

---

種 別： 論説

タイトル： 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——

著 者： 田頭 章一

所 収： 『上智法学論集』第 65 卷 4 号（令和 4 年 3 月）89-131 頁

発行元： 上智大学法学会

---

本頁は書誌情報頁です。適宜論文本文の前に付してご利用下さい。



上智大学法学会

---

## 論 説

---

# 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——

田頭 章一

---

はじめに

第1章 わが国における証券会社の破綻処理の概要

- 1 証券会社の破綻処理における顧客の保護
- 2 顧客資産に対する顧客の権利保護の観点からみた証券会社の破産手続
- 3 証券会社の破産手続をめぐる重要判例の検討

第2章 アメリカ証券投資者保護法（SIPA）に基づく清算手続

- 1 SIPAの立法趣旨
- 2 SIPAに基づく清算手続
- 3 「顧客財産」の確保という観点からみたSIPA清算手続の特徴

第3章 わが国の証券会社破産手続における顧客債権保護のあり方

- 1 「顧客資産」を起点とした顧客保護の枠組み
- 2 資金決済法における暗号資産利用者の権利の取扱い
- 3 証券会社の破産手続における顧客保護のあり方

おわりに

はじめに

証券会社の破綻処理の過程では、破綻証券会社と取引をした投資家の保護を図り、それによって証券取引等に対する信頼性を確保することが求められ

る。そのような目的の実現のために金融商品取引法が設けた組織が投資者保護基金(金商79条の20以下)であり、現在は日本投資者保護基金(以下「基金」という)がその業務を担っている<sup>(1)</sup>。基金が、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認定した金融商品取引業者の顧客に対して、上限1000万円までの補償を行うなどの権限を持つことは、活発な証券取引を支えるセーフティーネットとして、重要な意義もっている。

この基金の補償制度と並行して運用されることもあるが、それとは別の制度として、法人(株式会社)としての証券会社を清算するための手続(本稿では破産手続を考察の対象とする)がある<sup>(2)</sup>。証券会社には、顧客から預かった資産について分別管理義務(金商43条の2、内閣府令136条等参照)<sup>(3)</sup>があり、証券会社がその義務を履行している限り、破綻しても顧客が損害を被ることはないとされている(したがって顧客保護の対象は証券会社の信用リスクではなく、保管・管理リスクである)。破産手続においても、分別管理さ

- 
- (1) 現在の基金制度は、1998年に当時の寄託証券補償基金の業務を引き継ぐ形で創設され、当初は二つの基金が並立したが、2002年に本文で述べた「日本投資者保護基金」に統合された。<https://jipf.or.jp/about/index.html> (2021年12月15日閲覧。ウェブサイトの参照日については、以下同じ)なお、本稿執筆に際しては、顧客資産の分別管理の実態や従前の証券会社破綻事件における基金の関与等について、基金から丁寧なご教示をいただいた。本稿の内容につき筆者のみが責任を持つことはいうまでもないが、基金の方々のご協力にこの場を借りて謝意を表したい。
  - (2) 基金が顧客への補償を行うケースでは、会員証券会社が実質的に破綻しているため、当該証券会社は破産手続によって清算されることが多い(後述の南証券、丸大証券破産事件がその例である)。他方で、基金補償制度が発動されずに(分別管理が適切に履行されながら)、破産手続に至った証券会社(日本ファースト証券等)もある。例外的に再建型倒産手続を利用するケース(現行基金制度設立前の1997年に破綻した三洋証券およびリーマン・ブラザーズ証券)もないわけではないが、法人としては結局清算された(前者は会社更生→破産、後者は民事再生→計画弁済完了[一般債権の9割以上を弁済]→破産によらない清算)。なお、証券会社の破綻処理の場面では、現状では預金保険法に基づく金融整理管財人制度のような行政的仕組みは存在せず、私的整理(準則型含む)も、事実上困難である。
  - (3) 本稿では、商品取引法関連の主な法令につき以下の略称を用いる(他の法令は慣例による)。金融商品取引法(昭和23年法律第25号):「金商」、金融商品取引法施行令(昭和40年政令第321号):「施行令」、金融商品取引業等に関する内閣府令(平成19年内閣府令第52号):「内閣府令」、投資者保護基金に関する命令(平成10年大蔵省令第125号):「保護基金命令」。

れた財産に対する顧客の権利は取戻権（破 62 条）または信託の倒産隔離の効果として完全に保護されることになるから、それらの財産はそもそも破産手続に取り込まれる財産や権利とはならず、基金による補償制度の出番もない。しかし、破綻証券会社が資産の不正使用、ずさんな管理、振替口座簿への誤記録<sup>(4)</sup>等により、返還すべき顧客資産に不足が生じた場合には、上記の基金補償の対象とならなかった顧客の債権は破産債権（破 2 条 5 項参照）として行使すべき債権ということになる。

これを、顧客資産は本来顧客に帰属すべき財産であったという視点からみると、補償対象とならなかった債権についても何らかの保護が必要ではないか、という疑問が生ずる。第 2 章で取り上げるアメリカの証券投資者保護法（Securities Investor Protection Act：以下 SIPA という）に基づく清算手続とそこにおける「顧客財産（customer property）」<sup>(5)</sup>の顧客への優先弁済の仕組みは、そのような考え方に基づいて構築されているように見受けられる。そこでは、清算管財人が破綻証券会社の「一般財団（general estate）」とは区別された「顧客財産」という法定の（あるべき）財産集合体が想定され、否認等によってその増殖を図り、そこから顧客に優先的に配当するという興味深い手続構成がとられる。しかもその清算手続では、SIPA により設置された証券投資者保護公社（Securities Investor Protection Corporation：以下 SIPC という）が管財人の実質的指名、管財人に対する「前貸し（advance）」<sup>(6)</sup>等を通して

- 
- (4) 振替株式等に関して振替口座簿への誤記載等があり、加入者である投資者が損害を受け、口座管理機関等が損害賠償義務を果たすことなく破綻した場合には、基金による補償とは別に、投資者の損害を一定限度額（1000 万円）まで補償するための「加入者保護信託」制度（社債株式振替 51 条以下）がある。この制度による救済制度と基金による補償が重ねて適用される場合には、まず加入者保護信託から支払われ、上限 1000 万円までの不足額があるときは基金が支払うこととされている（金商 79 条の 57 第 1 項 3 号）。加入者保護信託制度と基金補償制度との関係については、日本証券経済研究所「投資者保護基金制度」金融商品取引法研究会研究記録第 47 号（2014 年）18 頁以下、51 頁（神田秀樹）も参照。
- (5) 以下、アメリカの制度下での“customer property”の訳語として「顧客財産」を用い、わが国における法定の概念である「顧客資産」とは区別して用いることにしたい。なお、一般的に、顧客の財産またはその満足のために利用される財産（あるべきであった財産と現にある財産の双方を含む）を示すときは、「顧客資産」という用語を用いる。
- (6) “advance”という SIPA の用語は、一般の例に従い、「前貸し（する）」という訳語を用い

顧客の権利の早期最大の満足に深く関与する。このように、SIPA 清算手続は、SIPC の関与の下、「顧客財産」という財産集合体を軸に、顧客への実質的な補償手続と連携した最大限の満足の仕組みを構築し、多くの事例でそれを実現している。

本稿は、顧客資産（その範囲は一義的ではないが、まずは破綻証券会社が保管する、本来顧客に返還すべき個別資産またはそれらの集合体と広く捉えておく）を起点とした顧客保護という視点から、わが国の証券会社の破産手続における顧客の保護および基金の関与のあり方を再評価し、現行制度の問題点と制度的な再検討の方向性について検討を試みるものである<sup>(7)</sup>。

## 第1章 わが国における証券会社の破綻処理の概要

広義の金融機関（銀行、金融商品取引業者〔証券会社〕および保険会社）の破綻処理においては、信用秩序の維持、迅速な預金者・顧客・契約者の保護、各分野の取引や市場の信頼の確保など一般の倒産処理にはない特別の要請があることから、預金保険機構などそれぞれの分野における公的機関が関与する破綻処理手続（裁判所における法的倒産手続のほか、銀行破綻時の金融整理管財人制度など行政的な仕組みもある）が整備されている。もともと、具体的な処理方法は、各金融取引の性格に応じて相当の違いがみられ、本稿の検討対象である証券会社の破綻処理に関しては、原則として金融整理管財人のような行政的処理の枠組みは存在せず<sup>(8)</sup>、法的整理として選択される手

---

ることにしたい。ただし、いずれの advance も、一定範囲での顧客への弁済など使途が指定されている（§ 78fff-3 参照、つまり、「借り手」である管財人には使用方法についての選択権は、基本的には与えられない）など、実質的には SIPC から顧客への支払に近い点に留意が必要である。

- (7) 証券会社破綻処理を、市民投資家の保護システムとして捉えて、消費者法との関連について検討を試みた論考として、田頭章一「証券会社の破綻と市民投資家の保護」河野正憲=中島弘雅編『倒産法大系—倒産法と市民保護の法理』（弘文堂、2001年）259頁以下参照。
- (8) 2013（平成25）年の預金保険法等の改正により、「金融機関の秩序ある処理の枠組み」が導入され、システミックリスクを引き起こすおそれのある証券会社破綻のケースでも同枠組みが適用されることになった（預金保険126条の2以下参照）。この手続は、預金

続も、前述のように清算型の破産手続であるのが一般である。

証券会社の破綻処理と顧客保護の枠組みは概ね以下の通りである。

## 1 証券会社の破綻処理における顧客の保護

### (1) 「顧客資産」の意義

まず、証券会社破綻時の顧客保護の範囲を検討する際に基礎的な概念となる「顧客資産」の意味から確認しておく。わが国の法制上、「顧客資産」とは、金商法第4章の2「投資者保護基金」の中で定義され、用いられている語である。顧客資産の具体的な範囲は、法79条の20第3項に列挙されているが、代表的体系書によれば、次の3種類に分けられる<sup>(9)</sup>。

第1に、有価証券関連市場デリバティブ取引・商品関連市場デリバティブ取引の取引証拠金、信用取引の委託証拠金として、一般顧客から預託を受けた金銭および有価証券である。

第2に、有価証券関連業（28条8項）に係る取引（店頭デリバティブ取引を除く）・商品関連デリバティブ取引関連業務（79条の20第1項）に係る取引に関し、一般顧客の計算に属する金銭・有価証券または金融商品取引業者が一般顧客から預託を受けた金銭・有価証券である。

---

保険機構が中心になって行うが、基金が実質上どのような立場で関与するのか、また倒産手続との連携において、金融システムの安定という目的と倒産法の理念が衝突する場面がないのかなど、あらかじめ論じておくべき点は多いであろう。この制度の概要については、黒沼悦郎『金融商品取引法 [第2版]』（有斐閣、2020年）705頁以下、田頭章一『講義破産法・民事再生法』（有斐閣、2016年）16頁等参照。また、アメリカのドッド=フランク法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）（2010年）第2編が定める「秩序ある清算権限（Orderly Liquidation Authority：OLA）」に関する議論も参考にされるべきであろう。松岡啓祐「アメリカの投資者保護基金制度」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）109頁以下参照。OLAに基づく証券会社の清算手続については、連邦預金保険公社（FDIC）の関与によってSIPAが担ってきた顧客保護のあり方が変わってしまうのではないかと、との危惧もあるようである。See Note, *Who Determines Customer Property*, 2020 Colum. Bus. L. Rev. 686.

