

米国の投信不正取引事件と制度改革

高 橋 元
漆 畑 春 彦

要 旨

ニューヨーク州司法当局は、2003年9月、ヘッジ・ファンド「カナリー・キャピタル・パートナーズ社」が大手金融機関と共謀し、不正取引を行っていたことを発表した。これを機に、SECなど規制当局は金融機関の捜査を開始したが、その結果、半年余りの間に、20社を超える運用会社・証券会社の不正行為が発覚している。明らかになった不正行為は、時間外取引、短期売買だが、これらは特定顧客や業者自身の利益を優先するものである。規制当局は直ちに規制案を作成し再発防止に努めているが、これは事件発生前から進めてきた改革案を含む包括的なものとなっている。ただ、これら規制案については業界などから問題も指摘されており、今後の米国資産運用ビジネスを巡る環境は流動的である。一方、不正取引の日本への影響はこれまでのところ深刻でないものの、日本固有の問題も存在しており、投信への投資家の信認確保や一層の普及に向けた課題は多い。

目 次

- I. 米国の投信不正取引事件
 - 1. 不正取引の概要
 - 2. 不正取引の背景
 - 3. 不正取引への対応
 - 4. 手数料を巡る問題
 - II. 規制当局による投信規制の見直し
 - 1. 投資家の信認維持に向けた当局の問題意識
 - 2. SECの投信規制強化策（情報開示の強化）
 - 3. 現在提案中の規制案
 - III. 投信不正取引の影響と当局規制をめぐる論議
 - 1. 投信規制に伴う運用会社・投資家の負担
 - 2. 新規制に対する業界の反応
 - 3. 規制分野の拡大と影響
 - IV. わが国投信市場への示唆
 - 1. 米国の投信不正取引のわが国への影響と課題
 - 2. わが国固有の問題
- 参考文献

I. 米国の投信不正取引事件

1. 不正取引の概要

(1) 時間外取引

時間外取引 (late trading) は事後取引とも呼ばれ、市場での取引が終了した米標準時間午後4時以降に得た情報を利用して、当日の既に価格が確定しているファンドを購入することであり、『1940年投資会社法』に抵触する¹⁾。米国では、午後4時にファンド価額 (Net Asset Value : NAV) が算出され、当日午後4時までの注文はその日の価額、4時以降の注文は翌日4時の価額で取引される。運用会社が、顧客に対して4時以降の注文についても当日価額での適用を認めると、4時以降に翌日のファンド価額を上昇させる可能性の高い情報が公表された場合、投資家は当該情報を反映していない当日4時のファンド価額で購入することが可能となる。これにより、投資家は、かなり高い確度で利益を獲得することが出来るわけである²⁾。

ヘッジ・ファンドのカナリー・キャピタル・パートナーズ社 (以下カナリー社) は、年金取引に偽装する形でファンドの時間外取引を行っていた。一般に、401(k)プランの投信取引では、午後4時までに加入者の出した注文が、年金母体、代行業者、運用会社、決済会社などを行き来するため、最終的に決済が終了するのは午後9～10時となる。カナリー社は、この決済までの長い時間帯を利用して、4時以降の情報を入手した上で、401(k)加入者の大量注文に紛れ込ませる形で時間外取引を行っていた³⁾。

(2) 短期売買

短期売買 (market timing) とは、文字通り購入したファンドを短期間のうちに売却することで利益を上げる行為である。これは、米標準時間の午後4時以前に取引が終了する海外市場の証券を組入れている、外国株ファンドを対象に行われることが多い。海外市場での取引終了後、米国のファンド価額が算定される米標準時4時までの間に、何らかの事情で米国株が高騰したとする。これは、ポートフォリオ内の米国株価上昇を通じて当日のファンド価額に反映されるが、この高騰を材料に起こり得る翌日の海外市場での株価上昇は、この時点では当然のことながらカウントされない。そこで、もし米国株が急騰した日に外国株投信を「古い価格」で購入することが出来れば、翌日に米国株急騰を受けた外国株の値上がりを見届けた上で、価額の上昇した外国株ファンドを売却することにより、投資家はほぼ確実に利益を上げることが出来るのである⁴⁾。

このような短期売買は違法ではないが、通常はSEC (Securities and Exchange Commission : 証券取引委員会) に登録する目論見書で、「短期売買を監視し、その防止に努める」旨が謳われている。短期売買が問題視されるのは、第1に投資家保護の観点からであり、短期的な売買を繰り返すことで、取引コストが嵩み、キャピタル・ゲイン課税が膨らむという、投資家サイドに発生する損失を予防する意味がある。また、投機的な行為を抑制することが、健全な投信市場・投資家の育成を図る上で望まれるという面もある。第2に、より重要な視点として、短期売買を行わない大多数の投資家に対して、損失を与えることを抑止する意味がある。資金が頻繁かつ大量に増減すれば、ファン

ドの現金比率を高めざるを得なくなり、その分運用効率の低下を招くことで、パフォーマンスの悪化に繋がりがねないからである。このため、運用会社は、短期売買を監視する担当者を配置し、その発生防止に努めている。

今回、短期売買への関与が発覚したパトナム・インベストメンツは、目論見書では短期売買を禁止していたにも関わらず、特別な年金顧客に対してだけは容認していた。監視責任者も、社内で短期売買が特定顧客に提供されている事実を認識しながら、不正行為を黙認していたのであった。

(3) 不公平性を問題視

発覚した不正行為では、違法性という問題以上に、受託者責任を負っている筈の運用会社の担当者が、特定の投資家だけを対象に時間外取引・短期売買といった、短期間でほぼ確実に利益獲得が見込める取引を認めていた不公平性が大きな問題となった。運用会社は、特定の投資家に短期取引などを認める見返りに、これらの投資家から資金運用の受託を期待していた。運用会社の収益源である運用報酬は、運用資産残高にほぼ比例するため、受託資産の増加が収益増に直結しているからである。

ICI (Investment Company Institute: 米国投資会社協会) によれば、米国の投信市場規模は、2003年末現在の資産残高で7.4兆ドルに達しており、世界最大である。米国において、投信がここまで成長したのは、一般大衆が老後資金や教育資金などの確保を目指す上で、少額資金を継続的に投資する対象商品として、広く浸透していることが大きい⁵⁾。このように、公共性の高い商品として普及してきたにも関わらず、投信運用会社が受託者責任を怠り、業界を

