

SEC調査報告書に見る投資顧問業検査の検査件数等の問題点について

坂下 晃

1 はじめに

SECは、二〇一一年一月に「投資顧問とブローカー・ディーラーについての調査報告書（Study on Investment Adviser and Broker-Dealer）」と「投資顧問検査の向上に関する調査報告書（Study on Enhancing Investment Adviser Examination）」の二つの調査報告書を発表した。二〇一〇年制定されたドッド・フランク法（financial-reform bill, Dodd-Frank Wall Street Reform and Protection Act 以下「ドッド・フランク法」という）の議会における検討の過程の中でSECに対して要請していたものである。

後者については、SECは投資顧問業者（Registered Investment Adviser 以下「RIA」という）に対する検査及びエンフォースメントを強化する必要性について、①今後五年以内にSECによる検査数と検査頻度、②増加するRIAに対するSECの監視活動と一つ又はそれ以上のSROの指名、③ブローカー・ディーラーとRIAの重複登録者及びブローカー・ディーラーと密接な関係を有するRIAの検査、の三点についてレビュー・分析し、ドッド・フランク法成立後一八〇日以内の二〇一一年一月二一日までに議会に対して調査報告書を提出しなければならぬこととされた。

これまでSECの検査部（Office of Compliance Inspections and Examinations）は、RIAに対する検査ではリスク管理を中心として実施してきたが、近年においてはSEC登録のRIAの増加と検査官の減少という中で、

複雑化する検査と検査頻度の減少という問題に当たってきた。SECはドッド・フランクリン法の要請により検査頻度の改善可能な取組みを議論してきた。本稿では、「投資顧問検査の向上に関する調査報告書」（以下「調査報告書」という）に基づいて、RIAに対するSEC検査や自主規制機関（Self Regulatory Organization 以下「SRO」という）の関わりについて概観するとともに我が国の投資顧問業者に対する検査と対比してみたい。

米国の投資顧問業界には業界団体としての投資顧問業協会（Investment Adviser Association）はあるが上記自主規制機関SROは存在しない。投資顧問業者に対する検査はSECが直接実施しているのが現状である。ただ、これまでもSRO創設の動きはあった。SECは、一九六三年の「証券市場に関する特別研究報告書（Report of Special Study of the Securities Markets）」¹⁾で、RIAがSROに参加することにより最小限のプリンシパルとRIAの従業員の適切な範疇区分が出来ることについての考え方を示したが、取り上げられなかった。

一九八〇年にSECは投資顧問法上のSROの設立とSROの適切な会員制度についての文書を発し、パブリックコメントを求めた。一九八九年にはSECはRIAを監督するSROを設立し、SROは自主規制規則の制定、規則の執行及び検査を実施出来るという法案を提出した。一九九三年になり下院は投資顧問法を改正してRIAに対して検査だけを行うことが出来るSROの法案を通過させたが、上院では可決されなかった。

ブローカー・ディーラーについてはSROとして金融取引規制機構（Financial Industry Regulatory Authority 以下「FINRA」という）が存在するが、ブローカー・ディーラーの場合は、業界共通の実務的・技術的慣行が多く、それらをSROがチェックすることは効率的であるというところでRIAとの違いがあるためと考えられている⁽¹⁾。投資顧問業界ではこれまでSROが存在しなくても深刻な問題は生じてこなかったことや、業界では自主規制コストの増加を避ける雰囲気があったが、最近におけるRIAの増加はSECの事務処理能力を超えて

きていることから今回の調査書が提出された背景とみられる。

2 調査報告書の主な内容

(1) SECのRIA検査

SECは、本部及び全国に一一ある地区事務所に所属する検査部の検査官がRIAの帳簿、記録と活動を検査する。具体的にはコンプライアンスの改善、詐欺行為の防止、リスクのモニター、規制方針の周知等がその内容になっている。

RIAと提携しているブローカー・ディーラーに対する検査については、当該ブローカー・ディーラーの検査については第一義的にFINRAによって行われる。しかし、FINRAは投資顧問法による規制機関ではないため、RIAの検査は専ら検査部が担当する。検査部は証券取引所、清算機関等証券市場の他の機関の検査も担当するが、二〇〇六年から二〇〇九年の間、検査部の年間予算の約五〇%をRIAと投資会社の検査に充てている。

検査部は専門検査官でチームを組みRIAの検査を行う。個々の検査の検査員の数は検査の種類や検査対象であるRIAの特長により異なっている。例えば、限られた目的を持って行うような限定検査は数日で終了するが、複雑な検査では終了までに数週間から場合によれば数ヶ月を要することになる。また、大手のRIAでは高いレベルの専門家が検査に加わるが、検査期間は長くなることになる。

(2) 過去六年間の検査実績

過去六年間に R I A の数は増加しているのに対して、SEC 検査部スタッフの数は減少している。この結果、R I A の検査回数と検査頻度は減少してきた。

① R I A の増加

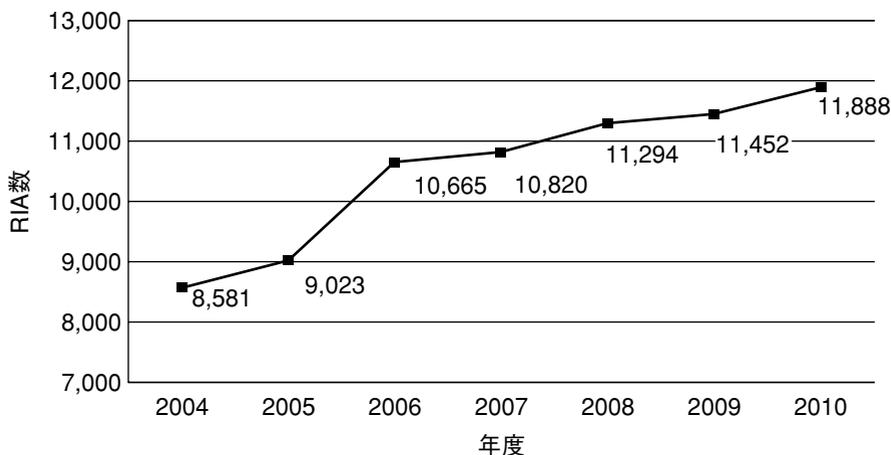
二〇〇四年一〇月一日から二〇一〇年九月三〇日の間に R I A の数は八五八一から一万一八八八へと三八・五%増加している(図表1参照、なお、図表は全て調査報告書から引用している)。その間の年平均では五・七%の伸びである。

