

米国における投信取引規制見直しの動き

米国では、規制当局による捜査及び金融機関の自主的な調査により、短期売買や時間外取引に関連した不正取引行為が投信業界の広範囲に及んでいることが明らかになり、深刻な問題となっている。このような中、2003年11月19日、連邦議会下院は「2003年投資信託の公正性及び手数料の透明性に関する法案」を可決した。続いて12月11日には、証券取引委員会（SEC）も、短期売買と時間外取引に関する新規則案を公表した。

1. 深刻化する投信不正取引問題

米国では2003年9月3日、ニューヨーク州司法当局により、ヘッジファンドのカナリー・キャピタル・パートナーズがバンク・オブ・アメリカ等の大手金融機関と通謀して、投資信託の短期売買や時間外取引を中心とする不正行為から利益を得ていたことが公表された¹。

短期売買とは、投資家が、数日から数週間という短期間で同一の投信の売買を繰り返す行為である。現行では、短期売買を直接禁止する法令や規則は存在しないが、円滑な運用に支障をきたし得る等の理由から、多くの投信が目論見書の中でそうした行為を禁止する方針を掲げている。それにも関わらず、一部の投資家に対してのみ短期売買を認めていたり、運用担当者らが自社投信の短期売買を個人的に行っていたことが問題視されている。

時間外取引とは、基準価額の算定時刻以降に、その基準価額を用いて売買を行う行為であり、1940年投資会社法規則 22c-1 によって禁止されている。規則 22c-1 では、投信は、注文を受け付けた後に算定される基準価額に基づいて取引されなければならないと定められている。

カナリー社のケースを契機に、規制当局の捜査及び金融機関の自主的な調査が行われ、パトナムやセキュリティ・トラストが SEC により訴追される、アライアンスのトップが引責辞任するなど、名だたる金融機関の関与が明らかにされた²。さらに、11月4日に公表された SEC の調査報告は、主要な運用会社や販売会社など約 100 社のみが対象という制約はあるものの、調査対象となった投信販売会社の約 30% が顧客の短期売買を何らかの形で容認していたという内容で、この問題の根深さを窺わせるものだった。

¹ 9月3日に発覚した投資信託の不正取引の詳細は、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。

² 米国投信業界をめぐる動向については、本稿末の参考資料を参照。

2. 下院を通過した投信規制法案

このような中で、2003年11月19日、連邦議会下院は、「2003年投資信託の公正性及び手数料の透明性に関する法案」(The Mutual Funds Integrity and Fee Transparency Act of 2003、以下、投信規制法案とする)を可決した³。

同法案には、投信手数料及び投資会社の運営に関する透明性の向上、投資会社のガバナンスや公正な運用体制の強化に加えて、不正取引防止策も盛り込まれている。法案の構成は、次頁の図表1のとおりである。

以下では、投信規制法案の中でも、現在問題となっている不正取引の規制に関連する条項を紹介する。利害関係者に対する短期売買の禁止、公正価値評価義務の徹底、時間外の注文処理を防止するなどの対応に加え、不正取引全般を防止するための内部体制の整備が義務づけられている。

1) 利害関係者に対する短期売買の禁止 (203 条)

短期売買については、投資会社法 17 条を改正し、投資会社や販売会社等の従業員など利害関係者が、自社の投信の短期売買を行うことを禁じるとしている。この場合の短期売買の定義は、SEC が行うこととされている。ただし、MMF 等、短期間の投資を目的とする投信については、禁止の対象外とされている。

また、顧客が購入後短期間に解約を行った場合の解約手数料について、SEC に投資会社法規則の改正を行わせ、2%を超えて設定できるようにすることも盛り込まれている。現行の SEC の立場では、2%を上回る解約手数料を課す場合は、事前に SEC による除外命令 (exemptive order) を得なければならないとされているためである⁴。なお、すでにフィデリティ・インベストメンツやパトナム・インベストメンツ等が、一部の投信に短期解約手数料を新たに設定するといった動きも生じている。

