

# 公的機関による投資者の救済\*

—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

高 逸 薫

## 要 旨

本稿は、日本における一般投資者保護の強化を目指し、米国のフェア・ファンド制度および台湾の投資者保護センターを参考に、公的な投資者救済制度の在り方を検討したものである。米国のフェア・ファンド制度は、違法行為者から徴収した課徴金や利益吐出し金を被害投資者に分配して迅速に救済を図る仕組みであり、台湾の投資者保護センターは、投資者の代理で訴訟を提起し、企業ガバナンスの強化にも貢献するなど、投資者保護に直接的な役割を果たしている。

日本でも、アメリカや台湾の事例を基に、投資者の被害救済を支援する公的な投資者被害救済機構の設立について議論を進める必要がある。特に、課徴金の分配が必要であるだけでなく、課徴金だけでは被害を完全に回復することが困難な状況を考慮し、投資者救済のための公的機構が被害者に代わって損害賠償請求訴訟を提起するなどの役割を遂行することを検討する必要がある。ただし、公的機構が企業経営に過度に関与することを防ぐために、機構の役割と救済範囲を適切に設定する必要がある。

したがって、本稿ではアメリカと台湾の事例を分析し、日本の資本市場環境に適した公的投資者被害救済機構の設計上の課題を検討し、制度設計の方向性を提示した。今後も継続的な議論を通じて、統合的かつ体系的な被害救済システムを構築し、投資者が迅速かつ効率的に保護される環境を整備することで、日本の資本市場が持続可能な成長の基盤を築き、さらに発展していくことを期待する。

キーワード：フェア・ファンド，投資者保護センター，課徴金，クラス・アクション，投資者救済

\* 本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成を受けたものである。

## 目 次

1. はじめに
2. 米国のフェア・ファンドモデル
  - 2.1 フェア・ファンド制度の概観
  - 2.2 利用実態
  - 2.3 設立・分配に関する手続き
3. 台湾の投資者保護センターモデル
  - 3.1 設立背景
  - 3.2 投資者保護センターの組織と運営
  - 3.3 投資者保護センターの具体的な役割
4. 公的機関による投資者救済制度設計上の課題
  - 4.1 フェア・ファンドモデルの課題
  - 4.2 投資者保護センターモデルの課題
  - 4.3 日本における投資者救済のための公的機関のあり方
5. おわり

## 1. はじめに

日本では、NISA（少額投資非課税制度）の導入により、個人投資家が増加することが期待されている。この制度は、個人投資家にとって投資を身近にすることで、長期的な資産形成を促進し、国内の資本市場を活性化する目的で設けられたものである。しかし、個人投資家が市場に参入する一方で、不公正取引等証券取引において違法行為にさらされやすいという問題も浮上している。このため、個人投資家を保護し、健全な投資環境を確保するための仕組みがますます重要になっている。

しかし、現行の日本における民事訴訟を通じた投資被害者救済には、現実的な面で小口の損害を受けた個人投資家が訴訟を起こして損害を回復することが容易ではないという問題がある。まず、民事訴訟は時間と費用がかかるため、少額の被害を受けた個人投資家が単独で訴訟を起こすことは現実的ではない。さらに、日本には米国のような証券集団訴訟制度（証券クラス・アクション）が存在せず、勝訴した場合に限って弁護士報酬を支払う「完全成功報酬契約」も一般的ではない。このため、訴訟に踏み切った

めには、敗訴しても戻ってこない着手金を弁護士に支払う必要があり、個人投資家がリスクを負ってまで訴訟を起こすことは容易ではない。

こうした状況を踏まえ、本稿では、個人投資家が被害を受けた場合の公的な救済策に注目し、米国のフェア・ファンド制度と台湾の投資者保護センター制度を中心に、公的機関による投資者保護のあり方について検討する。米国のフェア・ファンド制度は、違法行為者から徴収した課徴金や利益吐出し金を被害投資者に分配する制度であり、2003年にサーベンス・オクスリー法の制定により導入された。この制度は、違法行為の抑止だけでなく、被害者の救済を目的としており、米国の投資者保護の柱の一つとなっている。

一方、台湾の投資者保護センターは、証券取引における違法行為に対して、投資者の代わりに訴訟を提起する権限を有し、さらに代表訴訟や取締役の解任請求訴訟といった、企業ガバナンスの強化を図る役割も果たしている。これにより、被害を受けた投資者の救済のみならず、企業経営における規律の維持と透明性の確保にも寄与している。

以下では、米国と台湾の先行事例を通じて、日本において個人投資家の保護が十分に機能し

ていない現状を踏まえ、公的機関による投資者保護の重要性と、その制度設計についての課題を考察する。

## 2. 米国のフェア・ファンドモデル

### 2.1 フェア・ファンド制度の概観

#### 2.1.1 概念と背景

フェア・ファンド (FAIR Fund) とは、証券取引により損害を被った投資者に対する賠償を目的として設けられた一種の被害賠償基金制度である。この「FAIR」は「Federal Account for Investor Restitution」の略であり、文字通り損害を受けた投資者への賠償のための連邦口座を意味する<sup>1</sup>。

1990年代において米国の株式市場は急速に成長を遂げたが、2000年代初頭に入り、エンロンやワールドコムといった大企業が相次いで会計不正および証券詐欺により信頼を失う事態が生じた。この状況に対応するため、2002年にサーベンス・オクスリー法 (以下、SOX 法) が制定された。同法には、独立会計監督機関の設置、開示の強化、刑事罰の強化等の内容が含まれており、SOX 法の制定時に投資者保護を強化す

るため米国証券取引委員会 (SEC) の権限も拡大された。そして、SOX 法第308条 a 項においては、連邦証券法違反行為によって課される民事制裁金 (Civil Penalty) や利益吐出し制度 (Disgorgement) を通じて回収された違反行為者の不当利得を、当該違反により被害を受けた投資者への賠償金として使用することを内容とする規定も設けられるようになった<sup>2</sup>。原則として、米国の民事制裁金および利益吐出し制度は、違法行為を抑制することを目的として設計された制度であり、被害者の損害に充てられるものではなかった<sup>3</sup>。2002年のSOX法の制定によりフェア・ファンド制度が導入され、このような資金が初めて被害者の損害回復のために分配されるようになったのである<sup>4</sup>。

このように設立されたフェア・ファンドにより、SECは被害投資者に対して直接的に損害を賠償できるようになったが、一方で限界もあった。導入当初のフェア・ファンド制度では、民事制裁金のみを財源とすることはできず、不当利得が吐出された場合に限り、さらに民事制裁金が加算された場合のみ、その金額をフェア・ファンドの財源とすることが認められていた。これは、基本的に違法行為が存在しても、SECが、違法行為者が経済的利益を実際に得たこと

1 「フェア・ファンド」に関しては、「Fair」の意味そのままに「公正」と訳されることもあるが、FAIRは被害者賠償を目的とした基金の略称であることから、本稿では原文そのままに「フェア・ファンド」と表記する。

2 Hornkohl (2024), p. 4; Black (2008), p. 320; Velikonja (2015), p. 331, 333-334.

3 Diver (1979), p. 1435, 1436 & n. 135; Barnard (2010), p. 416. 民事制裁金について詳述している日本の文献としては、石田 (2016), p. 8-10参照。利益吐出し権限については、1971年に連邦裁判所はSEC v. Texas Gulf Sulphur Co. 事件において、SECが内部者取引を通じて得た利益を吐出させる権限を持つとする形で、SECの利益の吐出し権限が公式に認められるようになった。同事件で連邦裁判所は、差止命令 (injunction) の付随的命令 (ancillary relief) の一つとしてSECの利益吐出し権限を認めるようになった。SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 446 F.2d 1301 (2d Cir. 1971); Black (2008), p.320.

4 1990年に「1990年証券執行救済およびペニーストック改革法 (Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act of 1990)」(以下「1990年改革法」)においてSECによる利益吐出し権限について明文の規定 (1933年法8A条e項, 1934年法21B条e項・21C条e項) が設けられたことで、SECは行政手続きとして利益の吐出し権限を行使できるようになることと共に、吐き出された金額を投資家に分配できるようになった。しかし、フェア・ファンドが導入される以前までは分配権限は形式的に存在していただけで、実質的に行使されたことはなかった。Velikonja (2015), p.342.

