

## わが国における投資者保護基金制度

——米国との比較から見えてくること

萬 澤 陽 子

### I. はじめに

先日、韓国の弁護士と米国の弁護士と昼食を一緒にする機会があり、その際、証券会社の破たん法制の話になった。日本では、証券会社が破たんした際、日本投資者保護基金が顧客の保護を行うことになっていると言ったら、彼らの国では異なることのであった。まず、韓国にはそのような制度がない（より正確には、かつてはあったが、現在はそのうちの一部のみが保護される仕組みに

なっている）と言う。また、米国では、わが国のように投資者保護基金に相当する機関は存在するが、同機関は証券会社の破たん処理（例えば、現在ならリーマンブラザーズ証券会社（Lehman Brothers Inc.）の清算（liquidation））の中心的役割を担い、それに関する多くの訴訟の当事者になっているという。わが国の投資者保護基金に相当する機関が、ある国では存在せず、別の国ではわが国とは異なった方法で活動している——このことは、わが国における投資者保護基金が、そもそもどのような意義を有し、どのような役割を

担っているのかについて、改めて考える機会を提供しているように思われる。そこで、本稿では、わが国における投資者保護基金制度について、米国と比較しながら検討してみたいと思う。

## II. わが国における投資者保護基金制度

金融商品取引法（以下、金商法）は、証券会社の破たんの際して投資者の保護を図り、もって証券取引に対する信頼性を維持するために、投資者保護基金という制度を設けている（六〇にも及ぶ条文（金商法七九条の二〇から七九条の八〇）で、投資者保護基金の設立から、会員、管理、業務、負担金、監督及び解散などに関して詳細に規定されている）。

具体的には、投資者保護基金は、金融商品取引

業者としての登録を取り消された、又はその業の廃止をした、あるいは破産手続開始等の申立てを行った等の証券会社について、その顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難であるとの認定を行った場合、当該業者の一般顧客による請求の届出に関する公告を行い、当該一般顧客の請求に基づいて、当該証券会社の一般顧客が同社に対して有する債権のうち、「顧客資産」について、破綻した証券会社に代わって、一〇〇〇万円を上限に補償をする。この資金は、会員である証券会社が負担することとされており、証券会社は投資者保護基金に加入することが強制されていることから、「日本投資者保護基金」（一九九八年一二月一日設立）が唯一の投資者保護基金である現在においては、すべての証券会社は同基金に加入し、その資金を負担しなければならないことになっている。

同基金の補償例は、これまでに二件存在する。

一つは二〇〇〇年の南証券の事例、もう一つは二〇一二年の丸大証券の事例である。両社ともに、分別管理されるべき顧客の資産を運転資金に流用するなどして、顧客分別金信託として信託すべき金額の不足が生じていた状況で、南証券は金融監督庁による破産申立てがなされ、丸大証券は金融商品取引業者としての登録を取消され、同社が自己破産申請したことを受けて、投資者保護基金の補償が行われた。補償額は、南証券の事例では約三五億円（当時は一〇〇〇万円という上限が設けられていなかった）、丸大証券の事例では約一億七〇〇〇万円であった。

基金の補償の対象となるためには「顧客資産」である必要があり、「顧客資産」とは、有価証券関連に係る取引等に関して一般顧客の計算に属する金銭・有価証券、当該業者が一般顧客から預

託を受けた金銭・有価証券とされている（金商法七九条の二〇第三項）。証券会社は、こういった顧客から預託を受けた金銭・有価証券を自己の固有財産と分別して管理し、証券会社としての業を行わないこととなった場合に顧客に返還すべき一定額を信託すること等が求められており、当該義務が適切に履行されていれば、証券会社が破たんしても顧客資産は顧客に返還できるはずである。

しかし、何らかの理由により（投資者保護基金のウェブサイトが挙げている例としては、証券会社が信託すべき金額について、その差替えが法令上一週間に一回行えばよいことから最大一週間分の計算上のタイムラグが生じる場合など）、顧客に返還すべき金額に足りなくなる状況があり、その際に、補償が行われるとされている。また、上記の二つの事例のように、分別管理が適切になされていないなかった場合にも、補償が行われる。

