

アメリカにおける最近の投資信託の規制動向について

佐賀 卓雄

調査が続くに従い、我々にとって何が起きたのかに止まらず、(時間外取引や短期売買)が何故、起きたのかに焦点を当てることが重要である。詳細が明らかになるにつれ、問題の大部分―したがって、解決策を考へる際に特定しなければならぬ課題―は投資会社取締役が抱える利益相反であることが明らかになったと確信している。

(二〇〇三年一月三日に開催された、上院「政府活動委員会」公聴会におけるニューヨーク(NY)州司法長官エリオット・スピッツァー(Eliot Spitzer)の証言より)

二〇〇二年七月の企業改革法(サーベンス・オクスレー法)の成立とそれに基づく規則案の採択によつて、エンロン破綻に端を発する一連の会計スキャンダルが引き起こした資本市場の不安定な動きもようやく鎮静化する兆しをみせた。

しかし、二〇〇三年九月に、ニューヨーク州司法長官エリオット・スピッツァーが、ヘッジ・ファンドのカナリー・キャピタル(Canary Capital Partners, LLC)が投信会社のバンク・オブ・アメリカ(ネーションズ・ファンド)、バンク・ワン、ジャナス、ストロング・キャピタルから

不当に有利な取扱いを受けていたとして、四千万ドルの罰金を課したことを発表し、同時に、業界全体への調査を本格化することを表明した。その後、投信の運用に関わる不正取引に関連して主要な金融機関の名前が次々に登場するにつれて、これが極めて広範囲に及び問題であることが明らかになり、それを原因として投信の解約が急増する事態となった。

アメリカにおいて、投資信託（正確には、オープン・エンドの会社型投資信託であるミューチュアル・ファンド）は、個人にとって資産運用対象として最も人気の高い金融商品のひとつであり、二〇〇二年末で個人金融資産全体の一七・七％を占めている。投資信託保有者は九千五百万人以上、全世界の四九・六％に相当する五千四百万世帯を占め、その残高は約七兆ドルに達している。また、確定拠出型年金プランの四〇一（k）プラ

ンの運用でも、その運用資産額の約三分の一が投信で運用されている。

このように、家計の資産運用や年金基金の運用との関連で投信は極めて重要な役割を果たしていることから、議会、SECや自主規制機関（SRO）、そして業界団体は事態を深刻に受け止め、再発防止、規制の見直しに取り組み始めた。本稿では、アメリカの投信をめぐる手数料問題や不正取引の実態を取り上げ、それらに対する規制動向や関連団体の取組みを紹介する。

一、販売手数料 (sales charge) の割引問題

不正行為ではないが、二〇〇二年末よりSECとNASDはフロントエンド・ロード（販売時手数料をとられる投信）の投信について割引が適

切に行われているかどうかを問題にし始めた。アメリカの投信には、販売手数料がかからないノーロードの投信もあり、フロントエンド・ロードの投信の販売額は全体の7%以下と割合は大きくはない。この投信の大部分は購入金額に応じて販売手数料を割引く制度 (Breakpoint Discount) を採用している。しかし、この割引制度が投資家に周知徹底されておらず、業者によってはそれをまったく無視する者もいることが問題になった。

二〇〇三年三月に、SEC、NASD、およびNYSEはこの問題に対して合同調査報告書 (Joint SEC/NASD/NYSE Report of Examinations of Broker-Dealers regarding Discounts on Front-end Sales Charges on Mutual Funds) をまとめた。割引は、最初に多額の購入をした場合 (single purchase) の他、一定期間 (二ヶ月間が多い) にわたって一定額の購入を

行う場合 (これを letter of intent という)、同一のファンド・ファミリーから購入した場合 (これを rights of accumulation という) にも適用される。

この調査はブローカー・ディーラー四三社を対象に行われたものであるが、大部分の業者が割引の対象になる取引に適切な (低い) 手数料率を適用していないことが明らかになった。この調査を受けて、二〇〇三年七月には業界全体の報告書 (Report of the Joint NASD/Industry Task Force on Breakpoints) が取りまとめられ、ディスクロージャーの徹底、データベースの連結、外務員の研修、投資家教育などが提言された。

なお、フロントエンド・ロードの投信は、しばしばクラスA、クラスB、クラスCという株式 (ミューチュアル・ファンド) は会社型投信であるため、投資家は投資会社の発行する株式を購入す