支えている大衆投資家の利益に背を向けて、特定顧客や自社の利益追求に走った点は、投信業界の社会的信用を失墜させるだけでなく、延いては市場メカニズムを阻害する懸念を抱かせるものである。

2. 不正取引の背景

1990年代の中葉以降、401(k)プランの普及に伴う投信市場拡大に歩調を合わせて、米国の運用会社はM&Aなどによる事業規模の拡大を図ってきた。しかし、2000年に入ると、ITバブルの崩壊や景気後退により、運用業界は一転して伸び悩む場面を迎える。投信資産残高や収益が減少し、所謂リストラが始まる一方で、縮小する市場を巡って競争が激化したが、この競争激化も、顧客よりも自社の利益を重視するという、一部業者の間で支配的となった風潮の助長要因になったものと思われる。こうした環境変化を背景に、不正取引は主に2000年から2003年にかけて行われることとなった⁶⁾。

証券市場自体の著しい変化も、不正取引萌芽の遠因となった。市場変化の一つは、取引のグローバル化と24時間化である。これにより市場間の関連性が高まり、株価は世界中の情報をリアルタイムで反映するようになった。と同時に、市場間の関連性の高まりは、既述のような時間外取引による利益機会が発生する土壌ともなっている。その半面、ファンド価額は1日1回の算定方式が据え置かれており、株価変動とのギャップは拡大する方向にある。このような価格間におけるギャップの存在は、時間外取引で不当な利益を上げる機会が無制限に存在していたことを意味する。これが、利益追求に関して機動性の高いヘッジ・ファンドにとっては、恰好の利用対象となっていった

のである。

もう一つの市場変化は、投信販売チャネルにおける技術革新である。特に、証券会社が多数のファンドを揃え、投信を恰もスーパーマーケットで多様な商品を扱うのと同様に販売する「スーパーマーケット・チャネル」が登場してからは、短期取引の急増が目立った。これらの先鋭的な販売システムは、結果的に投信解約を容易にし、投資家の売買回転率を高める形で作用していったのであった。従来の直接販売チャネルでは、運用会社は、ファンド価額を算定する傍ら、売買注文締切り時間遵守などの顧客管理業務を行ってきた。だが、ファンドのスーパーマーケット・チャネル導入後は、顧客の身元も判らないままに注文を受け付けるなど、運用会社と顧客との距離は次第に隔絶していった。運用会社の顧客管理能力は、販売促進と引き替えに低下したことになる、結果的にヘッジ・ファンドをはじめとする一部投資家の暴走を許してしまったことは否めないであろう。

3. 不正取引への対応

(1) 対応の経緯

今回発覚した、不正行為に関与した運用会社や一部投資家に対しては、一般投資家のみならず規制当局や議会からも一斉に非難の声が上がっている⁷⁾。

カナリー社の不正発覚を機に、SEC は捜査に着手し、州司法当局と共に、カナリー社と共に謀したバンク・オブ・アメリカを手始めに、パトナム、プルデンシャル証券などの担当者を訴追・提訴していった。これに呼応する形で、運用会社も独自の内部調査に乗り出し、2003年11月末までに、パトナム、ストロング・フィナン

シャルなど4社の経営陣が辞任を表明したほか、事件に関係した管理職や担当者が解雇された⁸⁾。

さらに、規制当局や議会は、将来を見据えた不正取引防止策の検討を進めている。そして、2003年11月以降、不正取引の再発防止、運用会社経営の透明性維持といった新たな規制の方向性が具体的に示されたのであった。

(2) 連邦議会下院の投信規制法案

2003年11月19日には、連邦議会下院において、投資信託業界に対する規制強化に向けた法案が418対2の圧倒的多数で可決された。下院法案は、短期売買の防止策として、投信が現行規定の2%を超える解約料を適用することを認めると同時に、SECに投信の「公正価値(フェア・バリュー)」評価の導入を推進するための規則の明確化を求める内容となっている。

この他、①投信手数料に関わる情報開示の拡充、②投信販売会社の監督強化、③投信運用担当者のヘッジ・ファンド運用兼務の禁止、④利害関係者による自社投信の短期売買禁止、⑤投信会社にチーフ・コンプライアンス・オフィサーの起用を義務付ける、などが盛り込まれている。

(3) SECの投信不正規制案

SECは、2003年12月上旬、時間外取引、短期売買に関する、以下の(i)、(ii)のような規制案を新たに公表している⁹⁾。また、同時に規制案(iii)が採択された。

(i) 時間外取引を排除する施策(リリース番号: IC-26288)

投信に関わる売買注文は、午後4時までに、

投信運用会社、資産管理代行会社 (transfer agent)、SEC の登録清算機関の手元に注文が届いていることとする。

従来の『投資会社法』規則22c-1では、仲介業者が午後4時以前に注文を受け付ければ、その注文が時間外に処理される場合であっても、当日のファンド価額を用いることを認めていた。このため、時間外取引の排除は、投信の純資産額を算出する午後4時で注文を締切ることにより可能になるとの考えから、新規制案は規則22c-1を改め、午後4時の注文締切りを厳格化したものとなっている。

(ii) 短期売買を抑制するための施策 (33-8343)

運用会社は、短期売買防止の対策などについて、方針を明示することとする。

具体的には、運用会社が目論見書において、①短期売買が他の投資家にリスクを及ぼすということ、及び短期売買に対する運用会社としての方針や手続きの整備状況、②ファンド価額の公正価値評価はどのような状況で行う方針なのか、及び公正価値評価を行った場合の影響、などについて説明することを義務付けるものである。最新の時価を反映した公正価値によるファンド価額の算出を促すことで、短期売買に繋がる誘因を排除することが企図されている。

(iii) ファンドのコンプライアンス (IC-26299)

ファンド及びファンドの運用を担当する運用会社の役職員が、『投資会社法』などの証券関連法規に違反することを防止するため、「チーフ・コンプライアンス・オフィサー (CCO)」を指名し、コンプライアンス・ポリシーの策定及びその実施を担当させること。

4. 手数料を巡る問題

不正取引についての調査が進む過程で、手数料に関わる問題も議論の焦点となった。2003年11月下旬、SEC、NASD(National Association of Securities Dealers : 全米証券業協会)は、投信の不正取引問題を包括的に調査する段階に入ったとの見解を示し、不正取引に加えて以下のテーマを新たな調査項目としている。

