

投資者保護基金の25年 —証券会社の破綻処理：回顧と展望—

大久保 良 夫

はじめに

日本投資者保護基金が1998年12月に設立されて以来、既に四半世紀が経過した。本稿では、この機会に設立に至る経緯や発足以来の経験を振り返るとともに、今後の課題を展望してみたい。以下の記述は筆者個人の理解に基づくものであり、また、意見にわたる部分は筆者自身のものである。理解の不足や誤り、あるいはご意見等があればご指摘を戴ければ幸甚である。

1. 証券会社の破綻処理と投資者保護基金制度

およそ、金融機関の破綻処理は通常の倒産処理には馴染まない。利用者（債権者）が極めて多数である。また、倒産により決済システムへの影響が生じ連鎖が広がるおそれ大きい。さらに、同種の業務を行っている機関に対する投資家の疑念や風評が生じて混乱が拡大していくおそれがある。その様な特性もあり、銀行などの預金受入機関や保険会社については、預金保険制度の整備などを通じて円滑な破綻処理が進められるための制度が整備されてきた。

証券会社の破綻も金融機関として同様の問題を生じるが、銀行等や保険会社の場合とは違う独特の課題もある。第一に、多くの証券会社は顧客資産を保護預かりしており、破綻処理に際しては、会社自体の破綻処理だけでなく、会社の破産財団に含まれるべきでない顧客資産の返還という二面的な処理が必要である。証券会社が保護預かりしている顧客資産は会社財産ではなく、顧客は破綻会社から自己の資産を取り戻す必要がある。第二に、証券会社と顧客との関係は、信用取引といった相互に貸借を伴う取引などを行っている場合などがあり、顧客毎に個別的で複雑であるという側面がある。第三に、顧客から預かった有価証券などの資産評価が市場の変動により大きく影響を受けやすく、証券会社が破綻した場合には、顧客資産の返還を迅速に行う必要がある。

このような点を考慮し、顧客資産を保護預かりする証券会社¹⁾に対しては、破綻時に顧客資産が円滑に返還されるように、顧客資産の分別管理義務が課されている。投資者保護基金

制度は、破綻会社が顧客資産の分別管理を適切に行っておらず顧客資産を返還できなかった場合に一定限度で一般顧客に補償を行う制度である。投資者保護基金制度という投資者保護とは証券会社が果たしている保護預かり機能（custody function）を補強するものであり、証券会社の顧客資産分別管理義務を補完するものとして構成されている。証券会社の顧客資産を保護預かりしている機能が損なわれた場合には、証券会社に対する信認が揺らぐばかりではなく、証券市場全般に対する信認が著しく毀損されると考えられ、それを極力防止するのが投資者保護の最も重要な要素であり、それがこの制度の目的なのである。投資者保護という概念は広範なものであるが、この制度は証券会社の不適切な説明による顧客の損失などの不正行為全般について補償を行うものではない。そうした行為による被害の救済は、裁判外紛争解決手続（我が国の場合にはFINMACによるあっせん等）、不法行為等に基づく訴訟、あるいは倒産手続により処理されるものである。これは諸外国の投資者保護基金制度の基本的考え方と同様である。

その様な基本的な仕組みに加え、2008年のリーマン・ブラザーズ証券の破綻などに象徴される世界的な金融危機を契機に、国際的にも「大きすぎて潰せない（too big to fail）」巨大かつ複雑な金融機関（証券会社を含む）に対する破綻処理制度については国際的な議論も進展し、我が国でもこれに対応した制度整備がなされている。以下、こうした動きにも言及しつつ、我が国の投資者保護基金制度の四半世紀を振り返ってみたい。

2. 投資者保護基金制度の導入まで

我が国において、投資者保護基金が法律に基づく組織として発足したのは1998年12月であるが、それ以前には、1968年に証券業界が設立した「寄託証券補償基金」が、現在の投資者保護基金とほぼ同様の機能を果たしていた。すなわち、証券会社が破綻し顧客資産が返還できないときにはこの基金が補償することになっていた。

「寄託証券補償基金」が設立された背景には、1960年代半ばからの証券不況で一部の証券会社に破綻や不祥事が生じ、その後、証券会社に免許制が導入される（1968年）など証券取引に対する信頼を確保する制度整備の必要が一層大きく意識されていたこと、預金保険制度導入の動き（1971年に発足）があったことなどがあるが、直接的には、証券会社の保護預かり業務が制度化され、全ての証券会社が保護預かりを行えるようになったことが契機となったと考えられ、その役割が基金の名称に明確に反映されている。この基金は民法上の任意組合として発足したが（当初出資総額は1.65億円）、翌1969年には資本市場振興財団からの助

1) 証券取引法が2006年に改正され、金融商品取引法（以下「金商法」と略記する）となった以降は、「証券会社」という名称は使われず、「有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者」が法令上は正確な表現となるが、本稿では、便宜的で分かりやすい「証券会社」という用語を使用することにする。この用語の持つ実務的課題については、「6. 課題と展望」を参照のこと。

成（5億円）を得て財団法人となり、その事務は日本証券業協会連合会（1973年に地区の協会が統合され日本証券業協会となる）が担った。この基金は、証券会社の出捐（合計約156億円）のほか資本市場振興財団からの助成（合計17.5億円）と運用益でまかなわれ、1994年には目標の300億円を達したので、その後は拠出が中止され、1997年3月末には352億円の資産総額を有するに至った。

寄託証券補償基金が補償を行う場合、破綻会社の顧客毎に限度が設けられているのではなく、破綻会社単位で一社あたり20億円（当初は5,000万円であったが、その後引き上げられた）という限度が設けられていた。ただし、この基金は1968年に発足後、1997年5月に至るまでの約30年間、一度も発動されていない。それは、必ずしもこの間に証券会社の破綻がなかったことを意味する訳ではない。例えば1980年には高木貞証券が不適切な経営で経営困難に陥り免許取消処分を受けている。また経営困難に陥った証券会社が合併や買収により救済された場合もあったことも推測される。1968年の免許制導入以降、監督当局の「免許を与えた以上、破綻はさせない」といった強い監督姿勢も背景にあったと思われる。

しかしながら、1997年になって、この基金の発動を余儀なくされた証券会社の破綻が相次ぐことになった。その状況は、図表1のとおりである。

図表1 寄託証券補償基金が発動された証券会社の破綻事案

年月	証券会社	破綻処理	寄託証券補償基金の補償
(1968年8月)			(寄託証券補償基金設立)
1997年5月	小川証券（大阪）	自主廃業	17.6億円（最終負担額15.6億円）
1997年10月	越後証券（新潟）	自主廃業	20.0億円（最終負担額19.9億円）
1997年11月	三洋証券（東京）	会社更生の申立	361.0億円（最終負担額287.7億円）
1997年11月	山一証券（東京）	自主廃業	日銀特融
1997年12月	丸荘証券（東京）	自己破産申立	101.2億円（最終負担額72.2億円）
1998年8月	中村証券（岡山）	自己破産申立	0.2億円（最終負担額0.2億円）
1998年11月	山吉証券（東京）	自己破産申立	9.4億円（最終負担額3.2億円）
1998年11月	共済証券（愛知）	自主廃業	0.3億円（最終負担額0円）

※最終負担額＝補償額－債権回収額

1997年から1998年にかけて、日本では資産バブルが崩壊し金融危機が深刻化する一方、アジア通貨危機が勃発するなど多難な課題が山積していた。当時は、こうした課題に対処するため政府や日本銀行はもちろん、国会も含め様々な対応が集中的に行われた時期であった。この時期に金融市場等に関連する主な動きを概観したものが図表2である。

図表2 1997年から1998年にかけての金融・証券市場関連の主な動き

年月	主な出来事
1997年 4月	日産生命破綻。
6月	改正日銀法, 金融監督庁設置法成立。
7月	タイ・バーツ暴落, アジア通貨危機発生。
11月	三洋証券・会社更生申立。北海道拓殖銀行破綻。山一証券・自主廃業。東洋シテイ銀行破綻。
12月	行政改革会議・省庁再編最終報告。WTO 金融サービス合意。
1998年 1月	東京地検・大蔵省検査局職員を逮捕。三塚蔵相辞任。
2月	金融機能安定化緊急措置法成立。
3月	大手21行に資本注入決定。東京地検・大蔵省証券局職員, 日銀職員を逮捕。松下日銀総裁辞任。
4月	改正日銀法施行。
6月	金融システム改革法成立。金融監督庁が発足。
7～9月	参議院選で自民党大敗, 小渕内閣発足(宮沢蔵相)(6月)。ロシア通貨危機(8月)。LTCM 破綻(9月)。
10月	金融再生法, 早期健全化法成立。
11月	長期信用銀行の一時国有化決定。
12月	日本債券信用銀行の一時国有化決定。金融システム改革法施行。

