

ミューチュアル・ファンドをめぐる 不正行為とSECの監督・検査体制

佐賀卓雄

若林常務理事 大変お待たせいたしました。

ただいまから本日の証券セミナーを開催させていただきます。

本日の証券セミナーは、既に御案内させていただきましたように、「ミューチュアル・ファンドをめぐる不正行為とSECの監督・検査体制」と題して、私どもの日本証券経済研究所の理事・主任研究員であります佐賀卓雄氏からお話をさせていただきます。

皆様、御案内のとおり、二〇〇一年にアメリカでインロン事件が起こり、二〇〇二年にはワールドコム事件が続きました。これを受けて、「サーベンス・オクスレー法」（「企業改革法」）がアメリカで立法され、失われた市場への信頼を回復するための努力がなされ

てきたわけであります。それから余り日がたたない二〇〇三年に、今度はミューチュアル・ファンドをめぐる不正行為事件が起こりました。しかも、このミューチュアル・ファンドの不正行為事件に関連しては、監督当局であるSECも絡んだ議論になりましたので、アメリカでは大変注目されました。ただ、私も日本において、アメリカからの情報に接しておりますと、これらの事件がその時々大きく報道されるわけですが、ずっと眺めてみて、底に流れているものが何か、一体どういことが議論されて、どういつように全体を整理すればいいのか、現時点で、一度振り返ってみて、今後の日本のあり方なども考えてみる必要があるだろうということ、今日はこのテーマを取り上げさ

せていただいた次第であります。

佐賀主任研究員は、アメリカの市場の動向やSECに関する研究も行っており、私どもの研究所での第一人者でございますが、このような問題意識を背景に、お話しさせていただき、皆様方の御理解を少しでも深めていただければと思っております。

それでは、佐賀さん、よろしく願いたします。

はじめに

御紹介いただきました日本証券経済研究所の佐賀でございます。

きょうはセミナーという形式なんですが、とりあえずちょっと高いところからお話をするということで、できるだけ質問等を受けたいと思えます。予定は四時半までですので、できれば一五分か二〇分ぐらい時間を残して私の方からの話は終

わって、質問を受けたいと思えます。

昨今ライブドア事件に絡んで、日本でも監視体制の問題に非常に関心が高まっているということで、特にSECと日本の証券取引等監視委員会の機能であるとか権限であるかということが、新聞紙上を、ほんの半月ぐらい前まで比較的にぎわせていたかと思えます。

これはマスコミだけじゃないんですが、私が数年前から持っているイメージというのは、アメリカのSECはこうだ、これに対して監視委員会はこうだ、だから日本はだめなんだという議論の立て方が割と目につく傾向があるんじゃないかと思えます。私は、監視委員会は、一番最後の方でその問題に少し触れたいと思いますけれども、確かに権限だとか人員という点からいえば、それは必ずしも外れではないんですが、どうも日本人とというのは、そういう問題を議論するときには自虐

的なところがありまして、何でそんなに日本がだめと思ひ込むのかなという印象をずっと持つております。

たまたま、余り多くの方の目にとまらなかったみたいですが、私どもの研究所から『証券経済研究』という割とアカデミックな専門雑誌が出ていまして、かれこれ二年以上前になりますけれども、アーサー・レビットという二代ぐらい前の SEC の委員長がやめてからまとめられ、『ウォール街の大罪』という翻訳で日本経済新聞社から出ていますけれども、『証券経済研究』の第四三号、二〇〇三年九月に、書評を私がやっています。

もし自虐的なことにとらわれている方にはぜひ読んでいただきたいんですが、実はあつと驚くような話を最初に紹介してまして、二〇〇〇年九月に、SEC が下院の商業委員会でウォール街に

おける組織犯罪という大変ショッキングな議会証言をやっております。この証言の中で、驚くことに、九七年から二〇〇〇年まで大体数十人から一〇〇人のマフィアが毎年捕まっているんです。アメリカの証券市場というのはそういう所なんです。

つまり、SEC が何で白昼堂々とオフィスに入つて、ホワイトカラーに手錠をかけてひっ捕まえることができるか。しかも、彼らは FBI と同じ権限も持っていますから、当然、銃を携帯しています。なぜこれだけ同じような強い権限を与えられているかというと、実はアメリカの証券市場というのはそれだけ危ないんです。ですから、それだけ強い、FBI と同じような権限を与えないと危なくてやっていられないマーケットであるということが恐らく一方である。日本ではほとんど紹介されなすけれども、そういう点も少し

考えておいていただきたいということです。

この本の中で、もう一冊、ちょうど同じ時期に『Born to steal』というちょっとおもしろい題名ですが、要するに、『生まれつきの泥棒』というタイトルの本なんです。これもマフィアの人、もちろんもぐりなんですけれども、証券会社をつくって、退職者であるとか無知な農民をだました自伝です。こういう本が出ているということ、日本でも九二〜九三年あたりに反社会的な勢力が少し表面に出てくる事件がありましたけれども、あれで大騒ぎになりましたね。アメリカとというのは、むしろそれが構造的になっているというのが現実であります。ですから、ぜひSECあるいは監視委員会の権限等の比較をやる時には、そのことを少し頭の隅に置いて考えていただきたいと思います。

私、個人的に昨年、証券業協会の仕事でアメリ

カの投資教育の調査に行ったときに、確かにこの問題についても、やはり自虐的な議論の立て方が主流でありまして、アメリカというのは投資教育にすごい熱心で、小学生ぐらいからいろんな教育を学校教育の段階でやっている。ましてや子供向けの投資信託を専門に売っているような投資会社もあるんだよというのが紹介されるわけです。

確かにそれはそうなんですけれども、本当に日本の投資家はそれほど無知なのかというと、恐らく平均的にいうと、日本の投資家の方が知的なレベルが高いんです。アメリカというのは、ICIのサイトでもSECのサイトでもどこでもいいですが、けれども、そういう規制機関のサイトを見ていただきますとスペイン語のサイトが必ずあります。つまり、アメリカは英語を読めない国民というのが結構多いんです。ですから、そういう人たちのためにスペイン語のサイトが設けられております。

結局いたいたいことは、アメリカというのは上と下に非常にばらつきが大きいということ。いいのはいいんですけれども、悪いのは、特にマイノリティーの人たちというのは証券投資に関する知識はほとんどありませんので、底辺ということとちょっと語弊がありますけれども、そういう投資知識に余りなじみのない人たちがかなり多い。ですから、恐らく平均をとれば、日本の投資家の方がレベルは高いんじゃないかと思えます。

だからといって、投資教育をやらなくていいということではもちろんないんですけれども、どうも日本での議論を見ると、自分たちをどちらかという下に見ちゃうといえますか、割と自虐的に考える議論が多いようで、そのことを少し気にしているところ。です。

一方で、日本ではそういう議論が行われているんですが、実は、アメリカでは SEC 自体が非常

にやり玉に上げられているというのが現実でございます。ところがやり玉に上げているかというところ、G A O というところです。昔は「会計検査院」と訳してはいたんですが、これはもともと General Accounting Office の G A O だったんですが、「Accounting」のところが「Accountability」に去年の七月一日から変わっています。つまり、General Accountability Office という名称に変わっています。

この組織が行政機関の業務の効率性あるいは予算執行の適切性といったことを監視する機関であります。この G A O が、この二、三年の間、SEC を徹底的にやり玉に上げてチェックしています。要するに、非常に手厳しい批判をやっていまして、SEC には戦略がない、きちっとした戦略に基づいて監視機能を強化すべきである、そのためには必要な予算はほとんど要求したらいいとい

うことをはっきりしておりまして、お配りしたレジュメの一番最後にG A Oのレポートをずらつと挙げてあります。それ以外にも幾つかあるんですが、とりあえずミューチュアル・ファンドに関してG A Oがまとめているレポートというのは、一番最後のページに挙がっているとおりでありまして、大体二〇〇四年あたりからそこには挙げていますけれども、五本あります。このあたりを読んでいたければ、SECが現在どういう立場に置かれているかということがよくわかりいただけるかと思えます。

一、情報開示制度とファイナンシャル・ゲートキーパー

(1) ルイス・ブランドイスの情報開示哲学

ちよつと前置きが長くなりましたが、早速レ

ジユメに従つてお話ししたいと思います。

はじめに、SECの役割とか現在置かれている立場といったことを理解するためには、もう少し前から、そもそもSECというのはどういふ役割を担う組織として創設され現在に至っているかというところをおさらいした上で、その話に入つていった方がいいと思いますので、やや迂遠になりますけれども、少し歴史的な話を最初におきたいと思えます。

SECというのは、御存じのように一九三四年に、証券取引所法という法律によって創設された機関であります。SECの創設の思想的な背景というのは、要するに、当時、大恐慌の後の連邦レベルでの一連の証券規制が制定された時代でありました。その連邦証券規制の思想的な背景というのは、弁護士であつたルイス・ブランドイスが主張していた情報開示哲学というものがよりどころ

であったといわれております。

ブランドイスはどういうことをいつているかというところ、一言でいいますと、そこに引用してありますが「日光は最良の殺虫剤である」という大変有名な言葉を残しております。要するに、害虫を殺すには、それを日光に当てるのが一番効果的である、だから大衆の監視のもとにさらせば悪いことをする人間もいなくなるというのが彼の情報開示哲学といわれるものであります。

こういう規制のアプローチというのは、今こそ我々はごく当たり前だと思っておりますが、実はそうではないんです。現在でもアメリカは五〇州すべて、州の証券法という法律を持っています。これらは俗に「ブルー・スカイ法」と呼ばれております。なぜそういうネーミングになっているかというと、青空に浮かんでいる土地を売るような詐欺行為を取り締まるための法律ということで、「ブ

ルー・スカイ法」と呼んでいるわけです。現在でも州レベルでの証券法というのがありまして、SECができる前はこれしかなかったんです。ですから、ブルー・スカイ法を各州独自に制定しまして、そこで証券取引の取り締まり、あるいはブローカーの取り締まりということをやっていた。

ところが、五〇州ほとんど全部ばらばらでありまして、例えば、発行される証券の質を、州がチェックしたりとか、むしろ直接的な介入をするケースというのが結構あったんです。ですから、いわゆる情報による規制という形で間接規制の考え方が取り入れられるのは、実は三三年の証券法、それから三四年の証券取引所法という二つの法律においてです。この二つの法律は、いずれも情報による規制、つまり、情報開示制度というのが中心に置かれているということでありまして、情報開示を行うことによつて不正行為を防ぎましょ