- (9) 黒沼・前注 699頁。松尾直彦『金融商品取引法 [第6版]』（2020年）511頁も参照。2019年の改正により有価証券とみなされることになった電子記録移転権利等（トークン化有価証券）は、保護対象である顧客資産には含まれない（金商79条の20第3項5号・6号、施行令18条の6の2）。

第3に、その他政令で定めるもの(金融商品取引業に付随する業務に関連する金銭または有価証券のうち指定されたもの。施行令18条の7、金融商品取引業に付随する業務に関する金銭又は有価証券が顧客資産となるものと指定する件〔平19金融・財務告3〕参照)である。

そして、上記の分類にあるように、「顧客資産」の「顧客」とは「一般顧客」を指し、それは、有価証券関連業(28条8項)等を行う金融商品取引業者の顧客であって当該金融商品取引業者と「対象有価証券関連取引」(その内容は43条の2第1項2号参照)等の取引をする者(ただし、適格機関投資家および国、地方公共団体その他施行令18条の5で定める者〔外国政府等〕は除く)をいう(79条の20第1項)。

以上のような内容をもつ顧客資産は、(3)で述べる有価証券業者の分別管理義務の対象であり(なお、分別管理義務は、顧客資産に含まれないトークン化有価証券等についても課せられる)、その義務が適切に履行されている限り顧客に損害が生ずることはないが、現実には分別管理の不備などの事情で顧客資産を顧客に返還できない場合がある。このような場合に、顧客保護のための重要な手段となるのが、金商法79条の56第1項の規定に基づく基金の補償制度である。もっとも、基金の業務はこの補償の実施に限られないので、次に基金の顧客保護のための業務全体を概観しておこう。

## (2) 顧客保護のための基金の業務の概要

基金が、「投資者の保護を図り、もつて証券取引又は商品関連市場デリバティブ取引に対する信頼性を維持する」という目的(金商79条の21)を達成するために行うべき各種業務は以下のとおりである(金商79条の49第1項)。

①一定の要件(79条の56第1項)の下で、一般顧客の顧客資産に係る債権について、1000万円を上限とする補償を行うこと(金商79条の49第1項1号)

②通知金融商品取引業者(認定金融商品取引業者を除く)〔通知〕および「認定」の意味については後述する)または通知金融商品取引業者に係る43条の2第2項に規定する信託の受益者代理人の申込みに基づき、その必要と認められる金額の範囲内において、これらの者に対し、顧客資産の返還に係る

債務の迅速な履行に必要な資金の貸付けを行うこと（金商 79 条の 49 第 1 項 2 号）

③ 79 条の 60 第 1 項の規定に基づき、金融機関等の更生手続の特例等に関する法律の規定による行為（⑤参照）を行うほか、一般顧客が証券会社に対して有する顧客資産に係る債権の実現を保全するために必要な一切の裁判上または裁判外の行為を行うこと（金商 79 条の 49 第 1 項 3 号）

④ 会員金融商品取引業者の委託を受けて行う当該業者に係る 79 条の 61（および保護基金命令 4 条の 3）に基づく 43 条の 2 第 2 項または内閣府令 143 条の 4 第 1 項に規定する信託の受益者代理人としての業務その他の顧客資産の迅速な返還に資するための業務等（金商 79 条の 49 第 1 項 4 号）

⑤ 金融機関等の更生手続の特例等に関する法律第 4 章第 5 節（会社更生）、第 5 章第 3 節（民事再生）および第 6 章第 3 節（破産）の規定による顧客表の提出その他これらの規定による業務（金商 79 条の 49 第 1 項 6 号）

⑥ 破産法の規定により選任される破産管財人、保全管理人、破産管財人代理若しくは保全管理人代理、民事再生法、会社更生法の規定により選任される管財人等または外国倒産処理手続の承認援助に関する法律の規定により選任される承認管財人等の業務（同項 7 号）

⑦ 会員の負担金（79 条の 28 第 4 項および第 79 条の 64 第 1 項に規定するもの）の徴収等（金商 79 条の 49 第 1 項 5 号）、預金保険法に基づく預金保険機構の特別監視代行者（預金保険 126 条の 4 第 3 項）および特定管理命令に係る機構の代理（預金保険 126 条の 6 第 1 項）の業務（金商 79 条の 49 第 1 項 8 号・9 号）、

⑧ 以上の各業務に附帯する業務（同項 10 号）

### (3) 証券会社の分別管理義務と基金による補償制度

基金による顧客保護の中心である補償制度（上記 (2) ①）の趣旨については、すでに簡単に言及したように、顧客資産に関する証券会社の分別管理義務（金商 43 条の 2）の補完であり、顧客資産との関連性が濃厚である<sup>(10)</sup>。分別管理の方法については、法令（金商 43 条の 2、内閣府令 136 条以下）に

---

(10) 黒沼・前掲注(8)700頁、松尾・前掲注(9)510頁等参照。

よって詳細な規定が置かれ、また外部監査制度の導入(金商43条の2第3項、内閣府令142条)や違反に対する罰則規定(金商198条の5第1号)による規制の強化も行われてきたものの、たとえば証券会社に義務付けられる顧客分別金信託(金商43の2第2項)のチェックは1週間に1回以上とされ(内閣府令141条1項7号)、最大で1週間のタイムラグが生ずるなど、全額の返済ができない状況が生じることは完全には回避できない<sup>(11)</sup>。

基金による補償手続は、概ね次のように行われる。

まず、基金の会員である証券会社は、金融商品取引業の登録が取り消されたとき、破産手続等の申立てを行ったときなどには、基金に通知をしなければならない(金商79条の53第1項)。それを受けて基金は、当該会員(「通知金融商品取引業者」)の顧客資産分別管理の状況を調査し、投資者の保護に欠けるおそれがないことが明らかであると認められるときを除いて、通知会員につき「顧客資産の返還に係る債務の円滑な履行が困難であるかどうかの認定」を、遅滞なく行う(金商79条の54)。基金が履行困難の認定をした場合(これにより「認定金融商品取引業者」[金商79条の55第2項]となる)には、補償対象債権の届出期間・方法等を公告し(金商79条の55第1項)、顧客の支払請求書類の届出を受けて、基金は法令に従って算定した金額の支払を行う(金商79条56・79条の57、保護基金命令3条1項参照)。補償額は顧客一人当たり1000万円が上限であり、基金はその支払額に応じて、補償の対象となった顧客の債権を取得する(金商79条の57第4項)。

#### (4) 顧客資産に関連する基金のその他の権限

次に、(2)で述べた基金の各種業務のうち、顧客資産との関係で重要なものについて簡単にコメントしておきたい(なお、破産手続における基金の権限は、後述2で述べる)。まず、(2)②の迅速な顧客資産の返還のための通知金融商品取引業者への貸付けである。この基金の権限は、当該通知業者が分別

---

(11) 顧客分別金の必要額の「差替え」の具体的ルールについては、日本証券業協会『顧客資産の分別管理Q & A(改訂第3版)』(2011年)Q47解説参照。なお、証券会社の中には、「預かり資産包括補償制度」(民間保険会社との契約による)を設け、基金補償上限額を超える顧客の損害を填補する任意の仕組みを用意するところもある。<https://www.matsui.co.jp/company/ir/press/pdf/pr010330.pdf>

管理義務を遵守し、顧客資産の返還が可能な場合でも資産の換価等に手間取り迅速に顧客への返還ができない場合に備えて（資産返還自体が困難であることが想定される認定金融商品取引業者は融資対象から除外されている）、返還に必要な資金の融資を行うものである。第2に、金商法69条の60の規定に基づいて、基金が「一般顧客が証券会社に対して有する債権（当該一般顧客の顧客資産に係るものに限る）」の実現を保全するために必要な一切の裁判上または裁判外の行為を行う権限（(2)③）である。この権限については、その顧客債権の意味に関して議論がある。すなわち、有力説によれば、基金による補償対象となる債権は、この債権には含まれない結果、同条が適用される顧客資産に係る債権とは、「支払のための認定（〔金商〕法79条の54）がされなかったり、支払限度（法79条の57）を超えているために基金による支払が行われなかった一般顧客の債権を意味する。」とされる<sup>(12)</sup>。これに対しては、この説に従うと、基金は、一般顧客の債権の金額（基金による補償額を控除した者）が確定した後でなければ、本条に基づく権利行使ができないということになりかねないとして、基金は一般顧客の債権全額につき保全行為をすることができ、証券会社が返還できなかったものを基金が補償するというのが望ましいはずであると論じられる<sup>(13)</sup>。

第3に、(2)④の顧客分別金信託の受益者代理人として信託受益権を行使する権限に関しては、受益代理権の一括行使（内閣府令141条1項2号）を前提とすると顧客全員の受益権が確定しない間は返還手続ができず、迅速な返還ができないこと、また、会員業者の委託が必要なことから（金商79条の61）破綻会社の経営陣が雲隠れしているような場合は委託を受けられないなどの実務的問題点が指摘されている<sup>(14)</sup>。

---

(12) 神田秀樹=黒沼悦郎=松尾直彦編『金融商品取引法コンメンタール〔第3巻〕』（商事法務、2012）180頁（黒沼）。

(13) 日本証券経済研究所・前掲注(4)13頁以下（神田秀樹）。

(14) 日本証券経済研究所・前掲注(4)12頁以下（神田）参照。他の立法課題として、未決済の取引の別の証券会社への移管の手続の整備などが指摘される（同20-21頁）。

## 2 顧客資産に対する顧客の権利保護の観点からみた証券会社の破産手続

### (1) 破産手続に関する監督庁・基金の関与

証券会社破綻時には、迅速な破産手続開始の公益的要請が強まることから、破産の申立ては、破産法上の申立権者(破18条・19条・246条1項等参照)のほか、監督庁(内閣総理大臣)もすることができる(更生特例490条1項。なお、管轄の特例等については、同法496条参照)。経営悪化が深まるに伴い、経営者による顧客資産の流用等が起こりやすくなることは否定できないところであるから、行政機関の持つ情報を利用して早期に破産の申立てがなされることは、顧客の保護にとって有意義であろう。また、証券会社について破産の申立て(監督庁によるものに限定されない)があったときは、監督庁は、強制執行等他の手続の中止命令、保全処分、および保全管理命令の申立てなどをすることもできる(更生特例493条~495条)<sup>(15)</sup>。先に紹介した基金の補償手続は、証券会社につき破産手続の申立てがなされたときは、破産手続と並行して行われることになる。そして、補償額1000万円を超える顧客の債権は破産債権となり、基金は、(2)⑤で述べた業務としてこの顧客の破産債権に関する一覧表(「顧客表」)を顧客の縦覧に供した上で裁判所に提出し、それにより破産法の規定に基づいて顧客債権の届出がなされたものとみなされる(更生特例520条~522条。ただし、届出が擬制される顧客であっても、「参加の届出」をして自ら破産手続に参加することができる〔更生特例523条〕)。基金の顧客表提出準備等に必要期間との調整のため、破産裁判

---

(15) 証券会社破綻の場合には、破産手続開始までに処理すべき(手続が開始すると処理しにくい)業務があるともいわれており、過去には保全管理命令(破91条1項)が発せられ、かなり長期間の保全管理手続が行われる例があった(三山裕三「証券会社における保全管理業務」NBL694号(2000年)46頁〔ただし、寄託証券補償基金時代の事例についての報告〕、桃尾重明「証券会社の倒産」高木新二郎=伊藤真編集代表『講座倒産の法システム第4巻』(日本評論社、2006)296頁参照)。後で改めて論ずるように、仮に証券会社の破綻処理の一部が、厳格な債権者平等の遵守や慎重な手続といった法的倒産手続に馴染まないところがあるとすれば、基金等が関与する行政的な手続を先行させ、会社の清算や最終的な配当に向けての司法手続との連携した破綻処理システムを構想することもありうるであろう。

所は債権届出機関の決定に際しては、あらかじめ基金の意見を聴かなければならない（更生特例 514 条）。その他、基金は、顧客表の提出により届出が擬制される顧客債権者（「基金代理顧客」）のために、破産手続に属する原則として一切の行為をすることができる（更生特例 524 条）。基金は、同条の権限を行使するに際して、基金代理顧客に対して公平誠実義務と善管注意義務を負う（更生特例 525 条）。

## （2）破産手続における顧客資産・顧客債権の取扱い

顧客資産のうち、まず顧客分別金信託（金商 43 条の 2 第 2 項、内閣府令 141 条 1 項）により保管されている財産は、そもそも破産財団に含まれないから（委託者の固有財産からの倒産隔離）、証券会社の破産手続に影響されることなく（一種の取戻権）、基金が、当該証券会社の委託を受けて上記信託の受益者代理人として信託財産を受益者たる顧客に返還することになる（金商 79 条の 61 参照）。また、証券会社が自社の財産と明確に区別して管理している有価証券（金商 43 条の 2 第 1 項、内閣府令 136 条 1 項参照）についても、顧客に属する（または共有持分を有する）証券が特定できることを条件に、その顧客の取戻権（破 62 条）が成立し、破産管財人は顧客から預託を受けた財産及びその計算において自己が占有する有価証券等を遅滞なく返還しなければならない（金商 50 条の 2 第 8 項、56 条 1 項参照）。上場株式のように権利の移転に振替制度が利用されている場合にも、振替口座簿上、自己の固有財産と分別して管理され、顧客資産として特定できる限りにおいて、顧客の取戻権を認める方向で解釈がなされるべきものように思われるが、この点は争いがあるところである<sup>(16)</sup>。以上に対して、証券会社による有価証券の流用や意図的な振替口座簿記録の操作によって顧客資産が減少した場合に