ることになる)を発行している場合が多い。これについても、NASDは投資家に自分が購入する投信証券がどの種類であるかをチェックするよう注意を呼びかけている (NASD Investor Alert, *Class B Mutual Fund Shares: Do They Make*

the Grade?)。クラスA株式は購入時に手数料(フロントエンド・ロード)が課せられ、その後残高に対して毎年、一二b—と呼ばれる手数料(この水準はクラスB株式、クラスC株式と較べて低い)が課せられる。ノーロード・ファンドは購入時には手数料が課せられないが、この一二b—手数料は課せられる。ただし、NASD規則はこれが残高の〇・二五%を越えないように定めている。

クラスB株式はフロントエンド・ロードはかからないが、解約時に保有期間に応じて遞減する手数料 (contingent deferred sales charge,

CDSC)が課せられる。それに加えて、毎年、残高に対して一二b—手数料が課せられる。また、一定の保有期間を過ぎると、クラスA株式への転換が認められている。

クラスC株式はCDSCが課せられるが、その水準はクラスB株式より低く、一年間保有するとなくなる。一二b—手数料はクラスA株式よりも低い。

このように、アメリカの投信の手数料体系は複雑であるため、SECはホームページで投信にかかる手数料を計算するためのソフトを提供している。

スピッツァー・ニューヨーク州司法長官が二〇〇三年一月三日の上院「政府活動委員会」での証言でバンガード・グループのジョン・ボーグルの指摘として紹介しているが、一九八〇年から二〇〇〇年の間に投信(ニューチュアル・ファン

ド)の残高は六〇倍になったが、その手数料は九〇倍にもなっており、「規模の経済」が働いていないのである。また、同証言の中で、投信は同じ投資顧問会社からアドバイスを受けている場合にも、年金よりも高い手数料を支払っており、平均して二五ベシス・ポイント高いという調査報告を紹介している(もつとも、最近、ICI(投資会社協会)がこの問題について調査を行ない、両者の手数料は実態的には違いがないことを主張している。S. Collins, "The Expenses of Defined Benefit Pension Plans and Mutual Funds", *Perspective*, Dec. 2003を参照されたい)。同氏は、この理由としてファンドの取締役が投資顧問会社の役員をも兼ねている場合が多いため、手数料の交渉をしないからだと指摘し、真に独立した取締役が必要だとガバナンス改革の必要性を訴えている。

二、時間外取引

二〇〇三年九月三日にニューヨーク州司法当局がカナリー・キャピタルを提訴した理由の一つは、時間外取引 (late trade) と呼ばれる取引により不正な利益をあげていたことである。投信の基準価格を計算する際、その日の東部時間の午後四時までに受け付けた注文は当日の純資産価格 (Net Asset Value, NAV) で処理され、それを過ぎた注文は翌日の基準価格で処理されることになっている。これにより、翌日の相場に影響を与えそうな大きなニュースがニューヨーク証券取引所 (NYSE) 立会終了後(午後四時以降)に生じた場合でも、投資家間で不公平は生じないとされている。例えば、午後五時にある銘柄について事前の予想を上回る好決算が発表され、それをみ

た投資家はその銘柄を組み入れている投信の買い注文を出したとしても、投信の買入価格（基準価格）は翌日の午後四時時点のものになる。時間外取引とは、ヘッジファンドなど、一部の機関投資家に対して午後九時頃まで当日の基準価格による注文を受け付け、不当な利益をあげていたとされるものである。

このような取引は一九六八年の「ブラインド方式」規則（“Forward pricing” rule）と呼ばれる投資会社法規則「二一〇—（a）」によって禁止されている（Investment Company Act Release, No.5519）。この規則は、「注文を受注した後に計算される純資産価格以外の価格で、投資会社などが、投資信託証券を販売、買戻し、償還してはならない」としている。同通牒（Release）はその理由として、NAVが確定した後の注文を認めている「バックワード方式」（backward pricing）

は、投信を長期に保有している投資家の犠牲の下に、投資信託証券の価値の希薄化（dilution）と、投機家への不当な利益をもたらす濫用の可能性があることを指摘している。

なお、ある研究によると、この時間外取引が業界全体で行われているとすると、投資家の損失は、年間、四億ドルに達するといふ（Eric Zitzewitz, *How Widespread is Late Trading in Mutual Funds?*, Sep. 2003）。