ただ、分別管理が適切になされていなかった場合に、どこまで補償対象となるか（顧客資産と解積されるか）は、それほど明確ではない。これについて、南証券の破たんを巡って争われたことがある。すなわち、南証券が募集した、A、B、C社を発行会社とする社債の引受けの申込み買付代金を支払った者Xが、同証券会社の破産申立てがなされ、投資者保護基金が南証券による顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難であるとの認定を行ったことを受け、補償金の支払いを請求したところ、投資者保護基金が請求を拒んだため提訴したのである。この背景には、本件の社債発行会社が、南証券の詐欺的投資勧誘を行うためのペーパー・カンパニーであり（南証券の当時の社長は、詐欺的投資の勧誘を過去にも行っていた者で、投資者の信用を得るために南証券を買収し、本件社債に関する詐欺的投資勧誘を行ったとされ

ている）、本件各社債の払込期日が経過しても本件預託金が南証券から本件各社債発行会社へ移動していないなどの事情があった。当時、基金の補償対象となる「顧客資産」に該当するためには、Xらの払込金が、「証券業に係る取引」に関して「証券会社が一般顧客から預託を受けた金銭」（証券取引法七九条の二〇第三項二号）といえる必要があったところ、Xらは、A、B、C社と南証券との間の各社債募集取扱契約は不成立又は無効であり、Xらの支払った社債買付代金は「証券会社が一般顧客から預託を受けた金銭」であること、および南証券とXらの間の取引は事実として存在することなどから「証券業に係る取引」に当たると主張した。

札幌地裁及び札幌高裁は、A、B、C社と南証券との間の本件各社債募集取扱契約が実体的なない、不成立または無効なものとするなら、それを

前提とする南証券とXらの間の取引は「証券業に係る取引」に当たらないなどと述べて、原告の請求を棄却した。

これに対して、最高裁判所は、本件各社債発行者会社と南証券との間の本件各社債募集取扱契約が不成立又は無効であったとしても、そのことから当然に南証券とXらの間の取引が「証券業に係る取引」の該当性を有しないことにはならないとして、補償対象債権の支払によって投資者の保護、ひいては証券取引に対する信頼性の維持を図るという、基金が設けられた趣旨等にかんがみると、「証券業に係る取引」には、本件のような、証券会社が証券業に係る取引の実体を有しないのに、同取引のように仮装して行った取引も含まれると解するのが相当であると述べ（ただし、当該証券会社と取引をする者が、取引の際、上記仮装の事実を知っていたか、あるいは知らなかったことに

つき重大な過失があるときには、「証券業に係る取引」の該当性が否定されるとされた）、札幌高裁へ差し戻した。差戻控訴審では、本件社債取引が南証券によって証券業に係る取引のように仮装されたものであるが、そのことをXらが知らなかったことにつき重大な過失はなかったとして、Xらの請求を認容した。

このように、取引が実体のない仮装のものであっても、その事実を顧客が知らないで（または知らないことに重過失なく）証券会社に預託した金銭については、基金の補償対象となる「顧客資産」に該当するとされた。もともと、これについては、分別保管義務を補完することが基金の主な目的であることから、証券会社が会社ぐるみで投資者を騙した場合に投資者の救済を図ろうとすることに疑問が残るとの立場（近藤Ⅱ吉原Ⅱ黒沼『金融商品取引法入門「第三版」』四八八頁）や、

投資者保護基金制度は顧客資産の分別保管制度と緊密な関係にあるものとして創設されたことから、分別保管を観念しがたい詐欺的行為についての被害者を救済するための制度ではないとの立場（川口恭弘・私法判例リマックス二〇〇八（下）九一頁）など有力な批判がなされている。

### Ⅲ．米国における投資者保護基金制度

米国においては、わが国の投資者保護基金に相当する機関として、SIPC (Securities Investor Protection Corporation、以下SIPC) が存在する。しかし、その活動や役割、およびその補償対象の解釈について、わが国と異なる点多い。以下、検討する。