³ 本法案のもとになったのは、2003年6月11日にリチャード・ベーカー下院議員が提出し、7月23日に下院金融サービス委員会を通過した法案である。当初の主な目的は、手数料及び運用体制の透明性を高め、投資会社のガバナンス機能を強化することであったが、9月以降不正取引問題が深刻化する中、不正取引防止策も追加的に盛り込まれた。

⁴ John P.Reilly, SEC No-Action Letter (July 12, 1979), Morgan Lewis & Bockius, SEC No-Action Letter (Sept.22, 1993)を参照。

図表1 投信規制法案の構成

条項	
第1章 投資会社運営の公正・手数料の透明性	
101条	投資会社に義務づけられる、手数料に関する情報開示項目の拡充。(SECは、270日以内に規則を改正)
102条	投資会社取締役会によるソフト・ダラー等の監視。
103条	投資会社取締役会は3分の2以上が社外取締役により構成されなければならない。
104条	投資会社の監査委員会の責任、独立性、内部告発者保護のための手続きの整備、アドバイザー等を雇う権利等。(注1)(SECは、180日以内に規則を制定)
105条	投資家の解約申込の実施期限についての規定。
106条	「ノー・ロード・ファンド」の定義の明確化。(SECは、270日以内に明確化)
107条	SEC検査報告において投資会社運営に関する重大な欠陥が指摘された場合の、取締役会に対する当該検査報告書の提出義務。
108条	投資会社取締役が議決権を行使するにあたっての会合出席義務の緩和。
109条	投信保有株式に関連する議決権行使記録の開示義務。(注2)
110条	販売費用や販促のための支出、利益相反に関する情報等を開示しないで、投資会社や販売会社が投信販売を行うことを禁止。(SECは、270日以内に規則を制定)
111条	SECに対する、ソフト・ダラーに関する調査の要請。
112条	SECに対する、投信関連の仲裁申立てが増加していること、その原因、回避方法についての調査の要請。
第2章 不正な投信取引の防止	
201条	内部倫理規定の作成と手続きの整備、投資家への開示の義務づけ。「チーフ・コンプライアンス・オフィサー」の起用の義務づけ。基準価額の算定方法等に関する手続きが適切に整備されていることについて社外取締役による宣誓。(SECは、90日以内に規則を制定)
202条	投信運用担当者がヘッジファンド運用を兼務することの原則禁止。(SECは、90日以内に規則を制定)
203条	投資会社の利害関係者に対し、自社投信の短期売買を原則禁止。2%以上の短期解約手数料の設定を可能に。(SECは、90日以内に規則を制定)
204条	投信会社に対して基準価額の公正価値評価を義務づける基準の見直し。(SECは、90日以内に規則を制定)
205条	SECに対して、時間外取引を防止する追加的な規則制定を義務づけ。仲介業者が注文受付の際の手続きを厳格化し、独立監査人の監査を受けた場合等の例外の設定。(SECは、90日以内に規則を制定)
206条	SECは短期売買、時間外取引による長期投資家の経済的損失等に関する調査報告を要請。(SECは、180日以内に報告)

(注) 1. 企業改革法で上場会社に課せられているのと同程度の監査委員会基準を要求している。
 2. 保有株式に関連する議決権行使の開示は、既に投資会社法規則 30b1-4 によって義務づけられているが、改めて本法案 109 条にも盛り込まれている。

(出所) 野村総合研究所作成

2) 公正価値評価義務の徹底 (204 条)

投資会社法は、オープン・エンド型投信の買い付けや解約に際して用いられる基準価額は、ファンドの純資産価値 (net asset value) と関連付けられていなければならないと定めている (22 条 a 項)。ここでいう「価値」とは、①市場における気配 (quotation) が容易に入手できる証券に関しては当該市場価格、②その他の証券や資産に関しては、投資会社の取締役会によって決定された公正価値 (fair value) を指すものとされている (2 条 a 項 (41))。