---

(16) 振替証券の場合、証券会社と顧客間の契約により決済プロセスに証券会社の自己口座を経由することから、証券上の権利がいったん証券会社に移転するとの理解が成立するなどとして、顧客の取戻権を否定する見解として、金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会「顧客保護の観点からの預かり資産を巡る法制度のあり方」金融研究 32 巻 4 号（2013 年）43 頁、45 頁がある。なお、上記研究会論文においては、顧客が証券の買入れ委託に際して証券会社に買入資金を交付していない場合には、資金交付義務と買入物品の引渡義務とが双方未履行となり、破産法 53 条で処理されることなど、関連する法律問題についても検討されている。

は、その返還請求権に代わる損害賠償請求権等は、一般債権とならざるを得ない<sup>(17)</sup>。また、顧客分別金信託額が前述した不足金補充のための時間的ズレなどのために預託金額を下回る場合は、一般に、金銭に関する所有と占有の一致という判例通説の考え方(最判昭和39・1・24判時365号26頁など)に基づき、金銭自体が証券会社に預託されている場合はもちろん、証券会社名義で専用預金口座に入金されている場合でも、顧客は一般債権者としてその返還を求めるしかないと解されている<sup>(18)</sup>。このように、本来の顧客資産を対象としていた顧客の権利は、——基金による補償対象となる部分を除いて——それ以外の会社財産(=破産財団)から、証券取引とは無関係の債権を含む他の債権者と平等に配当を受けるしかない地位に置かれるのである。

本来存在すべきであった顧客資産が存在しない場合の顧客債権の実現のため、基金補償制度は強力な保護を実現しているものの、補償上限額を超える部分については破産法の原則に戻り破産債権として行使せざるを得ない(補償により基金が取得する顧客債権も同様である)点は、あるべき顧客資産からの最大限の顧客債権の保護という観点からみる限り、その取扱いの相違には一貫しないものが潜んでいるといえないだろうか。

### 3 証券会社の破産手続をめぐる重要判例の検討<sup>(19)</sup>

#### (1) 最判昭和43・7・11民集22巻7号1462頁

Xは、訴外A証券会社に、訴外会社の株式の買い入れ委託をし、A社はその委託に基づいて右株式を買い入れて自己名義への名義書換手続をとった

---

(17) 本文では、流用等の取引(たとえば売買)が決済済みであることを前提としているが、証券会社の破産手続開始前に不当な有価証券の売却がされ対価が未履行の場合には、顧客はその対価請求権の移転を請求でき、既履行で反対給付を破産管財人が受領したときはその反対給付を取戻権または(反対給付が金銭など不特定物のときは)財団債権としてその権利を行使できる(代償的取戻権。破64条1項前段、2項)。

(18) 金融取引における預かり資産を巡る法律問題研究会・前掲注(16)48頁以下。

(19) アーク証券の破綻(破産)事件に関連して、レセプト債の取引で被害を受けた一般顧客が基金を被告として補償金の支払いを求めた事件につき、最近第1審判決が出た(請求棄却。東京地判令和3・9・29判例集未公開)。分別管理義務違反の有無、ひいては顧客資産の解釈による拡張の可能性が問われた事件であり、本稿の関心からも重要な裁判例であるが、一部の原告により控訴されたようでもあるので、今後の検討課題としたい。

上でこれを保管中、A社が破産宣告（現在は破産手続開始決定）を受けた。そこで、Xは本件訴訟を提起し、A社の破産管財人Yに対して、上記株券のXを譲受人とする裏書およびXへの引渡し等を求めた。

原審は、問屋と委託者の間の関係においては、問屋のなした売買の効力は直接委託者に対して生じ（商法第552条2項、民法99条）、委託者は問屋に対してその権利を主張できるが、「本来問屋は当該売買より生ずる権利義務の主体であるから、委託者が第三者に対してその権利を主張するためには問屋からその権利の移転を受けなければならない」とした。したがって、株券の裏書等の方式による株式の譲渡を受けていない限り、委託者は取戻権を行使し得ず、既に交付した資金について一般債権者として権利を行使し得るに過ぎない。このように述べて、Xが問屋であるA社の破産手続開始前に株式の譲渡を受けていない本件では、取戻権を前提とするXの本訴請求は理由がないと判断した。Xが上告した。

最高裁は、原判決を破棄し（原審に差戻し）、次のように判示した。「問屋が委託の実行として売買をした場合に、右売買によりその相手方に対して権利を取得するものは、問屋であって委託者ではない。しかし、その権利は委託者の計算において取得されたもので、これにつき実質的利益を有する者は委託者であり、かつ、問屋は、その性質上、自己の名においてではあるが、他人のために物品の販売または買入をなすを業とするものであることにかんがみれば、問屋の債権者は問屋が委託の実行としてした売買により取得した権利についてまでも自己の債権の一般的担保として期待すべきではないといわなければならない。されば、問屋が前記権利を取得した後これを委託者に移転しない間に破産した場合においては、委託者は右権利につき取戻権を行使しうるものと解するのが相当である。」

本件は、問屋（商551条）としての性格を有する証券会社が、顧客（委託者）からの買入委託に基づき、顧客から預託されていた金銭を使って株式（現物）の買入れを行ったが、顧客に所有権を移転し、対抗要件具備のための手続を経る前に、破産手続開始決定を受けた事例である。本判決は、①顧客の取戻権を認める根拠として、問屋が取得した権利は委託者の計算において取得されたもので実質的利益を有する者は委託者であること、および②問

屋の債権者は問屋が委託の実行により取得した権利についてまでも自己の債権の一般的担保として期待すべきではないことを挙げている。本判決の結論に対してはこれに賛同する見解が大勢であるが、上記の理論構成に関する説示は不十分であるとの批判も多かった<sup>(20)</sup>。そこで、学説では、いわゆる破産管財人の第三者性との関係で、委託者の破産債権者への対抗という観点から、委託者への権利の移転とその対抗要件の存在を根拠づけることが関心対象となり、買入資金が委託者から証券会社に支払われていることを前提に、株式の所有権は問屋に属するが、委託者と問屋との契約の解釈として所有権の引渡しおよび引渡し(占有改定)の効果を生じさせる構成などが提案されてきた<sup>(21)</sup>。

(2) 最判平成18・7・13民集60巻6号2336頁(南証券事件)

2000年に起きた南証券の破綻事件は、1998年の金融システム改革法に基づく現行投資者保護基金の補償が行われた初めての事例である<sup>(22)</sup>。南証券は、実体のないA社など3社を発行会社とする各社債(以下「本件各社債」といい、上記各発行会社を「本件各社債発行会社」という)の募集を行い、X

---

(20) 藤原弘道・民商60巻3号(1969年)421頁以下、藤田友敬「問屋の破産と委託者の保護」法教216号(1998年)36頁等参照。最判昭和43・12・12民集22巻13号2943頁など前掲最判昭和43・7・11と同旨の判決も、追加的な根拠を述べているわけではない。なお、上記最判昭和43・12・12は、証券会社が委託により株式を取得した後破産手続開始決定を受けて、委託者である顧客が当該株式につき取戻権を有する場合、右株式の名義人であった破産証券会社の破産管財人が受けた右株式の配当金および右株式につき株主に割り当てられた新株については、顧客は、不当利得に基づく財団債権(破47条5号(現148条1項5号に相当))として、上記配当金および新株の給付を請求することができる、と判示したものである。

(21) 学説の詳細については、伊藤眞ほか『条解破産法[第3版]』(2020年)492頁以下等参照。

(22) 改正証券取引法では、すでに基金の補償額は顧客一人当たり1000万円とされたが(証券法79条の57第3項、証取法施行令18条の12)、2001年3月までに基金が受けた通知に係る証券会社については、上限額は設けないものとされていた(証取法改正附則[当時]4条参照)。資金資料によると、南証券の破綻事件では、基金の補償額は58.9億円、うち基金の取得した顧客債権の配当等による回収額を控除した最終負担額が34.6億円であった。ちなみに、現行基金創設前の「準大手」とされた三洋証券の破綻事件(1997年11月に会社更生の申立て、その後更生手続から破産手続へ)では、当時の寄託証券補償基金の補償額は361億円、最終負担額は約287.7億円に上った。

ら（一部の承継人を除いて、以下「本件各社債取引者」といい、それらの者と南証券との本件各社債に関する取引を「本件各社債取引」という）は、南証券に対し本件各社債の引受けの申込みをして代金を払い込んで預託し（以下「本件預託金」という）、預かり証の交付を受けた。南証券については、各種行政処分が繰り返されたものの経営状態は改善せず、監督庁は南証券に対して破産申立てをするに至った。これに対して裁判所は破産宣告（破産手続開始決定）をし、同日、基金は、同社について、弁済困難の認定に基づく公告（証取法〔当時〕79条の55第1項）を行った。もっとも、基金は、Xらに対しては、南証券に振り込まれた本件社債の買付け代金は、契約上発行会社への払込期日をもって各社債発行会社の計算に属する金銭になっており、南証券の「預り金」とはいえない、などとして補償対象ではない旨の通知を行った。

そこで、Xらが、基金に対して、当時の証券取引法79条の56第1項の規定に基づく補償金の支払を求めた。本件で主たる争点となったXらの主張は、(1) 本件各社債発行会社と南証券との間の本件各社債募集取扱契約は実体がなく不成立又は無効であるから、本件預託金は本件各社債発行会社の計算に属する金銭ではなく、南証券が預託を受けた金銭に当たる、(2) 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という被告基金の役割や、本件各社債取引が事実として存在することなどから、本件各社債取引が私法上有効であるか無効であるかを問わず、「証券業に係る取引」（証取〔当時〕79条の20第3項2号。現金商法同号では、「金融商品取引業（第28条第8項に規定する有価証券関連業に限る。・・・）に係る取引」と表現されている）に当たる。

原審は、(1)につき、本件各社債が不成立または無効な契約により募集されたものであるとすれば、本件各社債取引は、証券業に係る取引とはいえないとし、また(2)については、本件各社債取引が実体のないものであるとすれば、それは証券取引の形態を仮装したにすぎないこととなり、証券業に係る取引に当たるといえることはできない、として請求を棄却した第1審の判断を支持した（控訴棄却）。Xらの一部からの上告受理の申立てに対して最高裁はそれを受理し、次のように述べて、原判決を破棄し、本件を原審に差し戻した。

まず、上記争点(1)については、本件各社債取引は、南証券と本件各社債取引者らとの間の取引であり、本件各社債発行会社と南証券との間の本件各社債募集取扱契約とは別個の取引であるから、同契約が不成立または無効であったとしても、そのことから当然に本件各社債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、という。

また、争点(2)については、次のように判示した。

「基金は、・・・一般顧客が認定証券会社に対して有する顧客資産に係る債権であって認定証券会社による円滑な弁済が困難であると認められるもの(補償対象債権)につき一定の金額を支払う等の業務を行うことにより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ことを目的として設けられたものである。したがって、認定証券会社が一般顧客から預託を受けた金銭であっても、顧客資産、すなわち証券業に係る取引に関して預託を受けた金銭に係る債権でなければ補償対象債権には当たらない(法79条の20第3項2号、79条の56)が、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ふ、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、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。もっとも、上記趣旨等からして、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、当該取引は証券業に係る取引の該当性が否定されるものというべきである。

これを本件についてみると、前記確定事実によれば、本件各社債取引者らは、南証券がした本件各社債の募集に応じて、南証券に対し、本件各社債の引受けの申込みをし、本件預託金を払い込んだものであり、本件各社債取引は、証券会社とその顧客との間における社債取引として行われたものであることができる。

そうすると、本件各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としても、本件各社債取引者らが、本件各社債取引の際、そのことを知っていたか、あるいは、知らなかったことにつき重大な過失があるという事情がない限り、本件各社債取引は証券業に係る取引に当た

ると解すべきである。」<sup>(23)</sup>

この最高裁判決による差戻後の札幌高判平成19・5・18（LLI/DB判例秘書【判例番号】L06220203）は、本件各社債取引が南証券により証券業に係る取引のように仮装によってなされたものと認定した上で、本件各社債取引者らに重大な過失があったともことは認められないという。この重過失の認定に関しては、基金は、本件各社債の異常な高金利（最大年6.8%）に鑑みて、原告らはペーパーカンパニーである社債発行会社の財務内容を示す資料（現実には存在しなかった）の閲覧等をすべきであったのにそれをしなかった点を指摘した。これに対して、本判決は、①たしかに閲覧等をしていれば本件各社債が、投資に不適格であることが判明した可能性は否定できないが、南証券は大正8年に創業され業界でもそれなりの立場にあったところ、社債の宣伝チラシ等には、本件各社債発行会社が南証券のグループ会社であることなどが記載され、その記載に一定の信頼が発生するということができること、②表示された金利も、外貨預金などと比較すれば、異常な高金利というほどのものではないこと、③本件各社債取引者らが、いわゆる投資の専門家といえるような事情は見受けられないことを考慮すれば、本件各社債取引者らが、南証券の店頭で本件各社債発行会社の財務資料を閲覧しようとしなか