過去六年間に R I A の運用資産額は二四兆一千億ドルから三八兆三千億ドルへと五八・九%増加した。年平均の伸び率は九・一%である(図表2参照)。

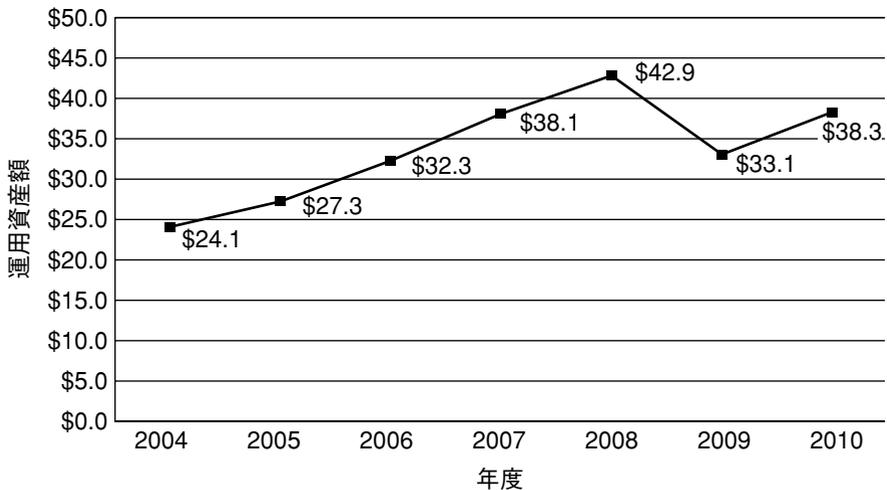
② 検査部の検査官数

二〇〇四年一〇月一日から二〇一〇年九月三〇日の間に R I A と投資会社を担当する検査部の検査官数は四七七人から四六〇人へと三・六%減少した(図表3参照)。二〇〇七年一二月から二〇〇九年六月までの間はリーマンショック後の景気後退にもかかわらず、R I A の数は増加し、二〇〇八年一月一日の一万四八二人が二〇一〇

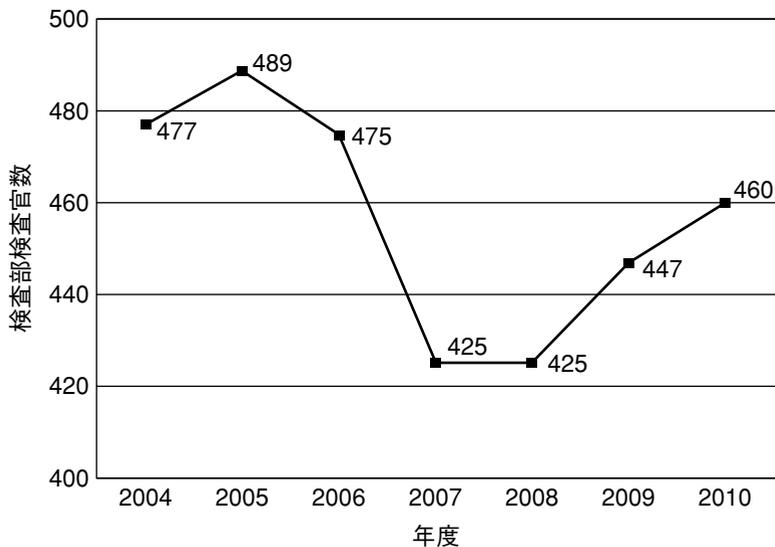
図表1 RIAの数



図表2 RIAの運用資産額



図表3 RIA担当のSEC検査部検査官数



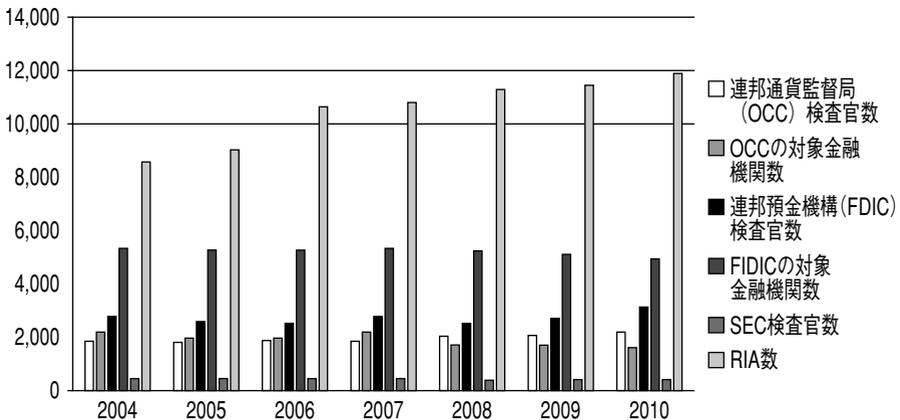
九年一月一日には一万二七二人に、さらに二〇一〇年一月一日には一万一四八八人になった。運用資産額は二〇〇八年一月一日の四三・〇兆ドルが二〇〇九年一月一日には三三・一兆ドルまで落ちたが、二〇一〇年九月三〇日には三八・三兆ドルにと回復した。