を立証する必要があったためであると推測される<sup>5</sup>。その後、投資者保護を強化するため、2010年に制定されたドッド=フランク・ウォール街改革および消費者保護法（以下、ドッド=フランク法）により、民事制裁金のみでもフェア・ファンドを設立できるようになった（第929条B項）<sup>6</sup>。

一方、SEC以外にも、連邦取引委員会（Federal Trade Commission, FTC）や米国司法省（Department of Justice, DOJ）など、米連邦政府の他の機関も被告から徴収した資金を被害者に分配することができる。しかし、SECのみが没収された資産に加えて、民事制裁金を被害を受けた投資者に対しフェア・ファンドを通じて分配できる権限を有し、その分配は用途や規模の面で最も広範囲にわたっている<sup>7</sup>。

### 2.1.2 証券投資者保護基金（SIPC Fund）との区別

米国では、フェア・ファンドに類似した制度として証券投資者保護基金（Securities Investor Protection Corporation Fund, SIPC Fund）が運営されている。この制度は、証券会社の破綻から顧客を保護するために、1970年に制定された証券投資者保護法（Securities Investor Protection Act of 1970）に基づいて運営されている<sup>8</sup>。フェア・ファンドと比較すると、両制度は被害投資者の保護という共通の目標を持っているものの、具体的な法的根拠や

運営方法においては大きく異なっている。

SIPC Fundの運営方式を簡単に説明すると、次の通りである。まず、①証券監督機関（例：米国証券取引委員会）や自主規制機関が証券会社の破綻の可能性が高いと判断した場合、その事実を証券投資者保護公社（Securities Investor Protection Corporation, SIPC）に通知する。②その後、証券投資者保護公社は裁判所の決定に基づき、該当する証券会社が顧客への債務を履行できない際に清算手続きを開始し、顧客保護のために裁判所に清算手続を遂行する受託者の指名を要請する。③受託者が指名されると、受託者は清算手続きを進め、証券会社の資産が顧客の債権を全額弁済するには不十分な場合、SIPCは顧客の不足分に対し、最大50万ドル（現金債権の場合は10万ドル）の範囲内で受託者に支払いを行う<sup>9</sup>。

このように、証券投資者保護公社（SIPC）の証券投資者保護基金は、破綻した証券会社によって生じた投資者の損失を賠償するための制度であり、証券会社が破産した場合にのみ適用される。すなわち、破産に備えて積み立てた資金を基に基金を運営し、証券会社が破産した際に、一定の金額を被害者に対して支払う方式である。これは、日本の投資者保護基金と類似の役割を果たしていると言える<sup>10</sup>。一方で、フェア・ファンドは破産状況に限定されることなく、証券取引に関連して投資者に損害が発生した場合、より広範にその賠償を行う役割を担ってい

5 SEC (2003), p.33. これにより、当時SECは民事制裁金をフェア・ファンドに組み入れるために、1ドルの利益吐出し命令を課すことで制限を回避しようとする試みもあったとされている。Black (2008), p. 330-331.

6 Velikonja (2015), p.341.

7 Velikonja (2015), p.333-334; Black (2008), p.319.

8 15 U.S.C. § 78aaa.

9 SIPC, *How the Claims Process Works*, available at (<https://www.sipc.org/cases-and-claims/how-the-claims-process-works>.)

10 厳密には、日本の投資者保護基金は証券会社が破綻やそれ以外の財政的な困難となった場合、分別管理義務（金融商品取引法の第43条の2）の違反により顧客の金銭や有価証券を返還することができなくなった場合に上限1,000万円までの補償を行う。

る<sup>11</sup>。

## 2.2 利用実態

### 2.2.1 Velikonja の実証分析

以下で述べるように、米国ではフェア・ファンド制度が導入されて以降、多様なタイプの投資被害者を保護するために、違法行為者から相当な金額を徴収し、それを被害者に分配してきた。

まず、フェア・ファンドの利用実態に関しては、Velikonja 教授が2002年7月25日から2013年12月31日までに設立されたフェア・ファンドを対象に行った詳細な実証分析が存在する<sup>12</sup>。この研究では、民事制裁金を含まない単純な利益吐出し金で構成された基金、被告が自主的に設立した基金、また被害総額に対して十分な資金が集まらなかった場合や、並行する手続きで被害者への賠償が明確に行われることにより終了した基金などは分析対象から除外された<sup>13</sup>。

当該期間中に設立されたフェア・ファンドは合計で243件に上り、被害を受けた投資者に分

配された総額は144億6,000万ドルに達した。そのうち、61億9,000万ドルは利益吐出し金および遅延利息で構成され、82億8,000万ドルは民事制裁金によるものであった<sup>14</sup>。

フェア・ファンドの平均額は5,953万ドルで、中央値は1,648万ドルであった。最も規模が大きかったフェア・ファンドはAIGの会計不正事件により設立された8億1,650万ドルであり、最も小規模だったのはインサイダー取引事件による2万4,959ドルであった<sup>15</sup>。

違反行為別のフェア・ファンドの件数と総額の割合を見てみると、ブローカー・ディーラー関連は51件で総額22億6,070万ドル（15.6%）、インサイダー取引は15件で1億90万ドル（0.7%）、投資顧問および投資会社は65件で総額38億6,940万ドル（26.8%）、発行者報告および開示は71件で総額63億3,910万ドル（43.8%）を占めていた<sup>16</sup>。

### 2.2.2 最近の状況

2022会計年度において、SECによる金銭的

図表1 2002年度から2013年度までの利用実態

	SECによるファンド	裁判所によるファンド	合計
設立ファンド数	100	143	243
合計金額 (単位：100万ドル)	5,544.7	8,920.0	14,464.7
利益吐出し金	3,225.2	2,962.8	6,188.0
民事制裁金	2,319.5	5,957.2	8,276.7

(出所) Velikonja (2015), p.352を参考に筆者作成。

11 一方、日本の投資者保護基金は、証券会社等が破産した場合でも、投資者に生じた損害をすべて補償するわけではなく、証券会社等に投資者資産に対する分別管理義務があることを前提にして、その分別管理が適切に行われなかった場合に限り、1,000万円を上限として補償が行われる。

12 Velikonja (2015) .

13 *Id.* at 351.

14 *Id.*

15 *Id.*

16 *Id.* at 354.



公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

制裁措置で課された金額は、民事制裁金、不当利得吐出し金、および判決前利息（pre-judgment interest）を含め、総額で64億3,900万ドルに達し、2021会計年度の38億5,200万ドルから増加した数値となった。この金額は、SECの歴史上最高額である。総金銭的制裁のうち、民事制裁金は41億9,400万ドルで、これもまた史上最高額を記録した。このうち9億3,700万ドルが被害者に分配された<sup>17</sup>。

一方で、不当利得吐出し金（disgorgement）は22億4,500万ドルとなり、2021会計年度より6%減少した。また、2023会計年度には総額49億4,900万ドルが積み立てられ、このうち9億3,000万ドルが被害者に分配された。民事制裁金は1億5,800万ドル、不当利得吐出し金は3億3,690万ドルであった<sup>18</sup>。

違反行為別の件数を見てみると、2022会計年度では投資アドバイザーおよび投資会社に関連する被害が174件で最も多く、次にブローカー・ディーラーに関する被害が132件で2位、延滞報告（Delinquent Filings）に関する被害が129件で3位、証券募集に関する被害が113件で4位を占めた。2023年には、証券募集に関する被

害が167件で最多となり、次いでブローカー・ディーラー関連の被害が140件、投資アドバイザーおよび投資会社関連の被害が139件と続いた<sup>19</sup>。

## 2.3 設立・分配に関する手続き

フェア・ファンドの設立と分配に関する具体的な手続きについては、「フェア・ファンドおよび不当利得の分配計画に関するSEC規則」（SEC Rules on FAIR Fund and Disgorgement Plans, 以下「SEC規則」）（SEC Rules on FAIR Fund and Disgorgement Plans, 以下「SEC規則」）で規定されている。規則の詳細な内容を確認すると、以下の通りである<sup>20</sup>。

### 2.3.1 フェア・ファンドの設立

まず、SECは、被申請者に対し利益吐出し金の支払いを命じる命令とともに、民事制裁金を課す命令を下す手続において、利益吐出し金および民事制裁金をSOX法第308条b項の規定<sup>21</sup>に基づきSECが受け取る基金とともに、違反行為により被害を受けた投資者のための基金を設立するために使用するよう命じることができる（SEC規則1100）。また、このようなSEC

図表2 最近のフェア・ファンドの状況

（単位：100万ドル）	2023	2022	2021	2020	2019	2018
民事制裁金	1,580	4,194	1,456	1,091	1,101	1,439
利益吐出し金	3,369	2,245	2,395	3,588	3,248	2,506
合計	4,949	6,439	3,852	4,680	4,349	3,945
分配金	930	937	521	602	1,197	794

（出所） SEC（2023）を参考に筆者作成。

17 SEC（2022）, p.2.

18 SEC（2023）, p.2.

19 *Id.* at 1.