西野智彦『平成金融史』等を基に筆者作成。

1997年の証券会社の破綻事例のうち、最も重要でよく知られているものは三洋証券と山一証券の破綻である。三洋証券はバブル崩壊で連続赤字を計上する一方、巨額の不良債権を抱える系列子会社に債務保証をしていたことから経営が急激に悪化し、監督当局は合併等による救済策を模索したが上手く行かず、結局、会社更生手続により処理されることとなった。当時の状況取材したジャーナリスト西野智彦氏によれば、当時の大蔵省幹部が大手証券に三洋証券の救済を働きかけたが、同証券は三洋証券に出資するより同額を寄託証券補償基金に拠出した方が良いと述べたという²⁾。これは、証券業界において、証券会社の破綻に際しては、護送船団的な解決を採るよりも、セーフティーネットを整備した透明な対応の方が望ましい、との考え方が潮流になってきたことを反映したものと考えられるが、逆にいえば、投資者保護基金のような破綻処理のための有効なセーフティーネットが整備されなければ、健全会社に救済を要請する行政手法以外に投資者保護を図る方法がなかったとも言えよう。

三洋証券は同年11月3日に会社更生法による更生手続開始を申し立て、それにより処理さ

2) 西野智彦『平成金融史』(中公新書, 2019年) p.112。

れることとなる³⁾。上場証券会社に会社更生法が適用されたのは本件が初めてである。当初の検討段階では、会社更生法を適用すると資産保全命令が出され顧客資産返却が進まなくなるおそれがあるとの見地から同法の適用は難しいのではないかと考えられていた模様であるが、寄託証券補償基金に顧客資産相当額を肩代わりさせるという案が裁判所にも認められたために可能となった⁴⁾。寄託証券補償基金の補償は一社20億円までという限度があったが、同基金は、借入れも含む特例処理を行うことで対応し、当初は約361億円、債権回収額を考慮すると約288億円の支援を行った。なお、三洋証券は破綻直前の資金困難に対し無担保コール市場やレポ市場から資金調達をしていたが、会社更生法適用によりこれがデフォルトし、金融市場における疑心暗鬼が一気に高まり、北海道拓殖銀行などの破綻を早め、日本の金融危機を一段と深刻化させたと言われている⁵⁾。

山一証券の場合は、巨額の簿外債務が判明したため経営危機に陥ったが、債務超過ではないという前提で、自主廃業という形で処理された。日本銀行は、同社が内外市場において広範な業務展開を行い、多数の顧客を擁していること等を勘案し、市場からの円滑な撤退を支援するため、同年11月24日に、日銀法25条に基づき同証券に直接資金供給を行った（いわゆる日銀特融⁶⁾）。同日の松下日銀総裁の談話では、「顧客資産の円滑な返還、内外の既約定取引の決済、海外業務からの撤退等に必要な資金を供給する」としており、顧客資産の円滑な返還を第一に掲げていることは注目される。なお、同総裁談話では、「政府においても（中略）寄託証券補償基金制度の法制化、及び同基金の財務基盤の充実や機能の強化等を図り、十全の処理体制を整備すべく適切に対処したいとしている」ことに言及している。また、三塚大蔵大臣も、同日の談話で、「本件について寄託証券補償基金の発動は現在予定されていないが、本件の最終処理も含め、証券会社の破綻処理のあり方に関しては、寄託証券補償基金制度の法制化、同基金の財務基盤の充実、機能の強化等を図り、十全の処理体制を整備すべく適切に対処したい。」とし、「あらゆる証券会社を通じ、顧客資産の大宗を占める保護預り有

3) 翌12月20日に破産手続に移行され、1999年12月28日に破産宣告を受け、2009年3月25日に破産手続終結の決定がなされている。

4) 西野智彦、前掲書 pp.114～115。

5) 日本銀行副総裁を務めた中曾宏氏は、「日銀は、証券会社である三洋証券は、銀行のような預金取扱機関とは異なり、資金決済機能を担っていなかったため、破綻しても金融システム全体を揺るがす問題（システミックリスク）が生じることはない」と判断していたが、すぐにこれがインターバンク市場に大きな影響を与え、既存の概念を覆したことを回顧し、2008年にはリーマン処理に当たった米国当局に対し、この経験を伝え、証券会社の清算処理による国際金融市場安定に与える甚大な影響を説いた旨を記述している（『最後の防衛線—危機と日本銀行』（日経BP）pp.66-70、pp.279-281等）。白川方明元日本銀行総裁も、三洋証券の破綻は金額的には決して大きくなかったが、そのインパクトは凄まじく、「90年代の日本の金融危機で最も決定的な瞬間は何かと問われれば、私はこの三洋証券のデフォルトだと答えるだろう。2007年以降のグローバル金融危機で言えば、定性的にはリーマン破綻に対応する出来事であった。」と回顧している（『中央銀行—セントラルバンカーの経験した39年』（東洋経済新報社）p.97、p.273等）。

6) 山一証券の破綻については多数の文献があるが、西野智彦氏の前掲書の他、草野厚『山一証券の破綻と危機管理』（朝日選書、1998年）が特に詳しい。

価証券は分別管理されており、証券会社の経営状況の如何にかかわらず保全され、返還されるものであることを、改めて投資家の皆様に申し上げたい。分別管理についても、今後、一層の改善を図り、万全を期して参る所存である。」と述べ、基金制度との関連で分別管理の重要性を強調している。同社は、撤退処理の過程で、結局、債務超過となり、日銀特融残高(約1,184億円)のうち、顧客資産の返還に充てられた金額に相当する部分(約19億円)については、寄託証券補償基金から業務および債権・債務を継承した日本投資者保護基金が負担した(2004年11月)。

政府は「寄託証券補償基金制度の法制化」を指向していたが、その検討は1996年12月に当時の橋本龍太郎総理が指示した「日本版金融ビッグバン」に係る法制化作業の一環として、証券取引審議会の「市場仲介者ワーキング・パーティー(WP)」で行われた。同WPは、1997年5月に報告書をまとめ、その中に顧客資産の分別管理の徹底と基金制度の拡充、モラルハザードの防止を含んだ提言が盛り込まれた。この提言のほか「日本版金融ビッグバン」の諸措置を盛り込んだ「金融システム改革法」は1998年3月に国会に提出され、同年6月に成立した。この法律には、投資者保護基金制度の導入と顧客資産分別管理義務の法制化のほか、証券会社の免許制から登録制への移行、証券会社の自己資本比率規制の導入、株式売買委託手数料の自由化、取引所集中義務の撤廃、私的取引システムの導入、投資法人制度の導入、有価証券デリバティブ取引の法的位置付けの明確化など、今日の日本の資本市場の基礎となりグローバルな市場と整合的となるような多数の施策が含まれていた。なお、保険会社の破綻処理を円滑にするための保険契約者保護機構の導入も、同法に盛り込まれた措置の一つである。

3. 制度の概要と投資者保護基金の発足

投資者保護基金制度の概要は次の通りである。

投資者保護基金の法律上の位置付けは、金融商品取引法(発足当時は証券取引法)上の認可法人であり民間組織である。監督官庁は金融庁及び財務省であり、役員は総会において選任されるが両官庁の認可が必要である。また、補償を行うか否かの認定をする際に理事長が諮問する機関として、有識者で構成する運営審議会が設けられており、その委員は監督官庁の認可を受けて理事長が任命することとされている。

補償手続の概要は、次のとおりである。

- (1) 証券会社について、破産等の申立があった場合や監督官庁による登録取消処分等を受けた場合には、当該会社は「通知金融商品取引業者」に該当することとなる。
- (2) 理事長は、投資者保護に欠けるおそれがないことが明らかである場合を除き、通知金融商品取引業者について補償を要するか否かを運営審議会に諮問し、顧客資産の分別管理状況を踏まえ、当該業者において円滑な弁済が困難であることから補償を行う