#### (1) その中心にある役割

SIPC制度については、（日本における金融商品取引法に相当する）米国の証券取引を規制する主要な法である証券法や証券取引所法ではなく、証券投資者保護法 (Securities Investor Protection Act、以下SIPA) によって規定されている。同法には一六の条文があり、その中には、日本の証券会社に相当するブローカー・ディーラー（以下、証券業者という）が（一定の例外を除いて）SIPCに加入しなければならぬことや、SIPCは会員の当該証券業者から集められた資金で運営されることなど、わが国の投資者保護基金と類似するものもあるが、条文のタイトルを見ただけで、わが国と大きく異なる制度かもしれないことに、すぐ気付くはずである。それは、同法の条文の中心が、（冒頭の米国の弁護士との会話にもあったように）証券業者の破たん

処理手続における顧客の保護に関するものになっているということがある。すなわち、多くの判例で述べられているように、SIPAの目的とは、証券業者の破たん又は経営的不安定から生ずる損失から顧客を保護すること、あるいは、破たんした業者に預託していた金銭や有価証券が紛失していた、あるいはその取戻しに長つたらしい破産手続きを経なければならぬといった顧客を保護し、投資者の信頼を回復することであり、同法によって設立されたSPICも、当然その業務が中心になる。

では、SIPAの考えている顧客の保護とは、どのようなものであろうか。これについて、SIPAは明快な答えを用意している。それは、可及的速やかに、顧客名義の有価証券を当該顧客に返還すること、および顧客資産（顧客口座に預託されていた金銭又は有価証券）を分配し、（事前又

は同時に）顧客の純持分（net equity）の請求を満たすことである。すなわち、SIPA上の「顧客」とされた者には、現存する顧客資産が比例的に分配され、それで足りない部分については、SPIC基金から、有価証券の場合は五〇万ドル、金銭の場合は二五万ドルを上限に資金を融通されることによって、当該証券業者の一般債権者より有利な地位で、厚い保護を受けられるようになっているのである。

## (2) 証券業者の破たん処理の具体的手続

ここで、具体的な証券業者の破たん処理手続について、簡単に見ておく。まず、手続きは、SPICが合衆国地方裁判所に保護判決書（protective decree）発行の申請をすることによって開始され、当該裁判所が保護判決書を発行したら、当該業者の破たん処理（清算手続き）における受託

者 (trustee) を選任することが要求される。清算手続きとは、当該証券業者に支払ってもらおうべき金銭があればそれを取り立て、支払うべきでなかった金銭があればそれを取り戻し、返還すべき金銭・有価証券があればそれを返還するなどの手続であり、それを中心的に行う役割を担うのが受託者ということである。受託者が選任されたら、当該受託者は、当該証券業者の清算手続きの開始について、新聞による公告および個別の通知をしなければならず、それを受けて返還の請求をする顧客はその旨申し出なければならぬ。なお、当該合衆国裁判所は、すべての清算手続きを破産裁判所 (bankruptcy court) に移送することが求められており、その後の手続は、証券業者以外の一般的な破産手続きと同じ裁判所で行われることになる。

### (3) 補償対象となる「顧客」に関する解釈

わが国では、前述のように、補償のためには、投資者の債権が「顧客資産」に該当する必要があるが、米国では、補償を請求する者 (claimant, 以下、請求者) が「顧客」 (customer) に該当することが求められる。米国における「顧客」とは、「証券業者としての通常の業務の過程において (in the ordinary course of its business) … 債務者 (debtor) [筆者注：破たんした証券業者のこと] を指す、以下同様」) によって受領、取得または保管された証券を基礎に請求権を有する者」又は「保護預かりを目的に、若しくは売却するために、…あるいは譲渡を有効なものにするために…証券口座で、債務者によって受領、取得または保管された証券を基礎に請求権を有する者」とされている (15 U.S.C. § 78III (2) (A))。

しかし、制定法上の文言に該当すれば必ず「顧



客」と解釈されるかという点、そうではない。米国は、判例法主義を採っているため、判例法の発展とも整合性を保つ形で、事案を判断するからである。実際、「顧客」の解釈についても、裁判所は、「顧客」の持つ意味の特殊性を強調し、その該当性の判断について、ときに制定法には書かれていない要件を課したり、あるいは書かれている要件を不要としたり、さらには制定法の文言とは矛盾する解釈さえしてきたのである。以下では、米国の裁判所における「顧客」に関する解釈について、特徴と思われる点を取り上げる。