(1) 証券会社と運用会社の関係

まず、運用会社が証券会社に対し自社の投信を顧客に推奨する見返りとして、ファンドに関わる証券売買を特定の証券会社に発注し、売買手数料を支払っていたという問題についてである。もし、このような事実があったとすれば、証券会社が顧客ニーズに合わないファンドを勧めるという疑念が生じる。この手数料支払いは、それ自体が事前に開示されれば問題ないと言われるが、実際の開示は曖昧であるという批判も出ていた¹⁰⁾。

また、ファンドを大量購入した投資家に対しては、販売手数料を割り引く制度があったが、投資家にその制度の存在や割引基準を明確に伝えていなかった、あるいは伝えるのを怠っていたという問題も表面化している。

(2) 諸手数料をファンド資産が負担する問題

規制当局はまた、ソフト・ダラー、12b-1フィー(販売奨励費用)に対しても関心を払っている。両者共に、投信業界を成長させる目的で導入され定着したものの、その導入経緯から見ても、業界の成長に連れて不要となる筈の制度であった。

ソフト・ダラーは、1975年の『証券法』改正に伴い導入された。運用会社が、証券会社からの調査レポートやその他のサービスを受ける見返りとして、純粋に売買執行に要する以上に高い手数料を支払う慣行である。手数料はファンド資産が負担するため、売買執行と追加的なサービスを受けることで、資産を有効に活用するという目的があった。だが、この慣行の内容は明確に開示されることが少なく、リサーチ等に限らない幅広いコストに充てられるなど、次第に本来の趣旨から逸脱した使途が目立つようになっていった。

一方、『投資会社法』規則12b-1に基づく12b-1フィーは、販売奨励策として、募集手数料や広告費の名目で証券会社、FPなどに支払われる費用で、「投信の隠れコスト」として見直され、撤廃へ向けた議論が高まっている¹¹⁾。12b-1フィーは、1980年に導入され、特に中小の投信が手数料として徴収し、マーケティング・コストを賄うなど、業界全体の成長に寄与したものの、投信資産の増加とともに徴収される料率も上昇していった。

一般に、投信販売業者は、投資家の利益とは無関係に、奨励金の多いファンドの販売に注力する傾向が強い。こうしたコストは、販売会社のインセンティブを高め、新たな投資家を呼び込むために必要とされるが、その費用はファンド資産の負担となるため、新規投資家と無関係な既存投資家が負担させられる点が問題視されているのである。

なお、ソフト・ダラーに関しては、2003年12月、ICIが投資家の利益保護のためにソフト・ダラーを制限する必要があるとして、SECに規制強化を要請したが、SECもその要請に対して前向きに対応する姿勢を示している。

II. 規制当局による投信規制の見直し

1. 投資家の信認維持に向けた当局の問題意識

米国の投信業界が、2003年秋に発覚した不正取引問題で大きく動揺したことは事実である。そのため、不正発覚を契機に規制当局や業界の関心が不正再発防止に集中し、その対応策の策定を最重要課題としているようにも見える。しかし、実はSECは、既に2003年初頭から、投信制度の総見直しに着手しており、不正取引対応策はその一部を為すに過ぎない（重要課題ではあるが、必ずしも優先課題ではない）のである。SECによる投信制度見直しの目的は、「投資家の業界への信認を維持・向上させ、顧客の投信離れを食い止めること」とされる。

米国の投信市場は、膨張する401(k)プランに関わる資金の受け皿となったことなどを背景に、1990年代に急成長した。1990年に1兆ドル強であった資産残高は、1999年には6.8兆ドルと7倍近くに拡大している。しかしながら、2000年春以降は、株式市況が調整期に入ったことに伴い、ファンドの運用環境も悪化していった。特に、2001年末のエンロン破綻を契機に、企業会計・情報開示問題が表面化し、投信業界にも批判の目が向けられたことが、厳しい環境に拍車をかけた。投信への資金流入額が減少したことから、資産残高は伸び悩み、2002年末には前年比5,800億ドルの大幅減となった。

投信業界の情報開示の不十分さ、販売方法、高い手数料などへの批判に対し、SECは対応策を練ることが急務となった。投信が広く国民

に根付いた商品であるだけに、株価低迷や会計不信から派生した、投信市場への信認低下を食い止める必要があったからである。

SECが、具体的な対応策を練る過程で、問題意識を抱いた項目は、次の3つであった¹²⁾。

先ず、第1は、「投信手数料と取引コストの問題」であり、①運用会社が投資家から徴収する手数料には各社間で競争が働いているか、②取引コスト、ソフト・ダラー・コミッションの開示は適切か、の2点が具体的な検討テーマとされた。第2は、「投信のガバナンス問題」で、ここでのテーマは、①運用会社の取締役、社外取締役の構成やその業務内容は適正か、②運用担当者の報酬体系や持株比率開示は適切か、③投信手数料、特に手数料大口割引制度の適用などの管理は適切か、の3点であった。第3は、「投信販売の問題」で、これには、①投信販売方法に問題はないか、②過去（特に好調だった1999～2000年当時）のパフォーマンスだけで投信を宣伝していないか、③レベニュー・シェアリング¹³⁾の慣行に問題はないか、の3点が挙げられている。

これらの問題意識から、SECは、投信制度の見直しに当たって、①投資家に、パフォーマンスや取引コストといった情報をタイムリーに提供すること、②投信のガバナンス機能を高めること、③ファンド運営にあたり、運用会社と投資家との利益相反を解消すること、を具体的な課題に据えた。そして、2003年秋の投信不祥事発覚を機に、④不正取引の防止、投資家との利益相反の除去（③をさらに踏み込んだ対応）、⑤運用会社の倫理規定の整備、コンプライアンス体制の強化、が新たに課題として加わることになったのである。

議会を含め、このところ検討が進められてい

る当局の作業は、投信取引に関わる不正行為を発生させないため、投資家保護の観点から、業界で長年続いていた慣行にもメスを入れようとしており、その意味では抜本的な改革を志向していると言えよう。

2. SECの投信規制強化策（情報開示の強化）

SECは先ず、投信手数料と取引コストに関わる情報開示の充実に向けて、規制強化案を策定した。原案は2003年5月に提出されたが、7月に入って議会から原案をより強化すべきとの主張が示されたこともあり、この問題を巡る議論には日数が費やされた。さらに、9月初旬に一連の不正行為が表面化したことから、原案をめぐる議論はさらに長引き、SECの投信規制強化案が最終的に決定したのは9月24日のことであった。