ことが必要と認められた場合は、理事会においてその旨の認定を行う。

- (3) 新聞や官報に補償を行う旨及び補償を受けるために必要な事項について公告を行う。
- (4) 一般顧客から基金に対し補償請求の届出がなされる。
- (5) 補償請求届出の内容を確認した後、基金による補償金の支払が行われる。補償額の上限（1,000万円）を超過する被害額については、基金が顧客ごとに顧客表を作成し、破産債権として裁判所に届け出る（金融機関等の更正手続に関する特例法（以下「更正特例法」）による業務）。破産手続終了後、最終的に配当があれば、破産管財人から届出顧客に対し配当が支払われる。

基金の費用は会員によって賄われ、会員は新規会員になる場合の会員加入金のほか、一般管理業務を行うための会費（以上は「一般勘定」で管理される）と補償業務を行うために必要な「負担金」（「投資者保護資金勘定」で管理される）とを負担するが、後者については、2002年以降はその残高が基金の業務規程において「投資者保護資金に係る業務に要する費用の予想額に照らして十分な額」と規定される500億円を上回っているため、新規に加入する会員を除き現在は徴収されていない。また、基金は、必要な場合には、監督両官庁の認可を得て金融機関から800億円までの借入を行うことができる。

なお、発足当時には、2001年3月までの特例措置として、補償の限度額は設けず、また、一定の場合に日本銀行から借入れをすることができ、政府は基金の借入れについて債務保証をすることができるとの規定が盛り込まれていた。これは、1998年当時の状況に鑑み、証券会社や証券市場の信認を確保したい、との政府の強い意志を反映したものと考えられる。

以上のような法制度の整備に伴い、「日本投資者保護基金」（以下「基金」という場合、原則として日本投資者保護基金を指す）は、寄託証券補償基金から業務及び債権・債務を継承し、1998年12月1日に発足した。ただし、法律上は、投資者保護基金が一つであることは想定されておらず、同日には外資系証券会社を中心に、別途「証券投資者保護基金」（いわゆる「第二基金」）が発足した。これに先立つ1998年8月に、日本証券業協会（以下、「日証協」と略する。）は「投資者保護基金設立準備会」を発足させ、議論を開始し、当初は外資系証券会社も参加していたが、基金の発足が同年12月1日なのに対し、分別管理制度は翌年4月1日からの適用とされたことから、外資系証券会社は、基金の負担が増加することへの懸念を持ち始め、法施行時に合わせた分別管理制度の実施、外部監査の実施を要請した。しかし、この要請が容れられなかったためこの準備会から離脱し、46社で「証券投資者保護基金」が設立された。その定款には「2001年3月末までに、日本投資者保護基金と統合することについて検討する」との規定も盛り込まれ、2002年7月1日に両基金は統合している。

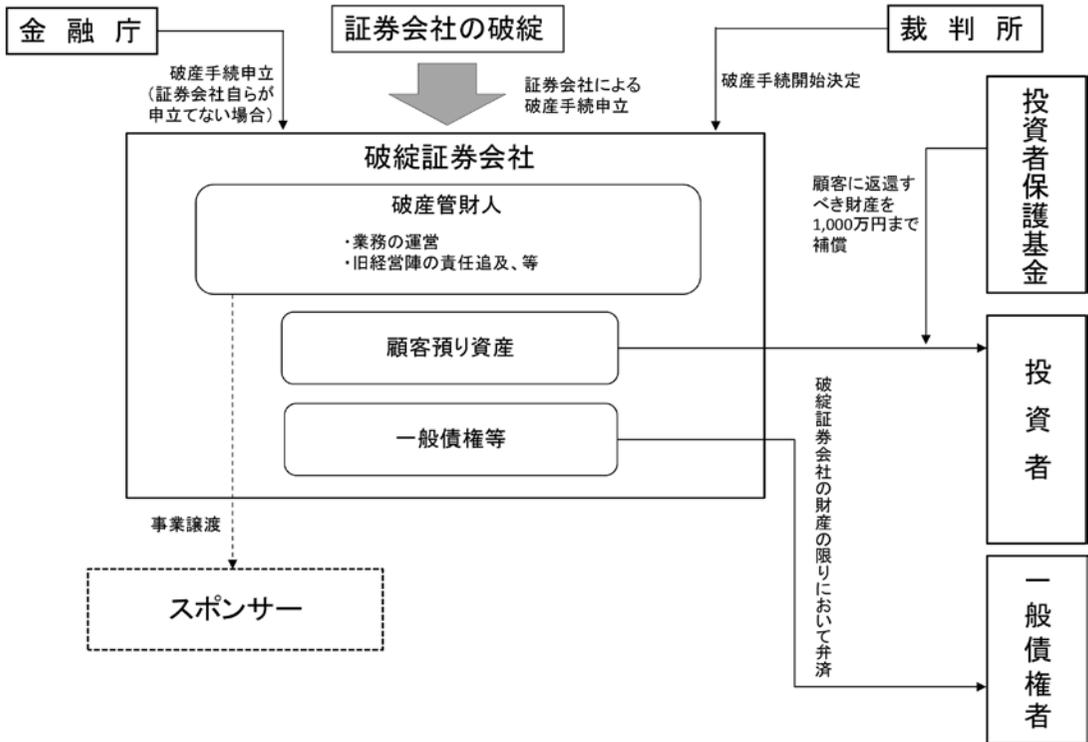
日本投資者保護基金の会員は、2024年12月末現在262社である。日本投資者保護基金の「投資者保護資金」規模は、発足時の1998年度には約332億円であり、これは（1）寄託証券補償基金からの承継財産（約91億円）、（2）証券関係諸団体からの拠出金（計200億円。日証

協20億円，資本市場振興財団70億円，日本共同証券財団50億円，公社債引受協会60億円，一部は2002年までの拠出約束），（3）会員負担金（42億円弱），（4）運用益（1億円弱）であった。当初3年間は会員から負担金を年40億円超徴収していた。2000年には補償案件（南証券）があり約33億円を支出したが，2002年度の「証券投資者保護基金」との統合により，業務規程において「十分な額」と規定している500億円を達成すると見込まれたことから，以降「負担金」については徴収されておらず，新規加入時に限り一律400万円を徴収している。2023年度末の投資者保護資金残高は，約585億円であり，諸規定に従い，国債，地方債等に運用されている。「一般資金」の会費収入は約1.4億円（2023年度）である。

投資者保護基金制度と一対をなす顧客資産分別管理規制についても概要を述べておきたい。この規制は，まず，（1）顧客から預かった有価証券と金銭とを分け，有価証券については，自己の固有財産である有価証券と明確に区分することを義務付けている。次に，金銭については，（2）証券会社は，証券業を行わないこととなった場合に顧客に返還すべき額に相当する金銭を分別して管理することを目的として，国内において，信託会社等に信託しなければならない（「顧客分別金信託」）。具体的には，証券会社は信託必要額を毎日計算するとともに週一回以上の計算基準日を設け，計算基準日から3営業日以内に基準日に算出した額以上の額を顧客分別金信託に信託しなければならないとされている。（3）証券会社が，破産し，あるいは登録取消等を受け，「通知金融商品取引業者」となった場合，基金が受益者である投資家の代理として指図権を専属で一括行使する。この規則により，分別金信託に資金が規則通り積んであれば，原則として，証券会社の破綻時に基金が受益者代理人として確実に金銭を顧客に返還することとなる。（4）信用取引等を行っている顧客については，差し入れる委託保証金・証拠金が分別管理の対象となる。保証金等として代用有価証券を差し入れている場合も多く，その場合は当該有価証券の評価額を顧客分別金信託に預入する必要がある。ただし，業者が証券金融会社との調達取引を行っている場合にはその必要はない。（5）信用買いで評価益が出ている場合，その部分については，分別金信託には預入する必要はない。外国の制度によっては「顧客資産」という場合，「証券」「現金」のほか「顧客のポジション」（net position）も入りうる場合があり，建玉の評価益はそれに当たると考えられるが，信用取引の売買による評価損益は預かり資産ではなく顧客と証券会社との債権債務関係であり，一般債権者と同様，破産処理上は相殺される。（6）この規制は法令に明記され罰則が設けられている（2年以下の懲役，300万円以下の罰金または併科。法人処罰の両罰規定もあり，3億円以下の罰金）。（7）証券会社の場合，分別管理については監査法人等による外部監査を受けなければならないが，日証協の自主規制規則により監査報告書の公表が義務付けられている。多くの証券会社は，この監査報告書を自社のホームページで公表している。