① 「顧客」の範囲——狭く解されるべき、との立場

「顧客」の範囲は狭く解されるべき、という点とは、裁判所が一貫して取ってきた立場である。これは、SIPCによる手続は破たんした証券業

者のすべての債権者を保護するものではない、あるいは、証券業者に口座を有する（一般的な意味での）顧客であったとしても請求権の基礎のある金銭や有価証券に関して「顧客」と言えなければ補償は受けられない、という表現でも、たびたび判決で述べられている。

② 「顧客」の範囲に関する制定法の改正

裁判所が制定法上の「顧客」の範囲を狭く解した結果、制定法の改正につながったことさえある。以前の「顧客」の定義には、「その者から債務者に証券を貸すことによつて」(by way of loans of securities by such persons to the debtor) 債務者が証券を受領、取得および保管したことを基礎に請求権を有する者、と言う文言が含まれていたが、一九七八年改正で削除された。それは、「証券業者に証券を貸していた」のに、「顧客」該

当性が否定された第二巡回区合衆国控訴裁判所の二つの判例がきっかけであったとされている。その二つの判例とは、SEC v. F. O. Baroff Co. 判決と SIPC v. Executive Securities Corp. 判決である。

SEC v. F. O. Baroff Co. 判決において、第二巡回区合衆国控訴裁判所は、債務者に有価証券を貸した者について、顧客該当性を次のように述べて否定した。

請求者は、制定法の定義に文言上は含まれる。しかし、それで補償を受けるのに十分で決定的といえるのだろうか。ハンド裁判官〔筆者注：第二巡回区合衆国控訴裁判所の著名な裁判官（一九二四—一九五二）〕は、明白な立法目的に照らして、文言上あまりに狭い、あるいはあまりに広いと思われる言葉の罫に囚われることのないよう、明快に説き勧めていた。

立法資料からは、SIPCの主要な目的が、証券業者が破たんした場合に投資者を保護することであることがわかる。本件の請求者は、投資や取引と関係なく証券を貸した者であり、請求者と当該証券業者との間には、証券業者と顧客の間に存在する信認関係〔筆者注：当事者の一方が、もう一方からの信頼を受け、その者の利益を念頭において行動、助言しなければならぬという関係であり、当該関係が存在する当事者間では、信頼をする方の保護が図られるように法が発展してきた〕の要素がない。それは、せいぜい通常の債権債務関係である。よって、顧客該当性は否定される。

もう一つの SIPC v. Executive Securities Corp. 判決は、Baroff 判決で述べられた、証券業者と顧客の間には信認関係の要素が必要という要件をそのまま引用して、破たんした証券業者に証

券を貸した者の取引顧客該当性を否定した。

これを受けて、議会は、「『顧客』」の定義は、債務者と一種の信認関係に立つ者のみを含むべきであり、それが一般的に顧客を特徴づける。最近の判例法が、同定義について、『証券業者として事業を通常行う過程で』受領した証券のみが、顧客の請求の基礎となるとの立場を取っている。「ことに鑑み、現在の定義から証券を貸す者を削除すべきとして、「顧客」の定義を改正したのである。

### ③ 「顧客」該当性に関する要件

#### (i) 裁判所が重視してきたもの

では、実際裁判所は、SIPAのもと請求者が「顧客」に当たるか否かについて、どのような基準で判断してきたのであろうか。もちろん裁判所は、制定法上の定義を無視したわけではなく、常に参照し、その文言は「顧客」該当性の判断基準

の中心にあった。ただし、制定法上の定義に含められている全ての要件を満たしているかを審査することで、「顧客」該当性を判断することはしてこなかったと思われる。むしろ、裁判所は、その一部のキーワードを取り出すことで、基準を打ち立てていたように思われる。

