

## アメリカにおける投資信託規制とSECの役割

佐賀 卓雄

### 一、はじめに

二〇〇三年九月に、ニューヨーク州司法当局が一部のヘッジファンドによる不正行為を摘発することによって始まったミューチュアル・ファンド（MF以下、特に断らない限り投資信託と同義に使用する）をめぐるスキヤンダルは、手数料体系、またその透明性の問題、手数料の販売促進のための利用（ディレクテッド・ブローカレッジ）、そして投資会社のガバナンス問題など、投信全般

にわたる規制体系の見直しを促すことになった。

いうまでもなく、その中心は連邦証券諸法の運営、監督責任を負っている証券取引委員会（Securities and Exchange Commission, SEC）ではあるが、投信不正行為が摘発されるようになった発端が州の司法局によるものであったため、SECの後手に回った対応の原因の究明と、それに対する対策も避けて通れない問題であった。また、その後のSECによる精力的な規則制定に対しては、投信業界から過剰な規制に対する反発も強まっており、六月末のSEC委員長の辞任もこ

の問題が絡んでいるといった憶測がなされている。

投信不正行為を発端とした規制の見直しの経緯と現状、そしてそれに対する反発とやり戻しの動きについて紹介する。

## 二、投信不正取引をめぐる経緯

アメリカ資本市場における投信の重要性は極めて大きいことは改めて言うまでもない。二〇〇四年末に、オープン・エンドの投資会社（随時、基準価格での買戻しを認めている会社型投資信託のこと。俗にミューチュアル・ファンド（MF）と呼んでいる）の業者団体である投資会社協会（Investment Company Institute, ICI）によれば、MFの本数は八、五二二本、総資産は約八兆ドルに達する（ちなみに、これはアメリカのMFの総

資産の九五％を占めている）。一九八〇年代以降、株価の上昇を背景にしてMFの資産の増加も顕著であり、一九八四年の三、七〇〇億ドルから九四年には二兆二千億ドルへ、そして二〇〇四年には八兆一千億ドルに増加している。また、全米の総世帯数の四八％に相当する五、四〇〇万世帯、個人数では九、二〇〇万人が保有している。個人金融資産全体に占める割合も一九九〇年末には約七％であったが、二〇〇四年末には約二〇％に上昇している。

MFは退職勘定においても重要な役割を果たしている。MFは三兆一千億ドル、退職資産の二四％を占め、さらにこの約半分を占めるIRA（個人退職勘定）資産の四〇％弱、401(k)プランの資産総額二兆一千ドルの約五〇％占めている。また、この間の退職市場の成長はMFの成長の重要な要因でもあり、MF資産の三八％が退職勘定で

の保有である。

さらに、資本市場との関係でもMFは重要な役割を果たしている。すなわち、株式発行残高の二四％、免税債券の三四％、社債の約一〇％、<sup>1)</sup>コーポレート・ボンド発行残高の三五％を占めている (ICI, *Investment company Fact Book*, 2005)。<sup>2)</sup>

このように、アメリカにおいて投資信託は資本市場、個人の資産運用、退職市場などとの関連で極めて重要な役割を果たしているために、それに対する規制体系も最も行き届き、透明性が高いとみなされていた。したがって、仮にそこで不正行為が行われることになれば、資本市場への影響は計り知れないのである。

以前に紹介したように (佐賀 [二〇〇四a])、SECは二〇〇二年末頃より投信の手数料について問題にし始めていた。しかし、投信をめぐるス

キャンダルの直接の発端は、一部の投資会社が大口顧客 (ヘッジファンド) に対して不正に有利な取引を認めていたのが明らかになったことであった。これは時間外取引 (late trade) と呼ばれるものであるが、要するにその日の基準価格の計算が終わった後で、その価格で注文を受けることによつて、一部の大口顧客が不当な利益をあげていたとされる取引である。要するに、これは「レースの結果が分かつてから馬券を買うようなもの」 (ニューヨーク州司法長官エリオット・スピッツァー) であり、「ブラインド方式」での注文を定めている投資会社法規則二一c—1(a)に明確に違反している (「ブラインド方式」については、佐賀 [二〇〇四a]、五九ページを参照された)。<sup>3)</sup>

これに対して、短期取引 (market timing) とは、市場価格の変動を予想して投信を短期売買す

ることによって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投信管理会社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、ほとんど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。それにもかかわらず、一部の投資会社は大口顧客との間で「短期取引」の取り決めを行っていたことが明らかになった。さらに、その後のSECの調査では短期取引は一般的な戦略であったが、多くの場合、その事実を開示していないことが明らかになった。