20 17 C.F.R. § § 201.1100-201.1106. 以下の内容はどう規定を翻訳したものである。石田（2016）, 13-16頁も参照。

21 15 U.S.C. 7246(b). SEC被害投資者の救済のための寄付金を受領する場合、SECがこれを管理し、当該基金を同法第308条a項のフェア・ファンドと共に投資者に対して分配することができるとしている。

によるフェア・ファンドの設立は、SECの行政裁量に基づいて行われる場合もあれば、SECが裁判所に申請して裁判所の権限によりフェア・ファンドが設立される場合もある<sup>22</sup>。

SECが裁量に基づいてフェア・ファンドを設立する場合と、裁判所の監督下で設立される場合の基準については明確にされていない。ただし、違法性の程度が高く、民事制裁にとどまらず刑事制裁も必要とされ、画一的な判断が求められる場合には、裁判所に申請して監督を受ける可能性がある<sup>23</sup>と推測される。2002年から2013年の統計によると、SECの裁量によるフェア・ファンド設立は100件であるのに対し、裁判所による設立は143件に上り、むしろ裁判所の手続きを経たケースが多いことが分かる。このことから、SECがフェア・ファンドの設立において慎重に裁量を行使していることがうかがえる<sup>23</sup>。

### 2.3.2 分配計画の提出及びその内容

SECまたは執行官は、いつでも任意の当事者に対してフェア・ファンド (Fair Fund) または利益吐出しファンド (disgorgement fund) の管理および分配計画の提出を命令することができる。特段の命令がない限り、SECの執行部門は、SECの利益吐出しや民事制裁金の命令に基づき、資金やその他の資産を相手方に引き渡し、SECの命令に対する上訴が放棄された、または完了して上訴が不可能になった時点から60日以内に分配計画を提出する必要がある (SEC規則1101 a)。

さらに、特段の命令がない限り、フェア・ファンドまたは利益吐出しファンドの分配計画には

以下の要素が含まれなければならない (SEC規則1101 b)。

①追加のファンド受領手続き、ファンドを保管するための口座の指定、ファンドが投資される金融商品、また該当する場合は15 U.S.C. 7246(b)に基づくファンド (寄付金など) の受領手続き、②ファンドからの利益を受け取る可能性のある対象範囲、③ファンド受領対象者に対してファンドの存在と利益受領資格の可能性を知らせる手続き、④分配金の請求と承認に関する手続き、紛争処理に関する手続きおよび請求の期限、⑤ファンド終了日および未分配資金の処理に関する条項、⑥ファンドの監督、請求の処理、会計報告、税務申告書の提出、SECの承認に基づき資金の分配を行うファンド管理者 (fund administrator) の選任、報酬および必要に応じた免責を含むファンド管理のための手続き、⑦その他SECや執行官の要求に基づく条項。

### 2.3.3 支払い (Payment) に関する事項

SECの手続開始命令に記載された事実と同一または実質的に類似した事実に基づく違反を主張する訴訟が係属中である場合、SECまたは執行官が適切と判断する条件に従い、フェア・ファンドまたは利益吐出しファンドの分配計画において、当該ファンドを裁判所の管理部 (registry) または裁判所の任命した管理者 (receiver) に支払うよう規定することができる (SEC規則1102 a)。

また、利用可能な利益吐出しファンドの金額や潜在的な資格保有者の数に照らし、利益吐出し計画の管理費用が正当化されないとSECが

22 Hornkohl (2024), p.4.

23 Velikonja (2015), p.352.

公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

判断した場合、利益吐出し金および民事制裁金を国庫に納付するよう規定することができる (SEC 規則1102 b)。

### 2.3.4 分配計画の開示と意見提出の機会の提供

利益吐出し分配計画またはフェア・ファンド分配計画は、SEC のドケット (Docket)、SEC のウェブサイト、及び SEC または執行官が指定するその他の出版物に開示される必要がある。この開示には、分配計画の写しを取得する方法が明記されており、分配計画に対して意見を提出したい人は、書面にて SEC に意見を提出できる旨が明示されなければならない (SEC 規則1103)。

### 2.3.5 分配計画の承認および修正承認, 承認拒否命令

利益吐出し金分配計画またはフェア・ファンド分配計画の開示から30日が経過した後、SEC は当該分配計画に対して承認、修正承認、または承認拒否の命令を出すことができる。SEC の裁量により、採用前に実質的な修正が行われた分配計画については、17 CFR 201.1103に基づき、追加意見提出期間を設けるために再度開示することができる。分配計画に関する承認または承認拒否命令は、最終意見提出期間が終了してから30日以内に行われるが、SEC や執行官が書面で正当な理由を示す場合には、より長い期間を認めることができる (SEC 規則1104)。

### 2.3.6 分配計画の管理

SEC または執行官は、利益吐出し分配計画またはフェア・ファンド分配計画の管理者 (SEC

職員を含む) を任命し、管理者に分配計画の管理責任を委任する裁量を有する。管理者は、いつでも SEC または執行官の命令により解任される (SEC 規則1105 a)。

被申請人の分配計画における適切な資金分配を確保するため、SEC または執行官は適切と判断した条件に基づき、被申請人に対して分配計画の管理を行うか、またはその管理を支援することを求めるか、または被申請人からの要求を認めることができる (SEC 規則1105 b)。

管理者が SEC 職員でない場合、該当管理者は11 U.S.C. 322で規定されている方式に従って保証金 (bond) を確保し、その金額は SEC の承認を得る必要がある。保証金は管理費用から支払うことができ、SEC が正当な理由があると判断した場合には、保証金の支払いを免除することができる (SEC 規則1105 c)。

管理者が SEC の職員である場合、管理に対する報酬 (administrator's fee) は支払われない。反対に、管理者が SEC 職員でない場合、完了した管理業務に対する報酬を請求でき、SEC または執行官の承認を得て、妥当な範囲内で報酬が支払われる (SEC 規則1105 d)。

別途の命令がない限り、管理費用およびその他の経費は、まず資金から発生した利息から支払われ、利息が十分でない場合は元本から支払われる (SEC 規則1105 e)。

毎四半期の最初の10日間、または SEC または執行官の指示に従い、管理者は利益吐出し分配計画の管理に関連して受領または支出したすべての金額に関する会計報告書を作成し提出しなければならない。最終会計報告書は SEC または執行官の承認を得る必要がある (SEC 規則1105 f)。

分配計画は、当事者、計画の管理者、SEC、



または執行官の職権により修正することができる (SEC 規則1105 g)。

### 2.3.7 異議の申立

上述の SEC 規則1103に基づき意見提出の機会が提供される場合を除き、何人も、利益吐出したまたはフェア・ファンドの設立命令、利益吐出し分配計画またはフェア・ファンド分配計画の承認、修正承認、承認拒否命令、その他該当計画に関するすべての決定に対して、該当ファンドへの参加資格または潜在的資格のみを理由とする、または該当手続きの被申請人に対する私的権利を理由とする異議の申立は許可されない (SEC 規則1106)。

### 2.3.8 フェア・ファンド設立と裁判所の判断基準

一方、SEC が裁判所に申請して裁判所監督型フェア・ファンドが設立される場合、裁判所は SEC が提出した分配計画について審査を行う。この際、審査基準は SOX 法制定以前の利益吐出し計画で採用された「公正かつ合理的な」基準と同様であり、計画全体が公正かつ合理的かどうかを評価する。分配方式に関しては、SEC の経験と専門性が尊重されるとされている<sup>24</sup>。たとえば、WorldCom の会計不正事件で設立されたフェア・ファンドにおいては、分配金を受け取る資格を決定する際、救済対象期間

中に WorldCom 証券取引で利益を得た人や、債券保有者の中で再生手続または売却により1ドルあたり36セント (一般無担保債権者の回収率が36%であった) 以上の返還を受けた人、または投資金の一部を回収した人などを除外する分配計画があった。これについて、地方裁判所は、限られた基金の状況下で難しい選択が求められ、他の被害投資者がフェア・ファンドを利用できる機会を考慮した上での決定であると判断し、この分配計画が公正で合理的であることを認めた<sup>25</sup>。

## 3. 台湾の投資者保護センターモデル

### 3.1 設立背景

2003年1月から施行された証券投資者および先物取引者保護法 (以下、投資者保護法) に基づき設立された財団法人である証券投資者および先物取引者保護センター (Securities and Futures Investors Protection Center, 以下投資者保護センター) は、違法な証券取引によって被害を受けた投資者を保護するために幅広い役割を果たしている。台湾でこのような投資者保護のための非営利機関が設立されるに至った歴史的背景は、1984年に当時の台湾の証券当局であった財務省傘下の証券取引委員会<sup>26</sup>の承認

24 SEC v. Byers, 637 F. Supp.2d 166, 17475 (S.D.N.Y. 2009); SEC v. Amerindo Inv.Advisors Inc., 2014 WL 2112032, \* 14 (S.D.N.Y. May 6, 2014) 等。

25 SEC v. WorldCom Inc., 2004 WL 1621185 (July 20, 2004), Official Comm. of Unsec. Cred.

26 台湾の証券取引委員会は1997年に証券先物委員会 (Securities and Futures Commission, SFC) と名称が変更された。銀行、証券、保険など多様な金融部門の規制機関を「単一規制機関」モデルとして統合するため、2004年に金融監督委員会 (Financial Supervisory Commission, FSC) が設立され、同委員会は台湾における金融市場および金融サービス企業の発展、監督、規制、検査を担当する包括的な権限を行使できるようになった。その後、SFCは金融監督委員会 (FSC) の下で証券及び先物業務を管轄する機関として証券先物局 (Securities and Futures Bureau, SFB) に再編された。Chao (2018), p.60 n20.

