

顧客資産の保護手段として現在の「寄託証券補償基金」を証券取引法上の認可法人「投資家保護基金」に改組することが決まったようである。日本版ビッグバンでは証券業への登録制導入により新規参入が見込まれる反面、競争激化により証券会社の破綻も予想される。証券会社が破綻した場合の顧客資産の保護手段として、アメリカではS.I.A.C (Securities Investor Protection Corp. 証券投資家保護会社)、イギリスではI.C.S (Investors Compensation Scheme 投資家補償計画)があるが、これらと比べて我が国の現行の「寄託証券補償基金」にはいくつかの問題点が指摘されてきた(後述)。

証券会社と顧客との関係は(今は禁止されている一任運用業務を除けば)具体的にはブローカーと顧客との関係になるが、ブローカーは顧客の資産を預かることはあっても銀行や保険会社と違ってこれを運用しているわけではない。にもかかわらず銀行の預金保険機構と類似の機構を必要とするのは、第一に、預かり金、売却したはまだ顧客に手渡していない売却代金、証券会社名義になっている株券(信用取引買付けによる担保株券や証拠金代用有価証券など)のように一見して業者の資産と顧客の資産が区別できず、証券会社破綻に際して顧客が直ちに取戻権を行使できるか不分明な場合があるからである。このため、投資家保護、証券市場の信頼性の観点から、業者破綻に対して速やかに顧客が自己の資産を取戻し得るようにし、全額を取戻し得ない場合の補償制度を作る必要がでてくる。

そこで以下では、英米のS.I.P.C、I.C.Sの概要を紹介し、あわせて我が国における問題点を整理してみたい。

## 1 アメリカのS.I.P.C (証券投資家保護会社)

### (1) バックオフィス危機と破産法

S.I.P.Cは一九七〇年「証券投資者保護法」に基づき設立された非営利法人である。その機能は、証券会社の経営が破綻した場合等において顧客が当該証券会社に預けてある資産を取戻すことができなかつた時に、五〇万ドルを上限に(うち現金は一〇万ドルまで)S.I.P.Cが補償し、立て替え払いするのである。これによって業者破綻においても投資家保護を図ろうというわけである。

この時期に立法によってS.I.P.Cを設立した理由としては、①六〇年代末の時代背景(いわゆる「バックオフィス危機」)、②破産法との関連、の二点をあげることができる。六〇年代後半、株式ブームが到来して受け渡し・決済が遅延することが度々生じた。このため多くの証券会社が後方事務(バック・オフィス)に多大の設備投資を行ったのであるが、この固定費が負担となつて証券会社の倒産が見られるようになったのである。<sup>1)</sup>

第二に、証券会社倒産の多発とともに、破産法との関連から顧客資産の保護に不備が生じていることの認識が高まった。連邦破産法は一九三八年の改正(六〇条e項の新設)により、証券会社の破産における顧客の取戻権について特別の規定をおいている。その場合の顧客の権利は次の三つに分けられる。①現物の客(Cash Customer)が自分の物と特定できる財産は完全に保護される。②現物の客だが自分の財産と特定できない場合、信用取引の客(Margin Customer)で債務を上回る純財産を持つ場合には、①の客が先取した残り(この財産は単一の分離された財団を構成する)に対して比例(ラプラタ)的に配分される、③上記のやり方によつても

取り戻せない財産ならびに金銭的債権（買付けのための現金、売却代金、証拠金勘定におけるFree Credit Balance）は一般債権者と同等に扱われる。

翻って、バックオフィス危機は、それまで取引所ごとに区々であった清算事務や取引所会員業者間にとどまっていた口座振替決済を統一化、全国化させる契機となり、七〇年代初頭には清算機関であるNSCC（全国証券精算会社、National Securities Clearing Corp.）と預託・口座振替機関であるDTC（Depository Trust Company）が成立する。このDTCでは参加業者（および一部の銀行、機関投資家等）の口座名で証券は一括混蔵保管され、まさに特定の顧客の物とは分別されない状態におかれる。またアメリカでは保護預りにおいて一括分別方式（bulk segregation）が利用される場合にはstreet nameが利用され、証券会社名義になっている。そのことへの対処も問題であった。要するに破産法の規定を修正しなければ混蔵寄託される顧客資産の保護は不十分となり、DTCは一般投資家によって忌避される恐れがあった。<sup>(2)</sup>

