

# 米国における投資信託に関する規則整備

大原 啓一

## 要 約

1. 米国では2003年9月以降、投資信託の時間外取引や短期売買等の不正取引が問題視される中、証券取引委員会（SEC）による規則整備が進められている。
2. SECによって公表もしくは採択された13もの規則案は、①時間外取引や短期売買といった不正取引に対する規制、②投資会社のガバナンス構造、倫理規定、コンプライアンス体制及び内部管理体制の強化、③投資家との利益相反の除去、④手数料の開示を中心とした投資家への情報開示の強化、という4つの目的を担っているとされる。
3. SECによる一連の規則整備に対しては、米国投資信託協会（ICI）からも、強く支持するというコメントが発表されている。しかし、その一方で、多くの反対意見が寄せられた規則案等についてSECが見直しを表明しており、今後の動向が注目される。

## I. 進展する規則整備

米国では2003年9月のカナリー・キャピタル・パートナーズによる不正取引の発覚以降、投信を巡るスキャンダルが深刻化している<sup>1</sup>。このような中、投信に対する規制の枠組みを再構築し、投資家の信頼を回復するため、13ものSEC規則案が公表もしくは採択された。2004年3月10日の、ポール・ロイSEC投資管理局長の上院公聴会における報告に従えば、これら規則案は、①時間外取引や短期売買といった不正取引に対する規制、②投資会社のガバナンス構造、倫理規定、コンプライアンス体制及び内部管理体制の強化、③投資家との利益相反の除去、④手数料の開示を中心とした投資家への情報開示の強化、という4つの目的を担っている<sup>2</sup>。

以下では、これらのうち、①時間外取引や短期売買といった不正取引に対する規制を目的とした規則案と、②投資会社のガバナンス

構造、倫理規定、コンプライアンス体制及び内部管理体制の強化を目的とした規則案について紹介する<sup>3</sup>。

## II. 規則整備の具体的内容

### 1. 時間外取引、短期売買といった不正取引に対する規制

#### 1) 短期売買や保有証券の選択的開示に関する情報開示の強化<sup>4</sup>

現在、短期売買を禁止するという方針を掲げている投資会社は多いが、どのような短期売買を禁止するのかという基準やどのようにして短期売買が行われるのを防止しているのかということを具体的に説明している投資会社は少ないとされる。そのため、投資家が投資を決定する際に、投資会社の短期売買に対する方針や手続きが自分の期待に合うものかどうかであるかを判断することが困難であるということが問題視され

ている。

改正案では、投資会社に対して、一部の投資家による頻繁な売買が他の投資家などのようなリスクを及ぼし得るか、取締役会は自社投信の短期売買に関する方針及び手

続を整備しているかどうか、整備しているのであれば、どのような方針及び手続であるのかを目論見書の中で説明することが義務づけられている。反対に、整備していないのであれば、それで適切とする取締役会