過去六年間の検査官数の減少は検査の実施には厳しい影響を与えたが、議会の特別会計支出予算案により二〇〇八年一月一日から二〇一〇年九月三〇日にかけて四二五名から四六〇名と八・二%増加した。ここで明らかになることは、過去六年間にRIAの数とその運用資産が伸びてきたのに対し、検査部の人員はその伸びに対応しなかったということである。銀行に対する幾つかの規制当局の検査と比較すると、注目すべきことだがSEC検査部の検査官が少ないことが目に付くのである。それ以上にSECの検査と銀行に対する銀行規制当局の検査では一検査対象あたりの検査官数の差が直近七年間で拡大していることがわかる(図表4参照)。これは大きな特徴点である。

3 RIA一社あたりの検査頻度の改善策

「検査部」のRIAに対する検査回数、二〇〇四年の一五四三件から二〇〇六年には一〇八三件と減少した(図表5参照)。過去六年間に

図表4 SEC検査官と銀行に対する規制機関検査官数



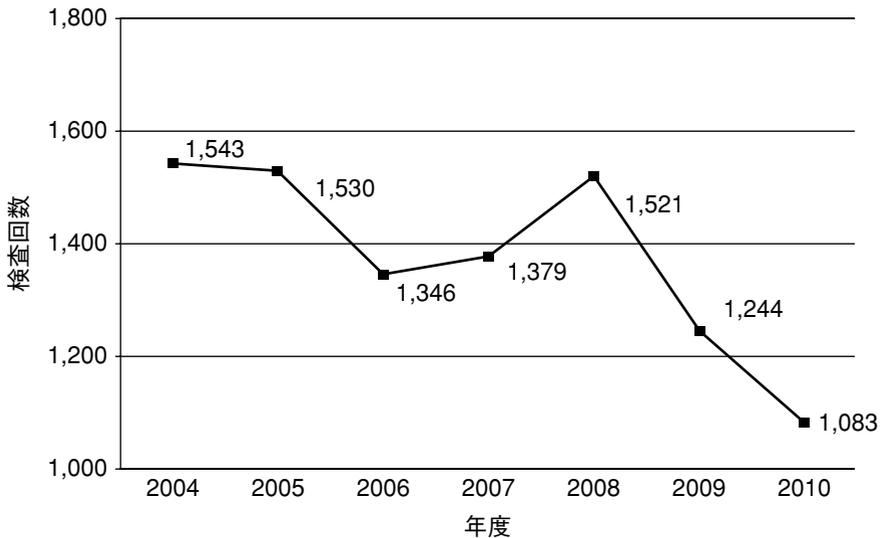
おける検査の比率も二〇〇四年の一八%から二〇一〇年には九%に減少してきた。受検サイクルを見ると二〇〇四年には平均六年に一回であったが、二〇一〇年には一一年に一回と減少している。これはRIA数の増加と検査部検査官の減少によるものである。

さらにこの減少は、SEC検査プログラムの他の分野にも影響を及ぼしている。例えば、「検査部」では訴訟の申し立てやハイリスク商品投資への助言を行うRIAに対する検査も検査対象であるが、通常の検査よりも時間を要するので、これらの検査の推進が難しくなってきたのである。

一九九六年全米証券市場改革法（National Securities Markets Improvement Act of 1996⁽²⁾）一九九三年証券法の改正法以下「NSMIA」という）制定で、まず議会から増加するIRAの監督にSECの検査官数では不相当との考えが出てきて、運用資産額二五〇〇万ドル未満のRIAの登録をSECから外して州当局に移管した。その結果、SEC登録のRIA数は二万二四〇〇から六六五〇に大きく減少した。

NSMIA制定前はRIAに対する検査部の通常検査のサ

図表5 SECのRIAに対する年間検査回数

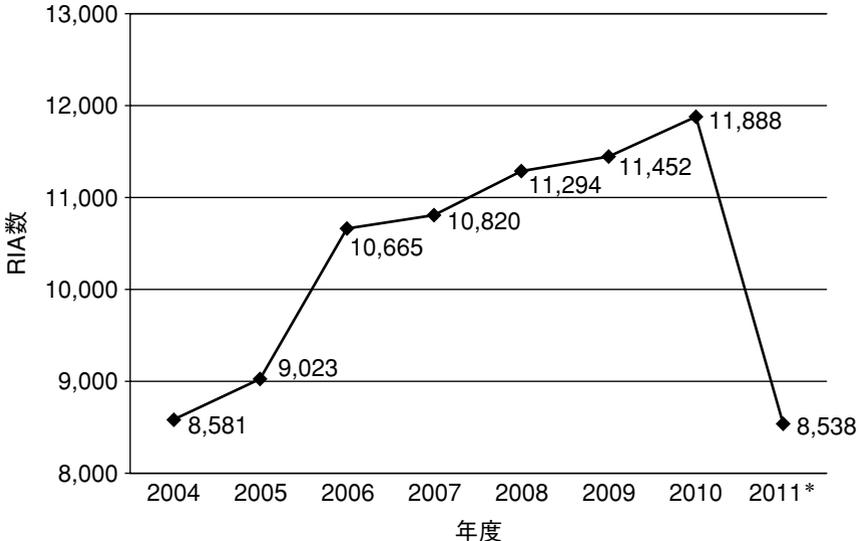


イクルは二五〇三〇年に一度であったが、一九九八年までには五年に一回と改善し、さらにそれに加えて新規登録のRIAに対する業務開始後間もない段階での検査も可能になった。増加するRIAの監督にSECの人員では不適當であり、登録の置換えが必要との考え方はまず議会で生まれた。SEC登録から外れたRIAの多くは小規模で、地域中心のFPの会社である。