## (2) 一九七〇年証券投資家保護法による解決

上記の問題は一九七〇年証券投資家保護法<sup>(3)</sup>（Securities Investor Protection Act of 1970）により次のような解決が図られた。SIP法によって設立されたSIPCは、ある証券会社の財産状態が困難だと分かれば（これは当該業者の直接の監督機関であるSECや自主規制機関から通知される）、裁判所に保護判決（本法により規定された顧客保護の必要があることを判示する判決）の申請を出すことができ、これが認められると破産法とは別にSIP法に基づき清算手続きを行うことができる（同法五条）。

## 【顧客資産の保護】

ところで業者資産を清算するときに問題となるのが顧客資産との区別である。七〇年SIP法は、顧客の財産とは保管のため、売却のため、また購入の結果として、担保として業者が預かっている証券ならびに売却の結果あるいは購入のために業者に預託されている現金をさす（一六条一）と定義し、現金はもちろんだとえ証券会社名義あるいは証券会社名義のDTC口座に保管されている証券であっても顧客資産であることを明定する。そして清算手続に際しては先取特権または質権を控除した残余財産はこのように規定された顧客財産と業者自身の一般財産とに分割される（六条d）。

なお、破産法においても「明確に識別される財産」は完全に保護されるが、SIP法は、たとえ現金や証券会社名義の証券であっても、顧客のために割り当てられているとか物理的に別にしてある場合には「明確に識別される財産」と規定し、これらは顧客が一般債権者に先立って取戻権を有する財産とした。

具体的には①Street-nameの保護預り証券、DTCの証券会社口座名で保有されている証券等は、業者の記録から顧客のために保有されかつ個々の顧客の持ち分の特定が確認されれば「明確に識別される財産」としたのである。②次に全顧客資産から現物顧客に帰属する「明確に識別される財産」を控除した残余は「単一分離基金」を構成する。一方、業者から信用を受けているマージン取引の顧客等は業者の清算手続き届け出日時点での債権と債務を相殺した上で純財産を計算し、上記の「単一分離基金」にたいして比例的分配請求権を有し、これも先取特権がある。③なお、顧客の預り金については、special reserve bank account<sup>(4)</sup>として業者自身の銀行口座とは区別された口座を設け、預り金に相当する準備金を保持すべきとされており、まさに預り金についても「明確に識別された財産」に含まれる。

## 【SIPC基金の役割】

上記の財産は顧客側に取戻権があるので速やかに返還されなければならないが、取戻すことのできない財産があれば、その超過額についてSIPCは顧客あたり五〇万ドル（うち現金は一〇万ドル）までを管財人に前貸し、管財人はこれで顧客への支払いに応じる（九条）。これがSIPCによる補償といわれる内容である。<sup>(5)</sup>このほかSIPCは清算手続き届け出時点においてまだ履行されていない取引の結了の為にも管財人に前貸しする。

このためSIPCはすべての登録ブローカー・ディーラーを強制的に会員とし（三条a—ii）、彼らから会費を徴収して独自の基金を設立しなければならない。会費は当該会員の証券関連総収入の2/16%（八九年以降は3/16%に引き上げ、最低一五〇ドル）とされ、このほか基金には一定の借入枠も設定され、常に一定額以上の残高を維持する事になっている。なお、資産は国債等の安全な資産で運用されなければならない（四条）。

なお、SIPCの実績については、設立以来二六六年間で二六五件の保護判決により顧客資産の保護手続きを進めたとのことである。<sup>(7)</sup>

(5)

## 2 イギリスのICS（投資家補償計画）

### (1) 八六年金融サービス法とICS

イギリスのICSは八六年金融サービス法（五四条）にもとづき一九八八年に設立された非常利法人である。ICSの目的はアメリカの場合と同様であるが、金融サービス法に盛り込まれたものにはそれなりの理由がある。金融サービス法は業者の不正行為に対して契約無効と同時に個人投資家に損害賠償にかかる訴訟権を認めた。したがって、同法は業者の経営破綻はもちろん不公正取引による損害賠償金の支払いが行えない<sup>(8)</sup>場合に対する備えも