しかし、市場価格が容易に入手できる場合であっても、当該価格を単純に用いたのでは、

かえって公正さを害する可能性もある。このことを端的に示したのが、一連の不正取引の中で問題となった、いわゆる短期売買である。

すなわち、米国で日本株投信を売買するケースを例にとれば、米国東部時間午前 1 時に算出された東京市場の終値を「市場における気配」としてそのまま用いると、米国東部時間午後 4 時に算出される基準価額には、東京市場の取引終了後に生じた株価に影響を及ぼすような重要な事実が反映されないことになってしまう。そこで、東京市場の取引終了後に株価を大きく上昇させる可能性の高い出来事が生じたといった場合に、米国の通常取引時間中に割安な基準価額で投信を購入し、翌日、上昇した基準価額で売却するという短期売買を行うことにより、利鞘を稼ぐことが可能となるのである⁵。

そこで、法案は、SEC に対して、市場の気配が保有証券の公正な市場価値を正確に反映しないため、市場価格を単純に用いるのではなく、公正価値評価を行わせる必要が生じるものと考えられるような重大な事象、条件、状況とそれらの事象等に対応した公正価値評価の方法を定める規則を制定するよう求めることとした。また、法案では、そうした事象等の具体的な例として、「外国の取引所で取引されている証券を評価する必要がある場合」があげられている。

3) 不正な時間外取引の防止 (205 条)

現状では、販売会社を通じた投信売買の場合、販売会社が投資家の注文を通常取引時間内（基準価額の算定時刻以前）に受け付けた後、それが投信運用会社のトランスファー・エージェントに送られ、処理されるまでに最大数時間のタイムラグが生じている。その際、全ての売買注文が販売会社において時間内に受け付けられたものであるかの管理を徹底することは困難である。一連の不正取引事件では、販売会社等が時間外受付の売買注文を時間内の売買注文に紛れ込ませるといった手法がしばしば用いられていた⁶。

そこで、法案では、SEC に対して、時間外の注文処理を防止する追加的な規則を制定することを求めている。ただし、販売会社等の仲介業者が時間外の受付を防止するような手続きを整備しており、その手続きの適切性が独立監査人によって保証されている場合、そのような仲介業者によって受け付けられた売買注文の時間外の処理は認めるように求めている。また、売買注文を集めるシステム及び手続きを、外部の業者から提供されており、当該業者が独立監査人の監査を受けている場合にも、売買注文の時間外の処理を認めることとされている。

4) 内部管理体制の整備 (103 条、104 条、201 条)

⁵ 詳細については、胡田・大原前掲論文参照。

⁶ SEC によると、例えば、特定の投資家から時間内に売買注文を受け付けておき、その後算定時刻以降になってから、発注するか、キャンセルもしくは変更するかの判断を当該投資家に委ねることによって、実質的に時間外に受け付けた注文を紛れ込ませるといったことが行われていた。

投資会社は、現在も投資会社法により内部倫理規定の作成を義務づけられているが、法案では、内部倫理規定を遵守するための手続きの整備と投資家への開示を行うこと、毎年その適切性と実効性を見直すこととされている。

また、投資会社取締役会における社外取締役の比率を全体の3分の2以上とするとされ、内部倫理規定などの監視を行い、直接社外取締役に報告を行う「チーフ・コンプライアンス・オフィサー」を起用しなければならないとされた⁷。

更に、投資会社の社外取締役は、基準価額の算定方法、資金の流出入、手数料割引規定、種類株の設定、運用担当者の報酬体系、コンプライアンス体制の監視に関する手続きが適切に整備されていることについて、年次報告書等で宣誓の上、疎明しなければならないとされている。

3. SECの新規則案

一方、SECは2003年12月11日、短期売買、時間外取引等を規制する規則案を公表した。また、投資会社に対して、取締役会に直接報告を行うチーフ・コンプライアンス・オフィサーを起用することや、コンプライアンスの方針と手続きを整備し、毎年定期的にそれらの見直しを行うことを義務づける新規則も採択された。

