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht: BaFin）の監督下にあり、年次事業報告書をBaFin及びドイツ連銀に対して提出する義務を負っている（投資者補償法10条2項）。

なお、預金受入れを行う私的銀行が有価証券取引業を併営している場合であっても、当該信用機関はEdBのみに加入し、EdWの会員になることはなく、1つの信用機関は1つの補償機構にしか加入することできない。

EdÖ及びEdBは預金保護法の予定する法定補償機構の任務を同法23条に根拠をおく法規命令によって授権された補償機構であり、いずれも有限会社の形態をとっている。それぞれ、ドイツ公的銀行協会及びドイツ銀行協会の100パーセント子会社である。預金保護法23条1項により、連邦財務省は、私法上の法人に同法上の補償機構の任務を授権する権限を有する。授権は、自然人又は私法上の法人に公法上の権利を委譲するドイツ行政法上の行為である。授権は預金保護法20条1項1号及び2号の要件に基づき行われ、EdB及びEdÖはこの授権を受けた授権補償機構である。これらの機構は、有価証券取引に基づく債務の補償に関する限りにおいて、EdWと同じ任務を行う（預金保護法5条2項）。こうして、EdB及びEdÖの主たる任務は預金保護にあるが、投資者補償法3条ないし5条に依拠して「有価証券取引に基づく債務」の補償も任務としている。なお、預金保護の上限は原則として10万ユーロであるのに対し⁸、投資者補償法に基づく「有価証券取引に基づく債権」の補償の上限額は2万ユーロである。この点によって、同様の実質を持つ取引について、EdB及びEdÖ所属の金融業者の顧客に対してなされる補償とEdW所属の証券業者の顧客に対してなされる補償の範囲が相違することがある（後述）。

⁴ ヒアリングに先立ってEdWに対して送付した質問表に対する回答書（未公開）・項目IV-2-4（以下、EdW IV-2-4の例により引用する。なお、EdB、EdÖ、Mülbert教授による回答書の引用についても同様とする）及びEdWに対するヒアリングによる。

⁵ EdW IV-1-5。現在11名のスタッフがいるが、後述するPhoenix事件の際にはKfWからスタッフが移転するなどして最大40名ほど働いていた時期があったという（EdW IV-1-4、ヒアリング）。なお、Phoenixに対する補償手続は、BaFinによる2005年3月16日の補償事案確定の後、2013年初頭に終結したが、全体で、総額約2億6100万ユーロにのぼる約71500の補償金支払に関する決定がなされた。補償手続は8年弱続いたが、依然として完了していない倒産手続に比べて少なくとも迅速に終結することができたと評価されている。これにはスタッフの大幅増員等の努力があったようである。

⁶ EdW, IV-1-3。

⁷ EdW, IV-1-3。

⁸ 預金保護法8条1項。

Ⅲ. EdW と所属業者との関係

EdW と所属業者との関係は、以下のとおり整理できる。

1. 加入

BaFin が投資者補償法 1 条所定の業務に関する許可を与えることにより、許可を受けた業者は自動的に EdW に割り当てられる。そのため、許可を与える前に BaFin は EdW に対して意見を聴取しなければならない（信用制度法 32 条 3 項）。新規加入時に業者に対する EdW の検査がなされることが予定されている（投資者補償法 9 条 1 項、及び同法 5 項に基づく検査指針参照）が、実際には BaFin との申し合わせによってこれは行われていない⁹。

2. 分担金¹⁰

EdW の資産は、会員の拠出金からなる（投資者補償法 8 条 1 項）。拠出金は、年次負担金（同法 8 条 2 項 1 文ないし 3 文）及び機関の新規加入時の加盟時支払金（投資者補償法 8 条 2 項 4 文）、特別負担金（同法 8 条 3 項 4 項）、及び借入金の再金融のための特別支払金（投資者補償法 8 条 5 項）に分かれている¹¹。拠出金の額は EdW 負担金令（EdW-Beitragsverordnung）の定める基準によって算定される。年次負担金及び加盟時支払金の算定にあたっては、証券業者の収益及び業者の有する事業許可の範囲を考慮し、リスクに基づいて算定されており¹²、年次負担金の総額は、近年では各年 700 万ユーロから 1000 万ユーロである。

3. 検査

投資者補償法 9 条 1 項により、補償機構（EdW）は、補償事案発生リスクを評価するために通常検査及び臨時検査を所属業者に対して行うこととされている。通常検査は年間 40 ないし 50 の機関に対してなされており、臨時検査は稀である。検査を実際に行うのはドイツ連邦銀行であり（投資者補償法 9 条 3 項）、実務上、EdW やドイツ復興金融公庫のスタッフが検査の現場に立ち会うことはない。検査結果について BaFin、EdW、所属業者は報告書を受領する。検査において、業者の存続を危うくするような重大な事実が認められたときは、ドイツ連邦銀行は BaFin 及び EdW に対して遅滞なくこれを知らせることを要する¹³。

⁹ EdW IV-2-11.

¹⁰ EdW IV-2-6, 2-7.

¹¹ 2016 年 12 月 15 日付けのリリースでは、EdW は Phoenix Kapitaldienst GmbH にかかる補償事案におけるドイツ連邦共和国から借り入れを完済したこと、同事案に起因する特別支払金の徴収は 2016 年 9 月が最終のものとなったことが報告されている（<http://www.e-d-w.de/de/Aktuelle-Meldg.html>）。

¹² 年次負担金についていえば、算定の基礎となる収益に、事業許可の範囲によって異なる率を乗ずることによって算定される（EdW 負担金令 2 条、2a 条）

¹³ EdW IV-2-11, 2-12.

なお、投資者補償法 9 条 2 項 1 文により、所属業者は監査報告を含む確定された年次決算書を EdW に対して提出すること、及び、EdW の任務遂行のために必要なあらゆる情報・書類を提供することが義務付けられている。

以上のような法定された権限の他に、EdW が所属業者との間に自主規制やガイドラインの策定などのコミュニケーションを採って所属業者のリスク管理等について積極的に関与することはないようである¹⁴。

IV. 補償手続の概要

補償手続の概要は以下のとおりである。

1. 手続

証券業者の顧客に対して補償が必要な事態が生じた場合に、BaFin がこの事態の発生を宣言する（補償事案の確定）。補償事案の確定を受けて、EdW が顧客に対して債権の届出を促し、これに基づき EdW が補償をするというのが大まかな流れである。詳細は以下の①~④に示すとおりである。

① BaFin による補償事案の確定 (Feststellung des Entschädigungsfalles)

補償事案の確定は、(i) BaFin が証券業者につき「有価証券取引に基づく債務」を履行できる状態にないことを知った後、21 日以内に、又は、(ii) 信用制度法 46 条 1 項 2 文 4 号ないし 6 号の措置が命じられ、それが 6 週間以上継続する場合にはなされる（投資者補償法 5 条 1 項）。

(i) による補償事案の確定は、証券業者が債務を履行できる状況にないということにつき BaFin が知った場合には、遅滞なく行政裁量の余地のない決定 (*gebundene Entscheidung*) としてこれを行わなければならない。これは、BaFin の行政行為である。

もし証券業者が有価証券取引に基づく債務を履行できる状況にないと持続的に認められるときは、この業者は原則として信用制度法 46b 条及び倒産法 17 条 2 項にいう支払不能であることになる。逆に、証券業者が支払不能でない場合には BaFin は原則として補償事案を確定することができない。

(ii) の投資者補償法 5 条 1 項 2 文に定める場合は、(i) の例外を構成する。すなわち、BaFin は、信用制度法 46 条 1 項 2 文 4 号ないし 6 号による措置（モラトリアムといわれる。後述 VII (2) ①）を指示しており、これが 6 週間より長期に継続している場合においても、補償事案の確定を行わなければならない。

なお、証券業者の財産に関する倒産手続が開始されたとか、当該手続の開始申立てがなされたといったことは、補償事案ないしその確定の要件ではない。例えば、現に履行

¹⁴ EdW IV-2-9.

期が到来した債務の支払いがなされていないという状態ではないときであっても、モラトリアム解消後において履行期の到来する債務の支払いをなしえないことが見込まれるのであれば、補償事案確定の要件を満たすとする下級審判決がある。また、学説には、BaFin が倒産申立てを行っていないが、その代わりに証券業者の許可を取消し、その業者の清算を要求している場合についても、補償事案の存在を認める見解もある¹⁵。

② 補償事案確定の公告

BaFin は、補償事案確定を連邦官報において公告する（投資者補償法 5 条 3 項 1 文）。また、EdW などの補償機構に対して遅滞なくこれを通知する（投資者補償法 5 条 3 項 2 文）。

③ 補償請求権の届出期間等の通知

補償機構は、補償事案確定の対象となった業者の債権者（投資者）に対して、補償事案の発生及び補償請求権（*Entschädigungsanspruch*）の機構に対する届出期間を通知する（投資者補償法 5 条 4 項 1 文）。投資者は補償請求権を上記通知後 1 年以内に文書によって届け出なければならず、1 年の期間を経過したときは原則として補償請求権は排除される（投資者補償法 5 条 5 項）。

④ 審査

補償機構は届出がなされた請求権について遅滞なく審査を行う。補償機構は請求権の正当性及び額を確定した後 3 箇月以内に補償を行わなければならない。特別の事情がある場合には 3 箇月の期間は BaFin の同意により 3 箇月を限度として延長することができる（投資者補償法 5 条 6 項）。補償対象債権の審査は、実務上、投資者の提出した書類及び管財人が提供した投資者帳簿に基づいてなされる。また、場合によっては、補償対象債権の確定に先立って包括的な事実解明がなされることがある¹⁶。

なお、補償手続と倒産手続は制度上お互いに独立した手続である。倒産手続が投資者補償法による補償手続に対して影響を及ぼすことは原則としてないし、また、補償手続が倒産手続に影響を及ぼすこともない。投資者補償法による補償金の支払いは、上述した同法の要件を満たすかどうかによってのみ決定される。

2. EdW による補償の実態

1998 年以降、EdW による補償事案は 22 件あった¹⁷。この中で Phoenix 事件は非常に大規模な事案であり、補償総額は 2 億 6000 万ユーロ、補償を受けた投資家の数が 3 万人であった。それ以外の案件は小規模ないし中規模であり、補償総額は 2200 万ユーロ、投

¹⁵ 以上につき、*Mülbert*, IV-1.

¹⁶ EdW IV4-2.

¹⁷ 2018 年 1 月現在。直近の補償事案は、2016 年 11 月 16 日に確定されたもの（*Günther Hallmeier Finanzberatung e.K.* にかかる事案）で、2018 年 1 月に終結する予定である（<http://www.e-d-w.de/de/GuentherHallmeier-Stand.html>）。

資家の数は4100人であった。20件中9件は金融サービス機関、11件は信用機関に関わるものであった¹⁸。

3. 補償対象債権

補償請求権の額と範囲は、顧客に対して負う「有価証券取引に基づく債務」を基準として決定される（投資者補償法4条1項）。法文上、「有価証券取引」、「有価証券取引に基づく債務」は、それぞれ以下のように定義されている。

① 有価証券取引

投資者補償法1条2項に定義されている。これによると、有価証券取引は、信用制度法1条1項2文4、5号又は10号又は同条1a項2文1号ないし4号にいう銀行業（Bankgeschäfte. 信用制度法1条1項2文各号の業務をいう）及び金融サービス（Finanzdienstleistungen. 信用制度法1条1a項各号の業務をいう）、並びに、資本投資法典20条2項1、2、3号又は3項2号ないし5号にいうサービス及び付随的サービスをいう¹⁹。定義に含まれる「金融商品」には、短期金融市場商品及びデリバティブも該当するため²⁰、金利・為替デリバティブやFX取引に基づく債権も、補償対象となりうる²¹。

② 有価証券取引に基づく債務

「有価証券取引に基づく債務」の意義は、投資者補償法1条3項1文において次のように定められている。すなわち、「有価証券取引に基づいて負担するにいたった投資者に対する金銭の払戻債務又は有価証券取引に基づいて投資者の所有に帰した金銭の返還義務、及び、有価証券取引との関連において投資者の計算に帰するものとされる金銭の払戻義務」である。投資者補償法1条3項2文によれば、「投資者が所有者である金融商品の引渡請求権であって、かつ、有価証券取引との関連において投資者の計算において保有されるか、又は保管されている金融商品の引渡請求権」もこれに含まれる^{22,23}。

¹⁸ EdW ヒアリング。

¹⁹ *Mülbert*, IV-2. 信用制度法1条1項2文4号5号10号又は1a項2文1号ないし4号にいう銀行業及び金融サービスとしては、次のものがある。(i) 自己の名かつ他人の計算における金融商品の購入及び販売（金融取次業。1項2文4号）、(ii) 他人のためにする有価証券の保管及び管理（寄託業。1項2文5号）、(iii) 自己の危険において募集（*Platzierung*）のためにする金融商品の引受け、又は、同等の保証の引受け（発行業。1項2文10号）、(iv) 金融商品の購入及び売却に関する取引の仲介/媒介（投資仲介。1a項2文1号）、(v) 特定の金融商品の取引に関連する個人的な助言で投資者の個人的な状況の分析に基づくもの（投資助言。1a項2文1a号）、(vi) 多角的取引システムの運営（1a項2文1b号）、(vii) 確定引受義務を伴わない金融商品の募集（募集業。1a項2文1c号）、(viii) 他人の名前かつ他人の計算における金融商品の調達及び売却（締約仲介）、(ix) 他人のためにする金融商品に投資された個々の財産の裁量権を伴う管理（金融ポートフォリオ管理。1a項3号）、(x) 金融商品の自己の定めた価格による購入又は売却の申込みを組織化された市場又は多角的取引システムにおいて継続的に行うこと、他人のための役務給付として自己の計算で金融商品を調達又は売却することなど（自己勘定取引。1a項2文4号）。

²⁰ 信用制度法1条1項2文6号8号。

²¹ *Mülbert*, IV-6.

²² *Mülbert*, IV-2.

²³ 投資者補償法1条3項（「本法にいう有価証券取引に基づく債務とは、投資者に対し有価証券取引に基

なお、ドイツ連邦通常裁判所（BGH）は、補償の対象となる債権について、「証券業者に対して投資者が委ねた金銭又は有価証券について、これらに対する権利、占有又は所有を〔投資者に対し〕もたらすことを直接の目的とする請求権」と定式化している²⁴。

4. 補償対象債権についての具体的取扱い

①**金融取次取引**に関しては、後述するように取戻権の対象となる資産は補償の対象とならない。投資者が取戻権を行使できるときは、補償機構による補償はむしろ不要であるとされる。金融取次取引に係る顧客の保護は、次のように整理できる²⁵。

(i) 顧客が購入委託を行い、購入価格につき取次業者に前払いを行ったが、補償事案確定前に第三者との間の実行取引がなされなかった場合には、顧客は取戻権を有しない。この場合には、投資者は補償機構に対して補償請求権を有する。投資者は、仲介がなされなかった金融商品の補償事案発生時点での価額の補償を請求することができることと解されている²⁶。

(ii) 顧客が購入委託を行いその実行の後かつ第三者による取引履行前に取次業者の営業が停止された場合、商法典 392 条 2 項に基づき、投資者は取戻権ないし代償取戻権を第三者に対して行使することができる。よって補償対象とはならない。

(iii) 購入委託の実行及び金融商品の取次業者への引渡し後、その顧客への所有権（ないし権利）移転（*Übereignung*）の前に当該業者が営業を停止した場合には、顧客は取戻権を有しない。顧客は補償事案確定時点の金融商品の価額に相当する補償請求権を有し、加えて、寄託法に基づき寄託された有価証券に係る取引については倒産法上の優先権（寄託法 32 条 1 項 1 号第 1 段）を有する。補償機構が補償を行った後は優先権の付された請求権が補償機構に移転する（投資者補償法 5 条 7 項）。

(iv) 投資者が金融商品の所有者となっていた場合には、取次業者に対して引渡請求権を有する。業者が倒産した場合には、顧客は取戻権又は代償取戻権を有する（倒産法 47 条以下）²⁷。顧客には補償請求権は帰属しない。

(v) 顧客に金融商品の所有権が移転されていたという状況においては、金融商品が着服・横領されていた場合にのみ補償請求権が生ずる。投資者には、補償事案確定時点での金融商品の価額が補償される。加えて、倒産法上の優先権が帰属し、補償義務の履行後は、優先権は補償機構に移転する。

づき支払義務を負う金銭、又は投資者に帰属する金銭についての機関の払戻義務、及び、有価証券取引との関連において投資者の計算に帰するものと評価される金銭についての払戻義務をいう。投資者が所有者である金融商品の引渡請求権であって、かつ、有価証券取引との関連において投資者の計算において保有されるか、又は保管されている金融商品の引渡請求権もこれに含まれる。』

²⁴ BGH WM 2013, 2352 Rn.23. 助言義務違反による損害賠償請求権、及び、誤った投資戦略による損失の補償を排除し、他方で、横領・背任を理由とする請求権を補償範囲に含める文脈での判示である。

²⁵ *Sethe*, in Assmann/Schütze, HdB KapitalanlageR (4.Aufl., 2015), § 26 Rn.132ff.

²⁶ 投資者補償法 4 条 3 項 1 文は、「補償請求権の額の算定に際しては、補償事案発生に際しての金銭の額又は金融商品の市場価値を基礎としなければならない」とする。

²⁷ この権利は、寄託法 32 条による倒産優先権に対する特別法にあたる。

(vi) 投資者が売却委託を行い、補償事案確定前にそれが実行されなかった場合には、投資者の履行請求権は保護されない。投資者は、金融商品に対する所有者たる地位を失わないため、倒産の場合には、取戻権又は代償取戻権を行使することができ、補償請求権は生じない。もっとも、有価証券が取次業者により着服・横領された場合には補償請求権を有する。

(vii) 投資者が販売委託を行い、これが補償事案確定前に実行されていたが、代金が第三者から送金されていない場合には、当該債権は取次業者が倒産した場合には委託者の債権とみなされる（商法典 392 条 2 項）ため、顧客は取戻権を行使することができる。

(viii) 投資者が売却委託を行い補償事案発生前にこれが実行され、代金が取次業者の口座に記帳された場合、商法典 392 条 2 項による擬制は取次業者の口座の残高に及ばない。この場合には投資者は取次業者に対して金銭支払請求権を有するのであり、これは補償の対象となる。

なお、EdB の所属業者である CRR 信用機関が売却委託を受けた場合には、補償事案発生時には、同様の金銭請求権は「有価証券取引に基づく債務」ではなく、預金とみなされ、預金としての保護を受ける²⁸。その結果、同じ有価証券取引を行った場合であっても、補償の上限は EdW により補償を受ける場合の 2 万ユーロではなく 10 万ユーロとなる。

②投資仲介、締約仲介、金融ポートフォリオ管理、自己勘定取引については、投資者は次のような保護を受ける。ここでは、投資者が信用機関（Kreditinstitute）の顧客であるのか、金融サービス機関（Finanzdienstleistungsinstitute）の顧客であるのかによって違いが生ずる。

(i) CRR 信用機関の顧客である場合には、投資仲介、締約仲介、金融ポートフォリオ管理、自己勘定取引の実行に必要な取引を機関自身が行うことができる。機関は有価証券サービスに関連して、またはその対価として受領した顧客の金銭について、有価証券取引法 34a 条にいう預金取扱信用機関の信託口座に預金することによる分別管理（後述）は要請されておらず（2017 年改正前有価証券取引法 34a 条 1 項、2017 年改正後有価証券取引法 8 条 2 項参照）、機関は顧客の金銭を自身の本支店において顧客のために開設された口座に記帳することができる。金融委託取引について上記 ((i) ~ (viii)) で論じたところが基本的に妥当するが、補償事案においては有価証券取引に基づく顧客の金銭債務は「有価証券取引に基づく債務」ではなく「預金」として扱われ、預金としての補償を受けることに注意を要する²⁹。

寄託を受けた有価証券については、有価証券取引法上の分別管理義務の対象ではない

²⁸ 預金保護法 2 条 3 項 3 文（旧預金保護投資者補償法 4 条 2 項 2 文）による。条文は以下のとおり。「信用制度法 1 条 1 項 2 文 4 号及び 10 号による銀行取引の営業の許可又は信用制度法 1 条 1a 項 2 文 1 号ないし 4 号にいう金融サービスの供給の許可を有する CRR 信用機関の有価証券取引に基づく債務は、CRR 信用機関の債務が顧客に金銭に対する占有又は所有をもたらすことにある限りにおいて、本法にいう預金とみなす」。

²⁹ 前掲注 26 参照。

(後掲(3))。EdBのウェブページによれば、銀行が寄託を受けた有価証券は顧客の所有物であって(取戻権の対象であることを含意していると解される)、銀行が倒産した場合には寄託物を他の機関に移管することが可能であることから、EdBは原則として有価証券を保護するものではない旨の説明がなされている³⁰。

(ii) 金銭又は有価証券に対する占有又は所有の許可(預金受入業・寄託業の許可)を有しない金融サービス機関(EdWの所属機関である)の顧客の場合には、これらの機関は、2017年改正前有価証券取引法34a条1項・2項(2017年改正後有価証券取引法84条2項・5項)により、口座の開設、委託の実行、有価証券の保管を他の機関に委託しなければならないという内容の分別管理義務を課される。機関が倒産した場合であっても、その出資及び有価証券は当該他の機関において保管されているために顧客は原則として損失を被ることはない。損失が生ずるのは、機関が補償事案発生の際に時間不足のために財産分別できなかつた場合、又は、組織的に分別管理義務に違反していた場合であり、これらの場合には補償の対象となる。この他、機関が顧客の金銭又は有価証券を横領していた場合にも顧客は補償機構による補償を受けることができる³¹。

(iii) 有価証券に対する占有又は所有の許可(寄託業)を有する機関³²の顧客の場合には、これらの機関は有価証券取引法34a条上の分別管理義務を課されていない(2017年改正前有価証券取引法34a条2項2017年改正後有価証券取引法84条5項参照)。しかし、寄託法に基づき取戻権等の保護が認められる場合が通常である³³。出資及び有価証券取引に基づく債務が存在する場合には、機関の倒産の場合には補償の対象となる。

5. 補償の対象とならない請求権

補償の対象とならない請求権として次のものがある。

① 取戻権

取戻権の対象となる財産については、倒産財団に属さず、管財人もその履行を妨げられないため、補償の対象とならない³⁴³⁵³⁶。BGHによるとそれは、「補償」の文言が「財

³⁰ <http://www.edb-banken.de/verbraucher/faq/>

³¹ Vgl., *Mülbert*, I-3.

³² *Sethe*, aaO (Fn.23), Rn. 144において金融サービス業者との文言が用いられている(また、預金受入業の許可を有する場合についても言及されている)。しかし、信用機関と金融サービス業者は排他的概念であり、信用機関に該当する場合には金融サービス業者に該当しない(信用制度法1条1a項1文)。したがって、預金受入業はもとより寄託業(信用制度法1条1項5号)の許可を有する機関は信用機関であり、金融サービス業者には該当しないはずである(有価証券取引法34a条2項は寄託業の許可を有しない有価証券サービス企業が有価証券の分別管理義務を負う旨の規定である)。なお、寄託業の許可を得た機関が分別管理義務を課されていないのは、受寄者の倒産及び管理義務違反について寄託法が広範な保護を定めているからである(寄託法32条、34条)(*Fuchs/Fuchs*, § 34a WpHG Rn. 20 (2.Aufl., 2016))。

³³ 前掲注30参照。

³⁴ BT-Drucks. 13/10188, S. 17; BGH WM 2011, 2176, Rn.41ff.; *Sethe*, aaO (Fn.25), Rn. 146mwN. 倒産手続における取戻権の行使については時間がかかることなどの実際上の障害があることは考えられるが、これは、投資者において甘受すべきものであるとされる(BGH WM 2011, 2176, Rn.43; *Mülbert*, II-3)。

³⁵ 裁判例には、取戻権を債権者が実際に行使したか、放棄したか、あるいは債権を全額倒産表に登録したかは重要ではないとするものがある(KG WM 2011, 931, 937)。

産損失」を前提とするためであるとされる。したがって、補償手続にあたっては、まず取戻権の存否を確定しなければならない³⁷。

取戻権の対象となる財産については補償対象とならないことは、投資者に損害、すなわち、財産損失が生じなければならないとする投資者補償法 4 条 1 項（ないし旧預金者投資者補償法 4 条）の文言から直ちに明らかな帰結である³⁸。投資者が倒産法 47 条 1 項による取戻権を有しており、当該投資者の財産が未だ完全に現存しており、それゆえ、実際上も取戻しが可能な場合には、補償を求める請求権は存在しない。倒産手続において取戻権を行使することの困難とりわけ時間的な遅滞は原則として投資者が甘受しなければならない³⁹。EdW はその限りで原則として先履行する必要はない。

ただし、投資者補償法による有価証券取引に基づく補償からの除外は、取戻権を顧客が実際に有する場合にのみ考慮の対象となる。例えば、証券業者が信託口座において信託的な拘束を無視し、顧客の金銭を自己のものとして取り扱った場合や、自己の財産と混同した場合には、当該金銭は顧客の財産から逸出する。同様のことは、分別管理義務違反により管財人が、そもそもは投資者の所有において寄託された有価証券を特定し引き渡すことが困難な場合についてあてはまる。この場合は、補償請求権から除外はなされない。

補償請求権の額及び範囲に関する決定は、EdW の義務である。BGH はこの点につき次のように述べている。

「……補償機構は届出がなされた債権の正当性に関して自己の責任において自ら決定しなければならない。もっとも、最上級審判例においてまだ解明されていない、限定可能で、複数の届出請求権に関する、そして、それ自体を分離して判断できる法的問題が存する場合には、補償機構はこれを『モデル手続 (Musterprozess)』において解明し、その後で、他の補償手続において、そこで解明された規整を適用することができる。これにあたっては、補償機構は一場合により実体法上の請求権の譲渡を受けた上で一自らそのようなモデル手続を追行することもできるし、あるいは、手続追行の用意のある投資者にこれを追行させ、手続上の可能性の枠組みにおいてこれに随伴することも可能である。これに対して、被害を受けた投資者がそのような『モデル手続』を自発的に行うことを補償機構が待つことは許されない。」⁴⁰

このように、モデル手続と呼ばれる試験的な訴訟において、EdW は自ら取戻権の存否を明らかにすることも許される⁴¹。

³⁶ *Mülbert*, II-3, II-4.

³⁷ Phoenix 事件においては、取戻権は実際には存在しなかった (*Grüneberg*, WM 2012, S.1368)。

³⁸ BGH WM 2011, 2176, Rn.43. (補償は語義に照らして損害、すなわち財産損失を前提とする)。

³⁹ BGH WM 2011, 2176, Rn.43, 46.

⁴⁰ BGH WM 2011, 2176, Rn.57.

⁴¹ *Mülbert*, I-1.