必要となったのである。

### (2) ICSの機能と自主規制団体

ICSは顧客自身の訴えやその業者を監督している自主規制団体からの通知により調査を開始し、当該業者からの資産の取戻しが不可能と判明した段階で「デフォルト」を宣言する。イギリスでは金融サービス法五四条により顧客の資金は分別されて信託勘定におかれる（held on trust）こと、また株式の決済も名義書換が一般的であること<sup>(9)</sup>等により、顧客資産と業者資産の区別はアメリカほど困難ではない。ICSは顧客資産の取り戻しが不可能となったとき、最初の三万ポンドまでは全額、次の二万ポンドまでは九〇%、合計四万八千ポンドまで補償する。補償対象は株、ユニットトラスト、先物・オプション、個人年金、長期保険契約など金融サービス法にいう「投資物件」である。

(6)

その補償金は当該業者に対する顧客の財産権を代位したものであるから、これを回収すべくまず当該業者自身からの取り立てにつとめるが、それで足りない場合には当該業者が属する自主規制機関に対して課徴金（Levy）を課すことによりカバーされる。このため各自主規制機関は加盟業者からの会費徴収によって独自の基金をもたねばならない。

### (3) ICSの実績<sup>(10)</sup>

ICSは八八年八月設立以来九七年七月末までの九年間で累計三〇九業者にデフォルト宣言を出し補償の対象となった顧客は一万人以上、補償支出額一一七百万ポンド（約二四〇億円）にのぼっている。最近の補償支出額

## ICSの補償支払額とLevy

(単位：千ポンド、社)

年 度	補償支払額	デフォルト業者	課徴金小計	うちPIA	うちSFA	うちIMRO
94年4月～95年3月	15.800	52	16.629	15.859	664	107
95年4月～96年3月	25.500	71	14.442	10.463	2.502	1.476
96年4月～97年3月	11.100	46	33.125	32.911	214	0

(注) PIA (Personal Investment Authority、個人投資委員会)、SFA (Securities and Futures Authority、証券先物委員会)、IMRO (Investment Management Regulatory Organization、投資管理規制団体)

(出所) ICS, Annual Report, various issues.

と各自主規制機関への課徴金は次表のようである。課徴金は年度始めに今年度の補償見積額が算出され、これにICSの管理コストや前年度までの実際の補償額との差額が調整金として加算される。従って年度ごとの補償額と課徴金とは一致しない。また補償支払いは分割して行われるため数年前の事由によるものが持ち越されているケースが多い。

なお九三年度(九四年三月末)までは各自主規制機関の基金相互の間で内部拠出(Cross Contribution)の慣行があったが、九四年度以降内部拠出の規定は無くなり、各基金は毎年一億ポンドまで自前で資金残高を調達・維持しておくべきこととなった。もともと、九七年一〇月からの規制監督当局の統合(SIBのFSAへの改組)により補償基金の統合も行われる見通しである。

ちなみに米国と比べると補償支払いの事由にはそれぞれ特徴が見られる。米国では業者経営破綻によるものが多いが、英国では投資物件の不正販売(説明義務違反、不実アドバイス)への対処という色彩が強い。たとえば課徴金はPIAがもつとも多いが、これは個人年金やHome Income Planと呼ばれる特殊な投資物件の販売がPIAの会員業者に多かったからに他ならない。<sup>(12)</sup>

## 3 日本の寄託証券補償基金

最後に、日本の実状についてみよう。まず日本の破産法は八七条で「一般の取戻権」

を規定しており破産者に属さない財産は一般債権者より優先して取り戻すことができる。保護預り証券は業者が他に流用でもない限り(すれば刑法二五三条業務上横領に当たる)、取り戻せる。買い付けたがまだ顧客の手にかけていない証券も同様である。しかし、預り金、売却代金、信用取引委託保証金等の現金ならびに信用取引買い付け証券には取戻権がなく一般債権者と同様に業者の資産の処分代金からの分配を待つことになる。

日本にはアメリカのspecial reserve bank accountやイギリスの信託分離勘定のように顧客資金を分別管理する規定がない。証券会社のバランスシートの現金・預金、短期貸付金(コールローン)の合計が負債側の預り金、募集等受入金、受人保証金など顧客の資金を上回るように当局の指導があるだけである。今回、寄託証券補償基金の改組と同時に、顧客資金の分別管理に関する規定が証券取引法に導入されることに決まったのも当然のことである。