う、それを監視するのがSECですというのが連邦証券規制の基本的な考え方であります。

証券取引委員会、SECというのは、三四年法の第四条に基づいて創設されておりまして、準司法的機能を持つ独立行政委員会ということで、大統領が指名した五名の委員で構成されております。日本の監視委員会と権限の比較をやるときによく問題になるのは、要するに、監視委員会というのは日本の金融庁の外局になっていきますね。ですから、恐らく権限からいうと質的に違うわけです。アメリカのSECは大統領直属です。極端にいえば、財務大臣であろうとも、不正行為を働けば捕まえる、SECが直接そういう権限を保持しているということです。

(2) 発行体と投資家との間の「情報の非対称性」
それから、今の議論とは少し違うんですけど

も、もう一つ考えておかなければいけないのは、情報開示ということを骨格に置いて、いろんな情報をタイムリーに開示させる。正確な情報をタイムリーに開示させるということはいいんですけども、現在、日本でも同じような事情にはあると思うんですが、開示情報が余りにも膨大になり過ぎていくわけです。だから、投資家はその開示された情報を読んで、分析して、それで投資判断に役立てるといふ環境にはないわけであります。

ですから、発行体と投資家間の情報の格差が非常に大きくなっているということ、これは少し専門的な言い方をすると、「情報の非対称性」と呼んでおります。そうすると、情報の非対称性を埋めるような役割を果たす機関というのが必要だということになるわけです。これを「フィナンシャル・ゲートキーパー」あるいは単に「ゲートキーパー」と呼んだりしております、次にその

話をしますけれども、とりあえずこの議論の学問的なバックボーンというのは、ジョージ・アカロフの「レモンの市場」という大変有名なペーパーが一九七〇年に出ております。アカロフは、この論文一本でノーベル経済学賞を二〇〇一年に受賞しております。

ちょっと奇妙なタイトルの論文ですが、なぜ「レモン」をタイトルに入れているかというと、アメリカ人というのは酸っぱいものが嫌いなんです。ですから、この「レモン」というのは欠陥品という意味です。欠陥品の市場ということですね。要するに、欠陥品の市場のプライシングがどういふふうに行われるかということの問題にしたペーパーでありまして、この欠陥品のプライシングを分析していくと、どうしても仲介業者が必要なんだというのがこのペーパーの結論であります。

簡単にいいますと、我々も日常よく経験するの

は、例えば、果物屋さんに行って、メロンだとかスイカを買うときに、果たして中が腐っていないのかどうかというのは素人にはわからないですよ。けれども、果物さんの主人にすれば、彼はプロですから、たいてい音がどうかとか、あるいは手に持つて重さがどうかということで中身がどういふ状態かわかるわけです。判断能力がある。

ということは、買い手であるお客さんと売り手の間には情報の格差、つまり、ここでいう情報の非対称性があるということでありまして。こういう状態のまま商取引が行われると、売り手の方が圧倒的に有利な状況になりますね。ですから、その場合には、そういう情報を収集、分析して、提供してやる仲介業者というのが必要なんだということとです。

この議論は応用分野が非常に広くて、例えば、中古車のディーラーというのは、まさにこの情報

の非対称性を埋める役割を果たしているわけでは。つまり、中古車に本当に故障がないのかどうかというのは、買い手の方はなかなかわからないですから、ディーラーというのはその中古車の性能をチェックしてあげるといふことで、買い手が安心して買えるようなサービスを提供して、それでコミッションをいただくといふことです。それから、銀行もそうですね。銀行もアカロフのいう情報の非対称性を埋める役割を果たす業者であるといふことになります。

二、ファイナンシャル・ゲートキーパーの役割

(1) 「情報の非対称性」を埋める役割としての
ファイナンシャル・ゲートキーパー
今いったファイナンシャル・ゲートキーパーとい

うのが証券市場ではどういふ役割を果たしているかといふことをちょっと見ておきたいと思います。

今いきましたように、情報開示制度が骨格ではあるんですけども、提供される情報が余りにも膨大になり過ぎて、SECはこれを十分に分析、チェックできなくなっているわけです。そこに挙げられますように、二〇〇一年度に提出された一万四六〇〇社のアニユアルレポートのうち、わずか二二八〇社、一六%しかチェックできなかった。三年間に一度もチェックを受けていない公開会社が半分以上に達していたという状況です。といふことですから、その開示情報が本当に信用できるかどうかを、SECが十分チェックできないような状態になっているといふことであります。

そこで、こういうSECの体制の不備といひますか、要するに、対応できないところを補って

るのが、いわゆる民間のフィナンシャル・ゲートキーパーといわれる業者なんだということで、そこには、弁護士、監査法人（監査人）、格付会社、アナリストといった人たちを総称して「フィナンシャル・ゲートキーパー」と呼んでいるわけであります。

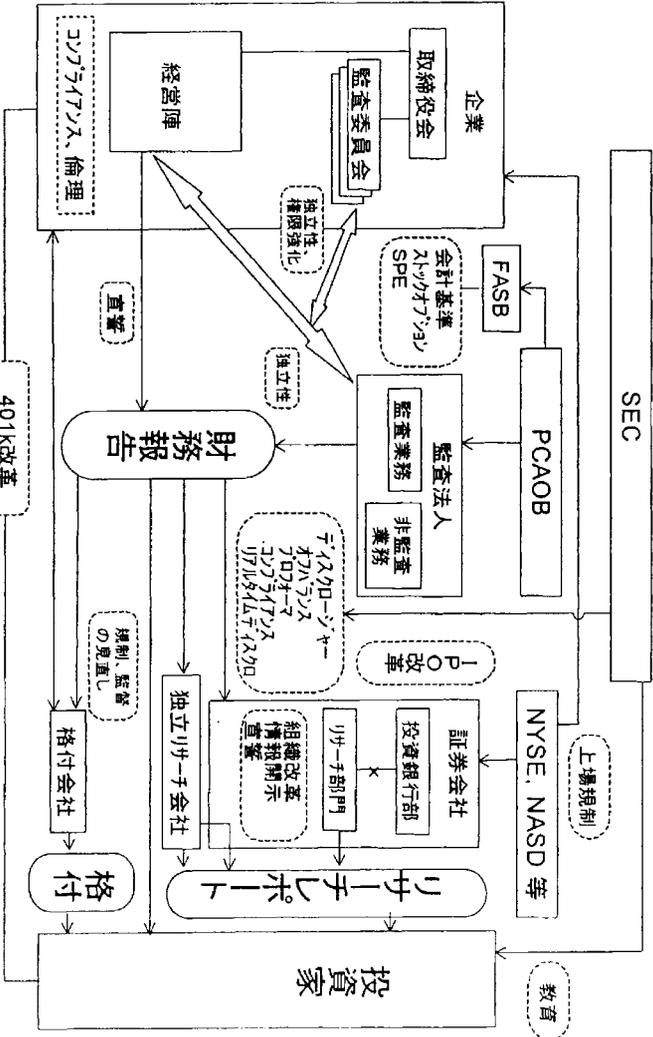
今までの話を図にしたものが図表1の構図でありまして、左側が発行体、企業の方です。右側が投資家です。発行体の方から見ていきますと、まず企業というのは、中に取締役会があつて、経営陣がいる。取締役会の中には、現在は独立取締役の規定が非常に厳しくなっていますが、独立取締役のみから構成される監査委員会が開示情報について内部でチェックするというところで、これが内部ガバナンスの仕組みの中心にあるわけです。こういう監査委員会がチェック機能を内部で果たすということであります。

それから、ちょうど真ん中の下の方に「財務報告」という割と大きいポイントで打っているのがありますが、いろいろな財務報告というのを出します。これは当然、監査法人からチェックを受けますので、監査法人はこの財務報告が信用できるかどうかということを経済証明という形で行うわけであります。ですから、ここのがきちつと機能していれば、まず、提供される、開示される情報について信用できないという問題は起きないんですけれども、事実上はどうであつたかというところ、エンロンのときには監査委員会が機能していません。それから、監査法人は、これも後で説明しますが、監査業務とコンサルタント業務を一緒に行つて、事実上、監査機能が十分果たせなかつたというふうないろいろな問題が出てきたわけです。

ここが、まず情報の信頼性の問題ですけれど

図表 1

アメリカ資本市場改革の構図



(出所) 証券経済学会第50回大会 (於：神奈川大学，2003年春)
淵田康之氏 (野村総合研究所) 報告資料より

も、次に、ずっと右側の方にいきまして、投資家の近くには、セルサイド（売る側）のアナリストといわれるのが証券会社の中にいます。証券会社の中にリサーチ部門というのがありまして、ここがリサーチレポートを提供して、投資家にわかりやすい形で開示情報を解説してあげるわけです。

一番左側の発行体が出すアナリアルレポートというのは大体一〇〇ページ前後ありますので、投資家がこれを一々読むのは無理なんです。ですから、それを分析、加工してあげて、せいぜい五六ページの簡潔なレポートに要約してあげるといのが証券会社のアナリストの役割ということになります。投資家はそれを見て、その銘柄に投資するかどうかということ判断することになります。

それから、もう一つは、右側の下の方ですが、格付会社（レーティング・エージェンシー）とい

うのがあります。ここは簡便な記号で、例えば A A とか A A という形、見ただけでわかる簡潔な記号で債券の償還の確実性を投資家に対して提供する役割を果たすわけです。

今の話をちょっと繰り返しと繰り返しますと、監査法人、証券アナリスト、格付会社という、先ほどフィナンシャル・ゲートキーパーと呼んだ人たちはどういう役割を果たしているかというと、要するに、左側の発行体が開示する情報というのは膨大なものですから、それを投資家が自分で一々読んで判断するというのはなかなか難しい状況にある。したがって、情報の非対称性というのはなかなか解消できるような状態にありませんので、それを埋める役割というのが、今いったフィナンシャル・ゲートキーパーが果たしている、こういう構造になっているということでもあります。

(2) ファイナンシャル・ゲートキーパーの問題点
 これがうまくワークしていれば問題はないんですけれども、実際には監査法人は十分な機能を果たすことができなかつたということで、例えばエンロンの場合でいいますと、二〇〇〇年度の監査報酬というのが二五〇〇万ドルです。それに対してコンサルタント報酬というのが二七〇〇万ドルということですから、コンサルタント報酬の方が高いわけです。合わせて五二〇〇万ドルになりますので、一ドル＝一〇〇円で計算しますと、五二億円、エンロンはアンダーセンに払っていたということでもあります。監査報酬だけとつても二〇億円払っておりますので、この監査報酬というのが、恐らく日本の感覚でいうと非常に高いという感じだと思います。

