

## 米国 SEC の予防型監視行政

大崎 貞和

### 要 約

1. 2005年6月14日、米国SECは、自動車大手フォードの金融子会社であるFMCCに対して、目論見書規制違反を理由とする排除措置命令を出し、70万ドルの不正に得た利益の吐き出しを命じた。
2. FMCCは、1999年以降、「フォード・マネー・マーケット・アカウント」と銘打った金融商品を幅広い投資家層に販売してきた。SECは、この商品がFMCCの社債への投資であるにもかかわらず、銀行預金や証券会社のMMFに類似したものであると投資家に誤認させたとして今回の措置に踏み切った。
3. 興味深いのは、この金融商品への投資で損失を蒙った投資家は一人もいないにもかかわらず、SECが行動を起こした点である。また、法令違反とは言っても、SEC自身、FMCCが詐欺的な行為をしたとは考えていない。
4. SECは、2004年に発表した中期戦略プランで、予防型の監視行政を目指すと宣言していた。今回のFMCCに対する措置は、その最初の事例と言える。統制的な事前介入ではない事後監視の姿勢を基本としながらも、投資家への被害の発生を未然に防ごうとするSECの方法論は、日本の監督行政のあり方を考える上でも参考になろう。

### I. 定着する事後監視型行政

日本の証券市場における監視・監督行政のあり方は、1998年の金融ビッグバンを機に大きく変化した。

かつては、許認可権限を背景としながら行政指導を行う、いわゆる「護送船団行政」が展開され、証券会社など免許業者は、何事につけ、当局への事前相談が必要だと考えていた。他方、決して十分とは言えない監視体制の下、許認可制度の枠外にあった一般企業や投資家による不正行為は、容易に炙り出されることがなく、不公正な取引が市場に横行しているという見方が当然のようになされてい

た。金融ビッグバンでは、こうした事前介入型の行政手法を改め、事後監視型の行政へ移行することが、宣言されたのである。

事後監視型の行政の理念は、できるだけ透明性の高いルールを設定し、ルールに反しない経済活動の自由を幅広く認める一方、ルールの遵守状況を厳しく監視し、違反行為が見出された場合には、厳しい制裁を科していくというものである。近年、新しい証券会社の設立が増加したり、様々な「ファンド」の活動が活発になったりする一方、法令違反を行った登録業者に対する行政処分やインサイダー取引や相場操縦といった不公正取引の摘発などの事例も増加している。日本の証券市場における事後監視型行政は、次第に定着しつ

つあるように思われる。

かつての事前介入型行政も、その基本的な狙いは、投資家の保護であり、公正な市場の確立であった。個々の事案における当局の判断の当否には議論の余地があるが、統制的な介入が行われることで、投資家の被害が食い止められていたという側面がなかったとはい切れないだろう。

これに対して、事後監視型の行政は、あくまで「事後」に介入が行われるため、詐欺や不公正取引による被害が、実際に発生した後に行行政当局が乗り出すという形になりがちである。もちろん、事後の摘発は、更なる違法行為の抑止につながるものと期待されるわけだが、必ずしも直接の被害者の救済に資するものではない。

## II. 予防型監視行政を標榜する SEC

その点、事後監視型行政の一つのモデルとされる米国の証券取引委員会 (SEC) は、法令違反者に対して賦課した民事制裁金 (civil fine) や違法に得た利益の「吐き出し」 (disgorgement) で徴収した資金を被害者に分配する仕組みを導入することで、詐欺や不公正取引による被害者の救済に役立てようとしている。

それだけでなく、SEC は、2004 年 8 月に発表した 2009 年までの中期戦略プランにおいて、従来の、問題が発生した後に初めて乗り出すという警察のような姿勢ではなく、問題の発生 (あるいは拡大) を予防する医者のような姿勢をとり、予防型の監視行政をめざすと表明した<sup>1</sup>。SEC の言う予防型監視行政とはどのようなものか。それをうかがわせる事案が、最近公表された。