---

(23) 証券会社と取引をした者の悪意または重過失の証明責任は基金側にある（志田原信三・最高裁判例解説民事篇平成18年度（下）798頁）。実態は仮装の取引でも、外見上は適法かつ正当なものであるときは、その取引は「証券業に係る取引」に含まれるが、証券取引者が仮装の事実について悪意・重過失の場合にはそれを否定するという考え方は、いわゆる外形理論に基づくものといえ、調査官解説によれば、使用者責任に関する民法715条1項の「事業の執行について」の解釈に関する最判昭和42・11・2民集21巻9号2278頁等が参考になるという（同798頁。外形理論は上告受理申立ての理由でも主張されていた。同790頁）。もちろん基金補償の法律関係は民法715条の適用場面とは異なることは明らかであるから（川口恭弘・リマークス2008年（下）90頁）、顧客の主観的要件をめぐる解釈については議論の余地があり、学説には、基金による顧客保護を徹底する立場から重過失の場合には顧客を保護すべきであるという見解もある（甘利公人・金判1336号（2010年）217頁、森下哲朗・金融商品取引法判例百選（別冊ジュリスト214号（2013年）153頁参照）。傾聴すべき見解であるが、顧客が仮装取引につき故意に近い重過失である場合を拾わなくてよいのかという点は一考の余地があり、重過失でも保護を否定する立場に立っても、差戻審判決にみられるように、顧客の性格や取引の実態等を考慮し、重過失の判断を慎重に行うことにより適切な顧客保護を図ることができるように思われる。

ったことに過失があるとしても、それが重大であるとはいえない、と判断した。

### (3) 判例にみる「顧客資産」と顧客保護の対応関係

前掲最判昭和43・7・11は、先にみたように、結論に至るまでの理論的裏付けについて明確性を欠く面があり、学説による多様な説明が試みられている状況であり、立法的な手段の必要性も指摘されている。しかし、証券会社の破産という状況を前提とし、基金による補償制度を中心とする制度的な顧客保護の仕組みと離れて顧客資産に対する顧客の基本的地位を検討するとき、依然として重要な意味を持つ判例といえよう。すなわち、本判決は、委託者と問屋の法律関係について、問屋が取得し、占有している権利の実質的利益は委託者にあるという理解を示しつつ、第三者(破産債権者)の立場からも、当該権利は問屋の債権者が自己の債権の一般的担保として期待すべき対象ではないという実質論をもって対抗要件を問題にすることなく委託者である顧客の取戻権を認めた。本件は証券会社の破産事件であり、預託株式は顧客資産に該当する点に着目すると、問屋の理論ではその権利は問屋に属するにもかかわらず、本来顧客に返還されるべき財産につき特別の保護を与えたものと解することもでき、本稿の視点から重要な判例といえることができる<sup>(24)</sup>。

他方、南証券事件判決においては、基金による補償の範囲という形で顧客の保護の範囲が問題となった。本判決では、「証券業〔金融商品取引業〕・・・に係る取引」(金商79条の20第3項2号)の範囲が直接の判示事項とされているが、「顧客資産」の視点からみると、破産者である南証券が

---

(24) 最判昭和43・7・11との類似性がみられる判例として、公共工事に関して県が請負人に支払った法定の前払金について、当事者の明確な意思が示されていないにもかかわらず、地方公共団体を委託者、請負人を受託者、前払金を信託財産とする信託の成立を認め、前払金(その預金の返還請求権)は請負人の破産財団に属さないとした最判平成14・1・17民集56巻1号20頁がある。両判決は、問屋と信託という根拠法理の違いがあるとはいえ、破産者が預託を受けた財産(委託者の委託に基づいて買入れた株式と公共工事前払金として請負人が預託を受けた公金)につき、その実質的帰属主体の権利保護の観点から、一種の取戻権(信託の倒産隔離効を含む)を認めた点で共通の方向性があるとみてよいのではなかろうか。

仮装の「証券業に係る取引」に基づき預託を受けた金銭は——基金による補償対象債権（金商 79 条の 56）との関係で——「顧客資産」に含まれるという判断がなされたと捉えることができる<sup>(25)</sup>。その意味では、顧客資産の意義を柔軟に解釈し（とくに分別管理と直接関係しない顧客資産を認めている点が重要である）、顧客保護の強化の方向へその範囲を拡張した判例といえる。顧客が仮装取引であることについて悪意または知らなかったことにつき重過失であるときには「証券業に係る取引」とはいえないとしている点は、仮装取引を実際の取引と同視する力業に伴う行き過ぎを調整するものとして基本的には賛成できるが、上記のような本判決の意義を貫徹するためにも、悪意重過失の証明責任は基金側にあることはもちろん、補償の否定を導く顧客（とくに一般顧客）の「重過失」とは重度のものに限るべきであろう<sup>(26)</sup>。

## 第 2 章 アメリカ証券投資者保護法（SIPA）に基づく清算手続

### 1 SIPA の立法趣旨<sup>(27)</sup>

米国では、1960 年代に相次いだ証券会社の破綻による証券市場の混乱と社会的信頼の低下を受けて、証券会社破綻時の証券投資者の保護と証券市場の信認を取り戻すため、1970 年に連邦法である SIPA が制定された（以下、条文番号〔15 U. S. C〕だけで引用するのは、1978 年改正後の同法の規定である）<sup>(28)</sup>。同法は、その目的を達成するために、SIPC を創設し、会員である

---

(25) 神田=松尾=黒沼・前掲(12)180 頁（黒沼）。

(26) 前掲注(23)参照。

(27) アメリカの SIPA の内容および証券会社破綻時の SIPC の役割についての先行研究として、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）、同・前掲注(8)、日本弁護士連合会消費者問題対策委員会『米国調査報告書—米国における消費者被害にかかる違法収益剥奪・被害回復の制度と実務』（2016 年）とくに 67 頁以下などがある。

(28) SIPA 制定以前の法制および学説上の議論については、松岡・前注『証券会社の経営破綻と資本市場法制』11 頁以下、1 Collier on Bankruptcy ¶ 12-03 参照。

証券業者から徴収する負担金を主財源とするファンドにより、SIPCは顧客の権利の早期満足のために証券会社清算手続の管財人への前貸し(50万ドル〔現金は25万ドル〕を上限とする)等の業務を行う。証券会社は顧客財産について分別管理義務を負い、その義務違反のリスク(いわゆるカストディーリスク)に備えて、公的団体が一定の上限を定めた顧客への支払を行う(支援する)という点において、SIPCの顧客保護の権限は、わが国の基金と共通するといえる<sup>(29)</sup>。しかし、SIPCがSIPAに基づく破綻証券会社清算手続で果たす権限は、わが国の基金のそれと比べるとより広範かつ強力である。以下では、冒頭に述べた本稿の問題意識に従い、清算手続における顧客財産による顧客権利の満足という視点から、SIPAの特則を確認しておきたい。

連邦倒産法(以下、本章では単に「倒産法」ということがある)においても、第7章第Ⅲ節(Stockbroker Liquidation)が設けられ、証券会社の清算に特化した清算手続に関する定めを規定している。しかし、債務者がSIPCの会員証券会社であるときは、SIPAによる清算手続を利用することにより、顧客財産の返還の迅速な処理のための手段が豊富に利用できるだけでなく、清算手続の管理費用にSIPC資金を活用できるため、SIPAに基づく清算手続がほぼ独占的に証券会社の法的倒産処理手続として利用されている<sup>(30)</sup>。倒産法第7章第Ⅲ節に基づく清算手続とSIPA清算手続との最も基本的な違いは、前者では、債務者の財産を現金に換価して配当を行う(倒産法§748)のに対して、後者では最大限証券の請求権を持つ顧客には証券で返却して従前の投資との整合性を確保するという態度がとられ(§§78fff-1(b)(1), 78fff-2(b))、SIPCによる前貸金をもって管財人に顧客の権利満足のための

---

(29) アメリカの分別管理ルールについては、松岡・前掲注(27)302頁以下参照。分別管理に関するSEC Rule 15c3-3と、その違反に関して自己申告を促す規制手法である“Customer Protection Rule Initiative”につき、次のサイトも参照。<https://www.sec.gov/divisions/enforce/customer-protection-rule-initiative.shtml>

(30) SIPAと矛盾しない範囲では、倒産法第1章、第3章、第5章等の総論部分が適用される(§78fff(b)前段)。証券会社には、倒産法第11章(再建手続)の適用は想定されていない(倒産法§109(b)参照)。ただし、一般の第7章清算事件や第11章再建事件をSIPA清算手続に実質的併合(substantive consolidation)することは可能(逆は不可)と解されており、実例もある。SIPA清算手続と連邦倒産法上の手続との関係一般については、See 1 Collier on Bankruptcy ¶12.02.

証券の購入権限が与えられるのはその表れであるという指摘がある<sup>(31)</sup>。

## 2 SIPA に基づく清算手続

### (1) 清算手続の開始

SIPA に基づく証券会社の清算手続は、SIPC の申立てによって（債務者、債権者等一般の申立権者の申立権はない）連邦地方裁判所が当該証券会社に対する「保護命令（protective decree）」を発することによって開始される<sup>(32)</sup>。連邦地裁は清算管財人およびその法律顧問（counsel）を任命するが、SIPC が独自の裁量で（in its sole discretion）指名する者を管財人等に任命しなければならない<sup>(33)</sup>。管財人が任命されると、連邦地裁は、清算手続を連邦倒産法に基づく事件を管轄する裁判所（倒産裁判所）に移送する命令をしなければならない（§ 78eee (b) (4)）。これにより、清算手続に関する管轄権は倒産裁判所が行行使することとなる。すでにこの手続開始段階に表れているように、証券会社の清算手続における SIPC の濃厚な関与およびその実質的選定に係る管財人を通じた顧客保護が原則になっている点が SIPA 清算手続の特色となっている<sup>(34)</sup>。

管財人は、就任後直ちに清算手続の開始を公告し、その内容を債務者の帳簿上判明した顧客等に通知し、債権届出のための書式を送付する（§ 78fff-2 (a) (1)）。債権者はこれに応じて自己の債権を届け出、管財人はそれを調査

---

(31) 6 Collier on Bankruptcy ¶ 740.01 [3]

(32) § 78eee (a) (b) 参照。債務者が保護命令発令に同意しない場合等における発令要件につき同条 (b) (1) を参照。また、保護命令発令まで時間がかかるときは、債務者に対する担保権の実行手続等の中止、仮レシーバー（temporary receiver）の任命等ができることについては、同条 (b) (2) (B) 参照。

(33) § 78eee (b) (3)。倒産法第 7 章の通常清算手続で（仮）管財人の選任に関与する連邦管財人（US Trustee）（倒産法 § 701 参照）は、SIPA 清算手続には関与しない。一定規模以下の SIPA 清算事件においては、SIPC は、自らまたはそのスタッフを管財人に指名することもできる（§ 78eee (b) (3)）。

(34) なお、顧客の請求権合計額が 25 万ドルに満たない場合などいくつかの要件を満たすときには、SIPC はその裁量により清算手続ではなく、裁判所外での顧客への直接支払手続（direct payment procedure）を行うことができる（§ 78fff-4）。See <https://www.sipc.org/cases-and-claims/how-a-liquidation-works>.