ちなみに、日本は幾らかといいますと、一部上場企業の平均で年間の監査報酬は大体二〇〇〇万

円程度です。非常に少ないです。いわゆる公認会計士一人の件費でちよつとおつりが来る程度のもので、恐らくこれで充分な監査をしろという方が無理だと思います。というふうな状況です。まず監査報酬の水準自体が日本とアメリカでは全然違うということで、エンロンはこれだけ払っていたんですけれども、今、S & P (スターダード&プアーズ) 五〇〇社の合計でいいますと、二〇〇〇年度の数字で、監査報酬が二億ドル、コンサルタント報酬が三七億ドルです。ですから、五〇〇社の一社あたりの監査報酬二四〇万ドルですが、コンサルタント報酬の方がはるかに高い状況は変わりません。

こういう状況ですと、監査法人というのは、片方で「こうしたらいいですよ」とコンサルをやっておいて、それで出てきた財務データがおかしいとはいえないわけです。つまり、これは典型的な

利益相反の状況になっています。しかも、コンサルタント報酬の方が高いわけですから、片方でいえるんなアドバイスをやっておきながら、それが問題があるとは絶対にいいっこないわけですから、これで監査がうまくいくはずがないということ、で、サーベンス・オクスレー法では、この監査業務とコンサルタント業務を同じ企業に対して提供することは禁止するという措置がとられております。まず、これが監査法人の問題です。

それから、もう一つ、証券会社のリサーチ部門ですが、図表Ⅰを見ていただくと、×と書いていますが、これも投資銀行部門との利益相反の関係です。つまり、どういふことかという、アナリストは投資銀行業務をやることによって高い報酬を得ていたという構造が長い間続いてきたわけですね。典型的には IPO 業務、新規公開引き受けについてレポートを書いたりして、それでアナリス

トは報酬を得ていたということでありませう。

例えば、モルガン・スタンレーのメアリー・ミーカーという女性がいます。彼女は「ネットの女王」と呼ばれていたぐらい、その世界では有名な女性なんですけれども、彼女のサインが入ったレポートを作成するという条件に、モルガン・スタンレーに主幹事をお願いする。つまり、ミーカーのサインが入っていないようなレポートであれば、うちは主幹事をメルルだとかほかの業者に頼むよというふうには、ネット企業なんかは圧力をかけて、ミーカーは実際には執筆していないのに、サインだけして、それで主幹事をとってやるという構造ができ上がっていたということでありませう。

そういうスターアナリストというのは、二〇〇〇年ごろまでは何人がいました、例えば、今いったメアリー・ミーカー。それからメルルリンチの

ヘンリー・プロジット。ヘンリー・プロジットはその後、業界から永久追放になります。それからソロモン・スミス・バーニーのジャック・グラブマン、彼はワールドコムのように問題になりましたね。彼も永久追放になっています。

彼らの年俸はどれぐらいかというところ、二〇〇〇年でメアリー・ミーカー、ヘンリー・プロジット、ジャック・グラブマンもそれぐらいあったと思うんですが、大体二〇〇〇万ドル（二〇億円）の年収で、これも日本ではちょっと考えにくいんですけども、なぜ証券アナリストはそんなに高給を取るんだという感じがあると思うんです。これは、いつてみれば投資銀行業務の方の売り上げ、IPOの主幹事をとつてくるということ、アナリストが非常に強い影響力を行使できるということ、それに対する報酬ということでありま

す。となると、結局、片方で、主幹事獲得のために投資銀行業務をやっている。それで投資家に対してリサーチレポートを彼らは同時に提供するわけですから、自分たちが主幹事をとつた企業について、投資家に対して「あの企業は余り大したことない」とか「やめておいた方がいい」というレポートは絶対書けないわけです。これがその後、アナリスト問題ということで大問題になります。

つまり、投資家には買い推奨をしておきながら、社内メールでは「あんなボロ会社やめておけ」とか「あんなクズ」だとか、好き勝手放題にメールでやりとりしているわけです。後でそのメールが全部表に出てまいりまして、特に証券会社のアナリストは問題があるということ、かなり厳しいアナリスト規制がその後かかることになります。

それから、三つ目は格付会社です。エンロンの

場合でいいますと、マーケットの方が先に反応しちゃうわけです。格付会社は後追いであるということで、マーケットの方が先に反応するのであれば、格付会社なんて要らないだろうという話になりますね。ただ、格付会社の方も言い分がありまして、要するに、自分たちがマーケットに先んじてレーティングを落とすと、これが破綻の引き金になる。それは非常に悩ましい問題で、だから慎重の上にも慎重になるんだということで、その辺はちよつと開き直りをしているわけです。

ただ、これもエンロンの粉飾について、彼らが最後の最後まで見抜けなかったということで、格付会社のアナリストの資質にも問題があるんじゃないかということで、今 SEC が格付制度について見直しを進めているところであります。こういう状況が、現在のアメリカのマーケットが抱えている問題ということになると思います。

三、一九三〇年代との差異

時間を大分とりましたのでここは図表2を見ておいていただくといんですが、一九三〇年代にも連邦証券規制ということで非常に重要な法律が制定されているわけですが、それに先立つ二〇〇年代には何が問題になったかという、資本市場における濫用、アビユーズ (abuse) といわれるものです。それから、投資銀行の不正行為というのが、当時、問題にされたわけでありませう。

その結果、どういう改革が行われたかというのがその下なんです、繰り返しになりますが、情報開示制度の整備・強化、もう一つは、投資銀行の兼業規制ということで、ここで、有名なグラス・スティーガル法という法律ができています。一九三三年の銀行法の別名です。つまり、商業銀行

図表 2

1930年代との差異

	1930年代	「インロ」後の資本市場改革
問題	<ul style="list-style-type: none"> ● 資本市場における濫用 ● 投資銀行の不正行為 	<ul style="list-style-type: none"> ● ガバナンス・システム(監査制度、取締役会)の有効性 ● 不正会計処理 ● 金融機関の「タイインツ」 ● 格付け会社の役割 ● 証券アナリストの「利益相反」問題 ● 年金制度
改革の方向性	<ul style="list-style-type: none"> ● 情報開示制度の整備・強化 ● 投資銀行の兼業規制 	<ul style="list-style-type: none"> ● 経営者の不正行為に対する罰則の強化 ● 会計基準の強化、監査制度の再構築 ● 上場会社に対するガバナンス基準の強化 ● 格付け制度の見直し ● 証券アナリストに対する規制の強化 ● 401(K) プランに対する運用規制

が証券業務を営むことはできないという規定がずっと長いこと残っていたわけでありませう。

ですから、二〇年代におきたいろいろな問題というのは比較的単純でありまして、こういう改革が行われて、現在まで来ているということなんです。エンロンで問題になったのは、はるかに広範囲にわたる問題であるというのが右側の方です。そこに六つ挙げています。ガバナンス・システム、不正会計処理、金融機関のタイピング、格付会社、証券アナリスト、年金制度ということで、大きくいうと、この六つぐらいが問題になったということでありませう。

改革の方向性というのは、まず、「経営者の不正行為に対する罰則の強化」ということで、これは抑止効果をねらったものです。

それから、「会計基準の強化、監査制度の再構築」ということで、会計基準については、今ライ

ブドア問題で、投資事業組合というのが問題になっていきますね。エンロンのときには SPE (Special Purpose Entity) という投資組合が悪用されたわけです。エンロンは驚くことに三五〇〇以上の投資組合をつくって、それで粉飾をやったわけでありませう。だから、それから見ると、ライブドアというのはかわいらしいものだという感じなんですけれども、実はこのときに、エンロンのようなことを日本でもやっているんじゃないかということ、公認会計士協会が日本の投資事業組合の調査を二〇〇二年にやっております。

そのときの結果は、そういう悪いやつはいなかったということ、結局その後にはライブドアがこの投資事業組合を使っているいろいろなことをやりました。ですから、公認会計士協会がそのときに先手を打って、もう少し規制していれば、ひよっとすると防げる可能性はあったかもわからない。これ

は後知恵ですけれども、一応日本でもそのときには問題になったんです。ということはあつたんですが、とりあえずアメリカではSPEについての規制が強化されております。

それから、「上場会社に対するガバナンス基準の強化」ということで、例えば、さっきいった取締役会の中に監査委員会というのがありますけれども、この監査委員会というのが内部ガバナンスの中心なんです。ですから、通常は外部取締役だけで構成されて、しかも財務の専門家が必ず一人入るようになっていふうになっている。ところが、エンロンのときには、この財務の専門家はスタンフォード大学の会計学の教授だったんですが、彼が全く見抜けなかったということ、一体どうなっているんだという話になったわけでありま

す。
それで、とりあえずアウトサイドとインディペ

ンデントというのを日本はほとんど区別しないで使っていますけれども、アメリカは、それまではアウトサイド・ディレクターといっていたんですが、アウトサイドじゃだめだ、インディペンデント・ディレクターでなきゃいけないということで、独立取締役だけで構成される監査委員会になさいと変わってきます。ここがガバナンス基準の強化の中心だと思います。

それから、「格付け制度の見直し」「証券アナリストに対する規制の強化」は、さっきいった話です。

「401(K)プランに対する運用規制」というのは、結果的に規制は強化されなかった形で現在に至っています。エンロンの場合には、401(K)プランで集められた資金の六二%がエンロン株で運用されていたんです。その六二%が紙切れになりましたので、結局、老後の生活設計が

極端に狂ってしまうということになりましたので、これを組み入れ制限をやったかどうかというよつな議論があつたんですが、これは従業員が自己管理する年金であるから規制するのは無理だろうということ、そのまま現在に至っているということ、です。

図表3を見ていただきますと以前の監査法人の監視体制というのが左側です。右側が新しい体制です。黒く塗りつぶされていてちよつと見にくいんですが、左側の A I C P A というのが、日本という公認会計士協会です。ここが非常に強い力を持ってしまして、それで、P O B (Public Oversight Board) というのがあります。ここが監査法人を監視する委員会ということだったんです。

