

2015年の米国 SEC 及び FINRA による規制・検査優先事項

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 2015年1月、米国の規制当局である SEC 及び FINRA は、2015年の規制・検査優先事項を公表した。その中で、米国において急拡大している残高フィー型ビジネス、リキッド・オルタナティブ、スマートベータ型 ETF などを検査対象とした。
2. また、近年、訴訟が増加している確定拠出年金プランにおけるセールス慣行、相続や個人退職勘定へのロールオーバーなどのウェルス・イベントにおける適合性の原則の遵守及び情報開示、2030年には7300万人に達すると予想される65歳以上の高齢者への対応など、主に退職資産を巡る証券営業担当者に関する動向を検査事項として挙げている。
3. その他、2010年5月のフラッシュ・クラッシュ以降議論されている高頻度取引に関連する取引フローにおける利益相反の潜在的可能性、金融機関にとって比較的新しい脅威として認識されつつあるサイバーセキュリティなどを検査対象としている。

I. はじめに

2015年1月6日、金融取引業規制機構（以下、FINRA とする）は、2015年の規制・検査優先事項を公表した¹。また、同年1月13日、証券取引委員会（以下、SEC とする）も2015年の規制・検査優先事項を公表した²。その中で、SEC 及び FINRA は、米国において急拡大している残高フィー型ビジネス、リキッド・オルタナティブ、スマートベータ型 ETF などを検査対象としている他、データ分析を通じた金融機関の支店の監督強化、高頻度取引に関連する取引フローにおける利益相反の潜在的可能性、退職資産や高齢者への対応、サイバーセキュリティなどを検査対象として挙げている。これらの対象はすなわち、現在の米国証券市場における重要課題であると解釈できよう。そこで、本稿は、SEC 及び FINRA による規制・検査優先事項における主要項目を整理する。

¹ FINRA, “2015 Regulatory and Examination Priorities Letter”, January 2015.

² SEC, “Examination Priorities for 2015”, January 2015.

Ⅱ. SEC の規制・検査優先事項の概要

1. 残高フィー型ビジネスの台頭に伴う多様な手数料体系の選択

近年、米国においては残高フィー型ビジネスが台頭している。残高フィー型ビジネスとは、株式ブローカレッジ業務のように顧客の売買によって収益をあげるコミッション型ビジネスとは異なり、セパレートリー・マネージド・アカウント（以下、SMA とする）及びファンドラップなど、顧客の運用資産総額（以下、AUM とする）に応じて手数料を獲得する金融サービスを指す。そして、SMA 及びファンドラップとは、証券営業担当者（フィナンシャル・アドバイザー、以下、FA とする）と個人投資家が投資顧問契約を締結し、FA が受託者責任を負うことで顧客のポートフォリオ構築や銘柄選択を請け負うサービスを指す³。残高フィー型ビジネスが台頭することで従来の証券外務員と投資顧問業の垣根が薄れ、FA が提供する手数料体系が多様化している。具体的には、運用資産残高に応じた手数料、金融サービスの提供に費やした時間に応じた手数料、パフォーマンスに応じた成功報酬などが存在する。そこで、FA が選択した手数料体系が、顧客に推奨した口座の利益に最適なものであるか検査を行う。

2. 確定拠出年金プランにおけるセールス慣行

FA が職域の確定拠出年金プラン（以下、401 (k) とする）から、退職資産を他の投資商品や口座に移行することを推奨するにあたって、不当もしくは誤解を招くような慣行がないことを検査する。特に、移行先の投資商品や口座のリスクや手数料が高い場合は注意に値する。これは近年、401 (k) の加入者による事業主に対する訴訟が増加していることと関係がある。例えば、カリフォルニア州にある電力供給会社のエディソン・インターナショナルは、401 (k) の加入者から提訴されている。当該事案は、同社の 401 (k) において採用していた 41 のファンドのうち、6 つのファンドにおいて、機関投資家向けシェアクラスが存在したにも関わらず、手数料の高い個人投資家向けのシェアクラスを提供していたというものである。原告は、これが受託責任違反に該当するとして、現在最高裁で争われている⁴。その他にも、401 (k) における受託者責任（フィーや商品の選択）を巡り、約 10 件を超える訴訟が発生しており、被告となった企業の中には、ロッキード・マーチンや ABB グループなどの大手企業も含まれている。

3. 台頭するリキッド・オルタナティブへの対応

SEC は、オルタナティブ投資戦略を提供するファンドの査定を継続する。特に、①レバレッジ、流動性、バリュエーションに関するポリシーと慣行、②人員構成、取締役会の権

³ 受託者責任の詳細は、沼田優子「米国に見る証券営業担当者のアドバイスのあり方に関する議論 - 制度改革議論が進めた証券アドバイスの類型化 -」『資本市場クォーターリー』2010 年春号参照。

⁴ Institutional Investor, “Supreme Court May Shakeup 401 (k) Fee Fight”, December 2014.

