

新設される投資者保護基金

6月5日に国会で成立した「金融システム改革法」では、セーフティネットの整備の一環として、従来の寄託証券補償基金を改組し、証券版セーフティネットとして、1998年12月、投資者保護基金を設立する。ここでは、投資者保護基金の概要を紹介するとともに、その意義及び今後の課題に触れていく。

1. 投資者保護基金導入の背景

証券会社が経営破綻に陥ったとき、顧客の預かり資産が迅速に返還されることは、投資家保護、ひいては証券市場の信頼性の観点から、極めて重要である。各国において、証券会社が経営破綻した際、顧客からの預かり資産の返還が出来ない事態が少なからず生じている。このため、補償制度が各国で確立されている。

我が国では、1969年に設立された財団法人寄託証券補償基金が、顧客の預かり資産の補償業務を行うこととなっている。同基金設立の構想は、1963年後半以降の証券不況期に浮上し、同基金の前身となった組合方式の基金が設立された。

しかし、各証券会社による同基金への拠出は、目安となる料率が定められてはいるものの、自発的な寄付に基づいているうえ、資金の借入れが認められておらず、財務基盤は極めて脆弱かつ不安定なものであった。しかも、1994年4月以降株式市場が低迷し、証券会社の経営が悪化すると、証券会社は資金の拠出を停止した¹。

同基金は、設立から1996年まで補償事例がなかったが、1997年に入り、小川証券、越後証券、三洋証券、丸莊証券など、経営破綻が相次いだ結果、基金の資金不足問題が急浮上することとなった。なかでも、三洋証券の経営破綻の影響は大きく、寄託証券補償基金は、1) 1証券会社当たり20億円という補償限度額を適用しないこと、2) 補償の業務を行う際に、(寄付行為に規定されていない)資金の借入れを認めることを、特例措置として決めた。

このように、証券会社の経営破綻が相次ぐなか、証券版セーフティネットである寄託証券補償基金の拡充を求める声が大きくなり、投資者保護基金の設立が立法化される運びとなったのである。

¹拠出金停止直前の料率は、年間の売買取引高(自己+委託)をベースとして、株式は100円当たり2毛(千分の2円)、公社債は100円あたり2糸(万分の2円)と、理事会で決められていた。

2. 金融システム改革法における投資者保護基金の概要

1) 投資者保護基金の位置づけ

従来の寄託証券補償基金にかわり、98年12月には、証券取引法上の法人として、投資者保護基金が設立される予定である。投資者保護基金は、従来の寄託証券補償基金同様、顧客に対する支払その他の業務を行うことで、「投資者の保護と証券取引の信頼性」を維持することを目的に設立される(新証券取引法第79条の21)。

新証券取引法上、証券会社は、いずれか1の基金に会員として加入しなければならない(79条の27)、基金が複数設立される可能性がある。なお、基金の設立に際しては、その会員になろうとする20以上の証券会社が発起人とならなければならない(79条の29)としている。ここでいう証券会社とは、新証券取引法28条に規定されている会社、すなわち内閣総理大臣の登録を受けた株式会社のことを指している。同28条に基づく証券会社、及び外国証券業者に関する法律第3条第1項の登録を受ける証券会社を新設する場合には、新設の申請と同時に、同基金への加入も義務づけられている。

2) 顧客資産の分別管理との関係

顧客の証券会社への預かり資産は分別管理され、経営破綻の際にも完全に保護されなければならないが、この点は、投資者保護基金を考えるうえで、重要な点である。

顧客資産の分別管理は、米国では銀行に開設された顧客資産のための特別勘定、英国では信託分離勘定(hold on trust)、という分類で行われている。一方、我が国の証券取引法では、これまで分別管理の資産対象を、株券などの保護預かり有価証券に限定してきたが、今回の改正によって、金銭を含む顧客資産の分別管理が各証券会社に義務づけられることとなった。すなわち、証券会社は、顧客から預託を受けた有価証券及び金銭などを自己の固有財産と分別して保管しなければならないことが明定されたのである。加えて、顧客分別金(証券業を廃止した場合などに顧客に返還すべき額に相当する金銭)の保管にあたっては、信託会社などに信託しなければならない(証券取引法第47条)、と規定されることとなった。

これによって、顧客が有価証券を売却し、他の銘柄を購入するまでの間、一時的に証券会社が預かる現金や、信用取引の際に証券会社に支払われる証拠金などの金銭も、分別管理対象となる。投資者保護基金の役割は、このような分別管理の徹底によっても、顧客資産を補償できないような事態へ対処することである。