② 相場下落による損失

有価証券取引による損失は、補償請求権から控除されるべきものである⁴²。その根拠は、一つには、法文上、補償請求権が、補償事案確定時点の金融商品の価格とされていることにある（投資者補償法 4 条 3 項）⁴³。これは、ヨーロッパ法とも調和するものと評価されている⁴⁴。敷衍すれば、1997 年指令（投資者補償システム指令）2 条 2 項は、投資者補償法による補償請求権の基礎となっているものであるが、同項は、投資者が債権を有するか又は投資者に帰属する金銭で有価証券取引との関連において投資者の計算に帰属するとみなされるものについて、投資者に対して払戻しがなされるべきであると定めている。法規に合致してなされた投資者の金銭の使用の枠組みにおいて生じた取引損失の補償を求める投資者の請求権については、指令はこれを付与することを意図していなかったのである。

③ 架空利益

「雪だるまシステム」ないし「ポンジスキーム」を隠ぺいするために口座や残高報告書に示された架空利益は、投資者補償法にいう「有価証券取引に基づく損失」の文言からも、法の趣旨からしても補償の対象とはならない。これは、判例及び圧倒的な通説である⁴⁵。なお、すでに架空利益が業者から払い出されている場合には、管財人はこれを客観的無償給付として倒産法 134 条 1 項に基づき否認した上で投資者に返還することができる⁴⁶。

④ 割増金 (Agio [プレミアム])

有価証券取引の実施にあたり投資者が支払った割増金は業者の管理コストに対する報酬であって、投資金額を構成せず、補償の対象とはならない⁴⁷。割増金が雪だるまシステムにあたって徴収されたものであった場合には、判例によれば顧客に損害賠償請求権が帰属するが、これは法の保護目的に含まれるものではなく、補償の対象とならないものとされる⁴⁸。

⑤ 管理報酬、残高手数料、取引手数料及び機関の費用償還請求権

これらの請求権は、BGH の見解によれば補償請求権の確定にあたって考慮の対象とはならない⁴⁹。その理由は、「有価証券取引に基づく債権」は、投資者が機関に対して有価

⁴² *Mülbert*, IV-3; *Sethe*, aaO (Fn.25), Rn. 147; BGH WM 2011, 257, Rn.31; BGH WM 2011, 2219, Rn.29.

⁴³ *Sethe*, aaO (Fn.25), Rn. 147.

⁴⁴ *Mülbert*, IV-3.

⁴⁵ *Mülbert*, IV-3 mwN.

⁴⁶ BGH WM 2011, 364, Rn.6ff.; *Sethe*, aaO (Fn.25), Rn.148 (Fn. 385), mwN.

⁴⁷ BGH WM 2011, 257 Rn.30; BGH WM 2011, 2219 Rn.29; *Grüneberg*, WM 2012, 1365, 1367.

⁴⁸ BGHZ 187, 327, Rn.24. *Sethe* は、判例の結論には賛成であるが、重要なのは、金銭の支払いが何を目的とするかであり、Agio は報酬であるから有価証券取引に基づく債務に含まれないと解すべきであるという (*Sethe*, aaO (Fn.25), Rn. 150)。

⁴⁹ *Grüneberg*, aaO (Fn.47), S. 1368.

証券への投資のために渡した金銭を指すものであって、業者の反対債権は考慮の余地がないからである。もっとも、これらの請求権は、証券業者の有する相殺権及び留置権を考慮した上で補償請求権の額と範囲を決定しなければならないとしている投資者補償法4条1項1文の規定により、補償請求権の範囲の算定にあたり意味を持つ⁵⁰。証券業者の手数料請求権が有効に存在し、これが行使可能な場合には、相殺適状にある以上は補償請求権もその金額分だけ減額されるのである⁵¹。このことは、投資者は補償事案がなかったとしてもコミッションを払わないという請求権を有しなかったであろうという理由から正当化される。

⑥ 契約上の義務違反に基づく損害賠償請求権（助言義務違反、財産管理人による合意違反の投資など）。

助言義務違反による損害賠償請求権は補償の対象ではないと解されている⁵²。証券業者の支払不能時に投資者を保護するという法の保護目的からは保護領域を限定することは合理的であると解されている。もっとも、どの範囲で限定すべきかは一義的に明らかとはいえない。この点、立法理由は、契約上の主給付義務にあたる請求権が保護領域に属する旨を述べ、それゆえ助言義務違反については補償対象とはならない旨を述べていた⁵³。これに対しては、助言義務も主給付義務にあたりうるものであって、主給付義務と付随的給付義務の区別は適切な基準とはいえないなどの批判がある。Setheは、金銭又は有価証券に対する権利、占有又は所有を直接の目的とする投資者の請求権のみが保護されるとの原則から⁵⁴、助言義務違反による損害賠償請求権の他、契約違反によって生ずる逸失利益又は損失も補償の対象とはならない旨を論じている⁵⁵。

6. 補償の額

補償機構による補償の額は有価証券取引に基づく債務の90パーセント及び2万ユーロを上限とする（投資者補償法4条2項）。上述のとおり、有価証券取引に基づく債務の額は、金融商品については、補償事案発生時点での市場価格によって決定される（投資者補償法4条3項1文）。なお、預金については補償限度額の上限が引き上げられたのにもかかわらず、上限額の引上げや補償対象債権の範囲の変更に関する議論は現在のところほとんどなされていない⁵⁶。

⁵⁰ Mülberty, IV-3.

⁵¹ Phoenix 事件においては、Phoenix-Kapital 有限会社の手数料請求権ないし管理経費請求権は同社の重大な契約違反行為によって失われたと BGH は判断したため、管理経費と手数料請求権の控除はなされなかった（Mülberty, IV-3）。

⁵² Mülberty, aaO; Grüneberg, aaO (Fn.47), S. 1367; BT-Drucks. 13/10188, S. 16.

⁵³ BT-Drucks. 13/10188, S.16.

⁵⁴ この原則から、金銭又は有価証券に対する権利、占有又は所有を目的とする請求権を無にする横領・背任行為を理由とする請求権は補償対象となると論じられる（Grüneberg, aaO (Fn.47), S.1367, BGH WM 2011, 257 Rn.24; BGH WM 2011, 2219 Rn. 27）。

⁵⁵ Sethe, aaO (Fn.25), Rn.152.

⁵⁶ Mülberty, IV-8. また、Mülberty 教授は、投資者補償手続が原則として基礎的保障及び存在に争いが生じ

V. 分別管理義務

証券業者の負う分別管理義務については、2017年改正前有価証券取引法 34a 条（2017年改正後有価証券取引法 84 条）において規定されている⁵⁷。2017年改正前有価証券取引法 34a 条 1 項（2017年改正後有価証券取引法 84 条 2 項）によれば、信用制度法 1 条 1 項 2 文 1 号にいう預金受入業に関する許可を有しない有価証券サービス企業（Wertpapierdienstleistungsunternehmen）⁵⁸は、有価証券サービス又は有価証券付随サービスとの関連で受領した顧客資金を遅滞なく、当該業者の資金及び他の顧客資金から分別して、預金営業の権限を有する信用機関、中央銀行、又は、適格資金市場ファンドの信託口座において、金銭が合意された目的のために使用されるまで保管しなければならない。分別管理は遅滞なくなされることを要するが、証券業者の口座に顧客からの支払いがなされた場合については翌取引日の分別で足りるとされる⁵⁹。顧客の金銭の保管は預金取引を営むあらゆる信用機関が適格性を有するものとされる。顧客相互の金銭の分別が要求されることから乗合口座（Omnibuskonten）における管理は許されない⁶⁰。保管は信託口座においてなされなければならない⁶¹。

2017年改正前有価証券取引法 34a 条 2 項（2017年改正後有価証券取引法 84 条 5 項）は、顧客の有価証券⁶²の分別管理義務に関する規定であり、信用制度法 1 条 1 項 2 文 5 号にいう寄託業の許可を有しない有価証券サービス企業⁶³がその名宛人である。寄託は、寄託業の許可を有する信用機関においてなされれば足りる⁶⁴。具体的には次のとおり分別管理がなされる⁶⁵。

証券混蔵銀行（Wertpapiersammelbank；証券集中保管機関）による混蔵保管（寄託法 2 条）の形態で有価証券を保管し得ない場合、又は、預託者が分別管理を請求した場合には、保管者は、有価証券を自己及び第三者の保有有価証券と区別して保管する義務を負う。この分別寄託（いわゆる帯封寄託）の場合には、物理的証券は分離して保管され、個々の顧客のためにしかるべく記号が付けられる。この場合には顧客は証券の単独

ない請求権の迅速な補償を指向するものであるので、対象債権の範囲の拡張（例えば助言義務違反などを念頭に置いているものと思われる）には否定的である（Mülbert, IV-4）。

⁵⁷ 分別管理義務を定める有価証券取引法の規定は民法典 823 条 2 項所定の不法行為責任を根拠付ける保護法規ではなく、監督法上の義務であるとされる（Mülbert, II-1）。もっとも、学説は分かれており保護法規であるとする見解も有力なようである（Fuchs, aaO (Fn.32), §34a WpHG Rn.1）。

⁵⁸ EdW 所属業者はこれに該当する（Mülbert, II-1）。

⁵⁹ Fuchs, aaO (Fn.32), §34a Rn.9.

⁶⁰ BGHZ 186, 58, 60.

⁶¹ Fuchs, aaO (Fn.32), §34a Rn.15.

⁶² 2017年改正前有価証券取引法 34a 条 2 項（2017年改正後有価証券取引法 84 条 5 項も同じ）は「有価証券」を問題とするが、これは立法上の過誤であり、証券化の有無は重要ではなく、寄託可能である限り金融商品も分別管理の対象となる（Fuchs, aaO (Fn.32), §34a Rn.21）。したがって、デリバティブについても分別管理の対象となりうる（EdW, II-1）。

⁶³ EdW の所属業者はこれに該当するとされる（Mülbert, II-1）。ただし、他方で、寄託取引の許可を受けた業者（の一部）が EdW に割り当てられている旨を述べるものとして、EdW IV-2-3。

⁶⁴ Fuchs, aaO (Fn.32), § 34a, Rn.22.

⁶⁵ EdW, II-1.

所有者となる。

他方、証券の分別管理の方法については法律の規定はなく、混蔵寄託も可能であると解されている⁶⁶。この場合には、顧客は、有価証券全体の共有者に過ぎず（寄託法 6 条）、分別された有価証券の返還を受ける請求権を有するものではない。通常は、混蔵寄託においては、個々の有価証券の証書が保管されるのではなく、集中保管機関において大券（Globalurkunde）が保管されており、顧客の有価証券は銀行における帳簿上の数字（Buchungsgröße）である。全ての銀行は、顧客資産残高を自己の資産残高と分別しなければならないが、通常は顧客及び自己の資産を分別して第三保管者（Drittverwahrer）に寄託することによってこれはなされる。したがって、顧客資産の乗合寄託の形での第三保管者への混蔵寄託が可能である。

こうして、投資者の所有物及び寄託された金銭及び有価証券に対する所有権類似の権利は、当該企業の権利と区別されることにより、倒産及び強制執行において他の債権者の拮取から保護される。

なお、2017 年改正前有価証券取引法 34a 条（2017 年改正後有価証券取引法 84 条）の分別管理については、2017 年改正前有価証券取引法 36 条（2017 年改正後有価証券取引法 89 条）に基づく検査人（Püfer）による通常検査の対象となっている。すなわち、2017 年有価証券取引法 36 条（2017 年改正後有価証券法 89 条）によると全ての証券業者は年に 1 度検査を受けなければならない。検査においては、分別管理に関する規定の遵守もその対象であり、これについては BaFin の裁量による検査免除の対象外である（2017 年改正前有価証券取引法 36 条 1 項 3 文、2017 年改正後有価証券取引法 89 条 1 項 2 文）。検査人は有価証券サービス企業が原則として自ら選定することができる。ただし、BaFin は検査を自ら行うことができ、あるいは、その受任者にこれを行わせることができる（2017 年改正前有価証券取引法 36 条 4 項 1 文、2017 年改正後有価証券取引法 89 条 5 項 1 文）。検査報告は BaFin に対していずれの場合でも提出されなければならない。EdW はこれに対して検査報告の提出を受けるべきものとはされていない。検査の結果についての EdW に対するこれ以外の報告義務も存在しない。

VI. 倒産手続について

1. 倒産申立権の所在

信用制度法 46b 条により、信用機関と金融サービス機関すなわち機関の財産についての倒産手続開始の申立ては、BaFin に専属する（信用制度法 46b 条 1 項 4 文）。BaFin は、機関に対する継続的な監督と信用制度法 45 条、46 条に基づく措置により入手した情報の利用により、どの時点で倒産手続が採用されるべきであるかについて判断する立場にあることに基づくものである。また、BaFin の専属的申立権は、業者の債権者が倒産

⁶⁶ Fuchs, aaO (FN32), Rn.23.

手続の申立てをすることができないことを意味する。これにより、信用制度法 46 条による破綻回避のための措置（モラトリアム）が債権者によって阻害されないことを確保し、そのことは倒産手続外における再建のための措置を可能な限り早期における開始すること、及び、これが失敗に終わった場合に、倒産手続への移行を再生措置を監督する BaFin に委ねることを可能にするものである⁶⁷。

2. 倒産申立てにおける EdW の役割

EdW は倒産申立てを行う権限を有しておらず、また、倒産申立てを BaFin に促す法的手段も有しない⁶⁸。BaFin が倒産申立てを行う準備段階において、EdW は BaFin から情報提供を受ける（投資者補償法 6 条 6 項）。これは、補償金の支払いに関する調査に EdW が直ちに取りかかることを可能とするためのものである⁶⁹。また、反対に、EdW は補償事案発生又はその危険を基礎づける事情に関して EdW の機関に対する調査に際して知ったときは、これを遅滞なく BaFin に通知する義務を負っている（投資者補償法 9 条 8 項）。

なお、EdW は倒産申立てをなしえないことはもとより、投資者の債権・資産を保全するための裁判上・裁判外の措置を行う権限や、所属業者に対する破綻防止措置を行う権限を投資者補償法上いっさい有していない⁷⁰。

また、EdW は顧客の利益において債権の届出を行うことはない。EdW は、証券業者の顧客の債権につき補償の給付により代位した（投資者補償法 5 条 7 項）か、又は、EdW が例外的に請求権を譲渡させた場合にのみ、自分自身の請求権として届け出ることができるにすぎない。

3. 倒産事由

信用制度法 46b 条 1 項 3 文は、金融業者の①支払不能、②債務超過、③差し迫った支払不能の 3 つを倒産申立事由として定める⁷¹。ただし、③の場合については、BaFin が倒産申立てをなすには、機関の同意を要する（信用制度法 46b 条 1 項 5 文）⁷²。倒産申立

⁶⁷ 以上につき、Boos/Fischer/Schulte-Mattler/Lindemann, § 46b KWG Rn.1.

⁶⁸ Mülbart, I-4.

⁶⁹ EdW, I-4.

⁷⁰ 実際にも、このような行為を EdW が行うことはないようである。

⁷¹ これらの事由については、業者の業務指揮者（Geschäftsleiter）は、BaFin に対して遅滞なく通知することを要する（信用制度法 46b 条 1 項 1 文）。この規制は、倒産法 15a 条 1 項、民法典 42 条 2 項、86 条 1 文、89 条 2 項に基づく支払不能又は債務超過の場合の倒産手続開始申立義務を BaFin に対する通知義務に代置するものである（Lindemann, aaO (Fn.67), § 46b KWG Rn.20）。

⁷² 2003 年までは、差し迫った支払不能は倒産事由ではなく、信用制度法旧 46a 条のモラトリアムの対象であった。従前の実務においてモラトリアムが倒産申立前に至るまでに採られる短期的な措置であったことに鑑み、現行法の下では、具体的な債務者に対する危険が生ずる前の段階の措置（信用制度法 45 条、45c 条、金融機関再生清算法（SAG）37 条以下）についての規定を設けると同時に、倒産申立前に必ずモラトリアムの措置をとらなければならないものとはせず、BaFin は業者の同意の下に倒産申立をなし得るものとし、例えば、倒産手続における再生を図ることをも可能としたものである（Lindemann, aaO (Fn.67), § 46b KWG Rn.24f.）。

てに際して、BaFin は倒産事由の存在につき疎明を要しないとする見解がある⁷³。

なお、倒産申立事由と補償事案確定事由（投資者補償法 5 条 1 項）は一致しないが、補償事案確定事由の一つである、有価証券取引に基づく債務の履行が可能である状況に業者がないことは、倒産申立事由に原則として該当するとする（前述）⁷⁴。

4. 倒産手続

BaFin は倒産開始決定につき送達を受ける。裁判所は、管財人の選任について BaFin の意見を聴取しなければならない（信用制度法 46b 条 1 項 6 文）。BaFin には管財人についての情報が集積されていることからこの規制は合理的であると評価されている⁷⁵。なお、ドイツ倒産法上、管財人は自然人のみがなりうるものとされており（倒産法 56 条）、EdW が管財人となることはできない。倒産手続開始後は、管財人は BaFin に対し手続の状態及び経過について報告義務を負っており、また、BaFin は手続について情報及び書類の提供を請求することができる（信用制度法 46b 条 3 項）。

管財人は債権者の補償に必要な書類を EdW に提供する義務を負っており（投資者補償法 5 条 4 項 2 文）、EdW は管財人と直接に連絡を取っている。また、投資者による補償を行うことにより EdW は投資者に代位するが、これに基づいて EdW は債権の届出を行い、さらに、債権者委員会に出席することもある⁷⁶。

5. 倒産手続と補償手続の関係

前述したように、補償手続と倒産手続は制度上相互に独立した手続である。倒産手続が投資者補償法による補償手続に対して影響を及ぼすことは原則としてないし、また、補償手続が倒産手続に影響を及ぼすこともない。投資者補償法による補償金の支払いは同法の要件を満たすかどうかによってのみ決定される。

ただし、投資者補償法 5 条 6 項に基づき EdW が行う補償請求権の額と範囲に関する審査においては、EdW は倒産した証券業者の財産に関して管財人が確定した結果を用いることができるとするのが判例である⁷⁷。これに加えて、EdW は多数の事案に関わる難しい法的問題については、モデル手続の態様における裁判所の見解がでるまで判断を留保することが可能である⁷⁸。このモデル手続においては、例えば倒産法 47 条 1 項による取戻権の存否などが明らかにされる（前述 VI (5) ②参照）。

EdW が投資者補償法に基づいて投資者に補償を行った限りにおいて、同法 5 条 7 項に

⁷³ *Lindemann*, aaO (Fn.67), § 46b KWG Rn.28. もっとも、他方において、信用制度法 46b 条 1 項 1 文の定める業務指揮者による通知が全ての業務指揮者によってなされたのでないかぎりには、裁判所は決定を行う前に機関に対する聴取を行わなければならないものとし、BaFin による倒産事由の主張を促すべきであるとの見解もある。

⁷⁴ *Mülbert*, IV-1.

⁷⁵ *Lindemann*, aaO (Fn.67), § 46b KWG Rn.40.

⁷⁶ EdW I-3.

⁷⁷ BGH WM 2011, 2176, Rn. 56.

⁷⁸ BGH WM 2011, 2176, Rn. 57.

より証券業者に対する投資者の債権は EdW に移転する（法定代位）。これによって EdW 自体がそれぞれの証券業者の債権者となる。その限りで、EdW には倒産手続において倒産債権者/財団債権者の役割が与えられる⁷⁹。この場合、EdW は当該請求権の債権者であり、証券業者に対する倒産法上の措置を講ずることができる。

VII. EdW のその他の権限、破綻前になされる措置、破綻処理措置について

1. EdW の権限

EdW は、投資者補償法が EdW に認めた権利のみを有する。BaFin による補償事案確定（投資者補償法 5 条）がなされる前においては、EdW は証券業者の検査など、投資者補償法 9 条の権利のみを有する。検査を実行するのは、そのための人員を EdW が有しないため EdW 自身ではなく、ドイツ連邦銀行が EdW のためにこれを行う（投資者補償法 9 条 4 項 1 文）。EdW はこの他には顧客資産の保全のために証券業者の顧客のために裁判上又は裁判外の措置を行使する権限を何ら有しない。EdW は管財人になることはできない。倒産法 56 条によりドイツにおいては自然人のみが管財人になることができるからである。

EdW は、未だ支払不能に至っていない証券業者が支払不能となることを防止するための予防措置を行う権限を有しない。補償事案が発生しているか補償事案発生危険が存在するかについての徴候を発見するための証券業者の検査を行う権限のみを有するのである。補償事由発生又は発生危険を基礎づける事情については、EdW は BaFin に対して遅滞なく通知しなければならない（投資者補償法 9 条 8 項）。この場合、BaFin が倒産回避のための措置を講ずる権限を有する（信用制度法 46 条）。

顧客の証券業者に対する請求権が補償金支払後に EdW に移転された場合（EdW による代位。投資者補償法 5 条 7 項）にのみ事情が異なりうる。すなわち、この場合、EdW は当該請求権の債権者であり、証券業者に対する強制執行法上の措置や倒産法上の措置を、場合によっては講ずることができるのである。しかし、これはもはや顧客の利益においてなされるものではない。

このように、ドイツ法の下では、EdW の権限は、きわめて限定的である。

2. 破綻前措置・破綻処理措置

EdW による補償に直接関係するものではないが、その前段階におけるものとして、破綻前になされる措置などについて補足する。なお、後述する金融機関再生清算法に基づく破綻処理手続においては、補償対象債権の保護について一定の考慮が図られている。

⁷⁹ Phoenix 事件においては、EdW は倒産手続においておよそ 1 億 300 万ユーロの配当を得ている (<http://www.e-d-w.de/de/Aktuelle-Meldg.html>)。

① モラトリアム⁸⁰

信用制度法 46g 条は、モラトリアムという用語を明文上含むが⁸¹、実務上、これとは区別される制度として、信用制度法 46 条 1 項 2 文 4 号ないし 6 号に基づく措置をモラトリアムと称する。この措置は、BaFin と補償機構（預金保護機構及び投資者補償機構）等との活動の調整を可能にするものである。信用制度法 46 条 1 項 2 文 4 号ないし 6 号の措置とは BaFin によってなされる以下の暫定的な措置を指す。すなわち、(i) 譲渡及び支払の一時的禁止、(ii) 顧客との取引の終結の命令、及び、(iii) 機関に対する債務の履行に充当され得ない支払の受領の禁止（ただし、所管の補償機構又はその他の保護機構が権利者への弁済を完全に保証する場合を除く⁸²）である。

支払不能(有価証券取引に基づく債務を履行できないこと)を BaFin が知った後、BaFin は 21 日以内に補償事案の確定を表明する義務を負っており(投資者補償法 5 条 1 項 2 文)、補償事案確定後は、倒産申立てが迫っていることが公になることに加え、補償機構が顧客の債権を補償することによって代位が生ずることが考慮されることから、証券業者を救済することは極めて困難となる。その意味で、支払不能にいたる前のモラトリアムは、業者にとっては救済のための交渉を行うことができる期間を意味する。もっとも、モラトリアムが 6 週間以上継続する場合には、BaFin は補償事案の確定をすることを要する(投資者補償法 5 条 2 項 2 文)⁸³。この 6 週間の期間は、実務上、業者の再生は一般にモラトリアム発布後、短期間で合意されているという事実から定められたものである⁸⁴。また、この 6 週間の期間中、補償機構の職員は業者に対する立入調査を行い、及び、書類の提出を求めることができる⁸⁵。これは、再生の試みが失敗に終わり、したがって、モラトリアムが解消されない場合について、補償機構が補償のための事前の準備を可能とするためである⁸⁶。

⁸⁰ モラトリアムの発布は、実務上は、倒産申立及び補償事案確定の契機であるとも評価されている (EdW V-1)。

⁸¹ 信用制度法 46g 条は、経済全体、特に、一般支払取引の秩序ある遂行に対する深刻な危険を予期させるような経済的困難が信用機関に生ずるおそれがある場合に、連邦政府が法規命令により命ずる措置に関する規定である。

⁸² 信用制度法 46 条 2 項によると、所管の補償機構又はその他の保護機構は、上記の保証にあたり、当該支払が機関の財産から補償機構のために分別して管理されることを条件とすることができる。なお、おそらくは法定補償機構ではなく任意の保護基金による保証が主として想定されており、EdW がこのような保証を行うことはないと考えられる。

⁸³ 2002 年の第 4 次金融市場振興法 (Viertes Finanzmarkutförderungsgesetz) による改正。

⁸⁴ RegBegr. 4. FMFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 141. (第 4 次金融市場促進法 [2002 年] 政府草案理由)。草案理由における記述は、もっぱら預金者保護を念頭に置いたものであり、証券業者についての破綻回避のための救済措置については言及されていない。

⁸⁵ 投資者補償法 9 条 6 項は、「補償機構の職員及び補償機構が用いる者は、連邦庁が信用制度法 46 条による措置を当該機関に対して命じた限りにおいて、通常の業務時間及び取引時間内において機関の営業室に立ち入ることができる。これらの者に対しては、5 条 1 項 1 文及び 2 文による補償手続の準備のためにこれらの者が必要な全ての書類が提出されなければならない。…」と定める。

⁸⁶ 以上につき、Lindemann, aaO (Fn.67), § 46 KWG Rn. 149ff.

② 金融機関及び金融グループの再生及び清算に関する法律による破綻処理⁸⁷

信用機関や所定の証券業者が破綻した場合にドイツ法が適用される場合には、2014年に制定された「金融機関及び金融グループの再生及び清算に関する法律（SAG）」（以下「金融機関再生清算法」という）および2010年に制定された「信用機関の再編に関する法律（KredReorgG）」が適用され、倒産法はこれらの法律に別段の定めがない限り、適用されない。金融機関再生清算法は、銀行再生・清算指令（BRRD、RL 2014/59/EU）を国内法化したものであり、2015年1月1日に施行されている。適用対象となる機関は、CRR 信用機関及び当初資本 73 万ユーロ以上の CRR 有価証券業者（CRR-Wertpapierfirmen）などである（金融機関再生清算法 1 条）。同法に基づく措置としては（i）予防措置、（ii）早期介入措置（Frühzeitiges Eingreifen）、（iii）破綻処理措置（Abwicklungsmaßnahmen）の3つの段階がある。

（i）**予防措置**としては、（α）金融機関再生清算法の適用対象機関に再生計画（Sanierungsplan）を作成しこれを1年ごとに更新することを義務付けること、及び、（β）適用対象機関の協力の下、破綻処理当局（連邦金融市場安定化庁）⁸⁸において破綻処理計画（Abwicklungsplan）を作成し、1年ごとにこれを更新すること、の2つがある。破綻処理計画の目的は、破綻処理当局に各機関の破綻処理可能性の評価を事前に可能とすることであり、その内容については各機関は知らされていない。なお、この破綻処理計画の内容として、「金融市場インフラ、投資者補償機構、及び預金保護システムの利用可能性の堅持に関する要件についての記述」が含まれている⁸⁹。

（ii）**早期介入措置**として、監督当局（BaFin 又は ECB）は、自己資本規制（CRR）や信用制度法の違反に至りうるような機関の財務状況の悪化の場合に、裁量により金融機関再生清算法 36 条以下の早期介入措置をとることができる。この早期介入措置の他、信用制度法 45 条、同 48 条による措置も可能である。

（iii）**破綻処理措置**は、（α）重要な機能の継続の確保、（β）金融安定性への著しくネガティブな影響の回避、とりわけ、市場インフラへの飛び火の防止や市場規律の維持を通じた影響の回避、（γ）公的資金による緊急金融支援の必要を減少させることによる公的資金の保護、（δ）預金保護法の対象たる預金者及び投資者補償法の対象たる投資者の保護、（ε）顧客の金銭及び資産の保護、をその目標（破綻処理目標、Abwicklungsziele）とする（金融機関再生清算法 67 条 1 項）⁹⁰。

破綻処理措置の要件は、（a）機関の存続が危殆化されており⁹¹、（b）破綻処理手続の実行が 1 又は 2 以上の破綻処理目標の達成に必要かつ相当であり、かつ、通常の倒産手続

⁸⁷ 以下の記述については、Hübner/Leunert, ZIP 2015, 2259; Engelbach/Friedrich, WM 2015, 662.