## III. 目論見書規制違反を指摘された FMCC

2005 年 6 月 14 日、SEC は、大手自動車メ

ーカーであるフォードの金融子会社フォード・モーター・クレジット社 (FMCC) に対して、今後、違法行為を繰り返さないよう求める排除措置命令 (cease and desist order) を発出するための行政手続きを開始した。FMCC 側は、即日和解に応じ、排除措置命令の発出と 70 万ドルの不正に得た利益の吐き出し (disgorgement)、問題とされた事項の是正に同意した<sup>2</sup>。

FMCC は、1999 年以降、「フォード・マネー・マーケット・アカウント」という商品名で、個人を含む幅広い投資家層を対象として金融商品を販売してきた。これは、FMCC が発行する変動金利型の償還請求権付き社債 (demand notes) に投資するものである。

最低投資金額である 1,000 ドル以上の社債を購入して「フォード・マネー・マーケット・アカウント」口座を開設した投資家は、いつでも追加資金を投じて新たに社債を購入したり、元本の償還を請求することで資金を引き出したりすることができる。社債の表面利率と利回りは毎週変更されるが、有力経済紙「ウォール・ストリート・ジャーナル」が発表するマネー・マーケット・ファンド (MMF) の平均利回りプラス 0.25% 以上という水準に設定される。しかも、この「アカウント」の保有者は、小切手の利用や自動引き落としサービス、24 時間体制のコールセンターによるサポートなど、一般の預金口座や MMF 口座の保有者が銀行や証券会社から受けるのと同様のサービスを受けることができる。

SEC によれば、FMCC は、この商品の販売に際して、SEC に提出された登録届出書類に含まれる詳細な情報を記載していない販売用資料を用いて投資勧誘を行い、しかも、法令の規定に則って作成された目論見書を投資家に交付していなかった。また、販売用資料では、この「マネー・マーケット・アカウント」が、銀行預金でも、MMF でもなく、

従って、預金保険などの保護を受けられないことが説明されていなかった。一定の格付け以上の証券のみを投資対象とし、分散投資を行うといった MMF の商品特性を備えていないことも開示されていなかった。

以上のような事実に基づき、SEC は、FMCC による「マネー・マーケット・アカウント」の販売が、適正な目論見書の使用を義務づけた証券法の規定に違反すると断定したのである。

#### IV. 「被害者」の存在しない法令違反

要するに、FMCC は証券発行時の情報開示義務違反に問われたということだが、この事案が従来の SEC による摘発事例と大きく異なるのは、FMCC の「マネー・マーケット・アカウント」に投資して金銭的な損失を蒙った投資家が一人もいないという点である。

この商品は、既に 6 年以上にわたって、インターネットやコールセンターを通じて一般投資家向けに提供されており、2000 年から 2003 年にかけての 4 年間に延べ 229 億ドルが投資され、184 億ドルが引き出されている。最近では、米国大手自動車メーカーの経営不振が取り沙汰され、FMCC の格付けも一般に投資適格とされるトリプル B を下回る水準に引き下げられたりしているが、現実にはデフォルトに陥っているわけではない。

米国では、FMCC の「マネー・マーケット・アカウント」のように、企業が直接、一般投資家向けに短期の負債性証券を発行して販売する行為は、事業会社短期金融商品発行 (corporate money market debt offerings) と呼ばれて活発に行われており、その市場規模は 280 億ドルに達するという。SEC は、かねてから、こうした商品を購入する投資家が、単一の発行者の債務に投資しているのであって、銀行預金や証券会社の MMF とは異なる投資リスクが伴っているという事実を十分に理解

していないのではないかと懸念していた。そこで、特に、こうした商品に着目した調査を進め、実際の被害が生じる前に、予防的な措置として、今回の行政手続きに踏み切ったのである。

#### V. 冷静に受け止める当事者、世論

予防的な措置に踏み切った SEC のやり方だけでなく、和解に応じた FMCC 側の対応も興味深いものであった。

SEC が命じたのは、10 日以内に 70 万ドルの「不正に得た利益」(算出根拠は不明)の吐き出しに応じることと、30 日以内に新たな適正な目論見書を SEC に届け出ることであった。