このことからSECは、投資顧問法の登録規定の改正により同様の効果が生まれ、二〇一〇年九月三〇日のRIA一万一八八社が二〇一一年七月二一日には二八・二% 〓 三三五〇社減少して八五三八社になると予想している(図表6、7参照)。その根拠は、一万一八八八(二〇一〇年九月三〇日のSEC登録RIA数)ー四一〇〇(中規模RIAの州登録への移管数) 〓 七五〇(投資顧問法の適用除外項目の変更にによりSECへ新規登録する個人アドバイザー数) 〓 八五三八である。一方、検査官数は二〇一〇年と同様四六〇人としている。

SECのスタッフは、投資顧問法の登録規定の修正によ

図表6 登録基準見直しが行われる場合のSEC登録RIA数の変化



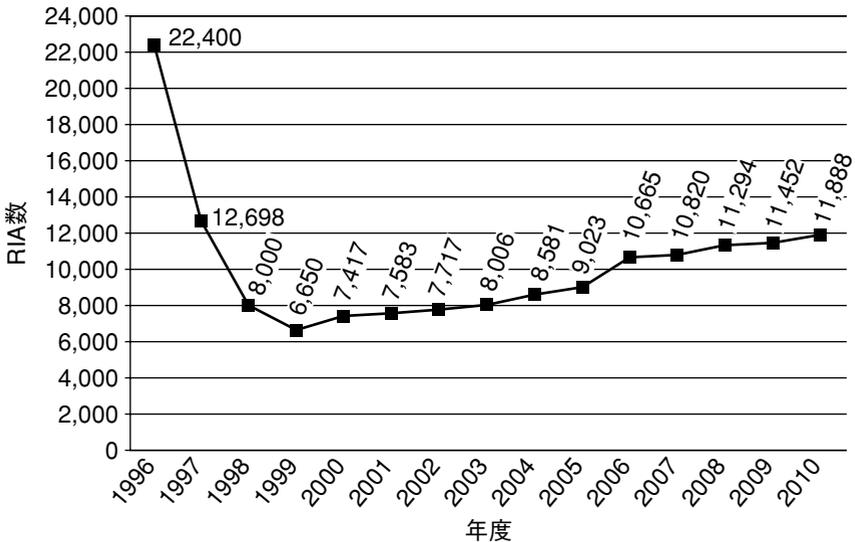
*2011 data based on Staff estimate as of July 21, 2011

りSEC登録のRIA数が一旦減少しても、ドッド・フラン
ク法成立後にRIA数と運用資産額は増大すると予測してい
る。NSMIA施行後と伸び率は異なっても年成長率5%と
すればRIAは五年間に八三五八から一万八九七になり、運
用資産額は三八・五兆ドルから四九・一兆ドルになるとして
いる。さらに一〇年後にはRIA数は一万三九〇八、運用資
産額は六二・七兆ドルになると推測している(図表8参照)。

オバマ大統領は二〇一一年度のSECの予算として一二・
六億ドルを議会に要求している。この金額は二〇一〇年度の
一一・二億ドルに比べて一億三九〇〇万ドルの増額である。
しかしながら、SECのスタッフは登録基準見直しの実施に
よりSEC登録のRIA数が減ることで、数年後には検査頻
度は向上するとしている。二〇一一年七月二二日⁽⁴⁾には検査官
数に対するRIAの比率は一八・六%と二〇一〇年九月三〇
日との比較で二七・九%減少するとしている。検査官数に対
するRIA数の減少はRIAに対する検査頻度を向上させる
ことになる。

SECのスタッフはNSMIA制定後、SEC登録のRI

図表7 NSMIA制定後のSEC登録RIA数の変化

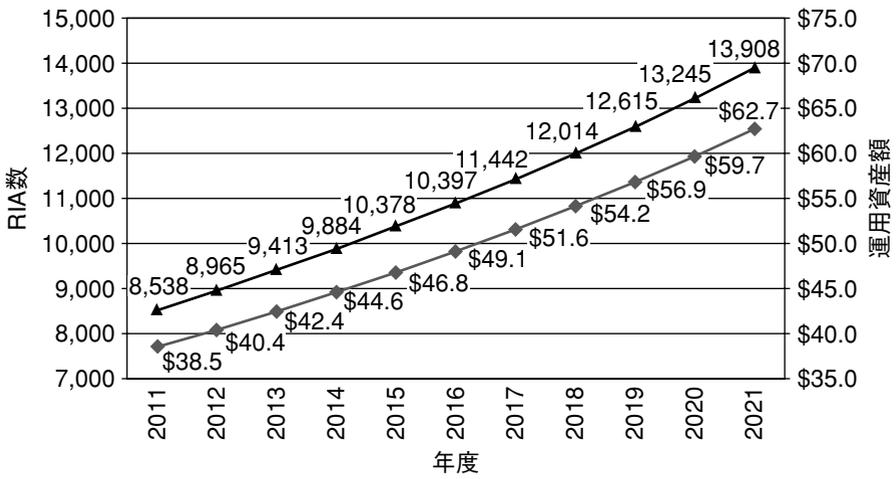


Aが減少し、それに伴って検査頻度が向上したというデータから、ドッド・フランクス法成立後に投資顧問法上の登録基準の見直しがあれば、RIA数と運用資産額は増加すると予測している。また、二〇〇三年から二〇〇五年にかけて検査部は投資会社やRIAだけでなく大手投資信託会社の検査頻度も増加させることが出来た。一九九八年から二〇〇三年にかけては大手投資信託会社に対する検査は五年毎であったが、二〇〇五年までには二〜三年毎に向上した。

しかしながらSECによる検査頻度向上の可能性は、別途余裕が生じるであろう検査官をドッド・フランクス法がSECに与えた新しい検査責務に転用されることになる。それは州登録のRIAや清算会社、格付け会社、FINRAに対する検査である。この新しい検査責務はSECの検査プログラムにとって大きな負担である。