具体的には、当該証券業者が、証券業者としての通常の業務の過程において (in the ordinary course of its business)、証券を受領した、取得したまたは保管したこと (15 U. S. C. § 7811 (2) (A))、または、請求者が、証券を購入する目的で (for the purpose of purchasing securities) 当該証券業者に金銭を預託したこと (同(2)(B)) などの制定法上の定義の文言が用いられ、次のような基準が使われてきたように思われる。すなわち、請求者が当該証券業者に金銭または有価証券を預託 (entrust) していたか、そのうち金銭の

預託なら「証券を購入する目的」であったか、そして当該金銭の預託は「証券業者としての通常の業務の過程」といえるものであったか、などである。

また、前出の *Baroff* 判決で述べられていたように、債務者である証券業者と請求者の間に信託関係またはそれに準ずる関係があったか否かということが、「顧客」該当性の要件として課せられることもあった。判例法上、証券業者と顧客はそういう関係に立つとされてきたからである。

このように、裁判所は、「証券市場における取引」が目的の「金銭・有価証券の預託」、当該預託の「証券業者としての通常の業務の過程」性、「信託関係」に準ずる関係の存在などを、「顧客」であるか否かを決めるうえで、重要な要素として考慮してきたと思われる。

(ii) 具体的事例——In re Old Naples Sec. Inc.,  
223 F.3d 1296(11th Cir. 2000).

ここでは、具体的事例をめぐって、どのようなことが議論されてきたのかについて検討する。取り上げる判決は、Old Naples 証券会社（以下、ON証券）の破たん処理を巡るものである。事実の概要は、以下のとおりである。

AはON証券を買収した者で、かつ同証券のプレジデントであり、ON証券を使ってPonziスキームを用いた詐欺を行っていた「筆者注」Ponziスキームとは、典型的には、投資者に対する高いリターンを他の投資者からの投資資金をまわすことで実現するものである。請求者は、そのスキームに投資し損害を被った者である。SIPAのもと選任された受託者は、請求者が当該証券業者ではない以外の者に送金していたことなどから顧客該当性を否定したが、合衆国破産裁判所

はそれを破棄して顧客該当性を肯定した。そこで受託者とSIPCが上訴し、合衆国地裁は破産裁判所の判断を維持したため、受託者とSIPCが上訴したのが本件である。

第一一巡回区合衆国控訴裁判所は、以下のよう  
に、三つの要件——請求者はON証券に金銭を預託していたか、その預託は「証券を購入する目的」であったか、その預託はON証券にとって「通常の業務の過程」であったか——について検討し、顧客該当性を肯定した。

まず一つ目の要件である、ON証券に金銭を預託していたかを満たすために必要なのは、証券業者が請求者の財産を実際に受領、取得または占有したことである。よって、請求者が当該証券業者以外の者に小切手を振り出したとしても、それだけで顧客該当性は否定されない。もっとも、当該証券業者が受領、取得また

は占有したといえるためには、金銭・有価証券を預託した相手が当該証券会社の代理人として行動していたことが必要である。その者個人と行っていた場合には補償の対象にならないし、また当該証券業者を迂回して（直接）投資した場合にも補償は受けられない。他方、証券業者を通じて投資しようとしたが、その業者の役員に騙された場合には補償される。本件でAは債務者の代理人として行っていた。よって、一つ目の要件は満たされる。

二つ目の、その預託は「証券を購入する目的」であったかという要件について、本件で請求者が、社債を購入する目的で預託したと言えるなら満たされるが、Aが社債を自分の名義で購入し利益を投資者間で分配する、SECに未登録の「投資スキーム」に参加する、またはAに融資する目的と解されるなら満たされない。本件は、前者といえ、この要件は満たされる。請求者は、Aが請求者の名義で社債を購入するこ

とを信じていた十分な証拠が存在するからである。たとえ、請求者が、購入する社債を特定していなくても保護されることは、他の判決で述べられている。ただ、請求者が、当該金銭について、証券市場に投資することの最も漠然とした指示以上の指示をすることは必要である。また、「投資スキーム」への参加が疑われるのにそれを意図的に無視しては、この要件を満たさないことになる。

