

# 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

## 要 旨

2003年の秋以降、相次いで摘発されたミューチュアル・ファンドの不正行為は、それまでの不正会計処理、アナリスト問題とも相まって、投資家の証券市場に対する不信感を強めることになった。しかし、その後の SEC による精力的な規制体系の見直し（規則制定および改訂）によって、ようやく信頼を取り戻したように見える。この問題を契機に、SEC の投資会社に対する監督体制が強化されるとともに、SEC の規則制定は、直接の問題となった時間外取引や短期取引についてだけではなく、ミューチュアル・ファンドの手数料、投資会社のガバナンス構造などの問題にも及んだ。ただし、一部の規則については、業界の反発もあり、先行きがはっきりしないのが現状である。

ミューチュアル・ファンドは家計が保有する最も重要な金融資産の一つであるばかりではなく、退職年金市場でも重要な役割を果たしている。このことが議会、SEC などに迅速な行動を採らせた背景にある。しかし、アナリスト問題同様、最初の摘発がニューヨーク州の司法局によって行われたために、証券取引についての連邦規制機関である SEC の監督体制にもメスが入られる契機になった。

この問題について一連の調査を行った GAO（行政監督院）は、SEC の犯罪照会プロセスが他の監督官庁と較べてルーズなこと、また SEC 職員の退任後のポストについて情報を完全には把握しておらず、利益相反の可能性が完全には排除されていないことを指摘している。さらに、GAO は議会からの要請により、SEC の改善後の検査方法の評価を行っている。それによると、検査のアプローチが改善されたとはいえ、さらに①検査が効果的かつ効率的に行われているかどうかを判断するために、定期的に投入される資源のレベルを評価する必要、②そのために、ブローカー・ディーラーとミューチュアル・ファンドの検査にあたって重複の排除、③検査の質を高めるための方針と手続きの確立、④ブローカー・ディーラーの検査によって得られた情報の電子媒体への保存、が必要であることを

指摘している。

SECは基本的にGAOの勧告にしたがい、監督および検査体制の改善に取り組む意向である。

## 目 次

はじめに

- I. アメリカ金融市場におけるミューチュアル・ファンドの役割
- II. ミューチュアル・ファンドの販売手数料 (sales charge) の問題
- III. 不正取引の告発と処分
  - 1. 時間外取引 (late trade)
  - 2. 短期取引 (market timing)

3. 相次ぐ不正行為の摘発

4. 処分

IV. ミューチュアル・ファンドに対する規制の見直し

1. 不正行為の未然防止

2. 手数料の分配に関する規制

V. SECに対する批判

おわりに

## はじめに

2003年9月3日に、ニューヨーク州司法局はヘッジ・ファンドのカナリー・キャピタルと投資会社数社が、不当に有利な取引を行っていたとして摘発した。その後、他の投資会社も同様の不正取引に手を染めていたとして摘発が相次ぎ、ミューチュアル・ファンド（以下、MFと略）をめぐる一大スキャンダルの様相を呈し始めた。

MFをめぐるのは、これまでもソフトダラーや手数料などに関連する懸案があったものの、業界全体を巻き込むような大きな不正行為はなかった。したがって、今回のスキャンダルを機に、問題となった不正行為だけではなく、手数料体系、またその透明性の問題、手数料の販売促進のための利用（デレクテッド・ブローカレッジ）、そして投資会社のガバナンス問題など、MFの構造全般にわたる規制体系の見直しを促すことになった。

いうまでもなく、その中心は連邦証券諸法の

運営、監督責任を負っている証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission, SEC) ではあるが、MFに関連する不正行為が摘発されるようになった発端が州の司法局によるものであったため、SECの後手に回った対応の原因の究明と、それに対する対策も避けて通れない問題であった。また、その後のSECによる精力的な規則制定に対しては、MF業界から過剰な規制に対する反発も強まっており、2005年6月末のドナルドソンSEC委員長の辞任もこの問題が絡んでいるといった憶測がなされている。