公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

のもと、証券先物発展基金会（Securities and Futures Institute, SFI）が設立されたことに遡る。台湾証券先物発展基金会の初期資金は、台湾証券取引所、証券会社、仲介サービスを提供する銀行等から、証券取引手数料を通じて特別徴収された金額によって賄われた<sup>27</sup>。

しかし、設立当初の証券先物発展基金会の目的は、研究を通じて証券および先物市場の健全な発展を促進し、企業ガバナンスを強化し、金融専門家を育成するなど、公共教育を目的としていた。このように、証券先物発展基金会の初期の目標は、投資家に代わって民事訴訟を提起することとは関係がなかった<sup>28</sup>。

台湾における投資者保護のための非営利機関の発展は、金融危機の歴史とともに歩んできた。このような金融危機がモデルの変革を促す契機となったのである。1990年代後半の金融危機を経て、台湾の証券先物発展基金会は、大衆教育に限定されず、訴訟費用を負担する原告株主としての役割を果たす段階にまで発展した。台湾経済は1998年のアジア金融危機から成功裏に回復したものの、約44社の台湾上場企業が経営不振に直面していた。このような厳しい時期には、分散化された消極的な株主の存在（集合行為問題）によって、証券詐欺に関与した者や違法行為を行った経営陣に対して訴訟を提起することが実質的に困難であり、これが社会的な問題として浮上し始めた<sup>29</sup>。

その結果、1998年には証券先物発展基金会（SFI）傘下に投資者サービスセンター（Investor

Services Center, ISC）が設立され、個人株主に代わって上場企業に対するさまざまな権利の行使を調整する役割を担うようになった。また、証券先物発展基金会は各上場企業の1単元株（1,000株）を購入することで、株主代表訴訟や証券集団訴訟を提起する地位を獲得し、公益目的的法律事務所のような役割を果たすようになった。株主として、証券先物発展基金会は株主総会に参加するだけでなく、投資者に対して相談や仲裁といった専門的なサービスを提供し、証券先物局（SFB）の許可を受けて会社法上規定された短期売買利益の返還権を行使したり、事実上の証券集団訴訟において代理人を務めるなど、上場企業に対するエンフォースメント活動に積極的に参加し始めた<sup>30</sup>。

その後、アメリカのエンロン（Enron）やワールドコム（WorldCom）など一連のグローバル企業スキャンダル、および2000年代初頭に台湾で発生した企業不正事件を契機に、2003年1月1日付で前述の投資者保護法が制定され、この法律に基づき証券投資者および先物取引者保護センターが設立された。これにより、投資者サービスセンターの役割を引き継ぎ、現在まで継続して運営されている<sup>31</sup>。

## 3.2 投資者保護センターの組織と運営

### 3.2.1 組織構成と権限

投資者保護センターには内部機関として理事会と監査役が設置されている<sup>32</sup>。投資者保護センターの業務は、管轄当局によって選任された

27 Chao (2018), p.60.

28 *Id.* at 61.

29 *Id.* at 61; Lin (2007), at 165–166.

30 Lin (2016), pp.141–142.

31 *Id.* at 138, 144–45.

32 投資者保護法第11条第1項および第15条第1項。

11名の理事で構成される理事会によって遂行される<sup>33</sup>。理事のうち、少なくとも3分の2は学者や関係機関の専門家から選任され、残りの理事は設立当初に寄付を行った11の機関の代表者の中から選任される<sup>34</sup>。

また、管轄当局は3名の監査役を選任し、投資者保護センターの財務諸表および帳簿を検査し、理事会に出席して機関の運営を監視する役割を担っている。さらに、法令、規則、投資者保護センターの定款および内部規則の違反がないように、理事会に報告書の提出を求めることができる<sup>35</sup>。

さらに、投資者保護センターは、理事長が指名し理事会の承認を受けた代表取締役（または総括マネージャー）を雇用することができる<sup>36</sup>。現在、投資者保護センターには法務サービス部門および行政部門が設置されて運営されており、必要に応じて代表取締役は新たな部門の設

立を提案し、部門長および副部門長を任命することができるが、これは理事会の承認を得る必要がある<sup>37</sup>。

また、仲裁事件を処理するため、7人から15人の仲裁人で構成される仲裁委員会も設立されている<sup>38</sup>。

### 3.2.2 運営基金の調達と維持

投資者保護センターの設立初期には、11の機関からの寄付によって資金が調達され、設立後は以下の方法で運営基金が確保されている<sup>39</sup>。具体的には、①全ての証券会社の仲介業務取引金額に応じた一定割合で評価された拠出金<sup>40</sup>、②各先物会社の前月の取引契約件数に基づき指定された金額を掛け合わせた拠出金<sup>41</sup>、③台湾証券取引所、台湾先物取引所およびグレイタイ (GreTai) 証券市場 (台北取引所) から、それぞれの機関の月間手数料収入の5%に相当する

33 投資者保護センター定款第10条第1項。

34 投資者保護法第11条第2項。

35 投資者保護法第14条；投資者保護センター定款第13条。

36 投資者保護センター定款第15条。

37 投資者保護法第15条。

38 Lin (2016), pp.154-155.

39 投資者保護センターの初期資金は、証券先物委員会 (Securities and Futures Commission) が指定した11の機関からの寄付金により調達された。初期の総寄付額は NT\$10億3,100万 (約51億5,500万円) であり、各機関別の寄付内容は以下の通りである。

① 台湾証券取引所 (Taiwan Stock Exchange Corporation) : NT\$4億 (約20億円)

② 台湾先物取引所 (Taiwan Futures Exchange Corporation) : NT\$1億 (約5億円)

③ 中華民國店頭証券市場 (R.O.C. OTC Securities Exchange, 通称 GreTai Securities Market) : NT\$1億 (約5億円)

④ 台湾証券中央預託会社 (Taiwan Securities Central Depository Corporation) : NT\$2億 (約10億円)

⑤ 中国証券協会 (Chinese Securities Association) : NT\$2億 (約10億円)

⑥ 中華民國証券投資信託および顧問協会 (Securities Investment Trust & Consulting Association of R.O.C.) : NT\$100万 (約500万円)

⑦ 台北先物協会 (Taipei Futures Association) : NT\$100万 (約500万円)

⑧ 復華証券金融 (Fuhwa Securities Finance Company Limited) : NT\$2,000万 (約1億円)

⑨ 全球証券金融 (Global Securities Finance Corporation) : NT\$300万 (約1,500万円)

⑩ 富邦証券金融 (Fubon Securities Finance Company Limited) : NT\$300万 (約1,500万円)

⑪ 安泰証券金融 (EnTie Securities Finance Company Limited) : NT\$300万 (約1,500万円)。Id, p.146 n53.

40 各証券会社は、仲介取引口座総額の0.00285%を毎月積み立て、翌月10日までにSFIPCに送金しなければならない (投資者保護法第18条第1項第1号)。

41 各先物会社は、顧客口座の各先物契約取引1件につき NT\$1.88を積み立て、翌月10日までに投資者保護センターに送金しなければならない (投資者保護法第18条第1項第2号)。

公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

金額<sup>42</sup>、④ 投資者保護センターの資産運用から発生する利息収入およびその他の収益、⑤その他の寄付金によって運営されている。

投資者保護法は、このような基金の規模をNT\$50億（約249億円）と設定しており、基金がこの規模に達した場合、所管当局はSFIPC基金に10年以上拠出してきた特定の証券および先物会社に対して、一時的に拠出金の納付義務を免除することができる<sup>43</sup>。

さらに、投資者保護基金の健全な管理と価値の維持を図るため、投資者保護法は、投資者保護センターが基金の保管のために国債を購入するか、金融機関に預けることを明示している<sup>44</sup>。その一方で、投資者保護法は基金の管理に若干の柔軟性も提供しており、当局の事前承認を受けた場合、投資者保護センターは基金の純資産の最大30%を自家使用のための不動産購入、上場証券の取得、その他の価値維持のための投資に充てることができる<sup>45</sup>。

### 3.2.3 運営基金の使用

運営基金は、投資者保護法で指定された目的に使用することができ、主に以下のような用途に限定される。具体的には、①基金の主要な目的の一つとして証券会社が財政的な困難に陥り債務不履行に陥った場合に投資者を保護するために使用される。例えば、証券会社が財政的な困難に陥り、顧客（投資者）が決済義務を履行