一方、現行の寄託証券補償基金は証券会社破綻時に顧客に返還できない資産の補償に充てるためのものであるが、補償金額は証券会社一社あたり二〇億円であり、補償支払いの対象、金額が妥当とはいえない。しかもこの基金は任意の財団法人であり、加入が任意、基金への拠出も寄付金扱いであり課税対象となっている。今回の改正により、寄託証券補償基金は証券法上の法人と規定され、全証券会社の強制加入となった。また補償支払いの対象は顧客に限定し、モラルハザードを防ぐため補償額に一定の上限を課すこととされている。証券会社破綻時における投資家保護は米英の水準に近づいたといえよう。

注

(一) この間の事情については佐賀卓雄「アメリカの証券業」東洋経済新報社、一九九一年を参照。

- (2) 以上については竹内昭夫「証券会社と顧客との関係」(ロス・矢沢監修「アメリカと日」の証券取引法)「商事法務研究会、一九七一年、下巻に所収」を参照した。
- (3) 同法は七八年に大幅な改正が行われた。この翻訳は日本証券経済研究所「外国証券関係法令集、アメリカIV」に納められている(七〇年旧法の翻訳は一九七六年、改正後の改訂版は一九九二年発行)。なお、同法成立とともに連邦破産法六〇条e項もこれにあわせて七〇年に改正されている。以下は断り無き限り七八年改正法による。
- (4) 七〇年に三四年証券取引所法一五条c—iiiを改正し、これに基づきSEC規則一五c—iiiが導入され、預り金の分別管理が行われるようになった。
- (5) ただし、SECに登録されていないリミテッドパートナーシップや金・銀その他の商品先物などは対象とされない。なお補償額は当初は五万ドル(うち現金二万ドル)であったが、七八年には一〇万ドル(同四万ドル)、八〇年から現行の額に引き上げられた。
- (6) 借入枠にはFRBを中心とする数行からなる共同融資団、および財務省からの借入枠がある。
- (7) *Crain's Cleveland Business*, October 13, 1997.
- (8) 業者の不実アドバイザー(Bad Advise)や落ち度のある投資管理(poor investment management)のため損を出し苦情処理手続きに従って補償を請求しても、業者が自主廃業で逃げようとした場合等のケースがこれにあたる。
- (9) 九六年末から稼働しているクレスト(Crest)は業者や名義書換機関、決済銀行等との間での売買情報伝達のネットワークであり、DTCのように口座振替機関ではなく、本券を混蔵保管していない。それ以前のタリスマンは業者間で譲渡証書のやりとりで名義書換が行われていた。

(10) 以下はICS' Annual Report, 1996。

- (11) PIAはFIMBRAとLAUTROが統合してなったものでユニットトラストのような集合投資計画、年金、保険の販売業者の規制監督当局である。
- (12) (1) 八〇年代後半に年金の民営化に絡んで戦域年金から個人年金への乗り換えが進んだが、年齢や職歴によっては乗り換えは明らかに不利になるケースもあったのに、販売奨励金に目がくらんだ個人年金の販売人が適合性の原則を無視して押し込み販売をした結果、損害賠償を求める大規模な民事訴訟に発展、この賠償支払いに耐えられない零細業者が破綻しICSが補償したケースである。(2) Home Income Planとは主として老人向けに八〇年代後半売り出された一種のエクイティ商品である。仕組みは、投資家のもつ住居をモーゲージ担保にして建築組合より借り入れ、その資金で株式市場にリンクした債券を購入するというもので、低金利かつ株式市況高騰の折りは利払い後かなりのインカムが残るといふれこみであったが、市況が逆転し不動産市況も低迷するとモーゲージ価値が反落、老人は住居を失うという悲劇になる。ICSは累計で二五〇〇人に五千万ポンドの補償金を支払ったが、この補償額は第一義的にはこれに関与した者の中から弁済させるべきとの方針であり、建築組合もこれに関与したとの観点から訴訟を起こしている。九六年六月にはChetenham & Gloucesterとの間で和解(投資家三一九人に七五〇万ポンドを一括補填)が成立している。