限、コンプライアンス担当者、バックオフィスを含むファンドの内部統制に係る要因、③ファンドのマーケティング手法、が検査項目となる。オルタナティブ投資戦略に対する査定は、近年のリキッド・オルタナティブの台頭と関係がある。リキッド・オルタナティブとは、ヘッジファンドの運用戦略を流動性の高い投信の形態で組成した個人投資家向け商品のことである⁵。米国におけるリキッド・オルタナティブは、1940年投資会社法の規制下にあり、通常の投信と同様の規制に服する。そのため、投資家は日次の設定・解約が可能であり、解約通知期間（ノーティス）や解約禁止期間（ロックアップ）が付与されていない。このような新商品の開発が、投資対象の分散及びオペレーション上、日次の流動性を必要としている残高フィー型ビジネスおよび401(k)に組み入れられ始めたことで、個人投資家に普及していることが背景にある。

4. 大手金融機関の支店に対する監督

SECは適合性の原則について検査を優先する。特に、退職資産に対して、仕組みが複雑なストラクチャード商品やハイ・イールド債への投資を推奨したFAが、適合性を配慮しているか査定する。また、データの分析を通じて、本社のコンプライアンス規定が守られていない可能性がある支店を特定し、監督を強化する。

5. 市場全般のリスクの査定

業界全体の問題の早期発見を目的とし、SECのトレーディング市場局及び投資運用局と協力して大手ブローカー・ディーラー及び資産運用会社をモニターする。その中でも、株式注文の回送に伴う利益相反として、最善執行義務に反する注文フローが行われていないか査定する。これは、2010年5月のフラッシュ・クラッシュ以降の市場構造（マーケット・マイクロストラクチャー）に関する議論と関連している。特に、現在、高頻度取引が流動性を市場に供給している一方で、市場の不安定性を誘発している可能性が議論されている影響を受けている⁶。2015年1月13日、SECは、株式市場構造諮問委員会を設置し、①株式市場規制に関する基本的な規則であるレギュレーションNMSの見直し、②現在の市場構造の下における取引所の役割、③株式売買注文の回送と執行をめぐる利益相反の可能性や影響、などを検討し、詳細な分析を行う予定であり、市場全般のリスクが査定される予定である⁷。

⁵ 詳細は、岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号参照。

⁶ HFTの詳細は、岩井浩一「米国で注目が集まる高頻度取引（HFT）の功罪を巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号参照。

⁷ 任期は2年、年間4回程度の公開会合を開催。委員会のメンバーは、FINRA、BATSなどの電子取引所運営会社、IEXなどのダークプール運営会社、パークレイズ、Tロウ・プライス、大学のファイナンスや法律の研究者など17名で構成される。

6. データ分析を通じた違法行為の発見

FA に関して制裁歴がある個人を特定し、その様な個人を採用する金融機関に対して検査を行う。また、マイクロキャップ市場における価格操縦として、ブローカー・ディーラーやトランスファー・エージェントによる不正について検査を行う。さらに、クリアリング・ブローカーから取得したデータの分析を通じて過剰な取引について検査することや、マネーローンダリング防止（AML）の強化を挙げている。

Ⅲ. FINRA の規制・検査優先事項の概要

1. FINRA が注目する商品

SEC と同様に、FINRA はリキッド・オルタナティブを検査対象として挙げているが、その他、FINRA は非取引 REIT（Non-Traded Real Estate investment Trusts）に注目している。当該商品は、一般的に、未上場で総資産が 100 万ドル以上、年間所得 20 万ドル以上の投資家を対象とした REIT と定義される。高いリターンと節税効果が期待できる反面、手数料が高いこと、流動性が低いこと、バリュエーションが困難であることが難点であると指摘されている⁸。