最初に摘発されたヘッジファンドとの取引の相手方として多くの金融機関が名を連ねていたことから、これらの不正行為が関連業界全体に広まっ

ていることが推測された。案の定、その後、大手投資会社、証券会社、投資顧問会社などが次々に摘発された（摘発事例については、佐賀「二〇〇四b」、表1（四二ページ）を参照されたい）。

SECがこれらの不正行為に対して科した、罰金（penalty）、不当利益の吐き出し（disgorge-ment）の金額は過去に例をみない高額であった。すなわち、二〇〇三年一月までは、証券諸法違反に対する罰金は二十万ドル以下であったが、投信の不正に対しては一件あたり平均五、六〇〇万ドルの罰金が科せられている（罰金の範囲は、最低二〇〇万ドルから最高一億四千万ドルである）。また、二四人の個人に対しても罰金が科せられたが、これまでの最高の三、〇〇〇万ドルが科せられたほか、業界からの永久追放という厳しい措置が採られた（図表1、図表2を参照されたい）。

罰金額を算定するに当たって、SECは違反行

アメリカにおける投資信託規制とSECの役割

図表 1 短期取引に関係する投資顧問業者への罰金と不当利益の吐き出し  
(2005年2月28日現在、千ドル)

投資顧問業者 <sup>(注)</sup>	罰金	不当利益の吐き出し	総額
バンク・オブ・アメリカ・キャピタル・マネジ メント, LLC	\$125,000	\$250,000	\$375,000
インベスコ・フレンズ・グループ, Inc.	140,000	235,000	375,000
アライアンス・キャピタル・マネジメント, LP	100,000	150,000	250,000
ワサチュセツツ・フイナンスヤル・サービシ ズ, Co.	50,000	175,000	225,000
コロソピテ・マネジメント・アドバイザーズ, Inc.	70,000	70,000	140,000
ジャナス・キャピタル・マネジメント, LLC	50,000	50,000	100,000
ベルグラム・バクスター&アソシエイツ, Ltd.	50,000	40,000	90,000
ストロンズ・キャピタル・マネジメント, Inc.	40,000	40,000	80,000
バットナム・インベスメント・マネジメン ト, LLC	50,000	5,000	55,000
バンクワン・インベスメント・アドバイザーズ, コムボリューション	40,000	10,000	50,000
ビュコ・アドバイザーズ・フレンズ・マネジメ ント, LLC	40,000	10,000	50,000
フランクリン・アドバイザーズ, Inc.	20,000	30,000	50,000
RS インベスメント・マネジメント, LP	13,500	11,500	25,000
フレモント・インベスメント・アドバイザーズ, Inc.	2,000	2,146	4,146
	790,500	1,078,646	1,869,146

(注) 系列のブローカー・ディーラーに対する罰金も含む。  
(出所) SEC

図表2 投資顧問業者（個人）への罰金

罰金を科せられた投資顧問業者（個人） <sup>a</sup>	罰金額
ストロング・キャピタル・マネジメント、Inc. ・創業者および前会長 <sup>b</sup> ・前エグゼクティブ・バイス・プレジデント <sup>b</sup> ・前コンプライアンス担当取締役 <sup>b</sup>	3,000万ドル 37万5,000ドル 5万ドル
ピルグラム・バクスター&アソシエイツ、Ltd. ・前会長 ・前CEO <sup>b</sup>	2,000万ドル 2,000万ドル
インベスコ・ファンズ・グループ、Inc. ・前CEO ・チーフ・インベストメント・オフィサー ・ナショナル・セールス・マネージャー ・販売担当のアシスタント・バイス・プレジデント	50万ドル 15万ドル 15万ドル 4万ドル
マサチューセッツ・フィナンシャル・サービシズ、Co. ・前会長 ・前CEO	25万ドル 25万ドル
RS インベストメント・マネジメント、LP ・CEO ・CFO	15万ドル 15万ドル
コロンビア・マネジメント・アドバイザーズ、Inc. ・前ポートフォリオ・マネージャー ・前COO ・前ナショナル・セールス・マネージャー	10万ドル 10万ドル 5万ドル
バンクワン・インベストメント・アドバイザーズ、Corp. ・関連ファンドの前CEO	10万ドル
フレーモント・インベストメント・アドバイザーズ、Inc. ・前CEO	10万ドル
総 額	7,251万5,000ドル