図表 1 SECによる投信関連の規則整備

規則案	内容	年月日
時間外取引、短期売買といった不正取引に対する規制		
短期売買に関する情報開示強化	投資会社に対して、短期売買に伴うリスク、対する方針及び手続等を目論見書で開示すること、保有銘柄開示についての方針及び手続等を開示することを義務づけている。	03.12.3提案
時間内の注文処理の義務化	投資会社やトランスファー・エージェント、清算機関が基準価額算定時刻以前に売買注文を受け付けた場合のみ、当日の基準価額を用いることを認めている。	03.12.3提案
2%の短期解約手数料の義務化	投資会社に対して、投資家が投信を購入してから5日以内に解約を行った場合に、2%の短期解約手数料を徴収することを義務づけている。	04.2.25提案
投資会社のガバナンス・コンプライアンス体制の強化		
コンプライアンス体制の整備	投資会社及び投資顧問会社に対して、コンプライアンス方針及び手続を整備し、毎年見直すこと、チーフ・コンプライアンス・オフィサーを任命することを義務づけている。	03.12.3採択
投資会社のガバナンス強化	投資会社に対して、取締役会の75%以上を独立取締役により構成すること、取締役会会長を独立取締役から選任すること、独立取締役が独自のスタッフを雇う権限を与えることを義務づけている。	04.1.14提案
投資顧問会社の倫理規定	投資顧問会社に対して、従業員の業務基準、顧客に関する非公開情報の保護、従業員の個人的取引から生じ得る利益相反への対策等を盛り込んだ倫理規定を整備する事を義務づけている。	04.1.14提案
投資家との利益相反の除去		
販売奨励金の制限	投資会社に対して、自社投信の販売を奨励するためにディレクテッド・ブローカレッジを行うことを禁止している。	04.2.11提案
手数料の開示を中心とした投資家への情報開示強化		
投信広告規制の改正	投信広告に記載しなければならない情報の項目を拡充し、運用成績を記載する場合、公正な表示方法で、最新の情報を提供することを義務づけている。また、法定目論見書に記載されていない情報を広告に使用することも認めている。	03.9.24採択
販売手数料割引規定の情報開示	投資会社に対して、販売手数料割引規定の説明を目論見書で行うこと、割引規定が適用されるための条件をまとめたものを投資家に提供することを義務づけている。	03.12.17提案
取引時及び取引後の情報開示	販売会社に対して、投信販売に伴うコスト及び利益相反に関する情報を取引時に提供すること、取引確認書に記載することを義務づけている。	04.1.14提案
運用報告書での情報開示	投資会社に対して、投資家が負担するコストの開示や運用成績についての経営陣の分析及び説明を運用報告書で行うことを義務づけている。また、投資家への保有銘柄の報告を要約版で行うことを認めている。	04.2.11採択
投資顧問契約に関する情報開示	投資会社に対して、取締役会が投資顧問契約を承認した根拠となる重要事実を運用報告書、委任状説明書、登録届出書で開示することを義務づけている。	04.2.11提案
運用担当者に関する情報開示	投資会社に対して、運用担当者が運用する他の投信に関する情報や報酬体系、個人的に保有する自社投信等の情報開示を義務づけている。	04.3.11提案

(出所) 野村資本市場研究所

の判断の根拠を説明しなければならないとされている。

また、一連の投信不正の事例では、投資会社が一部の投資家にのみ頻繁に保有銘柄情報を提供し、当該投資家が不正な短期売買を行うのを幫助するということが多く行われていた。そのため、改正案では、投資会社が保有銘柄を開示する際の方針及び手続きを開示すること、特定の投資家に対してのみ頻繁に保有銘柄の開示を行うという協定が結ばれている場合には、その協定について説明することも義務づけられている。

## 2) 時間内の売買注文処理の義務化<sup>5</sup>

現行の投資会社法規則 22c-1 では、販売証券会社等の仲介業者が、投資家の売買注文を基準価額算定時刻よりも前に受け付けていれば、実際に投信会社にその注文が送られ、処理されるのが算定時刻以降であっても、当日の基準価額を用いることが認められている。そのため、投信会社は基準価額算定時刻以降にその日の注文を一括して受け取ることになり、仲介業者が注文を算定時刻よりも前に受け付けたかどうかを判断することは困難である。一連の投信不正事件では、仲介業者が算定時刻以降に受け付けた売買注文を算定時刻以前に受け付けた注文に紛れ込ませるということが行われていた。

提案された規則 22c-1 改正案では、その日の基準価額を用いるためには、仲介業者ではなく、投資会社やトランスファー・エージェント、NSCC Fund/SERV システム等の清算機関が算定時刻以前に売買注文を受け付けることが必要であるとされている<sup>6</sup>。

## 3) 2%の短期解約手数料の義務化<sup>7</sup>

不正な短期売買を防止するため、投資会社に対して、自社の投信を購入後 5 営業日以内に解約した場合には、解約した総額の 2%

の解約手数料（短期解約手数料）を投資家から徴収し、投資会社資産に組入れることを義務づける新規規則案が提案された<sup>8</sup>。2%の短期解約手数料は、必要な時に解約することができるという投信の特性を維持しつつ、投資会社が負担するコストを回収し、短期売買を行うメリットを減じることができるよう設定されたものである。但し、同一の投信を複数回購入する場合は、当該投資家が最初に購入した時点から起算して保有期間が算定されなければならないと定められている。