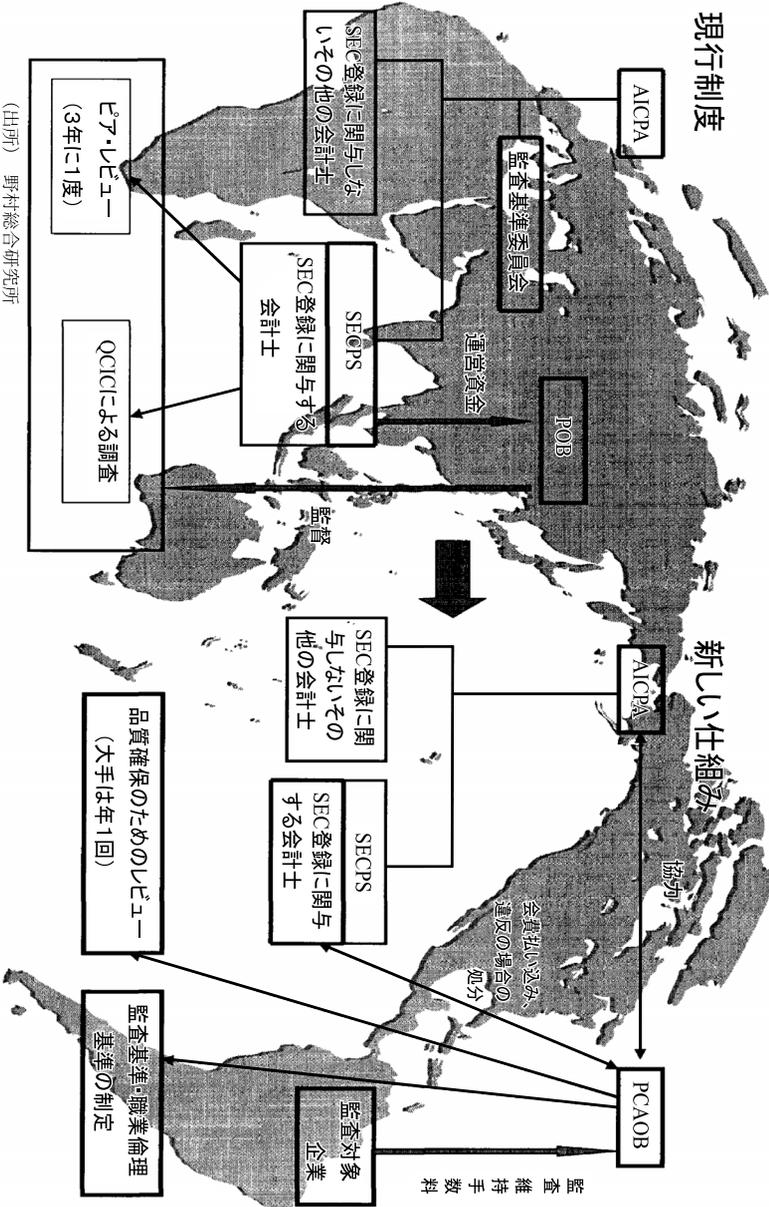
ところが、この P O B がほとんど機能しなかつたということ、右側の仕組みに変えたわけ

です。どこが違うかというと、一番右側の上、P C A O B というのが例のサーベンス・オクスレー法で新しくつくられた組織なんですが、この P C A O B にかえまして財政基盤を強化します。

その下に「監査維持手数料」というのが矢印で書いてありますけれども、監査対象の企業から監査維持手数料というのを取って財政基盤を強化しましょうということ、以前の P O B というのは、財政的には公認会計士協会にほとんど全面的に依存するような形だったために、結局、公認会計士協会から独立することができなかつたという構造的な欠陥を抱えていたという問題がありました。それで P C A O B というのは、財政的に公認会計士協会から独立する組織としてつくつたということであり、ここに強い権限を与えて取り締まる構造に変えたということがあります。

図表 3

新しい監視機関の仕組み



四、企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の内容

図表 4 から図表 7 がサーベンス・オクスレー法の内容です。四枚ぐらい続いています。時間の関係でポイントだけ幾つか紹介します。

まず、このサーベンス・オクスレー法のポイントというのは、第 1 編が「公開会社会計監督委員会」という PCAOB の創設にかかわる規定であります。ですから、このサーベンス・オクスレー法の目玉というのが PCAOB にあるということがはつきりわかるかと思えます。公認会計士協会というのは、日本はどうかわかりませんが、アメリカではもともと SEC が余り干渉しない業界団体だったんです。なぜ監視をしなかったかということ、公認会計士というのは非常に高い専

門性と倫理観を持っている職業である。ですから、実質的に強い自主規制権限というのを伝統的に付与してきたというのがあります。

ところが、エンロン問題ではつきりしたのは、実際には監査というのが余り信用できないのではないかということになりました。この監査法人を監視する組織をもっと強化しなきゃいけないということ、この PCAOB というのを企業改革法の中の眼目としてつくったということでありま

す。

第 2 編が「監査人の独立性」ということで、二〇一条が、さっきいった監査業務とコンサルタント業務をあわせて提供することを禁止するということ、

一つ飛んで、二〇三条が、五年ごとのローテーションで監査法人をかえることを義務づけたということ、

図表 4

企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の内容（1）

第1編 公開会社会計監督委員会（PCAOB, Public Company Accounting Oversight Board）

第2編 監査人の独立性

- 201条 監査業務とあわせて提供することが禁止される非監査業務
- 202条 監査人が提供する監査、非監査サーベンスすべてについて監査委員会から事前に承認を受けること
- 203条 監査の責任者または監査の監督者のローテーション（5年）
- 204条 監査を担当する会計事務所の監査委員会への報告義務
- 206条 利益相反の防止（会計事務所は顧客企業のCEOやCFOが過去1年以内に当該会計事務所において監査業務に携わっていた場合、その会社の監査を担当することを禁止される）
- 208条 SECは201～206条の内容を規則化（2003年1月、規則採択）

第3編 会社の責務

- 301条 監査委員会の責任、独立性などの確立（SECはこれらの規定を満たさない会社の上場を禁止することを取引所とNASDIに命じる規則を270日以内に制定（2003年6月、規則採択））
- 302条 CEOやCFOに、年次報告書と四半期報告書の適切性の宣誓を義務付け（2002年8月、規則採択）
- 303条 監査人に不当な影響力を及ぼす行為を禁止（2003年4月、規則採択）
- 304条 証券法の財務報告関連の違反があった場合にCEOやCFOのボーナスを没収
- 306条 企業年金の取引制限機関における役員等の自社株売買の禁止、取引制限期間の速やかな通知（2003年1月、SEC規則（レギュレーション）BTR）採択、労働省規則採択）

図表5

企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の内容（2）

- 307条 弁護士職務行為基準を制定
 308条 SECは過去5年間の行政処分手続きが効率的、効果的であったかを分析し報告する（2003年1月、SEC報告書発表）

第4編 情報開示の拡充

- 401条 継続開示における情報開示の拡充（簿外取引の開示、プロフォーマ情報（正確性の担保）（2003年1月に規則（レギュレーション）採択、2005年6月、オフバランス取引、投資組合（SPE）および報告書の透明性についての報告と勧告）
 402条 役員への融資を禁止
 403条 インサイダー（役員や主要株主）による自社株売買の報告起源の短縮と電子ファイリング（報告期限の短縮については2002年8月に規則採択、電子ファイリング、ホームページ掲載については2003年4月、規則採択）
 404条 年次報告書で内部統制に関する報告を開示（2003年5月、規則採択）
 406条 財務担当役員を対象にした倫理規定の有無や適用除外について開示（2003年1月、規則採択）
 407条 監査委員会に財務専門家がいないかどうか、いない場合には理由を開示（2003年1月、規則採択）
 408条 SECによる継続開示書類のレビューを厳格化
 409条 リアルタイム・ディスクロージャー（2003年1月、規則（随時報告書（フォームD8-K）の開示項目に「重要な未公開情報」を追加）採択）

企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の内容（3）

第5編 アナリストの利益相反

501条 SECまたはSECの指示に基づいてNASDAQや取引所が株式調査を行う証券アナリストの利益相反を防止する規則を制定（2003年2月、規則探訳）

第6編 SECの財源と権限

601条 2003年度（2002年10月1日—2003年9月30日）の予算額を7億7600万ドルとする（内訳は、1億270万ドルが昇給に充当、1億840万ドルが情報技術と警備強化、および同時多発テロの復旧活動に充当、そして9800万ドルが200名以上の新規専門職員の採用のために充当）。

602条 専門家の不適切な行為の排除

603条 連邦裁判所が関係者によるヘニール・ストックの配分を禁止する権限

604条 ブローカー・ディーラーと提携関係をもつものに対する資格制限

第7編 調査及び報告

701条 GAO:1989年以降の監査法人の統合、それによる監査法人の減少、監査法人の競争を促進する方法、

競争が少ないことで生じる問題

702条 SEC:格付け機関の役割と機能（2003年1月、報告書発表表、同年6月、コンパクト・リリーヌ発表）

703条 SEC:1998-2001年に証券専門家が関わった違反事例とSECの対応（2003年1月、報告書発表表）

704条 SEC:過去5年間の、財務情報開示に関連した違反事例とSECの対応（2003年1月、報告書発表表）

図表 7

企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の内容（4）

第8編 会社の犯罪行為に対する説明責任

802条 記録情報の破壊・変更・偽造に対する処罰、監査関連の情報の保管義務（罰金もしくは20年以下の禁固刑）
（2003年1月、規則採択）。会計士は書類を5年間保存する義務、故意に違反した場合には10年以下の禁固刑

806条 公開会社における不正行為の内部通報者の保護
807条 公開会社の株主に対する詐欺に対して最大25年の禁固刑

第9編 ホワイткаラーの犯罪に対する罰則の強化

第11編 会社の犯罪と説明責任

1102条 司法手続きへの妨害あるいは記録の損傷などを行った場合には、罰 金もしくは20年以下の禁固刑、または併科
1107条 証券取引所法の刑事罰の強化（自然人に対する従来の100万ドル以下の罰金を500万ドル以下に、あるいは10年以下の禁固刑を20年以下に重罰化）

第3編が「会社の責務」ということで、監査委員会の責任だとか独立性の確立ということが三〇一条です。

三〇二条は日本の企業にも関係しますが、宣誓。要するに、開示された情報が適切であるという宣誓を義務づけたということでありませう。

第4編が「情報開示の拡充」ということで、この中でも今一番問題になっているのは四〇四条です。内部統制に関する報告を開示するということが、これはアメリカでは既に実行されています。予定では、日本が再来年ぐらいからということとで、このコストが非常にかかるわけです。ちょうど一週間ぐらい前に、アメリカの証券業者協会、Securities Industry Associationが証券会社のコンプライアンスコストのサーベイレポートを出しております。これはSIAのサイトに入っております。全文ダウンロードできます。

この中で、二〇〇二年から二〇〇五年にかけてコンプライアンスコストが倍に上がったと書いています。その最大の理由は四〇四条だということとで、これは証券業界だけじゃないんです。アメリカのすべての企業が、この四〇四条にかかわるコンプライアンスコストがべらぼうに上がっているということとで、今非常に不平、不満を述べているところがあります。これからどうなるかわかりませんが、コストアップの大きな要因になっているということです。

第5編が「アナリストの利益相反」ということです。それから、第6編は、きょうの話に関係しますが、「SECの財源と権限」ということで、アメリカの法律というのは本当に細かいところまで条文に入れるんだなと思いますが、六〇一条では、予算額の規定まで全部、具体的な数字を入れて述