2003年9月24日に決定した、SECの規制強化策「投資会社の宣伝ルールの改正」の内容は、主として投信の宣伝広告に関する視点から構成されている。そのポイントは、①ファンドの宣伝は、直近1ヶ月のパフォーマンスに基づいて行う。その際、投資家がファンドのタイムリーな情報を無料で得られるよう、運用会社がコレクト・コール、ウェブサイトを用意すること、②宣伝内容には、パフォーマンス情報の一環として、過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではないことを明示し、ファンドの内容、リスク、手数料とコストについては特に詳細に開示すること、などとなっている¹⁴⁾。

さらに、2004年2月11日、ファンド情報の開示拡大について、運用会社が投資家に対して、取引コストやポートフォリオ構成銘柄などの情

報をタイムリーに提供するための具体策を盛り込んだ新たな4つのルールが決定された。

第1は、「株主向け報告書における取引コストの開示」に関わるものであり、会社型投信の株主向け年次・半期報告書 (shareholder report) に、投資取引コスト (mutual fund expense)、ポートフォリオ内容、パフォーマンスに関する情報を充実させることが定められた。具体的には、①当該期間中に1,000ドルを投資した場合の実際のコスト、②5%のリターンを仮定して、ファンドの実際の実費率をベースに、期間中に1,000ドルを投資した場合のコスト、といった情報を報告書に掲載することになっている。このうち、①は投資家が実際の取引コストを把握するためのものであり、②は他のファンドと比較するための尺度を投資家に与えることを目的としている。

第2は、「ポートフォリオ構成銘柄の四半期毎の開示」に関わるものであり、ファンドのポートフォリオ構成銘柄に関する情報開示を強化することが謳われている。具体的には、①ファンドは四半期毎に、ポートフォリオに組入れる全銘柄のリストをSECに届け出ることとする、②届け出た内容は、「電子情報集積・検索システム (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval: EDGAR)」を通じて一般公開する、というものである。従来は、組入れ全銘柄の開示は半期ごとであったが、開示頻度を増加させることで、投資家がポートフォリオをモニタリングする機会を増やし、ファンドの掲げる投資方針に則った運用をしているかどうかをチェック出来るようにすることを企図している。

第3は、「半期報告書上の開示」に関わるものであり、半期報告書には、全組入れ銘柄の一

覧表の代わりに、その要約版として「組入れ上位50銘柄」の掲載を認めることとなった。ただし、株主からの請求があった場合、運用会社は全銘柄の一覧表を無料で提供しなければならない。また、報告書には、組入れ銘柄を業種や地域別、格付、期間別に、表またはグラフで明示することになっている。

第4は、「運用パフォーマンスの説明」に関わるものであり、ファンドのパフォーマンスの検討結果を年次報告書に記載することが定められている。

3. 現在提案中の規制案

以上のような情報開示の拡充のほか、SECは以下のような規制案を提案し、パブリック・コメントを募集している (2004年4月20日現在)。これは、当初SECが掲げた問題意識に対する解決策をほぼ網羅するものであり、投信制度の根幹に関わる重要な内容となっている。提案ベースのものを含め、一連の規制整備には、ICIも強い支持を表明していることから、近い将来、SECが規制案で示した方向に沿った投信制度が立ち上がるものと思われる。

(1) 投資会社のガバナンス

(i) 独立取締役比率の増加 (リリース番号: IC-26323)

ファンド株主の利益を護るため、独立取締役の割合を75%以上とし、かつ取締役会会長は独立の取締役とすること。

ファンド運用を、外部の運用会社に一任して行う場合、ファンドと外部運用会社間の投資顧問契約には、取締役会の承認が必要である。通常、米国の投信は会社型であり、ファンド運営は、ファンド株主である投資家を選出した取締

役会が行う。『1940年投資会社法』は、ファンドが関係会社からの独立性を保つため、ファンドの取締役の40%以上は運用を担当する運用会社の役職員と関係のない独立取締役であることを要求している。SECは、2001年にこれを半数以上 (majority of independent directors) とするルールを施行、今回の提案では、独立取締役の割合をさらに増加させている。

(ii) 倫理規定の整備 (IA-2209)

運用会社は、信託義務や連邦証券関連法の遵守、顧客情報についての守秘義務などを内容とする倫理規定を整備し、役職員に実践させるよう義務付けること。

一連の投信不祥事で当局が問題としたのは、受託者責任を負うべき筈の運用会社の運用担当者が、一般投資家の利益を犠牲にしながら特定投資家の利益を優先させたことである。そこで提案されたのが、運用会社に倫理規定を文書で作成させ、その忠実な遵守を義務付けることであった。

この規定では、運用会社の非公開情報を入手し得る従業員 (access person) に対し、自社投信を含む個人的な証券取引について、定期的にチーフ・コンプライアンス・オフィサーに報告することを義務付けている。また、当該従業員は、新規公開株式や私募証券に投資する際に会社の承認を得ることとされ、倫理規定に違反した場合にも、チーフ・コンプライアンス・オフィサーに報告することが規定されている。

(2) 取締役会が承認した投資顧問契約に関する開示 (IC-26350)

ファンドの取締役会がファンド運用を外部の運用会社に一任した場合、その会社を選定した理由、当該運用会社のサービスの質・量や、他

の運用会社との比較から支払う手数料は妥当か否か、といった事項を投資家に開示すること。

(3) ブローカレッジ・コミッションを販売促進に利用することの禁止 (IC-26356)

ファンドを販売する見返りに、ファンドに組入れる銘柄の売買を証券会社に発注したり、実際に取引を執行していない証券会社取引を執行した証券会社からブローカレッジ・コミッションの一部を分与したりすることを禁止すること。ファンドを販売する証券会社をポートフォリオに関わる売買執行に用いる時は、ファンドを販売したか否かを考慮せず、純粋に最良執行するか否かの理由で選択し、売買発注すること。

この点に関しては、さらに、販売促進費用をファンド資産が負担することを認める、規則12b-1の改正についても併せて提案している。

(4) 投信の短期解約に対する手数料の適用 (IC-26298)

ファンドに対し、5日以内の短期解約について、投資家から2%の手数料適用を義務付けること。

投資家は、原則として保有する投信を何時でも任意に解約できるが、手数料を課すことで短期売買を抑制すると同時に、解約に伴いファンドが負担しなければならないコストを当該投資家から直接的に徴収するのが狙いである。

(5) ポートフォリオ・マネジャーの個人情報の開示 (33-8396)