また、FINRA は多様化する ETF にも注目している。中でも、従来の時価総額加重平均による価格指数ではなく、特定のリスク要因ないし投資戦略による指数に連動する商品に着目している。これは個人投資家にとって複雑かつ馴染みがない可能性があることや、取引量が限定されていること、売買呼び値のスプレッドが大きく取引コストが高いことなどが懸念されるためである。上記の特徴を有する商品は、スマートベータ型 ETF と呼ばれる。スマートベータとは、①ファクターへの投資、②非時価総額加重方式による指数の算出、③ルール・ベースの運用という 3 つの特徴を有する⁹。代表的な株式のスマートベータ・インデックスとしては、ファンダメンタル・インデックス、最小分散インデックス、シャープレシオ最大化インデックスなどが挙げられ、その様な指数に連動する ETF をスマートベータ型 ETF と呼ぶ。主にリスク分散の観点から欧米の年金基金をはじめとする機関投資家が導入していることに加え、米国の SMA やファンドラップに組み入れられることで、個人投資家にも普及し始めていることと関連している。

2. ウェルス・イベント時の監督強化

FINRA は投資家の「ウェルス・イベント」に関わる動向に注視している。ウェルス・イベントとは、投資家が、相続、生命保険、事業その他の主要資産の売却、離婚調停、個人

⁸ Security Litigation & Consulting Group, “A Primer on non-Traded REITs and other Alternative Real Estate Investments”, March 2012.

⁹ スマートベータの詳細は、岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号参照。

退職勘定（以下、IRA とする）へのロールオーバー等を通じて、取得した相当額の資金の用途を巡る決断に直面する場面を示す。ウェルス・イベントに関する FA の推奨は、顧客の余生に多大な影響を及ぼすため、FINRA は会員会社の監督、適合性、情報開示義務の遵守にフォーカスする。

3. 高齢者への対応

米国では 65 歳以上の人口が、2012 年から 2020 年にかけて 4300 万人から 5600 万人となり、2030 年には 7300 万人に達すると予想される。新たな所得がなく、損失を補う時間の余裕もない高齢な投資家に対して不適切な投資アドバイスを提供することは大きな打撃を与える。そのため、FINRA は、多くの会員会社が、適合性の判断に関するガイドラインを強化させ、判断力が衰えた高齢者への FA の対応についてのトレーニングを実施する等、積極的に措置を導入している。

4. サイバーセキュリティ

2014 年 1 月、FINRA は、サイバーセキュリティに関して、会員会社がどのようなタイプの脅威に直面しているか、それに対してどのような対応を行っているか調査を開始した。その結果に基づき、今後、会員会社がサイバーセキュリティ・プログラムを導入する際に考慮すべき一連の原則を公表する予定である。これは、近年、ハッカーによる攻撃によって金融機関の情報管理に対する懸念が高まっていることと関連する。実際、SEC が 2015 年 2 月に公表した調査報告によると、ブローカー・ディーラーの 88% 及び投資アドバイザーの 74% が、直接もしくはプロバイダーを通じてサイバーセキュリティに関連する問題を経験していることが示された¹⁰。また、サイバーセキュリティへの対応がビジネスを左右する傾向もみられる。例えば、年金基金が、カスタディヤドミニストレーターなどのサービス・プロバイダーを選定する際、サイバーセキュリティへの対応状況を選定基準としているケースがある。約 130 億ドルの運用資産規模を有するイリノイ州投資理事会は、サービス・プロバイダーが「データセキュリティの重要性を認識し、セキュリティに敏感であること」が契約の前提条件だと述べている¹¹。

5. 市場の完全性

FINRA は SEC と同様に、会員会社のトレーダーや、その顧客によるアルゴリズムを利用した価格操縦に注目し、新たなタイプの不正取引慣行を発見するための監視プログラムを強化する。米国のように取引所やダークプールが複数存在し、分断された市場においては、市場参加者が複数の市場で取引を行うことによって不正を隠すことが可能であるとの見解の下、株式とオプションの両者について監督機能を強化する。FINRA は 2014 年、取引手数料のリベート制度が、顧客注文の執行のクオリティの低下につながる利益相反を

¹⁰ SEC, “Cybersecurity Examination Sweep Summary”, February 2015.

¹¹ Pensions&Investments, “Asset owners demand info on cybersecurity processes”, February 2015.

誘発しているか検査を開始した。現在は、顧客の指値注文の大部分を、流動性に対して最も高いリベートを支払っている会員会社に対して調査中である。特に、FINRA は、注文発
送から執行までの間の価格変動によって顧客の指値注文が最良執行されていない場合にお
いても、会員会社が取引に対するリベートを受け取っていることを懸念している。