三、短期取引

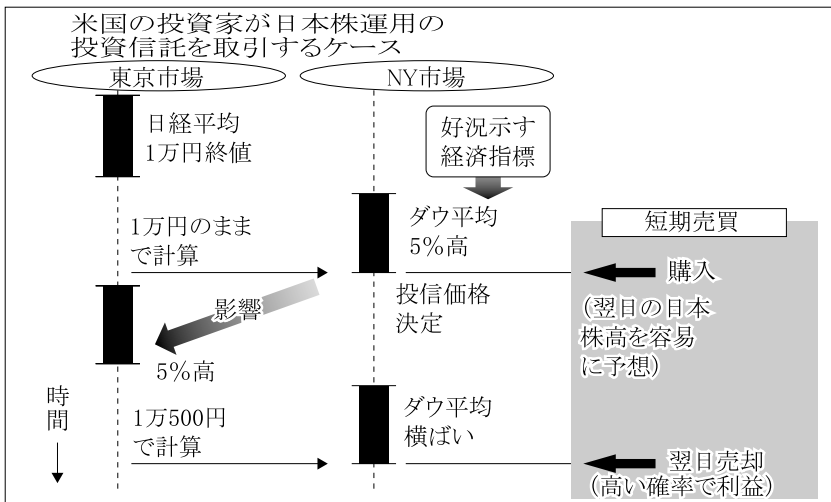
短期取引（market timing）は、一般的に言えば市場価格の変動を予想して投信を短期売買することにより利益をあげる取引戦略であり、それ自体は違法なものではない。しかし、頻繁な売買は償還に備えて資産管理者に余分な現金を準備させ

ることにより、ファンドのパフォーマンスを低下させるとともに、管理コストを高くする要因になる。このため、多くの投信は解約手数料を高くしたり、一定期間における取引回数を制限するなどして、短期売買を制限する旨、目論見書で開示している。それを無視して短期売買を行えば、証券法違反であると解釈されている。

今回問題になったのは、外国株式で運用している投信において、時差の関係で基準価格に古い価格 (stale price) を使っていることを利用して短期的に売買を行い利益をあげていたことである。具体的には、東京市場はアメリカ東部標準時間では午前二時に終了するが、アメリカの投資信託では午後四時にその終値を当日の基準価格に反映させることが多い。短期取引は、投信のこのような制度的な仕組みを利用したものである。

例えば、ある日の日経平均の終値が一万円とす

図1



(出所) 『日経金融新聞』2003年12月5日

る。この時間はアメリカ東部時間では午前二時であるが、その日のニューヨーク市場のダウ平均終値が5%高で、日本株を組み入れている投信の基準価格が一万円のままで午後四時に計算される。経験的に、前日のニューヨーク市場の株高は翌日の東京市場の株高をもたらすことが多いから、基準価格一円でこの投信を買付け、東京市場での値上りを待つ。予想どおり、東京市場で日経ダウが上昇すれば、その基準価格で売却し、利益をあげるができる(図一参照)。

四、次々に露見した不正取引

既に紹介したように、今回の投信をめぐるスキャンダルの発端は、ニューヨーク州司法当局によるヘッジ・ファンドの摘発であったが、その際業界全体の調査に乗り出すことを表明した。最初

の告発に関連して、ニューヨーク州司法当局はアリゾナ州フェニックスの運用会社セキュリティ・トラストを不正取引に関与したとして、元CEOら三人を刑事告発した。さらに、通貨監督官は同社に対して、二〇〇四年三月までに解散するよう命じた。

その後、パトナム、インベスコなどの大手投資会社と同様の不正取引で処分を受けた(表一参照)他、アライアンス、チャールズ・シュワップなどの大手金融機関でも同様の不正取引が行われていた可能性が指摘されている。

アナリストの中立性をめぐる問題に続いて、この問題についてもニューヨーク州やマサチューセッツ州に出し抜かれた感があったSECも、パトナムの告発にあたってはマサチューセッツ州と共同歩調をとり始めた。一〇月二八日のウォール・ストリート・ジャーナル紙によれば、パトナム告発の