⁸⁸ 金融機関再生清算法 3 条 1 項。

⁸⁹ 金融機関再生清算法 40 条 3 項 13 号。なお、本文中の下線は筆者によるものである。

⁹⁰ これを補完するものとして、6つの破綻処理原則が定められている（金融機関再生清算法 68 条 1 項）。なお、本文中の下線は筆者によるものである。

⁹¹ 監督当局が破綻処理当局に対するヒアリングを経て、又は、破綻処理当局が監督当局に対するヒアリングを経て、この要件を確定する（金融機関再生清算法 62 条 2 項）。

による清算を行ったとしたならば同一の範囲においてそれが達成されないであろうこと、
(c) 用いることのできる期間内において、破綻処理以外の措置によって、破綻処理と同等の信頼性をもって機関の存続の危殆化を除去することができないこと、であり（金融機関再生清算法 62 条 1 項）、これらの要件の下で、破綻処理当局が破綻処理目標達成のために必要な措置を命ずることができるとされている（金融機関再生清算法 77 条 1 項）。

主な破綻処理措置としては、(イ) ベイル・イン（金融機関再生清算法 89 条、90 条）、(ロ) 企業譲渡命令（金融機関再生清算法 107 条 1 項 1a 号、1b 号、2 号）、(ハ) その他、の措置がとられる。(ハ) としては、対象機関の業務指揮を特別管理人（Sonderverwalter）に委ねること⁹²や、機関の支払義務の延期（Aussetzung）を命ずること⁹³などがある。延期の対象となる支払義務からは、投資者補償法により補償対象となる「有価証券取引に基づく債務」が除外されている。

③ その他

なお、上記のうち、(ii) 早期介入措置と類似するものとして、信用制度法 45 条に基づく早期介入措置（Frühintervention）、信用制度法 46c 条に基づく特別代理人（Sonderbeauftragte）の選任、及び、信用制度法 46 条 1 項 2 文 2 号、3 号に基づく措置がある⁹⁴。また、(iii) 破綻処理措置に対応するものとして、信用制度法 46 条 1 項 2 文 4 号ないし 6 号の措置（モラトリアム）がある⁹⁵。

信用制度法 38 条に基づく処理は原則として同じく処理対象業者自身によって実行される。BaFin がその裁量において発する破綻処理命令は、会社法上の解散決議と同様の効果を有し、清算を導く。BaFin の申立てにより、管轄裁判所は、本来であれば銀行取引及び金融サービスの清算の任を負う者が適法な清算に関する保証がない場合には、同法 38 条 2 項により第三者を清算人に選任しなければならない。管轄裁判所又は BaFin により直接に選任された清算人は〔法人の〕機関（Organen）又は社員によって選任された清算人（Liquidator）と同じ地位を有する。このような清算人は、機関（Institut）の業務指揮者であり、信用制度法の規定を遵守しなければならないが、BaFin の監督に服する。加えて、BaFin は機関又はその銀行取引及び金融サービスの清算に関して指示を発することができる（信用制度法 38 条 2 項 1 文）。

⁹² 金融機関再生清算法 88 条 1 項。期間は 1 年以内を原則とする。

⁹³ 金融機関再生清算法 82 条 1 項。

⁹⁴ Vgl., *Lindemann*, aaO (Fn.67) , § 45 KWG Rn. 13, 19, § 45c KWG Rn.5, § 46 KWG Rn. 11. なお、この他、EU 単一監督メカニズム命令 (SSM-VO) 16 条に早期介入措置が定められている。*Lindemann*, aaO (Fn.67) , § 45 KWG Rn. 26 は、このような規制の重複を批判する。

⁹⁵ Vgl., *Lindemann*, aaO (Fn.67) , § 46 KWG Rn. 12f. この他、2016 年 1 月 1 日に発効した、「信用機関及びある種の有価証券企業の処理に関する、単一破綻処理メカニズム及び単一破綻処理基金の枠組みにおける、統一的な規定及び統一的手続きの確定のための命令」(SRM-VO) に基づく破綻処理手続がある。この命令に基づく単一破綻処理委員会 (SRB) による手続の対象は、ECB を監督機関とする「重要機関 (bedeutende Institute)」及び多国間で事業を展開するグループであり、破綻処理の要件は金融機関再生清算法に基づくそれとほぼ同じである (*Leonhanr/Leunert*, aaO (Fn.87) , S. 2264f.)。

3. EdW の破綻処理手続等における役割

EdW は、これらの破綻処理手続を含むあらゆる破綻処理手続において直接に関与することはない。EdW は BaFin が補償事案を確定したときに限り、補償金額の確定に関して、その担当領域の枠内で、清算人や特別管理人等と協働することができる。

以上

アメリカの投資者保護基金制度

松岡 啓祐 専修大学大学院法務研究科教授

I. SIPC の創設と 1970 年 SIPA 制定の経緯

1. SIPC の意義と役割

アメリカでは証券業者が経営破綻した場合における投資者に対する補償制度について、1970 年 Securities Investor Protection Act (1970 年証券投資者保護法。以下、SIPA とする) が制定されている。同法は実質的には連邦証券諸法の一部に位置付けられる。SIPA に基づいて証券規制の監督を担当する Securities and Exchange Commission (連邦証券取引委員会。以下、SEC とする) の下に、Securities Investor Protection Corporation (証券投資者保護公社。以下、SIPC とする) が設置され、証券業者の破綻処理に際し SIPC 基金 (SIPC fund) を活用して投資者への補償等を行っている¹。SIPC による投資者への補償制度は後述する顧客資産の分別管理制度とともに二つのセーフティネットのひとつであり、これらの制度は密接に関係性を有している。

SIPC は会員制の組織法人であり、SEC に登録する全ての証券業者 (broker-dealer) に対し原則として加入を義務付けた上で、会員証券業者の会費 (assessments) を主要な財源に破綻処理等のための基金を整備し、その基金により損失を受けた投資者への補償を 1 人 50 万ドル (そのうち現金の部分は 25 万ドル) の上限で実施している。こうした投資者補償制度は理論上証券業者の破綻による影響から公正な価格形成という証券市場の機能を守るための重要なセーフティ・ネット (安全網) として位置付けられる²。

2. 1960 年代後半の証券危機と 1970 年 SIPA の制定

SIPC が創設された経緯としては、1960 年代後半に発生した証券危機における多数の証券業者の破綻への対応がある³。当時株式の取引量の拡大に対する注文処理体制の構築が不十分であったことから、ペーパー・クライシスと言われる株券の引渡の遅延等が頻発した。1974 年以降証券市場の注文処理にはコンピューター処理が導入されたが、当時は 1 株ずつ注文伝票が作成されていたという事情があった。そうした状況により証券市場は著しい混乱に陥り、経営が悪化した数百の証券業者が合併や営業廃止等に追い込まれ、その多くの証券業者は顧客に預託資産を返還できないまま、経営破綻した。

その当時証券業者が経営破綻した際の投資者への補償については、New York Stock Exchange (NYSE。ニューヨーク証券取引所) 等が設けていた任意の自主的な基金が対

¹ 日米を中心とする投資者補償制度の全体像については、松岡啓祐『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、2013 年)を参照。

² 上村達男「連載：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 (三)」企業会計 56 巻 10 号 117 頁 (2004 年) では、わが国の投資者保護基金制度について、証券市場における価格形成にすでに参加している投資者の投資判断をそのまま維持することで、証券会社破綻による市場機能の遮断を許さないところ (証券市場の連続性確保) にその本質的な意義があると指摘されている。

³ SIPC, *History and Track Record*, 1 (<http://www.SIPC.org/about-SIPC/history>).

処してきた。しかし、1960年代後半の証券危機で証券業者の破綻が相次いだため、そういった自主的な基金に基づく補償等では十分に対応できなくなり、結果的にアメリカにおける証券市場の公的信認は大きく毀損することになった⁴。こうした事態を受けて、連邦議会は証券業者破綻から生じる投資者の損害を最小限度のものに抑えるとともに、証券市場に対する一般大衆の信認を取り戻すため、1970年に制定されたのがSIPAである。一般にSIPAの主要な目的は顧客資産の返還にあると解されており⁵、SIPCによる顧客の保護は証券業者が顧客のために行う証券保管機能(custody function)の確保を意味する。なお、1970年にSIPAが制定される以前には、証券業者の経営破綻と投資者の預託資産の法的な保護の枠組みは主にコモン・ローや連邦破産法のほか、州法上の判例法理に依拠していた。

3. 1970年SIPAの意義と投資者補償制度の整備

SIPAにおいてはSIPCが創設されるとともに、証券業者の破綻対応と証券市場の安定化のためのSIPC基金が創設され、破綻から生じた投資者の一定の損失等を補償することとされた。SIPCの当初の基金規模は7,760万ドルであったが、これは会員証券業者の負担金の960万ドルを基本的な財務基盤として、当時のアメリカン証券取引所の信託基金から300万ドルを継承し、信用借入枠の6,500万ドルを加えたものであった⁶。

SIPCはもともと存在した証券取引所の基金を継承しており、現在も証券取引所等の自主規制機関がSIPA上監視機関や会費徴収機関としての役割を担っている。また、SECに一定の監督権限を持たせている点が重要である(SIPA11条以下等)。SIPAにおいては証券業者の連鎖的破綻の防止も図られていることから、銀行破綻に対応するFederal Deposit Insurance Corporation(連邦預金保険公社。以下、FDICとする)を参考にそうした法制度が整備された側面もある。FDICは1929年の世界恐慌の発生を受けて、Banking Act of 1933(1933年銀行法(いわゆるグラス・スティーガル法))により創設され翌年から業務を開始している。アメリカではそれ以前の1829年頃から各州で独自の預金保護制度が設けられていたが、金融システムの安定性を図るため連邦上の制度が創設されることになった。そして同様の制度が世界各国に広がっていき、近時ではEUの預金補償スキーム指令(Deposit Guarantee Schemes Directives、DGSD)の検討が盛んに行われている⁷。

その後、SIPAに関しては1978年に顧客口座の一括移管制度が導入されるなど大きな

⁴ 松岡・前掲注(1)11頁以下を参照。

⁵ Kenneth J. Caputo, *Customer Claims in SIPA Liquidations: Claims Filing and the Impact of Ordinary Bankruptcy Standards on Post-Bar Date Claim Amendments in SIPA Proceedings*, 20 AM.BANKR.INST.L.REV.237(2012).

⁶ SIPC, *supra* note 3, at 1.

⁷ Andrew Campbell and Paula Moffatt, *Protecting Bank Depositors after Cyprus*, 23 NOTTINGHAM.L.J.96(2014). そうした点を含め、高橋正彦「ペイオフ発動の歴史的意義」横浜経営研究 32巻1号39頁以下(2011年)も参照。

改正があり、それまでの実績を検証した上で SIPC の権限や破綻処理手続の迅速性等の側面も強化された。1978 年の改正後も数回の改正がなされ、顧客への補償限度額も徐々に引き上げられていった。近年では 2010 年の **Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act**（以下、ドッド・フランク法とする）による改正を受けてさらなる補償上限の引上げ等が実施され、現在に至っている。

SIPC のこれまでの顕著な実績として 1970 年の創設以来、SIPC は 2017 年度末までに約 1,387 億ドルを数十万人の投資者に返還している。そして適格性を有する顧客については SIPC の手続によって 99%の資産を返還できている。とりわけ 2008 年にはリーマン・ブラザーズやマドフ氏の巨額証券詐欺事件等の大規模で複雑な破綻処理事案にも対処し、その後も複数の証券業者の破綻処理が継続中である。

II. SIPC の機能と権限

1. SIPC の証券業者の破綻処理方法

(1) SIPC と破産法の関係等

SIPA に基づく破綻処理では、証券会社の破綻により顧客資産の証券保管機能 (custody function) が棄損された場合において投資家に対し顧客資産の返還を一定限度のもとで補償する活動を行っている。こうした投資家への補償等の破綻処理においては SIPA と連邦破産法が同時に適用される。SIPC 自体あるいはその職員が管財人となることもできる。管財人が任命される場合には管財人に対し SIPC 基金から資金の供与 (advance) が行われ、顧客資産の返還に必要な資金が提供される。この資金は、破綻した証券会社の残余財産から可能な限り回収が行われて顧客財産が完全に返還された場合には、それを上回る回収があればその分が SIPC に回収される⁸。SIPA は 1934 年証券取引所法 (**Securities Exchange Act of 1934**) に修正を加えたものとして、また同法の条文として包含されたものとみなして適用されることになる (SIPA 2 条以下)。なお、SIPA の条文番号については、合衆国連邦コードでは枝番号を含め 15 U.S.C. §78aaa-78lll として規定されているが、本報告書では SIPC の年次報告書等の記述と同様に同法の順序に従って SIPA 1 条から 16 条として表記する⁹。

SIPA は基本的に破産法の特別規定として位置付けられている。そして、同法に基づき SIPC は証券業者の破綻処理に関する様々な支援活動 (管財人との連携等) と投資者への補償等を行っている。特に証券業者に特有な円滑な破綻処理では、通常の破産処理とは異なり、その顧客口座を別の財務状況が健全な証券業者 (financially healthy brokerage firm) に移管する制度が重視される。そこで、管財人は SIPC 基金による補償を活用しつ

⁸ 後述するマドフ事件の事例にもあるように、SIPC の費用の多くが顧客資産の「補償」よりも、管財人等に対する支払も含む Administration 関連費用の方が大きいこともある。

⁹ SIPA 全体の条文の翻訳は、日本証券経済研究所『新外国証券関係法令集 アメリカ (II) 信託証券法、投資会社法、投資顧問法、証券投資者保護法』243 頁以下 [松岡啓祐] (2008 年) を参照。

つ、個々の顧客からの同意を得ることなく、全部又は一部の顧客口座の移管を実施することが可能である（SIPA 8条(f)項）。破綻処理の迅速性と証券市場の安定性を確保するための措置として、1978年の法改正により導入されている。ただし、顧客口座の移管にはSIPCの事前の承認のほか、正確な帳簿の存在や移管先の証券業者の同意等の条件が整っていることが必要になる。

実際に後述する2008年のリーマン・ブラザーズに関する大規模な破綻処理の際には、緊急性が重視されたことから、1週間以内というきわめて短期間に顧客口座の移管が行われた。一般的には1週間から3週間が口座移管に要する期間の目安になるものの、事案によってはさらに時間を要することもありうる¹⁰。また実務的には他の証券業者への移管には受け入れ先となる証券業者の同意や十分な事前の監査（いわゆるデュー・ディリジェンス）の実施等といった満たすべきいくつかのハードルがある。そのため、円滑な処理による顧客保護の観点から移管制度の重要性は大きいが、破綻件数全体としてはそれほど多くの割合で移管が実施されているわけではない¹¹。

（2）SIPCによる破綻処理の手法の概要と主な区分

SIPCが関与する破綻処理の手法は、証券業者の規模に応じて主に3つに区分することができる。その区分に応じて管財人の選任や果たす役割等が異なってくる。詳細は後述するが、まず以下においてその概要を見ることにする。

第1に、大規模な破綻処理の場合であり、通常の破産処理と同様にSIPC以外の管財人（trustee）が裁判所によって任命され、SIPCが管財人等の補助に当たる（SIPA 5条以下）。この場合には、外部の弁護士等に関し管財人コスト等が発生する。SIPCは管財人と共同して顧客資産の回復を図るほか、SIPC基金による補償等を活用して可能な限り別の証券業者へ顧客口座を移管（トランスファー）するか、個別に顧客へ補償を実施することになる。

第2に、中規模な破綻処理の場合である。破綻した証券業者の債務額が75万ドル未満で、顧客数500名未満であるという条件を満たす場合には、SIPC自体等が管財人になることも可能である（SIPA 5条(b)項(3)号）。この場合、SIPCが主体的に破綻処理を進めることができる。

第3に、小規模な破綻処理の場合である。すなわち、顧客の請求総額が25万ドル未満の場合、SIPCは直接支払手続（Direct Payment Procedure、DPP）を用いることができる（SIPA 10条）。裁判外の簡易かつ効率的な補償手続であり、単に直接支払とも言われる。近年この直接支払手続の積極的な活用が進むにつれて、要件の緩和による一層の活用が提言されることもある。

¹⁰ SIPC, *Claim FAQs*, 4.

¹¹ Kenneth J. Caputo, *supra* note 5, 243 では、1991年から2010年を通じてSIPCが清算手続に関与した94件のうち、一括移管（バルク・トランスファー）が実施されたのは7件に止まっていることが紹介され、その問題点が検討されている。

(3) 実際の破綻処理手法の運用状況

このような破綻処理の手続のうち、第1の裁判所の主導のもと外部の管財人により行われる手法が通常の破綻処理の原則であるのに対し、SIPCが主体的に破綻処理に関与する第2の手法と第3の手法の意義も少なくない。いずれも1978年の法改正により円滑な処理を目指して、特別に導入された手法である。最近のSIPA上の顧客保護手続は中小規模破綻が多く、SIPCが管財人の役割を担う第2の処理手法の活用が増えてきている。その際にはSIPC自身が管財人になった上で、一般的に代理人等として破綻処理に詳しい外部の弁護士を活用している。かなり規模の小さいケースでは、第3のSIPCが一定の限度額の範囲で顧客に補償を行う直接支払手続を活用した破綻処理事案も増えつつあり、重視されている。

リーマン・ブラザーズの経営破綻やマドフ事件といった大規模で著名な証券業者の破綻処理は、第1の通常的手法により行われた。実際の破綻処理に際しては、早期の事前介入が重要になる。そのため、SIPCの介入に先立ち、SEC等の申請により裁判所が資産凍結命令や種々の不正行為の差止命令等と同時にレシーバーを任命し、後述するようにその証券業者の財産の保全を図ることも多い。

2. SIPAに基づく破綻処理と管財人の権限等

(1) 管財人の位置付け

第1の原則的なSIPAに基づく証券業者の破綻手続は、通常の破産手続と同じく、原則として破産管財人により実施される。管財人を任命するのは破産裁判所であり、保護判決書(protective decree)が発行される。管財人はSIPAと連邦破産法に従って事案を処理することになる。管財人は状況に応じ、代理人ないし顧問(counsel)を活用する¹²。例えば、巨額の投資詐欺が問題となったマドフ事件では、Irving H. Picard氏が管財人であり、David J. Sheehan氏が管財人の主任代理人(chief counsel)としてチームを組んで対処している¹³。

管財人の報酬とその種々の費用は、SIPCによる審査を受けた上で裁判所に承認されることになり、SIPC基金か又は一般財産(general estate)から支出される。そうした支出は顧客資産ではなく、一般的債権者の請求として一般財産に属する資産に残された範囲でSIPCに返金されることになる¹⁴。

(2) 管財人の任命とSIPC

管財人の任命については、裁判所がSIPAに基づき保護判決書を発行する場合、当該裁

¹² 管財人となる弁護士と同じ事務所の弁護士らとその代理人として活動する例がよく見られる。

¹³ The Madoff Recovery Initiative, <http://www.madofftrustee.com/>. マドフ事件では管財人がホームページを開設し、ホットラインを設けるとともに最新情報を更新している。

¹⁴ SIPC, *supra* note 10, 2.

判所は破綻した証券業者の業務を清算するための管財人及び弁護士（attorney）として、SIPC がその唯一の裁量において特定する者を遅滞なく任命しなければならず（SIPA 5条(b)項(3)号）、任命の際には SIPC の推薦が尊重される¹⁵。SIPC は全米各地にいる管財人候補に関する名簿を整備しており、同一の管財人に複数の事案を依頼しないようにしている¹⁶。

もともと、当該証券業者に対して担保を有しない一般債権者とその他の貸手に対する債務が 75 万ドル未満であり、かつその証券業者の顧客数が 500 名未満であると判断する場合、SIPC は自己の裁量により SIPC 自身ないし SIPC の職員の一人（両方を併せて SIPC と呼称される）を、破産管財人として任命することも 1978 年の改正によって可能とされている（SIPA 5条(b)項(3)号）。その際にも、前述したように SIPC 管財人の代理人として弁護士を活用することが一般的である。

（3）管財人の位置付けと SIPC との関係

SIPC 以外の管財人は SIPC から独立しており、すべての顧客と債権者に対し信託義務（fiduciary duty）を負う。SIPC は管財人とその管財人の代理人と密接な関係を維持し、SIPA の規定に従ってその手続の実施において当事者として積極的な役割を果たすことになる。ただし、SIPC には SEC のような規制監督権限は付与されておらず、SIPC 基金の補償等による破綻処理が中心になる。

この点に関し、これまで立法論としては、SIPC の権限をより一層拡大して、破綻した証券業者の活動を SIPC 自身が一時的に引き継ぐこと（いわゆるブリッジ機能）を明文で認めるべきであるといった積極的な提案も一部の識者等により行われてきた。FDIC による銀行の破綻処理手法を参考にするものである。そうした提案は実現してはいないものの、近時では後述するようにシステム上重要な大規模証券業者の経営破綻の処理に当たってはドッド・フランク法によって FDIC がブリッジ証券会社等を設立することが想定されるようになったほか、2016 年に新たに導入された SIPC Rule 600 等に基づいて SIPC が証券業者の財務状況等をトータルに収集することが可能になりつつあり、今後の SIPC を巡る法制度の動向が注目される。

3. 具体的な破綻処理のプロセスと実務上の課題等

（1）保護手続の開始

SIPA に基づく破綻処理と補償手続の主な流れとしては、会員証券業者の破綻が認定されると、管財人等の任命、顧客への通知及び公告、顧客からの請求書の受領とその審査、顧客への補償の支払等といった手続が順次行われることになる。SIPC が保護手続を開始

¹⁵ そうした SIPC の裁量権を重視する仕組みは 1978 年改正で設けられたものである。

¹⁶ 日本弁護士連合会の消費者問題対策委員会『米国調査報告書—米国における消費者被害にかかる違法収益剥奪・被害回復の制度と実務』91 頁（2016 年）。

する際には、SEC や Financial Industry Regulatory Authority（金融業規制機構。2007年に NASD と NYSE の自主規制機能を統合して創設された自主規制機関。以下、FINRA とする）による SIPC に対する通知が重要になる（SIPA 5 条(a)項(1)号）。SEC は証券業者の行政監督機関であり、FINRA は自主規制機関として SEC と連携して日常的に証券業者の業務状況の検査等を行っている。

SIPC は SEC の指示を受けることはあるが、後述のように SIPC が SEC の SIPA による保護手続の開始に関する指示を拒否して訴訟となる事例も現れている。なお、一般投資家にはそうした保護手続の開始を申し立てる権限がない点は連邦最高裁判所によっても確認されている。市場の不安定化や混乱の防止等がその理由として挙げられている。

また、SIPC による保護手続が開始されると、その証券業者に関わる他の民事訴訟手続は中断することになる（ただし、他の行政手続や刑事手続は継続する）。そうした SIPC による保護手続の開始は対象となる証券業者及びその顧客等にとって影響が大きいため、その適用を回避して自主的な経営再建を試みることもある。具体的には、他の証券業者への事業譲渡や吸収合併等の措置による。SIPC が基金を用いた補償により証券業者の救済や再生を行うことはない。

（２）補償手続の流れ

典型的な破綻処理事案を例にすると、SIPA に基づく顧客の請求の処理については、次の 6 つのプロセスに分けて考えることができる¹⁷。第 1 に、管財人がすべての顧客に対し請求書と指示書を送付する。対象となる顧客はそれ以前の 12 か月間に、その証券業者に口座を保有していた者である（同法 8 条(a)項(1)号）。

第 2 に、顧客が請求書を提出する。この請求書の送付について、SIPC は管財人への送付が文書で確認できる配達証明郵便（certified mail）やそれと同様の方法でなされることを強く奨めている。そうした文書が受領証明となり、その日付が受領日として扱われる。なお、顧客の口座がその証券業者の清算手続開始後に別の証券業者に移管された場合であっても、移管に際して問題が生じることもあるため、管財人に対し請求書を送付しておくことが SIPC の保護を受ける前提として必要になる¹⁸。

第 3 に、管財人は顧客から受け取った請求を審査する。この審査は通常 1 人の弁護士と 1 人の検査人が管財人やその代理人と行い、事案の重大性によっては SIPC がさらに強く関与する場合もある¹⁹。管財人は顧客の請求とその証券業者の帳簿や取引記録を付け合わせ、必要に応じ、顧客からさらなる情報の提供を求める。そして管財人はそれぞれの顧客の純持分を算出する。SIPC による保護の適格性を判断する際、証券の価値は届出日（filing date）時点（通常は清算が開始された日）で評価される。

¹⁷ SIPC, *How the Claims Process Works*, 1.

¹⁸ SIPC, *supra* note 10, 2.

¹⁹ 審査は可能な限り迅速に行われるが、一般的には 2、3 か月位の期間を要する。

その審査の結果として、第4に、管財人が決定書（**determination letter**）を顧客に発行する。この決定書においては、その請求が認められるか否かという結果と認められる場合には現金や証券の金額が提示され、その理由も付される。顧客がこの決定書に同意できない場合、決定書の日付から30日以内に書面で裁判所に対し異議を唱えることができる²⁰。異議を主張するための具体的な方法は決定書に同封されている。

第5に、顧客の請求が認められる場合には、現金と証券の最初の受け渡しが行われる。顧客がその決定書に同意する場合、いくつかの文書に署名をし、管財人に返送する。そうすると、少なくともSIPCによる補償上限の範囲で現金の支払か証券の引渡しが行われる。可能であれば、顧客の証券が返還され、顧客は証券業者の清算前と同じポジションを回復する。その際必要に応じて、公開市場で代替する証券を購入するためSIPC基金が用いられる。

その後、破綻した証券業者の清算手続とその資産の回収が進むと、第6に、顧客資産による追加的な受け渡しがなされうることになる。SIPCの補償上限を超える顧客は、それ以外に追加的な分配を受ける適格性を持つ。その財源となるのは、第1は顧客資産であり、第2は一般債権者としての一般財産になる。

（3）顧客の請求に関する2つの期限等

顧客の請求については、2つの期限（**deadline**）が重要になる²¹。ひとつが、破産裁判所が設定する「顧客が最大の保護を受けることのできる期限（**Maximum Protection Deadline**）」であり、通常届出の公告日から60日であるが、30日のこともありうる。この期限は最初の裁判所の期限（**first Court deadline**）と言われ、通知公告や顧客に送付される通知公告のコピーで明示される。ほとんどの顧客の請求はこの期限内に行われることになり、管財人はSIPCによる保護の上限内で原則として届出日の口座にあった同数の証券を返還する。顧客が6か月以内ではあるものの、この期限が経過した後に請求した場合には、管財人がSIPCの保護の上限内で届出日に口座にある証券を交付するか、証券の価額相当分を交付するかというオプションを持つ。顧客の請求がこの期限の前か後かによって管財人による取扱いが異なる点に注意を要する。

もうひとつが、すべての請求に関する6か月の期限であり、SIPAに法定されている（同法8条(a)項(3)号）。そこで通知公告の日から6か月を過ぎて受領する請求については、きわめて例外的な場合を除き、SIPCによる保護を受けることができない。この点に関しては多くの裁判例があり、判例上もこの6か月の法定期限は厳格に解されている。迅速性を重視する基金による補償の性質上やむを得ないところでもあるが、専門知識の乏しい投資家にとって短期の法定期限の設定は厳しすぎるのではないかという見方もある²²。

²⁰ こうした異議の申立ては破産裁判所において管財人と請求者の間で“**contested matter**”として取り扱われることになる。

²¹ SIPC, *Cases & Claims, Deadlines*, 1.