表 1 投資者保護基金と寄託証券補償基金との比較

	投資者保護基金	寄託証券補償基金
1.設立	1998年12月、証取法上の法人として設立予定。	1969年、財団法人として設立
2.対象機関	証券会社(外国証券会社を含む)	証券会社(外国証券会社を含む)
3.補償 (1)補償の対象者	「一般顧客」(除く適格機関投資家、その他政令で定める者)	証券会社に金銭、有価証券を寄託した顧客(除く当該証券会社の役員及び役員同等の支配力を有する者)
(2)補償限度額	政令で定める額(1人あたり1,000万円)。但し、2001年3月までは、特例措置として補償上限額を適用せず。	1証券会社あたり20億円
4.会員の賦課金	あり	任意の拠出
5.借入	(2001年3月までの特例措置)日銀からの借入、それに対する政府保証	借入に関する規定なし
6.資産の運用	業務上の余裕金、投資者保護基金の運用は、以下の方法に限る。 ・国債その他大蔵大臣の指定する有価証券の保有 ・大蔵大臣の指定する金融機関への預金 ・その他大蔵省令で定める方法	資産の運用管理は、以下の方法により効率的に行う。ただし、 <u>株券及び株式投資信託受益証券による運用は、基本財産の額の30%を超えてはならない。</u> ・国債証券、地方債証券など ・証券取引所に上場されている株券 ・証券投資信託の受益証券 ・金融機関への預貯金・郵便貯金 ・信託業務を営む銀行への金銭信託 ・外国証書 ・証券金融会社への金銭、有価証券の貸付
7.基金の規模	発足時300億円、その後500億円程度までに増額予定。なお、新聞報道によれば、証券会社各社の他に、日本証券業協会は、次の団体に資金拠出を要求している。 ・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 ・日本証券業協会 20億円	約359億円(97年9月末)

(出所)各種資料より野村総合研究所作成。

3) 補償

現行の制度では、補償事由が発生した場合、顧客に対する補償限度額は、1証券会社あたり20億円を限度とすることとなっている。また、対象となる顧客は、証券会社に金銭、有価証券などを寄託した顧客とされ、補償事由が発生した証券会社の役員、及び役員と同等以上の支配力を有する者は、除外されている。

今回の改正によって、補償対象とされる顧客、及び補償上限額の規定は、次のように変更

される。まず、補償対象とされる顧客は、「一般顧客」に制限され、適格機関投資家、国、地方公共団体その他の政令で定める者を除外している。「一般顧客」とは、証券会社の本店その他の国内の営業所の顧客であって、当該証券会社と証券業又は証券業に付随する業務に係わる取引をする者、と規定されている(79条の20)。

また、補償上限額は、政令で定める金額と規定されており(79条の57)、預金保険と同様、1顧客あたり1,000万円となる見込みである。

4) 会員の負担金

従来の補償基金制度では、会員証券会社に対して、基金への拠出負担を義務づけておらず、自発的な寄付金のみで運営されてきた。そのような中、三洋証券の破綻が表面化し、同基金の財務基盤の脆弱さが浮き彫りになった。

これを受けて、今回の改正では、会員証券会社が、投資者保護基金に充てるため、その所属する基金に対し、負担金の納付が義務づけられた(79条の63)。なお、会員証券会社の負担金の額は、業務規程の定める算定方法により算定される額とし、納期限までに納めない場合には、延滞金(未納の負担金の額に納期限の翌日からその納付の日までの日数に応じ、年14.5%の割合を乗じて計算)を支払わなければならない、とされている(79条の65)。

5) 資金の借入

従来の補償基金制度においては、資金の借入れに関する規定がなかった。これが、今回の改正によって、必要があると認める時は、大蔵大臣の認可を受けて、金融機関など(銀行、証券会社その他大蔵省令で定めるもの)から、資金の借入れ(借換えを含む)を行うことが可能となった(79条の72)。

6) 特例措置

投資者保護基金は、2001年3月までは、1顧客当たりの上限額は適用されないこととなっている。これに加えて、2001年3月までは、次のような特例措置をとることとなった。すなわち、

(1)基金は、投資者保護のための業務を行う場合、金融機関などに加え、日本銀行からも資金の借入が出来る。

(2)(1)の場合、当該借入れについて、政府が債務保証をすることが出来る。

の2点である。

3. 米英における投資者保護基金

ここでは、米国、英国における投資者の補償基金制度の概要を紹介する。

1) 米国

米国の補償基金である投資者保護公社(Securities Investor Protection Corporation)は、1970年証券投資者保護法に基づく非営利法人として設立された。SIPC 会員証券会社は、総収入の1%を超えない範囲で賦課金を徴収されることとなっている(1996 年末の基金残高は、10.2 億ドル)。加えて、SEC は、財務省から借り入れることで、SIPC に対し、10 億ドルまで融資することが認められており、日本の寄託証券補償基金と比して、財務基盤は安定している。

補償上限額は、顧客一人当たり 50 万ドル(現金に係わる請求は 10 万ドル)とされており、当該証券会社の役員、5%以上の株主、証券会社の経営に支配を及ぼしている者などは、補償対象から除外されている。

2) 英国

英国の補償基金制度である投資者補償機構(The Investors Compensation Scheme)²は、1986年金融サービス法 54 条に基づき、証券投資委員会(SIB)が、1988年に設立した非営利法人である。ICS は、SIB 及び、3つの自主規制機関(SRO)、つまり個人投資監督者機構(PIA)、証券先物機構(SFA)、投資運用規制機関(IMRO)に属する認可業者の顧客を対象に、補償業務を行っている。ICS は長い間、顧客の補償要求に応じて、認可業者に事後的に賦課金を負わせる形をとってきた。ところが、SRO が賦課金を支払えなくなったり、会員業者が支払いに抵抗したりしたことで、ICS が破綻の危機に陥り、財務基盤強化の必要性が叫ばれるようになった。