しているにもかかわらず証券会社が債務を履行できない場合、投資者保護センターは基金を使用して投資者に生じた損害を補償することができる<sup>46</sup>。これは、日本の投資者保護基金や米国の証券投資者保護基金（SIPC Fund）と類似の役割を果たすものといえる。このようにして基金から投資者の損害を補償した後には、投資者の証券会社に対する損害賠償請求権は投資者保護センターに移転される<sup>47</sup>。

さらに、投資者保護センターは、②投資者保護業務を遂行するにあたっての運営費およびその他の必要な経費、③投資者保護センターが投資者保護法に基づいて提起する訴訟または仲裁に関連する各種費用、④管轄当局が承認したその他の目的に充当するために基金を使用することができる<sup>48</sup>。

このように、投資者保護センターの基金はさまざまな用途に使用され、その範囲は日本や米国の投資者保護基金よりも広い。台湾の投資者保護センターの基金は、証券会社や商品先物取引業者の財政的な困難や破産によって顧客資産が損失した場合にそれを補償するための基金を維持するだけでなく、投資者保護センターの任務遂行に必要な費用や、集団訴訟や仲裁といった手続きに掛かる費用を補うためにも使用することができる。

42 投資者保護法第18条第1項第3号。1994年に設立されたGreTai証券市場は、以前は台湾証券業協会が運営していた店頭市場機能を果たしていた。GreTai証券市場は2015年2月24日に台北取引所（Taipei Exchange）に名称を変更した *Id.*, at 146 n56.

43 投資者保護法第18条第3項。

44 投資者保護法第19条第1項。

45 投資者保護法第19条第1項。一方、投資者保護センターが投資者保護法に基づく資金を使用して不動産を購入する際、総額は投資者保護センター設立時に基金に拠出された初期資産の10%を超えてはならない（投資者保護法第19条第2項）。

46 投資者保護法第20条。

47 投資者保護法第21条第3項。

48 投資者保護法第20条第1項第2号から第4号。



### 3.3 投資者保護センターの具体的な役割

#### 3.3.1 紛争解決の相談窓口

まず、投資者保護センターは、法令や制度関連の規定に関する質問、証券集団訴訟や損害賠償請求に関する相談、発行会社の違法行為の通報に対するアドバイス等のサービスを提供している。事件が複雑な場合や請求金額が大きい場合などには、投資者に調停手続きの申請を勧めており、違法行為が通報された場合は、事案の性質に応じて監督機関や関連機関に移送して処理している。2023年12月末時点で、センターは合計5,648件の電話相談および698件の書面による相談を受け付けており、設立以来の累計受付件数は電話相談が16万4,000件以上、書面による相談は25,061件に上る<sup>49</sup>。

#### 3.3.2 調停を通じた紛争解決

訴訟手続きを回避するため、これらの紛争を投資者保護センターによる調停で解決することが、より実用的な解決策となり得る。そのため、投資者保護法第22条は、民事紛争に関わる投資者がセンターに調停を申請する権利を認めている。調停委員会は、7名から15名の調停人を任命して構成され、調停人は専門分野に応じて3つのグループに分けられる。第一のグループは法律の専門家、第二のグループは金融および会計の専門家、第三のグループは市場実務経験を有する調停人で構成される。各パネルは、これら3つのグループからそれぞれ1名ずつ選出さ

れた3名の調停人で構成される<sup>50</sup>。

また、投資者保護センターは、2009年5月20日に改正された投資者保護法に基づき少額調停請求制度を整備した。少額調停請求制度は、請求金額がNT\$100万（約500万円）以下の証券または先物取引の紛争に適用される。2023年12月末時点で、センターは合計2件の調停案件を処理し、そのうち1件は相手方が調停を拒否し、1件は調停が成立しなかった。センター設立以来現在までに合計587件の調停案件を処理し、そのうち53件は成功裏に合意に達し承認申請が提出され、33件は調停前に当事者が自主的に合意した<sup>51</sup>。

#### 3.3.3 証券集団訴訟

台湾の投資者保護センターの特徴的な点は、投資者保護法が同センターに法律を違反した者に対して投資者を代表してセンターの名義で証券集団訴訟を提起できる権限を与えていることである。投資者保護法第28条に基づき、投資者保護センターは、単一の事件が多数の証券または先物投資者に被害をもたらす場合、センターの名義で集団訴訟または仲裁請求を提起することができる。この訴訟は、20名以上の投資者または先物取引参加者から訴訟の委任を受ける必要がある<sup>52</sup>。

実務的には、集団訴訟は投資者保護センターの名義で提起され、理事長が代表として立ち会う。すべての事件は、所属する専門弁護士によって慎重に検討され、法学教授、会計学教授、金融学教授、および市場の専門家で構成される理

49 SFIPC (2024), p.21.

50 投資者保護法第22条2項。

51 SFIPC (2024), p.22.

52 投資者保護法第28条1項。



公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

事会の承認を受けて提起される。そして、すべての事件は公表されている<sup>53</sup>。

投資者保護センターが該当業務範囲に属する事件を把握または受理した場合、法務部門は事件の調査を開始し、証拠を収集し、集団訴訟の提起などの法的措置が必要かどうかを評価する。法的調査と分析を終えた後、法務部門は評価報告書を作成し、総括マネージャーとセンター長に検討を経て、理事会の承認を求めて提出される。投資者保護センターは、集団訴訟を提起するかどうかを判断するために、事件が時効内であるか、十分な証拠があるか、被告の行為が違法であるかなど、さまざまな要素を考慮する。実務的には、投資者保護センターが証拠を収集するのが比較的難しい場合が多く、検察の起訴を待って裁判所で証拠を得られる場合が多いとされる<sup>54</sup>。

一方で、投資者保護センターが投資者を代理して集団訴訟を提起する場合、関連する訴訟費用はセンターが先に負担することになっている。ただし、投資者保護法に基づき、センターが訴訟で勝訴した際には、損害賠償金を投資者に分配する前に必要な訴訟費用を賠償金から控除することが認められている。しかし、訴訟で敗訴した場合には、投資者に対して一切の訴訟費用を請求できない。さらに、台湾の投資者保護法には訴訟費用や保証金に関して投資者保護センターに有利な条項が設けられている。例えば、投資者保護法に基づき、センターが集団訴訟を提起して仮処分や仮差押えを申請する場合、裁判所はセンターに対し保証金の納付を免除することができる。また、センターが集団訴

訟を提起したり控訴を行う際、請求金額がNT\$1億（約4億7千万円）を超える部分については訴訟費用を免除することができる<sup>55</sup>。

筆者が2024年3月に投資者保護センターのセンター長にインタビューした結果、現在、投資者保護センターには19名の弁護士（幹事を含む）が勤務しており、大半が証券関連法および会社法分野の訴訟専門家であるという。特に、経験豊富な弁護士が幹事として訴訟団を率い、事件を処理しているとのことである。これは、2007年6月時点で、投資者保護センターの法務サービス部門に3名の専任弁護士と10名の法律事務員が法務サービスを担当していた状況と比較して、より規模が拡大したと言える。

2023年、投資者保護センターは6件の集団訴訟で700人以上の投資者を支援し、総請求額はNT\$2億4,300万（約10億4,490万円）を超えた。このうち、1件は虚偽の財務諸表または財務・事業情報、1件は相場操縦、4件はインサイダー取引に関する事案であった。2023年末時点で、センターは123件の集団訴訟が裁判所で係属中または強制執行手続中であり、15万3,000人以上の投資者が総額NT\$682億8,900万（約293億6,270万円）の民事請求訴訟をセンターに委任していた。また、170件の訴訟が終結し、これらは3万2,000人以上の投資者とNT\$1,152億6,000万（約495億6,180万円）を超える金額に関係していた。

2023年末までに、証券集団訴訟は合計77件が投資者に対して部分的または全面的に有利な最終判決を受けた。また、センターは一部の訴訟において、刑事被告、企業の取締役・監査役、

53 Lin (2016), p.168.

54 *Id.*

55 投資者保護法第28条、第34条および第36条。

会計士、証券引受人との和解を成立させた。2023年末時点で、センターは和解を通じて投資者に NT\$63億5,000万（約27億3,050万円）を回収し、さらに強制執行、最終判決による返還金および犯罪収益の返還を含む NT\$12億9,700万（約5億5,670万円）を回収した。

投資者に支払われた総額は NT\$7億6,000万（約32億6,800万円）を超え、そのうち NT\$1億5,100万（約6億4,930万円）が2023年に回収され、勝訴した事件から NT\$1億800万（約4億6,440万円）が追加で賠償された。2023年の総回収額は NT\$2億5,900万（約11億1,370万円）を超え、投資者の損失の一部を実質的に補填することができた<sup>56</sup>。