べてあるということです。

第7編が「調査及び報告」ということで、既にこの条文にかかわる調査報告書というのはほとんど出ていますけれども、例えば、格付会社の話とか証券専門家がかわつた違反事例であるとか、財務情報に関連した違反事例だとか、こういったものがすべて報告書の形で刊行されておりまして。

第8編が「会社の犯罪行為に対する説明責任」です。「説明責任」という訳が一番多いんじゃないかと思いますが、もともと原語は *accountability* です。

八〇二条が、会計士は書類を五年間保存しなければいけない。故意に違反した場合には一〇年以下の禁固刑であるということです。

第9編が「ホワイトカラーの犯罪に対する罰則の強化」。

第11編が「会社の犯罪と説明責任」ということ

で、これは第8編とタイトルがそっくりなんです。上の方が *criminal fraud* という原語が入っています。11編の方は「criminal」がなくて「fraud」で、*corporate fraud and accountability* となっています。ここは罰則が強化されるということの規定しています。

一〇二条では、司法手続の妨害、記録の損傷をやった場合には、罰金もしくは二〇年以下の禁固刑またはそれを併科することです。

一一〇七条では、証券取引所法の刑事罰を強化するということです。今までは一〇〇万ドル以下だったものを一挙に五〇〇万ドル以下にします。それから、一〇年以下の禁固刑だったものを二〇年以下に重刑化するという規定があります。

これがSOX、サーベンス・オクスレー法の内容で、直接関係するのは第6編のSECのところなんです。流れとしては一応こういう形で、

サーベンス・オクスレー法が二〇〇二年七月にでき上がっていますので、ミューチュアル・ファンドに対する不正行為というのはその後に起きてくる話であります。

五、ミューチュアル・ファンドをめぐる不正行為

ミューチュアル・ファンドの不正行為が起きるまでの経緯というのは今いったふうなことでありまして、次から、ミューチュアル・ファンドをめぐる不正行為の話に入りたいと思います。

(1) 時間外取引

問題になったのは、時間外取引 (late trading) と短期取引 (market timing)、この二つの行為が最初に摘発されたということです。

時間外取引 (late trading) というのはどういうものかというところ、ミューチュアル・ファンドの注文は、東部時間の午後四時までに受け付けた注文は当日の基準価格で処理される。この時間を過ぎた注文は翌日の基準価格が適用されるんです。

ところが、時間外取引というのは、投資会社が一部のヘッジファンドなどに対して、この時間を過ぎた注文、大体九時ぐらいまで当日の基準価格で受けて不当な利益を上げていたとされるものがあります。

簡単にいいますと、例えば四時に基準価格が決まりますので、六時ぐらいに決算修正の発表があったときに、そこで注文を出しても、四時の基準価格が適用されるということですから、当然その場合にはそれを受けて株価が上がりますので、確実に儲かるという話になります。これは投資会社法の規則で禁止されている行為であります。

最初にこれを摘発したのがニューヨーク州のエリオット・スピッツァーという司法長官です。彼が議会証言で、こういうことを認めれば、要するに、レースが終わった後で馬券を買うようなものだろう、こんなふざけたことは認められないということ、彼はいきどおるわけであります。これが時間外取引ということです。

(2) 短期取引

短期取引の方は、法律上は特に違法ということではないんですけれども、ほかのミューチュアル・ファンドの保有者に対して影響を及ぼす行為であるということ、問題があるということ、です。

まず、短期取引というのはどういうものかという、市場価格の変動を予想してミューチュアル・ファンドを短期売買することによって利益を上げる戦略である。特に法律上問題があるわけじゃ

ないんですが、こういうふうに頻繁に売買されますと、償還に備えてキャッシュを準備しなければならぬ。ですから、キャッシュをリザーブしてありますと、その分運用できませんから、当然パフォーマンスが低下する。それから、頻繁な売買を余儀なくされますので、それで取引コストがかさむということ、要するに、ミューチュアル・ファンドのパフォーマンスの低下に結びついて、ほかの投資家が損失をこうむるということであります。そういう悪影響がありますので、多くのミューチュアル・ファンドは解約手数料を高くしたり、目論見書で短期売買を制限するといったことを開示しております。

一方、そういうことを開示しているにもかかわらず、一部の投資会社は大口顧客に対して短期取引の取り決めを行っていた。また、その事実を開示していなかったということでもあります。その

後、SECが議会で調査結果を報告しているんですが、運用会社とか販売証券会社、一二社の調査をしたところ、一二社のうちの三〇%が短期取引を容認していた。さらに、五〇%が短期取引を認めていたことがわかったということが議会議言の中で明らかにされておりす。

こういう時間外取引とか短期取引を一部の大口顧客、特にヘッジファンドに対して認めていたということ、最初に摘発されるのはカナリー・キャピタルというところですが、このカナリー・キャピタルは、いわゆる特別扱いによって二〇〇〇年にリターンを約五〇%記録します。二〇〇〇年というのは、S & P五〇〇でいいますと九%下落した年なんです。九%下落した年に、カナリー・キャピタルは五〇%のリターンを上げていたということなんです。それから、翌二〇〇一年はS & P五〇〇の方は二九%下落したんですけども、カ

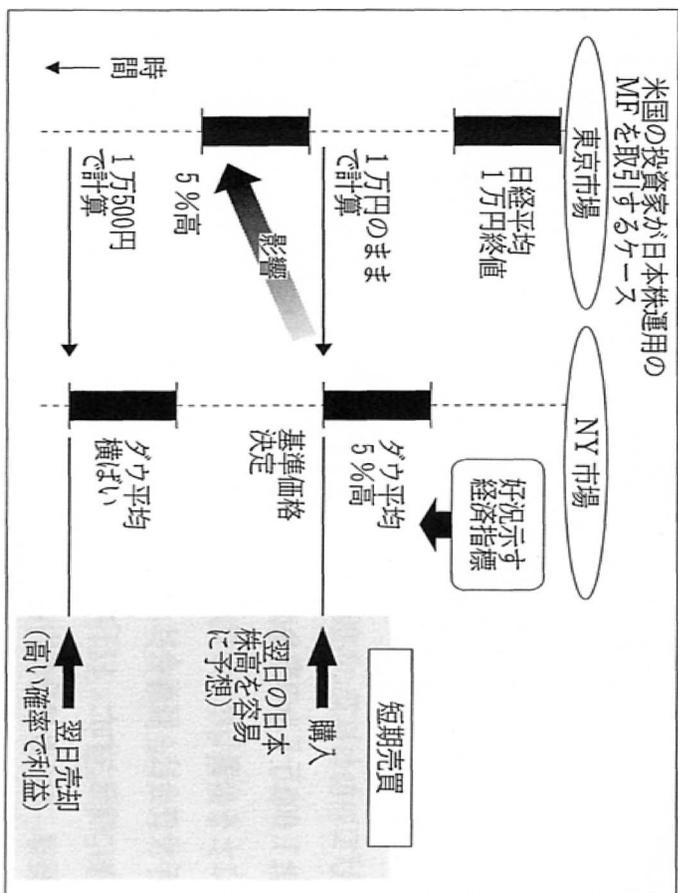
ナリー・キャピタルの方は二三%のプラスのリターンだったということですから、マーケットのパフォーマンスと比べて異常に高いリターンを記録したということです。

図表8は、短期取引の仕組みということで、これも難しいことはないんですが、時差を利用したものであります。通常、これは外国の銘柄を組み入れている投信を利用してやりますので、まず東京市場の方、左側、黒塗りの棒がありますが、日経平均の終値が出てくるのが午後三時で、一万円という終値だったとします。この時間はニューヨーク市場の現地時間では午前二時です。午前二時に日経平均の終値が決まりますので、ニューヨーク市場があいたのが右側の黒い棒ですけども、そこで取引が行われる。

たまたまニューヨーク市場ではダウ平均が五%上がったとします。ニューヨーク市場で株価が上

図表 8

短期取引の仕組み



(出所) 『日経金融新聞』 2003年12月5日。

がりますと、日本市場は経験的にプラスの方に上がる人が多いので、これは単純に同じように5%上がったと書いていますけれども、5%上がったとすると、もともとこれは基準価格が終値で計算されていますから、一万円のままで計算しているわけです。

それで、右側の方のニューヨーク市場では、基準価格はいつ決定されるかという、午後四時に基準価格が決まりますので、ここで購入するわけです。つまり、一万円で購入するわけであります。東京市場の方で立ち会いが始まりますと、ニューヨークが前日5%上がっていますから、そこで東京市場も5%上がったと考えると、結局、基準価格が一万五〇〇〇円ということになります。そうすると、翌日売却すると五〇〇〇円の利益が出るということ、時差をうまく利用すれば、ほぼリスクをとらないで利益を上げることができる

というのが短期取引の仕組みであります。

(3) 時間外取引・短期取引に係る処分等

図表9及び図表10は、処分の話ですが、これはこの後もたくさんあるんですが、とりあえず図表10の一番最後が二月二四日で終わっています。この後も、少なくとも去年の暮れぐらいまで、短期取引で摘発される例というのは続いています。ということですから、短期取引については依然として少し問題があるのかなという感じですね。そこは後で見ただけだと思います。

それから次、罰則の方なんです、図表11に「短期取引に係る投資顧問業者への罰金と不当利益の吐き出し」ということで、アメリカの場合、インサイダー取引に関しては、不当利益の三倍まで罰金が科せられますけれども、それ以外の違反行為に対しては、法律で六五万ドルという

図表 9

時間外取引または短期取引絡みで処分等のあった事例(1)

日付	処分等を受けた会社等	違反法令等	備考
2009年 9月3日	カナリー(ヘッジファンド)及び同社役員	NYSE会社法 352-c 条	時間外取引及び短期取引
9月16日	BOAセキュリティライオース(証券会社)のブローカー	39年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則101b-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)のブローカー	39年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則101b-5、SEC規則22-c-1(納期)	時間外取引
10月16日	投資会社フレッド・アルガーの副議長兼投資顧問会社アルガー・マネジマン卜副議長	39年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則101b-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	ブルーデジナル・セキュリティライオース(証券会社)の支店長及び営業マン	39年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則101b-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19日	投資顧問会社バトナム・インベストメント・マネジメント	投資顧問業者法第204A条、206条(1)(2)、投資会社法第17(f)条、同規則17j-1(c)	短期取引
11月20日	投資顧問会社ベルグリム・インスタンター・ファンド・アソシエイト役員兼投資会社ベルグリム・インスタンターの役員	39年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則101b-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	セキュリティライオース(カストディアン・信託業務提供会社)及び同社役員	39年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則101b-5、SEC規則22-c-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ト・フロンティア	39年法第17条(a)、34年法第10条、SEC規則101b-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