これらの難題を解決するに、議会から三つのアプローチの検討が要請された。①RIAに対する検査プログラムに資金を与えることで、SECの検査体制を維持する。②SECの監督の下でRIAに検査を実施出来る一以上のSROを認可する。③FINRAに投資顧問法上のブローカー・デイトラーとRIAの重複登録者の検査を認めること、以上である。この三つのアプローチを検証してみたい。

図表 8 RIA数と運用資産額の増大予測



(1) 利用者の料金負担について (User Fee)

ユーザーフィーは RIA に課せられ、SEC の検査を支え、RIA の検査プログラムだけに使用される。

SEC の RIA 検査プログラムに資金を供給するためのユーザーフィー創設の考えは今回が初めてではない。一九九二年に下院に提出された法案では RIA はユーザーフィーを支払って SEC の検査についてファイナンスするというものであった。

ユーザーフィーは、「検査部」が長期計画に基づいた効果的な検査が実施出来るように検査プログラムを改善し、テクノロジと戦力の強化に努めることが可能になる。具体的には検査官に対するテクノロジの教育は、「検査部」が高度化した投資商品と複雑化したトレーディング戦術を理解することと評価することが出来ることに繋がるわけである。

(2) SRO の設置について

議会は SEC の RIA 検査を支えるため、難題の解決策として SRO が権限を持つことを認可することを考えている。SRO は市場の専門家の意見を聞くことが出来る存在であり、SRO は自らの規則を制定し、メンバー会社に対し連邦証券諸法や SRO 規則に基づくコンプライアンスを実施する。このように SRO は米国の証券規制において重要な役割を果たしてきた。

RIA の SRO を設置することについての考え方は新しいものではない。これまで議会、SEC、RIA の業界にとつて、RIA の SRO 構想は四五年以上検討されてきている課題である。その多くは投資顧問法に基づき、増加する RIA に対して SEC が検査能力を維持出来るようにするという事に応えて検討されてきた。メンバ

ーからの会費により支えられるSROはSECの監督プログラムの基で監査⁽⁵⁾を行うことになる。

二〇〇八年と二〇〇九年にFINRAのメンバーであるブローカー・ディーラーや商品取引業者のSROである米国先物取引業協会 (National Futures Association 以下「NFA」という)のメンバーはRIAよりも「監査」の受検頻度は多かった。二〇〇八年にFINRAは、約二五〇〇社に対する通常「監査」(routine)と七〇〇〇件の特別 (cause)「監査」を実施しており、これはメンバーであるブローカー・ディーラー全体の五七%にあたる数字である。二〇〇九年には前年と同じく約二五〇〇社に対する通常「監査」と約七九〇〇の特別「監査」(targeted examination)を実施しており、これはメンバーであるブローカー・ディーラー全体の五四%にあたる数字である。同様にNFAはメンバーに対して二〇〇八年七二七社、メンバー全体の三三%、二〇〇九年には五六社、メンバー全体の三〇%の「監査」を実施している。

SROの設立により数、権限の範囲、会員権、ガバナンス、財政等の問題を解決出来る。投資顧問法はRIAのSROとして一つもしくは複数の想定している。同様に証券取引所法では複数の国法証券業協会が想定しているが、FINRAが唯一の国法証券業協会であり、また、商品取引所法でも複数の先物業協会を想定しているがNFAが唯一登録しているSROである。

ブローカー・ディーラーや商品取引業に対してRIAの業界は多様であり、その会社は小規模であったり、グローバルな金融機関の一部門であったり、また地域でFPの会社として運営されてきた。このことから複数のSROが想定されるわけである。複数のSROは、そのメンバーである多様なRIAを監督出来る。複数のSROは、それぞれの専門性に焦点を当てるとともに、業界における相違点の調和を行うことが出来る。

SROは、業界から財政支援を受けて業者を監督する。そのガバナンス機構に業者の代表者を組み入れ、政府

機関とは異なる業界との関係を持つことになる。SROは業界の専門家を抱えるだけでなく、メンバーに規制者としてサービスを提供することでユニークなデータやバランスの取れた見方を提供出来る。

SROが複数の場合は、単一のSROの場合に比べて規模の利益が異なることから、よりコストがかかることになる。それ以上に複数のSROの場合はそれぞれのSROによって、投資顧問法上及び自らの規則のメンバーに対する適用方法が異なってくる。そのためSECは強力な監視が必要となるわけである。

これらのことから、単一のSROを指名する方が有利になるが、FINRAの場合ではブローカー・ディーラーのSROであると同時にRIAの複合(multiple)SROになることが出来る。しかしブローカー・ディーラーとRIAを区分して監視することは、FINRAの運営が非効率になることを認識しなければならないと考えられる。単一のSROを指名する場合は、規模の経済性と効率性がSRO選定の重要な示唆となる。

① SROの権限

議会はSROに広範囲または反対に限定された権限を与えている。例えばFINRAの場合、ブローカー・ディーラーに最低限の研修と試験を要求し、メンバーに対してコンプライアンスを要請するように業務と規則の実施について幅広い権限を有している。反対に地方債証券規則策定理事会(Municipal Securities Rulemaking Board 以下「MSRB」という)は歴史的に自主規制規則の制定だけを行っており、FINRAのように自主規制実施(enforce)は行っていない。議会は、一九九三年に検査に限定したRIAのSROの設置を検討したことがある。

② SROの会員

SROの会員権にはSEC登録のRIAだけに限定されるか、または州登録のRIAにまで広げられるのかと

いう問題がある。州の証券規制当局は、ドッド・フランクリン法に基づき州登録の多くの R I A に対して第一義の責任を有する。しかしながら、R I A に対する監督の財源は十分ではないという問題がある。

