

米国における投資信託のセーフティ・ネット

－ICI ミューチュアル保険会社について－

最近、わが国では、金融システムの安定性をめぐる議論が大きな話題となり、銀行のための預金保険機構、証券会社のための寄託証券補償基金、保険会社のための契約者保護基金といった、いわゆるセーフティ・ネットが注目を集めている。そこで、米国で会社型投資信託（ミューチュアル・ファンド）に関する事実上のセーフティ・ネットとして機能している ICI ミューチュアル保険会社（ICI Mutual Insurance Company）について紹介したい。

1. 米国投資会社法による規制

米国の投資信託は、投資会社（Investment Company）と呼ばれ会社型の形態をとっている。中でも、オープン・エンドの「ミューチュアル・ファンド」は、順調な拡大を続けており、96 年末の残高は 3.5 兆ドルに達している。95 年には、ミューチュアル・ファンドの残高が小口預金の残高を上回っており、個人にとっての最も重要な資金運用手段となっている。

投資会社規制に関する基本的な法律である「1940 年投資会社法」は、投資会社資産の運用に携わる者の不正によって投資家に帰属すべき財産が失われるという事態を防止するために、会社資産を分別管理することを義務づけるとともに、会社の保有する証券や資金に接することのできる役員もしくは従業員の窃盗及び横領行為（larceny and embezzlement）による被害を担保する保険に加入することを要求する権限を証券取引委員会（SEC）に与えている（同法第 17 条(g)項）。

この権限に基づいて SEC が制定した規則 17g-1 は、全ての登録投資会社に対して、窃盗及び横領行為による被害を保障する身元保証保険（fidelity bond）に加入することを義務づけている。

この規則によれば、加入する保険は、利害関係のない取締役の過半数が、合理的な形式及び金額であると認めたものでなければならず、少なくとも 12 カ月に一度以上、保険内容の合理性を再検討することが義務づけられる。また、保険条件として、保険の解約、停止、内容変更にあたっては、その 60 日前までに加入者である投資会社及び SEC に書面で通知を行うことが必要とされていない。

保険への加入は、個々の投資会社単位でも、フィデリティ、バンガードといったファンド・グループ単位でも構わないとされている。投資会社は、加入した保険の内容を保険会社から受領してから 10 日以内に SEC に届出ることが義務づけられている。

2. ICI ミューチュアル保険会社の現状

1) 会社の概要

ICI ミューチュアル保険会社は、1988年3月に営業を開始したバーモント州所在の相互会社形態の保険会社である。同社は、投資会社協会（ICI）が音頭を取って設立したものであり、社員（すなわち保険契約者）は、ICI 正会員である投資会社及び賛助会員である投資顧問会社、スポンサー会社、引受会社などである。実質的には ICI の子会社というべき存在であり、親会社の保険ニーズに対応するための、いわゆる「キャプティブ保険会社」という性格を有する。

ICI ミューチュアル保険会社が設立されるまで、投資会社は、一般の損害保険会社を通じて、法令上加入を義務づけられた身元保証保険に加入していた。ICI が、あえて自前の保険会社設立に踏み切ったのは、一般の保険会社が投資会社向けに提供する保険の保険料が割高で、会員の不満が強まっていたためである。ICI は、投信業界の実情に通じた専門保険会社を設立することで、会員へのサービスの向上を図るとともに、保険コストを引き下げることが可能になると判断したのである。

ICI ミューチュアル保険会社は、限られた契約者を対象にするキャプティブ保険会社であるため、規模はそれほど大きくない。96年末の総資産額は、1億9,278万ドル（約250億円）である。ちなみに、わが国の損害保険会社では、オールステート自動車・火災保険の総資産額が341億円（97年3月期）である。

ICI ミューチュアルは、ここ数年、米国の株高を背景とした投資信託業界の急成長によって順調に業容を拡大している（表1）。

表1 ICIミューチュアル保険会社の主要財務指標

	（単位：千ドル）				
	1992年	93年	94年	95年	96年
保険料収入	30,245	31,004	34,194	30,890	31,118
純保険料収入（再保険料を除く）	20,275	20,542	22,240	18,917	18,307
投資収益（キャピタルゲイン、ロスを除く）	6,914	6,942	7,660	8,975	9,106
純収入	7,833	6,717	3,788	13,280	7,887
総資産額	117,000	133,774	156,053	168,046	192,783
自己資本	68,119	74,729	77,767	95,336	98,671
支払準備金	32,206	41,256	55,082	43,783	51,354
社員のコミットメント及び信用状を含む資本	140,977	145,318	150,141	163,032	164,741
自己資本利益率（%）	14.1	11.5	7.2	16.2	10.1
（参考）損保業界の平均利益率	3.6	11.4	5.8	9.8	8.8