### 3.3.4 代表訴訟および取締役解任の訴え

台湾において株主代表訴訟を提起するためには、株主が会社の発行株式の少なくとも3%を1年以上保有している必要があり<sup>57</sup>、さらに、訴訟の価額の1%以内に相当する裁判費用を先払いしなければならない。原告が勝訴した場合にはこれらの費用は返還されるが、敗訴した場合には返還されないリスクがある。また、株主が勝訴しても、損害賠償金は株主ではなく会社に支払われるため、訴訟を提起した株主に直接的な利益が戻ってこない。こうした問題により、台湾では従来から株主代表訴訟が適切に利用されてこなかったため、代表訴訟の活性化が学界

の重要な課題の一つと認識されてきた<sup>58</sup>。

そのため、台湾では2009年に投資者保護法が改正され、投資者保護センターに株主代表訴訟を提起する権限が付与されるようになった<sup>59</sup>。この改正により、投資者保護センターは台湾会社法第214条で規定されている3%の持分要件を満たさなくても、代表訴訟を提起できるという例外が認められることになった<sup>60</sup>。

一方、台湾会社法では、取締役が会社に重大な損害を与えたり、法令または定款に重大な違反をしたにもかかわらず、株主総会で取締役の解任案が提案されたが承認されなかった場合、全発行株式の3%以上を保有する株主は、株主総会終了後30日以内に裁判所に取締役の解任を請求する訴訟を提起することができると規定している<sup>61</sup>。これに対し、2009年の投資者保護法の改正により、投資者保護センターに対して3%の持分要件を免除するだけでなく、株主総会の要件も免除されるようになった。これにより、投資者保護センターは裁判所に取締役が会社に重大な損害を与えたり、法令、規定または定款に違反したと判断した場合、他の要件の制約なしに取締役の解任を請求することができるようになった<sup>62</sup>。

2023年末時点で、投資者保護センターは合計83件の株主代表訴訟と97件の解任訴訟を提起した。このように投資者保護センターによる積極的な提訴により、加害者に対して会社に総額

56 SFIPC (2024), p.23.

57 台湾会社法第214条第1項。

58 Lin (2016), p.174.

59 投資者保護法第10-1条。

60 一方、このような法改正は、持分要件のみを免除するものであり、投資者保護センターもまず監査役に対して取締役に対する訴訟の提起を請求しなければならず、監査役がこれに応じない場合、訴訟の提起を請求した後、30日後に会社に代わって代表訴訟を提起することができる。Lin (2016), p.175.

61 台湾会社法第200条。

62 投資者保護法第10-1条第1項第2号。

公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

NT\$18億8,900万（約81億2,000万円）を賠償させ、会社および株主の利益を保護した。このうちセンターは合計36件の事件で勝訴した。また、訴訟および控訴が提起された後、一部の事件では取締役や監査役が自発的に辞任するか解任され、再選出馬を撤回する場合もあった。これらの結果は、企業統治の効果的な促進を示すとともに、台湾証券取引所（TWSE）および証券店頭売買センター（TPEX）の上場企業の取締役および監査役に対して、信認義務を誠実に履行するよう警告する役割を果たしたと評価される<sup>63</sup>。

## 4. 公的な法執行による投資者救済制度設計上の課題

以下では、日本で証券取引により被害を受けた投資者を救済するための公的な法執行において、どのような課題があるかを検討する。前述のとおり、米国のフェア・ファンドモデルの場合には、課徴金を被害投資者に分配する方式をとっているが、日本においても、このような課徴金の分配が可能なのか、可能であるとしても、分配を行う上でどのような問題があるのかについて、併せて検討する必要がある。

一方、台湾の投資者保護センターの場合、日本の投資者保護基金と同様の役割を果たすと同時に、被害を受けた投資者に代わって証券集団訴訟を提起する役割を果たしている。さらに、投資者保護センターは、会社のために提起する代表訴訟や取締役解任の訴えまで提起し、投資者の損害を回復してくれる役割を超えて、株主

として取締役の任務懈怠行為を抑制し株主アクティビズムを通じて企業経営にエンゲージメントするなどの役割まで行っているという特徴を持っている<sup>64</sup>。

そうすると、このような広範な投資者保護センターの役割によってどのような問題が発生するのかについて確認する必要がある。そして、日本においては、台湾のように投資者保護基金または別途の投資者保護のための公的機関が代わりに投資被害者の損害賠償を請求するシステムを構築する場合、どのような役割を果たすべきかについても順次に検討する。

### 4.1 フェア・ファンドモデルの課題

#### 4.1.1 課徴金分配の可否

日本では平成16年の改正で課徴金制度が導入され、平成20年の金商法改正により対象範囲が拡大され、課徴金の金額も徐々に拡大してきた<sup>65</sup>。そして、日本の課徴金は、違法行為の抑制のために違法行為者の経済的利益を剥奪する行政上の措置であり、違反者が支払った課徴金は金商法において国庫に帰属するように規定されている（金商法172条～176条の2）。

一方、このように国庫に帰属された課徴金を証券取引による投資被害者に分配することについては、法的にいかなる制限も存在しない。むしろ、金商法以外の領域では、被害者救済のために違反者から没収又は徴収した金員を被害者に分配する制度が複数存在している。例えば、「組織的な犯罪の処罰及び犯罪収益の規制等に関する法律」や「犯罪被害財産等による被害回

63 SFIPC (2024), p.24.

64 紙面の都合上、説明しなかったが、投資者保護センターは株主総会に参加して積極的に議決権を行使するなど、積極的な株主アクティビストとしても活動している。SFIPC (2024), p.27.

65 黒沼 (2010), 43頁。

復給付金の支給に関する法律」では、刑事裁判を通じて犯人から没収・追徴した財産を被害回復給付金として被害者に支給する制度が設けられている。また、「不当景品類及び不当表示防止法」に基づき、被害を受けた消費者に返金措置を実施した事業者に対して課徴金の減額が可能とされる制度も存在する（同法10条, 11条）<sup>66</sup>。そうであれば、違反者から徴収した課徴金を被害者に分配すること自体は必ずしも不可能ではないと言えるだろう。

一方、課徴金は、市場の秩序及び公正性の確保を目的として課されるものであるため、投資者の損害賠償にこのような金額を使用してもよいかどうかについては議論の余地があると思われる。一部の投資者に課徴金を分配することは、市場全体ではなく一部の個人のために課徴金を使用することになるからである。このような問題については、金商法は市場の公正性確保と同時に投資者の利益を保護することを目的としているため、課徴金を被害者に分配することは、金商法目的や課徴金制度を設けた趣旨に反しないと解釈できる<sup>67</sup>。課徴金は、違法行為者に経済的な不利益を課すことによって違法行為を抑制することを目的として設計された制度であり、経済的な不利益を課した後にそのような金額を被害者に分配したとしても、違法行為の抑制効果が減少するわけではないので、金商法が規定している課徴金の趣旨や目的に反するものではないからである。そして、このような見解によれば、むしろ、課徴金を支払った違反行為者は、既に課徴金を支払ったことにより、資力

が不足することになり、これは被害者の損害回復を妨げる可能性があるという点で、課徴金の分配の必要性はより一層高いとしている<sup>68</sup>。

#### 4.1.2 課徴金の金額

以上のように、理論的には課徴金の分配自体は可能であると解釈できるが、課徴金を被害者に分配することが適切かどうかについては問題があり得る。まず、被害者の損害額を十分に賠償できるほど課徴金額が十分でない可能性があるという問題がある。

日本では、従来から刑事責任は、高度な立証を要求するため適用が容易ではなく、罰金の金額も多くないため、十分な抑止効果を発揮できないだけでなく、裁判手続にも多くの時間がかかるという批判が提起されたため、迅速な法執行のために、2004年の法改正を通じて課徴金制度が初めて導入された。そして、日本の金商法上の課徴金は、米国の民事制裁金（civil penalty）を参考にして行政的制裁の観点から導入されたが、課徴金制度を設計するに当たっては、法令違反者の経済的な利益剥奪（disgorgement）の観点から設計されたため、基本的に課徴金の金額は、違反者が実際に得た経済的利得額を基準に算定している。このように、経済的利得額で課徴金の金額を限定するようになったのは、刑事処罰に加えて課徴金を課すことは、日本国憲法第39条の二重処罰の禁止に違反する可能性があるという懸念を払拭するためであった<sup>69</sup>。

しかし、このように課徴金を違反者の経済的

66 黒沼（2010）、46頁；上嶋（2015）、83-85頁。

67 黒沼（2010）、47頁。

68 黒沼（2010）、49頁注7）。

69 黒沼（2020）、771、775頁。



利得額に限定する場合、実際の多数の被害者の損害賠償金額よりも違反者の経済的利得額が少ない可能性が高い。例えば、不公正取引の事例において、相場操縦や風説の流布などの行為によって得られる経済的利益は、自分が所有している株式の価格上昇分に限定される。しかし、これによる被害は多数の投資者に発生するものであるため、実際に賠償すべき損害賠償額ははるかに多くなるはずである。したがって、現行の日本の課徴金制度では、被害者に分配できる金額自体が不十分である可能性が非常に高い。