規則案の内容は、変額保険を提供する保険会社にも適用されるものとされているが、以下では、投信に関する規定のみを取り上げる。

1) 短期売買に関する新規則案⁸

投資会社がどのような方針や手段によって、自社投信の短期売買の管理や基準価額の公正価値評価の実施基準について定めているか、投資家に対する情報開示を拡充する規則案が公表された。

規則案は、投資会社に対し、頻繁な短期売買は他の投資家に対してどのようなリスクを及ぼしうるか、短期売買に対する方針や手続きは整備されているか、整備されていないのであれば、それで適切だとする根拠について、目論見書で開示することを義務づけるとしている。また、短期売買を防止する方針や手続き、もしくは短期売買を容認する取り決めについても開示することが義務づけられている。

さらに、投資会社はどのような状況になれば公正価値評価を行う方針であるのかについて、また公正価値評価を行った場合の影響についても、目論見書で説明しなければならない

⁷ 現行の投資会社法10条a項では、投資会社取締役会は40%以上が社外取締役により構成されなければならないとされている。

⁸ “Proposed Rule : Disclosure Regarding Market Timing and Selective Disclosure of Portfolio Holdings” SEC Release No.IC-26288<<http://www.sec.gov/rules/proposed/33-8343.htm>>

いとされている⁹。

2) 時間外取引の防止に関する新規則案¹⁰

現行の投資会社法規則 22c-1 では、販売会社等の仲介業者が基準価額算定時刻よりも前に注文を受け付ければ、実際に注文が処理されるのが時間外であっても当日の基準価額を用いることができる。これに対して、新規則案は、規則 22c-1 を改正し、投資会社、トランスファー・エージェント、もしくは清算機関たる NSCC Fund/SERV システムが時間内に売買注文を受け付ける必要があるとした。したがって、販売会社等の仲介業者は、基準価額算定時刻までに、売買注文を取りまとめ、投資会社やトランスファー・エージェントに送らなければならないことになる¹¹。

ただし、投資家が時間内に発注を行ったにも関わらず、電力不足などの緊急事態により、時間内に、仲介業者が注文を送ることができなかった、あるいは、トランスファー・エージェントや清算機関が注文を受け取ることができなかった場合などは、例外とされる。

本規則案は、下院法案に比べて、投資会社やトランスファー・エージェントが売買注文を受け取り、処理を時間外に行うことが認められる余地がきわめて小さく、販売会社等の仲介者にとっては厳しい内容と受け止められている¹²。

4. 今後の展望

下院を通過した投信規制法案は今後、上院での審議に付されることになるが、上院でも既に、SEC や司法当局の幹部を召致して公聴会が開催されており、この問題に対する関心は高い。また、SEC は規則案の採択に向けて、2004年2月6日までパブリックコメントを募集している。なお、上述のように、時間外取引の規制に関して、下院法案と SEC 規則案の内容には開きがある。いずれかが大きく修正されるといった可能性もあり、今後の動向が注目されよう。

(大原 啓一)

⁹ 上記以外にも、本規則案では、投資会社に対し、保有証券の開示に関する方針・手続き等について、SAI (追加情報報告書)の中で開示することが義務づけられている。選択的開示を禁止するレギュレーション FD が投資会社には適用されないことから、運用担当者が特定の顧客に対してのみ保有証券について頻繁に情報提供を行っているという実態が問題視されたためである。

¹⁰ "Proposed Rule: Amendments to Rules Governing Pricing of Mutual Fund Shares," SEC Release No. IC-26288 <<http://www.sec.gov/rules/proposed/ic-26288.htm>>

¹¹ 注文のキャンセル及び変更については、売買注文が受け付けられ、いったん基準価額が算定された後は、これらを認めないとされている。また、乗換え注文については、売り注文が算定時刻以前に受け付けられていれば、売却代金を用いた買い注文も、当日の基準価額に基づく取引が認められるとしている。

¹² "Late Trade deadline not a good solution," *The Wall Street Journal*, 12/16/2003