図表10

時間外取引または短期取引絡みで処分等のあった事例(2)

12月18日	投資顧問会社ライオンズ・キャピタル・マネジメント	投資顧問業者法第204A条、206条(1)(2)、投資会社法第17条(d)、20条(a)、34条(b)、SEC規則17d-1,20e-1	短期取引
2004年 2月5日	投資顧問会社マサチューセッツ・フイチンシヤル・カーピシズ	投資顧問業法第206条(1)(2)、投資会社法第34条(b)	短期取引
2月17日	ライオンズ・トリスナー・アセット・マナジメント・オブ・アメリカ (投資会社ピムコの親会社)	ニュージャージー州会社法49:3,52条(a)(b)(c)	短期取引
2月24日	投資顧問会社コロビエ・マネジメント・アドバイザー、コロビエ・フット・ライトリビュター	33年法第17条(a)、34年法第10条(b)、同規則10f-5、投資会社法第17条(d)、同規則17d-1	短期取引

(出所) 東京証券取引所ニューヨーク事務所資料、およびSEC資料

が一番高いんです。これは違反行為の悪質さにおいて三段階になっていまして、一件当たり六五万ドルというのが上限です。ただし、これはあくまで一件当たりの上限で、アメリカというのは違反行為を積み上げていきますので、べらぼうな金額になるという話なんですけれども、とりあえず法律上は一件当たりの上限は六五万ドルとなっております。

それをずっと加えていったものが一番下で、左から二番目、「罰金」のところをちよつと見ていただきますと、七億九〇五〇万ドルということですよ。この罰金刑というのが、左側の「投資顧問業者」が一四社あると思うんですが、一四件でこの罰金額を割ると、一件当たりの罰金額は五六〇〇万ドルという数字が出てきます。ですから、このミューチュアル・ファンドの不正行為に関連した罰金の平均額というのは五六〇〇万ドルというこ

とです。

この金額が高いのか安いのかということなんですけれども、参考までに、企業会計スキャンダルに伴う公開会社への平均罰金額というのは、一件当たり六一五〇万ドルです。それから、アナリスト問題に対する投資銀行への平均罰金額というのが四三〇〇万ドルということですので、ほかの会計スキャンダルであるとかアナリスト問題に関連した罰金額と比べて、そう法外に高い金額ではないということですよ。SECの罰金額は、以前は最高が二〇〇〇万ドルぐらいです。これが、ここに来て罰金額が非常に上がっております。それは違反行為の悪質さということでSECは説明しておりますけれども、罰金額がここ三〜四年は非常に上がってきております。

次、図表12が個人への罰金額ということで、これもかなりの金額が個人に対して科せられている

図表11
短期取引に係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、1,000ドル)

投資顧問業者 ^(注)	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・ラテンズ・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
マサチューセッツ・ライオンヤル・サービシ ズ, Co.	50,000	175,000	225,000
コロムビア・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
ビルグラム・バクスター・エンシエイツ, Ltd	50,000	40,000	90,000
ストロング・キャピタル・マネジメント, Inc.	40,000	40,000	80,000
パットナム・インベストメント・マネジメン ト, LLC	50,000	5,000	55,000
ハンクワジ・インベストメント・アドバイザ ーズ, コーポレーション	40,000	10,000	50,000
ヒムコ・アドバイザーズ・グループ・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 インベストメント・マネジメント, LP	13,500	11,500	25,000
ズレメント・インベストメント・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

ということです。

それから、右側に「b」とついたのは、下の「注」を見ていただくとわかりますが、これは投信関連業界から永久追放という処分を受けている人です。ストロング・キャピタルが三人、永久追放です。それから、ピルグラムの前CEOが永久追放ということですから、かなり厳しい処分だろうと思います。

六、ミューチュアル・ファンドの 手数料をめぐる諸問題

今いったのは直接的に二〇〇三年九月から問題になった不正行為なのですが、SECはこれをきっかけに、ミューチュアル・ファンドのすべての問題を洗い出すということで、それ以外の問題についても精力的に取り組んでいるというのが現

在の状況であります。特に手数料をめくっては何かわかりにくいというのがありまして、もう少しクリアにしようということで、いろいろな問題を提起しております。

これもちょっと誤解があるようにも思われますが、どうもアメリカというのはノーロードの投信が中心で、だから手数料が安いんだと思いついてる方が時々いらっしゃるようです。証券界の方でも時々いらつしやるんですが、これはとんでもない勘違いでして、アメリカの投信の手数は非常に高いんです。単に、ノーロードというのはセールスチャージがかからないという意味なんです、販売手数料はゼロというだけの話なんです。

ところが、アメリカの手数の徴収形態というのは複雑怪奇ですので、それを合わせますと結構な手数料率になっています。ただ、これははつきりいつてわからないんです。何年保有しているか

図表12
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） ^a	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 ^b ・前エグゼクティブ・バイス・プレジデント ^b ・前コンプライアンス担当取締役 ^b	3,000万ドル 37万5,000ドル 5万ドル
ビルグラム・バウスター&アソシエイツ、Ltd. ・前会長 ^b ・前CEO ^b	2,000万ドル 2,000万ドル
インベスコ・ブレイズ・グループ、Inc. ・前CEO ・チーフ・インベストメント・オフィサー ・チヨチナル・セールス・マネージャ ・販売担当のブラスダント・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
ヴォデュセツツ・ブイナシヤル・チャーピセス、Co. ・前会長 ・前CEO	25万ドル 25万ドル
BBインベストメント・マネジメント、LP ・CEO	15万ドル 15万ドル
コロムビア・マネジメント・アドバイザーズ、Inc. ・前パートナー・オフィサー・マネージャ ・前COO ・前チヨチナル・セールス・マネージャ	10万ドル 10万ドル 5万ドル
ベンクワン・インベストメント・アドバイザーズ、Corp. ・関連ブレントの前CEO	10万ドル
フレームント・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、その他に関連ブレントの肩書きを持つものもいる。
 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

とかによっても全部違ってきますし、ファンドごとには全部違いますので。ちょっと参考までに申し上げますと、六六年にSECが投信の販売手数料についての調査をやっております。六六年ですから、今から四〇年前ですので、昔の投信の手料はどれぐらいだったかという程度のお話にしかないんですが、この調査報告で明らかになってくる投信の販売手数料は八・五%です。べらぼうに高いです。四〇年ぐらい前というのはそんなものかなという感じです。

個別のファンドでいいますと、例えば、フィデリティーの、恐らく歴史上最初の花形ファンドマネジャーだったと思いますが、ジェラルド・ツアイという大変有名なファンドマネジャーがいたんです。一九六〇年代の末に投信ブームがあった時代ですが、いわゆるアクティブに銘柄を組みかえていくファンドのことを「コーポファンド」と

いっていましたが、そのときに非常に有名だったジェラルド・ツアイというフィデリティーのファンドマネジャーが、その後フィデリティーをやめて、独立して、マンハッタン・ファンドというのをつくります。このマンハッタン・ファンドの販売手数料というのは、驚くなけれ一〇%なんです。手数料で一割取っているということで、一〇%の手料を取っているにもかかわらず、大変な人気でお金が集まったといえますから、このツアイの人気はすごかったんだというのがわかります。

いずれにしろ、販売手数料は今いったふうな状況で、現在は上限が四・五%になっています。ですから、フロントロードの投信というのは販売手数料を取る投信ですが、フロントロードの上限が四・五%で、あくまで上限ですから、三%のものもあれば四%のものもあるということなのです。

で、平均的にいうと、多分上限のあたりに近い数字だと思っただけでも、フロントロードの投信の手数料が大体そういう状態になっています。

まず、最初に書いている「ブレークポイント・ディスカウント」は、一定額の投資金額を超えたら手数料を割り引きますというものです。このブレークポイント・ディスカウントが厳密に守られていない。だから、ミューチュアル・ファンドの投資家に対して不正な手数料を徴収しているという事で、これで結構摘発されていたわけです。これは前から問題になっていたものです。

アメリカというのは会社型投信ですので、ミューチュアル・ファンドは投資家が株を買う形になります。投信会社が発行する株というのは、典型的には三種類ぐらいあります。クラスA、クラスB、クラスCというのが代表的なものです。

ただ、このクラスもめっちゃくちゃなんです。クラスYだとかクラスXだとか勝手につけていますので、ともかく記号の表示と内容がばらばらというのが現在のアメリカの状態です。かろうじて、何となく内容が共通しているのが、今いったクラスA、クラスB、クラスCまでです。クラスAというのは、フロントロードの投信です。それから、クラスBとクラスCというのがノーロードの投信です。今は約九〇%がクラスBとクラスC。つまり、ノーロードの投信です。

ただし、ノーロードだから安いかというとそんなことはないのです。アメリカは12B-1（トゥエルブ・ビー・ワン）といいます。12B-1の手数料が日本の代行手数料に相当します。この上限が1%です。1%までは代行手数料を取っていいですよということで、今いったクラスA、B、Cで、12B-1の手数料の水準がまた違って

きます。

クラスBとクラスCについては、解約手数料がバックエンドで取られます。フロントと12B-1とバックエンドの手数料、これを組み合わせると手数料を徴収しますので、外から見るとなかなかわかりにくい手数料体系になっているというのが、アメリカの現在の手数料体系の問題ということです。

次が「ディレクテッド・ブローカレッジ」ですが、これは投信の販売促進のために手数料を利用することですが、二〇〇四年九月に既に禁止されておりません。

それから、「レベニュー・シェアリング」というのがありまして、ファンドがブローカー・ディーラー、証券会社に販売を委託するときに「うちの投信を優先的に売ってくれ、そうしたら収益の一部をペイバックしますから」というのが

レベニュー・シェアリングです。これも、いいことなのか悪いことなのかというのはいろいろ議論があると思うんですが、要は、SECのスタンスというのは、ともかく開示してくれ。ファンドからこういうペイバックを受けていることをミューチュアル・ファンドの投資家に開示しなさいというのが現在のSECの規制であります。

四番目が「ソフトダラー」ですが、これもちょっと悩ましい問題で、日本では余り問題にならないんですが、一九七五年五月に手数料が自由化されています。同時に、最良執行の義務というのが課せられます。そうすると、コミッションが高いところに出すと受託者義務違反という話になりかねないわけです。

ところが、単純に執行だけじゃなくて、例えばリサーチレポートもくれるから高いコミッションを払っているんだということになれば、必ずしも

これは受託者義務違反とはいえないだろうという話になります。今いつたりサーチレポートなんかに対する対価というのがソフトダラーといわれているものです。ですから、これに対しては、最初は最良執行義務には必ずしも違反しないということとで、そういうセーフ・ハーバー・ルールというのを認めていたんですが、その対象がどんどん拡大していきました。