本稿では、MFに関連する不正行為に対する処分内容、規制の見直しの経緯と現状、そしてこの間に明らかになったSECの監督体制の問題について紹介、検討する。

## I. アメリカ金融市場における ミューチュアル・ファンドの 役割

アメリカ資本市場におけるMFの重要性は

極めて大きいことは言うまでもない。2004年末に、オープン・エンドの投資会社（随時、基準価格での買戻しを認めている会社型投資信託のこと。俗にミューチュアル・ファンド（MF）と呼んでいる）の業者団体である投資会社協会（Investment Company Institute, ICI）によれば、MFの本数は8,512本、総資産は約8兆ドルに達する（ちなみに、これはアメリカのMFの総資産の95%を占めている）。1980年代以降、株価の上昇を背景にしてMFの資産の増加も顕著であり、1984年の3,700億ドルから94年には2兆2,000億ドルへ、そして2004年には8兆1,000億ドルに増加している。また、全米の総世帯数の48%に相当する5,400万世帯、個人数では9,200万人が保有している。個人金融資産全体に占める割合も1990年末には約7%であったが、2004年末には約20%に上昇している。1996年以来、MFの残高は銀行預金残高を上回っている。

MFは退職勘定においても重要な役割を果たしている。MFは3兆1,000億ドル、退職資産の24%を占め、さらにこの約半分を占めるIRA（個人退職勘定）資産の40%弱、401（k）プランの資産総額2兆1,000ドルの約50%占めている。また、この間の退職年金市場の成長はMFの成長の重要な要因でもあり、MF資産の38%が退職勘定での保有である。

さらに、資本市場との関係でもMFは重要な役割を果たしている。すなわち、株式発行残高の24%、免税債券の34%、社債の約10%、コマーシャル・ペーパー発行残高の35%を占めている<sup>1)</sup>。

このように、アメリカにおいてMFは資本市場、個人の資産運用、退職年金市場などとの関連で極めて重要な役割を果たしているため

に、それに対する規制体系も最も行き届き、透明性が高いとみなされてきた。したがって、仮にそこで不正行為が行われることになれば、資本市場への影響は計り知れないのである。これが議会やSECが今回のMFをめぐるスキャンダルに対して敏感に反応し、迅速に規制のあり方の全面的な見直しに取り組んでいる背景である。

ICIは1997年から投資家の投資会社に対するイメージ調査を実施している。2002年までは金融機関の中では投資会社に対して良いイメージを持っていた投資家の割合がトップであったが、さすがに2003、2004年には銀行にトップの座を奪われ、2位に転落している。それでも、この間の不正行為に対する厳しい処分、および改革の進展を背景に、長期MFの純資金流入額は2004年5月までの1年間では2,440億ドルを記録し、スキャンダルの影響は軽微なものに止まっている（ICI, *Fundamentals*, Oct. 2004）。

## II. ミューチュアル・ファンドの 販売手数料（sales charge）の 割引問題

不正行為ではないが、2002年末よりSECとNASDはフロントエンド・ロード（販売時にとられる手数料）のMFについて割引が適切に行われているかどうかを問題にし始めた。アメリカのMFは、販売手数料がかからないノーロードのMFが中心で、フロントエンド・ロードのMFの販売額は全体の7%以下と割合は大きくはない。このMFの大部分は購入金額に応じて販売手数料を割引く制度（Breakpoint Discount）を採用している。し

しかし、この割引制度が投資家に周知徹底されておらず、業者によってはそれをまったく無視する者もいることが問題になった。

2003年3月に、SEC、NASD（証券業協会）、およびNYSE（ニューヨーク証券取引所）はこの問題に対して合同調査報告書をまとめた<sup>2)</sup>。割引は、最初に多額の購入をした場合（single purchase）の他、一定期間（13ヶ月間が多い）にわたって一定額の購入を行う場合（これをletter of intent, LOIという）、同一のファンド・ファミリーから購入した場合（これをrights of accumulation, ROAという）にも適用される。

この調査はMFの販売に携わっているブローカー・ディーラー43社を対象に行われたものであるが、大部分の業者が割引の対象になる取引に適切な（低い）手数料率を適用していないことが明らかになった。この調査を受けて、2003年7月には業界全体の報告書が取りまとめられ、ディスクロージャーの徹底、データベースの連結、外務員の研修、投資家教育などが提言された<sup>3)</sup>。なお、2004年2月12日に、SECとNASDは、手数料の割引が適切に行われなかったとして、2001年と2002年の期間について15社に対して総額2,150万ドルの罰金を課し、投資家に払い戻すように指示した。SECによるとこの2年間で割引が適切に行われなかったことによる手数料の取り過ぎは8,600万ドルに達するという（SEC, *For Immediate Release 2004-17*）。

なお、MFは、しばしばクラスA、クラスB、クラスCというクラス・シェア株（ミューチュアル・ファンドは会社型投信であるため、投資家は投資会社の発行する株式を購入することになる）を発行している場合が多い<sup>4)</sup>。これ