もう一度証券会社の破綻処理スキームを整理し，単純化して図示すると図表3のようになる。

図表3 破産手続による証券会社の破産処理スキーム



金融庁作成資料 (https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/ginkou_wg/siryou/20120910/02.pdf) より。

証券会社が経営破綻した場合、会社自身又は債権者あるいは金融庁が破産の申立を行い、手続開始決定と同時に破産管財人が裁判所から任命され、会社財産の処理に当たる。(一般の会社債権者も破産の申立ができるが⁷⁾、通常は債務超過等の判断や申立に必要な疎明は容易でないと考えられる。)破綻処理は、基本的に裁判所と管財人の判断で行われることとなり、基金は、前述したとおり、その場合に顧客資産が適切に分別管理されていたかを踏まえ、補償をするかどうかを判断する、というのが基本的な仕組みである。顧客資産が適切に分別管理されていれば、基金が補償を行うことはない。その場合、有価証券は顧客に返還され(振替制度により管理されている株式等や外国証券など本邦内で券面管理されていないものは他の会社の口座に移管され、他社移管が困難なものは売却等により換金の上で返還)、金銭は顧客分別金信託の中から基金が受益者を代表して信託受益権を行使して返還することとなる。基金は、補償を行った場合には、その支払に係る補償対象債権を取得する⁸⁾。

基金が補償するのは、破綻会社が顧客資産を適切に分別管理しなかったために毀損してし

7) 平成20年(2008年)に取次母店が破産申立てを行った例がある(USS証券、後述、図表4参照)。債権者による破産申し立てのケースはこの1件だけと見られる。

8) 金商法79条の57第4項。

まった顧客資産に対する代償請求債権であり、一般顧客一人につき1,000万円まで、という限度がある。顧客の請求権がそれを超える債権については、基金が顧客表を作成し、顧客の縦覧に供した上、裁判所に提出する。それにより、個々の顧客は破産法上の債権届出があったとみなされる⁹⁾。この部分についての顧客の請求権は破綻会社の一般債権者と同等に扱われ、優先的な取扱いはない。基金が補償により顧客から取得した部分についても同様である。

4. 基金発足以降の主な証券会社の破綻事例

投資者保護基金制度が発足以降の主な証券会社の破綻事例は、図表4のとおりである。

図表4 1998年以降の主な証券会社の破綻等

年月	証券会社	通知金商業者となった理由	基金の補償	備考
1999年12月	クレスバール証券	自己破産申立	(第二基金) なし。	
2000年3月	南証券(群馬)	当局による破産申立	58.9億円(最終負担34.6億円)	※1
2008年3月	USS証券(東京)	母店会社による破産申立	なし	
2008年6月	日本ファースト証券(東京)	当局による破産申立	なし	※2
2008年6月	日本エステート証券(大阪)	登録取消	なし	
2008年9月	リーマン・ブラザーズ証券	業務停止命令, 国内資産保全命令, 民事再生申立, 解散	なし	
2009年12月	タイコム証券(大阪)	自己破産申立	なし	
2010年5月	アヴァロン湘南証券(東京)	金商業廃止, 同社取締役による破産申立	なし	
2011年8月	新東京シティ証券(東京)	登録取消	なし	※3
2012年3月	丸大証券(東京)	登録取消, 自己破産申立	1.7億円	※4
2012年4月	MFグローバルFXA証券	自主廃業(2011年7月米国親会社の破綻時に業務改善命令, 国内資産保全命令)	なし	
2012年6月	ITM証券(東京)	登録取消, 自己破産申立	なし	
2016年1月	アーツ証券(東京)	登録取消, 自己破産申立	なし	

(※1) 法施行当初は補償額上限なし。2001年4月から1,000万円。

(※2) 一般事業会社として存続。

(※3) 法人登記は存続しているが実態はない。

(※4) 財務局・日証協・基金が分別管理違反で刑事告発。

9) 更生特例法(520条, 522条)による。破産手続のほか, 会社更生手続(411条, 412条), 民事再生手続(480条, 481条)についても同様の規定が設けられている。

これらの事案の多くの場合には自己または会社関係者により破産申立が行われているが、南証券の事案と日本ファースト証券の事案では、更生特例法により、当局が破産申立を行っている。また、日本エステート証券と新東京シティ証券の場合には当局により登録取消処分が行われている。これらの事例のうち、殆どの場合、顧客資産の分別管理には問題がなく、投資者保護基金からの補償は発動されなかったが、2000年の南証券の事例、2012年の丸大証券の事例では、基金からの補償が行われている。これらの二事例について、やや詳しく見ると、次の通りである。

（１） 南証券事案

南証券は、群馬県前橋市を拠点とする地場証券である。同社札幌支店においてミナミハイイールドボンドの違法な勧誘行為が発覚したため、1998年12月14日に勧誘行為の禁止等を命ずる行政処分が行われた。しかし、その後の検査において同社は違法な募集行為を継続して行っていたことが判明し、1999年2月28日、全店における本件各社債の販売停止等の行政処分が行われた。さらに顧客分別金信託額が不足しているほか同社が債務超過となっていたことから、金融監督庁は、翌年3月6日に更生特例法に基づき破産・財産の保全処分の申立てを行った。ところが、同日夜から7日未明にかけて、社長が事務所に侵入し、保管されていた株券、債券等を持ち出し逃走したため、8日、保全管理人は警視庁に対し告訴状を提出、14日、関東財務局は警視庁に対し南証券を告発する告発状を提出、17日、関東財務局は南証券に対し登録取消の行政処分を行った。その後、社長は別件で逮捕され、懲役11年の有罪判決を受けた。

基金は補償を行う旨の公告を行い、約59億円の補償を1,363名に対して行った。その後の債権回収により、基金の実質負担額は約35億円であった。なお、基金は、当初ミナミハイイールドボンドについては証券業に係る取引の実態を有せず、顧客からの証券や金銭の預かりもないとして補償を行わなかったが、裁判の結果、本件に係る取引は証券業に係る取引に当たるとされ、社債購入顧客全員に対し約2.6億円を追加的に支払った¹⁰⁾。

（２） 丸大証券事案

丸大証券は、東京都中央区に本拠を置く証券会社（1995年まで群馬県桐生市を拠点とする地場証券）である。2012年、当局の検査で、会計帳簿を粉飾、顧客分別金信託必要額を過少計上し、本来の必要額との差額を自社の運転資金に充当していたことが発覚したため、3月13日、登録取消処分が行われ業務停止命令が発出された。同社の場合、当局による破産申し

10) 基金に対し補償を求めた訴訟は、このほか「レセプト債」を巡るアーツ証券の顧客からのものがあるが、本件では同社の説明義務違反はあるものの分別管理義務違反はないとして基金が勝訴した（2016年1月提訴、2023年10月終結）。

立てが行われなかったことから、基金から同社に対し自己破産の申立てを慫慂し、同社は3月14日、裁判所に対し自己破産を申し立てた。基金と日証協は監査を実施し、有価証券については適切に分別管理されていたことが確認されたが、顧客分別金信託における必要額は約3億円であるのに対し、実際には約1億円程度しかないと確認した。その後、基金、日証協及び関東財務局は連名で、主犯の社長と経理担当取締役を顧客資産分別義務違反として刑事告発し、社長は懲役1年2月、執行猶予3年、経理担当取締役は懲役1年、執行猶予3年の有罪判決を受けた。

基金は補償を行う旨の公告を行い、約1.7億円の補償を635名に対して行った。

これらの事案ではいずれも破産手続が取られており、破産管財人が破綻処理に当たっている。破産法の建前を厳密に解すれば、破産管財人は会社債権者の債権回収と債権者に対する会社の残余財産の配当を任務としており、顧客資産の返還の任務を負っているわけではない。当然ながら、倒産法上、顧客資産は会社財産には含まれず、顧客には会社財産から取り戻す権利が認められており、争いがあれば、顧客が管財人に対して権利を行使し、裁判所の許可を要するのが建前であり¹¹⁾、顧客資産が会社財産に混同されているような場合には、会社財産の最大限の回復を目指す破産管財人と顧客利益との相反が生じうる関係にある。しかしながら、証券会社の破綻に際して、実務的には、管財人の業務執行の範囲で顧客財産の認定や返還に協力するのが通例であり、これまで管財人と顧客との間で齟齬や争いが生じた事例はない。