投信の運用担当者の報酬体系 (compensation structure) や報酬額、個人投資情報の開示を求めること。

運用担当者が得る報酬は、運用パフォーマンスをベースとした賞与が多くの部分を含んでいる。報酬のインセンティブが運用担当者の運用行動、投資意思決定を大きく左右するため、投資家が運用担当者の報酬と運用パフォーマンスの関連性を把握できるようにする必要がある、との考え方に基づく提案である。因みに、2004年2月に議会上院に提出され審議されている『投信改革法 (The Mutual Fund Reform Act of 2004)』などの法案でも、運用担当者の報酬体系、報酬額の開示が求められている。

さらに、運用担当者が保有する自社投信の保有状況を開示すれば、投資家は、運用担当者の当該投信への投資判断や、投資家と運用会社の間で潜在的に起こり得る利益相反の度合いを把握出来るようになる。

Ⅲ. 投信不正取引の影響と 当局規制をめぐる論議

1. 投信規制に伴う運用会社・投資家の負担

(1) 運用会社の資産及び収益への影響

不正取引の発覚後、不祥事に関与した運用会社から資金を引き上げる年金基金や大企業が相次ぎ、2003年第3・4四半期の運用資産残高は業界内でも明暗が分かれるところとなった。短期売買に関与したパトナムの資産残高は、2003年第4四半期に2,720億ドルと、同年第3四半期に比べ130億ドルの減少であった。ジャナス・キャピタルでも、資産残高は2003年12月から2004年1月末にかけて27億ドル減少し、2004年3～5月には大口顧客の解約額が45億ドルに上る見通しである。

一方、バンガード・グループなど大手3社や、不祥事に関与しなかった運用会社には、大量の資金が流入している¹⁵⁾。例えば、不祥事に関与していない中堅運用会社のTロウ・プライスは、2003年第4四半期の運用資産残高が1,900億ドルと四半期ベースでの過去最高を記録し、業界5位のパトナムに迫る勢いとなっている。さらに、同社の同期純利益は、前年同期比48%増の6,800万ドルへと拡大している。

(2) 負担費用の拡大

新たな投信規制に伴う手数料削減、ソフト・달러の慣行廃止、コンプライアンス関連費用の増加は、中長期的に運用会社の収益圧迫要因となり得る。

短期売買が問題となったアライアンス・キャピタルは、ニューヨーク州司法当局の求めに従い、投信手数料を5年間にわたり20%削減することになった。投資家には総額で推定3.5億ドルのコスト節約となるものの、同社業績への影響は必至である。同州のエリオット・スピッツァー司法長官は、これを前例に他社にも手数料削減を求めている。

また、特に不祥事に関与した運用会社には、コンプライアンス体制の充実に向け、多額のコスト負担が求められよう。投信不祥事は、運用会社や証券会社の、コンプライアンスの仕組みやシステムの欠陥を露呈させた。当局の規制は、金融機関のフロントからバック・オフィスまで、証券取引の監視など多くの面で事務組織変更を要求している。この結果、金融機関は、ITシステム予算の10%程度を、コンプライアンス・システムに振り向けざるを得なくなる可能性もあろう。

一方、SECは、運用会社がチーフ・コンプ

ライアンス・オフィサーを採用すると同時に、各社取締役会が運用会社外部のコンプライアンス専門家を雇うことを提案している。コンプライアンス・ルールの整備と定期的な見直しが義務付けられれば、法務コンプライアンス部門の拡充は必至と考えられる。

コンプライアンス費用を含む法務、総務、賠償責任保険（投資家からの訴訟増加対策）といった投信業界の負担コストは、規制導入に伴い、年間10億ドルを超えるようになると見られている。事務変更、コンプライアンス対策費用は、ファンド資産で賄われるため、その増加は最終的に投資家の費用負担増に繋がる。この場合、投信手数料が低下しても、投資家が最終的に負担する費用は大きくは変わらないといった事態が想定されよう。

2. 新規制に対する業界の反応

（１）注文締め切り時間の厳格化

時間外取引排除のために、午後４時の注文締め切りを厳格化するSEC提案が決定した場合、証券会社は注文受付を相当前倒して終了する必要が生じる。

運用会社、代行業者の受付締め切り時間が厳格に午後４時になると、投資家が当日価格での売買執行を受けるためには、正午頃（西海岸の投資家は午前９時頃）までに注文を提出しなければなくなる可能性がある。ファンドの乗り換えについても、当日価格の動きが把握できる以前に注文を出す必要が出てこよう。

また、注文締め切り時間の厳格化は、ファンド取引の特定時間帯への集中や事務手続きの混乱を招くといったことも懸念されている。この提案に対しては、業界関係者はもちろん、401(k)プランの管理業者などからも反対意見が多

い。

（２）短期解約手数料の弊害

SECはファンドに対して、「５日以内の短期解約について２％の手数料適用を義務付ける規則」を提案している。手数料の存在により短期売買を防止することを意図しているが、業界関係者は提案には批判的である。それは、短期解約手数料を課せば、短期売買を抑制する効果は期待できるものの、その半面、投機目的ではない理由で早期解約を望む投資家が不利になる弊害が生じることが考えられるからである。

（３）公正価値による投信の評価

短期売買を防止する手段として、投信の公正価値（フェア・バリュー）による評価の必要性が指摘されてきた。だが、公正価値の算定作業が煩わしく、採用する会社は僅かに留まることや、算定する公正価値が飽くまでも主観の介在し易い推定値であることから、公正価値評価が今後どこまで浸透するかは未知数である。

SECは、規制案で公正価値の算定を促しているが、それが各社にとって難題であることは理解しており、運用会社がそれに従わない場合の罰則規定を設けることまでは考えていない模様である。

（４）手数料廃止に伴う証券会社収益への影響

ソフト・ダラーの慣行に対し、SECが見直しを行っているほか、一部運用会社でこの慣行を自主的に廃止する動きが出ている。運用会社が証券会社に支払うソフト・ダラーは、コミッション全体の20%前後を占めるとの見方があるが、SECの見直しによって、その慣行が規制

上も廃止となれば、証券会社の業績への影響は大きいものがある。

3. 規制分野の拡大と影響

投信不祥事を機に、SECや議会の関心が、再びヘッジ・ファンドに向けられている。今回の不祥事は、ヘッジ・ファンドのカナリー社の不正行為が発覚したことが発端であったし、その後の調査により、アライアンス社ではヘッジ・ファンド部門と投信運用部門の利益相反が発覚し、運用担当者が停職処分となった。一連の不祥事とヘッジ・ファンドとの関係を重視したSECは、その実態調査と規制強化に乗り出している。