また、短期解約手数料を適切に徴収するため、投資会社に対して、①売買注文が投資家から出される度に、販売会社等の仲介業者から当該投資家の口座番号を入手すること、②仲介業者との間で、短期解約手数料を徴収しなければならない解約注文が投資家から出された場合、仲介業者は算定に必要な情報を投資会社に提供し、仲介業者自らも算定しなければならないという内容の協定を結ぶことが義務づけられている。

さらに、短期解約手数料額の算定が適切であるかどうかを確認するため、少なくとも週 1 回は、自社投信の売買を行った投資家の社会保障番号や取引額及び日付の情報提供を仲介業者に対して要求することが、投資会社に対して義務づけられている。

## 2. 投資会社のガバナンス・コンプライアンス体制の強化

### 1) 投資会社及び投資顧問会社のコンプライアンス体制の整備<sup>9</sup>

違法な取引行為を防止し、投資家及び顧客の利益を守るためには、投資会社や投資顧問会社の管理体制の強化が重要であり、法令遵守義務を明確にすることでコンプライアンスを強化するとともに、投資会社取締役会及びコンプライアンス担当者の権限

を強化することが必要であると考えられている。

採択された新規則では、投資会社に対して、連邦証券法に違反する行為を防止するための方針及び手続きを文書で作成し、実施することが義務づけられており、その中には、投資顧問会社等、当該投資会社に対してサービスを提供する業者のコンプライアンス体制を監視するための項目が含まれていないとされている。

また、それら方針及び手続きは、当該投資会社のものだけではなく、サービス提供者のものまで含めて、過半数が独立取締役から構成される取締役会の承認を得なければならないとされ、少なくとも年1回、その妥当性や有効性が見直されなければならないとされる。

さらに、新規則では、投資会社に対して、それら方針及び手続きを実施する責任者としてチーフ・コンプライアンス・オフィサーを任命することが義務づけられている。チーフ・コンプライアンス・オフィサーについては、①その任免及び報酬は、過半数が独立取締役から構成される取締役会の承認に基づかなければならない、②少なくとも年1回は、コンプライアンス方針及び手続きの実施状況、変更及び関連する重要な事象についての報告書を取締役に提出しなければならない、③少なくとも年1回は、独立取締役と個別にミーティングの機会を設けなければならない、④投資顧問会社や主要な引受業者、もしくはその指示を受けた者がチーフ・コンプライアンス・オフィサーに対して不当な影響力を行使することは禁止されるということが定められている。

投資顧問会社に対しても、投資会社と同様に、コンプライアンス方針及び手続きを整備すること、少なくとも年1回は、それらの妥当性や有効性を見直すこと、チーフ・コンプライアンス・オフィサーを任命する

ことが義務づけられている。

## 2) 投資会社のガバナンス強化<sup>10</sup>

現在、投資会社取締役会は、投資会社法10条(a)項に基づいて、その40%以上が独立取締役によって構成されなければならないとされている。また、投資会社が、「免除規程 (Exemptive Rules)」によって禁止規定の免除を受ける場合には、①取締役会は、その過半数が独立取締役によって構成されなければならない、②独立取締役は独立取締役によって選任されなければならない、③独立取締役が顧問弁護士を雇う場合、当該顧問弁護士は利害関係者であってはならないという条件を満たす必要があるとされている。「免除規程」とは、一定の条件を満たす投資会社に対して、利益相反を生じ得るとして法的に禁止されている行為を認めている規則を指す。例としては、販売関連費用を支払うために、投資会社資産を使用することを認めている規則12b-1が挙げられる。

改正案では、「免除規程」によって禁止の免除を受けるための条件の変更及び追加が提案されている。上記の3つの条件のうち、投資会社取締役会に占める独立取締役の割合が変更され、75%以上でなければならないと厳格化された。