²² そうした点について破産法上の取扱いとの比較検討を行うものとしては、Kenneth.J.Caputo, *supra*

他方、顧客の請求総額が 25 万ドルを超えない小規模な事案において前述した直接支払手続が実施される場合には、以上と異なり、裁判外の請求処理（out-of-court process）として管財人は任命されない。SIPC が迅速に処理する直接支払手続は顧客への請求書式の送付と 1 つ又は複数の新聞への公告で手続が開始され、やはり顧客は 6 か月以内に請求書を SIPC に返送し、審査が行われる。そしてその決定に異議がある顧客は 6 か月以内に裁判所に対し、SIPC の決定に関して見直しを求めることになる。

4. SEC による早期の経営介入とレシーバー制度

証券業者が経営破綻するような差し迫った状況においては、顧客を保護するためにも早期に行政当局等による経営への介入が望まれる。その点、アメリカでは従来からレシーバー（receiver）という制度が活用されており、わが国において紹介されることもある。レシーバーは資産管理人ないし保全管理人等と種々に訳され、わが国にはない制度である。

実際の証券業者の破綻処理に際しては、SEC 等の申請により裁判所が資産凍結命令や種々の不正行為の差止命令（injunction）等と同時にレシーバーを任命することも一般的である。裁判上の救済として SEC がインジャンクションを請求することは多く、SEC の申立てに基づき衡平法裁判所の権限内で裁判所が下す附随的救済（ancillary relief）としてのレシーバーが指名される²³。レシーバーは被害者救済のために、破綻した証券業者の財産を確保すべく努力することになる。レシーバーは、連邦破産法及び SIPA に基づき明確な義務と権限を有する管財人とは異なり、エクィティ（衡平法）に基づく制度であり、その権限等について必ずしも明確な法規定はない。エクィティ上の救済措置である財産管理制度（receivership）による²⁴。ただ、SIPA においては SEC が一時的ないし臨時にレシーバーを活用することを織り込んだ規定を設けているほか（SIPA 5 条(a)項(4)号(A)(B)、ドッド・フランク法でも大規模な証券業者の破綻処理で FDIC がレシーバーとなるのに対し SIPC が管財人として指名される旨の規定が設けられており、その活用が図られている。

正式に管財人が任命されると、レシーバーの権限は通常管財人が継承することになることからレシーバーは臨時的な役割を持つ。レシーバーは一般に裁判所の職員として任命され、裁判所に対し信認義務を負う。そして銀行口座や証券口座等といった資産凍結等の措置を迅速に講じて、SEC 等の行政機関と共同して活動する²⁵。また、その証券業者の資産の凍結のみならず、従来の経営者に代わって、証券業者の経営全般を管理するといっ

note 5,20 がある。

²³ 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第 2 版]』232 頁以下（弘文堂、2004 年）を参照。

²⁴ 鴻常夫＝北沢正啓編修『英米商事法辞典 [新版]』784 頁（商事法務研究会、1998 年）、田中英夫編集代表『英米法辞典』784 頁（東京大学出版会、1993 年）。

²⁵ レシーバー制度については、日本弁護士連合会の消費者問題対策委員会・前掲注（16）8 頁以下でも特に検討が加えられている。

た包括的な権限を有し、その証券業者のウェブサイトも閉鎖するとともに業者の内外の情報を掌握することになる。弁護士、会計士、IT技術の専門家等がレシーバーのチームを組んでそうした管理体制を組むことも多い。財産の保全に際しては、召喚状(subpoena)を用いた証人による証言の聞き取り等も活用されることからレシーバーの権限は強いといえることができる。

Ⅲ. 補償の対象と範囲等

1. 補償の上限と補償対象となる有価証券

(1) 補償の上限と改正の経緯

SIPCの基金の財源は原則として会員証券業者の会費であり、証券業者の強制的な加入制度となっている。基金はSIPCの種々の活動に活用されている。SIPCは経営破綻等によって会員証券業者が投資者に返還できない顧客資産について、補償ないし前貸し(advance)を管財人等を通じて実施する。この前貸しは管財人の費用等にも行われ、SIPCは破綻した証券業者の資産等から回収を図ることになる。

ここではまず、補償額の上限ないし限度額が重要になる。原則として補償の上限は証券は50万ドルであるが、そのうち、現金は25万ドル(FDICによる預金保険額と同様)の範囲に限定される(SIPA9条)。こうした補償上限額に関しては、歴史の変遷がある。1970年のSIPA制定当初には証券は5万ドル・そのうち現金は2万ドルとされており、低額であった。それが1978年に証券は10万ドル・現金は4万ドルに、1980年に証券は50万ドル・現金は10万ドルへと徐々に補償上限額が引き上げられてきた²⁶。

さらに2010年のドッド・フランク法によるSIPAに関する改正では、預金保険額に合わせ現金の上限額のみが25万ドルに引き上げられ、現金補償額(Standard Maximum Cash Advance Amount Defined)のインフレ調整規定が設けられている(SIPA9条(d)項・(e)項)。現金の補償に関しては預金保険とのリンクが強まっており、証券か現金かにより補償上限額が異なっている点が目立つようになってきているように思われる。このような証券の請求と現金の請求の区別については、前述のようにSIPA制定当初からの特色であり、その後関連判例等の蓄積を受けてSIPCがSeries 500 Rulesを定めている。同ルールによれば、顧客が証券の買付けや売付けの注文をした場合、書面による確認通知等によって証券か現金のいずれかの取扱いをするかを確定するものとされ、通知の有無等を一定の基準に用いている。

この点に関し、現在の証券取引実務ではまれであるが、顧客の名義で直接登録され、破綻した証券業者の手元に保管されている「顧客名義証券(customer name Securities)」がある場合には無条件で顧客に返還されることとなり、補償限度額による上限が適用されない点は法制度上確認しておく必要がある(SIPA8条(c)項(2)号)。ただ、譲渡が可能な

²⁶ SIPC, *supra* note 3, at 2.

状態になっている証券は顧客名義証券には該当しないため、実際にはほとんどの証券が顧客資産のファンドの一部に組み込まれる。こうした補償の上限を超えた顧客の請求については、管財人が回収する顧客資産からその他すべての顧客と平等に分配を受けることになる。資産の回収には時間がかかるため SIPC が管財人に前貸しを行うことで、顧客がより迅速に自己の証券等を取り戻すことができるのである。SIPC による前貸しや顧客資産を受けてもなお満たされない請求については、一般債権者の請求（すなわち、顧客資産以外の証券業者と顧客との関係ではない一般的な貸付による請求等）として一般財産に属する資産（general estate assets）から分配を受けることになる。

もともと、大手の証券会社では SIPC による補償上限額を超えるような場合に備え、顧客にコストを負担させることなく、独自に保険に加入しているケースも見られる。SIPC による公的な保険との対比から民間保険(private insurance)と言われる。例えば、モルガンスタンレーの保険契約では、証券諸法による規則違反又は顧客の資産の現実の損失ないし損害の結果として、基本的な SIPC による補償が不十分である場合その不足分の総額について追加的に 10 億ドルを提供するとしている。このいわゆる民間保険による補償の上限は証券について 10 億ドルまでは顧客ごとの制限はないが、不足分に関する現金の部分については顧客当たり 190 万ドルが上限とされている²⁷。また、その顧客向けの説明書では証券投資者に対する補償制度とともに、預金保険制度についても顧客に対しその概要を解説している。そこでは、投資者補償には上限を超える民間保険を付しているのに対し、預金保険制度にはそうした措置を取っていないことがわかる。

（２）補償対象としての有価証券

次いで、顧客が会員証券業者に預託していた補償の対象には、ほぼ一般に有価証券(security)として知られるものが広く含まれる(SIPA16 条 14 項)。株式、様々な債券、債務証券、議決権信託証券、預金証券(CD)、証券寄託証券、1934 年証券取引所法 3 条(a)項(55)号(A)において定義される証券先物、投資契約(investment contract)又は利益分配約定(1933 年証券法の規定により SEC に対し登録届出書の届出を義務付けられているもの)等である。また、有価証券等に関するプット、コール、オプション等の一定の証券先物取引も含まれる。

MMF (Money market mutual fund) は現金と同様に考えている人も多いため、現金による補償上限額が適用されるものと間違われやすいが、MMF も価格変動による損失もありえる投資商品である。MMF は証券の補償対象として扱われるほか、地方債(Municipal Bond) や財務省短期証券(Treasury Bill) も SIPA 上の証券に該当する²⁸。

²⁷ モルガンスタンレー社『顧客資産のセーフガード』(MS brochure regarding coverage:https://www.morganstanleyclientserv.com/publiccontent/msoc/pdf/protection_customer_assets.pdf)。

²⁸ SIPC, *Investor FAQs*, 5.

判断が微妙な例としては、不動産投資信託（Real Estate Investment Trusts、REIT）がある。REITはSECに投資契約として登録されたものはSIPCによる補償対象になるが、登録されていないものは対象外である。

なお、直接的な顧客（direct customer）と間接的な顧客との分類も重要であり、直接の場合のみがSIPCによる補償対象になる。例えば、破綻した証券業者に口座があった雇用者年金基金（employer's pension plan）は上限内で補償対象であるものの（証券か現金として）、それとは別にその年金を通じて間接的に（indirectly）取引に参加していた者については補償対象にはならない。

（3）商品取引等の取扱い

他方、通貨、商品等は補償対象から除外されていることから、外国為替取引、未公開株取引等は補償されない。そのため、金貨や銀貨も証券とは解されず、補償対象ではない。この点に関し、商品先物（Commodity futures）取引には注意が必要である。ほとんどの商品先物は証券ではないため補償対象ではないが²⁹、例外としてSECが承認しているポートフォリオ margining プログラムにより証券口座として運用されているポートフォリオ margining 口座における商品先物契約や先物契約上のオプションはSIPA上の証券の定義に入り、補償対象になる。

2. 補償対象となる顧客（投資者）の範囲

（1）顧客の意義とその範囲

SIPCによる補償対象となる顧客（customer）の意義と範囲は、SIPAではどのように把握されているであろうか。顧客という文言には個人のほか、会社、組合、団体、共同の株式会社、信託、法人格のない組織、政府や政治的組織の部局も含まれる（SIPCのSeries 100 Rules(c)）。EU等では小規模な会社に補償対象を限定することもあるが、SIPAでは会社等の規模は問われない。

これに対し、顧客の範囲からは、証券会社や銀行といった投資のプロである金融機関はその顧客のために行っていた取引を除き、原則として除外される（SIPA 9条(a)項）。また、破綻した証券業者の関係者として、その業者のゼネラル・パートナー、役員、取締役、5%以上の持分証券（転換できない優先株式等は除外）の実質的所有者（beneficial owner）、純資産や純利益に5%以上参加するリミテッド・パートナー、経営や経営方針に対し支配的影響力（controlling influence）を有する者等が補償の対象外になる（同項）。なお、これらの者はSIPC基金による保護を受けることはできないが、顧客として破綻した証券業者の顧客資産から按比例的に分配を受けることはできる。

さらに、不正行為者等も除外される。不正行為者とは相場操縦やインサイダー取引等の

²⁹ 後述するように商品取引員（Future Commission Merchant、FCM）の破綻に関する補償については、商品取引所が自主的な基金により実施しているという歴史的経緯がある。

証券諸法の違反者である。また、顧客の中でも、投資詐欺であることを知っていて投資したように不当な利益を得た、「悪意のある顧客」は補償の対象外とされることから、保護に値しない者かどうかの調査も行われている³⁰。

(2) 複数の口座の取扱い

SIPC が顧客に対し補償を実施する際に、問題になる点のひとつは複数の口座を持つ投資者の取扱いである。この点、SIPC の Series 100 Rules によれば、同一の資格で顧客が有する複数の口座は原則として統合される。自己の名義で2つの口座を有する場合には統合され、50万ドルの上限でSIPCの補償を受けることになる。

それに対し、夫婦等が共同で保有している口座 (joint account) や会社の口座、州法に基づく信託口座、退職年金口座 (IRA(Individual Retirement Account)やRoth)、相続財産管理のための口座、未成年者や被後見人のための口座等は別個の資格 (separate capacities) として補償対象となる³¹。例えば、夫婦がそれぞれ自己の口座とは別に夫婦で共同口座を有している場合にはその共同口座は追加的に50万ドルを上限とした補償の対象になり、同一人物が同じ証券業者に Roth 口座と IRA 口座を有している場合、それぞれの口座について別個に独立した補償対象として上限額が適用される。

3. 補償対象となる取引等の範囲と補償額

(1) 補償対象となる取引の範囲

SIPA に基づく補償対象となる取引の範囲は、きわめて重要な問題である。その基準は「顧客」の定義において示されており、会員証券業者の「通常の業務の過程において (in the ordinary course of its business)」受領するなどした証券口座に対し請求権を有する者のみが補償の対象とするものである。SIPC の機能が証券会社が破綻した場合にその証券保管機能(custody function)を顧客のために確保することにあることから、証券業者の「不正流用ないし横領 (conversions) により請求権を持つ者」も含まれる (SIPA16条(2)号)。

それに対し、補償の対象外となるものも多いことから、SIPC による補償は制限的なものであることが強調されている。補償の対象外となるものとしては、会員証券業者自身への投資、市場価格の下落、詐欺 (fraud) や不法行為による被害 (いわゆる証券詐欺)、契約違反や債務不履行責任 (売却注文の不執行等) による損害、買戻し特約が付いている証券取引 (実質的な貸付であると理解される)、会員ではない証券業者との取引等、無断売買による損害、法定の期限 (管財人の通知から6か月の請求期間) に遅れた請求等がある。

SIPC による補償は証券業者と顧客との関係から生じた請求が対象であることから、そ

³⁰ 日本弁護士連合会の消費者問題対策委員会・前掲注(16)91頁も参照。

³¹ SIPC, *Investors with Multiple Accounts*, 1.

うしたものではない証券業者の店舗の貸主等といった一般的な貸付の関係者は除外される。そうした貸貸による貸付金等の請求は一般債権者としての請求（**general creditor claim**）となり、SIPCの保護の対象にはならない。一方、顧客資産やSIPC基金で完全に充足されない顧客の請求も一般債権者としての請求になり、一般債権者がどの程度支払を得ることができるかという点については、ケースによって異なり、管財人が収集することができたその証券業者の資産額等の状況による。なお、証券業者からその関連銀行の預金口座に移された預金に関してはSIPCの補償ではなく、FDICによる預金保険の対象になる。

（２）不正流用と詐欺の区別

これらのうち、補償対象になる不正流用とその対象から除外される詐欺の区別は特に難しい問題である。「窃盗（**theft**）は補償するが、詐欺は補償しない」と言われる。後述のマドフ事件では一部の顧客のみに補償が実施され、訴訟も多数に上っている。SIPCは顧客資産の管理機能（**custody function**）から生じる損失の補償を行い、顧客資産の原状回復を図る制度であることから、不当な助言（**bad investment advice**）等による証券業者に対する損害賠償請求も補償の対象外となる³²。SIPCは規制監督権限を持たず、詐欺と戦うことを求められていないと説明されている。SIPCの保護にはそうした限界があることもあり、アメリカでは近時フロリダ州やインディアナ州、モンタナ州といった一部の州が独自に州法に基づいて証券詐欺に関し投資者に一定の補償を行う基金を設ける動きもある。ただ、そうした州法上の投資者補償制度は種々の条件も厳しく、補償の範囲も限定的なものが多いようである³³。

損害賠償タイプの損失（**damage-type losses**）はSIPCの補償の対象外であり、一般債権者としての請求に分類されることになる³⁴。清算手続以前に生じた当該証券業者と顧客との紛争に関しても、SIPCは関与しない³⁵。また、顧客の預託していた現金については、証券の売買に関連したものが補償の対象であるとされ、商品取引に関する現金は原則として対象外となるが、前述のように商品取引に関しては例外として、特別に承認を受けたポートフォリオ **margin**ing 口座はSIPCによる補償対象になる。商品先物取引ないしデリバティブ取引一般について商品取引員（FCM）が破綻した際の顧客への補償はFDIC

³² SIPC, *What SIPC Protects*, 1. 投資にはリスクを伴い、そうした不当助言等による損失は投資者の自己責任の範囲に属する問題にもなりえる。

³³ Carlos Berdejó, *Small Investments, Big Losses: The States' Role in Protecting Local Investors from Securities Fraud*, 92 WASH. L. REV. 567 (2017).

³⁴ SIPC, *How the Claims Process Works*, 2. なお、証券業者の詐欺的行為を含む証券諸法違反による被害者への補償については、SIPCとは別に、SECが「吐き出し（**disgorgement**）」基金ないしフェア・ファンドを設定し、不当な利得等を徴収した上で投資者に対し一定の分配を実施している点も重要であり、訪問調査時にもSECが強調していたところである。証券詐欺には種々の措置を含めトータルな対応が必要になる。

³⁵ SIPC, *When SIPC Gets Involved*, 1.

や SIPC のような制度はなく、伝統的に商品取引所が実施している³⁶。

(3) 純持分の計算

SIPC による具体的な補償額は顧客の「純持分 (net equity)」に基づいて算定される。この補償額のベースになる純持分とは、顧客の証券等の金額から顧客のその証券業者への債務 (証拠金取引の貸付額等) を控除したものである (SIPA16 条 11 項)。純持分の解釈に関しては近時、マドフ事件のようなポンジスキーム (ネズミ講的詐欺ないし出資金詐欺) における算定方法が重要になっている。

そうした場合の純持分の算出に際しては、顧客の入金額から引き出した出金額を控除したベースで (“money in minus money out” basis。いわゆる真水計算額)、純ポジションを算出するという解釈が管財人等により考案されている。そうした Inter-Account Method とも呼称される補償額の算出方法は近時の裁判所によって支持されている³⁷。その際には、不当な利得を得る者がいないよう、補償の際には金銭の出入金について可能な限り遡って計算していくことが必要になる。

IV SIPC の組織と活動内容

1. SIPC の状況 (2016 年度末時点)

(1) 組織体制

SIPC は非営利 (nonprofit) 組織であり、原則としてすべての登録証券業者からなる会員制会社 (membership corporation) として位置付けられている (SIPA 3 条(a)項)。アメリカで証券諸法に基づいて登録されているほとんどの証券業者 (brokers or dealers) はほぼ自動的に SIPC の会員となる³⁸。SIPC は政府の機関ではなく、自主規制機関 (SRO) でもないが、SEC や国の全面的監督下にあり、各種ルールの制定権を保持している。SIPC が定めたルールとしては、SERIES 100 (顧客口座の区分)、SERIES 200 (仲介ブローカーによる取次の取扱い)、SERIES 300 (未履行契約の結了)、SERIES 400 (標準的なオプションに関する請求)、SERIES 500 (現金の請求と証券の請求の区分) に加え、2016 年に導入された SERIES 600 (補足報告書の提出) まで、6 つのものがある。

SIPC には理事 (director) と役員 (officer) が置かれ、理事の定員は 7 名であるが (SIPA 3 条(c)項(3)号)、現在、理事は 5 名であり、役員は 4 名となっている。SIPC は独立した公益性の高い機関ではあるものの、法制度上もそうした政府機関との連携が重視されて

³⁶ 商品取引所等の自主規制機関に対する行政上の監督機関は、Commodity Futures Trading Commission (連邦商品先物取引委員会。以下、CFTC とする) である。

³⁷ Diana Melton Trust, Dated 12/05/05 v. Picard (In re BLMIS), 2016 WL 183492 (S.D.N.Y. Jan. 14, 2016). Jerry W. Markham, *Custodial Requirements for Customer Funds*, 8 BROOK. J. CORP. FIN & COM. L. 118 (2013) では「純投資メソッド」としてその意義を紹介している。

³⁸ 例外として会員にならないものとしては、銀行、ミューチュアル・ファンド、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ、外国の証券業者等がある (SIPA 3 条(a)項(1)号)。

いる³⁹。そのため理事の中に財務省の代表者とFRB（連邦制度理事会）の代表者が1名ずつ入っており、そうした機関との連絡も随時なされうる体制が取られていることが注目される⁴⁰。2014年に理事長であったSharon Y. Bowen氏がSIPCを去った以降、現在のところ大統領が任命する理事長（Chairman）と副理事長（Vice Chairman）は空席になっている。役員は理事会で選任され（SIPC定款4条2項）、そのうち、President & CEOであるStephen P. Harbeck氏が実質的に中心的な役割を担っている。同氏は1975年にリーガルスタッフとして、SIPCに入り、2003年から現職にある。39名のスタッフがいるが、実際の証券業者の破綻処理に当たる際には、証券業者の破綻事案ごとに必要な人材を雇用している⁴¹。

2016年には定期的な理事会が9回開催されている。年間報酬は理事長が15,000ドル、副理事長と3名の業界理事が6,250ドルとなっている（SIPC定款3条6項）。理事会は常設委員会や特別委員会を設置することができる（SIPC定款3条1項）。現在は、①監査・予算委員会（Audit & Budget Committee）、②投資委員会（Investment Committee）、③補償委員会（Compensation Committee）、といった3つの委員会が設置されている。

（2）基金の規模と会費（業者の負担金）

SIPCの基金の財源は2017年度末時点において、約29億4,579万9,390ドルとなっており、前年より約2億2,500万ドル増加している⁴²。緊急時には、25億ドルまでの財務省からの公的借入が可能である。政府借入については、SIPA4条(g)項がSIPCに対するSECの貸付権限（SEC Loans to SIPC）を定め、同条(h)項がSECの貸付上限額と財務長官への証書の発行権限（SEC Notes Issued to Treasury）等を規定している⁴³。こうした借入枠はドッド・フランク法により従来の10億ドルから引き上げられている。そうした緊急時の公的な借入を活用しても不十分である場合、さらにSECは市場取引参加者に賦課金(transaction fee)を課すことも可能であるが（SIPA4条(g)項）、現在のところ公的借入を含めそのような措置が行われたことはない。また、基金の財源基盤の強化としてカナダやアイルランド等で活用されている民間保険等については、SIPCでは活用されていない。

次いで、会費（業者の負担金）の水準には種々の変遷がある。会費の水準はSIPC創設当初の時期から証券業者の破綻件数が少なくなった1996年以来毎年150ドルになっていた。しかし、2009年4月には財源不安が急浮上したことを背景に純事業収入の0.25%

³⁹ SIPC, 2017 Annual Report, 5.

⁴⁰ 2名の公益代表理事（Public representatives）も入っていることもSIPCの公的機関性を示している。

⁴¹ 2008年のリーマン・ブラザーズの破綻処理の際、SIPCは数多くの弁護士と数百名の会計士を雇用している。

⁴² SIPC, *supra* note 39, 20.

⁴³ SECがSIPCに対し25億ドルまでの貸付を行う権限を持ち、その資金は合衆国財務省から借入れることになる。

へ増額されることになった。この点に関しては、2015年9月30日の連邦議会上院証券・保険・投資に関する小委員会におけるSIPCのPresident兼CEOであるStephen P. Harbeck氏の証言が注目される。そこではSIPCの2014年度末の財務状況について、マドフ事件等の発生を受けて連邦議会が懸念を質した。これに対し、同氏はSIPCの理事会は会費をアップし、金融危機を含めすべての費用を賄うことができている、これはSIPCが必要に応じて基金を増加して対処する十分な能力があることを示している、と連邦議会の質疑に対し陳述している。

(3) 現在の会費の状況

現在SIPCの定款においては基金規模の目標を25億ドルに設定している。そして、25億ドル未満の場合は会費を純事業収入の0.25%とし、15億ドル未満になった場合は会費を証券業の総収入の0.25%とし、10億ドル未満になった場合は会費を同0.5%として基金残高に応じて段階的な会費額の設定がなされている（SIPC定款6条1項）。

実際に金融危機が落ち着いた、2017年1月以降の年度では会費率が純事業収入の0.25%から、0.15%へ軽減されている。2017年度の会費の徴収機関の状況は、3,700の会員証券業者のうち、3,591の業者がFINRA、17の業者がSIPC、43の業者がシカゴ・ボード・オプション取引所、7の業者がNYSE American LLC（旧NYSE MKT、旧アメリカン株式取引所）、12の業者がNYSE Arca, Inc.（旧パシフィック株式取引所）、17の業者がNASDAQ OMX PHLX（旧フィラデルフィア株式取引所）、13の業者がシカゴ株式取引所、となっている⁴⁴。

2. SIPCの2017年度までの破綻処理件数の概要

1970年の創設以来47年間において330件を処理し（証券業者の過去の総数は39,900）、1,387億ドルの顧客資産について、77万400以上の請求に関する返還手続を実施している。破綻した証券業者は会員業者の1%以下であり、その適格性を有する顧客の99%以上がSIPCの援助で資産の返還を獲得している。

ここ数年の状況としては、2012年度には新しく中規模の破綻処理事件が1件発生し（SIPCが管財人）、2013年には2件となり（いずれもSIPCが管財人）、2016年と2017年の新規件数は1件であり、破綻が発生していない年も増える傾向にある。過去において破綻処理件数の多かった年としては、1971年から1973年の94件、1992年の13件、2001年の11件等となっている。2017年度までの10年間平均における新規の開始手続数は、1.3件である。SIPCが1970年に創設されて以来、関与する破綻処理が発生しなかったのは2007年が初めてであり（翌年にリーマン・ブラザーズやマドフ事件といった大規模な破綻が発生）、その後、2009年と2010年、2014年と2015年にも破綻処理件数がゼロであった。

⁴⁴ SIPC, *supra* note 39,10.

顧客への返還対象となった資産は、前述のように約 1,387 億ドルの顧客資産であった。そのうち、約 1,378 億ドルは債務者の資産から、ほぼ 10 億ドルが SIPC 基金から拠出されている。それらのケースでは破綻した証券業者の不正行為を伴っていることが多く、SIPC が関与した訴訟も多数存在する。

3. ドッド・フランク法の影響等

(1) 大規模証券業者の破綻への対応

2010 年に成立したドッド・フランク法は、1929 年の世界恐慌の際におけるニューディール立法以来の大規模な改革となっている。同法については米国の政権交代もあり、種々の見直しが行なわれつつあるが、連邦証券諸法等を横断的に改正しており、投資者補償制度にも一定の影響を及ぼしている。特に SEC や FDIC（連邦預金保険公社）の権限が一段と強化され、預金保険上限額の引き上げ等も行われている⁴⁵。

ドッド・フランク法の影響を受けて改正された SIPA の主な変更点としては、第 1 に、SIPC の会員業者の最低会費額が増額されたこと、第 2 に、連邦政府からの借入枠が 10 億ドルから 25 億ドルへ拡大されたこと、第 3 に、顧客への現金の補償額が 10 万ドルから 25 万ドルへ上限が増額されたこと、第 4 に、SIPC の会員資格の虚偽表示への罰則の上限が 25 万ドルに引き上げられたこと、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）、がある。現金の補償上限額の大幅な引き上げが特に注目される。

(2) SIPC による特別委員会の設置と主な提言内容

2012 年には、SIPC の現代化に関する提言をする報告書が SIPC 自身が設けた特別委員会（SIPC Modernization Task Force）によって公表され、種々の改善案を提示している。こうした改善案は法改正を要するものが多く実現はしていないものの、SIPC の意義と課題を知る上で重要である。特別委員会が投資者補償制度に関し提案した主な項目は以下のようなものである。

第 1 に、証券補償額の引き上げである。投資者の証券に対する補償のレベルについて、130 万ドルに増加すべきとしている。SIPA による顧客資産の補償上限額は証券が 50 万ドルであり、そのうち現金は 10 万ドルとされてきたが、現金については前述のように 2010 年にドッド・フランク法によりインフレ率が加味され、10 万ドルから 25 万ドルへと補償上限額が引き上げられている。そこで、証券の 50 万ドルも同様に増加すべきであると提言している。

第 2 に、補償対象の統合として、補償における現金と証券との区別の撤廃が提言されている。SIPA が制定された 1970 年には一般に、顧客の現金は証券口座に証券購入目的で

⁴⁵ 詳細については、松岡・前掲注（1）218 頁以下を参照。

預託されており、顧客が預託していた証券と現金は密接な関連性を有していた。しかし、その後実質的に現金とほぼ同様に扱われる MMF のような証券の普及等により、顧客資産における現金と証券の区別は不明確な点も増えてきている。また、不正に仮装された証券 (Fictitious Securities) の補償については、裁判所の間でも見解が対立し、1994 年には現金として補償すべきとした判決もあった。この点に関しては SIPC が SERIES 500 (現金の請求と証券の請求の区分) を制定しているものの、判例の混乱ないし不統一を避けるためにも補償上限額における現金と証券の区別は撤廃すべきであると提言している。

第 3 に、年金基金 (Pension Fund) の参加者の保護を強化することである。特に ERISA (従業員退職収入保証法) の適格性を有する基金については、参加者を個別的に顧客として補償すべきと提言している。小口投資家の生活資金による間接的な投資が拡大してきており、この提言は重要である。ただし、補償の範囲が増えることで、SIPC 基金の負担が大きくなるリスクも懸念される。

第 4 に、直接支払手続の要件を緩和し、請求総額が 500 万ドル以下のケースでも利用を可能にすることである。直接支払手続では裁判手続によらず、SIPC が直接投資家への補償を迅速かつ円滑に実施できる。とはいえ、前述のように厳格な条件が設定されており、顧客の総請求額が 25 万ドル未満という要件については、1978 年改正の導入以来変更されていないため、500 万ドルに引き上げるべきであると提言している。直接支払手続はコストと時間を節約するため重要なものであり、一層の活用を促す趣旨である。

他方、その他の SIPC を巡る種々の検討課題としては、SIPC の管財人機能の拡大や経営再建のための機能や一時的なブリッジ機能の付加の是非、SEC や自主規制機関とのさらなる連携の強化、民間保険会社による法定補償上限の超過部分への補償をどのように扱うかといった問題、FDIC との統合に関する問題、一般に IB と呼ばれる取次ぎないし仲介ブローカー (introducing broker) の活動に対する監視体制の構築、証券業者による不正の情報公開に関する問題等が挙げられてきている。また、SIPC 制度に対する批判としては管財人の選任や報酬に関し、SIPC が裁量権を持つことについても司法による審査が必要なのではないか、といった指摘も管財人コストとの関係で従来からなされていることに加え、ニューヨーク・タイムズ紙において SIPC は手続が遅く、非効率で投資者の声を代弁していないとの批判がなされたこともある⁴⁶。さらに、SIPC の将来における潜在的な問題としては、テクノロジーの進化によって発生しうるリスクとして、サイバー攻撃や電子的手段による大規模な盗難、高速取引の誤作動等といったテクノロジーの問題等により発生しうる金融機関の破綻、業界再編による大規模金融機関の発生等も懸念されるようになっている。

⁴⁶ Onning H. Dombalagian, *Substance and Semblance in Investor Protection*, 40 J.CORP.L.606(2015), Gretchen Morgenson, *INVESTOR BEWARE, Many Holes Weaken Safety Net for Victims of Failed Brokerages*, N.Y.TIMES(Sept.25,2000).