これを受けて、1997年1月、SIB は、将来の補償要求の予想、及び不測の事態に備えた準備基金の設立などを盛り込んだ提案を出すに至った。なお、1997年10月からの SIB の金融サービス庁(FSA)の改組に伴い、各補償基金の統合も行われる。

² ICS については、石黒淳史「英国における紛争処理制度と投資者補償機構(上)」『証券業法』参照。

表 2 米国・英国における補償基金制度

	米国	英国
機関名	証券投資者保護公社(SIPC)	投資者補償機構(ICS)
設立	1970 年証券投資者保護法に基づき、非営利法人として設立。	1988 年、1986 年金融サービス法 54 条、及び 1986 年 SIB 投資者補償規則に基づく補償基金として設立。
監督機関	証券取引委員会(SEC)	証券投資委員会(SIB) ↓ 金融サービス庁(FSA)
対象機関	SIPC 会員証券業者(外国証券業者を含む)	各自主規制機関(SRO)の会員である認可業者(外国証券業者を含む)
会員の賦課金	SIPC は、各会員から総収入額の 1% を超えない範囲で徴収される。	ICS が、各 SRO に、それぞれの基準で認可業者から賦課金を徴収させる
補償の内容 ・ 補償の対象 ・ 補償限度額	証券会社が連邦裁判所の保護命令(破産宣告に当たる)を受け、顧客から寄託を受けている金銭、有価証券などの弁済が完全になされない場合、その顧客の財産(有価証券及び現金)が補償の対象となる。 限度額は 1 顧客当たり 50 万ドル(そのうち現金に係わる請求については 10 万ドル)	自主規制機関の会員認可業者が債務不履行(デフォルト)となり、投資者から正当な補償請求があった場合に補償を行う。補償対象は、株、先物・オプション、ユニット・トラストなど、金融サービス法上の「投資物件」 3 万ポンドまで全額、3 万ポンド超 5 万ポンド部分 90%。限度額は 4 万 8000 ポンド。
借入	SEC が、10 億ドルまで融資(SEC は財務省から借入・・・財務省証券の発行)	4000 万ポンドまでの無担保借入枠を設定(民間ベース)
経緯、現状など	1968 年～70 年の証券会社のバックオフィス危機後、顧客の請求に応じられない証券会社が続出したのを受けて、基金が設立された。71～95 年の 25 年間で合計 226 件処理を行い、顧客に合計約 25 億ドルを返還したが、このうち SIPC 基金が用いられたのは 1.86 億ドルであった。96 年末の基金残高は 10.2 億ドル。	中小の投資顧問会社などの自主規制機関 FIMBRA は、破綻業者の続出で補償金支払いの負担が大きくなり、94 年、生命保険、ユニット・トラストの自主規制機関 LAUTRO と合併を余儀なくされた。説明義務違反による損害賠償など広く補償を行っていることが財政上の問題を引き起こす要因となっているという指摘もある。97 年 1 月に SIB が、ICS の基金強化を提案した。

(出所)各種資料より野村総合研究所作成。

4. 今後の課題

今回、投資者保護基金が制度化されたことで、米国や英国なみに、我が国においても、証券版セーフティネットの枠組みが確立されることとなった。顧客資産の分別管理の徹底、投資者保護基金の設立によって、我が国証券市場の信頼性が高まることが期待されよう。

しかしながら、各証券会社の拠出金の算定方法などをはじめ、残された課題も少なくない。というのも、各証券会社は同基金への資金拠出が義務づけられたものの、その拠出金の算定方法などを巡って、意見が分かれているからである。日本証券業協会が、株・公社債・先物取引などの売買取引高に応じて、証券会社から拠出金を徴収する案を検討しているのに対し、ゴールドマン・サックス、メリルリンチ証券などの外国証券会社 10 社は、反対する意見書を同協会に提出している。外国証券会社によれば、取引高ベースの算定方法は、「合理性を欠くうえ、外国証券会社に過重な負担がかかる」として、反発している。彼らは、合理的な分担方法のあり方として、「一般投資家からの預かり資産残高」などによる分担を提案している³。国内の証券会社も、負担金を可能な限り減らしたいとの思惑が働いている点にも留意する必要がある。

加えて、従来の寄託証券補償制度からの引継の問題も残されている。97 年 11 月に自主廃業を決定した山一証券が債務超過に陥っていることが判明し、日銀特融の返済が厳しい状態にある。このようななかで、投資者保護基金が、山一証券の債務を引継ぎ、日銀特融の返済を負担する事態も想定されており、同基金の具体的な設立・運営を巡って、今後の展開が注目されよう。

(林 宏美)

³ 日経金融新聞、4 月 30 日(3 面)