(参考資料) 米国投資信託業界を巡る最近の動き

<p>2003年 9月</p>	<p>3日 16日 24日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ ニューヨーク州司法当局、ヘッジファンドのカナリー・キャピタル・パートナーズ及びその子会社が大手投資信託業者 5 社との間で短期売買や時間外取引といった不正取引を行った疑いについて、カナリー・キャピタル・パートナーズと和解したことを公表。 ・ 大手投資信託業者 5 社とは、バンク・オブ・アメリカ、バンク・ワン・コープ、ジャナス・キャピタル・グループ、ストロング・キャピタル・マネジメント、セキュリティ・トラスト・カンパニーの 5 社。 ・ ニューヨーク州司法当局と SEC、時間外取引及び短期売買を行ったとして、バンク・オブ・アメリカの富裕層営業グループの担当者を証券詐欺罪等の疑いで、民事・刑事訴追。 ・ NASD、モルガン・スタンレーが自社運用の投信の販売を強化するためにブローカーに賞品を与えていたことが NASD 規則違反にあたるとして 200 万ドルの罰金の支払いを命じた。 ・ SEC、投信の広告規制に関する規則改正案を採択。
<p>10月</p>	<p>2日 9日 16日 28日 29日 30日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ ニューヨーク州司法当局と SEC、投資信託の時間外取引を行ったとして、ヘッジファンドのミレニウム・パートナーズの前取締役を証券詐欺罪等の疑いで、民事・刑事訴追。 ・ SEC ドナルドソン委員長、投資信託の不正取引である短期売買と時間外取引を規制するための新規則を制定する意向をニュースリリースで表明。投信売買の注文の受付は午後 4 時までに終了することや、投資会社に短期売買に対する方針や手続きを明文化させることなどを検討。 ・ ICI (米投信協会)、投信不正取引に対する新規則を制定するという SEC の意向を、支持する声明を発表。 ・ ニューヨーク州司法当局と SEC、フレッド・アルガー・アンド・カンパニーの元取締役を、特定の投資家に対して短期売買を容認していた疑いで、民事・刑事訴追。 ・ SEC とマサチューセッツ州司法当局、パトナム・インベストメント・マネジメントと同社の元運用担当者ら 2 人を、自社投信の短期売買を個人的に行っていたとして、証券詐欺罪等の疑いで提訴。 ・ SEC とニューヨーク州司法当局、ヘッジファンドのリッパー・コンバーティブルの元運用担当者を、運用する投信の価値を実際よりも不当に高く粉飾していた疑いで、民事・刑事訴追。 ・ ICI、投資信託の不正取引を防止するための規制強化案を、SEC に提言 (11 月 3 日に議会にも提出)。内容は、①投信売買注文の受付は午後 4 時までに終了、②5 日以内の投信解約は、購入額の 2%以上の解約手数料を徴収、③投資会社に対する内部倫理規定策定の義務付け。
<p>11月</p>	<p>2日 3日 4日 11日 12日 13日</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ ストロング、個人的な取引として短期売買を行っていた疑いで、会長が辞任。 ・ パトナム・インベストメント・マネジメントの CEO、同社が短期売買の疑いで SEC とマサチューセッツ州司法当局に提訴された責任をとり、辞任を発表。 ・ SEC と NASD、投資家に対する投信販売手数料の過剰請求の疑いで、証券会社に対して制裁措置を行う予定であることを公表。 ・ SEC、ブルデンシャル証券の 5 人の元ブローカーと 1 人の元運用担当者に対して、投資信託の短期売買を行っていたとして、民事訴追。 ・ 下院公聴会で、SEC の法執行局長が、証券会社の 25%以上が顧客から時間外取引を受け付けていたことや、約 30%の証券会社が何らかの形で短期売買を容認していたという調査結果を公表。 ・ アライアンス・キャピタル・マネジメント、短期売買を容認していた疑いで、COO から経営陣 2 人の引責辞任を発表。 ・ 証券会社ベア・スターンズ、特定の投資家に対して短期売買を容認していたとして、富裕層向け営業部門のブローカー 4 人とアシスタント 2 人を解雇。 ・ パトナム・インベストメント・マネジメント、SEC との間で、不正な短期売買で投資家が被った損失の算定とその返還に同意。さらに、コーポレートガバナンスの強