(注) a. 個人の肩書きは投資顧問業者についてのもので、その他に関連ファンドの肩書きを持つものもある。

b. これらの個人は投信関連業界から永久追放という処分を受けた。

(出所) SEC

為の悪質さ、投資家の損害額、これまでの類似のケースに対する罰金額の他、訴訟リスク（罰金額が高すぎるために、被告が納得せずに裁判に持ち込む可能性）などを考慮する。商品先物取引委員会（CFTC）、通貨監督庁（OCC）、証券業協会（NASD）も同じような基準で罰金額を算定している。しかし、これらの監督機関の罰金額はSECと較べると低い。例えば、NASDはブローカー・ディラーの時間外取引と短期取引に対して九件の強制措置を採っているが、罰金額は一〇万ドルから百万ドルの範囲であった。また、CCCとCFTCの場合、これまでの罰金額の最高は、それぞれ二、五〇〇万ドルと三、五〇〇万ドルであった。

もっとも、今回の投信の不正行為に対するSECの罰金額は、近年の他の不正行為に対する罰金額と較べて極端に高額なものではない。投信の不

正行為にともなう投資顧問業者（一四件）の一件あたりの平均罰金額が五、六〇〇万ドルであるのに対して、企業会計スキャンダルにともなう公開会社への平均罰金額（一一件）は六、一五〇万ドル、アナリスト問題にともなう投資銀行への平均罰金額（一二件）は四、三〇〇万ドルであった。

ただし、SECの内部でも高額な罰金に対しては賛否両論があるようである。賛成論は、それによって説明責任が強化され、コンプライアンス体制が整備、強化されることによって、証券業界における不正行為を抑止する効果が期待されるという。反対に、重い罰金は結局の所、株主の負担が増えるだけであり、抑止効果にはならないという意見もある。

なお、州も罰金を科しているが、一四件中一件については、ニューヨーク州、コロラド州、およびニューハンプシャー州がSECと調整し、同

額の罰金を科している。そして、これらの罰金はサーベンス・オクスレー法で創設された投資家救済基金 (Fair fund) に組み入れられている。ただし、ニューヨーク州は和解決した投資顧問業者に対して、追加的に五年間にわたって総額九億二千五百万ドルの手数料の引下げを命じた。その理由は、これらの業者は時間外取引や不適切な短期売買はやっていなかったものの、同じサーベンスに対して投信の投資家から機関投資家よりもかなり高額の手数料を取っており、不当利益の吐き出しと罰金ではこれらの投資家への賠償にはならないことをあげている。

### 三、投資信託規制の見直し

投信不正行為の摘発については後塵を拝した SECではあったが、その後の対応は迅速かつ精力

的であった。図表3は、新たに採択された投信に關連する規則のリストであるが、時間外取引と短期取引に対する規制だけではなく、投資会社のガバナンス、投資顧問会社のコンプライアンス体制、倫理規定、また投信の情報開示の強化など、広範囲に及んでいる。さらに、他に提案中の規則として、その日の基準価格を適用する取引を午後四時までに運用会社が清算機関が受けたものに限定する (ハード・4 p.m. クローズ)、投信販売時点および取引確認の際のコストと利益相反状況の開示、がある。

これらの規則の中で、現在まで係争中のものが投資会社のガバナンスをめぐるものである。これは投資会社が投資会社法が定める適用除外規則に該当するための一〇の要件のうち、①独立取締役の割合を過半数から七五%に引き上げる、②会長は独立していなければならない、という修正と新



アメリカにおける投資信託規制と SEC の役割

図表 3 ミューチュアル・ファンドに関連したSECの新規則(2003年9月以降)