して最終的な配当手続に進むことになるが、それと並行して、管財人は、「顧客名義証券 (customer name securities)」の顧客への返却、SIPC からの前貸金を利用した顧客への支払い、債務者の顧客証券口座の他の会員証券会社への移転 (SIPC の事前の同意は必要だが、顧客の承認は不要) などの業務を行う<sup>(35)</sup>。

## (2) 「顧客」および「顧客財産」の概念

清算手続における顧客財産の意義を明らかにするためには、まず「顧客」の概念を確認しておく必要がある。SIPA は、「顧客」の基本的定義として、債務者である証券会社が、保管 (safekeeping)、売却、売買の保証、購入後の所持のため、担保証券として、または譲渡効発生のために、ブローカーまたはディーラーとしての通常の業務の過程で当該人からまたはその証券口座 (securities account) のために受領し、取得し、保有する証券に基づいて請求権を持つ者をいうと定めている (§ 78III (2) (A))<sup>(36)</sup>。顧客は個人だけでなく、各種法人・信託・会社 (規模は問わない) 等を含む (SIPC の規則である Series100 Rules (c) 参照)。また、証券業者による上記証券の売却または流用等 (conversions) に起因して、証券会社に対して請求権を持つ者も顧客に含まれる (§ 78III (2) (B) (iii) 参照)。これに対して、SIPC の会員証券会社の外国子会社との取引から生じた請求権を持つ者およびその請求権が実質的に債務者会社の資本に該当する者などは、顧客の範囲から除外されている (同条 (2) (C))。

以上のような「顧客」概念を構成要素とする「顧客財産 (customer property)」とは、SIPA の定義によれば「顧客からまたはその証券口座のために、

---

(35) 顧客口座の移転 (§ 78fff-2 (f)) は、顧客の権利の迅速な満足を目的とする制度であるから、手続初期の段階で行われることが想定されている。この迅速性の要請のため、実務では、債務者の特定の支店にある顧客口座が、包括的に譲渡されることもあるとされている (Stephen P. Harbeck, *Stockbroker Bankruptcy: The Role of the District Court and the Bankruptcy Court Under the Securities Investor Protection Act*, 56 Am. Bankr. L. J. 277, 285 (1982))。

(36) 「顧客」概念、特に「通常の業務の過程で (in the ordinary course of its business)」の意義とその後の判例の変遷については、萬澤陽子「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」証券レビュー 53 巻第 12 号 (2013 年) 129 頁以下参照。

債務者によりまたは債務者の口座のためにその時期を問わず受領、取得、または保有された現金および有価証券（顧客に引き渡される顧客名義証券を除く）、並びに債務者によって譲渡された上記のような財産（違法に流用等された（converted）財産を含む）の収益（proceeds）」を意味する（§ 78III（4））。

この顧客財産は、1970年のSIPA制定以前から、顧客への優先弁済のために使われるものとされてきた<sup>(37)</sup>。SIPCの基金（基本的には会員証券会社の負担金で構成され、不足するときは財務省からの借入れの余地がある）にはおのずから限界があることから、前述した同基金の前貸金を通じた顧客債権（正確には後述の純持分債権）の満足は顧客財産による満足の代わりではなく、その補完であると位置づけられ<sup>(38)</sup>、SIPAは、顧客財産自体の回復に意を用いている。その主要なツールが否認権である。

### （3）「顧客財産」回復のための否認権の意義

SIPA 78fff-2 条（c）（3）<sup>(39)</sup>は、清算手続の管財人に倒産法（§ § 544, 545, 547, 548, 549）に基づく否認権を与えている。そして、SIPA 78fff-2 条（c）（3）（倒産法 § 749（a）も同旨）によれば、現存する顧客財産が後に述べる各種債権（§ 78fff-2（c）（1）（A）～（D）参照）の完全な満足に不足するときは、管財人は「当該譲渡がなければ顧客財産となっていた財産」の債務者による譲渡を倒産法に基づいて否認することができ、否認によって回復された財産は顧客財産と扱われることになる。つまりここでは、否認権は——一般財団（general estate）とは区別された——顧客財産（customer property）を、現有のものからあるべき（分別管理された）ものへ回復するための管財人の権限と位置付けられている。

この規律との関係で、SIPAは2つのみなし規定を置いている。第1に、顧客財産はその名の通り顧客の財産であるから、譲渡前には債務者の財産と

---

(37) 証券会社の破産手続における顧客の保護に関する規定が初めて連邦法に規定されたのは、1938年連邦倒産法60条（e）であったが、それ以前の州法による規律の時代からの変遷については、松岡・前掲注(27)81頁以下が詳しい。

(38) Josephine Wang, *On the Road to Recovery: Victims of the Madoff Fraud*, International In-house Counsel Journal Vol. 8, No. 30, 1, 6（2015）. 管財人が、顧客財産上の持分に対する顧客の権利を代位取得すること（§ 78fff-3（a））は、その表れであるとする。

(39) § § 78fff（b）, 78fff-1（a）等も参照。

はいえなかったはずであるが、法はそれを債務者財産とみなすことにより(連邦倒産法 § 749 (a) 後段)、SIPA 清算手続の管財人が連邦倒産法上の否認権を行使できることについての疑義をなくしている。第2に、同項によれば否認対象行為が顧客を相手として、またはその利益のためになされたときは、かかる顧客は否認との関係では債権者とみなされる。この擬制により、一部の顧客が本来全顧客への比例分配に利用されるべき財産プール(顧客財産)からその一部を奪い去った場合に、否認権行使の障害を除去し、財産を回復することが容易になる<sup>(40)</sup>。加えて、一般に否認権は、その行使によって債務者が利益を受ける場合(債務者に請求原因〔cause of action〕が認められる場合)に行使できるが、その要件が満たされなくても、管財人は債権者の利益のために否認権を行使できるとされる<sup>(41)</sup>。

SIPA 清算手続における否認権の諸問題については、本稿では本格的に論ずることはできないが、顧客財産の回復という SIPA の基本思想との関係で注目される裁判例が、いわゆる Madoff 事件<sup>(42)</sup>に関連していくつか登場している。以下では、これらの判例のうち否認権に関する規定の適用制限および譲受人保護の規定(倒産法 § § 546 (e), 548 (c))の解釈をめぐる判例の概要を取り上げておく。

---

(40) 6 Collier on Bankruptcy ¶ 749.02 [1][a]. なお、連邦倒産法 544 条は、管財人に、州法に基づく詐害行為取消権の行使を許しているが、州法は、一般に長期の取消可能期間(reachback period)を定めており(たとえば NY 州法では、原則として訴訟提起前6年内になされた行為の取消しが可能)、その解釈が問題になることもある。See e.g., *In re Bernard L. Madoff Inv. Sec. LLC*, 445 B. R. 206, 231 (Bankr. S. D. N. Y. 2011), *O'Connell v. Shallo (In re Die Fliedermaus LLC)*, 323 B. R. 101, 107 (Bankr. S. D. N. Y. 2005) .

(41) See 6 Collier on Bankruptcy ¶ 749.02[1][a]. これに対して、証券詐欺に加担したとして金融機関に対して寄与責任を問う訴訟は、管財人が債務者に代わって提起することは in pari delicto (双方不法行為)理論により許されないし、また顧客のために訴えを提起する適格(standing)も認められない。Picard v. JPMorgan Chase Bank & Co. (*In re Bernard L. Madoff Inv. Sec. LLC*), 721 F.3d 54 (2d Cir. 2013) .

(42) Madoff 氏の経営する証券会社 (Bernard L. Madoff Investment Securities LLC) の SIPA 清算事件(正確には、Madoff 氏個人の倒産法第7章手続と併合された)である。Madoff 氏は全米証券業協会の元会長で、長年にわたり架空の証券取引に基づいて巨額の証券詐欺(ponzi scheme)がなされていた点で社会的関心を集めた。マドフ事件における投資者保護の概要については、大久保良夫「マドフ事件と投資者保護」金融資本市場展望 2021 年 12 月 3 日号所収 (<https://financial-views.com/006-2/> ただしログインが必要) 参照。

まず、SIPA 管財人の否認権の行使に関して、証券取引契約（倒産法 § 741 (7) に定義されている“securities contract”）に基づいて証券会社に対してなされた譲渡は、偏頗行為否認（倒産法 § 547）や擬制された詐害意思（債務者の債務超過などにより擬制）による詐害行為の否認（倒産法 § 548 (a) (1) (B)）に基づく否認ができないものとする定め（倒産法 § 546 (e)）の解釈が問題となった。この問題は、とくに前述した Madoff 清算事件では、債務者が実際には証券取引を行うことなく、顧客から預かった資金を循環させたにすぎない事例でも、同条が適用されるかという形で争われた。倒産裁判所レベルの判例では、このような架空取引事例では、本件債務者は実際に証券取引をしていないのであるから、倒産法の定める「証券会社」とはいえず、仮にそれを肯定しても「証券取引契約」を認めることはできない（詐欺的なスキームを認めるとかえって投資者の信頼を害する結果となる）などとして、倒産法 546 条 (e) の適用を否定したのもあった。しかし、第 2 巡回区連邦控訴裁判所は、倒産法 546 条 (e) の適用を肯定する地裁判決を支持する判決の中で、まず「証券取引契約」（倒産法 § 741 (7)）の意義を広くとらえた上で、顧客と証券会社（債務者）との間の証券口座開設文書（account documents）で示された当事者の合意は、倒産法 741 条 (7) (A) (vii) が規定する「証券の売買・・・契約に類似するあらゆる他の合意」に該当し、本件のように証券会社が実際には証券取引の意図がなかったとしても「相互の合意の表明（manifestation of mutual assent）」であることに変わりはないこと、また債務者の顧客への支払が証券契約と「関連して（in connection with）」（倒産法 § 546 (e)）行われたといえることから、同条の適用を認めて否認を否定した（なお、本判決は、本件譲渡が他の否認拒絶事由である「決済のための支払（settlement payment）」〔倒産法 § 741 (8)〕であることも肯定している<sup>(43)</sup>）。

この判決により、管財人は、債務者が実際に債権者を妨害し、遅延させ、欺罔する意図をもっていったことを理由とする詐害行為（倒産法 § 548 (a) (1) (A)）に基づいてのみ否認権を主張できることになった。この否認類型に関

---

(43) *In re Bernard L. Madoff Inv. Sec. LLC*, 773 F.3d 411, 418–19, 421–23 (2d Cir. 2014), cert. denied, 135 S. Ct. 2858, 192 L. Ed. 2d 910 & 2859 (2015).

して最近登場したのが、同じ第2巡回区連邦控訴裁判所による次の判決である<sup>(44)</sup>。本判決の主要論点は、実際の詐害意思が要件となる548条(a)(1)(A)に基づく詐害否認(偏頗行為等に基づく否認が認められる場合を除く)につき、譲受人が「価値と引換えに(for value)かつ誠実に(in good faith)」譲渡を受けたときには、その価値の範囲内で対象物に担保権(lien)を持つか、譲受した利益を維持できる、と規定する548条(c)の適用可能性であった。「価値」と引換えという点について、被告(控訴人)らは、①架空の取引でも口座報告書(account statement)上の利益の支払いを求める財産権が生ずるのであり、本件譲渡はそれを満足させるものであること(財産権理論)、また②本件譲渡(支払)は、控訴人らの契約上の権利に対する債務者(Madoff投資証券会社)の支払い(免責)として行われていること(契約上の権利理論)を主張したが、連邦控訴裁判所はこれらの主張を排斥した。その理由を要約すると、まず①につき、譲受人がニューヨーク州統一商事法典(NYUCC)上、口座明細書の記載により証券上の権利(securities entitlement)を有するとしても、明細書に反映された投資元本(principal)額を超える架空取引による架空利益を根拠にする価値について財産権を肯定できるわけではない(前述の2014年判決[773F. 3d. 411]は、かかる財産権の発生を認めたものではない)。したがって、債務者がかかる価値を被告に譲渡したとしても、被告の財産権の満足のための譲渡とはいえない、という<sup>(45)</sup>。また、②については、たしかに証券取引所法(Exchange Act of 1934)29条(b)によれば、詐欺によって勧誘された証券契約の善意の(innocent)当事者はそれを無効とするか履行を求めるかの選択ができるから、被告への譲渡は債務者の債務免除という価値と引換えになされたようにみえるが、かかる結論はSIPAの定めと反するという。すなわち、SIPAは、倒産法の規定を、SIPA

---

(44) Picard v. Gettinger (*In re Bernard L. Madoff Investment Securities LLC*), 976 F. 3d 184 (2d Cir. 2020), cert. denied sub nom. Gettinger v. Picard, No. 20-1382, 2021 WL 1725218 (U. S. May 3, 2021). なお、本件では、否認対象行為は清算手続の申立日前2年間になされた譲渡に限るという倒産法548条(a)(1)の解釈も争点になった(*Id.* at 201-202. 結論は同法違反を否定)。

(45) *Id.* at 196-198.