しかしながら、例えば、丸大証券のような事案の場合、仮に自己破産の申立てが行われず破産管財人の管理下に置かれていなければ、顧客資産の会社財産への流用が継続したり、顧客資産の返還に従事する社員がいなくなってしまうたりして、返還業務が滞る事態に陥る可能性があった。このような経験に鑑み、基金は2014年に、定款及び業務規程を改正し、当局の認可を得て、基金の会員が支払不能又は債務超過の状態であるおそれがあり、かつ当該会員による顧客資産の円滑な返還に支障が生じるおそれがあるときは、当該会員に対し破産手続開始の申立てを行うよう要請することができることを明確にし、そのような会員が、そうした要請を受け、支払不能又は債務超過の状態にある場合には、直ちに破産手続開始の申立てをしなければならないこと、また直ちにその旨を基金に通知することを会員義務に盛り込んだ（ただし、会員が破産手続開始の申立てに代えて、再生手続開始等の申立てを行う場合その他の正当な理由がある場合はこの限りでない。）。また、基金は、会員に対して破産手

11) 破産法62条、64条、78条2項十三号。取戻権を行使するためには、取戻権の対象となる財産が他の財産から識別して特定できること（「特定性」）が必要とされており、一般的には、金銭の場合には「特定性」がないとされている。なお、証券会社破綻時の顧客資産の扱いのあるべき姿について検討した研究論文に、田頭章一「証券会社の破産手続における顧客債権の取扱い—『あるべき顧客資産』による顧客債権の最大の満足の観点から—」（上智法学論集。65. 4. 89-131, 2022年）がある。

続開始の申立てを行うよう要請したものの、当該会員が正当な理由なく破産手続開始の申立て等を行わないときには、金融庁に対し破産手続開始の申立てを行うよう基金が要請することができることとし、その場合、基金は、前項の要請を行った結果、金融庁による破産手続開始の申立てが行われる場合において、当該申立ての対象となる会員の資力、財産の状況その他の事情を考慮して、基金の目的の効率的な達成のために特に必要と認めるとき（業務の遂行に係る費用の抑制が見込まれる場合に限る。）は、当該破産手続に要する費用等を負担することができる、という制度が整備された¹²⁾。これは、基金が、必要な場合には当局と連携して破産申立に伴い必要とされる予納金の確保などを行い、速やかに顧客資産の円滑な返還に資する措置を採りうるよう意図したものであるが、現在まで活用事例はない。

証券会社の業務運営態勢に不備があり、かつ財務上の経営困難に陥っていて登録取消処分を受ける場合、登録取消後も顧客取引を結了する目的の範囲内において「みなし業者」として監督対象にはなるが（金商法56条）、会社が事実上消滅し、経営者や担当職員が不在となってしまう場合等も考えられ、その様な場合に顧客資産の返還に支障が生じないような対応が必要となる。我が国の投資者保護基金制度は、基本的に会社の破綻を事後的に処理することを念頭に置いた仕組みであり、会社の破綻や顧客資産の保全を早期に行う仕組みではなく、監督当局や自主規制機関と連携して極力破綻を防止し、顧客資産を保護していく取組みを補完していくことが要請されている。

5. 国際的な動向と主要国制度の概要

投資者保護基金制度の歴史を世界の動きとの関連で俯瞰したものが図表5である。

図表5 証券会社の破綻処理等の制度の変遷と世界の動向

年	日本	世界
1938年		米国で倒産法に証券会社の破産処理を盛り込む
1968年	寄託証券補償基金設立	
1970年		米国で証券投資者保護法（SIPA）成立 証券投資者保護公社（SIPC）発足
1971年	預金保険機構発足	
1978年		米国で倒産法大改正 証券投資者保護法（SIPA）改正
1992年	証券取引等監視委員会発足	
1996年	日本版金融ビッグバン指示	IOSCO・顧客資産保護の原則を公表

12) 日本投資者保護基金の定款10条の2および業務規程25条の2。

1997年	三洋証券、山一証券破綻（11月）	アジア金融危機。 EU・投資者補償スキーム指令発出
1998年	金融監督庁発足 投資者保護基金発足（2基金）、 顧客資産分別管理の法制化、 監督庁に破産申立権限導入（更生特例法）	EU 各国で投資者保護基金制度発足（1998年～） 米国で LTCM の破綻
2000年	南証券破綻 金融庁発足（金融監督庁を改組）	
2002年	2 投資者保護基金を統合	
2003年	債券のペーパーレス化に伴い加入者保護信託発足	
2006年	証券取引法が金融商品取引法に改編	
2008年		ベア・スターンズ証券破綻（3月） リーマン・ブラザーズ証券破綻（9月）、 G20首脳会議発足
2009年	株券ペーパーレス化開始	EU・新たな金融監督体制を提言
2010年		米国で Dodd-Frank 法成立（秩序ある清算権限（OLA）導入） ユーロ危機本格化 投資者保護基金の国際フォーラム発足 FSB・「金融機関の破綻処理整備についての重要な特性（Key Attributes）」公表
2012年	丸大証券破綻	
2013年	金融システム安定のための秩序ある処理の枠組導入（預金保険法等改正） 倒産申立時の予納金負担制度（基金定款等改正）	IOSCO・顧客資産保護に関する勧告公表
2014年	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発足	FSB・Key Attributes に顧客資産保護に関する追加付属書公表 IOSCO・顧客資産保護に関する勧告実施状況公表
2018年	日証協・分別管理の外部監査に関する規則を改正 基金・SIPC と MOU 締結	
2019年	基金・カナダ投資者保護基金（CIPF）と MOU 締結 研究会・海外現地調査報告公表	
2020年	総合取引所発足	

世界の動きを見ると、投資者保護基金も含む証券会社の破綻処理制度は、投資家の保護という目的に加え、会社の破綻時における顧客資産の返還を迅速化し、市場機能を維持するという目的を重視するようになってきたと思われる。これは預金保険が預金者保護から金融システムの安定を目的とするようになってきたことに類似している。この傾向は、特にリーマン・ブラザーズ証券の破綻などによる世界金融危機以降、特に顕著であると思われる。リーマンショックの後、G20首脳会議等を中心に国際的な金融規制改革が議論され、特にシステミックな金融機関に対する破綻処理制度の整備については、G20首脳会議の下に設けられた金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）が2011年に「金融機関に対する効果的な破綻処理制度の重要な特性（Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 通常、関係者には単に‘Key Attributes’と呼ばれる）が策定され、主要国はそれに沿った制度整備を進めてきている。FSBは2014年に、破綻処理における顧客資産の保全処理について追加的な付属文書（Annex III）を公表している。その要旨は図表6のとおりである。

図表6 FSB『主要な特性（Key Attributes）』における顧客資産保護の考え方（要旨）

4.1. 顧客資産の分別管理等を規律する法的フレームワークは、明確で透明であり金融機関等の破綻処理において執行が確保できうるものでなければならず、破綻処理措置の実効ある実施の妨げになってはならない。

Appendix II Annex 3…顧客資産保護の法的仕組みは各国により異なり（寄託（custody）、信託（trust）、代理（agency））、また「顧客資産」の定義も制度によって異なる。顧客資産の保有は様々な金融サービス活動の過程で生じる（保管、投資・投資仲介、プライマリー・ブローカレッジ、担保提供等）。顧客資産の再担保・再利用等に関する契約上の権利も各国によって異なる。IOSCOは2014年に「顧客資産保護に関する勧告」を公表しており、それに則り、次のような結果を目指すガイドラインを定める。

目的：破綻処理当局・管財人は、破綻会社の事業の継続、他の会社への移管、ブリッジ機関への移管等を通じ、顧客が自己の資産にアクセスできることを確保し、アクセスできないことから生じる悪影響を回避する。

顧客資産の定義：明確に幅広く解釈すべき。現金、金融商品、担保、評価益等。

口座移管の権限：顧客資産返還の代替として活用すべき。第三者にカस्टディーを委ねている場合には契約権限の移転も含み、顧客の同意は不要とすべき。

免責：当局や管財人等は誠実に職務を行っている限り、法的責任からは免責される保護が必要。口座移転処理の後に不服処理のメカニズムも必要。

柔軟性：前払い配当、（一括ではなく）個別の返還、代替資産による返還等を容認すべき。

分別管理：顧客資産が速やかに特定できる分別管理規制、顧客への情報提供等が必要。

再担保・再利用：許容されている場合には、明確な記録保持の義務化、顧客への開示が必要。

保護基金の利用：顧客資産に遺失が生じている場合、それをどう負担するかについて明確なルールが必要であり、それが顧客資産の速やかな返還を妨げてはならない。投資者保護基金等の役割は明確でなければならず、顧客資産の保護を直接の目的としない破綻処理措置を賄うために基金を過度に枯渇させてはならない。