規 則	採 択 日	内 容
コンプライアンス規則	2003年12月17日	<ul style="list-style-type: none"> <li>SEC登録の投資会社と投資顧問業者は、連邦証券諸法および投資顧問業法に違反するのを防ぐことを目的とした方針と手続きを文書で定めること。</li> <li>それらの対策と手続きの適切性と有効性を毎年、レビューすること。</li> <li>それらを管理するために、コンプライアンス担当役員(CCO)を定めること。</li> </ul>
株主向け報告書、および四半期毎の登録投資管理会社のポートフォリオの開示	2004年2月24日	<ul style="list-style-type: none"> <li>登録投資管理会社は株主への報告書の中で当該期間に発生し、株主の負担となる費用を開示しなければならない。</li> <li>同様に、報告書の中でポートフォリオの概要を開示しなければならない。</li> <li>株主からの要求があれば、SECに届けられている詳細な内容を無料で株主に提供しなければならない。</li> </ul>
短期取引についての情報開示、およびポートフォリオの選択的開示	2004年4月16日	<ul style="list-style-type: none"> <li>オープンエンド型投資管理会社は目論見書において、頻繁な買いと投資会社株の買い戻しによる株主にとってのリスクと、そのような事態に対する方針と手続きを開示しなければならない。</li> </ul>
投資会社の取締役による投資顧問契約の開示	2004年6月23日	<ul style="list-style-type: none"> <li>登録投資管理会社は株主への報告書において、直近の半期において取締役会が承認した投資顧問契約に関連する重要事実を開示しなければならない。</li> </ul>
投資顧問業者の倫理規範	2004年7月2日	<ul style="list-style-type: none"> <li>登録投資顧問業者は、投資顧問担当者に求められる行為基準を定め、担当者の個人的取引から生じる利益相反を特定しなければならない。</li> <li>特に、監督者は投資顧問が管理する投資信託の取引を含む、個人的な取引を報告しなければならない。</li> </ul>
投資会社のガバナンス	2004年7月27日	<ul style="list-style-type: none"> <li>1940年投資会社法で定められている適用除外規則の修正。これらの規則はファンドの独立性と効率性を強化し、株主の利益を守ることを目的としている。</li> <li>修正された規則は、ミューチュアル・ファンドが10項目の適用除外規則に該当するためには、ファンドの取締役会の会長と、少なくとも取締役の75%が投資顧問会社から独立していなければならない。</li> </ul>
登録投資管理会社のポートフォリオ・マネージャーについての情報開示	2004年8月23日	<ul style="list-style-type: none"> <li>1933年証券法、34年証券取引所法、および40年投資会社法は、登録投資管理会社は目論見書において、ポートフォリオ・マネージャーに関する基本的な情報を開示しなければならないことを定めている。</li> <li>修正された規則では、それに加えて、ポートフォリオ・マネージャーが管理する他の口座、報酬構造、そして投資会社株式の保有状況を開示することを義務づけている。</li> </ul>
投信の販売促進のために手数料を利用することを禁止	2004年9月2日	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドが投信の販売促進に対して手数料を利用することを禁止。</li> <li>SECは、この規則はファンドとファンドの株主にとって不利になる行為を禁止するものとしている。</li> </ul>
ヘッジファンドの投資顧問業者の登録	2004年12月3日	<ul style="list-style-type: none"> <li>ヘッジファンドの投資顧問業者に対して投資顧問業法に基づいてSECへの登録を義務づけ。</li> <li>ヘッジファンドへの投資家の保護を目的としている。</li> </ul>
ミューチュアル・ファンドの買戻し手数料	2005年3月11日	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の条件を満たさない限り、ファンドが、購入後7日以内の買戻しを禁止。</li> <li>買戻し金額の最高2%の手数料を課することができる。</li> </ul>

(出所) GAO [2005a], pp.29-30より

たな要件を定めたものである（SEC「二〇〇四」）。二〇〇四年七月に最終規則が採択されたが、その後、商工会議所（Chamber of Commerce of the United States of America）がコロンビア地区控訴裁判所（United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit）に見直しを請願した。この判決は六月二日に示され、控訴裁判所はSECに対して見直しを指示した。しかし、SECはドナルドソン委員長が退任する前日に、賛成三、反対二で無修正のまま再度、規則を採択した。

商工会議所の主張は、投資会社法はSECに対してガバナンス構造を規制する権限は与えていない、SECはどのような場合でも行政手続法（Administrative Procedure Act, APA）の要件に従って規則を制定すべきだ、ということである。これに対する裁判所の判断は、SECは法律で認

められている以上の権限は行使していないとした上で、SECが規則制定に当たってそれにもなうコストや効率性への影響、また提案されている代替案を適切に検討していないのはAPA違反であるとして、規則の再検討を求めた（Chamber of Commerce of the United States of America v. SEC, No.04-1300, slip. op. (D.C. Cir, June 21,2005)）。

これに対するSECの判断は、裁判所が指摘した二つの論点（規則採択にもなうコストの評価と代替案の検討の必要性）について新たにデータを示した上で、規則の変更の必要性はないとするものであった（SEC「二〇〇五」）。二人の委員は二〇〇四年七月の最終規則採択の際にも反対したが、今回も再度パブリック・コメントを募集して見直すべきだと主張して反対した。

既に、ドナルドソン委員長は翌日に任期を二年

残して（本来の任期は二〇〇七年まで）退任することが決まっており、退任直前の決定に対しては、反対した二人の委員だけではなく、見直しを提訴した商工会議所、強いては投信関連業界からも批判の声が強い。新委員長に就任したクリストファー・コックス下院議員（共和党）は規制緩和派であり、SEC内部の勢力関係が微妙に変化することが予想され、この問題の先行きが注目されている。