と適合する場合にのみ適用するものと定めているところ（§ 78fff (b)）、本件で、否認可能性に関する「価値」の例外を認めると、本来顧客財産に回復させて「純持分 (net equity)」 (§ 78III (11))。詳細は後述）に応じて顧客に弁済されるべき資金を、純持分をもたない被告らに保持させる結果となってしまうから、SIPA はそれを許容しない<sup>(46)</sup>。さらに、「価値」の例外の根拠は、通常の倒産法第 7 章清算手続において譲渡の前と後で債権者の満足に充てられる清算財団の実質価値が変わらない点にあるところ、顧客財産に対する顧客の純持分債権の優先権を認める SIPA 清算手続においては、架空利益に基づく（本来優先されない）本件債権への弁済の否認を認めないと、顧客財産の一部となるべき財産が実際にはそこに取り込まれないこととなる結果、純持分債権者の権利が害される。これも SIPA の趣旨に反する<sup>(47)</sup>。以上のように、連邦控訴裁判所（および上告を受理しなかった最高裁）は、倒産法 548 条 (c) の適用の場面では、SIPA 清算手続における顧客財産の確保・増殖、すなわち純持分を有する顧客の権利の顧客財産の優先的満足を實現する手段としての否認権の特別の意義を承認しているといえることができる<sup>(48)</sup>。

#### (4) 顧客財産の配分 (allocation)

次に、回復された顧客財産の配分基準は、どのように定められているであろうか。1970 年法制定前、制定直後、1978 年改正後と変遷があるが<sup>(49)</sup>、現行法の規定内容は、以下の通りである。

---

(46) *Id.* at 199.

(47) *Id.* at 200.

(48) 本文で述べたように、倒産法 548 条 (c)（および 550 条 (b) (1)）は、譲受人が否認を免れる要件として、誠実 (in good faith) であったことを求めているが、この点についても、第 2 巡回区連邦控訴裁判所が最近重要な判決をしている (*In re Bernard L. Madoff Investment Securities LLC*, 12 F. 4th 171 (2d Cir. 2021))。同判決によれば、譲受人が詐欺の照会通知 (inquiry notice) 受領後に譲渡を受けていた場合、SIPA 清算手続の管財人は譲受人が誠実さを欠いていたことを立証する責任はなく、むしろ譲受人が誠実であったことを証明しなければならない。この判決は、誠実さの欠如とは譲受人が詐欺について「故意に盲目であったこと (willful blindness)」を意味しその証明責任は管財人にあるとした原審判決を取り消したものであり、SIPA 清算手続（直接には Madoff 事件）の管財人による顧客財産の回復をさらに後押しするものとなった。

(49) 詳細は、松岡・前掲注(27)87 頁以下参照。

まず、「顧客名義証券」は、債務者証券会社に関する SIPA 手続の申立日に顧客名義で登録されているか、債務者の指示により登録手続中である証券(ただし裏書等により譲渡可能な形で顧客名義の登録がなされている場合を除く)(§ 78III (3))は、前述(1)でふれたようにそもそも顧客財産の定義から除外され、顧客はそれ自体の返還を求めうる (§ 78fff-2 (c) (2))。もっとも、実務上は、譲渡可能性を高めるために、証券は証券会社または仲介者の名義(いわゆる“street name”)で保有されることが多く、顧客名義証券の意義はそれほど重要ではないとされる<sup>(50)</sup>。

「顧客財産」は清算手続において特別の財産集合体を形成し、管財人は、次の優先順位に従って、それを配分する (§ 78fff-2 (c) (1) (A) ~ (D))。

① SIPC が銀行等への証券担保付債務の弁済のために行った管財人への前貸し (§ § 78fff-3 (c) (1), 78fff-1 (b) (2)) が、担保権消滅への寄与の割合に応じて顧客財産に配分される証券 (§ 78fff (d) 参照) を回復させた範囲で、その前貸金の返済のため SIPC に。

②各顧客の「純持分」(後述)に基づいて、かつその範囲で、顧客財産につき比例的な持分を有する顧客に。

③顧客の債権の代位権者としての SIPC に。

④ § 78fff-3 (c) (2) に従って、顧客口座の移転等 (§ 78fff-2 (f)) に関連して行った保証または担保のために SIPC が行った前貸金の返済のため SIPC に。

以上の優先順位に従った配分後、残存する顧客財産があれば、債務者の「一般財団」の一部となる。顧客財産および顧客への支払のための SIPC の前貸し (§ 78fff-3 (a)) によっても顧客の純持分債権の満足に不足する範囲において、かかる顧客は、それぞれが満足を得られなかった純持分の限度でのみ、一般財団につき清算債権者として権利行使することができる。なお、上記の顧客財産の配分を目的とするとき、ある発行会社の同一クラスおよびシリーズの証券に関する純持分債権の支払いのために引き渡される証券の評

---

(50) Thomas W. Joo, *A Comparison of Liquidation Regimes: Dodd-Frank's Orderly Liquidation Authority and The Securities Investor Protection Act*, 6Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 47, 55 (2011) .

価は、申立日の営業終了時を基準とする（以上、§ 78fff-2 (c) (1) 後半部分）。

#### (5) 顧客等の債権の届出と配当

すでに前述のところでも言及したように、各顧客の「純持分 (net equity)」の額が顧客財産の当該顧客への配分額決定の基準となり、顧客財産から法定の範囲で優先的配当を受ける権利が「純持分債権 (net equity claim)」 (§ 78fff (a) (1) (B) 等) となる。「純持分」とは、原則として、債務者が SIPC による清算手続開始申立日（例外もある。§ 78III (7) 参照）において顧客に返還義務を負っていた現金と証券（「顧客名義証券」は除く）の評価額から、顧客が証券会社（債務者）に対して現に負担する債務額を控除したものである<sup>(51)</sup>。

清算手続が開始すると、通常は顧客口座移転期間の経過を待って、管財人は債権の届出期間を設定し、債権者に通知する (§ 78fff-2 (a) (1))。各顧客から書面による届出 (§ 78fff-2 (a) (2)) があると、管財人は、その債権が SIPA の保護規定の適用対象債権か否か（たとえば、説明義務違反等に基づく顧客の債権はこれに該当しないと解されている）<sup>(52)</sup>、また届出債権額のうち純持分の判定額は当該債権者に通知され、これに対して不服のある顧客債権者は一定期間（通常は 30 日間）に異議の申立てができる。純持分債権の総額が顧客財産の額を超えるときは、顧客はその純持分に応じて平等に分配を受ける。顧客の純持分債権が、顧客財産および SIPC の前貸金による支払を

---

(51) § 78III (11) (倒産法 § 741 (6) も参照)。この純持分の算定方法は、個別の事件で争われる場合があり、Madoff 事件では、管財人が各顧客口座に預託したキャッシュ（投資額）からすでに引き出した額を控除して純持分の額を算定した（“net investment” または “cash in/cash out” method）のに対して、一部の債権者（顧客）は、最後の明細書に記載されている額と主張した (last statement method)。裁判所は、より顧客の衡平に資する（架空取引の内容に基づいて、等しく詐欺取引について善意である顧客の処遇に差をつけるべきではない）として、前者の方法を支持した。Sec. Investor Prot. Corp. v. Bernard L. Madoff Inv. Sec. LLC (*In re Bernard L. Madoff Inv. Sec. LLC*), 424 B. R. 122, 135, 142 (Bankr. S. D. N. Y. 2010), *aff'd*, 654 F.3d 229 (2d Cir. 2011), 1 Collier on Bankruptcy ¶ 12.14 [1][c].

(52) SIPC（の前貸しを通した）補償対象適格者の範囲については、松岡・前掲注(27)268 頁以下参照。

もってしても完全な満足を得られないときは、当該顧客はその不足額の範囲で一般債権者(一般財団を引当財産とする)として権利を行使する(§ 78fff-2 (c) (1), 78fff-3 (a) 参照)。なお、一般財団の配当に際しては、手続管理費用(administrative expenses)について倒産法上の優先権(倒産法 § 507 (a) (2) 参照)が認められるほか、一般財団がかかる費用を支払うために十分でないときは、SIPCによる前貸金による補充が可能である(§ 78fff-3 (b) (2))。

### 3 「顧客財産」の確保という観点からみた SIPA 清算手続の特徴

以上のようなアメリカの SIPA による顧客保護の注目すべき点は、第1に、顧客の保護が裁判所における SIPA 清算手続と密接に結びついて構築されていることである(ただし「直接支払制度」<sup>(53)</sup>が利用される場合を除く)。たとえば、SIPCによる顧客への一定額の支払は、清算管財人に対する前貸金を通じた、「(一般財団)とは区別された」顧客財産からの支払として構成されている。この点は、破綻処理の手続である破産手続と、基金による補償を独立の制度としているわが国の建付けとは異なる。第2に、第1点とも関連するが、SIPCと清算手続の密接な関係性である。清算手続の前提となる連邦地裁への「保護命令」の申立ては、SIPCだけができるし、管財人もSIPCが事実上指名する(小規模事件では自らを管財人と指名することもできる)。さらにSIPCは清算手続全体への利害関係人としての参加権限をもち(§ 78eee (d))、また清算手続の管理費用(管財人の報酬を含む)の前貸しを行うなど、清算手続におけるSIPCの関与は濃密である。

第3に、清算手続の管財人が管理すべき広義の清算財団を「顧客財産」と「一般財団」に分け、否認制度は顧客財産の回復を目的とするものと位置付けられている点である。通常の連邦倒産法第7章清算手続(そしてわが国の破産手続)では、唯一の目的財産である清算(破産)財団([bankruptcy] estate)(倒産法 § 541、日本破産法 34 条 1 項等参照)のために否認権は行使され

---

(53) 前掲注(34)参照。

ると対照的である。もっとも、単一の法主体である証券会社の清算手続において、顧客財産と一般財団という二つの財産集合体を構成し、それぞれを（主要な）責任財産とする純持分債権者と一般債権者の利益を一人の管財人が代表し、善管義務・信義義務を負いつつ職務を行うというアメリカ法の行き方をわが国の証券会社破産手続に直ちに取り込むことは困難といわざるを得ないであろう<sup>(54)</sup>。

とはいえ、SIPA 清算手続においては、「顧客財産から顧客への最大限の満足」という目的が貫かれている点は注目に値し、そのために用意されている手続的・実体的手法にはわが国の制度を根本的に再評価する際に参考になることがあるように思われる。すなわち、手続的には、SIPC が清算手続の開始から、管財人の指名、十分な管理費用の支援など清算手続の全過程に関与し、顧客の権利の最大の満足のために積極的に寄与する点である。また実体的にも、SIPC の管財人への「前貸し」による迅速な純持分債権の支払に加えて、管財人の否認権行使を通して顧客財産の回復を志向し、いわばあるべき顧客資産からの純持分債権（および SIPC の代位債権）の優先的満足を図るという制度設計がとられている点が注目される<sup>(55)</sup>。

(54) SIPA 清算手続で財団を二つに分けて、それぞれに対応する債権者に異なった優先順位を与えるという仕組みについては、アメリカでも、清算手続の管理費用に関して批判がある。SIPA は、管理費用を一般財団の負担とし、一般財団が不足する場合にのみ SIPC が前貸しするとしている（§ § 78eee (b) (5) (E), 78fff (e)）。しかし、高額な弁護士報酬などは顧客の純持分債権の満足のためには利用されても、一般債権者のためには使われてないにもかかわらず、一般財団に管理費用を負担させる（その結果現実の清算事件では一般財団は尽きることが多い）のは、<利益を得る者に手続費用を負担させる>という基本原則に反すると批判される。See Thomas W. Joo, *Who Watches the Watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure*, 72 S. CAL. L. REV. 1071, 1080-81 (1999)。

(55) 松岡教授は、アメリカでは伝統的にコモンロー上の代理理論により、代理人である証券会社が破産したときには、本人である顧客が証券会社だけでなく第三者に対してもその権利を主張できるとする解釈が原則とされてきたことを指摘した上で、次のように述べる。「理論上、委託者が問屋を通じて取得した財産が委託者のものではなく問屋側の所有権に帰属するとの立場に出発点をおく日本の問屋法理と、それがあくまでも顧客のものであることを出発点とするアメリカの法制度との基本的な立場の相違は、その後の対応にも大きな影響を及ぼすことになる。」（松岡・前掲注(27)86頁。注は省略した）。日米の制度には、このような法理論史的背景等の違いがあることを踏まえて、わが国に導