海外機関との連携等：情報交換や協力の仕組みを発展させるべき。

日本でも、1998年の投資者保護基金制度の発足以降、証券取引制度等に大きな変革があった。まず、社債、株券などのペーパーレス化が進み、2003年には、振替機関や証券会社、金融機関等の口座管理機関の誤記載等により口座開設者（加入者）である投資者が損害を被り、かつ、振替機関や口座管理機関がその損害賠償義務を果たすことなく破綻した場合に生じる被害を保護する加入者保護信託制度が発足している。加入者保護信託とは、社債、株式等の振替に関する法律に基づき、振替機関を委託者、信託会社を受託者、補償対象債権を有する加入者を受益者とする信託契約制度であり、受託者は、加入者の請求に基づいて、加入者が振替機関等の誤記載等によって受けた損害に係る債権であって、破産手続等開始時において加入者が口座を開設している機関に対して有する債権（補償対象債権）に相当する金額（上限は政令で定める金額、1加入者あたり1,000万円）を支払うことになっている。証券会社が振替口座簿の誤記載等を回復しないまま破綻した場合には、投資者保護基金の補償に先立ってこの信託による補償がなされることとなっている。2024年3月末の信託財産は、約116億円である。

また、2006年には、証券取引法が金融商品取引法に改編され、証券会社が第一種金融商品取引業者とされたほか、多様な業者が従来の証券取引法に類似した大きな規制の枠組みに服するようになり、それに伴い多様な商品が市場に出現してきた。2020年には総合取引所が発足し、取引所における商品先物取引にも金融商品取引法の規制が及ぶようになっている。

世界的な金融危機以降、証券会社をはじめとする顧客資産を預かる金融機関の破綻処理や投資者保護基金制度への関心が高まった。米国では2010年に成立したDodd-Frank法に「秩序ある清算権限（OLA）」がFDICに付与される形で盛り込まれたが、日本でも2013年に「秩序ある処理の枠組み」が預金保険法に盛り込まれ、証券会社もカバーする制度が整備されている。これは、「我が国の金融市場その他の金融システムの著しい混乱が生ずるおそれがあると認められるとき」に「金融危機対応会議」の議を経て、預金保険機構による監視、流動性供給、資金援助等の措置（債務超過でない場合には資本増強も含む）等により秩序ある処理が行えるような体制を整備したものである（預金保険法126条の2以下）。この処理では、預金保険機構が大きな役割を果たすことになるが、証券会社に対し預金保険機構による特別監視が行われることになった場合、基金は特別管理代行者になり得るような仕組みが取られている（預保法126条の4、金商法79条の49①8号）。また、金融機関の不良債権処理に際して使われうるブリッジ銀行に類似した仕組みが証券会社についても利用可能とされており、ブリッジ証券会社（特定承継金融商品取引業者）を活用した処理もできる仕組みが整えられた。いざこの措置が使われるようになった場合には、日証協の自主規制規則の適用あるいは不適用などが理事会や会長の判断で柔軟にできるよう、日証協の定款も改正されている（日証協定款27条）。

さらに、日本では、こうした動きを背景に、2014年に日本証券経済研究所に「証券会社の

破綻処理法制および投資者保護基金制度に関する研究会」(座長：神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授)が設けられ、英、仏、独、米各国について海外調査を行い、2019年12月に海外現地調査報告を発表している¹³⁾。同研究会では、カナダ、EUについても研究がなされた。各国の制度の目的は日本と同様であるが、補償の態様や財源は区々であり、一番重要なのは倒産制度との関係である。各国では、基金制度と倒産制度が連動しているところが大勢であり、倒産会社の処理と顧客資産の返還処理とを包括的に行える制度が整備されていることが注目されている。この報告書では、破綻した証券会社の経営陣に代わって顧客資産を迅速かつ確実に返還する主体を明確化することを検討する余地があるとして、金融機関の破綻処理の際に活用されている金融整理管財人に類似した制度が考えられるのではないかと提言している。

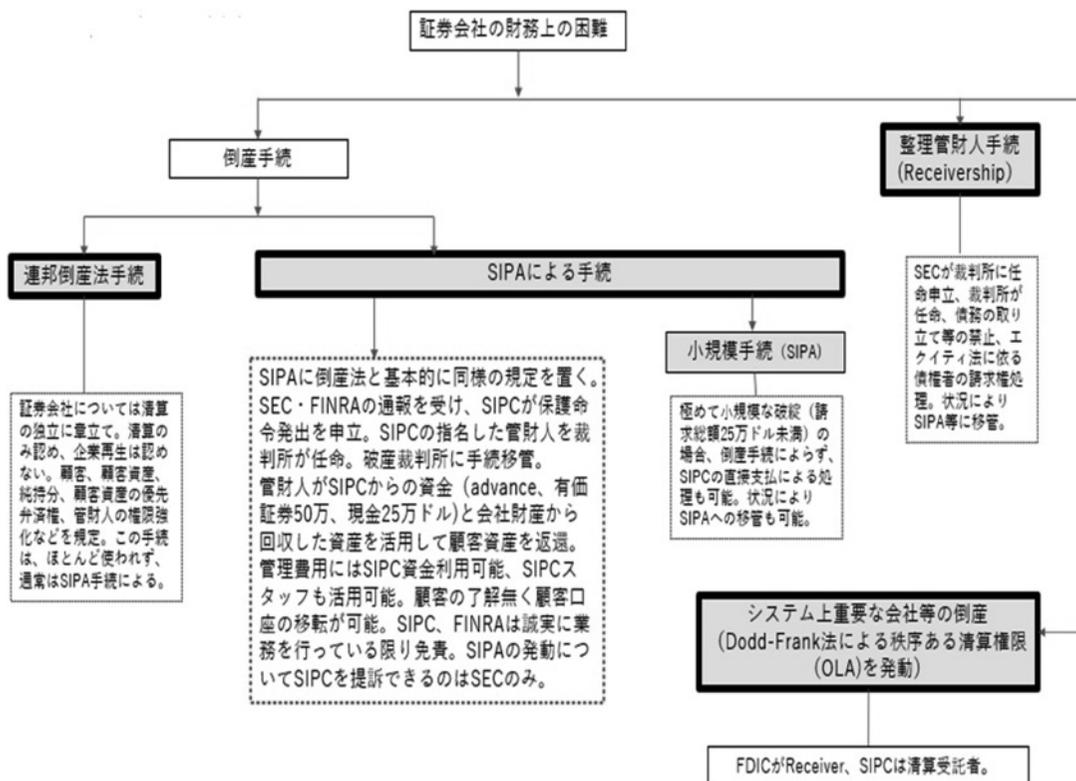
海外主要国の制度については、同報告書等に詳しいので、詳細は省くが、我が国の制度を考える上で参考になる範囲で概略を述べたい。

米国では証券会社の破綻処理の経験が豊富であり、特に日本に参考になる面が多い。米国では、証券会社の破綻処理制度は1930年代に大恐慌の教訓を踏まえて、破産法(Bankruptcy Act of 1938, 別名 Chandler Act)に反映され、株式仲買人(stockbroker)の顧客資産の定義や顧客資産の優先処理が盛り込まれた。その後、1960年代に起こった取引の事務処理負担の急増から生じた多数の破綻(いわゆる Paper Crisis)に対応するために、1970年に Securities Investor Protection Act (SIPA) が成立し、証券投資者保護公社(SIPC)が誕生した。1978年には米国の倒産法(Bankruptcy Act)が大改正されており、現在の倒産法(US Bankruptcy Code)にも株式仲介人の清算に関する独立した章が設けられている。同年にはSIPAも改正され、管財人に顧客の了承無く顧客資産を他の健全な証券に移転する権限を与えられたほか、小規模な事案に対する倒産手続外の処理も盛り込まれ、破綻に伴う顧客資産返還をさらに機動的にする措置を盛り込んだ改正がなされた。