V. SIPC による現在の具体的な破綻処理の実施状況

1. 顧客の請求処理が継続中のケース（金額については、適宜、万ドル未満は原則切捨）

2017 年度において、顧客の請求処理が継続中のケースとしては以下のようなものがある⁴⁷。第 1 に、マドフ投資証券がある（2008 年に破綻認定。詳細は後述）。Irving H. Picard 氏が管財人であり、資産分配対象の顧客は 2,625 名に上り、SIPC による融資額は 22 億 5,800 万ドルであった。そのうち破綻処理に関する費用がおよそ 15 億 9,792 万ドルで、証券の補償額が 6 億 6,007 万ドルになっている。同社の資産からの分配額は 99 億 8,620 万ドルであり、顧客への分配額が 99 億 6,609 万ドルであるのに対し、処理費用は 2,010 万ドルになっている。

第 2 に、Legend Securities 社がある（2017 年に破綻認定）。かなり小規模な事案であることから直接支払手続が採られており、通知を受けた顧客数は 6,514、そのうち通知が SIPC に返送されたのが 75 となっている。SIPC による融資額は 3 万ドルであり、破綻処理に関する費用に充てられている。

2. 訴訟が継続中のケース等

2017 年度に顧客の請求手続は終了したものの、その事案に関する訴訟が継続中のケースとしては以下の事案がある。第 1 に、リーマン・ブラザーズ社がある（2008 年に破綻認定。詳細は後述）。James W. Giddens 氏が管財人であり、資産分配の対象顧客 111,888 名に上っている。

第 2 に、Westor Capital Group 社がある（2013 年に破綻認定）。SIPC が管財人になっており、資産分配を受けた顧客数は 116 名であった。SIPC による融資額は 147 万ドルであり、そのうち破綻処理に関する費用が 67 万ドル、証券の補償額が 1 万ドル、現金の補償額が 78 万ドルである。同社の資産からの分配額は 780 万ドルであり、そのうち顧客への分配額が 779 万ドル、処理費用が 14,039 ドルであった。

第 3 に、Global Arena Capital 社がある（2016 年に破綻認定。詳細は後述）。比較的小規模な事案であり、SIPC が管財人となっている。通知を受けた顧客数は 8,783 であるが SIPC に返送された通知の数は 392 であり、実際に資産分配を受けた顧客数は 10 名にすぎない。SIPC による融資額は 192 万ドルであり、そのうち処理費用が 137 万ドル、証券の補償額が 895 ドル、現金の補償額が 55 万ドルとなっているが、同社の資産からの分配額は無い。

また、2017 年度にすべての手続が終了したのは、以下のような事案になっている。第 1 に、North American Clearing 社がある（2008 年に破綻認定）。Robert N. Gilbert 氏が管財人となり、資産分配を受けた顧客は 3,000 名である。SIPC による融資額は 1,391 万ドルであり、そのうち処理費用が 1,307 万ドル、現金の補償額が 84 万ドルとなってい

⁴⁷ SIPC, *supra* note 39, 32.

る。同社の資産からの分配額は 5,472 万ドルであり、その内訳は顧客への分配額が 5,247 万ドル、処理費用が 224 万ドルになっている。

第 2 に、TWS Financial 社（2013 年に破綻認定）がある。この事案では SIPC が直接管財人となっている。資産分配を受けた顧客数 12 名である。SIPC による融資額は 510 万ドルであり、そのうち処理費用が 1287 万ドル、証券の補償額が 353 万ドル、現金の補償額が 28 万ドルとなっている。同社の資産からの分配額は 181 万ドルであり、すべて顧客への分配に充てられている。

3. 主要な破綻処理の概要

(1) リーマン・ブラザーズ社の破綻（2008 年）

2008 年 9 月 15 日に連邦破産法第 11 章の会社更生手続に基づく申請と破産申立が行われ、同月 19 日に SIPC が関与を開始している。約 920 億ドルの顧客資産及び 11 万以上の顧客がおり、多くの口座は 10 日以内という短期間に別の証券業者に移管され、取引の継続性が維持された。現在まで管財人が複雑で世界規模の破綻処理を実施してきており、債権処理等を含めまだすべての作業が終わっていない。そのなかではイギリスの最高裁で顧客資産を追加的に獲得したという成功例も知られている。

いずれにしても、同社の証券子会社に関しては、すべての適格性を有する顧客は 100% の資産分配を受領している。一方で、無担保の一般債権者は 35% の請求額を受け取っているに過ぎず、順次残余財産の分配作業が進められている。2015 年 7 月には無担保の一般債権者への第 3 回目の暫定的分配として約 18 億 9,000 万ドル分が連邦破産裁判所によって認められ、分配額はトータルで約 78 億ドルに上っている。同社の手続開始当初には SIPC が管財人に対し管財人費用や顧客保護のため 1,530 万ドルの前貸しをしたが、結局それらは使われることなく、管財人から SIPC に返金されている。なお、リーマンの顧客口座を受け入れたパークレイズと管財人の間では、一部訴訟も継続中となっている⁴⁸。パークレイズは当初リーマンのヘッジファンド等のための prime brokerage accounts(PBAs)に関する口座の移管を受け入れる予定であったが、最終的には受け入れを拒否している。この受け入れ拒否は管財人や SIPC 等に驚きを与え、この事案の処理に複雑性や困難さを追加したとされる。この点に関し、Thomas Keiser, TRANSNATIONAL SECURITIES LAW, 218, 224 (2014) は、リーマン・ブラザーズのアメリカとイギリス両方の破綻処理について、SIPC を中心に具体的な処理の内容とその課題等を検討した上で、事案によって SIPC 上の顧客資産を複数のファンド (multiple funds) に分けて柔軟に対応することができるように同法を改正すべきであるといった提案を行っている。

⁴⁸ Lehman Brothers Inc., 554 B.R.626(S.D.N.Y.2016).

(2) マドフ氏の巨額詐欺・破綻事件 (2008 年)

Bernard L. Madoff 投資証券会社の巨額の証券詐欺事件については、SEC が 2008 年 12 月 11 日に清算を申立てた後、同月 15 日に SIPC が関与を開始し、翌年 4 月連邦破産法第 7 章の破産手続が始まった。元ナスダック会長による前例のない規模の巨額の証券詐欺事件であり、ネズミ講まがい(Ponzi Scheme)と言われる。マドフ氏は 500 億ドルを盗取したと告白し、禁固 150 年の判決を受けている。同氏が経営する Investment Securities LLC (BLMIS と呼称される) が詐欺的な資金集めのもとになり、複数の Feeder funds とも言われるファンドを運用していた。そうした不正に関しては、数年前から複数の指摘があったにもかかわらず、SEC も FINRA も破綻に至るまでその調査で不正を発見できなかった。この事案において管財人には、1 万 6,000 件超の請求があり、総額 731 億ドルにも相当する。しかし、そのうち管財人が認容したのはわずか、2,500 件に相当する 114 億ドルのみであった。SIPC 基金は費用を含む純融資額として 2016 年度末時点で約 21 億ドル (そのうち約 14 億ドルが管理費用) を拠出し、そのコストは 1 件で過去の SIPC のすべての融資額以上に相当するほど巨額に上った。関連する訴訟も多数提起され、現在も継続中である。

同事件では顧客記録も著しく不正確であり、そのため多くの顧客に関する補償の是非が重要な問題になった。そのなかでも、①登録証券業者としての正式な預かり資産、②個人的に知人等から詐欺的に預かった資産が問題となった。一部訴訟が継続中なものもあるが、基本的に①の部分のみが SIPC による補償対象として認定されている。また、管財人は BLMIS と直接の関係のある顧客からの請求については、たとえ BLMIS が実際に顧客資産を保有していなくても証券購入目的があったとして認容されている (直接性)。これに対し、ペンション・ファンドの受益者やヘッジファンドの出資者のように第三者たる資産運用会社を経由して BLMIS が間接的に預かった資産は原則として補償対象外になっている (間接性)。前述のように管財人は顧客の入金額から引き出した出金額を控除して純ポジションを算出する。そのため、「トロール・地引き網漁法」とも比喻される調査手法によりあらゆる情報を徹底的に収集して、同社の顧客口座の記録や保有財産等を把握する作業が行われた。

もとより顧客に返還される資産は、BLMIS の残余財産や関係者が不当に得た利得の返還請求等といった SIPC の補償財源によるもの以外の範囲にも及んでいる。実際に、2010 年 12 月 17 日には管財人が BLMIS から 72 億ドルが返還され、被害補償に当てる合意が成立し (単一の事件ではアメリカ史上最高額)、約 200 億ドルの被害額の半分が取り戻されている。そして資産返還のための積極的な活動が継続され、2015 年 9 月時点においては原則として、97 万 5,000 ドル以下の顧客は管財人からすべての資産の返還を受領している。1,000 件を超える破産法上の否認権 (avoidance actions) も行使された⁴⁹。

⁴⁹ ここでいう否認権の行使は広く詐害行為等を無効にするものであり、日本の倒産法上の概念より広義に理解されているようである。

さらに、SIPC は本事件のすべての管理運用コストを負担し、SIPA 上の管財人は顧客資産を取り戻すための訴訟を拡大している⁵⁰。2015 年 12 月にはマドフ事件の適格性を有する請求保有者への第 6 回目の暫定的分配が実施され、今回の 11 億 9,000 万ドルを含め、トータルの分配額は 91 億 6,000 万ドルになっている。2017 年 6 月 27 日においても、管財人がマドフ氏の息子と複数のオフショア・ファンドから顧客資産を取り戻す和解合意が成立したことが SIPC のホームページ上で公表されている。関連事例において補償対象となるネット・エクィティの計算上、架空利益への補償を否定した裁判例もある⁵¹。なお、以上とは別に、司法省がマドフ氏の関連会社から取り戻した 40 億ドルの被害者への分配を目的として、マドフ被害者基金 (Madoff Victims Fund) を創設している。

(3) Stanford Financial Group (SFG) 社の破綻 (2009 年)

この破綻事件はマドフ事件と同様に、ねずみ講まがいの 70 億ドルに及ぶ巨額の詐欺を伴うものであり、その中心的な人物である Stanford 氏は禁固 110 年になっている。SEC が不正を摘発し、破産手続が開始されることになった。しかし、SEC による保護手続開始の要請にもかかわらず、SIPC は法定の補償範囲外の詐欺的な投資であるとして、本件の証券に対する補償のための手続の開始を拒否した。

本件においては Stanford Capital Management 社 (登録投資顧問業者) が顧客に対し、オフショアのタックスヘブンで設立された外国銀行である Stanford International Bank (Antigua Bank) 社 (SIBL) の発行した、異常な高利回りの金融商品である CD (Certificate of Deposit、預金証書) の購入を勧誘し、顧客はその CD を直接、SIBL から購入する形式を取っていた。顧客の CD は、Stanford Group Company (SGC、同グループの子会社で登録証券業者・SIPC の会員業者) が保持したことはなく、第三者たるクリアリング・ブローカーが保管していたことに加え、販売時にはこの CD はプロ向け商品であり、SIPC の補償等の対象外であるとの表示もなされていた。

こうした事情を受けて、SEC は SIBL と SGC が実質的に同一主体であると主張し、SIPC に対し SGC の清算手続開始と顧客への補償の実施を要求したが、前述のように SIPC は補償を拒否した。そこで、SEC と SIPC の間で初めて補償制度の発動を巡って訴訟が行われることになった。その後、2014 年に連邦裁判所は SIPC 側の主張を認め、同事案の CD の購入者は補償適格を有する顧客とは言えず、SIBL の「債権者」にすぎないと述べて補償を否定し⁵²、結局 SEC もそのような司法判断を受け入れている。とはいえ、連邦議会においては新たな立法として、“Restoring Main Street Investor Protection and Confidence Act(S.67)”が提案されたほか、ネズミ講まがい(Ponzi Scheme)による投資被害者も SIPC の補償の対象に拡大することや、SEC の権限を強化して SIPA 上の顧客の

⁵⁰ 管財人のホームページでは、適宜その資産の収集状況が明らかにされている。

⁵¹ Diana Melton Trust v. Picard(In re BLMIS),2016 WL 183492(S.D.N.Y.Jan.14,2016).

⁵² SEC. v. SIPC.,758 F.3d 357(D.C.Cir.2014).

定義を見直すことができるなどの提案されている。これに対し、SIPCは基金の負担が増すことに懸念を示し、法案への反対意見を数度に渡って表明しており、今後も継続的な議論が予想される。

(4) MF Global 社の破綻 (2011 年)

MF Global 社の経営破綻は SIPC の歴史において過去 8 番目の大規模破綻であり、先物業者の破綻では過去最大の事案となった。2011 年 10 月に同社が、9 億 5,200 万ドルにも上る分別保管すべき顧客資産の不足を報告し、その後破産手続に入ったものである。同社の顧客のうち約 36,000 は先物取引の口座であったが、SIPC は数百の証券取引顧客のために裁判所に対し保護判決書を請求している。

そうしたことから同社は SEC の証券業登録に加え、CFTC にも商品取引員 (FCM) の登録をしていた。先物取引の部分については SIPC のような法定の投資者向けの補償機関が設けられていないため、自主規制機関として CME グループ (シカゴ取引所等) が顧客口座の一括移管を支援するため、5 億 5,000 万ドルの補償枠を設定し、CME の信託基金が同社の先物取引顧客全体を補償するために関与することになった。

この破綻処理はイギリスにある同社の子会社にも影響が波及し、SIPC の破綻処理の中でも最大級の補償額になった。2014 年に管財人は 26,000 の顧客に対して 67 億ドルを返還し、適格性を有する顧客についてはほぼ 100%が充足された。2015 年には同社のすべての清算手続が終了に近づき、無担保の一般債権者に対してもほぼ請求額の全額 (約 95%) に近い返還が行われた。そして 67 億ドルもの顧客からの請求と担保付の優先的な請求権者による 3,320 万ドルの請求については 100%の補償を受けるか、その分配等を受けた。その結果、2016 年度にはすべての手続が終了している。

その後、この事件と同種の破綻処理事案等の発生を受けて、商品先物取引を管轄する CFTC のほか、自主規制機関である National Futures Association (全米先物協会、NFA) や CME グループ、先物業協会 (Futures Industry Association) などにより、顧客資産を保護するための保険制度の検討がなされることになった。そこでは、SIPC と同様に商品取引員の強制加入制度により顧客当たりの上限を定めた基金を有する「Futures Insurance and Customer Protection Corporation (先物保険・顧客保護公社、FICPC)」の創設のほか、商品取引員の任意ベースで 1 社当たりの補償上限を定める「Futures Industry Customer Asset Protection Insurance Company (先物業顧客資産保護補償会社、FICAP)」の創設の提言も見られるが、多額のコストがかかることなどの理由により実現はしていない⁵³。

⁵³ 検討結果の概要については、NFA, Futures Industry Releases Insurance Study, News Releases, Nov. 15, 2013 で紹介されている。Anita K. Krug, *Uncertain Futures in Evolving Financial Markets*, 93 WASH. U.L. REV. 1262 (2016).

(5) Global Arena Capital 社

このケースは 2016 年に破綻が認定された事案になる。SIPC 自体が管財人になっており、現在のところ資産分配を受けた顧客数は、10 名にすぎない。同事件は SIPC による顧客保護手続の開始について、証券業者側が保護すべき顧客が存在しないとして拒否した珍しいケースであった。そこで、SIPC は SEC や FINRA 等の協力も受けてアラスカまで調査した結果、保護すべき顧客の存在を確認し、多くの証人を出頭させて裁判所から保護判決書を得て補償手続等が開始された。規制機関同士の協力によって迅速に投資者を保護することができた素晴らしい事例であると、SIPC は 2016 年の年次報告書において強調している⁵⁴。

この事案において裁判所は、同社が取次ぎブローカー (IB) にすぎなかったにもかかわらず、SIPA の保護の対象となる顧客ないし顧客資産が存在したことを認定し、同社による顧客口座における無断売買等による資産の横領があったとした。その上で、SIPC が SIPA に基づいて、第 1 に、同社は実質的に支払不能であり、その責務を果たすことができないこと、第 2 に、同社は SEC への報告義務を遵守しなかったこと、の 2 点を立証したと判示し、SIPC の申請を認容している⁵⁵。

VI 顧客資産の分別管理規制

1. 米国における分別管理規制の経緯

(1) 自主規制ルールによる対応

投資者補償制度と密接に関連するものとして、日常的な顧客資産の分別管理規制 (segregation rule) が重要になる。アメリカでは 1930 年代において顧客資産の分別管理手続の実施方法及び実施状況の監視について、ニューヨーク証券取引所 (NYSE) などの主要な証券取引所及び National Association of Securities Dealers (NASD。当時の全米証券業協会。現在は FINRA が継承) が自主規制機関としてルールを規定していた。ところが、証券の取引量が増えてくると一括した顧客資産の分別方法が許容されるようになり、1960 年代以降は事実上顧客資産の分別管理規制を厳格に適用することが難しくなるという問題が発生してきた。

そのため、NYSE は新しいルールを制定し、すべての顧客の証券を混合して管理することを許容する一方で、そのような場合には帳簿や取引記録により顧客の特定性を常時可能とすることを義務付けることにした。これはワン・ボックス制度と言われ、取引の便宜からいわゆるストリート・ネーム (証券業者や仮設人の名義) にした一括 (bulk) 分別方法の利用を可能にするものである。しかし、そうした方法では証券業者が経営破綻した際に、連邦破産法が求めるような厳格な特定性要件を満たせなくなり、結果として多くの

⁵⁴ SIPC, 2016 Annual Report, 3.

⁵⁵ SIPC v. Global Arena Capital Corp., 164 F.Supp.3d 531 (S.D.N.Y. 2016).

場合、顧客の所有権の特定は困難になった。

(2) 連邦証券諸法による対応の経緯

これに対し、連邦証券諸法による対応として 1934 年証券取引所法 8 (d) 条は、書面の同意を得ずに証券業者が顧客証券を使用することを禁止していた。しかし、同法の立法当時には証券業者は顧客が口座開設の際に署名をする標準的な契約書において、証券の使用に同意する旨の文書をすでに含ませていることが多く、また、証券業者が預かっている顧客の貸方残高 (**free credit balances**) も比較的自由に使用が可能であるという限界も見られたが、その点は証券業者の財務規制により顧客資産の保全についてトータルに対応することが想定されていると説明されていた⁵⁶。

この点に関しては、SEC が数度に渡って顧客資産の分別管理を義務付けるためのさらに明確な権限を SEC に与えるべきであると連邦議会に対し繰り返し要求もしていた。SEC は 1941 年の提案では、1934 年証券取引所法 8 条の改正を求め、顧客資産の分別管理を証券業者に義務付けて、顧客の資金を証券業者が使用することを禁止する旨のルールを制定すべきであると主張した。

(3) 1964 年の SEC Rule 15c3-2 の制定

ところが、こうした SEC の提案に対しては証券業界が強く反対し、SEC は連邦議会に 1956 年と 1959 年に同様の要求を行ったが、採用されることはなかった。SEC は 1963 年に報告書 (**the Report of its Special Study on the Securities Markets in 1963**) を提出し、それまでの主張よりもかなり譲歩した内容のルールを提案した。その内容は証券業界の反対を回避するため、部分的な (**partial**) 分別管理を要求するものであった。

その結果として 1964 年に初めて分別管理に関する SEC Rule 15c3-2 が制定された。同ルールは、証券業者が顧客の資産を使用する場合、第 1 に、少なくとも四半期ごとに顧客に文書でその旨の通知をなすべきこと、第 2 に、その通知にはそれらの資金は顧客から要求があり次第支払う旨を記載することが義務付けるものであった。

2. 1970 年の SIPA に基づく顧客資産の管理規制

さらに、1970 年に制定された SIPA は証券業者の顧客資産の管理規制についても重要な規定を導入している。SIPA は投資者補償制度等に加え、証券業者の顧客資産の管理規制でも重要な規定として位置付けられている。

SIPA 11 条(d)項によれば、1934 年証券取引所法 15 条(c)項(3)号について SIPA 上、公益を維持し、投資者を保護するため、顧客証券の保管と使用並びに顧客の預託金又は貸方残高の維持と使用に関して、安全性を確保するという目的上必要かつ適当であるとして SEC が定めるルールに反して、証券業者は証券を取引し、売買を勧誘し、その手段とし

⁵⁶ 松岡・前掲注 (1) 307 頁以下を参照。

て郵便や州際通商の方法を使用してはならず、さらに証券業者に対して、SEC のルールが定める顧客の預託金又は貸方残高に関する準備金の維持を要求するものとして読み替えられることになっている。連邦諸法と連動する形で顧客資産の管理を強化したものである。

3. 財務責任ルールと顧客保護ルール

(1) 1973 年の SEC Rule 15c3-3 の制定

1973 年にはこうした SIPA の規定を受けて、顧客資産の分別管理規制に関し前述の SEC Rule 15c3-2 に加えて、SEC Rule 15c3-3 が証券業者の財務責任ルールの一環として整備されている。この SEC Rule 15c3-3 は顧客保護ルール (Customer Protection Rule, CPR) と呼称されており、SEC が定めた証券業者の顧客資産の管理に関する初めての包括的規定であった。これらの財務責任ルールは顧客資産の分別管理規制と証券業者の経営に対する早期警戒措置等を組み合わせるものであり、現在においても、証券業者に関する中心的なルールを担っている。そのため、今回の訪問調査に際しても、複数の訪問先でその内容に関して説明を受け、活発な質疑が行われた。そして、2008 年におけるリーマン・ブラザーズの破綻等の金融危機の際にも、この顧客保護ルールは顧客資産の保全にとって重要な役割を果たしたことがよく知られている⁵⁷。

SEC Rule 15c3-3 に基づく分別管理義務の内容は主に 2 つの側面から構成されている。第 1 に、顧客の証券について、迅速に証券を取得し、かつ物理的に保持又は管理すること (physical possession or control) を証券業者に対し義務付けている。顧客証券を確実に保護させるものである。第 2 に、顧客の資金については、顧客との取引にとって安全と思われる範囲でのみ使用できるとした上で、使用しない顧客の資金は、顧客のために特別口座を銀行に設定して、顧客の現金に相当する金額を保持すべき義務を導入している⁵⁸。これは特別準備金銀行口座 (Special Reserve Bank Account) と言われる。

第 1 の点について、分別管理が要求される証券は完全支払済証券及び証拠金を超えた分の証券であり、顧客資産を一括して証券業者の資産から分離することを原則として要求している。ただし、例外として詳細な多数の適用除外措置が設けられている (SEC Rule 15c3-3(k))。そして特に第 2 の特別準備金銀行口座の設定が重要である。その銀行口座に預託される金額は、顧客に帰属する金銭残高 (free credit balance) から顧客が負担すべき金額 (証拠金取引 (margin trading) により発生したものなど) を差し引いた金額である。その算定は原則として一週間ごとに行われなければならない。

もっとも、証券業者の純資本に対する負債総額が 8 倍以下であり、かつ顧客資金の総額

⁵⁷ その点を含め、行政当局が同ルールの解説をするものとしては、SEC, *Customer Protection Rule Initiative*, June 23, 2016 が重要である。

⁵⁸ Thomas Lee Hazen, *TREATISE ON THE LAW OF SECURITIES REGULATION*, 7th., Vol. 5, 143 (2016).