また、それら3つの条件に加えて、④独立取締役が取締役会の会長職を務める、もしくは取締役会議を統括し、実質的に会長と同様の責任を負わなければならない、⑤取締役会は少なくとも年1回、取締役会及びその委員会の運営状況を評価しなければならない、評価を行う際には、取締役会の委員会構造の有効性やそれぞれの取締役が取締役を兼務する投資会社の数も考慮しなければならない、⑥独立取締役は少なくとも四半期に1回、利害関係者である取締役の出席を認めないミーティングの機会を設けなけれ

ばならない、⑦投資会社は、独立取締役がその職責を果たすために必要なアドバイザーや専門家を雇う権限を与えなければならないという条件が追加された。

### 3) 投資顧問会社の倫理規定の整備<sup>11</sup>

一連の投信不正において SEC が問題視した事例は、顧客に対して受託者責任を負っているはずの投資顧問会社の従業員が、顧客である投資会社の保有銘柄情報を特定の投資家に対してのみ漏らし、結果として他の投資家の利益が損なわれていたというものであった。このような投資顧問会社の従業員の行為を防止するには、現在多くの投資顧問会社で採択されている倫理規定を整備することが効果的であると考えられている。

提案された新規則案では、投資顧問会社に対して、倫理規定を文書で作成し、整備、実施することが義務づけられている。ここで定める倫理規定には、以下の項目が最低限含まなければならないとされている。

以下の項目の中で、SEC が特に重要視しているのが、「非公開情報を入手した者

(access person)」と定義される従業員に対して、個人的に保有する証券やその取引について、定期的に報告することを義務付ける条項である。

「非公開情報を入手した者」とは、①顧客の証券取引に関する非公開情報、又は投資顧問会社が運用アドバイスを提供している投資信託を通じて顧客が保有する証券に関する非公開情報を入手した従業員、②もしくは顧客に対して運用アドバイスを行ったり、そのような非公開情報である運用アドバイスに関する情報を入手した従業員を指し、③仮に、投資顧問会社の主要な業務が運用アドバイスの提供である場合には、その取締役、管理者及び共同経営者は、全て「非公開情報を入手した者」とみなすとされている<sup>12</sup>。

個人的に保有する証券についての報告書には、保有証券の銘柄名、株式相場表示符号 (Exchange Ticker Symbol) 又は証券識別コード、種類、株式数、元金、口座開設証券会社又は銀行の名前、報告書の提出日を記載しなければならない、最新の非公開情報

#### 倫理規定に盛り込まなければならない項目

- ① 投資顧問会社とその従業員に対して義務づける業務基準
- ② 従業員に対して連邦証券法の遵守を義務づける条項
- ③ 投資顧問会社が行う証券推奨や顧客の保有証券及び取引に関する非公開情報に対して、そのような非公開情報を職務上必要としない人間がアクセスすることを防止するための条項
- ④ 「非公開情報を入手した者」と定義される従業員に対して、個人的に保有する証券やその取引について、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る条項
- ⑤ 投資顧問会社の従業員が当該倫理規定に違反した場合、投資顧問会社のチーフ・コンプライアンス・オフィサー等担当者に適切に報告することを義務付ける条項
- ⑥ 投資顧問会社の従業員に対して、会社から倫理規定のコピーを配布された後、その受領を確認する文書を会社に提出することを義務付ける条項
- ⑦ 「非公開情報を入手した者」と定義される従業員に対して、IPO 銘柄や限定募集銘柄に投資する場合には、事前に投資顧問会社の許可を得ることを義務づける条項

(出所) 野村資本市場研究所

を入手してから 10 日以内、その後は年 1 回のペースで提出しなければならないとされる<sup>13</sup>。

また、個人的な取引についての報告書には、取引日、証券の銘柄名、株式相場表示符号又は証券識別コード、金利及び償還期限、株式数、取引の形態、取引価額、執行証券会社又は銀行の名前、報告書の提出日を記載しなければならないとされている<sup>14</sup>。