米国の制度を簡単に図示すると図表7のとおりである。

13) 日本証券経済研究所・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「投資者保護基金制度に係る海外現地調査報告」(2019年12月公表、同研究所のホームページ参照(<https://www.jsri.or.jp/publish/other/pdf/012.pdf>)). なお、日本での研究として、米国の制度等については、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)が詳しく、EUの制度については、松岡啓祐「EUの投資会社の経営破綻における投資者補償制度(ICS)について」(上村達男先生・古希記念『公開会社法と資本市場の法理』(商事法務、2019年)に収録)が詳しい。

図表7 米国の証券会社破綻処理制度の概要



SIPA, SIPC 資料を基に筆者作成。

米国の場合、証券会社の破綻処理には5つの方法があると理解される。第一は、連邦倒産法による処理である。連邦倒産法は、Stockbrokerの清算という章を独立に設け（Chapter7, Section3）、再生手続は認めていない。この法は、まず顧客を定義したうえで顧客のポジションを含む純持分（net equity）を定義し、清算において顧客に優先弁済請求権が与えられる。また、管財人の否認権も拡充し、会社財産のみならず顧客資産についても否認権の行使を認めている。ただし、この方法ではSIPCの資金が使えないため、証券会社の破綻が連邦倒産法で処理されることは殆どない。

第二は、1970年に制定された証券投資者保護法（SIPA）による処理で、この法には、「1934年証券取引法の改正として適用される」という趣旨（第2条）が述べられているが、これには早急な立法措置が必要であったために倒産法の改正を行うことは現実的でなかった事情があった模様であり、同法は実務上も倒産法の特例と考えられている。この法では、顧客や顧客資産の定義や、管財人の権限等も含め、倒産法にある規定がほぼそのまま入れられているほか、証券投資者保護公社（SIPC）に関する規定を盛り込み、その資金を利用した清算を可能としている。SIPCはSEC・FINRAの通報を受け、連邦裁判所に保護判決（protective

decree) の発出を申し立て、裁判所は SIPC の指名した管財人を任命する。その後の処理は破産裁判所に移管され、管財人は SIPC からの前渡金 (advance) と会社財産から回収した顧客資産を活用して顧客資産を顧客の純持分にに応じて返還する。SIPC の前渡金 (advance) は一般顧客一人あたり、有価証券50万ドル (約7,500万円)、現金25万ドル (約3,750万円) が上限である。管理費用として SIPC 資金を利用することも可能であり、また管財人には、顧客の了解なく顧客口座を移転する権限が与えられている。判例上、SIPA の発動について SIPC を提訴できるのは SEC のみで、一般顧客は SIPA の発動を提訴できない。

第三は、極めて小規模な事案 (無担保負債75万ドル以下、顧客500人未満の場合) 処理の手続で、裁判所が関与せず、簡便処理を可能としたものである。証券会社が自己清算することは可能であるが、自主規制機関の監督のもとで行わなければならない、もし顧客資産返還に問題があれば、SIPC に通報され、SIPA の手続に移行される。

第四は、Receivership という手続である。これは Equity 法によるもので、裁判所が事案に応じた権限を明示して整理管財人 (Receiver) を任命し、各種の請求権の処理に当たらせる仕組みである。破綻しそうな会社が増資するなどの可能性がある場合、様子を見るためにまず Receiver を任命し経営者を排除し、清算手続開始を遅らせるといった対応もある模様である。

第五は、Dodd-Frank 法により設けられた秩序ある清算権限の発動である。この発動は、システミックな影響がある場合において証券会社等もブリッジ機関を活用した処理が出来ること等を定めている。この場合、FDIC が Receiver になり、SIPC は清算受託者 (trustee for liquidation) となる。なお、SIPC の会員は、基本的に SIPC の了承なしに倒産や Receivership の手続に入ることはできない。

SIPC は1970年に設立以来50年間に330件の証券会社破綻を処理している。

我が国の制度と対比して、大雑把に米国制度の特徴をまとめると次のようになろう。すなわち、(1) 証券会社の破綻処理について、破産管財人が顧客資産を優先的に処理する権限を持つことが明確にされている。(2) 破産管財人には、SIPA の下で、広範な権限が与えられており、証券を市場で取得して返還することも、顧客の了承なく顧客の口座を健全な会社に移管することもできる。さらに、破産管財人は、会社財産に係る資産だけでなく、顧客財産に係る資産についても否認権等を行行使して回収を行うことができる。(3) SIPC は管理費用を負担できる。(4) 当局は Receiver を活用して、正式な破綻処理手続が開始される前に、速かに顧客資産の保全が図ることができる。このような態勢のもとで、SIPC は、多くの事案を処理しているが、史上最大の Ponzi Scheme と言われるマドフ事件についても、B.L. マドフ証券会社の顧客の投資額の7割以上を回収し投資家に返還している¹⁴⁾。

14) SIPC2023年次報告、拙稿「マドフ事件と投資者保護」(金融資本市場展望2021年12月3日)等参照。

EUの制度にも簡単に触れよう。EUでは域内金融市場の統一（Single Internal Market）の一環として1997年に投資会社（investment firm）の破綻における投資者補償スキームを盛り込んだ指令（97/9/EC）が採択され、加盟各国は、その下で国内法制を整備し投資者保護スキームを設立している。この指令では、各国当局が、投資会社の財政状況に照らし顧客の請求権に応じられない見込みと判断されたとき、あるいは裁判所が支払不能と決定したとき（のいずれか早い場合）に、顧客への債務、顧客に帰属する資産及び顧客の金融商品の返還に起因する請求権には一定の補償（cover）を与えなければならない、としている。具体的な補償額の限度は一顧客あたり2万ユーロ以上（一定の顧客を除く）とされ、補償は90%までとすることも可能としている。実際には、各国の補償限度額は区々であり、例えばフランスでは14万ユーロと高い補償限度を設けているが、ドイツでは上限2万ユーロであり90%までの補償としてEU指令の最低限としている。EU委員会は2010年に補償最低金額を5万ユーロ以上に引き上げる等の改正提案を行ったが、それに伴う負担等について反対が多く、2015年に撤回された。EU諸国では、ユニバーサル・バンク制度を背景に、投資者保護基金の機能は、預金保険制度との連関で捉えられている場合も多いが、近年、多様な仲介業者等の活動が活発化しており、破綻時の顧客資産の取扱いに対する関心も高まっている模様である。

英国は独自の制度を採っており、2000年金融サービス法により銀行・証券・保険等を統一的に監督する仕組みが発足した際に、各業態の補償スキームを合体させた金融サービス補償機構（Financial Services Compensation Scheme, FSCS）が、預金保険機能等と併せ投資者保護基金制度の役割を果たしている。このスキームは、業態を問わず当局の認可を受けた金融サービス提供業者が消滅や倒産などの理由により規制対象となっている行為に関して顧客の請求権を満足させることができない場合に一定限度で補償を行い、認可された金融サービス業者全体の信認を確保することを意図した制度である。そうした考え方に基づき、不適切な投資助言行為を行った業者が消滅してしまった場合にも補償を行っており、実際にはこの補償が全体の中で大きな比重を占めてきた。これには、（1）英国の金融監督が政府自身ではない公的機関（金融行為規制機構, Financial Conduct Authority, FCA）を中心に行われており、また歴史的には light touch と呼ばれるように比較的微温的に行われてきた伝統があること、（2）英国では助言業者の役割が大きく、また私的年金が大きな役割を果たしているなかで年金商品の提供について助言業者を通じた金融サービスの提供の比重が大きいこと、といった背景があると考えられる。実際、不適切な助言に係る補償は、私的年金商品に係る助言に関連したものが多い。英国では、そうした補償を行うために同業態の会社のみな

15) Financial Services Compensation Scheme (FSCS) “Compensation Framework Review-Discussion Paper” (DP21/5), December 2022 および “Compensation Framework Review-Responses to feedback and next steps” (FS22/5), December 2022. など参照。

らず他業態会社の負担を求めることもあり（そうした資金化は「retail pooling」と呼ばれている）、そうした資金負担のあり方等について、活発な議論が行われてきた¹⁵⁾。なお、英国の投資サービス会社の破綻処理は、「投資銀行特別管理制度（Investment Bank Special Administration Regime, IBSAR）」により処理される。IBSARでは、特別管財人（Special Administrator）が会社財産の処理と顧客資産の処理とを同時に行うことが明確化されている。