SECは、2003年9月、ヘッジ・ファンドのSECへの投資顧問登録と情報開示を提案し、ヘッジ・ファンドの実態把握と監査機能強化の姿勢を示している¹⁶⁾。こうした流れは『2004年投信改革法案』にも継承され、SECに対してヘッジ・ファンドの規制強化検討を促す条項が含まれている。

米国のヘッジ・ファンド調査会社、トレモント・アドバイザーズによれば、ヘッジ・ファンドの資産規模は、2004年3月時点で7,500～8,000億ドルと、投信市場規模である7.4兆ドルの10分の1程度に過ぎないが、近年、投信を上回る急成長を見せている。2003年半ばには、ヘッジ・ファンドの米国株式市場における売買シェアは、日々の売買高全体の4分の1を占めるまでに成長するなど、市場での影響力が増大しているにも関わらず、その実態把握は困難な上に不透明な取引が目立っていた。

また、ニューヨーク州司法当局は、2004年2月、証券業協会主催のコンファレンスで、変額年金取引をめぐる不正に関心を寄せていること

を明らかにした¹⁷⁾。主たる購入者である中・高齢者が不良業者の被害を受けている疑いがあるという。

さらに2004年3月上旬、米国の保険大手メット・ライフ社は、傘下の生保子会社の顧客が不正取引に関与した疑いでSECの捜査を受けていることを明らかにした。現在、変額年金の個人顧客が違法な時間外取引や短期売買に関与していた可能性を巡り、捜査が進められている。

ところで、既述のように、不祥事が発覚した運用会社に関しては、運用残高の減少などの影響が出ているが、一方でこれらの業者が不正取引で上げた利益を投資家に返還するなど、ニューヨークを初め各州の司法当局との和解に向けた交渉も進展を見せている。さらに、世界的な株高もあって、業界全体としては投信への資金流入はむしろ加速しており、それに助けられる形で、不正事件によって投信市場から資金が流出し混乱が生じるという事態には至っていない。

ICIの発表によれば、2004年1月は株式投信に437億ドルが流入し、月次ベースの流入額としては史上3番目の高水準となった¹⁸⁾。また、米国の投信調査会社、リッパー社によれば、株式投信(9,642本)の2003年における年間総収益率は34.7%と、36年ぶりの好パフォーマンスとなった¹⁹⁾。米国における景気回復期待の高まりが、投信業界にとってフォローの風となっており、一連の不祥事の後遺症は深刻な形では残存していないように見える。

しかし、より長期的な視点に立てば、不祥事やその後の規制が、ファンド運用業界の構成員や金融資本市場全体にどのような影響を与えるかは詳らかでなく、今後の推移を慎重に見極める必要がある。

IV. わが国投信市場への示唆

1. 米国の投信不正取引のわが国への影響と課題

(1) 米国不正取引のわが国における再現可能性

わが国における外国投信の国内販売は1972年から可能となったが、実際に急拡大したのは1998年末に円建て外国投信の国内公募が解禁されたことを契機とする。日本証券業協会によれば、2004年1月末現在における外国投信（国内販売）の純資産残高は5兆5,277億円に達している。この中には、米国で発生した投信不正取引に該当する運用会社のファンドも含まれており、その保有者には直接的に不正取引の影響が波及することになる。しかし、これまでのところ、日本の投資家の反応は冷静であり、解約の急増など不正取引による悪影響は顕在化していない。これは、損失を与えたことが判明した場合には賠償する旨を明記した説明書が投資家に配布され、さらには米国での発表を随時翻訳して投資家に説明するなど²⁰⁾、不正取引発覚後の業者による対応が投資家の動揺を抑止しているものと評価される。ただ、当該ファンドへの日本人1人当たりの投資金額は比較的大きいと見られ²¹⁾、今後の展開次第では問題が拡大する火種は残ろう。

一方、彼我の制度上の相違もあり、米国と同様の投信不正取引が、わが国の投信取引において発生する懸念は乏しいと思われる。例えば、わが国では、海外証券を組入れるファンドについて、当日に投資家から出された売買注文は翌日の基準価額で執行されるルールが既に根付い

ており、短期売買による利益獲得機会は排除されている。ただ、既述のように、時間外取引は米国においても禁じられているが、それに関わらず不正取引が発生したのは、大量の売買注文に紛れ込ませることで監視の隙を突いたものであり、一般にこの種の不正行為を完全に防御することは難しい。

このことは、今回の不正取引とは別の形であれ、不祥事の発生する可能性が常に付き纏うことを意味する。投信を含めて、金融取引は信用を基盤に成立していることから、基本的には市場参加者相互の倫理性に委ねられている部分が多いからである。しかも、わが国は、諸改革を進める中で、規制を極力緩和させる方向にある。従って、米国のケースのように、業者が悪意をもって監視サイドの事務能力の限界を超えた隙を狙い、金融システムの信用を踏みにじるような行為を犯した場合、それを事前的に防御する有効な手段には乏しいのである。事後的には、米国と同様、法的・社会的制裁が加えられることは当然であるが、それは飽くまでも問題が発覚してからのことである。投資家を保護し、投信への信認を高めるためには、万一発生するかもしれない不正行為に対し、さまざまな段階での監視システムを充実させることにより、投資社会に潜在する悪意の顕在化を抑止することが求められよう。

(2) 制度的な整備に課題

米国においては、投資家の利益よりも自社の利益を優先する体質が不正取引に繋がったが、実は運用担当者にとって、自分自身、所属企業、顧客の各々の利益にどのように優先順位をつけるかは、洋の東西を問わず古くて新しい問題でもある。運用担当者の職務は、投資家の利

益を高めることであるから、当然顧客利益を優先する義務がある²²⁾。しかし、運用担当者に対する社内評価システムが、自社への利益貢献の程度に応じて行われるならば、運用担当者にのみ高い倫理性を要求するのは酷である。この面での対応策としては、透明性の高い社内考課基準を整備し、運用報告書への記載などを通じて、その実施状況を開示することが有効と思われる。

一方、米国において、社内のコンプライアンス部門が不正行為を黙認した事実は重い。わが国の運用会社も、不正行為予防については、既に各社で内部体制の整備を進めているところではあるが、社内のコンプライアンス部門や社外（独立）取締役などによる一層の機能発揮が重要であり、そのためにはより公的な色彩を帯びた監視システムの確立が必要である。すなわち、不正行為を抑止し、社内監視を徹底するためには、先に記したSECによるファンドのコンプライアンスに関する規則（IC-26299）や投資会社のガバナンスに関する諸規制案のような、制度的な整備を進めることも課題となる。