### Ⅲ. 今後の展望

SEC による一連の規則整備に対しては、米国投資信託協会 (ICI) から、強く支持するというコメントが発表されている。しかし、その一方で、基準価額算定時刻以前に売買注文を処理することを義務づける規則案に対しては、採択されれば、仲介業者は投資家からの注文を基準価額算定時刻よりも数時間前に締め切らなければならなくなり、投資家の投資機会を制限することになるという反対意見も多く寄せられており、SEC も規則案の見直しを表明している。

他の規則案についても、SEC は今後寄せられたコメントをもとに検討を行い、採択していく方針であるが、ロイ投資管理局長が報告の中で述べていたように、より効果的な代替案が存在するのであれば、規則案の見直しが行われる可能性も残されている。さらに、売買委託手数料によって、販売証券会社からリサーチや情報端末等を購入するソフトダラー取引に関する規則案の見直しも予定されており、今後の動向が注目される。

<sup>1</sup> 投資信託の不正取引の詳細については、胡田聡司・大原啓一「投資信託の裁定取引によって注目される基準価額問題」『資本市場クォーターリー』2003 年秋号参照。

<sup>2</sup> “Testimony Concerning the Securities and Exchange Commission’s Recent Regulatory Actions to Protect Mutual Fund Investors” Before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, March 10, 2004  
<sup>3</sup> 投資家との利益相反問題については、大崎貞和・大原啓一「投信販売をめぐるインセンティブ・スキームの問題点—米国における代行手数料 (12b-1 手数料) 規制見直しの動き—」『資本市場クォーターリー』2004 年春号参照。

<sup>4</sup> SEC, Proposed Rule: “Disclosure Regarding Market Timing and Selective Disclosure of Portfolio Holdings”, December 11, 2003

<sup>5</sup> SEC, Proposed Rule: “Amendments to Rules Governing Pricing of Mutual Fund Shares”, December 11, 2003

<sup>6</sup> 例外として、投資家が時間内に売買注文を出したにも関わらず、電力不足等の緊急事態により、仲介業者が注文を送ることができなかった、投資会社等が注文を受け取ることができなかった場合には、当該注文は時間内に受け付けられたとみなすことができると定められている。

<sup>7</sup> SEC, Proposed Rule: “Mandatory Redemption Fees for Redeemable Fund Securities”, March 5, 2004

<sup>8</sup> 例外として、①解約額が 2,500 ドル以下の場合、短期解約手数料を免除することができる、②予測不能な金融危機が発生した場合、投資家の書面での要求に基づいて、解約額が 10,000 ドル以下の場合には短期解約手数料を免除しなければならない、10,000 ドルを超える場合は免除することができる、③MMF や ETF、もしくは方針として短期売買を認めること、その結果として投資家に追加的な費用が生じ得ることを目論見書の中ではっきりと記述している投信には適用されないということが定められている。

<sup>9</sup> SEC, Final Rule: “Compliance Programs of Investment Companies and Investment Advisers”, December 17, 2003

<sup>10</sup> SEC, Proposed Rule: “Investment Company Governance”, January 15, 2004

<sup>11</sup> SEC, Proposed Rule: “Investment Adviser Codes of Ethics”, January 20, 2004

<sup>12</sup> 例外として、従業員がひとりだけの投資顧問会社の場合、保有証券及び取引の記録を保管していれば、報告書を作成したり、IPO 銘柄に投資する前に会社の許可を得たりする必要はないとされている。

<sup>13</sup> 報告の対象となる証券には、当該投資顧問会社及び関連会社が運用する投資信託も含まれる。但し、①国債、②銀行引受手形、譲渡性預金(CD)、高格付け短期債券③MMF の受益権証券、④当該投資顧問会社及び関連会社以外によって運用される投資信託については報告の対象とはされていない。

<sup>14</sup> 例外として、①当該従業員の管理や影響力が及ばない口座に保有する証券の場合や、②自動投資プランに基づいて執行された取引の場合、③四半期終了後 10 日以内に、当該従業員が勤務する投資顧問会社が証券会社等から取引確認書や勘定書を受け取る場合は、報告書を提出する必要はないとされている。