一方、従前から、このような課徴金額の算定については、金商法に先行して課徴金制度を規定していた独占禁止法は、2005年の改正により、経済的利益剥奪の観点から卒業し、行政上の制裁金として機能していることや<sup>70</sup>、最高裁判所も、課徴金の金額は必ずしも経済的利得額と一致しなければならないとはいえないと判断していること<sup>71</sup>、大量保有報告規制違反の課徴金の場合のように、金商法上、実際に経済的利得額を基準に算定していない場合も存在すること、課徴金の加算及び減免制度が存在することなどを理由に、金商法上の課徴金も行政規制の実効性確保のために制裁金として機能しなければならないという批判も提起されている<sup>72</sup>。

このように、経済的利得額を上限とする課徴金制度は、長期的に違法行為の抑制という観点からも、実質的に行政制裁金として機能するよ

うに改正する必要があると考えられる。経済的利得額の範囲で課徴金を課すことは、結果的に違法行為を行う前の状態に戻すことになるだけであり、実質的に違反行為者に金銭的に大きな負担を負わせるものではないからである。また、二重処罰の禁止に違反する可能性があるという問題については、実務上、証券取引等監視委員会が違反に対する処分を行うにあたり、特に違反行為が悪質な場合に限って検察に告発を行っているため、課徴金と刑事罰が同時に課されることはほとんどない。したがって、実際には、二重処罰禁止の原則に違反する可能性は少ないと考えられる。

#### 4.1.3 課徴金の対象

金商法で課徴金の対象となる行為は限定的であるという問題もあり得る<sup>73</sup>。現実には、無登録営業や仕組み債問題のように、投資勧誘において適合性の原則が問題視される場合又は説明義務の不履行により被害が発生するケースが多い。しかし、このような場合には、そもそも課徴金規定が存在しないため、課徴金を分配して被害者の損害回復を図ることができないという問題が発生する。

課徴金を規定している場合であっても、法定開示書類の虚偽記載等のように金商法が直接損害賠償請求権を直接規定している場合がある一方、インサイダー取引の場合等のように金商法

70 白石忠志 (2016), 653-656頁。

71 最判平成17年9月13日民集59巻7号。

72 飯田 (2023), 436頁。

73 金商法上課徴金の賦課対象となる行為は次のようである。① 不公正取引（インサイダー取引、相場操縦（仮装・馴合売買、違法な安定操作取引等）、風説の流布又は偽計、金商法 第157条～159条、第166条）② 有価証券届出書等の不提出・虚偽記載等（発行開示義務違反）（金商法第172条、172条の2）、③ 有価証券報告書等の不提出・虚偽記載等（継続開示義務違反）（金商法第172条の3）、④ 公開買付開始公告の不実施（金商法第172条の5）、公開買付届出書等の不提出・虚偽記載等（金商法第172条の6）、⑤ 大量保有報告書等の不提出・虚偽記載等（金商法第172条の7～8）、⑥ プロ向け市場等における特定証券等情報の不提供等、虚偽等及び発行者等情報の虚偽等172条の9～10。



上の損害賠償請求権規定が存在せず、民法上の一般不法行為による損害賠償請求権に頼っている場合がある。ところで、課徴金は、故意及び過失を要求することなく課されるため、一部の事例ではあるが、民法上の一般不法行為による場合に、違反行為者に故意や過失がない場合には、損害賠償責任を負わない場合があり得る<sup>74</sup>。

以上のように、課徴金を分配する公的機関や手続を構想するにあたり、課徴金額だけでなく、その対象が限定されているという点で、課徴金と被害者の損害を1対1で対応し、制度を運営することは難しいと思われる。ただし、違反者は、法違反行為により課徴金をどうせ支払わなければならない立場にあるので、既に支払われた課徴金をどのように使用するかについては、国家が裁量を持っていることになり、損害賠償請求権を行使する場合とは異なり、損害賠償金額と損害の間に厳密な因果関係を要求する必要はないように思われる<sup>75</sup>。したがって、被害者に発生した損害と法違反行為が必ずしも1対1で一致していなくても、課徴金の金額さえ十分であれば、課徴金を分配する方式による被害者救済は可能であると考えられる<sup>76</sup>。

さらに、以上のように、課徴金と損害賠償請求権を必ずしも1対1で対応する必要がないとすれば、法違反者が課徴金納付命令について裁判上争う場合であっても、既に納付した金額にかかわらず、後日、集められた基金から返還す

ればよいので特に問題にならない。

#### 4.1.4 私的救済との重複性の問題

米国では、フェア・ファンド分配と証券集団訴訟による賠償は、互いに別個の制度として並行が可能であるため、両手続の両方を認めることは不必要な重複であるという批判が提起されている<sup>77</sup>。つまり、私的救済と公的救済が重複するため、不必要に社会的コストがかかるということである。

しかし、日本の場合、米国のような証券集団訴訟制度が存在せず、勝訴した場合にのみ弁護士費用を請求する完全成功報酬契約も一般的に利用されていないため、訴訟を提起するためには、一般的に敗訴しても戻ってこない金額である着手金を弁護士に支払わなければならない。そのため、少額被害を受けた個人投資家が民事訴訟のような私的救済手段を利用しやすい環境にあるとは言い難い。

このように日本では、少額被害を受けた個人投資家にとって、私的救済が米国に比して適切に機能していない状況にあることを考慮すると、私的救済と公的救済の重複性に対する批判が日本でもそのまま適用されるとは思えない。

一方、違反行為者の立場からすれば、二重に損害を賠償することになるのではないかということが問題になる可能性があるが、そもそも課徴金とは別に被害者に損害賠償をすることが原

74 黒沼 (2010), 47頁。

75 黒沼 (2010), 47頁も参照。

76 一方、課徴金を原資とする基金が全体の被害者の損害額よりも少ない場合、被害者全員の損害を完全に補填することができないため、分配の優先順位に関する問題が発生する可能性がある。すなわち、A事件から徴取された課徴金が多いにもかかわらず、それをB事件の被害者と平等に分配しなければならない場合、公平性に疑問が生じることも考えられる。しかしながら、課徴金を通じて被害者が損害を回復できることは、国家の政策的決定による受益的な結果にすぎず、被害者が課徴金について何らかの権利を有するわけではないため、基金運営主体の裁量がより尊重されるべきである。ただし、基金が不足している場合には、分配金に一定の上限を設け、残りの金額については損害賠償請求の提起を支援する方法も検討されるべきであろう。

77 Black (2008), p.342; Winship (2008), p.1132, 1142.

公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

則であるため、二重賠償の問題は発生しないと考えるべきであり、被害者は、どちらの方法によっても自分が被った損害の範囲内では損害を回復することができるかと解釈すべきである。

## 4.2 投資者保護センターモデルの課題

### 4.2.1 組織構造の問題

台湾の投資者保護センターは、証券詐欺、虚偽記載、不公正取引などによる被害投資者のために、彼らに代わって証券集団訴訟を提起して損害を回復する役割を果たすだけでなく、代表訴訟や取締役解任訴訟、株主アクティビズムによる株主総会での積極的な議決権行使などの活動を行っている。このような役割は、ある意味で、企業の経営に関与し、コーポレート・ガバナンスの強化をサポートするだけでなく、少数株主を保護し、資本市場の信頼性を確保するという点で、「投資者保護」の範囲に含まれるともいえるかもしれない。

一方、台湾の投資者保護センターは、このような役割を果たし、企業の経営に深く関与しているが、投資者保護センターの組織構造上の特徴により、公的機関による不必要な経営干渉または介入の懸念があることが指摘されている<sup>78</sup>。

投資者保護センターの取締役会は、法律、会計、財務分野の経験豊富な市場専門家と学者で構成されており、11人の取締役のうち9人が外部または独立取締役として活動しており、2人の常任取締役は取締役会議長と総経理で構成されている。そして、このような取締役会は、投資者保護センターの運営を監督し、主要政策を決定する重要な役割を担っているが、これらによる意思決定のほとんどは、監督機関である金

融当局によって追加的な監督を受ける。また、証券集団訴訟や代表訴訟を裁判所に提起する前に監督機関に報告しなければならないため、監督機関が投資者保護センターの対応方法について行政的な指針や指示をする場合があるという点で、政治的な影響から完全に自由であるとは言い難い構造になっている。

このような組織構造の下では、場合によっては市場に政府が過度に介入する可能性があるという懸念が生じ、これは投資者保護を通じて市場の信頼を確保するという目的とは相反する結果にもなりかねない。したがって、日本において投資者保護センターのような機関を構想する際には、政府の介入が過度に入らない組織構造と意思決定構造を構築する必要がある。