#### 四、SECに対する批判の高まり

ところで、投信スキャンダルの摘発が最初に、ニューヨーク州司法局によって行われたことは、SECにとってはもちろん大きな衝撃であったが、そのような事態を招いたSECの監督体制にもメスが入られる契機になった。政府機関の予

算の執行、業務執行の効率性などを監視する任務を与えられている行政監督院（General Accountability Office, GAO）は二〇〇四年四月にこの問題について議会証言を行っている（GAO「二〇〇四」）。

（注）二〇〇四年のthe GAO Human Capital Reform Actにより、七月七日よりGeneral Accounting Officeとの名称がGeneral Accountability Officeに変更された。以前は「会計検査院」という日本語が定着していたが、新しい名称についての訳語が定着していないため、とりあえず「行政監督院」という訳語を充てている。なお、最後の【参考文献】はAccountabilityで統一している。

GAOの分析結果は、この間の投信市場の急激な発展にSECの監督体制が追いつくことができなかつたために、このような事態が発生したと結論した。例えば、一九九八年以前には、投資会社に対する検査は二二—二四年間に一度なされるに

すぎなかった。監督体制の不備が明らかになった二〇〇三年以来、SECの投信の監督関連の人員は大幅に増強されようとしている。すなわち、投信の監督に充当される人員は、二〇〇五年には投資管理局が二〇〇二年の一七三人から二〇〇〇人に、コンプライアンス・検査局が三九七人から五七九人に、捜査局が九八〇人から一、二七八に、それぞれ増員される計画である。しかし、この時点ではGAOはSECが戦略プランを作成していないためにこれによる効果を判定するのは難しいとしている(その後、SECは2004-2009 Strategic Planを作成している)。

それに加えて、SECは、①短期取引はそれ自体は違法なものではなく、相対的にローリスクである、②短期取引は投信の運用利回りを引き下げるので、投資会社がそのような取引を許容するインセンティブはもたない、と見ていたために、取

り組みが遅れたことを指摘している(GAO「二〇〇五a」)。

さらに、GAOはSECの内部管理体制にも問題があることを指摘している(GAO「二〇〇五b」)。

以上のように、今回の投信スキャンダルは規制全体の見直しに取り組む契機となっただばかりではなく、SECの監督体制のあり方にもメスが入る契機にもなった。もっとも、規制強化の動きは、投信関連業界からの反発もあり、一定のやり戻しを余儀なくされる場面も出てきそうではある。今後の動向が注目されるところである。

#### 【参考文献】

佐賀卓雄 「二〇〇四a」、「アメリカにおける最近の投資信託の規制動向について」、「証券レビュー」第四四巻一号

「二〇〇四b」、「アメリカの投資信託改革」、「月刊

資本市場」、四月

アメリカにおける投資信託規制とSECの役割

高橋 元、漆畑春雄、[1000四]「米国の投信不正取引事件  
の制度改善」『証券総論』第44号

Gremillion, L. [2001]『A Purely American Invention : 編  
者注』[1001]『投資信託の今と未来』東洋  
経済新聞社

US Government Accountability Office (GAO) [2004],  
*SEC Operations — Oversight of Mutual Fund Industry  
Presents Management Challenges* (Testimony before the  
Subcommittee on Government Efficiency and Finan-  
cial Management, Committee on Government Reform,  
House of Representatives)

[2005a], *Mutual Fund Trading Abuses — Les-  
sons Can be Learned from SEC not Having Detected Viola-  
tions at an Earlier Stage*, April

[2005b], *Mutual Fund Trading Abuses — SEC  
Consistently Applied Procedures in Setting Penalties, but  
Could Strengthen Certain Internal Controls*, May

[2005c], *SEC Mutual Fund Oversight — Posi-  
tive Actions are Being Taken, but Regulatory Challenges  
Remain*—(Testimony before the Subcommittee on Com-  
mercial and Administrative Law, Committee on the Ju-  
dicial, House of Representatives)

US Securities and Exchange Commission (SEC) [2004],

*Release No. IC—26520, Investment Company Governance;  
Final Rule*, August 2

[2005], *Release No. IC—26985, Investment Com-  
pany Governance; Commission Response to Remand by  
Court of Appeals*, June 30

US Court of Appeals for the District of Columbia Circuit  
[2005], Chamber of Commerce of the United States  
*America v. SEC*, No.04–1300, slip op. June 21

(注) たがお・当研究所理事・主任研究員