が100万ドル以下である場合には、1か月ごとの算定であっても許容される（SEC Rule 15c3-3(e)(3)）。その場合、総負債に対する総資産の割合が105%を下回ることを禁止され、特別準備金銀行口座を維持できなくなった証券業者には、SEC、SIPC及び証券取引所等といった自主規制機関に報告することが義務付けられている。

その後、この規定に基づきSEC及び自主規制機関が違反した証券業者に対し、多くの処分をするとともに、SECにより多数のリリースとノー・アクション・レターが発行され、同ルールは相当厳格に運用されている。そして現在まで、自己資本の算定方法等を含め、種々の見直しが適宜なされている状況にある。顧客資産の保全のためブロックチェーンのテクノロジーも採用されるようになっている。

（2）証券業者の財務責任ルール

アメリカにおいて証券業者に対する財務責任ルールは包括的な規制体系が採用されており、分別管理規制を取り入れる形で連邦証券諸法に基づいて複数のSECルールが規定されている。その規制体系は顧客資産の分別管理義務を定める顧客保護ルール（Rule 15c3-3）に加え、自己資本ルールとそれに基づく早期警戒措置を定めるネット・キャピタル・ルール（Rule 15c3-1）、適切な帳簿記録の作成と保存等に関するルール（Rule 17a-3,17a-4）、自己資本不足等に関する行政等への通知ルール（Rule 17a-11）等といった多数のルールから構成されており、そうしたルールに基づいて証券業者の財務及び分別管理といった状況等の監査が行われている。

そのような財務状況の監査に際しては独立した公認会計士監査が必要とされ、顧客資産の分別管理状況もそうした監査対象の一部になる。会計士監査においてネット・キャピタル・ルールと顧客保護ルールは重要項目に挙げられ、SECの監督下にあるPublic Company Accounting Oversight Board（公開会社会計監督委員会、PCAOB）により詳細なガイドライン等が明らかにされている。PCAOBの証券業者の監査結果については定期的に公表も行われており、2016年の年次報告書ではその不備も多数指摘された上で、改善の必要性が提示されている⁵⁹。PCAOBは独自に懲戒処分等を行う権限も有しており、実際にSECの証券業者の顧客保護ルールの遵守の監査に関し、会計事務所に制裁金を課した事例もそのホームページで公表している。そのような例として、2017年8月2日にはPCAOBがMerrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith社の監査における違反を理由として、PricewaterhouseCoopers LLP(PwC)に対し100万ドルの民事制裁金等を課した上で和解した旨とともに、PCAOB会長のコメントをホームページでアナウンスしている⁶⁰。

また、日常的な証券業者によるそうした一連のルールの遵守状況については、自主規制

⁵⁹ PCAOB, *PCAOB Annual Report on 2016 Inspections of Broker-Dealer Auditors Shows Continued High Level of Audit Deficiencies*, Aug. 18, 2017. ここでは証券業者によるコンプライアンスの状況とそれを支える内部統制についてもチェックが行われている。

⁶⁰ 同様に2016年9月15日にも証券業者の監査に関し、3つの会計事務所と2名のパートナーに制裁を課したことが公表されている。

機関である FINRA が継続的に監視活動を行っている証券業者の規模やリスクに応じて、1年ないし2年ごとの定期的な検査や臨時的な検査を実施している。そこで違反行為等が発見されると、その重大性に応じて SEC への報告等といった適切な措置が講じられることになる。この点、リーマン破綻等への対応を踏まえて、FINRA による証券検査機能の見直しを提案する見解もある⁶¹。そしてアメリカにおいて顧客資産の保護ルールはネット・キャピタル・ルールと結び付けて運用されている側面が重要である。

ネット・キャピタル・ルールは証券業者に対し十分な資本の保持を求め、財務状況の安定性を確保するものである。そこで、証券業者にとっては一定の流動性 (liquidity) のある資産の確保が重要になることが今回の訪問調査でも各所で強調されていた。例えば、モルガンスタンレーでは、まずモルガンスタンレー本体が 1956 年銀行持株会社法 (Bank Holding Company Act of 1956) に基づく子会社であり、Federal Reserve System (連邦準備制度) による FRB (連邦準備理事会) の強固な財務規制や監督を受けており、Basel I の資本要件を遵守している。次いで、そうした資本要件に加え、さらに証券業者としての Morgan Stanley Smith Barney LLC は顧客への財務責任を果たすため追加的なネット・キャピタル要件を満たしていることが強調されている⁶²。

特に 2013 年には SEC ルールの改正により、証券業者に対する監査体制が強化されていることが注目される。そこでは証券業者の内部統制による不正の防止といった観点が重視され、新たにコンプライアンス報告書 (Compliance Report) の提出を課すことにより法令順守状況を監視しているほか、いわゆるガバナンス・プロセスの一環として、トータルな顧客資産の保管に関する監視体制の規制が強化される状況にある⁶³。また、SEC ルールの不順守や内部統制の重要な不備がある場合には、証券業者に対し SEC や自主規制機関への通知を義務付けている (Rule 15c3-1, Rule 15c3-3, Rule 17a-11)。これは自己報告 (self-report) 制度といわれる。会費算定の必要性等から、SIPC に対しても年次報告書のコピーの提出を義務化しており、こうした SEC のルールと現在の SIPC ルールが証券業者の顧客資産の管理状況等といった適切な経営状況の把握等に関し積極的に活用されている。2016 年に SEC は大手の証券業者に対し、相次いで過去の顧客保護ルール違反を理由に制裁金を課しており、各方面から注目を集めた。実質的には、SEC による規制強化の動きを表すものであるとも見られる⁶⁴。

(3) 2016 年の SIPC の新しいルールの導入

会員証券業者の財務状況等の監査に関しては 2016 年に SIPC が提案した新しいルールである、SIPC Sereis 600 Rules, “Rules Relating to Supplemental Report to SIPC

⁶¹ Ian K. Peck, *Is Self-Regulation the Answer? Assessing the Proposal for FINRA Oversight of Investment Advisers*, 10 BERKELEYS BUS. L.J. 363 (2013).

⁶² モルガンスタンレー社・前掲注(27)。

⁶³ この点に関しては、Jerry W. Markham, *supra* note 37, 102 の解説も参照。

⁶⁴ そのような措置を行政機関により公表するリリースとしては、www.SEC.gov/news/pressrelease/2016-128.html や同 [2016-269.html](http://www.SEC.gov/news/pressrelease/2016-269.html) を参照。

Membership”が SEC により承認され、成立している。これは SEC への提出書類の総収入が 50 万ドル以下の証券業者等の例外を除き、原則として会員証券業者に対し、SIPC への補足報告書 (supplemental report) の提出を義務付け、決算期末から 60 日以内に SIPC に監査を受けた財務諸表の提出を求めるものである。

この新しいルールは SIPC による会員証券業者の会費徴収に関して、会費算定のベースになる財務内容に対するチェックを強化する趣旨で導入されたものである。アメリカでは小規模な証券業者の数が多いため、総収入が一定以上の証券業者のみを対象に追加的なルールの設定が行われている。なお、会員証券業者による年次報告書 (annual reports) の提出については、SIPC と FINRA との間で合意が締結されている。その合意により、2017 年 9 月 1 日から会員証券業者が FINRA の既存の電子ポータルを利用して FINRA に年次報告書を提出すると、同じ報告書が自動的に SIPC にも送付されるという新たなシステムが導入され、報告プロセスの簡易化が図られている⁶⁵。

VII. 大規模な証券業者の破綻対応

1. 近時の制度整備の進展状況

2010 年に成立した前述の金融規制改革法又はドッド・フランク法はリーマンショックの教訓から、システム上重要な大規模証券業者の破綻対応に関する種々の規定を設けている。特に同法は FDIC に大きな権限を付与し、主に FDIC が金融安定化に深刻な影響をもたらす大規模金融会社の破綻処理を主導的に行うこととしている。ドッド・フランク法自体は 2016 年のアメリカの政権交代によりその見直しの作業等が継続的に行われているところであり、本報告が対象とする SIPC による投資者補償制度への影響はほとんどないものの、大規模な証券業者の破綻対応に関する措置については今後変更や修正等がなされる可能性もある。

また、大規模な証券業者の破綻対応に関しては、アメリカが主導的な役割を担っている国際的な大規模金融機関の破綻処理の枠組みがここ数年急速に構築されつつあり、その影響も重要になる。それらは主に大きすぎて潰せないといういわゆる「T B T F (Too-Big-To-Fail) 問題」の解決に向けた種々の取組みである⁶⁶。実際にアメリカの数社の大手証券会社ないし金融機関は金融安定理事会 (Financial Stability Board、F S B) の選定に基づいて、G-SIBs (Global Systemically Important Banks) に指定されており、そうしたルールによる特別な国際的金融規制の監督下に置かれている⁶⁷。同制度による詳細

⁶⁵ SIPC, *SIPC and FINRA Streamline Reporting Process for Broker-Dealers-Firms Will File Just Once to Report to Both Entities*, 1.

⁶⁶ 比護正史「金融破綻処理における“Too Big To Fail”の終焉」白鷗大学法科大学院紀要 10 号 178 頁以下 (2017 年)、佐賀卓雄「クロスボーダー金融機関の破綻処理について」月刊資本市場 343 号 4 頁 (2014 年) 等を参照。

⁶⁷ 具体的にアメリカの金融機関では、JP Morgan Chase、Goldman Sachs、Morgan Stanley などが G-SIBs に指定されている (2016 年 11 月時点)。

なルールの具体的な策定作業等が各国で進められており、今後十分な総損失吸収力（TLAC、Total Loss-Absorbing Capacity）の確保などが大規模な金融機関には求められていくことになる⁶⁸。

2. SIFIs の指定と SPE 戦略

さらに銀行以外の金融機関についても、広く SIFIs (Systemically Important Financial Institutions) としてそれに準じた制度が構築されつつある⁶⁹。わが国の3つのメガバンクが G-SIBs に指定されているほか、国際合意を受けて金融庁により2つの大手証券会社などが国内のシステム上重要な銀行等である D-SIBs (Domestic Systemically Important Banks) に指定されており、一定水準の追加的な資本の積立てなどが求められ、特別な監視体制の整備が進められているところである。これらの金融機関にはボトムアップ・ストレステストが要請されつつある⁷⁰。大規模な証券業者に対しては、事前の清算計画 (resolution plan ないしいわゆる Living Will) の策定等も求められている。

G-SIBs の具体的な破綻処理戦略については、SPE (Single Point of Entry、アメリカでは SPOE と呼称されているが本稿では SPE に統一する) 戦略と MPE (Multiple Point of Entry) 戦略2つがある。SPE 戦略は金融グループの母国の当局が全体を一括して扱い、最上位の親会社のみ破綻処理手段が適用されるのに対し、MPE 戦略は複数の国の当局が各国で破綻処理を実施するものである。

そのうち、SPE 戦略はトップダウン戦略とも呼ばれ⁷¹、アメリカ等が採用し世界的には有力な手法であるものの、MPE 戦略との併用等の手法も検討されている。なお、そのような破綻処理が適用される対象となる SIFIs の特定要素は、①クロスボーダーの業務 (global activity(cross-jurisdiction activity))、②規模 (size)、③相互連関性 (interconnectedness)、④代替可能性 (substitutability)、⑤複雑性 (complexity)、の5つである。

3. ドッド・フランク法による大規模証券業者の破綻処理

同様に、ドッド・フランク法第2編 (Title II) の下でも特別の破綻処理制度が提案されており、「秩序立った清算権限 (Orderly Liquidation Authority. 以下、OLA という)」に関する諸規定が詳細に定められ、また規制当局者からなる金融安定監督評議会

⁶⁸ 金融庁「金融システムの安定に資する総損失吸収力 (TLAC) に係る枠組み整備の方針について」(2016年4月15日)、小立敬「日本の G-SIBs を対象とする SPE に関する論点整理—英米で検討される SPE との比較—」野村資本市場クォーターリー2016年夏号3頁以下。

⁶⁹ G-SIFIs の中には、G-SIBs のほか、G-SIIs (Global Systemically Important Insurance Institutions) も含まれる。

⁷⁰ 佐志田晶夫「FSB (金融安定理事会) による日本ピアレビュー (上) —マクロプルーデンス政策枠組みの評価—」証券レビュー57巻7号13頁 (2017年)。

⁷¹ FDIC とイングランド銀行 (BOE) の共同文書による。A joint paper by the Federal Deposit Insurance Corporation and the Bank of England, *Resolving Globally Active, Systemically Important, Financial Institutions*, 10 December 2012.

(Financial Services Oversight Council、FSOC) が新たに設けられている⁷²。2016年2月にはSECとFDICとの間でそうした規定に沿った合意提案が公表され、コメントの募集手続もなされているところである⁷³。OLAのさらなる明確化を図るものである。

ドッド・フランク法第2編の規定によれば、証券業者を含む対象金融会社 (covered financial company) に関する破綻処理の発動はシステミック・リスクの認定に関するFDICとFRBによる財務長官への勧告を受けて、大統領と協議のうえ行われるのが原則になる。そして、その認定対象となる金融会社やその最大の子会社が証券業者の場合には、SECとFRBが勧告を行うことになり、SECがFDICに代わってそうした際の勧告主体になるものと規定されている⁷⁴。対象金融会社のうち、SEC登録の証券業者で、SIPCに加入しているものが対象証券業者 (Coverd Broker-Dealer) になる。

投資者補償制度とも、そうした大規模な証券業者の破綻処理は密接に関係する。特に重要であるのは、FDICの主導的な役割である。そこで、SIPCも大規模な証券業者の破綻対応に関しては、FDICと共同で破綻処理することになる。上記対象証券業者の破綻処理については、FDICはレシーバーとなるとともに、FDICはSIPCを管財人に任命しなければならない (ドッド・フランク法205条(a)項(1)号以下)。訪問調査によれば、こうした規定を受けて、FDICとSIPCはともに破綻した証券業者に関し受託者 (fiduciaries) として活動するとしている。また、とりわけSIPCはSIPA上の関連訴訟に関し、当事者として主体的に関与していると理解されている。そういったSIPCによる訴訟参加はあくまでも法定の条件を満たす投資者補償の実施を中心とする枠組みに限定してなされるものではあるが、投資者の信頼確保を目指すSIPCの積極的な姿勢を示すものとして興味深い。具体的な破綻処理において、FDICはブリッジ証券業者 (Bridge Broker-Dealer) を設立する権限も持つ (同法210条(h)項(2)号(H))。

その際、前述したSECとFDICとの合同提案では、一定の例外を除き、FDICは設立したブリッジ証券業者にすべての顧客口座や顧客資産等を移転しなければならないことを明確にしている。その一方で、ブリッジ証券業者に例外的に移転されていない対象証券業者の資産の清算についてはSIPCが関与することになるが、SIPCはブリッジ証券業者に移転された資産や負債には権限や義務を持たない旨が規定されている (ドッド・フランク法205条(b)項)。

そのようなSECとFDICとの合同提案では、ブリッジ証券業者に移転されていない顧客資産の取扱いにおいては、具体的な投資者への補償の際に基準になる純持分の概念等

⁷² 同規定の概要に関しては、岩原紳作「金融危機と金融規制—アメリカのドッド・フランク法を中心に」小出篤＝小塚荘一郎＝後藤元＝潘阿憲編『(前田重行先生古稀記念) 企業法・金融法の新潮流』408頁以下 (商事法務、2013年)、松尾直彦『Q&Aアメリカ金融改革法—ドッド＝フランク法のすべて』133頁以下 (金融財政事情研究会、2010年) 等を参照。

⁷³ FDIC and SEC, *Coverd Broker-Dealers Provisions under Title II of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Customer Protection Act*, 81 Fed. Reg. 10798 (March 2, 2016).

⁷⁴ 三菱UFJリサーチ&コンサルティング『諸外国における金融制度の概要』76頁以下 (2014年) では、その概要を簡潔に紹介している。

についてほぼ現行法上の SIPA の適用が合意されており、既存の SIPC による投資者補償制度の在り方に大きな変更を加えるものではない。合同提案はドッド・フランク法の内容について一層の明確化を図ることを意図するものである。そのなかで証券業者の経営破綻への対応の際には、基本的に SIPA の多くの規定が従来通りに活用されることを提示し、SIPC の役割を重視している点が注目される⁷⁵。

そして破綻した証券業者の清算に関して生じる費用は納税者の資金ではなく、金融セクターの負担になる（同法 214 条(a)項以下）。「秩序立った清算基金（Orderly Liquidation Fund）」の設置と活用が前提である。具体的な破綻処理の方式としては、こうしたドッド・フランク法上の OLA は直接言及していないものの、FDIC は前述の S P E 戦略の方向性を採用している。S P E 戦略に対しては、大規模な銀行を分割すべきといった主張のほか、OLA の手続の複雑さを指摘する見解、事実上のベイルアウト（救済）の可能性を懸念する見解等といった多くの批判もある⁷⁶。

もともと、この合同提案の内容には不明確な点があることを指摘する見解も多く見られることに加え、顧客口座の移管の際における従来の SIPC の手法との関係やそうした際の責任関係等についてさらに明確にすべきであるとの指摘もあることから⁷⁷、その取扱いに関し今後の議論の動向が注目される。OLA は連邦議会によって目前に差し迫っている経済危機に対応するため、比較的短期間に立法化されたという固有の経緯がある。そうした立法経緯や金融機関の経営破綻の影響を緩和する趣旨で設けられた点は金融恐慌時に制度化された、1970 年の SIPA の成立過程と共通するところがある。今回の訪問調査によれば、金融危機が落ち着いた現在ではドッド・フランク法上の OLA に基づく FDIC の役割等について、改めて検討すべき余地も多いようである。そうした方向性を示唆するものには、OLA と SIPA の手続を検討した上で、金融安定化という曖昧な目的のため OLA により FDIC に広範な裁量権が認められると、一部の債権者を他の債権者や納税者の犠牲の下で救済しかねない懸念があるとする見解のほか、OLA について、金融機関の新たなモラルハザードを生じる危険性を指摘するものもある⁷⁸。

⁷⁵ こうした合同提案については、SIPA の規定の多くを「準用」するものとして理解することが可能である。

⁷⁶ FDIC, *Resolution of Systemically Important Financial Institutions: The Single Point of Entry Strategy*, 78 Fed. Reg. 76614 (Dec. 18, 2013). 佐賀卓雄「グローバル金融機関の破綻処理スキームの構築について」証券レビュー 54 巻 1 号 77 頁以下（2014 年）がその概要を紹介し、検討を加えている。

⁷⁷ Davis Polk & Wardwell LLP の意見書（March 2, 2016）の 11 頁、アメリカの証券業者の業界団体として著名な証券業金融市場協会（Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA）の意見書（May 2, 2016）等。

⁷⁸ Thomas W. Joo, *A Comparison of Liquidation Regimes: Dodd-Frank's Orderly Liquidation Authority and the Securities Investor Protection Act*, 6 BROOK. J. CORP. FIN. & COM. L. 74 (2011), Stephanie P. Massman, *Developing a New Resolution Regime for Failed Systemically Important Financial Institutions: An Assessment of the Orderly Liquidation Authority*, 89 AM. BANKR. L. J. 625 (2015).

我が国の投資者保護基金制度への示唆

神田 秀樹 学習院大学大学院法務研究科教授

我が国の投資者保護基金制度への示唆

我が国の制度は、証券会社が破綻した際に顧客資産が適切に分別して管理されていなかった場合に一定の補償を行うという基本的機能を備えることにより投資者保護を図っているものであり、諸外国の制度と基本的に同様の機能を果たしている。

世界的な金融危機後の動向をみると、各国は金融機関の秩序ある破綻処理制度の整備に努めており、投資者保護基金制度はそのような動きのなかに位置付けられている。特に証券会社の破綻の際には、顧客が自己の資産に直ちにアクセスができるようにし、また、分別された顧客資産を迅速に返還するか、機能している第三者又は受け皿機関に移管することができるようにするため迅速な破綻処理を可能とする制度整備を行い、顧客が自己の資産にアクセスできないことから生じる悪影響を回避することを目指している。

我が国においても、2013年の預金保険法改正等により、証券会社等の破綻処理の仕組みも整備されてきているが、その発動は金融危機時に限られている。こうした世界的な動向や我が国におけるこれまでの破綻処理の実態を踏まえると、我が国の制度における改善の余地について諸外国の制度から次のような示唆を得ることができると考えられる。今後、我が国における諸制度や実務の実態を踏まえ、関係者において更なる研究・検討を進めることが望まれる。

(1) 投資者保護基金制度の目的

投資者保護基金制度は金融機関の破綻処理に関する制度の一形態であるが、顧客の債権が直接金融機関の負債として計上されている銀行や保険会社の破綻の場合とは根本的に異なり、顧客資産を破綻証券会社の資産と峻別し確実に迅速に取り戻すことを可能とすることで証券市場への信認と市場の安定を図ることを目的としている。すなわち、証券会社における顧客資産は証券会社の資産とは分別して管理されることが前提となっており、その破綻処理に当たっては、顧客が自らの資産を管理処分する機能を確保し、破綻証券会社を清算することが基本となる。その際、顧客資産は破綻証券会社の一般債権者に帰属するものではなく投資家自身に帰属すべきものであるため、顧客はまず自己の資産を取り戻す権利を確実に行使できることが重要である。

言い換えれば、証券会社が破綻した際には、その顧客は自らの資産の確保や処分が一時的にできなくなるおそれがあり、また、顧客資産の分別管理が適切に行われていなかった場合にはその取戻しができないおそれがあるので、そうした場合に顧客に一定の補償が行われる制度が整備されることにより証券市場への信頼を確保するのがこの制度の目的である。すなわち、この制度による補償は、顧客資産が破綻証券会社の資産と混同されて

しまうリスクを軽減し、もって証券市場への信頼の維持と安定を図ることを意図している。その意味で、投資者の立場から見れば、できるだけ速やかに自己の資産の返還を受ける仕組みが望ましく、また、証券会社が破綻しても、できるだけ顧客ポジションが維持され、その処分が可能となっていることが望ましい。

証券市場が最も発達した米国では、1970年証券投資者保護法（SIPA、1978年に改正）において、このような目的が明確に意識され、顧客資産の速やかな返還を最優先した制度が整備されている。すなわち、米国では、SIPAに基づき、証券投資者保護公社（SIPC）は、証券会社の破綻処理を、管財人との連携を通じて円滑に行っている。証券会社の破綻処理プロセスにおける当局、自主規制機関、SIPCや裁判所の役割はSIPAにより明確にされており、SIPCの補償を発動するかどうかについても、SECがSIPCに対して訴えを提起できるが一般投資者が訴えを提起することはできないこととされている。また、管財人は破綻証券会社の顧客口座を別の財務状況が健全な証券会社に顧客からの同意を得ることなく移転できるといった制度を活用することができ、管財人はSIPC基金による補償を活用しつつこうした制度を利用することにより迅速かつ円滑な破綻処理を進めている。更に、ドッドフランク法（DFA、2010年）により、システミック・リスクの対象とされた金融会社（financial company）の秩序だった清算権限（OLA、orderly liquidation authority）が連邦預金保険公社（FDIC）に対して付与されており、これに該当する証券会社が破綻した場合には、FDICがSIPCと共同で破綻処理を行い、ブリッジ証券会社に顧客資産を移管する等の広範な権限を行使し、顧客資産の迅速な返還を可能にしている。

EUの投資者補償制度指令（ICSD、1997年）は、投資会社が顧客のために保有する金銭や金融商品を返還することができない支払不能といった特定の状況において補償を実施し、投資者を保護することを目的としている。EU各国は、この指令に基づいて投資者保護基金制度を整備している。EU指令では、顧客のために保有する資産に関し詐欺的な不正流用やシステム管理における過失などから投資会社が顧客資産を返還できなくなるリスクに対しても保護することを目的としているが、この制度による補償は不正や過失自体について賠償を行う制度ではなく、あくまでも投資会社が顧客資産を返還する能力がないことを当局ないし裁判所等が判断していることを前提としている¹。なお、EUでは、欧州市場インフラ規則（EMIR、2013年）においても金融機関の破綻処理に関する手続が定められており、証券会社（清算機関参加者）が破綻した際には、顧客ポジション及び資産をできるだけ他の証券会社に移管するよう努めなければならない、移管ができな

¹ 我が国の制度においては、誤記載による分別管理義務違反による一般顧客の返還不能資産については「社債、株式等の振替に関する法律」のもとで加入者保護信託制度による保護が想定されている。なお、EU指令においては、証券会社ではなく投資会社という概念が使われている。

い場合には顧客資産をできるだけ顧客に直接返還するよう努めなければならない旨が規定されている（それが不可能な場合には、顧客資産は破綻証券会社に返還される）。

要するに、投資者保護基金制度は、証券会社の破綻等の事態においても顧客資産が破綻証券会社の会社財産とは峻別されて、速やかに返還されることを目的とするものであり、価格変動リスクや投資家の投資判断による損失を補償することを目的としたものではない。また、証券会社の顧客資産分別管理義務違反には不正が伴うことがあり、この場合、分別管理義務違反に対してはこの制度による補償がまず発動されるが、これは顧客資産をできるだけ確実かつ速やかに返還することを意図したものであり、証券会社の不正行為一般による損失を補償することを意図したものではない。このような投資者保護基金制度の目的が投資家や一般国民に正しく理解されるよう、その名称の変更も含め検討を行うなど、関係者の努力が望まれる。

（２）破産制度との関係等

主要各国においては、投資者保護基金の制度は金融機関の破産処理の制度と密接に連動して運営されており、特に米国や英国では、破産管財人の役割との関連等が明示的に規定されている。米国の SIPC は証券会社の破産に際して管財人を連邦破産裁判所に指名する権限を有しているほか、破産管財人に対して資金供与を行うことを通じ、顧客資産の迅速かつ円滑な返還を可能とする制度が整備されている（SIPC 自体が管財人になることも可能である）。また、英国では 2011 年に特別管理制度（Special Administration Regime: SAR）が導入され、特別管理人（Special Administrator）が顧客財産と会社財産の双方を管理しつつ迅速な顧客資産の返還を可能とする制度が整備されている。特に、米国や英国では、証券会社の破綻時に、裁判所の同意を得て、顧客の同意なく他社への口座移管を可能とする制度が整備されており、証券会社の破綻時にも顧客が自らの資産の管理・処分が迅速に可能となる制度が整備されている。

我が国においては、投資者保護基金は破産管財人に就任することが可能となっているが、その例はない。また、2013 年の預金保険法の改正により、金融危機時において、預金保険機構が金融システムに影響のある取引を継続させるために証券会社に対して資金注入を行い、あるいは預金保険機構が設立するブリッジ証券会社に当該取引を移し、残りの取引については通常の破綻処理を行うという制度が導入されており、この場合、投資者保護基金は、求めに応じ預金保険機構が行う監視業務、管理業務の代理・代行を行うこととされているが、発動の例はない。

主要各国は、金融危機後に金融安定理事会（FSB）によりまとめられた金融機関の破綻処理に関する勧告に基づき、破綻した会社がグループ会社にある場合にはグループ構造

の頂点に位置する持株会社が傘下の子会社の損失を吸収し、親会社のみを直接の破綻処理の対象とする **Single Point of Entry** 制度などを導入し、秩序ある破綻処理を行えるような制度整備を進めており、我が国の預金保険法の改正もその流れと軌を一にしたものである。

我が国においては他の主要国と概ね同様の制度整備がされてきているが、主要国の動向を参考に、破綻した証券会社（あるいは登録取消し処分を受けた証券会社）の経営陣に代わって顧客資産を適切に管理し、顧客資産を迅速かつ確実に返還する主体をより明確にし、返還実務の執行態勢を確実にする仕組みを検討する余地がある。預金保険法においては、破綻した金融機関が預金の払戻しを停止するおそれがあると認められる場合など一定の要件を満たす場合に金融庁は金融整理管財人を選任することができ、金融整理管財人は旧経営陣に代わって業務の執行や財産の管理処分ができることとされている。しかし、証券会社の破綻の場合には、金融整理管財人のような役割を有する主体を選任できる規定はおかれておらず、破産管財人が任命されたとしても、外部保管された顧客資産も含めてその迅速な返還業務を円滑に行う主体が必ずしも明確にされていない。また、登録取消し処分がされた場合には必ずしも破産の申立てがされるとは限らず、このような会社が経営困難に陥る場合には管財人も選任されず顧客財産の円滑な返還が一層困難になるおそれがある。このような場合でも顧客資産の迅速な返還が必要となるのであり、同様の検討が望まれる。

金融整理管財人に類した制度が、適切な免責規定も含め、実務に即した形で整備され、その采配のもとに、金融危機に至らない場合であっても、状況によって顧客の同意なしに顧客口座を他の証券会社に移管できるなどの扱いが認められれば、より迅速な破綻処理が可能になると考えられる。いずれにせよ、破綻証券会社（登録取消し処分を受けた証券会社も含む）または顧客に代わって返還を実現する主体（管財人、基金、移管先会社等）とその権限（裁判所、監督当局の役割等）や責任範囲をより明確にするとともに適切な免責規定を整備することにより、一層効率的な投資者保護が図ることができるものと考えられる。