### 第3章 わが国の証券会社破産手続における顧客債権保護のあり方

#### 1 「顧客資産」を起点とした顧客保護の枠組み

第1章でみたように、わが国の証券会社の破産手続では、分別管理が適切になされている顧客資産については顧客が取戻権を行使できるのに対して、分別管理に不備がある場合に生ずる顧客債権については、補償対象債権として支払われる部分を除いて破産債権として配当を受けるというのが現在の取扱いである。破産財団は通常の破産手続と異なるのではなく、破産管財人が破産手続開始時の破産会社の権利を行使し、また否認権を行使するなどして確保・回復した財産は単一の破産財団に組み込まれ、顧客債権かどうかに関わりなく実体法上の優先順位(破194条参照)に従い配当されることになる。ここには、アメリカのような顧客財産と一般財団の区別は存在せず、取戻権の範囲と基金による補償対象債権が確定された後は、顧客資産を観念する実質的意味はなくなるということになる。

このような現在の取扱いに対しては、本来顧客に属するはずであった顧客資産を起点として顧客の権利を最大限保護するという観点からは、徹底を欠くという評価も可能であろう。もちろん、顧客保護の強化は、基金による補償の上限を上げることによって実現する方法もありうる。また、そもそも顧客保護の強化という方向自体についても、取戻権として認められる範囲以外の損失は顧客の自己責任であるとの批判や、事後的な保護よりも事前の規制による分別管理等の徹底の方を優先すべきなどといった反論もありえよう。これらの点は、高度に政策的な判断により決せられる問題というほかないが、仮に現行の基金補償制度を前提として、それに修正を加える形で顧客保護のあり方を見直すという視点を設定すると、破産手続での顧客債権の取扱いについては再検討の余地があるように思われる。

---

入できる範囲とその方法を検討すべきということであろう。

## 2 資金決済法における暗号資産利用者の権利の取扱い

1で述べた課題を考えるための材料として、資金決済に関する法律（平成21年法律第59号）（以下「資金決済法」という）の最近（2019年）の改正によって導入された利用者保護の仕組みを取り上げておきたい。改正資金決済法においては、暗号資産交換業者が管理する受託金銭や受託暗号資産の管理方法について規律が明確化されると同時に、一定範囲の受託暗号資産等について利用者の優先弁済権が認められた。暗号資産交換業に関しては、基金またはそれに対応する公的機関による利用者の補償制度は存在しないから、業者破綻時の利用者の保護は、（受託金信託を除いて）この優先弁済権で対応することになる。そうすると、ここでは破産手続における利用者保護が証券会社破綻時と異なる形で実現されることになる。

資金決済法63条の19の2第1項によれば、暗号資産交換業者との間で当該暗号資産交換業者が暗号資産の管理を行うことを内容とする契約を締結した者は、当該暗号資産交換業者に対して有する暗号資産の移転を目的とする債権<sup>(56)</sup>に関して、対象暗号資産（業者が63条の11第2項により分別保管する利用者の暗号資産および63条の11の2に規定する履行保証暗号資産）について、他の債権者に先立ち弁済を受ける権利を有する。暗号資産交換業者は、利用者から預かった暗号資産を原則としていわゆるコールドウォレット（外部ネットワークと接続されていない保管場所）で分別管理しなければならない（資金決済63条の11第2項前段、暗号資産府令27条1項）。また、預託された暗号資産のうち、利用者の利便の確保および業者の円滑な遂行等の必要がある額については、上記の方法とは別の方法（いわゆるホットウォレット〔外部ネットワークと接続されている保管場所〕での管理等）で管理することが認められるが（資金決済63条の11第2項後段、暗号資産府令27条2項、3項）、利用者保護のためにそれと同種・同数量の暗号資産を自己の資産として保有し、他の自己の暗号資産と分別して管理しなければならない（履行

---

(56) 暗号資産（仮想通貨）交換業者が破産した場合に、利用者が暗号資産の移転を求める権利は取戻権とはならないとする裁判例がある（東京地判平成27・8・5LLI/DB判例秘書登載L07030964参照）。

保証暗号資産)(資金決済63条の11の2第1項、暗号資産府令29条)。これらの分別管理された「対象暗号資産」について、「暗号資産交換業者との間で当該暗号資産交換業者が暗号資産の管理を行うことを内容とする契約を締結した者」は、その「暗号資産の移転を目的とする債権に関し」、「他の債権者」に優先して弁済を受ける権利を有するとされるのである。

証券会社の顧客保護との比較から指摘できるのは、第1に、証券会社破綻時の顧客保護は分別管理された顧客資産に対する顧客の権利は取戻権となることを前提にその義務が履行されなかった場合の救済として基金の補償が用意されているのに対して、暗号資産交換業者の利用者の優先権は、暗号資産の移転請求権の私法上の扱いが明確とはいえ、他方で基金の補償制度のような保護が存在しないとの背景の下で認められたということである<sup>(57)</sup>。「他の債権者」とは、「暗号資産交換業者との間で当該暗号資産交換業者が暗号資産の管理を行うことを内容とする契約を締結した者」以外の債権者ということになるから、たとえば他の契約により交換業者に対する権利を有する者、不法行為・不当利得債権者等契約を根拠としない債権者などが含まれると考えられる。

第2に、暗号資産交換業者が利用者から預かった暗号資産の分別管理を怠ったり、勝手に費消したりして、「対象暗号資産」が利用者の暗号資産の移転を求める債権に係る債務を弁済するには足りない場合<sup>(58)</sup>、優先権を有する利用者間で対象暗号資産は按分して配分されることになるかと解される。ただ、この扱いは、アメリカのSIPA清算手続のように破産財団を二つのサブ財団に分け、管財人が顧客財産から優先的に顧客への弁済をするものとは異なるし、否認権等により顧客財産を回復させてより多くの顧客満足を図るも

---

(57) 小森卓郎ほか監修・守屋貴之ほか編著『逐条解説 2019年資金決済法等改正』(商事法務、2020)57頁、「仮想通貨交換業等に関する研究会報告書(2018年)7頁(小森ほか監修・前掲書所収159頁)。ただし、利用者が交換業者に預託した金銭は、信託会社等への金銭信託が求められるから(資金決済63条の11第1項)、信託が適切になされている限り、その受益権は倒産手続外で行使できる。

(58) 資金決済法63条の11の2第1項の優先弁済権には民法333条が準用されるから(資金決済法63条の11の2第2項)、暗号資産が第三者に移転されたときは、追及効を否定される。

のでもない。資金決済法 63 条の 19 の 2 第 1 項の利用者の対象暗号資産に対する優先権を特別の先取特権と解する立場<sup>(59)</sup>に立てば、破産法上は別除権（破 2 条 9 項・65 条）になると考えられる。そうすると、その実行方法としては、先取特権を準共有する利用者の原則として全員の同意に基づく担保の実行（民 251 条、民執 193 条参照）、破産管財人による換価権の実行（破 184 条 2 項）、破産管財人が関係利用者との合意に基づく任意売却による換価・弁済等が考えられる。しかし、立法者としては、このような一般的な対応では、利用者の適切な保護には不十分であると考えたようであり、特別な実行方法を政令で定めることが予定されている（資金決済法 63 条の 11 の 2 第 3 項。ただし、本稿執筆時現在未制定である）<sup>(60)</sup>。

第 3 に、破産手続における暗号資産交換業者の利用者保護と証券会社の顧客保護の基本的手段は、前者が別除権構成をとり、後者が取戻権（プラス基金による補償）構成をとる点に違いはあるにせよ、分別管理がなされている範囲で保護がなされ、その保護範囲外の利用者・顧客債権は破産債権として行使するしかない点は同じである。そうすると、この保護範囲外の債権の取扱いという点で、資金決済法が（利用者保護の強化に向けた）新しい提案をしていると解することはできない。基金補償に対応する制度がない点を考慮すれば、むしろ暗号資産利用者の債権の方が、より広い範囲で一般破産債権として行使せざるを得ないことになろう。

---

(59) 山本翔「第 198 回国会（令和元年通常国会）で成立した各改正法と倒産実務への影響（1）～資金決済法等の改正について～」3 頁。[https://www.ohebash.com/jp/newsletter/NL\\_Restructuring\\_Debtmanagment\\_201909-P2-4-Yamamoto20190823.pdf](https://www.ohebash.com/jp/newsletter/NL_Restructuring_Debtmanagment_201909-P2-4-Yamamoto20190823.pdf)。「一種の先取特権」とするものとして、高橋康文編著『新逐条解説資金決済法』（金融財政事情研究会、2021 年）331 頁がある。

(60) 前払式支払手段発行者により確保される発行保証金（資金決済 14 条以下参照）に対する前払式支払手段保有者の優先権（資金決済 31 条 1 項）の実行手続のように、行政の関与による実行手続（同条 2 項以下、資金決済に関する法律施行令 11 条）の可能性もあるかもしれない。仮にそうなると、別除権とは似て非なるものになろう。資金決済法 63 条の 19 の 2 に基づく優先権の実行に関するその他の問題については、山本・前注 4 頁、高橋編著・前注 331 頁参照。

### 3 証券会社の破産手続における顧客保護のあり方

#### (1) 顧客資産による顧客保護という考え方

わが国の証券会社破綻の場面で、「顧客資産」の意義を考えると、本来分別管理の対象であった財産という意味（たとえば、「顧客資産を顧客に返還できないとき基金の補償制度が発動される」という文脈で。以下「本来的顧客資産」という）と、現実に残された顧客資産という意味（たとえば、「特定可能な顧客資産に対しては顧客の取戻権が認められる」という文脈で。以下「現有顧客資産」という）の二つに分けて理解するのが適当であろう。わが国の現行法制においては、適切に分別管理された現有顧客資産については破産手続における取戻権の対象となり (①)、本来的顧客資産のうち分別管理されてなかった財産に係る顧客債権（更生特例法上の「顧客債権」〔同法 2 条 8 項〕）は、基金の補償対象になる部分 (②) と、破産債権として行使する部分（更生特例 520 条 1 項の「破産債権である顧客債権」）(③) に分かれる。

破綻証券会社が有価証券を単純保管している場合には①の取戻権の範囲は明確であるが、混蔵保管（そして振替法に基づく振替口座簿による保管）の場合で、ある銘柄の一部が流用されたような場合には、各顧客の取戻権対象資産を特定することが困難であることがある。このようなケースでは、当該銘柄の株式等を預託していた顧客全員が各自按分額の範囲内で現存株式等から返還を受ける（各顧客の残りの権利は金銭債権として②と③の債権となる）という処理になる可能性が高い<sup>(61)</sup>。他方で、顧客分別金信託の不足分に関しては、その不足分に対応する額の顧客債権が②と③によって処理される。

本来的顧客資産からの顧客の権利の満足という観点からみた場合、現有顧客資産に対する取戻権で保護されない顧客の有する債権が破産債権として性

---

(61) これらの処理に関連して、神田教授は、破綻証券会社に T 株と S 株があり、T 株は（分別管理に不備等により〔筆者〕）顧客分に足らなかったけれども S 株は足りていたというケースを例に、日本法は足りない T 株は足りない顧客で按分、S 株は「そのままにする」（取戻権の対象となるという趣旨であろう〔筆者〕）という態度であり、すべての株を「金銭に換算して数字で割り振り直す」アメリカ法と異なると説明されている（日本証券経済研究所・前掲注(4)15 頁）。

質決定がされ、基金による補償により全額満足を得た場合はよいとしても、補償額を超える債権については他の一般債権者と平等に破産配当に甘んずるしかないというのは、「あるべき顧客資産からの最大限の顧客の満足」という観点からは、問題が残るように思われる。この点、アメリカの SIPA 清算手続においては、——取戻権に相当する権利の対象は「顧客名義証券 (customer name securities)」という狭い範囲に限定した上で——「顧客財産 (customer property)」という財産集合体を観念し、SIPC に支えられた管財人の否認権行使等による逸出財産の回復を通じて増殖された顧客財産から顧客に按分優先弁済を行うものであり、あるべき顧客資産からの顧客の保護という構造がより明確に出ているとみることができる<sup>(62)</sup>。

このアメリカの SIPA における「顧客財産」は、あえて上記の本来的顧客資産と現有顧客資産の概念を用いて位置付けるならば、後者を基本としながら、否認権等を使って前者に近づきうる財産集合体であるといえよう。この「顧客財産」を単一の証券会社清算手続において「一般財団」と併存させる点が SIPA 清算手続の特徴であるが、このような手続の仕組み自体をわが国に直ちに取り入れることは難しいという本稿の考え方はすでに述べた（第 2 章 3）。では、わが国の取戻権の対象となる財産も一部顧客財産に取り込んで、各顧客の純持分に応じて按分優先弁済をするという点はどうかであろうか。わが国の伝統的な取戻権構成によると、たまたま流用等の対象となった資産を預託していた顧客だけに損失を負担させる結果となる点はたしかに不合理にみえるが、この点は取戻権一般にみられる事情ではある（破産法 64 条の代償的取戻権は、その不合理を緩和しようとするものといえる）。さらに、個々の顧客の預託資産が特定されて破産者の占有下にあるときにその取戻権を否定することは一般理論としては困難であるし、すでに紹介したわが国の判例（最判昭和 43・7・11）が取戻権の承認という形で顧客の保護を図っていることとの関係も考慮しなければならない。したがって、本稿では、顧客が現有顧客資産のうち特定のものを自己の預託財産と立証できる範囲では、