（出所）同社年次報告書

利益率の面でも損害保険業界の平均を毎年上回っており、専門保険会社を設けることで保険の効率化を図るという ICI の狙いは、達成されていると言うことができよう。

2) 保険商品の内容

ICI ミューチュアル保険会社が提供する保険商品は、いずれも広義の身元保証保険に含まれるものだが、法令上加入を義務づけられている窃盗及び横領行為による損害保障にとどまらず、より広範なリスクに対応するものとなっている。商品は、(1) 包括保証保険 (blanket bond) と (2) 役職員過失怠慢責任保険 (D&O/E&O policy) に大別される。

保障限度額の設定は、加入者が運用している資産の規模によって異なる¹。ICI ミューチュアル社の提供する保険の平均的な保障額は、以下のようになっている (表 2)。

表2 被保険者の資産規模別にみた保障額

ファンド・グループの資産規模	平均保障額 (100万ドル)	
	包括保証保険	D&O/E&O
1億ドル未満	2.42	2.36
1億～10億ドル	2.58	3.16
10億～100億ドル	6.59	7.05
100億～500億ドル	26.54	15.13
500億ドル以上	68.02	31.64

(出所) ICI ミューチュアル社年次報告書

ICI ミューチュアル社が支払った保険金の総額は、設立から 96 年までの約 10 年間で 5,400 万ドルを上回る。これらの保険金の 60% 以上は、保険事故の報告から 1 年以内に行われたという。

(1) 包括保証保険

包括保証保険は、必ずしも役職員の故意や過失によらない損害を含め、投資信託が直面する様々なリスクを広く担保するものである。例えば、投資信託の資産として保管されていた現金が偽札であった場合、詐欺にあつて本来応じてはならない資金の引き出しに応じてしまった場合、などが保障対象となっている。ICI ミューチュアルの提供する包括保証保険は、以下のような区分で、個々の保障限度額を設定できるようになっている。

- 役職員身元保証
- 監査費用
- 営業所で発生した損害
- 営業所外で発生した損害

¹ SEC 規則 17g-1 では、総資産の大きさに応じて最低限加入すべき身元保証保険の保障金額が規定されている。

- 偽造、変造による損害
- 有価証券に係わる損害
- 偽造通貨による損害
- 保護預かり資産の紛失

また、特約として、最近急増している電話やコンピュータを利用した投資信託販売に伴う詐欺などによる損害についての保障を付すことができる。

電話取引に伴う損害は、①口頭での取引、②自動的に取引を受け付けるタッチトーン電話による取引、③ファクスを利用した取引、の三つに区分して保障限度額を設定するようになっている。

一方、オンライン取引による損害の保障は、96年に導入された新商品であり、コンピュータ・システムのセキュリティを確保するために必要な一定の措置を講じた上でオンライン取引サービスを提供している投資信託会社が、コンピュータの不正利用等によって損害を被った場合に保険金を受け取ることができるというものである。

包括保証保険に基づく保険金支払いの75%は、各種の偽造による損害の補償である。

(2) 役職員過失怠慢責任保険 (D&O/E&O)

投資会社の運営に係わる役職員 (Directors and Officers) が引き起こす様々な過誤や不作為 (Errors and Omissions) によって投資家への賠償を行うなどして投資会社が被った損害を補償するための保険である。ICI ミューチュアルが、この保険契約に基づいて行った保険金支払いを原因別にみると以下のようにになっている (表3)。

表3 D&O/E&O 保険の保険金支払い原因

目論見書の不実記載	49.5%
基準価格設定の誤り	20.2%
監督当局による調査への対応費用	9.1%
運用指針から外れた資産運用	8.1%
受託者責任違反	6.1%
その他	7.1%

(出所) ICI ミューチュアル社年次報告書

保険金が支払われる典型的なケースは、ある投資信託の運用で大きな損失を被った投資家が、目論見書のリスクに関する記載や投資方針に関する記載が不十分で事実と反したと主張して損害賠償請求訴訟を提起し、投資会社が賠償を命じられるという場合である。ここで注目されるのは、様々な法令、信託義務違反によって生じた損害が補償されているばかりでなく、不正の疑いが生じたといった場合に行われる監督当局による調査への対応費用までもが保障対象となっていることである。この場合の保険金は、役職員の故意や過失

の有無が確定しない調査中の段階でも支払われるという。

(3) デフォルト保険

ICI ミューチュアル社は、現在、包括保証保険の一環として投資会社が運用対象とする証券がデフォルトに陥った結果発生する損害を補償する保険の導入を検討している。元本の確保をめざす MMF を保障対象とする予定である。昨年秋、パトナムの MMF が、パトナムの親会社であるマーシュ・アンド・マクレナン (Marsh & McLennan) 社の提供する同じような保険に加入した²。また、98 年 1 月には、投信最大手のフィデリティが、自社 MMF のデフォルト保険を提供する子会社設立について、SEC による仮認可を受けた。