例えばオフィスのじゅうたんの代金をファンド会社に払わせるとか、バカンス旅行の代金までファンド会社に払わせるところまで広がっていったって、幾ら何でもこれはやり過ぎだろうというところで、これが再び今問題になっていまして、直近では二〇〇五年一〇月に、SECがさらにガイダンス案というのを提案しております、これも現在検討中という状況です。

【図表13及び図表14にありますように、不正行為

に関連して、いろいろな規則が制定されておりますが、ざっと見ていただければいいかと思えます。コンプライアンスの規則であるとかポートフォリオの開示であるとか、ガバナンスの話ですね。それから情報開示、ディレクテッド・ブローカレッジの禁止であるとか、一番最後の「ミューチュアル・ファンドの買戻し手数料」というのは、昨年の三月に規則が制定されたんですが、業界から少し苦情が出ていまして、二〇〇六年二月二八日に修正提案をSECが行っております。これも一部修正される可能性が強いと思います。

七、GAOのSECに対する批判

今見てきましたように、SECは精力的に規則の制定等に取り組んでいるんですが、General Accountability Office (GAO)のほうは、この間、

図表13

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）（1）

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"> SEC登録の投資会社と投資顧問業者は、連邦証券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。 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。 それらを管理するために、コンプライアンス担当役員（COO）を定めること。
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"> 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。 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。 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。
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情報開示	2004年 4月16日	<ul style="list-style-type: none"> オナーズメント型投資管理会社は目録見書において、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。
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"> 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。
投資顧問業者の倫理規範	2004年 7月 2日	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。
投資会社のガバナンス	2004年 7月27日	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。

図表14

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）（2）

<p>登録投資管理会の ポートフォリオ・マネージャーについて の情報開示</p>	<p>2004年 8月23日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・1933年証券法、34年証券取引所法、および40年投資会社法は、登録資産管理会社は目録見書において、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。 ・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。
<p>投信の販促促進 のために手数料 を利用すること を禁止</p>	<p>2004年 9月 2日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ファンドが投信の販促促進に対して手数料を利用することを禁止。 ・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。
<p>ヘッジファンド の投資顧問業者 としての登録</p>	<p>2004年12月 3日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・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。 ・ヘッジファンドへの投資家の保護を目的としている。
<p>ミューチュアル・ファンドの 買戻し手数料</p>	<p>2005年 3月11日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・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。 ・買戻し金額の最大2%の手数料を課することができる。

(出所) GA0 [2005a], pp. 29-30

EC に対して非常に強い批判を行っております。多岐にわたるんですけども、図表15には四つだけ挙げてあります。

アナリスト問題とミューチュアル・ファンドの問題というのは、本来であれば SEC が最初に摘発する筋の話なんですけど、実はニューヨーク州の司法当局が最初に摘発したということで、SEC は面目丸つぶれだったんです。一体 SEC は何をやっているんだという話になったわけであります。それで、結局 SEC の体制に問題があるんじゃないかということ、その後、GAO が徹底的に SEC の内部組織、予算であるとか体制であるとか、いろいろなことを全部洗い出すということが二〇〇四年ぐらいから積極的に行われているということなんです。

これは、ミューチュアル・ファンドの成長が余りにも早過ぎて、SEC の体制が十分ついていけ

なかったというのが一番の原因であります。

ミューチュアル・ファンドの残高はどのくらいですかっていうかと、一九八四年にはミューチュアル・ファンドの残高は三七〇〇億ドルだったんです。これが二〇〇六年一月では九兆ドルまで増加しているということですから、急激な残高の増加が見られるわけです。個人の金融資産に占める割合は、現在二一％を占めております。つまり、五分の一がミューチュアル・ファンドで保有されているということです。それから、退職勘定のうちの二四％。つまり、四分の一がミューチュアル・ファンドで運用されているということなんです。

この中で、特に401(K)プランについては、その半分がミューチュアル・ファンドで運用されているという状況です。つまり、これだけミューチュアル・ファンドが成長して、なおかつ

図表15

GAOのSECに対する批判

- 証券アナリスト問題、そしてミューチュアル・ファンドをめぐる不正行為が最初にNY州司法局によって摘発され、SECが遅れをとった理由
- GAOは、この間のMF市場の急激な拡大にSECの監督・検査体制が対処できなかったことを指摘(⇒SOX法において予算、人員の増強)
- さらに、SECとSROの検査の調整、およびSECの内部統制に問題があることを指摘
- SECの予算の要求は前年の予算をベースにしており、そのミッション達成のために必要という観点からなされていない

個人の、あるいは退職資産の運用で重要な投資対象になっているということですから、このところで不正行為が起こると、アメリカの資本市場はかなり深刻なダメージを受けるといことで、SEC の体制をもっと強化していかなきゃいけないという問題意識から、GAO の一連の指摘と提案というのが出てくるということです。

GAO がいつていることは、まず最初の点については、一九九八年以前には投資会社に対する検査は一二年から二四年間に一度なされるにすぎなかったということですから、これも、いわれてみるととんでもない状態だったんだなと。つまり、一〇年以上検査が入らないような状態が続いているということですよ。

その原因として、今いったミューチュアル・ファンドのマーケットが急激に拡大していったのに SEC の監督・検査体制が対処できなかったと

いうことを挙げております。

三つ目ですが、SEC と SRO の検査の調整及び SEC の内部統制に問題があるということも指摘しております。これは、SEC と SRO の両方が検査に入るんですけれども、ブローカー・ディーラー検査のガイドラインが違っているということと、検査の対象とする期間が違っているということで、重複と見落としがかなり出てきているということです。

四つ目は、これが一番きついと思うんですが、SEC の予算の要求は前年の予算をベースにしている。つまり、前年比何%増だとかということベースに予算要求を議会に対してやっているけれども、それはおかしいだろう。自分たちはこういうことをやりたい、こういうストラテジーでいろいろなことをやりたい、だからこれだけ必要なんだと。議論の立て方がおかしいだろう、SEC は

戦略がないということ、これが一番きついなと思います。

この指摘を受けて、SECは二〇〇三年に、二〇〇四年から二〇〇九年までの五年間のストラテジックプラン（戦略プラン）を作成しており、また、これもSECのサイトからダウンロードできますが、ようやくSECが戦略を考え始めたということでもあります。

図表16は二〇〇四年の数字ですが、SECの体制がいかに貧弱な状態にあるかということ、OC（通貨監督庁）、FDIC（連邦預金保険公社）、FRB、SECで比べますと、SECのところがちよっと寒々するような感じがします。これほど貧弱な監視体制だったのかということ、ここを大幅にふやしていかないと、もう対応できないという話であります。

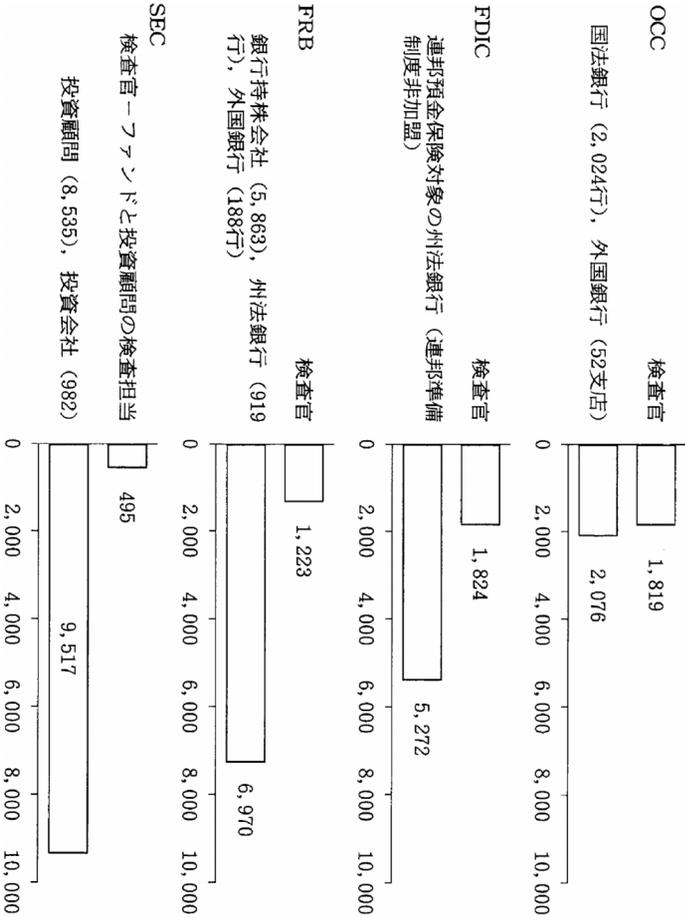
八、日米の証券市場監視体制の比較

最後に、図表17ですが、これは監視体制の比較を日本とアメリカについてやったものです。

日本は監視委員会と金融庁の市場監視関係人員を合計したものです。これは金融審議会の資料からとっていますので、もしデータソースということであれば、そちらを見ていただきたいと思えます。これが五五二人。アメリカもそれぞれのホームページからとっていますが、SECが四〇〇〇人ちよっと。余り紹介されませんが、実はデリバティブはSECの監督対象外なんです。Commodity Futures Trading Commission（CFTC）というところが、デリバティブについては監督・検査権限を持っていますので、ここが五一五人、合わせますと四六〇〇人ぐらいです。そ

図表16

検査官の数と被検査対象金融機関



(出所) GAO [2005d]

図表17

日米の証券市場監視体制の比較

(1) 人員

日本(2005年3月末)

証券取引等監視委員会	440人
金融庁の市場監視関係人員	112人
合 計	552人

アメリカ(2004年12月末)

証券取引委員会 (SEC)	4,090人
商品先物取引委員会 (CFTC)	515人
合 計	4,605人
(その他に各州の証券局)	各州3-5人

(2) 権限

	アメリカ証券取引委員会 (SEC)	証券取引等監視委員会
刑罰		
刑事告発	○	○★
刑事情報の提供	○	○
民事		
民事制裁金	○	×
不当利益の変換	○	×
違反行為の指し止め命令	○	×
行政		
行政処分	○	○※
課徴金	○	○※
排除命令	○	×
強制調査	×	○

★検察庁に告発する。実行するのは検察庁。
 ※金融庁に勧告する。実行するのは金融庁。

のほかに五〇州に証券局がありまして、各州に三人〜五人ぐらいいいます。

日本では私の知っている限り、地方自治体の中に証券局と呼ばれる部局はないです。ですから、アメリカで証券市場がいかに重要な役割を果たしているかということを示しているんだと思います。人数はそう大したことはないんですが、それぞれの州に証券局があるということです。