また、これを機に、手数料や信託報酬など、投信購入者が負担するコストについても、その料率の妥当性などの見地から、客観的な見直しが行われることが望ましい。この面でも、米国における改革の流れが参考にはなるが、既述のように米国においても様々な議論がある上、12b-1の制度が存在せず、自由化の進んだ今日のわが国の現状では、そもそも制度的な規制には馴染まない問題でもある。むしろ、これらの評価は市場に委ねるのが適当であり、投資家への判断材料は投信評価会社の提供に期待することが現実的と思われる。

さらに、今回は米規制当局が事件発生前から投信問題の検討を進めていたところに、不正取引が発覚した面はあるにせよ、関係当局の迅速な対応が高く評価される。わが国では最近、為替証拠金取引による損失が社会問題化しているが、自由化の進展の背後に残存する規制の後追的な体質は、投信を含めて将来起こり得るかもしれない金融不祥事についても不安を抱かせる点である。

2. わが国固有の問題

わが国の投資信託の規模は、2004年1月現在の純資産総額で37兆円と、米国に較べて20分の1程度に留まっている。因みに、2000年6月のピーク時の純資産は60兆円超に達したが、これはバブル崩壊後の株価下落の中で、公社債投信が健闘したことによる。しかしその後は、公社債投信にも試練が訪れる。すなわち、2001年4月から全ての公社債投信が実績分配型に変更されたことで、長期公社債投信や中国ファンドのような従来予想分配型であったファンドが見直しを迫られ、さらには同年11月に海外要因からMMF元本割れ問題が発生したことにより、公社債投信は急速に規模を縮小している。その半面、株式投信は追加型の新商品が順調に伸び、このため2002年9月以降は、株式投信が公社債投信を凌ぐ規模となっている。ただ、こうした投信商品構成の不安定性は、必ずしも投信に対する投資家の信認を高める方向に作用したとは言えないであろう。

わが国における投資信託は、『投信法²³⁾』を成立根拠法としているが、わが国の投資信託を巡る環境は、所謂「日本版金融ビッグバン」の進捗により、大きく変化している。特に、制度改革に伴い、私募投信、会社型投信（証券投資

法人)、ファンド・オブ・ファンズ、などが可能となった。こうした自由化の流れは投信商品の多様化を促進し、ETF、不動産投信、毎月分配型ファンド、リスク限定型投信などを輩出せしめ、一面で昨今の株式投信の好調を支えている²⁴⁾。その半面、このような投信商品の多様化は、投信商品構成の不安定性と共に、それに伴う新たな問題を提示しているのである。

投信や具体的な投信商品はファンドと呼ばれることも多いが、ファンドは普通名詞でもあり、『投信法』の規制の及ばない商品や仕組みであっても、投資ファンドや企業再生ファンドなど、ファンドの名称を付したものが多く出現している。これらの中には、国民経済的に見て意義のある存在も多いものの、悪質業者による劣悪商品が出現する懸念は残る。投信商品の多様化と投信紛いの名称との混在は、投資家に対して誤認を与える危険性を孕んでいるからである。投資家の自己責任を促すことは大切であるが、同時に投信の優れたスキームや商品性に関するイメージを確立し、投資家に定着させる一層の努力が求められる。

また、これまで、ともすると運用会社・販売会社は、売れる商品の販売を促進し、それを投資家ニーズに応える手段として是認してきたように思われる。しかし、特定の性格のファンドが極端に膨張することは、昭和30年代とは別の次元で投信が「池の中の鯨」化するリスクを想起させる。その点、このところ人氣が過熱気味の中国株投信について、一部で販売自粛の動きが出たことは高く評価される。こうした積み重ねこそが投資家の投信への信認を高め、長期的に資金流入を加速させ、足元の投信純資産における日米格差は正にも繋がるのではないだろうか。

注

- 1) 米国の投資信託を規制する『1940年投資会社法』は、「規則22c-1(a) 'forward pricing rule'」で時間外取引を禁止しており、投信の取引は、注文を受けた後に算定される価額 (NAV) で行われなければならない、と規定している。
- 2) 時間外取引は、午後4時前後に売買注文が集中した場合、特に行われ易い。米大企業の決算発表は午後4時台に行われることも多く、時間外取引を誘発する背景のひとつとなっている。因みに、時間外取引について、ニューヨーク州のエリオット・スピッツァー司法長官は、「ゴールした後の競馬にカネを賭けるようなもの」とコメントしている。
- 3) カナリー社のケースでは、カストディ業者のセキュリティ・トラスト社が不正行為の受け皿となった。セ社は、401(k)プランの母体や資産管理代行業者が、個々の加入者から集めた投信注文票を、まとめて執行する役割を担っていた。カナリー社は、2000年4月に年金取引に見せかけた時間外取引のアイデアをセ社に持ちかけたが、これ以降カナリー社は、2003年夏までの3年間に8,500万ドルの利益を上げ、セ社も通常より割高な管理料600万ドルを受け取ったとされる。
- 4) 短期売買を、日本株と米国株から構成される米国籍ファンドを対象に例示しよう。日本時間午後3時(米国標準時間午前1時)に東京市場での取引が終了するが、その結果がファンド価額に反映されるのは15時間後の米国標準時間午後4時(日本時間翌日午前6時)である。この間、米国株が急騰すると、その日のファンド価額にこの株価上昇は反映される。しかし、それを受けて翌日の日本株が上昇すると、これがファンド価額に反映されるのはさらに15時間後となる。従って、米国株が急騰した日に当該ファンドを購入すれば、翌日に日本株が連れ高した段階で売却することにより、利益獲得の可能性が極めて高くなる。
- 5) ICIの調査によれば、2003年7月末時点で、米国の投信保有家計は5,330万世帯と全世帯数の47.9%を占め、保有者数は9,120万人に上っている。また、投信保有家計の52%は、年間所得25,000ドルから75,000ドルという低・中所得層に属している。
- 6) 例えば、この時期の伝統的運用会社によるヘッジ・ファンドの設立は、運用業界における「自社利益優先」の一つの象徴と捉えられる。2000年代初頭、運用会社は、インデックス運用の成績不振を補うため、年率20%超といった絶対リターンを上げるヘッジ・ファンドを、同一グループ内に設立していった。この結果、一例として2003年9月には、アライアンス・キャピタルで、投信部門より高い収益寄与が見込めるヘッジ・ファンド部門の顧客優遇が行われるなど、両部門の利益相反問題が表面化している。
- 7) 2003年11月18日の公聴会では、上院銀行委員会リチャード・シェルビー委員長が「今回のスキャンダルは、一般投資家の利益を犠牲にしながら特定の者が利益を得ていた点で、エンロン事件、アナリストの利益相反と同じ問題を抱えている」と指摘したほか、SECのウィリアム・H・ドナルドソン委員長は、「運用会社の