（3）補償の態様

前述のように、投資者保護基金制度は証券会社が破綻により顧客資産の返還ができない場合に補償を行うことを目的とする制度である。各国の補償の態様は、破綻処理制度によって異なっており、破綻事例の多寡、基金に参加している会社の業務範囲や参加者の負担の実態、顧客資産の分別管理規制やその遵守状況のモニターの実態等に照らして多様性がみられる。いずれにしても、この制度による補償は顧客の資産が返還されないリスクを軽減することにより取引に対する信認を確保し一般投資者を保護するものであり、投

資リスクや不正行為一般について補償をするものではない。例えば、ドイツにおいては相場下落による損失や管理報酬等が補償の対象にならないことが明確化されているほか、ポンジスキームのような架空利益も補償の対象とはならず、倒産法に基づき管財人が否認権を行使したうえで資産が顧客に返還されるとの判例が確立している。フランスにおいても、証券補償基金の補償が行われるのは証券が顧客に返還できない場合に限られ、顧客と業者との間での不当勧誘等の争いは裁判手続を通じて行われることとされている。

我が国においても、投資者保護基金制度は顧客資産の分別管理規制と一体の制度として運用されている。諸外国の制度においては、証券会社に対して財務諸表監査が義務付けられており、また顧客資産の分別管理は監督当局（自主規制機関も含む）の検査対象とされている。我が国においては、すべての証券会社に対する財務諸表監査は義務付けられていないが、法令と日本証券業協会の規則により、顧客資産については、公認会計士または監査法人による分別管理監査が義務付けられ、日本証券業協会にその結果が報告されることとされており、また、監査報告書は開示される扱いとされている。この制度が適切に運用され、証券会社の破綻が生じたとしても顧客資産が確実な返還が確保されることが望まれる。

各国の制度により補償を受けることができる者は基本的に個人等の小口顧客であり、プロの投資家や機関投資家は補償対象顧客から除外されているのが通例である。また、各国とも、破綻した会社の経営者等も補償対象顧客から除外しており、我が国の制度と概ね一致している。なお、証券会社が不正行為を行っていることを知りながら取引をしていた「悪意ある顧客」を補償対象顧客から除外している国（米国）や EU 指令も、マネーロンダリングに関わったと判断された取引を起因とする補償請求を除外している。我が国においても「悪意ある顧客」を補償対象顧客から除くような規定を導入することも検討すべきであるとの指摘があった。

補償の水準については、各国とも補償の上限を設けており、我が国においては一般顧客一人当たり 1000 万円を補償の上限としており、預金保険の限度額と同様の水準にしている。米国では顧客一人当たり 50 万ドル（うち現金は 25 万ドル）、EU 指令では 2 万ユーロとされている²が、投資者の損失額の 90% を上限とする取り扱いも可能とされている。EU 各国はこれを最低限とし、例えばドイツでは損失額の 90% で上限 2 万ユーロ、フランスでは証券について 7 万ユーロ、現金については 7 万ユーロを上限とし、銀行である業者の場合には現金について 10 万ドルとしている。なお、米国、カナダなどでは退職年金口座について特例を設け補償を拡充している場合がある。

² EU 委員会は 2010 年にこの限度を 5 万ユーロに引き上げるなどの見直しの提案を行ったが、財源等の問題もあり実現しておらず、2015 年にこの提案は撤回されている。

なお、英国においては、投資者保護基金制度は1986年の金融サービス法に基づき設けられた「金融サービス補償制度」の一部として、預金保険制度等も含めた金融サービス全体の制度と一体の形で運営されており³、証券会社(brokers)だけではなく顧客の資金・資産を保有しない助言業者など、個人顧客のために規制された業務を行う助言会社等、種々多様な業者が参加を義務付けられている。また、破綻により顧客に返還できなくなった投資商品または金銭を補償するほか、不適切な助言による損害が証明できる場合にその損害を補償の対象としているが、この場合も、会社(あるいは個人を含む事業者)自体が破綻し、その補償を行うために十分な財産を有しなくなっている状況を前提としている。このように補償対象に不正助言による損害を含める仕組みは他のEU諸国等には例がなく、金融に関する助言業が発達した英国独特の制度となっている。証券会社(投資銀行)の破綻に際する顧客資産の返還は、前述のように、特別管理制度(SAR)や通常の破産処理制度と一体として運営されている。

(4) 財源等

各国とも、制度の対象になる会社から一定の計算方法で算出される負担金をもとに基金を積み上げているほか、臨時の負担を求める権限や借入れの権限を有しているのが一般的である。借入れについては、行われた例はない模様である。カナダなどのように会員の破綻リスク等に応じ負担金を調整している例や、また民間保険により必要な場合の財源確保に努めている場合もある。

我が国においても会員会社の負担金により投資者保護資金が積み上がっているほか、借入れの権限を有している。ただし、借入れが行われた例はない。リスクベースの負担金の算出や必要な場合の財源確保の手段としての民間保険の活用については、我が国の現行制度では想定されていないが、その是非や保険提供者の有無も含めて、さらに検討し、また諸外国の事例をフォローしていくことが望ましい。

(5) その他

以上に述べた点のほか、これまでの破綻事案の処理や諸外国の事例研究を通じ、(i)保護すべき取引以外の業務で受け入れた金銭・有価証券の取扱いの明確化、(ii)顧客分別金信託への信託義務の時的限界の明確化、(iii)加入義務を負わない業者の取扱い、(iv)インターネットの活用等についても検討をさらに進める必要があるとの指摘があった。

³ 投資者保護基金制度が預金保険と同一の組織で運営されている例としては英国、フランスの他に韓国がある。

(参考) 投資者保護基金制度の4か国比較

(各国のデータは訪問時点のもの)

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
1. 組織					
(1) 名称	<ul style="list-style-type: none"> 日本投資者保護基金(JIPF) Japan Investor Protection Fund 	<ul style="list-style-type: none"> 証券投資者保護公社 (SIPC) Securities Investor Protection Corporation 	<ul style="list-style-type: none"> 預金保険・破綻処理基金 (FGDR) Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution 	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券取引企業補償機構 (EdW) Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen その他、私的銀行につきドイツ連邦銀行補償機構 (EdB)、公的銀行につき公的銀行連邦連盟補償機構 (EdÖ) がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 金融サービス補償機構 (FSCS) Financial Services Compensation Scheme
(2) 設立年	<ul style="list-style-type: none"> 1996年、前身の寄託証券補償基金が設立 1998年、旧証券取引法の改正により金商法に基づく法人として設立、旧基金の業務・財産を承継した。 	<ul style="list-style-type: none"> 1970年に証券投資者保護法 (SIPA) が制定され、FDIC (連邦預金保険公社) を参考に SIPC 設立 	<ul style="list-style-type: none"> 1990年、証券会社顧客補償基金設立 1999年、証券会社顧客補償基金と銀行補償基金が統合されFGD (預金保険基金) を設立 2013年、FGDの後身としてFGDRが設立され、現在に至る。 	<ul style="list-style-type: none"> 1998年、預金保護投資者補償法 (EAEG) に基づき、EdB、EdÖとともに設立 	<ul style="list-style-type: none"> 2000年、金融サービス・市場法に基づき、FSCSが設立された。投資部門の補償業務は2001年から開始した。これ以前には、ICS (投資者補償機構)、DPS (預金保護機構)、PPS (保険契約者保護機構) がそれぞれ別個に存在していたが、FSCSは、これら3分野をすべて引き継ぐものとして創設された。
(3) 根拠法令	<ul style="list-style-type: none"> 金融商品取引法 	<ul style="list-style-type: none"> 証券投資者保護法 (SIPA : Securities Investor Protection Act) 	<ul style="list-style-type: none"> 投資者補償に関するEU指令97/9 通貨金融法典 	<ul style="list-style-type: none"> 投資者補償に関するEU指令97/9 (ドイツ) 投資者補償法 2015年の法改正により、EdB、EdÖは預金保護法に根拠をおき、EdWは投資者補償法に根拠を置くことになった。 	<ul style="list-style-type: none"> 投資者補償機構に関するEU指令97/9 金融サービス・市場法 (FSMA) 「第15章 金融サービス補償制度」 ※ 具体的な規則 FCAハンドブックの「費用マニュアル」 (Fees manual) の第6章 (Ch.6) (制度運営・補償のための徴収) 「補償に関するルールブック」 (Compensation Sourcebook、COMP) (上記以外の補償に関するルールブック)
(4) 公的・私的機関の別	<ul style="list-style-type: none"> 独立した私的機関 	<ul style="list-style-type: none"> 非営利の会員制法人 連邦政府認可組織 	<ul style="list-style-type: none"> 一般利益の実現のためのミッションを与えられた特殊な私法人 	<ul style="list-style-type: none"> ドイツ復興金融公庫 (KfW) の中に設けられた、権利能力を有しない連邦特別財産 	<ul style="list-style-type: none"> 独立した私的機関 (保証有会社)
(5) スタッフの人数	<ul style="list-style-type: none"> 8名 (理事長1名、専務理事1名、職員6名) 	<ul style="list-style-type: none"> 39名のスタッフが勤務している。 実際の証券業者の破たん処理に当た 	<ul style="list-style-type: none"> 14名 補償を行う場合には外部業者を活用 	<ul style="list-style-type: none"> 11名 (KfWの職員) 	<ul style="list-style-type: none"> 約200名。投資部門の非管理職は約30名

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
	<ul style="list-style-type: none"> 職員6名中4名は日本証券業協会 (JISDA) からの出向者 	<p>アメリカでは、証券業者の破綻事案ごとに必要な人材を雇用</p> <ul style="list-style-type: none"> SEC (連邦証券取引委員会) 	<ul style="list-style-type: none"> 金融健全性監督破綻処理機構 (ACPR) (2013年) ← 2010年創設のACPの後身 	<ul style="list-style-type: none"> 大規模破綻時はKfWの他部署から応援 	<ul style="list-style-type: none"> この他、補償請求手続に際し外部業者を活用 取締役は規制当局から任命される
(6) 基金を監督する機関	<ul style="list-style-type: none"> 金融庁 (FSA) 及び財務省 (MOP) 規制当局に対し、1年に1回、職務の履行に関する報告が義務付けられている。 	<ul style="list-style-type: none"> SEC (連邦証券取引委員会) 	<ul style="list-style-type: none"> 金融健全性監督破綻処理機構 (ACPR) (2013年) ← 2010年創設のACPの後身 	<ul style="list-style-type: none"> ドイツ連邦金融監督庁 (BaFin) ← EdWの年次報告書は、第三者の監査法人が確認の上、BaFinおよびドイツ連邦銀行に提出される 	<ul style="list-style-type: none"> 投資関係 (証券) は金融行為規制機構 (FCA) が担当している。 預金と保険は健全性監督機構 (PRA) が担当している。 規制当局に対し、1年に1回、職務に関する報告が義務付けられている。
2. 会員					
(1) 会員業者の種類	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券関連業務を行う第一種金融商品取引業者 (証券会社)。ただしクラウド専業業者は対象外。 有価証券等管理業務のみを行う第一種金融商品取引業者は対象外 (有価証券関連業務ではないため) 総合取引所で行う商品デリバティブ取引を行う業者で、商品先物取引に係る保護基金に加入していない者も加入義務あり (実質なし) 	<ul style="list-style-type: none"> アメリカで登録されている全ての証券業者 <ul style="list-style-type: none"> ※銀行、 뮤チュアルファンド、ヘッジファンド、プライベートエクイティ、外国の証券業者は対象外 	<ul style="list-style-type: none"> フランス本土及び海外に本社を置く全ての投資サービス提供者 (銀行、投資会社) 海外領土及びモナコに本社を置く全ての投資サービス提供者 EU域外に本店を置く投資サービス提供者の支店 <ul style="list-style-type: none"> ※ EU域内に本店を置く投資サービス提供者のフランス支店は対象外 (本国の制度が適用) 	<ul style="list-style-type: none"> 私的銀行及び公的銀行を除く、有価証券取引業者を営む企業 <ol style="list-style-type: none"> 金融サービス業者 (投資仲介、投資助言、募集、金融ポートフォリオ管理、他) 預金取引や信用取引の許可を有しない金融業者であって、銀行サービス (プリンシパル・ブローカー業) 又は金融サービス (投資仲介、投資助言、募集、金融ポートフォリオ管理、他) を行う業者 外部資本管理会社 (資本投資法典による許可を受け、同法に掲げる役務給付または付随的役務給付 (金融ポートフォリオ管理、投資助言業、保護預り及び株式事務代行業、投資仲介業) を行う業者) <p>(参考)</p> <ul style="list-style-type: none"> EdB (ドイツ銀行協会の100%子会社 (有限会社)) はCRR金融機関 (預金受入を行う金融機関) である私的銀行を会員とする。 	<ul style="list-style-type: none"> FCAとPRAによって、個人顧客のために規制された業を行うことが認められた全ての金融サービス業者 <ol style="list-style-type: none"> 預金受入業者 (銀行) 一般的な保険供給業者 一般的な保険仲介業者 生命保険・年金供給業者 生命保険・年金仲介業者 投資ファンド運用業者 投資仲介業者 住宅ローン供給業者 住宅ローン仲介業者

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
				<ul style="list-style-type: none"> EdÖ (ドイツ公的銀行協会の100%子会社(有限会社))はCRR金融機関である公的銀行を会員とする。 ※ 私的銀行が有価証券取引業を併営していても、EdB のみに加入する(1つの業者は、1つの補償機構のみしか加入できない) 	
(2) 会員数	<ul style="list-style-type: none"> 257社 (2017年4月時点) 	<ul style="list-style-type: none"> 3739社 (2017年10月時点) (このうち顧客の金銭・有価証券の預りがある会社は約250社) 	<ul style="list-style-type: none"> 480社 このうち、証券補償スキームの対象は306社 (2017年末現在) 	<ul style="list-style-type: none"> 760社 (2017年3月時点) (このうち顧客の金銭・有価証券の預り権限を有しない会員が90%を占める) 	<ul style="list-style-type: none"> 5,000社超
(3) 加入義務	<ul style="list-style-type: none"> 有 (但しクラウド専業者を除く。) 基金への加入は有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業の登録要件のひとつ 	<ul style="list-style-type: none"> 有 	<ul style="list-style-type: none"> 有 投資会社は証券補償のスキームのみ の会員となれば良いが、信用機関は証券補償と預金保険のスキームの二つの会員にならなければならない。 ・ ポートフォリオ管理だけを行う業者は顧客資産を預からないため、補償対象機関とはならない。 	<ul style="list-style-type: none"> 有 FSCS は業者の?認可には関与しない。情報提供も受けない。 	
(4) 加入審査を行う者	<ul style="list-style-type: none"> 基金 	<ul style="list-style-type: none"> アメリカで証券業者の登録をすると自動的に加入 		<ul style="list-style-type: none"> BaFinが業認可を与えると自動加入(許可を与える前にBaFinはEdWに意見聴取) 	<ul style="list-style-type: none"> FCA (投資関係)?
(5) 加入後の検査・モニタリングの権限	<ul style="list-style-type: none"> 有 その他、金融庁(証券取引等監視委員会)や日本証券業協会(JSDA)も実施 日本証券業協会(JSDA)と情報共有 	<ul style="list-style-type: none"> 無 実際に検査を実施するのはFINRA及びSEC。FINRAは年に一度、顧客資産の預りのある証券会社の検査を行い、SECは問題のある会社等について検査を行う。SIPCは検査結果を受領する。 2016年に新たに導入されたSIPC Rule 600等では、原則として会員証券業者に対し、SIPCへの補足報告書 	<ul style="list-style-type: none"> 無 金融市場庁(AMF)、金融健全性監督破綻処理機構(ACPR)が実施 	<ul style="list-style-type: none"> 有 実際に検査を実施するのはドイツ連邦銀行。検査結果をEdW、BaFinは受領(通常検査は年間40~50件)。 会員はEdWに年次報告書、監査報告書を提出。また、EdWの任務遂行のための情報・書類の提供義務がある。 	<ul style="list-style-type: none"> 有 規制当局(FCA)を通じて情報を要請

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
(6) 運営費用（会費）	<ul style="list-style-type: none"> ・ 加入金として一律 100 万円 ・ 会費の計算方法は、運営予算に 対し <ul style="list-style-type: none"> ➢ 会員数頭割：10% ➢ 拠出負担金の累計額割：90% ・ 2015 年度の会費収入額は約 1 億 6 千万円 	<p>の提出を義務付け、決算期末から 60 日以内に SIPC に監査を受けた財務諸表の提出を求めている。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 年次報告書の提出については、FINRA と SIPC の間で合意が締結されており、会員証券業者が FINRA の既存の電子ポータルを利用して FINRA に年次報告書を提出すると、同じ報告書が自動的に SIPC にも送付されるといふ新たなシステムが導入された。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ FGDR は拠出金の全体的な額について意見を述べることはできないが、拠出金額を定める権限は、ACPR および AMF にあり（実際は ACPR が AMF に対して意見を求める）。 ・ ACPR が業者に対して拠出要請を行うい、FGDR がその金額を受け取る（ただし、督促を行うのは FGDR）。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ EdW の運営費用（投資者に対する補償に用いられる金銭を含む。）は、年次負担金、加盟時支払金、特別負担金、特別支払金によってまかなわれる。 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 基礎コスト (basic costs) <ul style="list-style-type: none"> ➢ FSCS の取締役会メンバー報酬、事務所費用、監査報酬など ➢ 全会員が負担するもの ➢ (預金、保険、投資等の) 業態別に徴収される ・ 特有コスト (specific costs) <ul style="list-style-type: none"> ➢ スタッフ給与、請求処理、専門家支払手数料などクラス毎に計算される ➢ 業態別に年間徴収可能額の上限が定められている。 <p>2016/17 年度は、基礎コストが £2145 万、特有コストが £4836 万である。 2017/18 年度は、基礎コストが £2449 万、特有コストが £4519 万である。</p>
3. 基金の規模、負担金					
(1) 基金の規模	<ul style="list-style-type: none"> ・ 約 573 億円 	<ul style="list-style-type: none"> ・ SIPC 基金：30 億ドル ・ 米国財務省融資枠：25 億ドル（ただし使用した例は無い） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ FGDR 全体では約 30 億ユーロ以上。 ・ FGDR は①預金保険基金、②証券補償基金、③履行保証証券乃至運用債権の補償基金の 3 つの基金を管理・運用している。 ・ このうち証券補償基金は 1 億 3,500 万ユーロ（2015 年現在） 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 1,280 万ユーロ(2016 年 6 月 30 日時点) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 3 億 1,900 万ポンド ・ 業態毎に資金（ファンド）を区別して管理 ・ 投資者用ファンドが枯渇した場合には他のファンドから借り入れる

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
(2) 資金の目標水準	<ul style="list-style-type: none"> 500 億円 	<ul style="list-style-type: none"> 25 億ドル 現在の額で十分としている。 	<ul style="list-style-type: none"> 預金保険については 47 億～60 億ユーロ。 証券補償については現在の資産規模 (1 億 3,500 万ユーロ) で十分 (経験則) 		<ul style="list-style-type: none"> 定められていない
(3) 随時の負担金徴収の有無	<ul style="list-style-type: none"> 有 	<ul style="list-style-type: none"> SIPA およびその細則に基づき、会費の査定割合を引き上げることができるとする。 	<ul style="list-style-type: none"> 有 上記 (3) のとおりで、補償事業において顧客に支払われた金額の補償を目的とする。 	<ul style="list-style-type: none"> 有 (特別負担金、特別支払金) 無い場合、年度途中における徴収 (interim levy) 	<ul style="list-style-type: none"> 有 無い場合、年度途中における徴収 (interim levy)
(4) 資金をバックアップする組織の有無	<ul style="list-style-type: none"> 無 	<ul style="list-style-type: none"> 上記(1)のとおり、SEC を経由して米国政府から資金を借入れる融資枠を持っている。 	<ul style="list-style-type: none"> 無 借入を行うことはできるが (但し、詳細は不詳)、公的資金の投入はない。 	<ul style="list-style-type: none"> 無 (但し、フェニックスの補償手続では、連邦政府が融資した) 	<ul style="list-style-type: none"> 投資者用の資金 (ファンド) だけでは足りない場合には、FSCS 内の他の業態のクラスから徴収した資金 (ファンド) から借り入れることができない。 一時的には、民間または (National Loans Fund を含めた) 政府からの貸付け
(5) 資金の借入れ権限の有無	<ul style="list-style-type: none"> 有 最大 800 億円 	<ul style="list-style-type: none"> 有 米国財務省融資枠：25 億ドル 	<ul style="list-style-type: none"> 有 	<ul style="list-style-type: none"> 有 (投資者補償法 8 条 5 項参照) 	<ul style="list-style-type: none"> 上記 (4) 参照
(6) 負担金の運用方法	<ul style="list-style-type: none"> 法令により運用可能商品が限定されている。 現在は国債、政府保証債、銀行預金のみ。 	<ul style="list-style-type: none"> SIPA で制限されており、米国の政府もしくは政府機関が発行する証券に限られる。 		<ul style="list-style-type: none"> 資金は、適切な収益を前提として可能な限り安全性と十分な流動性が保障されるように投資されなければならない (投資者補償法 8 条 1 項 2 文)。具体的には KiW において即日引出し可能な勘定として投資されているという。 	<ul style="list-style-type: none"> 運用していない
(7) 保険加入の有無	<ul style="list-style-type: none"> 無 	<ul style="list-style-type: none"> 大手証券会社では、SIPC による補償上限額を超える場合に備え、顧客にコストを負担させることなく、独自に保険に加入しているケースもみられる。(民間保険) 	<ul style="list-style-type: none"> 無 	<ul style="list-style-type: none"> 無 加入している場合は EdW に対する負担金の軽減措置が取られる (EdW 負担金令 2d 条) 対象となる保険は従業員等の行為によって会社が被った損害を補償する保険 (Vertrauenshadensversicherung) 	<ul style="list-style-type: none"> 無

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
(8) 負担金に関する訴訟	・ 無	・ 無	・ 無	・ 有	・ 有
4. 分別管理の方法					
(1) 金銭	<ul style="list-style-type: none"> 顧客預り金相当額以上の額を、自己の資産と区別して信託銀行等に信託する 差換計算基準日は週1回以上。 信託財産の元本評価額が顧客分別金信託必要額に満たない場合には、差替計算基準日から3営業日以内に追加信託が求められている。 	<ul style="list-style-type: none"> SECルールでは、顧客の資金については、顧客との取引にとって安全と思われ、顧客のみ使用できるとしたうえで、使用しない顧客の資金は、顧客のために特別口座(特別準備金銀行口座)を銀行に設定して、顧客の現金に相当する金額を保持すべきという義務を導入している。 特別準備金銀行口座は原則として一週間ごとに算定しなければならない。 		<ul style="list-style-type: none"> 顧客の金銭を預かる行為は銀行業の許可が必要 → EdW 所属業者は、預金受入業に関する許可を有しないため、受領した顧客資金は、翌取引日までに分離して、預金取扱金融機関等の顧客毎の信託口座で保管。EdB 等の会員機関であるユニバーサルバンクの場合、顧客の金銭は銀行預金として扱われる。 	<ul style="list-style-type: none"> 自己資金とは区別してノミニ口座で管理 業者が顧客から金銭を受け取った時点で法定信託が成立すると解釈されることから、破綻時においても優先的に返還される。
(2) 有価証券	<ul style="list-style-type: none"> 単独保管の場合 <ul style="list-style-type: none"> 自社保管、他社保管のいずれも、保管場所を自己の固有資産と明確に区別し、顧客別又は記番号順などで管理 混蔵保管の場合 <ul style="list-style-type: none"> 自社保管の場合には、保管場所を自己の固有資産と明確に区別し、個々の顧客持分を帳簿上で管理 他社保管の場合には、保管先に自社口座とは別の顧客口座で区分するなどして顧客持分を判別できるようにし、個々の顧客持分を帳簿上で管理 振替法の対象証券の場合 <ul style="list-style-type: none"> 振替口座簿上で顧客有価証券として管理 	<ul style="list-style-type: none"> 15c3-3 で定められている7タイプの管理場所(DTC(証券預託機関)、アメリカの銀行、特定の外国金融機関等)で管理されなければいけない。 保護預りの場合は、カスタディアンから No-Lien-Letter を得る必要がある。特に海外で保管する場合は、SEC に申請をしなければいけない。(90日以内にSEC から異議なければ、認定されたことになる) 	<ul style="list-style-type: none"> フランス国籍の発行者がフランスにおいて発行したフランス法に依拠する有価証券については、帳簿への記載により顧客の所有となる。 	<ul style="list-style-type: none"> 保管振替機関で保管されないものは、自己及び第三者保有分と区別して保管 混蔵寄託が行われる場合には、自己分と区別して保管機関に預託 	<ul style="list-style-type: none"> 英国証券については(振替機関である)クレストで、証券会社名義のノミニ口座で保管 外国証券はカスタディアンのノミニ口座で保管 内部帳簿とカスタディアンの数字が一致していることを確認する。 内部帳簿と一致しない場合、不足の代替資産又は金銭を充当しなければならぬ。
(3) 分別管理の確認	<ul style="list-style-type: none"> 日証協の規則により、公認会計士又は監査法人による分別管理監査を義務付けている(2018年4月 	<ul style="list-style-type: none"> PCAOB(上場会社社会計監査委員会)に登録している会計監査人による監査が義務付けられている。 分別管理は、FINRA の通常監査の対 	<ul style="list-style-type: none"> 会計監査人による財務諸表監査が義務付けられている。 AMF、ACPR による検査 	<ul style="list-style-type: none"> 会計監査人による財務諸表監査が義務付けられている。 分別管理は、BaFin の通常検査の対象。 	<ul style="list-style-type: none"> 会計監査人による財務諸表監査が義務付けられている。 FCA に対し、顧客資産、顧客資金の保有状況について毎月報告

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス															
	<p>1 日以降に監査基準日を迎えるものから完全実施)</p> <ul style="list-style-type: none"> 当局及び日証協による検査・監査 なお、法令上、金商業者に対する財務諸表監査は義務付けられていない。 	<p>象。</p>	<p>(特に、ACPRは検査官を派遣して現場で帳簿の検査を行い、財政状況を把握することで事前に問題を察知し、介入の必要性を判断)</p> <ul style="list-style-type: none"> 結果について FGDR への報告義務はない。 <table border="1"> <thead> <tr> <th>年度</th> <th>通常抛出品総額</th> <th>特別抛出品総額</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012年</td> <td>740万€</td> <td>460万€</td> </tr> <tr> <td>2013年</td> <td>730万€</td> <td>690万€</td> </tr> <tr> <td>2014年</td> <td>730万€</td> <td>860万€</td> </tr> <tr> <td>2015年</td> <td>740万€</td> <td>425万€</td> </tr> </tbody> </table>	年度	通常抛出品総額	特別抛出品総額	2012年	740万€	460万€	2013年	730万€	690万€	2014年	730万€	860万€	2015年	740万€	425万€		<ul style="list-style-type: none"> シニアマネージャー制度の導入により責任の明確化・厳格化
年度	通常抛出品総額	特別抛出品総額																		
2012年	740万€	460万€																		
2013年	730万€	690万€																		
2014年	730万€	860万€																		
2015年	740万€	425万€																		
5. 破産制度との関係																				
(1) 倒産申立権限の有無	<ul style="list-style-type: none"> 無 債権者のほかには金融庁 	<ul style="list-style-type: none"> 無 債権者 SIPA のもとでは SIPC が申請を行い、それ以外のケースでは SEC が行う 	<ul style="list-style-type: none"> 無 債権者のほかには ACPR の破綻処理委員会又はシステムミックス委員会 (ただし信用機関の場合のみ。投資サービス業者への申立権限は無い。) 	<ul style="list-style-type: none"> 無 	<ul style="list-style-type: none"> 無 債権者のほかには FCA に申立権限あり (実例なし) 															
(2) 管財人への就任	<ul style="list-style-type: none"> 可能(ただし実例なし) 	<ul style="list-style-type: none"> 可 中規模案件(破綻した証券会社の債務額が75万ドル未満で、顧客数が500名未満)のみ 	<ul style="list-style-type: none"> 不可 	<ul style="list-style-type: none"> 不可 (法令上、管財人は自然人のみが就任可能) 	<ul style="list-style-type: none"> 不可 															
(3) 顧客資産の保全措置	<ul style="list-style-type: none"> 裁判所に提出する顧客表の作成 その他顧客債権の保全のため、裁判上・裁判外のあらゆる措置を講じることが可能 			<ul style="list-style-type: none"> 無 (BaFin に財産回避のための措置 (モラトリアム) を講じる権限がある。←EddW は、補償事由発生または発生の危険を基礎づける事情については、遅滞なく BaFin に通知しなければならない。) 	<ul style="list-style-type: none"> 特に権限なし 															
(4) 返還資金融資	<ul style="list-style-type: none"> 回収込みがある場合に限り、運営審議会等の機関決定を経て可能 	<ul style="list-style-type: none"> 無 																		