表1 時間外取引または短期取引絡みで処分等のあった事例

日付	処分等を受けた会社等	違反法令等	備考
9月3日	カナリー（ヘッジファンド）及び同社役員	NY州会社法352-c条	時間外取引及び短期取引
9月16日	BOA セキュリティーズ(証券会社)の営業マン	33年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則10b-5	時間外取引及び短期取引(上述のカナリー絡みのもの)
10月2日	ミレニアム・パートナーズ(ヘッジファンド)のトレーダー	33年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則10b-5、SEC規則22c-1(幫助)	時間外取引
10月16日	投信会社フレッド・アルガーの副議長兼投資顧問会社アルガー・マネジメント副議長	33年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則10b-5、投資会社法第34条(b)、投資顧問業者法第206条(1)(2)	短期取引
11月4日	ブルーデンシャル・セキュリティーズ(証券会社)の支店長及び営業マン	33年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則10b-5、	短期取引を止めるよう投信から言われたにもかかわらず、自らの身元を隠すなどして、短期取引を継続。
11月13日	投資顧問会社パットナム・インベストメント・マネジメント	投資顧問業者法第206条(1)(2)	短期取引
11月20日	投資顧問会社ビルグリム・バクスター・アンド・アソシエイト役員兼投信会社ビルグリム・バクスターの役員	33年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則10b-5、投資会社法第34条(b)、投資顧問業者法第206条(1)(2)	短期取引
11月24日	セキュリティー・トラスト(カスタディー・信託業務提供会社)及び同社役員	33年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則10b-5、SEC規則22c-1	時間外取引及び短期取引(先述のカナリー絡みのもの)
12月2日	投資顧問会社インベスコ・ファンド・グループ	33年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則10b-5、投資会社法第34条(b)、投資顧問業者法第206条(1)(2)	短期取引

(出所) 東京証券取引所ニューヨーク事務所

きつかけは同社の従業員によるSECボストン支局への内部告発であったが、SECが何の行動も採らなかつたため、州当局への内部告発に踏み切つたとされる。SECは告発には十分な証拠がなかつたと弁明しているが、この報道の直後にボストン支局の責任者が辞任しており、パトナムの問題との関連が憶測されている。

このような経緯をみれば、SECは世論を気にして強硬な措置を採ることになつたとも考えられる。告発された投資会社では機関投資家を中心に運用委託の解約が相次いでいる。

五、改革に向けた取組み

こうした事態の推移を受けて、規制当局、業界も改革に乗り出した。SECは二月三日に投資信託に対する規制案を提案した。これは、①時間

外取引を防ぐために、注文を厳格に午後四時で締め切る、②ファンドと運用会社の双方で、各ファンドに責任者を置くなど、コンプライアンス体制を整える、③短期取引に対する政策、「公正価値」での基準価格の算出、ポートフォリオの開示など、ディスクロージャーを強化する、という内容である。

しかし、注文を厳格に午後四時で締め切るのは、現実的に何を基準にするかで投資家間で不公平が生じる余地を残す。直接取引する機関投資家は午後四時まで取引できるので、ブローカー・ディーラーや他の仲介業者を通じて、あるいは四〇一(k)プランなどの退職勘定で投信を保有している個人投資家は注文の処理、清算などにおおよそ二時間が必要であり、不公平にならない。このため、SIA(全米証券業者協会)は時間差を利用した不正行為が実際にはできない

ブローカー・ディーラーや仲介業者が四時までに受けた注文をその日の基準価格で評価することを提案している。

また、ICIは短期売買に対する対策として、ファンド株式の購入から五日以内での売却に対して最低二%の手数料を徴収することを提案している(二〇〇三年一月一日に開催された上院「銀行・住宅・都市問題委員会」でのマシュー・フィンク(Matthew P.Fink)会長の証言)。これを受けて、フィデリティ・インベストメンツは海外株に投資する投信一〇本の解約料を引き上げた。個別の投資会社でも投資家の信頼回復に向けた動きがみられる。SECとマサチューセッツ州が一月二十八日に不当な短期売買で提訴したパトナム・インベストメンツは年金基金などの機関投資家からの運用委託の解約が相次ぎ、一月の最初の三週間で運用資産の一〇%強に相当する三百億下

ルが流出したのに加え、一月二二日現在で一件の集団訴訟を受けている。また、運用を委託している四年金基金は自ら取締役候補者を擁立すると発表した。このため、同社はコンプライアンス体制を強化した他、社員は九〇日間、運用担当者は一年間、購入した投信を売却できない社内規定を設けた。

このように、投信をめぐる不正取引の広がりはいま一つたく予想できない状態が続いており、告発された金融機関では解約が急増している。しかし、投信市場自体は残高の急激な減少などのような憂慮すべき事態にはなっておらず、比較的平穏である。いずれにしろ、再発防止に向けた動きもようやく緒についた段階であり、今後の動向が注目される。

(さ) たかお・当研究所主任研究員