不正の実態, それが広範に行われている事実には驚きを隠せない」と業界を非難している。

- 8) 発覚した不正への対応としては, カナリー社の投信違法取引を仲介したセキュリティ・トラストに対する会社清算命令のように厳格な制裁も行われている。
- 9) 規制案(i), (ii)は, 2003年12月3日に提案され, 2004年2月6日までにパブリック・コメントを募集した後, 採択に向けた手続きがとられることとされ, (ii)については2004年4月13日に新規則として採択された (SEC News Release Apr. 13 2004)。
- 10) この問題では, 2003年11月, モルガンスタンレーがグループの投信商品を販売するよう証券会社に圧力をかけたとしてSECに提訴され, 同社は5,000万ドルの罰金を支払っている。
- 11) 米会計検査院 (GAO) の報告によれば, 多くの投信が年率0.25~1%の12b-1手数料を徴収し, 多くはレベニュー・シェアリング (注13) の形で販売業者に割り戻されるが, その総額は年間20億ドルに達している。
- 12) 荒木 [2003 b], 及びSEC ホームページ (<http://www.sec.gov>) を参照。
- 13) 運用会社がブローカーなど販売仲介業者に手数料収入の一部を還元すること。
- 14) 本規制には, ファンド・オブ・ファンズ (FOFs) についても, コスト, 手数料, 価格変動リスクを明記する旨の規制が盛り込まれている。FOFs の場合, 特に「1次経費 (信託報酬や販売手数料)」だけでなく, 「2次経費 (組入れたファンド会社に支払う信託報酬など)」の開示も求められている。
- 15) バンガード, フィディリティ, アメリカン・ファンズの大手3社の2003年初から9月末までの資金純流入額は, 各々229億ドル, 182億ドル, 416億ドルと他を大きく引き離している (ファイナンシャル・リサーチ調べ)。業界首位のバンガードは, 投資家に長期的な投資を呼び掛け, それに見合うパフォーマンス, 質の高いサービスの提供を目指し, 低コストの運用を唱えてきた。投信評価会社のモーニングスターは, これらの点を評価し, 2003年の株式投信部門受賞者にバンガードの担当者を選出した。また, 株式投信には2003年第4四半期で約630億ドルの資金が流入したが, うち55%は大手3社が運用する投信に向かったと伝えられている (The Wall Street Journal, Dec. 12. 2003)。
- 16) 2004年2月, グリーンスパンFRB議長が「ヘッジ・ファンドは市場の流動性を高める上で重要な役割を果たし, 金融制度の柔軟性を高める」と発言したのに対し, ドナルド・ソンSEC委員長は, 投信不祥事にヘッジ・ファンドが積極的に関わっていたと主張している。
- 17) Wall Street Journal (Feb. 26. 2004)
- 18) 過去最高の資金流入は2002年2月の556億ドル, 2番目は同年1月の445億ドル。
- 19) 日経金融新聞 (2004年1月15日)
- 20) 日本経済新聞 (2003年11月14日)
- 21) 同上。この記事によれば, パトナム・インベストメントの投信を2,000人強の日本人投資家が50億円弱保有している。
- 22) 『1940年投資会社法』にも, 投信保有者の利益を最優

先することが明記されている。

- 23) 同法は1951年6月に『証券投資信託法』という名称で公布・施行されたが, 1998年に『証券投資信託及び証券投資法人に関する法律』へ改称され, さらに2000年に『投資信託及び投資法人に関する法人』へと改められた。
- 24) 例えば, ETFの純資産総額は2001年7月の登場から2年余りで3兆円に達し, 2000年春に登場したリスク限定型投信の純資産総額も2004年3月末には約1兆円となっている。

参考文献

1. 和 文

- 荒木充衛 [2003 a], 「投資家の信認維持を目指す米国投信業界」『投資信託事情』7月号, 投資信託事情調査会
- [2003 b], 「米国投信スキャンダル」『投資信託事情』11月号, 投資信託事情調査会
- [2004], 「米国投信不祥事は正に向けた業界の新たな提案」『投資信託事情』3月号, 投資信託事情調査会
- 高橋 元 [1996], 『投資信託のしくみ』WAVE出版
- [1998], 「わが国の投資信託と今日的課題」『証券アナリストジャーナル』第36巻9号, 日本証券アナリスト協会
- [2000], 「投資信託の制度改革とディスクロージャー」『正協レポート』Vol. 4, No. 4, 東証正会員協会
- 投資信託協会 [2003], 「米国ミューチュアル・ファンドの販売チャネルと販売コスト」『投資信託』10月, 投資信託協会
- 松尾健治 [2004 a], 「今こそ, 日米投信に持っている大いなる誤解を解く時〜米投信不正と12b-1手数料〜」『投資信託事情』1月号, 投資信託事情調査会
- [2004 b], 「ヘッジファンドとサムライ〜資産運用ビジネスの変革期に思う〜」『投資信託事情』3月号, 投資信託事情調査会
- ### 2. 欧 文
- Gardner, W. David. [2004], "Sarbanes-Oxley

- Doesn't Worry Most IT Managers", *Information Week*, Feb. 24, 2004
- ICI [2003], *Mutual Fund Fact Book 2003*, Investment Company Institute
- Middlemiss, Jim. [2004], "Compliance Issues Overwhelm the Industry", *Wall Street & Technology Magazine*, Mar. 1.
- Pallay, Jessica [2003], "Mutual Fund Maintenance", *Wall Street & Technology Magazine*, Dec. 4.
- [2004a], "Is Time on Your Side?", *Wall*

- Street & Technology Magazine*, Jan. 4.
- [2004b], "Trades On Time", *Information Week*, Jan. 5.
- [2004c], "Operation Mutual Fund", *Wall Street & Technology Magazine*, Feb. 12.
- Saxton, Jim. [2001], "*Mutual Fund Investors: A Reflection of Middle America*", Joint Economic Committee, Nov.

(高橋 元 作新学院大学経営学部教授)

(漆畑春彦 みずほ証券経営調査部部長)