さらに、この五〇州とカナダ、メキシコの証券監督局との間で調整機関があります。これが北米証券監督者機構ということでクロスボーダーの証券取引についてはここが監視することになります。これが N A S S A A というもので、そういう機構が別に組織されているということです。

それから、権限の方ですが、これも新聞等でいろいろいわれているんですが、刑罰、民事、行政

と並べていきますと、「強制調査」というのが一番最後にありますが、アメリカの SEC はここがないんです。与謝野大臣がよくいうのは「SEC よりももっと強い権限を監視委員会は持っているんだ」というのでこの強制調査を挙げています。確かに強制調査のところは SEC は持っていないんですけれども、ほかのところと比べると、やはり SEC の権限は監視委員会と比べてかなり強いだろうということです。

最初にいいましたけれども、何よりも組織の性格が金融庁の外局であるのに対して、SEC は大統領直属の機関である。これが決定的に違うと思っんです。ということで、私は日本版 SEC ということを考える時期に来ているのではないかなと思っております。

時間が大分超過しましたが、以上で終わりたいと思います。

若林常務理事 佐賀さん、どうもありがとうございます。
いました。

お話にありましたように、皆様からの御質問なり御意見なりを頂戴して、このセミナーを充実させていきたいと思っております、そのための時間もとっておりますので、質問等ございましたらお受けしたいと思います。

質問者 私ども漠然と抱いていたSECの実際の姿が意外と寒いものだというお話、非常に新鮮に聞かせていただきました。むしろ、SECはこれから体制を強化しなくてはいけない状況なのだということだと思っておりますけれども、一方で、サーベンス・オクスレー法が制定されてから、それに基づいてSECの力が増すとともに、それに対する反動の動きがアメリカでかなり出ているような気がするのです。

特に、SECの委員長がドナルドソンさんから

下院議員であるコックスさんにかわったときには、実際上は、ドナルドソンさんは更迭に近いのではなかったかという見方もあって、それもある意味では、それまで強化されてきたSECに対する反感が噴き出して、人事の話に結びついたのだという観測が一部にあつたように思います。

その後、就任されたコックスさんは、当初の話では、若干業界寄りの方ではないかという観測があつたのですが、今のところ、就任された後、そういう感じの動きはまだされていないようです。一方で、まだ任命されていない重要なポストがたくさんある。例えば、チーフアカウンタントとか、先ほどお話のあつたサーベンス・オクスレー法の眼目であるPCAOBについても、この間辞められた後の後任がまだ決まっていないう状況があると聞いていますが、その辺のSOX法に基づいて規制強化の動きに対する反動の動きと

いうものについて、どういふふうにお考えになっているか。

それから、新しい委員長が、これから恐らく旗幟鮮明になるのではないかと思いますが、今後どういふ方向でSECを動かしていくのか、SECのウオッチャーとしてどういふふうにご覧になっているのか、その辺を聞かせていただければと思います。

佐賀 私、別にSECウオッチャーでも何でもないんですけれども、図表13の一番最後のガバナンスの規則のときは完全にスプリットして、三対二で通ったと思うんです。そのときに、ドナルドソンがやめる前の日に採決して、それで批判がかなり強かったんですけれども、事実上、解任だろうというのはおっしゃるとおりであります。

ただ、SECの中というのは必ずしも五対〇で物事が決まるかというと、結構割れるんです。結

構重要な案件で割れた例というのは、二〇〇〇年に公正開示規制、レギュレーション・フェア・ディスクロージャーというのも三対二で通っています。ですから、割れること自体はそんなに珍しいことではなくて、共和党が三で民主党が二という構成になっていますので、意見がスプリットするというのはある意味では予想されることで、それはそんなに驚くほどのことじゃないと思うんです。

ただ、おっしゃるように、コックスさんはどちらかというところと共和党寄りだろうといわれていたのが、そういう色彩は今のところはそんなに出ていないという状態です。これはなってみないとわからないところがあります。実は、話の中で紹介したアーサー・レビットも、どちらかというところ、あれほど活躍するとみんな思っていたいかなかったんですが、実際に委員長になったら、個人投資家の立

場に立っているいろいろな改革をやるというふうに変わりましたので、業界からは批判とか利害がぶつかったりということがかなりあったと思います。

証券会社、業界から出たから必ずしも業界寄りだというふうにもちよつといえないところがあると思います。レビットさんも証券会社の出身です。ですから、そのところは一概にはいえないのかなという感じがいたします。

それで、SECの権限強化について批判があるかどうかというのは、実は私はよくわからなくて、むしろ、SOXの中の、特に四〇四条ですね。内部統制のところについてはかなり揺り戻しがあると思います。ともかくコストがかかるということで企業が悲鳴を上げていますので、このところはちよつと揺り戻しがあるのかなと。それから、日本も経団連を中心に、金融庁がいつているようなスケジュールでやるのは無理だ、一年延

期しろという声が出てきていますので、あれもちよつとわからないですね。

質問者 ありがとうございます。

若林常務理事 よろしいでしょうか。ほかにご質問等はありませんでしょうか。どうぞ御遠慮なく御質問いただければと思います。

それでは、私の方から一つ質問させていただきます。エンロンのときの議論あるいはワールドコムなどの議論というのは、主に発行体とそれを取り巻くゲートキーパーの人たちの役割が論じられたという御説明があったかと思いますが、ミューチュアル・ファンドの場合は、投資会社などの証券界に属する市場により近い人たちの商売の仕方に問題があったということ、だからこそSECも巻き込まれることになったという理解の仕方については、どのようにお考えでしょうか。佐賀 最初の方でちよつと時間をとり過ぎたので

すが、フィナンシャル・ゲートキーパーというのは、全体の証券規制の枠組みはこつこつというふうになつていきますよという話です。ミューチュアル・ファンドの話は、サーベンス・オクスレー法が二〇〇二年七月で、ミューチュアル・ファンドの不正行為の最初の摘発が二〇〇三年九月ですから、約一年あいているんです。ですから、ある意味ではちよつと別の話だということはいえると思います。

それで、さつきいったゲートキーパーについての監督というのも、SECはもちろん責任がありますので無関係ではないんですが、とりあえずミューチュアル・ファンドの方はじかにSECの監督体制の問題になりますので、そのところに関心が当たったということ、そういう理解でいいかと思ひます。

若林常務理事 ありがとございました。

ほかにいらつしやいませんでしょうか。

質問者 大変参考になるお話だったのですけれども、ただ一つ気になるのは、アメリカの制度、アメリカの監視体制を日本と直接比較するというのはちよつと意味がないのではないかなと思ひます。文化も違つし、法制度も違つし、考え方も違つので。アメリカが今までずつとやってきているのは、基本的に自由ですよ、そのかわり悪いところだけはやれないように規制していきますという中と、日本のように、全面禁止して、その中でやれることを広げていきますよという考え方の中に相当大きな開きがあつて、特に証券業界なんていうのは自由度を大変重視して、しかもその中でリーガルなリスクというのは一つのビジネスのリスクと考えて、自己規制とか業界規制というのを大変重視してやってきたわけですから、SECにできるだけ規制されないようにということを進ん

で、その中でいろんな問題が起きてきたわけですから、その考え方が対極にあるのに、それをただ数だけ、規制の度合いだけで比較するというのはちよつと違和感があるのですけれども、どうでしょうが。

佐賀 そういふふうに取り取られると、私の本意からちよつとかけ離れているといえますか、決してアメリカがこうだから日本もこうすべきだという議論をやっているわけではなくて、最後の方で挙げた数字も、あれ自体も、おっしゃるとおり、そんなに意味のある数字じゃないんです。というのはなぜかという点、アメリカのマーケットの規模も違いますし、証券会社の数だって違うわけですから、単純に数字を比べて、だから日本はだめなんですよ、もうちよつと強化しなきゃいけないというふうに取り取られると、私もちよつと本意です。その数字はあくまで参考ということ

で御紹介したということです。

ただし、いいたいことは、要するに、日本は九八年に免許制から登録制に変わっていますね。あのときの大蔵省のスタンスというのは、はっきりいっていますけれども、事前予防型から事後摘発型に変わるんだということです。それ以前の大蔵省はどういふふうについていたかという点、例えばさっきのような数字を挙げますと、「日本とアメリカは違うんだ。日本は入り口のところで規制しているから、いいかげんな業者なんか入りつこないんだ。だから監視コストは小さくて十分やっていけるんだ」、大蔵省はそういう説明をしています。私もじかに説明を受けています。

ところが、これからは規制の枠組みといえますか、原則自由だよという形に変えるということであれば、つまり、事前予防型から事後摘発型に変えるということですから、入り口は全部自由にし

ます、いろいろな業者が入ってきます。けれども、それに伴って違反行為を起こしたときのペナルティーであるとか監視体制はどうするのかという、いわゆる監視コストはやはり一緒に考えておくべき話だったんじゃないかと思います。そのところが抜けていたんじゃないかという意味です。

質問者 ただ、日本がそういうふうなアメリカ型に移行しても、制度自体はほとんど変わっていないですね。その辺が問題じゃないかと思うのです。

佐賀 さっきの内部統制の話であるとか、ちょっと余計な話になっちゃいますけれども、例えば現在、会社法といえますか会社のガバナンスでも、委員会等設置会社と監査役制度と両方を認めていますね。あれもどっちいう方向に行きたいのかというのがちょっと見えないようなところがあります。

す。

それから、おっしゃるように、去年あたりから随分問題になっているのは、法律に書いていないからやっていいんだという発想は、日本人は昔はなかったと思うんです。実際、例えばライブドアが二ツポン放送の株式を時間外で買ったときも、あれが盲点といえますか、抜け穴だというのはみんな気がついていました。みんな気がついていましたけれども、あえてやるうとしなかった。それをやる人間が出てきたということですので、結局、規制の考え方を行政サイドも変えていく必要があるんじゃないかということですね。

ただ、その議論を始めると、日本は罪刑法定主義だからだめなんだとか、アメリカは判例主義で、グレーに近いものはすべて裁判で決着をつけるとか、法律の運用の仕方が違つのでどうしようもないんだという議論になってしまうと、ちょっと

とお手上げの状態になりますけれども、行政のスタンスを変えていく必要があるのではないかなという事です。

若林常務理事 よろしゅうございますか。

それでは、時間も参りましたので、本日の証券セミナーはこれで終了させていただきます。

佐賀さん、どうもありがとうございました。

(拍手)

(さが たかお 当研究所理事・主任研究員)

(この講演は、平成一八年三月九日に開催されました。)