### 4.2.2 投資者保護センターの役割の問題

さらに、代表訴訟や取締役解任の訴えなど、少数株主の権利を公的機関が直接行使することが望ましいかについては批判の余地があり得る。代表訴訟の提起は本質的に会社の損害を賠償するための制度であり、株主は間接的に損害を回復するに過ぎない。一方で、取締役の違法行為を一般的に抑制することによって、長期的には株主の利益を保護できる点で公益性を帯びているともいえる。しかし、公益性の概念は曖昧であるため、投資者保護センターがどのような場合に代表訴訟を提起すべきか、公的機関が代表訴訟を提起してもよいかについては、台湾でも色々と議論が行われているようである<sup>79</sup>。

一方で、日本の場合、代表訴訟はアジアでは比較的多く提起されており、コーポレート・ガバナンスの強化のために公的機関が直接関与す

78 Lin (2016), pp.196-197.

79 Lin (2016), pp.198-199.

るのではなく、約10年前からコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードを活用し、市場による評価体制を構築し、これを通じてコーポレート・ガバナンスを強化してきた。このような状況を考慮すると、日本で台湾の投資者保護センターのような機関を構想する際には、その役割を限定し、少額の個人投資家の証券取引における違法行為による被害に限定して民事訴訟を提起できる制度を設計することが望ましいと考えられる。

### 4.3 日本における投資者救済のための公的機関のあり方

#### 4.3.1 両モデルの相互補完の必要性

フェア・ファンドモデルと投資者保護センターモデルにはそれぞれ独自の利点があり、互いに補完し合うことでより効果的な投資者保護が可能となる。フェア・ファンドモデルは迅速な被害救済が期待できる一方で、投資者保護センターモデルは被害者への支援や訴訟支援を通じて長期的な市場の信頼性向上に寄与する。したがって、日本においてこれらのモデルを導入する際には、双方の特性を活かし、日本の法的および市場環境に適応させた形での相互補完が重要であると考えられる。

まずは、課徴金を通じて投資者への被害救済は行われるべきである。課徴金の賦課により違反行為者の資力が低下する状況では、課徴金を被害者に分配する必要があるからである。他方、課徴金は原則として違反行為者が負担すべき金額であるため、損害賠償請求権と1対1で対応しなくても被害者救済のための基金として活用できるだろう。

一方、現行法上、課徴金の額が違反行為により得た経済的利益に限定されるため、実際の被

害額に対して十分でない可能性が高い。このため、長期的には米国の民事制裁金制度を参考にして、行政的制裁の側面から課徴金額を拡大する必要がある。

さらに、現行法では、課徴金は経済利益額に限定されるため、分配できる資金事態が足りない場合や課徴金が賦課されない違反行為による被害が発生する場合があります。このような場合に備えて、基金を運営する機関内に被害者の損害賠償請求権を代理して行使できる部署や機関を設置することが必要である。この業務遂行に必要な費用は、投資者保護および資本市場の信頼性確保という公共目的に沿うものであるため、台湾の事例のように資本市場に参加する取引所やその他の関連機関から財政的支援を受ける方策も検討できるだろう。ただし、このような支援構造については、より深い議論が必要であり、今後も日本の資本市場における投資者救済と市場の信頼性強化のための公的救済機関の役割と財政支援の方策について継続的に検討していかなければならない。

#### 4.3.2 被害者救済の範囲

基金の運営主体が投資者保護のために代表訴訟を提起することや経営に関与することの適切性については、議論の余地があり得る。すなわち、このような公的機関がコーポレート・ガバナンス強化の手段として活用されることが果たして適当であるかという疑問が提起される可能性がある。日本では、コーポレート・ガバナンスは先述のとおり、コーポレートガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードを通じて市場評価に基づき形成されている。公的機関の介入が肯定的な結果をもたらす可能性はあるが、同時に市場に否定的なシグナルを与える

公的機関による投資者の救済—米国のフェア・ファンドと台湾の投資者保護センターを題材として—

可能性もあり得る。

したがって、被害救済は被害金額が少額の場合や証券取引において明白な違法行為が発生した場合に限定する必要がある。特に、投資者の被害回復が十分に行われていない分野については、公的救済を選別的に適用することが望ましいと考えられる。たとえば、無登録営業や、仕組み債問題において適合性原則が守られなかった場合や説明義務が適切に履行されていなかった場合などが該当すると思われる。

## 5. おわりに

本稿では、米国のフェア・ファンド制度と台湾の投資者保護センターの先行事例をもとに、証券取引における投資者救済の公的制度について考察を行った。両国の制度には、それぞれ投資者救済の実効性を高めるための独自の利点と共に、いくつかの課題も存在する。米国のフェア・ファンド制度は、課徴金や利益吐出し金を集めて投資者に分配することで迅速に救済を行う一方、台湾の投資者保護センターは、投資者の代理として訴訟を提起し、相談業務を通じてより直接的に投資者の権利を守るための支援を提供している。これらの特性から、両制度を相互に補完する形での設計が日本においても有効であると考えられる。

以上では主に課徴金の活用について考察してきたが、課徴金とは法的な性質が異なるものの、日本証券業協会が課す過怠金についても、その使用用途が明確に規定されていない点を踏まえ、投資者保護のために活用できる可能性について議論が進められるべきである。こうした具体的な点については、今後の課題として取り組んでいきたい。最後に、これまでの議論が今後

の投資被害者の救済のための制度設計において、何らかの示唆を提供できれば幸いである。

## 引用文献

- 石田真得 (2016) 「投資家被害救済のための SEC の公正基金」法と政治67巻2号1-39頁。
- 飯田秀総 (2023) 『金融商品取引法』新世社。
- 黒沼悦郎 (2006) 「ディスクロージャーの実効性確保」金融研究25巻69-96頁。
- 黒沼悦郎 (2010) 「投資者保護のための法執行」商事法務1907号43-50頁。
- 黒沼悦郎 (2020) 『金融商品取引法 第2版』有斐閣。
- 森田章 (2005) 「証券取引法上の民事救済としての課徴金制度のあり方」商事法務1736号16-21頁。
- 白石忠志 (2016) 『独占禁止法 第3版』有斐閣。
- 馬一高 (2015) 「開示制度に関する金商法のエンフォーース手段のあり方」山田泰弘 = 伊東研祐編『会社法罰則の検証 - 会社法と刑事法のクロスオーバー』日本評論社。
- Adam S. Zimmerman (2011) "Distributing Justice," 86 *N.Y.U. L. Rev.*, pp.500-572.
- Andrew Jen-Guang Lin (2016) "The Challenges and Contemporary Issues of Taiwan's Investor Protection System: A Model to Learn or to Avoid," 11 *NTU L. Rev.*, pp.129-217.
- Barbara Black (2008) "Should the SEC be a Collection Agency for Defrauded Investors?," 63 *Bus. Law.*, pp.317-346.
- Ching-Ping Shao (2014) "Representative Litigations in Corporate and Securities Laws by Government-Sanctioned Nonprofit Organizations: Lessons from Taiwan," 15 *Asian-Pac. L. & Pol'y J.*, pp.58-93.
- Colin S. Diver (1979) "The Assessment and Mitigation of Civil Money Penalties by Federal Administrative Agencies," 79 *Colum. L. Rev.*, pp.1795-1873.

- Guan-Wei Chao (2018) "Saying is One Thing; Doing is Another? Analyzing the Chinese Non-profit Organization Model in Investor Protection through the Taiwanese Experience," *NTU L. Rev.*, pp.53-110.
- Jayne W. Barnard (2010) "Evolutionary Enforcement at the Securities and Exchange Commission," 71 *U. PITT. L. REV.*, pp.403-437.
- Lawrence S. Liu (2007) "The Merits of Shareholders Collective Actions (Class Action Suits) in Chinese Taipei," in *Enforcement of Corporate Governance in Asia: The Unfinished Agenda*, 25, OECD Publishing.
- Lena Hornkohl (2024) "Public Compensation for Private Harm: Fair Funds for Consumer Competition Law Redress," 47 *World Competition*, pp.1-18.
- SEC (2003) "*Report Pursuant to Section 308 (c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002*".
- SEC (2022) "*Addendum to Division of Enforcement Press Fiscal Year 2022*".
- SEC (2023) "*Addendum to Division of Enforcement Press Fiscal Year 2023*".
- SFIPC (2024) "*2023 ANUAL REPORT*".
- Urska Velikonja (2015) "Public Compensation for Private Harm: Evidence from the SEC's Fair Fund Distributions," 67 *Stan. L. Rev.*, pp.331-395.
- Verity Winship (2008) "Fair Funds and the SEC's Compensation of Injured Investors," 60 *Fla. L. Rev.*, pp.1103-1144.
- Yu-Hsin Lin (2007) "Modeling Securities Class Actions Outside the United States: The Role of Nonprofits in the Case of Taiwan," 4 *N.Y.U. J.L. & Bus.*, pp.143-198.

(当研究所研究員)