ICI ミューチュアル社は、既に保険内容を詰めているが、予想される保険ニーズをカバーするには資本が不足しており、共同引受人を探すといった作業を続けているが、今のところ商品の発売には至っていない。

3) 保険ブローカーとしての活動

ICI ミューチュアル社は、自ら引受人となって既に触れたような保険商品を提供するだけでなく、ブローカー子会社である ICI ミューチュアル・ブローカーズ社を通じて、投資信託業界が必要とする様々なリスク・マネジメント商品の斡旋を行っている。最近、ブローカーとして提供している商品には、以下のようなものがある。

- 投資顧問業者向け身元保証保険
- 投資顧問業者向け D&O/E&O 保険
- トランスファー・エージェント向け証書紛失担保保険
- ERISA 上の義務に関する身元保証保険
- 債務保証保険
- 郵便保険
- トランスファー・エージェント向け損害賠償保険

² パトナム MMF の目論見書によれば、この保険の内容は以下のようなものである。ファンドが保有する証券の発行者がデフォルトもしくは破産に陥った場合、それによって生じた証券の価値下落分に相当する保険金が支払われる。保険金の上限額は 3,000 万ドルであり、100 万ドルまたはファンド純資産の 0.3% のいずれか少ない方までは免責となる。保険料は、平均純資産残高の約 0.02% に相当する。この保険への加入は、MMF の元本割れを回避することを目的としているが、保険そのものは、元本割れが生じないことを保証するものではない。

3. わが国への示唆

セーフティ・ネットの必要性

預金保険を始めとするセーフティ・ネットが設けられるのは、一般の預金者、証券会社顧客、保険契約者等の財産を保護するとともに、金融機関、ひいては金融システムに対する信頼を確保するためである。預金保険の場合には、公共財である決済システムの安定性を確保するという目的もある。

わが国におけるセーフティ・ネット

わが国では、預金については預金保険機構、証券会社については寄託証券補償基金、保険会社については契約者保護基金が設けられており、一定の範囲で、金融機関の経営破綻によって預金者等が被る損害を補償することになっている。預金保険機構については、2001年までの間は本来の保護対象である1人当たり預金額1,000万円までという制限を撤廃して全ての預金を保護することになっているほか、寄託証券補償基金、契約者保護基金については、今後、法改正を通じて充実強化が図られることになっている。

一方、わが国では、同じ金融商品でありながら、投資信託については、このようなセーフティ・ネットは設けられていない。これは、投資信託の運用財産は信託銀行によって分別管理されており証券投資信託委託会社の経営が破綻した場合にも影響を受けないことになっているためであろう。

日米投資信託法制の違い

米国では、一定の要件を満たせば投資会社自身が財産の管理者（custodian）となることが認められている（投資会社法第17条(f)項）。これに対して、わが国の投資信託は、証券投資信託委託会社と信託銀行との間の信託契約に基づくものとされており、投資信託の財産は、必ず信託財産として信託銀行によって管理されることとなっている。従って、運用者による投資信託財産の不正利用といった問題が生じる危険性は、より小さいとみることもできる³。米国法のように保険への加入義務を課す必要性は、大きくないものと考えられよう。

投資家による信頼確保の手段としての保険

とはいえ、投資信託財産の安全は、分別保管のみによって達成されるものではない。委託会社、信託銀行の内部者の共謀による財産の不正流用が行われる可能性は排除できない。また、委託会社や信託銀行のコンピュータ・システムがダウンしたり、不正侵入によって

³ もっとも、SECの規則17f-2では、投資会社自身が財産を管理する場合、他の財産と区別した上で、銀行等が管理する保護金庫などに証券等を保管するよう義務づけており、わが国の法制と大きな違いはないとみることもできる。

データが破壊されたりして、投資家への損害賠償が必要となる可能性も否定できない。米国で頻繁に起きている目論見書不実記載を理由とした賠償請求も、ビッグバンによって投資家の自己責任意識が高まり、ディスクロージャーに対する見方が厳しくなっていくとともに、わが国でも現実のものとなる可能性がある。最近、わが国の委託会社も電話やインターネットを通じた直販に乗り出しつつあるが、そうした新しい販売方法に伴うリスクも見逃されてはなるまい。

ICI ミューチュアル社も、「役職員の窃盗及び横領」という法令の要求する狭い保障範囲から出発して、広範なリスクを担保する様々な保険を提供している。たとえ法令上の義務とされていなくとも、投資信託の運用者が、様々なリスクに対処する手段を講じておくことは、投資家の投資信託に対する信頼と安心感を高める上で大いに役立つのではなかろうか。

(大崎 貞和)