三つ目の、当該預託はON証券にとって「通常の業務の過程」だったかの要件について、本件でこの要件を満たすことは不要と考える。なぜなら、本件では金銭の預託が問題となっており、条文上、この要件を満たすことは要求されていないからである。ある条文では要求され、同じ法律の他の条文では要求されていないとき、意図的にそうしているという推定が働くのである。また、伝統的な意味での「証券を購入する目的」をもって金銭が預託されていたか否か、さらに信

認関係の要素がある取引か否かが審査されるのだから、「通常の業務の過程」か否かを判断しなくても十分である。

### (iii) 具体的事案の検討

このように、第一一巡回区合衆国控訴裁判所は、請求者について、社債を自分名義で購入するために金銭を債務者に預託したとして、顧客該当性を認めた。すなわち、一つ目の要件については、本件の請求者のように当該証券業者以外の者に送金したとしても、証券業者が——請求者を担当した役員が当該証券業者の代理人として——請求者の財産を実際に受領、取得または占有したといえるなら、満たされるとした。二つ目の要件については、請求者が、社債を自分名義で購入することを請求者が合理的に信じており、かつ、非常に漠然とした指示以上の指示を業者にし、また

(保護の対象にならない)「投資スキーム」への参

加を意図的に無視していなければ、たとえ購入する社債を証券業者に特定していなくても満たされるところとした。三つ目の要件の、「通常の業務の過程

(in the ordinary course of its business)」要件は、

前述のとおり、制定法上の文言に由来するものである(15 U.S.C. § 78III(2)(A))。この要件は、金銭の預託については条文中要求されていないこと(同(2)(B))、また他の基準——伝統的な意味での証券の購入を目的とした金銭の預託であったか、信認関係の要素がある取引か——で判断すれば十分であることから、満たされる必要がないとした。

このように、SIPAの補償対象となる「顧客」の該当性は、制定法上の定義が存在し、それに一定の敬意が払われながらも、判例法上(先例と整合する形で)の基準が発展し、それで解釈さ

れることになったのである。

#### IV. わが国における投資者保護基

金制度——米国との比較から見えてくること)

これまで見てきたように、米国における投資者保護基金制度は、制定法上も判例法上も、その任務の中心を、証券業者の破たん処理手続きにおいて顧客を保護することに置いていた。そこで保護される「顧客」に該当するためには、制定法上の要件または判例法上発展してきた要件である、「証券市場における取引」が目的の「金銭・有価証券の預託」、当該預託の「証券業者としての通常の業務の過程」性、「信認関係」に準ずる関係の存在などを満たすことが要求され、実際は、多くの事案で、証券業者(またはその役員である

ブローカー)による詐欺(Ponziスキーム)で損害を被った者でこれらの要件を満たした請求者が「顧客」として認められてきた。この背後ある信念が、ある判決で次のように述べられている——「証券業者を」信頼した顧客が、軽率な、倫理的でない又は不誠実な証券業者を選んでしまったことから不利な地位に置かれるべきではない。「SIPA」の目的は、素人で証券取引に参加する者が、証券業者を誤って選択してしまったときに保護を受けられるよう、保証することである。」(In re Gibraltar, Inc., 53 B. R. 324, 329 (Bankr. F. D. Cal. 1985))。すなわち、米国で考えられている「顧客の保護」とは、そのような「証券業者」を信頼した「素人で証券取引に参加する者」に、可及的速やかに、当該証券会社に預託した有価証券または金銭を返還または補償することなのである。

これに対して、わが国では、投資者保護基金制度を通じて、どのような「投資者の保護」(金商法七九条の二一)が図られるべきと考えられているのだろうか。同基金が補償した事例がまだ二つしかなく、補償対象となる「顧客資産」(金商法(証取法)七九条の二〇第三項)の該当性について解釈が示されたのは一件(前述の南証券の破たんを巡る判決)のみであり、議論が十分なされていないとは言い難い状況であるところ、検討されるべき課題は多いように思われる。

【参考文献】

本文中に掲げたもののほか

○ 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、二〇一三年)。

○ Hazen, Thomas Lee [2009], *The Law of Securities Regulation* (6th ed.) §14. 24, West Publishing.