■ 資本市場クォーター—2004年冬

	14日	<ul style="list-style-type: none"> 化、倫理規定の整備、法令遵守体制の整備を内容とする SEC の命令にも同意。 ピルグリム・バクスター・アンド・アソシエイツ、外部ヘッジファンドを利用して自社投信の短期売買を行っていたとして、創業者 2 人が辞任。
	17日	<ul style="list-style-type: none"> チャールズ・シュワブ、傘下の US トラストが少数の投資家に対して短期売買を認めていたことと、時間外取引についても行っていた可能性があるという内容の調査報告を SEC に提出。
	18日	<ul style="list-style-type: none"> モルガン・スタンレー、SEC との間で、投資家への返還資金と制裁金として 5,000 万ドルの支払に合意。顧客に対して、投資信託の購入に関する重要な情報 (10 万ドル以上の投資信託を購入する場合は、A シェアよりも B シェアの方が、手数料が高くなるという事実) を開示することを怠った疑い。
	19日	<ul style="list-style-type: none"> ジャナス・キャピタル・グループ、短期売買を容認していた幹部 (ジャナス・インターナショナルの CEO 兼ジャナス・グローバル・アドバイザーのマネージング・ディレクター) の辞任を公表
	20日	<ul style="list-style-type: none"> 連邦議会下院、投信業界の規制強化を目的とする法案を可決。投資会社のガバナンス強化、投資家への手数料情報提供の強化等に加えて、時間外取引、短期売買禁止に関する条項も盛り込まれた。
	25日	<ul style="list-style-type: none"> SEC とニューヨーク州司法当局、外部ヘッジファンドを利用して自社投信の短期売買を行っていたとして、ピルグリム・バクスター・アンド・アソシエイツと同社の創業者 2 人に対して、民事提訴することを公表。 SEC とニューヨーク州司法当局、セキュリティ・トラスト・カンパニーと同社の 3 人の元取締役を、短期売買、時間外取引に関与した疑いで、民事・刑事訴追。また、通貨監督局 (OCC) は、2004 年 3 月 31 日までに会社解散の手続きをとるように同社に命令を発した。
12月	2日	<ul style="list-style-type: none"> SEC とニューヨーク州司法当局、インベスコ・ファンド・グループと同社の社長兼 CEO を、目論見書に掲げた方針に反して、複数の機関投資家に対し短期売買を容認していた疑いで、民事訴追。
	3日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、投資会社に対して内部管理体制の整備を義務づける新規則を採択。
	4日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、ミューチュアル・ドット・コムと同社の経営陣 3 人を、特定の顧客が短期売買や時間外取引を行うのを幫助した疑いで、民事訴追。
	11日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、短期売買や時間外取引等の投信不正取引を規制する規則案を公表。 SEC、ハートランド・アドバイザーズと同社の CEO や運用担当者、従業員、取締役等を、自社の高利回り債投信について不実表示をしたり、虚偽の価格を提示したり、インサイダー取引を行ったとして、民事訴追。
	17日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、投信手数料割引規定についての情報開示の拡充を求める規則改正案を公表。
	18日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、アライアンス・キャピタル・マネジメントに対し、特定の投資家に短期売買を容認していたとして、計 2 億 5,000 万ドルの不当利得返還・罰金の支払等の制裁を科したことを公表。 NY 司法当局、アライアンス・キャピタル・マネジメントと、5 年間にわたって運用手数を 20%引き下げるという内容の和解を行ったと公表。
	19日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、投資会社のポートフォリオ運用に関連する取引費用の開示方法についてのコンセプトリリースを公表。
	22日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、セキュリティ・ブローカレッジと同社の社長に対し、不正な短期売買や時間外取引を行っていたとして民事訴追。
2004年 1月	14日	<ul style="list-style-type: none"> SEC、投資会社のガバナンス強化や投資顧問会社の倫理規定、販売会社が取引の際に顧客に開示する情報の拡充に関する規則案を提案。

(出所) 野村総合研究所