また、ある種の投資助言者は S R O へ参加することを拒んでいる。例えば、登録投資会社は一九四〇年投資会社法により除外されるし、リテールの顧客を持たない投資顧問（通常、R I A やブローカー・ディーラーに勤務する Investment Adviser 以下「I A」という）やヘッジファンドのようなプライベートファンドの I A は除外される。I A は S R O の会員としては除外されると考えられるが、二〇一一年七月二一日段階における R I A 登録者数の三四%になると推計されるのである。

③ ガバナンス

S R O はガバナンスの機能が重要である。S R O のメンバーがお互いに競争しているときにメンバーを規制する重要なメカニズムである。適切なガバナンス機構は一つのビジネスモデルが S R O を支配したり、特定のビジネスモデルが競走上優位に立つことを防ぎ、投資顧問業界の多様性を確保するからである。

歴史的に S R O は業界の代表者たちにより理事会が構成されているが、最近では「利益相反」に取り組みガバナンスのあり方を変化させてきている。F I N R A と M S R B の理事会では、業界外理事が過半を占めている。議会は R I A の S R O のガバナンスについて適切な組織を検討しているが、今のところそれぞれの前提条件によって異なる結論が生まれている。

多くの R I A は、F I N R A を R I A の S R O に指名することは、ブローカー・ディーラーのビジネスモデルに偏ったビジネスモデルに向かうことになるとして、競走上の観点から反対であるとしている。

④ SROへの資金供給 (funding)

SROの運営にはコストがかかるが、RIAによる会費負担で賄われることになる。議会はFINRAが証券取引所法で手当てされているように、RIAのSROが理事会の要請に応じて適切な財政の有効性を得るように保証している。また、議会はSECにSROの予算を毎年証明 (approved) するように要請している。

(3) ブローカー・ディーラーとRIAの重複登録者に対するFINRAの監査

SECは「証券取引所法」を改正して、FINRAがブローカー・ディーラーだけでなくRIAとしても重複登録しているメンバーについても投資顧問法上のコンプライアンスを適用するというのがSECの考え方である。

SECはFINRAにそのメンバーに対する「証券取引所法」のコンプライアンスの権限を付与した。しかし、メンバーに対する投資顧問法上のコンプライアンスの実施権限は付与していない。そのため重複登録者に対しては、FINRA監査とは別途、検査部が投資顧問法上の検査を実施している。

RIA全体の5%はブローカー・ディーラーとしてFINRAのメンバーでもあり、その殆どは大手のブローカー・ディーラーである。これらの重複登録者はリテール顧客の割合が多く、数多くのIAを代理人として雇用している。FINRAに投資顧問法上の検査権限を持たせれば、SECは重複登録者を間接的に検査することになり、SECはコストの問題から解放される。

それ以上に、検査部とFINRAとが重複登録者に対して検査を実施することは、一方でFINRAがSECにより監督されていることからして、最終的にSECは重複登録者の顧客の投資行動とコンプライアンス環境が

把握出来ることになり、効率的な検査となるとみなしてきたのである。

4 我が国における投資助言・代理業者に対する検査との比較

SECの調査報告書により、米国での投資顧問業に対するSEC検査の問題点の概要を見たが、我が国においても二〇一一年二月に証券取引等監視委員会から検査結果報告と建議が発表されたのでその内容の一部を見ることにする。

(1) 概要

証券取引等監視委員会は金融商品取引法施行後、投資助言・代理業者に検査を適用するようになったが、二〇一一年二月八日に二〇〇九年三月以降二〇一一年一月末までの検査の実施結果を「投資助言・代理業者に対する検査結果について」として発表した。検査実施先は七四社、内一一社について行政処分を求める勧告を実施。これら一一社を含む四七社について法令違反等の問題点⁽⁶⁾を通知した。

SECの調査報告者がSEC予算、検査回数、検査頻度、SROが中心であるところから、証券取引等監視委員会検査報告書における検査実態との直接的な比較は難しいが、その概要を見ることにする。

(2) 主な問題点

① 投資助言・代理業を逸脱する行為

i 投資助言・代理業者自らが無登録業務を行っている状況

投資助言・代理業者が、第一種金融商品取引業の変更登録を受けることなく未公開株式の勧誘・販売を行っていた事例、第一種金融商品取引業の変更登録を受けることなく外国投資商品に係る募集の取扱いを行っていた事例、第二種金融商品取引業の変更登録を受けることなく集団投資スキーム（投資事業組合）への出資勧誘を行っていた事例を指摘している（検査結果二頁）。

ii 無登録業者に対する名義貸し等

投資助言・代理業者が、自社の名義で無登録の者に対して投資助言業務を行わせた事例や集団投資スキーム持分（匿名組合の出資持分）の販売を行わせた事例、自社の名義は貸していないものの、無登録で未公開株式や投資ファンドの出資持分の販売を行っている者であることを知りながら、自社の従業員を当該無登録業者の販売業務に従事させていた事例、適格機関投資家等特例業務に係る出資金の運用に関し、投資運用業の登録を行っていない者であることを知りながら業務を委託し、運用を行わせた事例を指摘している（検査結果二頁）。

② 投資助言・代理業上の不適切な行為

i 顧客に対する情報提供が不適切な状況（著しく事実と相違する表示のある広告、契約締結前公布書面の未交付等）

広告について、その記載事項に不備があった事例や虚偽の表示等をした事例、事実と反する表示のある勧誘資料により投資顧問契約の締結の勧誘を行っていた事例、契約締結前公布書を交付していなかったり、それらの記載事項に不備があった事例といった顧客に対する情報提供が極めて不適切なものとなっていた事例を指摘している（検査結果三頁）。

ii 基本的な帳簿書類の作成・管理が不適切な状況（法定帳簿の未作成・未保存、虚偽内容を記載した事業報告書の提出等）

顧客に対する助言内容を記載した書面等の法定帳簿が作成・保存されていなかった事例、財務諸表に虚偽の計数を記載したり、投資助言業務の状況（契約件数や投資助言報酬の額）について虚偽の数字を記載した事業報告書を提出していた事例、第二種金融商品取引業の変更登録を受けることなく集団投資スキームへの出資勧誘を行っていることを隠蔽する目的で、財務局からの報告聴取命令に対して虚偽の報告を行っていた事例などの法令違反行為が認められたと指摘している（検査結果三頁）。