しかし、命令が出された 9 日後の 6 月 23 日までは、FMCC のホームページ上では、従来と変わらず「マネー・マーケット・アカウント」の宣伝がなされ、口座開設申込書や不適正とされたはずの目論見書をダウンロードすることが可能であった。恐らく、実際に申し込みを行ったり、コールセンターに問い合わせたりした場合には、SEC による命令が出されて現在は申し込みの受付を停止しているといった説明がなされたのだろうが、法令違反を指摘されたこと、和解に応じたことなど、ホームページを見る限り、一切説明はなされていなかった。

6 月 24 日になって、商品名を Ford Interest Advantage に変更するとの記載や口座開設申し込みなどの機能が一時的に停止されている旨の記載がホームページ上に現れたが、その背景についての説明は依然として一切ない<sup>3</sup>。もちろん、法令違反に問われたことを詫びるような文言もない。むしろ、商品名は変わっても従来の投資家はこれまで受けてきたサービスを変わらずに受けられます、と投資家を安心させるための記述がなされている。

この何事もなかったかのような FMCC の

対応から、SEC による予防型監視行政の本質を読み取ることができるように思われる。つまり、FMCC は、投資家が大きな損失を被る可能性を承知の上で、詐欺的な勧誘を行ったのでは全くなく、情報開示法令の内容に関する理解不足、あるいは SEC との解釈の違いの結果、開示内容を改めるよう求められたのに過ぎないのであり、お詫びや反省を強く求められる悪質な犯罪者では決してないのである。日本で、国税庁から「所得隠し」を指摘された企業が、「国税当局と見解の相違があったが、最終的に受け入れた」といった声明を発表するのに似ているとも言える。

FMCC の事案の場合、70 万ドルという、問題の商品の発行規模に比べればとるに足らない「不正に得た利益」の金額が象徴しているように、SEC 側にも、FMCC を厳しく懲らしめようなどという意図は感じられない。むしろ、投資家に誤解を与えないために情報開示を改善するよう指導しているという具合である。実際、和解内容を報じた「ウォール・ストリート・ジャーナル」の記事（6 月 15 日付け D3 面）も、「フォードが詐欺を行ったという疑いをかけているわけではない」という SEC 法規執行局次長の発言を伝えている。

6 月 21 日、金融庁との定期協議のために来日した SEC のロエル・カンボス委員が、日本経団連で講演を行った<sup>4</sup>。その際の質疑応答においても、SEC は法令違反行為の摘発を積極的に進めるが、決して悪質ではない、ミスや誤解による違反に対しては、厳しい制裁を科すことはないことが強調されていた。監督当局が、実害が生じていないような些細な違反でも積極的に摘発を行うことで改善を促し、指摘を受けた側も、世論もそれを平静に受け止めるのが、米国流の予防型監視行政ということなのだろう。こうした手法は、ようやく定着しつつある事後監視型行政を確固たるものにしながら、投資家の被害を最小限

に抑えるという課題を背負っている日本の行政当局にとっても、大いに参考になるのではないだろうか。

<sup>1</sup> 淵田康之「SEC のストラテジック・プラン — 予防型行政と IT への取り組み」『資本市場クォーターリー』2004 年秋号 28 頁以下参照。

<sup>2</sup> SEC, Release No. 8582, Administrative Proceeding, File No.3-11950, In re Ford Motor Credit Company, June 14, 2005.

<sup>3</sup> なお、FMCC は、和解において、新たに作成する適正な目論見書を投資家に交付する際には、SEC から排除措置命令が出されたことや自社サイトに掲載された命令本文のアドレスなどを説明する資料を添付することを約束した。

<sup>4</sup> 講演原稿は、SEC のウェブサイトに掲載されている。Remarks at Nippon Keidanren (Japan Federation of Economic Organizations) by Commissioner Roel Campos, <http://www.sec.gov/news/speech/spch062105rcc.htm>.