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
(5) 分別管理されている顧客資産の返還業務	<ul style="list-style-type: none"> 金銭については、信託契約に基づき受益者代理人として基金が返還する（実務上、補償金の支払いと同時に行う。）。 有価証券については、破綻した証券会社（破産管財人）が返還する。 （破綻前に）基金が証券会社から委託を受けていた場合には、委託契約に基づき基金が顧客資産全般を返還することが可能（ただし過去実績なし）。 	<ul style="list-style-type: none"> 有 SIPAに基づく清算の場合、顧客の所有する資産は顧客資産として集められ、管財人（規模案件はSIPC）が各顧客の持ち分に比例して分配する。 	<ul style="list-style-type: none"> 無 管財人が返還する。 	<ul style="list-style-type: none"> 無 	<ul style="list-style-type: none"> 無 管財人が返還する。
(6) 債権者集会への参加	<ul style="list-style-type: none"> 補償により顧客から代位取得した債権の届出を行い、自らが債権者として債権者集会に参加可能 		<ul style="list-style-type: none"> 補償により顧客から代位取得した債権の届出を行い、自らが債権者として債権者集会に参加 	<ul style="list-style-type: none"> 補償により顧客から届渡された債権の届出を行い、自らが債権者として債権者集会に参加可能 	
(7) 不法行為に対する責任追及	<ul style="list-style-type: none"> 刑事告発の実例有り 債権者として民事責任追及が可能 		<ul style="list-style-type: none"> FGDRは、監査役会の承認を得た上で、補償金額の回復を目的として、法律上または事実上の指揮者に対して責任追及訴訟を提起することができる。 		
(8) 特殊対応	<ul style="list-style-type: none"> 預金保険法に基づき特殊対応 <ol style="list-style-type: none"> 金融システムに影響のある取引を継続させるため、預金保険機構が対象証券会社に対し資金注入を行う、もしくは、預金保険機構が設立するブリッジ証券会社に当該取引を移し、残りの取引については通常の破たん処理に基づき処理を行う。 ブリッジ証券会社と切り離された破綻証券会社の顧客資産の中に補償が必要となるものがあれば、基金は補償を行う。 	<ul style="list-style-type: none"> SIPAにより、顧客の同意なく他社への口座移管手続きを可能とする。 Dodd-Frank法 Title IIのOLA（Orderly Liquidation Authority）システム上重要な影響を与える金融会社の破綻処理のための法制が制定 <ul style="list-style-type: none"> FDICがレシーバー、SIPCが管財人になる。（実例は無い） FSBより、Single Point of Entry（グループ構造の頂点に位置する持株会社・親会社が傘下の子会社の損失を吸収し、持株会社・親会社のみを直接の破綻処理手続の対象とする戦略）が提案されている。 	<ul style="list-style-type: none"> 欧州指令に基づくレゾリューションによる公的資金の注入（清算・破綻処理） 欧州統一レゾリューションファンドを活用する。 フランス国内のレゾリューションに関する決定は、ACPRの委員会において行う。 	<ul style="list-style-type: none"> 再建及び破綻処理に関する法律（SAG）（CRR金融機関、当初資本73万ユーロ以上の有価証券業者等の場合） <ol style="list-style-type: none"> 予防措置 対象業者に再建計画の作成、1年毎の更新の義務付け、又は、連邦金融市場安定化庁による破綻処理計画の作成と1年毎の更新 <ol style="list-style-type: none"> 早期介入措置 破綻処理措置 主要な措置として、a.ペイル・イン、b.企業譲渡命令、c.その他（特別管理人の選任、支払義務の延期、等） 	<ul style="list-style-type: none"> 特別管理制度（投資銀行、投資会社の倒産手続） <ul style="list-style-type: none"> = Special Administration Resume (SAR) ←2011年に施行された投資銀行の特別管理制度によって導入 顧客資産の迅速な返還を可能とするため、特別管理人による信託財産への関与を可能とする。 顧客の同意なく他社への口座移管手続き（transfer）を可能とする。

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
	③ 基金は、預金保険機構が行う監視業務や管理業務の代理・代行を求められれば、これを行うことができる。				
6. 補償					
(1) 補償の決定権者	<ul style="list-style-type: none"> JIPF 	<ul style="list-style-type: none"> SIPC 	<ul style="list-style-type: none"> ACPR <ul style="list-style-type: none"> FGDDRは拠出金の受取り及び補償金の支払いを行うACPRの下部組織の側面を有する 	<ul style="list-style-type: none"> BaFin <ul style="list-style-type: none"> 個別の補償請求権の額及び範囲についてはBaWが決定 	<ul style="list-style-type: none"> FSCS
(2) 補償を行う要件	<ul style="list-style-type: none"> 通知金融商品取引業者（注：破産申立等により法的整理が行われるかどうかは絶対条件ではない）に該当すること 顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難であること（＝顧客資産の返還が行えない又は返還に著しく時間を要するとJIPFが認定したということ） 	<ul style="list-style-type: none"> 会員が顧客に対しての義務を果たさない可能性があることに加え、下記いずれかにも該当する場合は補償を行う。 <ol style="list-style-type: none"> 破産した場合 破産を申し立てられた場合 何らかの財務要件を満たさない場合 十分な計算によって要件順守を証明できない場合 	<ul style="list-style-type: none"> 証券が口座から消滅し、処分不能であると宣言されたこと 口座管理機関が証券の返還も払戻しのいずれもできないこと（＝顧客が預けた証券を顧客に返還できないこと） ※ 破綻処理手続は行われなかったが清算手続に伴う補償が行われた事例がある。 	<ul style="list-style-type: none"> BaFinが、業者の顧客に対して補償が必要な事態を宣言した場合（補償事案の確定） 補償事案の確定事由 <ol style="list-style-type: none"> 業者につき「有価証券取引に基づく債務」を履行できず、21日以内 BaFinが信用制度法によるモラトリアムを命じ、6週間以上継続した場合 ※ 業者の倒産手続開始またはその申立ては補償事案の要件ではない 	<ul style="list-style-type: none"> 会員がデフォルトしたこと（デフォルトの判断はFSCS又はFCAが行う） <ol style="list-style-type: none"> 資格ある請求者であること 保護された請求者であること 関連する者に対して請求すること 関連する者がデフォルトしたこと FSCSが求める場合）請求に係る法的権利をFSCSに対して譲渡すること 時間的制限内の補償請求であること
(3) 補償を受けられることができる者	<ul style="list-style-type: none"> 下記(4)に該当しない個人、法人 	<ul style="list-style-type: none"> 個人 会社、組合、団体、共同の株式会社、信託、法人格のない組織、政府や政治的組織の部局 	<ul style="list-style-type: none"> 自然人および法人 個人および企業 アソシエーション、民事会社、財団、集団 公施設法人、地方公共団体及びその法人 	<ul style="list-style-type: none"> 個人投資家 パートナーシップ 小規模事業者 	<ul style="list-style-type: none"> 個人 中小企業 (small businesses) small businesses=(i)被用者50人未満、(ii)取引高£560万未満、(iii)バランスシート£280万未満のうち、2つを満たす者
(4) 補償を受けられることができる者	<ul style="list-style-type: none"> 通格機関投資家 日本銀行 国、地方公共団体 仮名・借名取引顧客 破綻会員の役員 	<ul style="list-style-type: none"> 証券業者、銀行 破綻会社のゼネラル・パートナー、取締役、役員、5%以上の持分証券の実質的所有者、純資産や純利益に5%以上参加するリミテッド・パートナー 	<ul style="list-style-type: none"> 国、中央行政機関、超国家機関 金融分野において活動する全ての銀行、保険会社、投資会社、投資信託 破綻会社の役員・従業員・監査役 	<ul style="list-style-type: none"> 金融業務を営む機関 金融サービス業者 投資運用業者 保険会社 	<ul style="list-style-type: none"> 業者 外国の金融サービス機関 集団投資スキーム及びその運営者・受託者 国際機関

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
	<ul style="list-style-type: none"> 破綻会社の関係会社等 	<ul style="list-style-type: none"> 破綻会社に対して経営や経営方針の実質的影響力を有する人物(役職問わず) 証券関連の法令に違反している人物(フリーライダー、相場操縦、インサイダー取引を行う者、投資詐欺と知っていて投資をした者など) 	<ul style="list-style-type: none"> 破綻会社のグループ会社及びその役員・従業員・監査役 	<ul style="list-style-type: none"> 中・大規模事業者(ドイツ商法の範囲内) 公的セクター 	<ul style="list-style-type: none"> 地域当局 破綻業者の取締役 破綻業者のグループ会社 FSCS が破綻に責任があると考える者 大企業、大パートナーシップ マネー・ローンドライング取引の関係者
(5) 補償の範囲・補償対象	<ul style="list-style-type: none"> 第一種金融商品取引業のうち、有価証券関連業に係る顧客資産 ただし、次の取引に係る金銭、有価証券については除かれる <ul style="list-style-type: none"> ① 店頭デリバティブ取引 ② 外国取引所市場デリバティブ取引 法令上は、分別管理が行われている(取戻権がある)場合でも、円滑な返還が困難であると見られる場合には補償対象となり得る(実例なし) 	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券(株式、様々な債権、債務証券、議決権信託証券、預金証券、証券寄託証券、1934年証券取引所法3条(a)項(55)号(A)において定義される証券先物、投資契約又は利益分配約定等、MMF、地方債、財務省短期証券) 有価証券購入目的で預託されている金銭 REITについては、SECに投資契約として登録されたものはSIPCの補償対象になるが、登録されていないものは対象外 	<ul style="list-style-type: none"> 預金 保険契約 デリバティブ、集団投資スキーム持分などを含む投資サービス全般に係る顧客資産 ※ 業者が破綻する前に顧客が行っていた取引において利益が生じている場合には、利益相当額を補償必要額から控除する(純資産概念)。 ※ 証券口座取引に関連した金銭については、ユーロ若しくはEU域内通貨以外は補償対象外 	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券取引に基づく債務 銀行業、金融サービス、資本投資法典にいうサービス及び付随的サービスに基づいて負担するに至った ① 投資者に対する金銭の払戻債務 ② 投資者の所有に帰した金銭の返還義務 ③ 投資者の計算に帰する金銭の払戻義務 ④ 商品の引渡請求権 <p>(注) 金利・為替デリバティブ取引、FX取引に基づく債権も補償対象</p> <p>(注) 所有権を有するものが着服・横領されていた場合には補償対象</p>	<ul style="list-style-type: none"> 預金 保険契約 デリバティブ、集団投資スキーム持分などを含む投資サービス全般に係る顧客資産 認可業者が仮に認可外の事業を行っている場合でも補償対象となる。
(6) 補償対象外の請求権	<ul style="list-style-type: none"> 第一種金融商品取引業のうち有価証券関連業に該当しない取引(FX取引)に係る顧客資産 第二種金融商品に係る金銭、有価証券など、第一種金融商品取引に該当しない金融商品取引業に係る顧客資産 価格変動リスク 損害賠償請求権 	<ul style="list-style-type: none"> デリバティブ取引 価格変動リスク(相場下落による損失) 詐欺、不法行為 チャージバック(過当取引) 契約違反や債務不履行 説明義務違反や助言義務違反 通貨、商品等(外国為替取引、未公開株取引等) 会員証券業者自身への投資 買戻し特約が付いている証券取引 会員ではない証券会社との取引 無断売買による損害 法定の期限(管財人の通知から6か月) 	<ul style="list-style-type: none"> ポートフォリオの管理方法について提起された訴訟 価格変動リスク (注) 債務不履行前に過去の利益分を破綻会社から引き出ししている場合には、当該利益分を補償額から差し引く(法律上規定されていないが、実務上このような対応が取られている。=純資産概念) 	<ul style="list-style-type: none"> 取戻権の対象となる財産 — 第三者に渡っている場合でも取戻権を有するものについては、顧客は第三者に対して権利行使可能であることから補償対象外 価格変動リスク(相場下落による損失) 架空利益 割増金(プレミアム) 取引等に係る諸費用 損害賠償請求権(助言義務違反、財産管理人による合意違反) 	<ul style="list-style-type: none"> 価格変動リスク

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス												
		の請求期間)に遅れた請求															
(7) バッドアドバイスは補償対象か	<ul style="list-style-type: none"> 対象外 	<ul style="list-style-type: none"> 対象外 	<ul style="list-style-type: none"> 対象外 	<ul style="list-style-type: none"> 対象外 	<ul style="list-style-type: none"> 対象 (破綻時に限る) <ul style="list-style-type: none"> 業者による不適切な投資の助言によって損害が生じた場合も補償の対象 												
(8) 補償額の計算基準日	<ul style="list-style-type: none"> 取引所上場有価証券及び店頭売買有価証券については、補償を行う旨の公告を行った日の最終価格 市場価格のない有価証券については合理的な方法により算出された価格 為替レートについては規定なし (法令上、金銭による支払いは義務付けられているが、支払う際の通貨の種類は問われない) 	<ul style="list-style-type: none"> 申請日 (SIPCが清算手続きを開始した日) 	<ul style="list-style-type: none"> ACPRによる資産の処分不能の宣言日の時価 外貨建証券については、処分不能の日のレートで換算 	<ul style="list-style-type: none"> 補償専業発生時点の市場価格 	<ul style="list-style-type: none"> 個人的助言に関する請求については、デフォルトの決定日前後で、FSCSが決定した日の時価 これ以外の請求 (ICDの請求) については、業者がデフォルトしたと決定された日の時価 ※ ICD = Investor Compensation Directive の略 (個人的助言以外のあらゆる投資サービスおよび業務に関する請求) 												
(9) 1人当たりの補償の上限額	<ul style="list-style-type: none"> 金銭、有価証券合わせて1,000万円 	<ul style="list-style-type: none"> 顧客の所有する資産は全て顧客資産の基金として集められ、各顧客の持ち分に比例して配当する。この顧客資産の基金を補填する目的で SIPC は事前貸付を行っている。 SIPCの事前貸付金は、顧客一人あたり50万ドル (うち現金は25万ドル) 	<ul style="list-style-type: none"> 金銭と有価証券それぞれで補償 銀行は17万ユーロ (約2,091万円/1ユーロ123円で計算) 投資会社は14万ユーロ (1,722万円/1ユーロ×123円で計算) (証券投資が富裕層により行われていることから、銀行と証券では金銭に対する補償額に差がある) <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>銀行</th> <th>投資会社</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>金 銭</td> <td>10万€</td> <td>7万€</td> </tr> <tr> <td>有価証券</td> <td>7万€</td> <td>7万€</td> </tr> <tr> <td>合 計</td> <td>17万€</td> <td>14万€</td> </tr> </tbody> </table>		銀行	投資会社	金 銭	10万€	7万€	有価証券	7万€	7万€	合 計	17万€	14万€	<ul style="list-style-type: none"> 有価証券取引に基づく債券の90%上限2万ユーロ (約246万円/1ユーロ123円で計算) 預金: 85,000ポンド 住宅ローン商品: 85,000ポンド 保険: 契約の100% (ただし強制加入ではない保険は90%) 	<ul style="list-style-type: none"> 投資: 85,000ポンド (1233万円/1ポンド145円で計算) 預金: 85,000ポンド 住宅ローン商品: 85,000ポンド 保険: 契約の100% (ただし強制加入ではない保険は90%)
	銀行	投資会社															
金 銭	10万€	7万€															
有価証券	7万€	7万€															
合 計	17万€	14万€															
(10) 損害額が補償上限額を上回った場合	<ul style="list-style-type: none"> 個々の顧客が債権者として破産手続きに参加、配当があれば他の債権者と同等に自分の額を受け取る。 基金は顧客表を作成し、補償を上回っている顧客に代わって裁 	<ul style="list-style-type: none"> 顧客は事前貸付金に加え、顧客資産も持ち分に比例して受け取る。 この両者の合計が請求額に満たない場合、制度上顧客は破綻業者の一般資産から分配を受けることができる。(実際には、一般資産は清算費用等の 	<ul style="list-style-type: none"> FGDRは顧客を代位する (顧客が自ら手続を行う必要がない。) 	<ul style="list-style-type: none"> 補償を希望する顧客は、業者に対する権利のすべてを FSCS に譲渡する。 損害額が補償上限 (85,000ポンド) を上回る場合、顧客はひとまず補償上限を得、FSCS は補償済みの分を含めて全額につき債権者として倒産等の 													

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
	判所に債権届出を行う（ただし、顧客が顧客表への掲載を拒否する場合は除く。）。	支払いで残っていない場合がほとんど） ・ 上記により純持分が全額返還されない場合、不足分については補償の枠外で、破産業者の一般財産に対する債権者となる。			・ FSCS が配当等により回復できたと きは、顧客は、85,000 ポンドを超える部分について FSCS から受領できる。
(11) 補償の時期	・ 補償を行う旨の公告を行う際に、支払期間を明示する。 ・ 支払期間については、補償事実ごとに判断する。	・ 申請日（清算開始日）以降、補償対象顧客からの請求申立書を受領したことを持って SIPC の補償が可能。 ・ 事前貸付金は、顧客資産に対する各顧客の持ち分が決定される前に支払われることが一般的。	・ FGDR による補償の通知は、原則 3 か月以内（特別な状況の場合には 6 か月に延長）－ (12)の③参照	・ 支払うべき補償額を計算した後 3 か月以内に支払う（FCA が FSCS に延長を認めた場合には 6 か月）。	・ 支払うべき補償額を計算した後 3 か月以内に支払う（FCA が FSCS に延長を認めた場合には 6 か月）。
(12) 補償の手順（概要）	① 登録取消などにより通知金商業者に該当 ② JIPF は補償を行う旨を公告し、併せて、顧客に対し補償請求手続きについて個別に連絡 ③ 顧客との間で補償額を確認し、補償対象債権を譲り受けたものについて補償金を支払う ④ 補償額を超える損害について顧客表を作成、裁判所に提出	① SEC もしくは FINRA からの正式な通知を受け、清算手続きを行うか判断する。 ② 清算対象となった会員証券業者の全顧客に対して管財人が通知し、請求書を送付する。 ③ 顧客が請求書式を記入して提出。 ④ 管財人のスタッフは請求書式と証券業者の帳簿や記録を調査する。 ⑤ 管財人が請求決定書を発行する。 ⑥ 顧客の請求が認められる場合、現金と証券の最初の受け渡しが行われる。 ⑦ 破綻した証券業者の清算手続きとその資産の回収が進むと、顧客資産による追加的な受け渡しがなされることになる。	① ACPR の要請による発動 ACPR が補償の必要性について判断 FGDR から顧客に対し連絡 → 顧客は自発的に手続きをとる必要はない ② FGDR による補償の準備 業者は処分不能日の帳簿を FGDR に提出し、FDGR が帳簿をもとに補償額を決定。 業者は残高証明書を顧客に送付。 FGDR は手続情報を公開し、HP 及びコールセンターを通じて質問に対応する ③ FGDR による顧客への支払い FGDR は、顧客に補償の通知を送付して支払う（小切手同封） ④ 補償終了後の対応 異議申立への対応、補償終了の通知	① 補償が必要な事態が生じたことを BaFin が宣言（補償事業の確定）（上記（2）参照） ② BaFin による、補償事業確定を連邦官報への公告、EdW に通知 ③ EdW は、顧客に対し、補償事業の発生と補償請求手続きに必要な届出期間を通知する。 なお、通知後 1 年を経過した請求は原則として排除される。 ④ EdW は届出がなされた請求について審査し、補償決定および補償支払いに関する情報を顧客に提供→顧客の請求権の正当性及び額確定後 3 か月以内に支払いを行う（特別の事情があるときは、BaFin の同意を得て 3 か月延長可）。	5. ②の要件が充足されること － 「資格のある請求者」が補償を請求するための申込みをすること
(13) 補償手続と倒産手続の関係	・ 法律上は、倒産手続が行われな い場合でも通知金商業者に該 当	・ 別の独立した手続き ・ 証券業者が破綻処理手続に入り、顧客 に対しての義務を果たせず、証券業者 に	・ 法律上は独立した手続 ・ 金融機関が破綻処理手続に入り、破 綻処理が失敗に終わった場合で金融	・ 独立した手続 （注）倒産手続開始申立ては BaFin に専 属（業者の債権者に申立権はな	・ 独立した手続 ・ FSCS は、業者が倒産手続（SAR も含 む）に入ると、選任された業者の特別

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
	<p>すれば、基金が補償を行うことは可能。</p> <ul style="list-style-type: none"> しかし、過去の補償事案2件では全て補償手続きと破産手続きが併せて行われている。 倒産破産手続きを伴う場合には、債権届出期間の決定に際して裁判所は基金に相談する義務があるなど、密接に関連してくる。 	<p>が立ち直らなかつたときにのみ補償手続きが発動する。</p>	<p>機関が立ち直らなかつたときにFGDRの補償手続きが発動する。</p> <ul style="list-style-type: none"> 破綻処理手続きの開始はACPRと欧州中央銀行(BCE)の共同管轄。 FGDRはACPR若しくはBCEの要請に基づいてのみ介入する。 	<p>い)→EdWhは、BaFinが倒産申立てを行う準備段階で情報提供を受ける(EdWhはBaFinに対して倒産申立てを促す手段はない)。(注)裁判所は、管財人の選任について、BaFinの意見を聴取しなければならない。</p>	<p>管理人(Special Administrator)と緊密に連携し、特別管理人から情報を得ながら補償を行う。</p>
(14) 倒産手続きにおける基金の関与	<ul style="list-style-type: none"> 金業者の倒産手続きを進める場合、裁判所は債権届出期間の確定に際し、あらかじめ基金に相談しなければならない 補償では補えきれなかった顧客の損失について、基金は債権届出期までに顧客表を作成し提出する。これにより該当顧客は債権者の一人として破産手続きに参加する。 基金自身は補償を行う顧客から補償対象債権を譲り受け、補償相当額の大口債権者として破産手続きに参加する。 	<ul style="list-style-type: none"> SIPCは従来の管財人が持つ権限を全て持っており、管財人を指名、監督し、破産手続きに関する全項目の当事者となる。 大規模案件では、SIPC以外の管財人が裁判所によって任命され、SIPCが管財人等の補助に当たる。 中規模案件(破綻した証券会社の債務額が75万ドル未満で、顧客数が500名未満)では、SIPC自身が管財人となって活動することが可能である。 小規模案件(顧客の請求総額が25万ドル未満)では、SIPCによる直接支払い手続き(裁判外の簡易な処理)を用いることができる。 		<ul style="list-style-type: none"> EdWhは、関与しない(管財人は、BaFinに手続の状態および経過について報告義務を負担) 但し、管財人は、補償に必要な書類をEdWhに提供する義務を負っており、連絡は取りあっている。 補償請求権の額と範囲の審査において、管財人の確定した結果を用いることが可能(判例)。 取戻権の存否などについて判断の難しい法的問題については、裁判所の見解が出るまで判断を保留することが可能(モデル手続)。 EdWhは、補償を行うことにより顧客に代位し、債権の届出を行い、債権者委員会に出席することがある。 	<ul style="list-style-type: none"> FSCSは補償対象顧客から補償額を超える分も含めて債権の全額を譲り受け、債権者として倒産手続きに参加する。したがって、顧客が倒産手続きに参加する必要がない。 倒産手続の結果、補償額を超えた分についてFSCSが配当を受けた場合には、これを顧客に返還する(5. ⑨参照)。
(15) 補償機関に対する顧客の異議申し立て	<ul style="list-style-type: none"> 特別な制度はない 民事訴訟の提起は可能 	<ul style="list-style-type: none"> 補償プロセスに入るようSIPCを訴えることができるのはSECのみ 	<ul style="list-style-type: none"> 異議申立が可能(⑫)(4)参照 	<ul style="list-style-type: none"> 民事訴訟の提起が可能(投資者補償法3条4項) 	<ul style="list-style-type: none"> 第一義的にはFSCS内部(Customer Escalation TeamのComplaints Officer)が審査。 申立内容が補償の有無、補償額に関するものについては手続制度なし。 申立内容が請求の対象方法やサービスに関するものであれば、FSCS内の独立した調査官による審査が行われる。ただし、FSCSの判断の正確性については審査しない。
7. 補償実績					

	日本	アメリカ	フランス	ドイツ	イギリス
(1) 破綻件数	<ul style="list-style-type: none"> 2000年：1件（南証券） 2012年：1件（丸大証券） 	<ul style="list-style-type: none"> 事前賞付を行ったのは329件 	<ul style="list-style-type: none"> 2010年：1社（EGP社） ※ 2013年、Dubus社に対し、赤字補てんのためにFGDRから資金提供が行われた（補償事案ではない）。 	<ul style="list-style-type: none"> 業者数21件（1998年以降。以下同じ。） 	
(2) 補償金の支払件数	<ul style="list-style-type: none"> 2000年：1,363件（南証券関連、ただし、ハイイールドボンドに関する損害賠償請求訴訟敗訴分47件を除く。） 2012年：634件（丸大証券関連） 	<ul style="list-style-type: none"> 顧客数77万3000人 	<ul style="list-style-type: none"> 2011年：151件（EGP社関連。イタリア支店の顧客） 	<ul style="list-style-type: none"> 顧客数34,100件（うち、フェニックス事件だけで30,000件） 	
(3) 補償の総額	<ul style="list-style-type: none"> 2000年：約35億円（当初補償額は約59億、その後、債権の一部を回収） 2012年：約1億7,200万円 	<ul style="list-style-type: none"> 事前賞付金は26億ドル（約2860億円/1ドル110円で計算） 1376億ドルの資産返還（そのうち、約1,366億ドルは債権者の資金から、10億ドルがSIPC基金から拠出されている。） 	<ul style="list-style-type: none"> 840万ユーロ（約10億5,780万円/1ユーロ123円で計算） （顧客の損失合計額は3,970万ユーロ/約48億8,300万円） 	<ul style="list-style-type: none"> 2億8,200万ユーロ（約346億8,600万円/1ユーロ123円で計算） （うち、フェニックス事件だけで2億6,000万ユーロ。なお、この2億6000万ユーロは連邦政府が賞与） 	<ul style="list-style-type: none"> 2016/17年度：総額約£3億7526万（上位三つは、一般的な保険供給業者(SB01)£1億5403万、生命保険および年金仲介業者(SC02)£1億477万、投資仲介業者(SD02)£8233万） 2017/18年度：総額約£4億4497万（上位三つは、生命保険および年金仲介業者(SC02)£1億5553万、一般的な保険供給業者(SB01)£1億3632万、投資仲介業者(SD02)£1億2945万） 上記金額は、損害の回復（業者からの支払い）および会費で賄われた。具体的には、2016/17年度（総額約£3億7526万）について、損害の回復から£1億3036万、会費から£2億4490万、2017/18年度（総額約£4億4497万）については、損害の回復から£3014万、会費から£1483万である。