（3）今後の対応等

投資助言・代理業者においては、登録業者として法令遵守の責務があることを自覚し、上記の問題点及びその発生原因を踏まえ、投資者保護の観点から、法令遵守への取り組みを行うことが強く求められる。

また、社団法人日本証券投資顧問業協会においては、最近の会員数の増加を契機に、会員業者の法令遵守の徹底に向け、自主規制機関としての役割をさらに発揮することが強く期待されると指摘している。以上の指摘は極めて重要な課題であり、これを改善することを検討すべきである。

（4）建議

証券取引等監視委員会は、金融庁長官に対して、投資助言・代理業に係る投資者保護の一層の徹底を図るため、投資助言・代理業に関する基本的な法令の知識や法令遵守意識が欠如しているなど業務を的確に遂行するに足り

る役職員が確保されていない場合に登録を拒否出来るよう、他の業種と同様に、投資助言・代理業の登録拒否事由に人的構成要件を追加する必要があるとの建議を行ったところである。

このように証券取引等監視委員会は、直近約二年間に七四社の投資助言・代理業に検査を実施しているが、投資助言・代理業全体の一一三〇社(二〇一一年二月二八日現在の投資助言・代理業数)に対して六・五%と検査数が少ないのと、検査対象である投資顧問業者は比較的小規模の個人投資家相手の業者ではなからうかとみられる。そのため、検査の指摘内容は投資助言・代理業として基本的な法令遵守意識が欠如しているという実態が明らかになっており、これが金融庁長官に対する建議につながっている。

5 結びにかえて

(1) 報道機関の反応

米国では、調査報告者が出されてから次のような報道が行われている。

① ロイター (Reutersprint 二〇一一年一月二一日)

FINRAはブローカー・ディーラーに対する規制を行っている。RIAとブローカー・ディーラーの役割は異なっており、RIAにはFINRAとは異なる規制機関によって異なるルールが課せられなければならない。

RIAはSECの監督の範囲内にとどまるキャンペーンを実施してきた。SECはRIAに対してはブローカー・ディーラーに対するルール・ベースの規則検査 (Prescriptive rules) ではなくプリンシプル・ベース (principles-based) の規制を実施してきた。

FPボードのケビン・ケラー (Kevin Keller) 氏は「SECは七〇年間RIAを監督してきた歴史がある。RI

AはSECの監督下にとどまりたい。FINRAはブローカー・ディーラーにより創設されており、RIAの自主規制機関になることは固有の利益相反がある」、「SECの三つのオプションではFINRAは重複登録者の監視を行えばよい。重複登録者はブローカー・ディーラーとしてもライセンスを得ているのだからFINRAの規制が課せられても構わない」と述べている。

② ニューヨーク・タイムズ(二〇一一年一月二日)

SECが議会により勧められているRIAに対する検査を実施出来る財源を有するのかどうかは不確定である。調査報告書では、SECがRIAに対する検査をタイムリーに、効率的に行うには予算と人員が不足していると結論付けている。

③ ブルームバーグ (Bloomberg 二〇一一年三月九日)

ドッド・フラנק法によりポストン・コンサルタント・グループが行った四ヶ月間のコンサルタントではSECは最近の仕事量をこなすには、約四〇〇人の従業員が不足しており、デリバティブ、格付け会社、地方債を監視するには資金不足、スタッフ不足であるとしている。

シャピロ委員長は上院銀行委員会で、SECはドッド・フラנק法の要請に応えるには八〇〇人の従業員が追必要であると発言している。これに対し、上院共和党は連邦支出を二〇〇八年レベルに引き下げなければならぬとして、大量消費と非効率性が国の問題であるとしている。このように、報道機関の反応にはブローカー・ディーラーとRIAに対する規制が異なること、FINRAがRIAのSROになることのFPの反対意見や、SECの予算不足が惹起する問題点が示されている。

(2) 日米の相違点

米国ではドッド・フランク法の要請により受託者責任 (fiduciary duty) を R R にも適用する規則が本年七月にも提案される。その背景としては単にブローカー・ディーラーと R I A の対立だけではなく、今後の資産運用業の展開を見据えた対応策が検討されていると考えたい。

S E C 検査部の R I A に対する検査は予算と検査官不足という現状に R I A の増加という問題が加わってくることに對して、議会在が S E C に三つの解決策について検討を要請したのが本調査報告書の出発点である。このうち重複登録者に対する F I N R A による検査は大きな問題はないと考えられる。しかし、ユーザ・フィーになると納税者として納得がいくのか、また、S R O との関係で S R O のコストより低くするとしているが S R O の存在理由に疑問が生じるのではないだろうか。R I A の S R O として F I N R A を指名することは米国証券市場にとっても、また S E C にとっても一番効率的と思われるが、ブローカー・ディーラーと R I A の競争上問題視されていることと、過去の経緯から R I A が F I N R A に対する不信感⁽⁸⁾からして実現は難しいのではないかと考えられる。

S R O の存在理由としては、そのメリットとして①証券取引が専門技術で複雑だということから、国家機関が規制するよりも、これを事態に通じている自主団体に任せるほうが良い規制結果が期待出来ること、②その規制方法も日々の業務の流れにそってチェックしていくことが出来るので、効果的であり、コストも安く上がること、③業務内容に詳しいから、実情にあつたきめの細かい規制をすることが出来るし、単なる法的規制とは違ったレベルの高い規制をすることが出来る、④不公正な行為が行われなため⁽⁹⁾の予防措置をタイムリーに、また適切に講じられる。として、国が直接に監督することに対して、業界の専門家によるきめ細かく効率的で迅速な対応が