カナダの投資者保護基金（Canadian Investor Protection Fund, CIPF）も我が国の投資者保護基金と同様の役割を果たしているが、その役割はカナダの倒産法（Bankruptcy and Insolvency Act）に規定されている。同法は1997年に第12章として証券会社の倒産に関する特別の章を設ける改正がなされ、CIPFが破産の申立権限や破産手続に関して協議を受ける権限等が盛り込まれている。

そのほか、国際的な動きとして注目されるのは、リーマン・ブラザーズ証券の破綻や金融危機の経験を踏まえ、2010年に投資者保護基金の国際フォーラムが発足し、各国の投資者保護基金機能を有する組織の意見情報交換の場が設けられていることである。現在のところ、これはインフォーマルな会議体であるが、国際的なネットワークがあることは有益で、日本投資者保護基金は、この会合に当初から参加している。近年では証券市場を整備しつつあるアジア諸国も投資者保護基金制度の整備に関心を示している。

また、このような動きを背景に、各国の投資者保護組織は、お互いの情報交換をより円滑にするための覚え書き（Memorandum of Understanding, MOU）を締結する動きが活発化しているが、日本投資者保護基金も、2018年に米国のSIPCと、2019年にカナダの投資者保護基金（CIPF）とMOUを結び、制度改革などについて情報交換できる態勢を作っている。

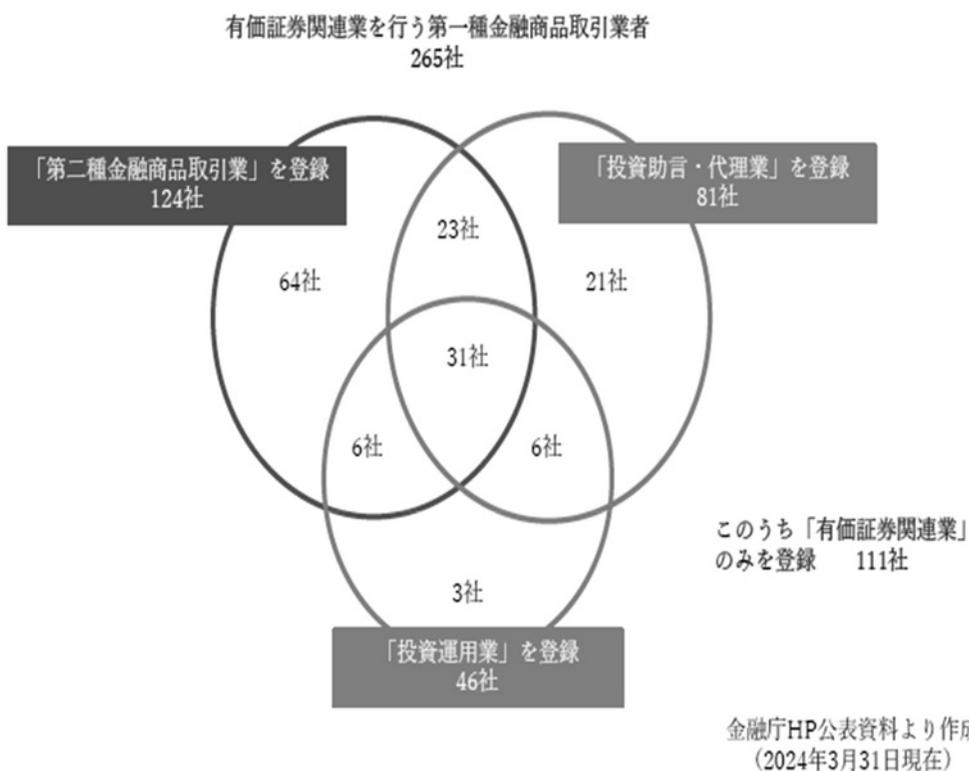
6. 課題と展望

我が国の投資者保護基金制度の特徴を国際比較の見地から整理すれば、次の様なことが言えよう。第一に、我が国の制度は、証券会社の破綻に際し、顧客資産の返還を容易にするための顧客資産分別管理規制と一体のものであり、投資判断に基づく損失や業者の不正一般を補償する制度ではない。この点では国際的な規制の考え方や主要国の制度との大きな違いはない。第二に、顧客資産の返還は、倒産手続外で処理される仕組みであり、顧客資産が返還に必要な額を下回っている場合に投資者保護基金から一定限度までの補償がなされる。それでカバーされない部分については、顧客は自己の資産の返還請求権を有するが、それは一般債権者と同等の地位になる。第三に、補償でカバーされない顧客の請求権について、基金が顧客表を作成し裁判所に提出することで倒産法上の債権届出を行ったことと見做されるが、通常、それ以外の倒産手続に関与することはない。要するに、投資者保護基金制度は、証券会社の破綻に際し事後的な処理を行うセーフティーネットの仕組みであり、破綻に先

立って顧客資産を保全するための仕組みではない。

各国とも、金融市場は刻々と変化し、新しい業者が参入し、新しい商品が導入されている。我が国でも、金商法の導入により、法令上「証券会社」という名称は無くなり、第一種金融商品取引業者とされているが、それらの業者の業務も多様化し、「有価証券関連業」（いわゆる証券業務）以外の業務を営む業者も多くなっている。2024年3月末現在の第一種金融商品取引業者の他業（金融商品取引業に限る）への登録の状況は図表8のとおりである。

図表8 有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者の他業登録の状況



図表8のとおり、有価証券関連業を行う第一種金商業者は2024年3月末現在で265社あるが、154社は何らかの金融商品取引業を兼業しており、純粋に「有価証券関連業」のみを行う業者は111社であり、半分以下である。多くの証券会社は、二種業（ファンド販売）や投資助言・代理業を行っており、投資運用業を兼ねているものもある。また、投資運用業を中心としている業者のなかには、外国との業務などを円滑に行うために第一種金商業の登録をしている業者もある。なお、有価証券関連業を行わない第一種金融商品取引業者は、このほかこの時点で29社あり、その殆どは外国為替証拠金取引を行うFX業者である。これら265社のうち、8社は日本暗号資産取引業協会の会員、11社は日本STO協会の会員になっている。ただし、暗号資産協会やSTO協会への加入は義務ではないので、暗号資産を取り扱っ

ている会員はほかにもありうる。

なお、この時点での日証協会員は、272社であり、このうち5社は登録取消を受けたみなし金商業者（第一種金商業者）5社と有価証券等管理業務のみを行う2社¹⁶⁾は会員ではあったが、有価証券関連業を行っていないので、有価証券関連業を行う金商業者は265社となる。

このように、市場業務を行う業者の業務や自主規制機関・基金への加入等の範囲には複雑に入り組んだ関係が生じている。厳密に言えば、①第一種金融商品取引業者、②有価証券関連業者、③日証協加盟業者（会員、特定業務会員、特別会員（金融機関））、④投資者保護基金への加入義務がある者らは、完全に一致している訳ではない。また、金融商品についても、投資者保護基金の補償対象になる有価証券や有価証券関連デリバティブ取引と、補償対象にはならない店頭デリバティブ取引等がある。基金は、どのような業者が会員になっているか、どのような商品が補償の対象になっているか等について正確かつ適切に広報に努めて行く必要がある。また、破綻処理において顧客資産返還の態勢を向上させるためには、証券会社（有価証券関連業務）のみに注目するのではなく、第一種金融取引業全体を念頭に置いて対応していくことが望ましい。

取引業者や金融商品の多様化が進展することは、市場のダイナミズムを維持し発展させる上で不可欠である。ただし、市場が適切に機能するためには、まず、取引業者の業務運営や財務状況が健全であることが不可欠であり、自己資本の状況や顧客資産の分別管理状況について、当局や自主規制機関は的確に監視し監督していく必要がある。同時に、取引業者が破綻した場合に、顧客資産が適切に保全され円滑に返還されうるようなセーフティーネットの仕組みが効率的に整備されているかどうかについても、不断に検証していく必要があると思われる。そのような努力は、国内の投資者のみならず、海外の投資者の信認を得ていく上でも不可欠であり、金融・資本市場がグローバル化するなかで、日本が国際金融センターの一角としての役割を果たしていく上でも重要な取組みである。

（日本投資者保護基金理事長）

16) 「有価証券等管理業務」のみを行う場合は「有価証券関連業」に含まれない。