---

(62) いうまでもなく、アメリカの制度でも、顧客債権が顧客財産から常に 100% の優先弁済を受けうるわけではなく、優先弁済を受けられなかった部分については、他の一般債権者と同様に一般財団からの配当（もしあれば）に甘んじざるをえない。

当該顧客の取戻権を認める(共有持分の場合にはその範囲で取戻権が認められる)という現在の対応は維持しようものと考えたい。

## (2) 顧客債権の取扱いについての具体的方向

取戻権が認められない範囲での顧客債権の優先的保護を図るための最も直接的で確実な方法は、顧客債権に対する基金の補償の上限を上げるまたは上限自体を撤廃するという手段であろう。これは迅速な救済という点では理想的であるが、顧客資産からの弁済という考え方からは離れるし、財源確保の問題も避けられない。加えて、健全な証券会社の負担で破綻証券会社の処理コストを基金が過度に抱え込むことへの疑問、個々の証券会社、顧客、証券業界全体のモラルハザードを招きかねないなどの批判の可能性も無視できない。そこで、すでに繰り返し述べてきたように、本来顧客資産からの最大限保護という視点に立って、顧客債権に対して適切な範囲での優先的地位を与えることが、目指すべき方向のように思われる<sup>(63)</sup>。

では、そのような基本的立場に立った場合、前述2で紹介した資金決済法における暗号資産利用者保護の仕組みから示唆を得られないであろうか。一定範囲の利用者に対象暗号資産上の特別の先取特権(別除権)を与えるという制度設計は、取戻権構成と比較すると、すべての利用者の権利の平等な割合での優先的満足が実現できるメリットがある。しかし、この別除権が取戻権構成よりも、利用者・顧客の全体的満足を向上させるとはいえないから(別除権構成自体は、暗号資産に対する利用者の権利を取戻権と構成できるかにつき疑問があったため採用されたとみられる)、証券会社の破産手続と比べて、顧客保護の強化となっているわけではない。また、先取特権の実行方法についての不確実性の問題をいったん措くとしても、別除権の対象はあくまで残存している対象暗号資産であるから、資金決済法の仕組みでは、利用者の債

---

(63) 第1章3(2)で紹介した南証券事件判決は、一見仮装取引に基づく預託金も、基金の補償対象債権の基礎となる「顧客資産」に該当しうるとの判断を示したようにも見えるが、この判断により本来顧客資産が拡張されたわけではなく、基金制度の趣旨に基づいてあくまで例外的・個別的に顧客資産の範囲を広げたものと位置付けられる。その意味で、本来顧客資産は、証券会社の分別管理義務との関係でその範囲が画定されるものである。

権のうち別除権によってカバーされないいわゆる不足額の部分はすべて（基金による補償制度は存在しない）破産債権となり、顧客債権者はわずかな（またはゼロの）配当に期待せざるを得ないことになる。このように、資金決済法による利用者保護の仕組みは、本来の顧客資産からの顧客の保護の観点からみる限り、基金補償制度のある証券会社の破綻の場合よりも後退したものと評価せざるを得ない。

そうすると、本来の顧客資産のうち、債務者の破綻の過程で不当に減少したことにより失われた顧客資産に対する顧客債権のうち、基金補償の対象とならない部分を適切な範囲で優先的に扱うために、他にどのような方策がありうるであろうか。一つの可能性として、証券会社の破産手続において、取戻権による保護が認められなかった顧客債権者に対して一般の先取特権（民306条参照。破産手続では優先的破産債権〔破98条1項〕として扱われる）を認めるという方法もありうるのではないだろうか。現行法上も、類似の例として、生命保険会社に対する債権に一般の先取特権を認めている保険業法117条の2がある<sup>(64)</sup>。一般の先取特権は破産者の財産（破産財団）全体を対象財産とする法定担保物権であるから顧客資産との直接的なつながりは弱くなるように見えるが、本来の顧客資産に当たる財産の範囲まで破産財団から優先的に配当されるべきという説明ないし判断は可能であろう。もっとも現実には、破産財団には本来の顧客資産に属さない財産（たとえば不動産売却によって債務者が得た財産）も含まれるから、観念的にはそれを引当財産として期待する一般債権者の利益についても無視することはできない。この点はさらに詰めなければならないが、金融商品取引の信頼性を維持する社会的意義に照らして、顧客の一般先取特権者の地位を認める立法政策的判断をすることは検討の余地があるのではなかろうか。

---

(64) 保険業法117条の2の立法趣旨としては、生命保険契約は生活保障的機能を有し、保険契約者保護の必要が大きいこと、救済保険会社が現れやすく、また資金援助をする保険契約者保護機構の負担が小さくなることが挙げられる（山下友信『保険法』（有斐閣、2005年）625頁。なお、細田浩史『保険業法』（弘文堂、2018年）231頁も参照）。破綻証券会社の顧客の保護にも社会的意義が存在することは明らかであるし、公的支援機関である基金の負担とのバランスも重要な視点といえるから、生命保険会社の契約者保護と証券会社破綻時の顧客保護との共通点を見出すことは十分可能であろう。

### (3) 破産手続における基金の役割

顧客債権者に対して一般の先取特権を認める上記の考え方を念頭に置くと、証券会社の破産手続における現行法下の基金の役割についても再検討の余地があるように思われる。すでにみたように(第1章2(1))、破産手続における基金の法定権限の中には、基金代理顧客のために破産手続に属する一切の行為をする権限(更生特例524条照)等も含まれるが、実務的には、基金は顧客表の提出その他の形式的な代理行為を行うにとどまっている。もちろん基金は、補償範囲の確定のため、また顧客財産の返還状況の確認等のために破産管財人と情報交換をするなど必要な業務は行うのであるが、アメリカのSIPCが清算手続のいわば実質的主宰者として積極的に関与していることと比較すると、わが国の現行破産手続においても基金の専門知識と経験をさらに発揮させる制度的仕組みを整えるのが望ましいように思われる。現行法でも、基金が破産管財人・保全管理人等に就任する資格が与えられているものの(金商79条の49第1項7号参照)、一般的には中立性を要求される破産管財人等と、利害関係人の一部である顧客債権者の代理人としての活動を両立させることは現実には難しいであろう<sup>(65)</sup>。そうすると、現行法の枠組みの下では、顧客債権者代理人の立場から破産管財人に破産財団の回復や手続進行方法について進言・提言することにより顧客の利益の保護を図るといのが、基金の基本的立ち位置であるということになる。この点は、仮に顧客債権者に対して一般の先取特権を認める立場をとっても大きく変わるこ

---

(65) 現実の証券会社破綻のケースを考えると、特に破綻初期(破産申立て前後)の基金の活用が課題になろう。監督庁による業務停止命令や登録取消しなど行政処分も予想される中で、複雑な業務を適切に管理し混乱に伴う顧客の損失を最小限に抑える主体として、基金の存在を想起するのは自然の流れといえる(顧客の同意なく顧客口座の健全他証券会社への移転を認めるべきとの立法論があるが、それが実現したならば、証券実務の専門家の関与が不可欠となろう)。このような役割は、現行破産手続では保全管理人が担うことになろうから(前掲注(15)参照)、基金が保全管理人の補助者として活動をする運用もありうるかもしれない。より根本的には、基金が関与する行政的な管理機構により、迅速・柔軟な取引関係等の整理を担当することもありうるであろう。有力説は、預金保険法上の金融整理管財人(預保74条参以下)に類する制度の検討を提言する(神田秀樹「我が国の投資者保護基金制度への示唆」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・前掲注(8)117頁参照)。

はないであろう。しかし、一般破産債権者としての顧客のために代理業務を行う場合と比較すると、一般の先取特権者という優先権者のクラスの代理人としての管財人に対する交渉力は、一般的には強化されるものと考えられる。また顧客への補償の手続等で行った基金の調査により、顧客資産の不当な逸出が明らかになった場合には、管財人に否認権や不当利得返還請求権<sup>(66)</sup>の行使を促したりすることにより、より直接的に顧客への配当額の増加に寄与できることになろう。

上記の提案では一般の先取特権は理論的には基金補償対象債権にも認めることになるから、基金が顧客への補償金の支払後に取得する補償対象債権（金商79条の57第4項参照）についても、優先性が維持されるものと解される<sup>(67)</sup>。ただ、顧客保護を貫くならば、補償額を超えて顧客が有する本来の顧客債権との関係では劣後するものとされるべきであろう。

## おわりに

証券会社破綻時の顧客保護というと、資産の取戻しができなくなった顧客への基金による補償制度とその上限額（現在1000万円）の適切性に目が向けられることが多い。ただ、基金による補償制度は、証券会社における顧客資産分別管理義務違反等による顧客の損失のすべてを保護するものではない（補償上限を撤廃すれば別であるが、その実現可能性および妥当性には疑問がある）。その結果、証券会社の破産手続においては、取戻権が認められる場合を除いて、顧客の顧客資産を引当としていた権利は破産債権となり、基金補

---

(66) 過去の証券会社破綻例でも見られるように、破綻の過程で一部顧客や第三者等への不当な利益の供与がなされる場合もあり、その発見には証券取引に詳しい人材の活用が必要であろう。なお、最判平成26・10・28民集68巻8号1325頁は、破産管財人が、無限連鎖講に当たる事業を行っていた破産者とその会員（被告）の間の契約が公序良俗に反して無効であるとして、当該会員に対して不当利得の返還を求めた事例において、被告が、当該給付が不法原因給付（民708条本文）であるとして支払を拒むことは信義則上許されないと判示している。

(67) 最判平成23・11・22民集65巻8号3165頁（弁済による代位により財団債権を取得した者は、破産者に対する求償権が破産債権である場合でも財団債権として権利行使ができる）参照。

償額を超える顧客の債権は、他の一般債権者との平等な配当（ゼロの場合も少なからず予想される）に甘んずるしかなく、取戻権・基金補償の対象部分との「落差」は隠せない。判例には、取戻権および基金補償対象債権の範囲に関して顧客保護を重視する解釈をするものが存在するが、そのような顧客保護強化の方向性との整合性も気になるところである。このような問題意識に立ってアメリカのSIPA清算手続をみると、直ちにわが国に導入することが困難な部分は存在するものの、「顧客財産」を可能限り本来の姿に戻した上で、そこから顧客に最大限優先的な満足を与えるという考え方を重視し、わが国の基金に当たるSIPCが証券会社の清算手続において積極的な役割を果たしている点は、わが国でも参考にされるべきものと思われる。

本稿では、そのようなアメリカのSIPA清算手続における顧客保護制度やわが国の最新の立法の一つである資金決済法における暗号資産の利用者保護の仕組みなどを検討材料にしながら、「本来的顧客資産」（あるべき顧客資産）から最大限の顧客の権利の満足を図るという視点に立って、破綻証券会社の破産手続の場面における顧客債権の取扱いについて考察した。その結果、基金による補償上限額の増額には限界があるという前提の下、現在は一般破産債権として行使せざるをえない顧客債権につき、一般の先取特権（優先的破産債権）を認めることが、現在の制度の基本枠組みを維持しつつ、あるべき（本来的）顧客資産による顧客債権の保護と基金のもつ（資金力に限定されない）資源の活用に向けた一つの方策となるのではないかと、との仮の結論に至った。証券会社の破綻への対応においては、破綻予防の観点も重要であり、破綻予防の方策が適切に行われていれば、破綻処理手続も焦点を絞った形で整備できる。そのような総合的な検討の中で、本稿の考察が少しでも役立つとすれば幸いである。

本稿作成の過程では、金融商品取引の理論や実務、さらには証券会社の業務に関する筆者の知識の不十分さを何度も痛感した。思わぬ誤解や不適切な表現等があることを恐れるが、読者諸賢の叱正を得て、さらに検討していきたい。

<付記>この度定年退職される矢島基美先生は、法学部内にとどまらず、大

学全体のために大いに貢献された。先生の今後のご健康とますますのご活躍をお祈りしたい。

(本学法科大学院教授)