出来ると指摘している。これらに加えて、コスト負担等にメリットがあるとしている。また、税を使わなくて業界のコスト負担、税の節約といった国民経済的メリットも加えることが出来る。その意味で、もしユーザーフィーが適用されるようなことになれば大きな論議を呼ぶことになり、実際の優先順位は低いのではないかと考える。

少子高齢化の進展、経済と金融資本市場のグローバル化の一層の進展等大きく変化している中で、今後、資産運用業は大きく発展すると期待されている。その中で、資産運用業は顧客の信頼を確保するのにコンプライアンスの徹底が喫緊の課題となっているが、その視点で考えると、我が国における投資顧問・代理業の現状は証券取引等監視委員会の指摘にあるように、本来のあるべきレベルに達していないと言える。もっとも証券取引等監視委員会の指摘は投資顧問・代理業でも個人顧客を相手とする業者であり、それらの業者は資産管理業務に十分対応が出来ていないと考えるが、まさにこのような個人顧客を相手とする投資顧問・代理業が、顧客の信頼を得られる時こそ我が国でも資産運用業が根付いたといえるのであろう。

また、米国SECがRIA増加と予算の制約からくる州とのRIA管轄権をめぐって登録基準を引き上げることで、出来るだけ負担を減らそうという考え方やSECの検査でユーザーフィーの徴収、RIAに反発があるFINRAをRIAのSROにしようという考え方には、前述のSROの存在理由からして、若干の違和感がある。SECがSROに検査の仕事を負担させるとともにSROに対して監督や検査を行うことが出来るという構造は金融庁、証券取引等監視委員会が日本証券業協会や証券取引所を監督するとともに、監査・検査を分担させており、我が国でも同じであるが、我が国では投資助言業のSROである投資顧問業協会が監査を担当することが出来るのかという問題や、重複登録者に対して第一種金融商品取引業者の監査を担当している日本証券業協会や証

券取引所が監査を担当するのかという問題がある。これまでも財務検査を含めて証券取引等監視委員会検査、日本証券業協会監査、証券取引所考査・検査のそれぞれの担当分野、例えば、法令の検査と自主規制規則の監査、自主規制規則の中でも日本証券業協会の投資勧誘検査と証券取引所の市場規則考査・検査を調整し検査機関相互の重複検査を避けて、検査、監査、考査の一元化を行うという検討が行われている。SECのように現場段階での権限をSRO監査に移譲し、一元化することは、検査を受ける側である証券会社、銀行等の金融機関にとっても効率化、コストの軽減というメリットがあり、ひいては資産運用業の効率化や発展にとっても重要な要素である。検査事務手続きの簡素化は進展しているが、金融機関の負担の軽減の観点だけでなく、「検査の一元化」は重要と思われる。今後、証券取引等監視委員会がSROとの検査・監査の連携を強化する一方で、我が国の資産管理業務の発展に合わせて、投資運用業、投資助言・代理業、ファンド業者、等の検査の充実や、インサイダー取引、相場操縦、不正ファイナンス等先鋭化・巧妙化する反則事件に対する検査の強化が求められることになる。その意味では、SECのような大局的な判断と改革へ動くスピードは我が国でも参考になるのではないかと考える。

注

- (1) 鈴木章司「投資顧問業」『図説アメリカの証券市場』二〇〇九年版 二四二頁 日本証券経済研究所
- (2) 一九九六年一〇月制定 ミューチュアルファンド、投資顧問に関わり、保険会社をより一層競争の場に置き、変額年金に対する規制を緩和した。

(3) FINRAのケッチャム会長はSECの予算は二〇一一年度には二二億五千万ドルが必要と述べている。(Investment

- (4) ドットコムフラック法第四編に規定されている私募ファンドの投資助言業者のSECへの登録義務の施行期日は、同法成立一年後の二〇一一年七月二二日である。(松尾直彦「アメリカ金融改革法」金融財政事情研究会 二〇一〇年 二
三頁)
- (5) 本調査報告書ではSECもSROも検査(examination)という表現であるが、我が国では証券監視委員会では「検査」で、日本証券業協会は「監査」であるところから便宜的にSECは「検査」、SROは「監査」と使い分ける。なお、東証は考査、大証は検査である。
- (6) 二〇一〇年度における証券取引等監視委員会の証券会社に対する検査は二一社で、そのうち二三社に問題点を指摘し、二二社に対して行政処分を求める勧告を行っている。また、日本証券業協会は同年度における監査で会員九五社、特別会員五六機関に対して監査を行い、内、会員四三社、特別会員七機関において法令・諸規則違反が認められた。
- (7) CFP資格認定制度の確立や、CFP商標の保護、普及を行うことを目的に一九八五年に設立されたFPの団体である。
- (8) 拙稿「SEC、登録外務員(RR)に受託者責任(fiduciary duty)を適用」『証券レポート』No. 一六六二 公益財団法人 日本証券経済研究所 二〇一〇年一〇月参照
- (9) 河本一郎、大武泰南『証券取引法読本(第四版)』有斐閣二〇〇〇年 三三八頁

参考文献

- ・松尾直彦『アメリカ金融改革法 ドットドットフランク法のすべて』金融財政事情研究会
- ・「投資助言・代理業者に対する検査結果について」証券取引等監視委員会 二〇一二年二月八日
- ・原田武嗣「わが国資産運用業を取巻く最近の法的環境―資産運用業のコンプライアンス革命を促す新潮流―」『ファンドマネジメント』二〇〇七年夏季号 No. 五一 野村アセットマネジメント

(さかした あきら・客員研究員)