についても、NASDは投資家に自分が購入するMF証券がどの種類であるかをチェックするよう注意を呼びかけている<sup>5)</sup>。

クラスA株式は購入時に手数料（フロントエンド・ロード）が課せられ、その後残高に対して毎年、12b-1と呼ばれる手数料<sup>6)</sup>（この水準はクラスB株式、クラスC株式と較べて低い）が課せられる。ノーロード・ファンドは購入時には手数料が課せられないが、この12b-1手数料は課せられる。ただし、NASD規則はこれが最大で残高の1%を越えないように定めている。

クラスB株式はフロントエンド・ロードはかからないが、解約時に保有期間に応じて遞減する手数料（contingent deferred sales charge, CDSC）が課せられる。それに加えて、毎年、残高に対して12b-1手数料が課せられる。また、一定の保有期間を過ぎると、クラスA株式への転換が認められている。

クラスC株式はCDSCが課せられるが、その水準はクラスB株式より低く、一年間保有するとなくなる。12b-1手数料はクラスA株式よりも低い。

このように、アメリカのMFの手数料体系は複雑であるため、SECはホームページで手数料を計算するためのソフトを提供している。

インデックス運用で有名なバンガード・グループのジョン・ボーグルは、1980年から2000年の間にMFの残高は60倍になったが、その手数料は90倍にもなっており「規模の経済」が働いていないことを指摘している<sup>7)</sup>。また、MFは同じ投資顧問会社からアドバイスを受けている場合にも、年金よりも高い手数料を支払っており、平均して25ベシス・ポイント高いという調査報告がある。スピッツァー・

ニューヨーク州司法長官は、この理由としてファンドの取締役が投資顧問会社の役員をも兼ねている場合が多いため、手数料の交渉をしないからだと指摘し、真に独立した取締役会が必要だと投資会社のガバナンス改革の必要性を訴えている（2003年1月3日の上院「政府活動委員会」での証言）。

これに対しては、ICIが費用項目を適切に分類すれば、両者のコストはほとんど同じであると主張している<sup>8)</sup>。また、ICIは行政監督院（GAO、注13）を参照）やSECの調査を紹介しながら、全体として投信の手数料が低下傾向にあることを指摘している（ICIのホームページを参照されたい）。

### Ⅲ. 不正取引の摘発と処分

MFをめぐるスキャンダルの直接の発端は、2003年9月3日に、ニューヨーク州のエリオット・スピッファール司法長官が、ヘッジ・ファンドのカナリー・キャピタル・パートナーズとバンク・オブ・アメリカ、バンク・ワン、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社との間でMFを利用した「短期取引」(market timing)と「時間外取引」(late trade)の取り決めがあり、カナリー・キャピタルはそれにより数千万ドルの不正な利益をあげていたとして、3,000万ドルの不当利得返還と1,000万ドルの罰金支払いについて和解したことを公表したことであった。

その後、大手投資会社、証券会社、投資顧問会社などが次々に摘発された。以下では、不正行為の内容、経緯、および処分の内容を紹介する。

#### 1. 時間外取引 (late trade)

ニューヨーク州司法当局がカナリー・キャピタルを提訴した理由の一つは、時間外取引 (late trade) と呼ばれる取引により不正な利益をあげていたことである。MFの取引は、その日の東部時間の午後4時までに受け付けた注文は当日の基準価格で処理され、それを過ぎた注文は翌日の基準価格で処理されることになっている。これにより、翌日の相場に影響を与えそうな大きなニュースがニューヨーク証券取引所 (NYSE) 立会終了後 (午後4時以降) に生じた場合でも、投資家間で不公平は生じないとされている。例えば、午後5時にある銘柄について事前の予想を上回る好決算が発表され、それをみた投資家はその銘柄を組み入れているMFの買い注文を出したとしても、MFの買入価格 (基準価格) は翌日の午後4時時点のものになる。時間外取引とは、ヘッジ・ファンドなど、一部の機関投資家に対して午後9時頃まで当日の基準価格による注文を受け付け、不当な利益をあげていたとされるものである。

このような取引は1968年の「先付価格」規則 (“forward pricing” rule) と呼ばれる投資会社法規則22c-1(a)によって禁止されている (Investment Company Act Release, No. 5519)。この規則は、「注文を受注した後に計算される純資産価格以外の価格で、投資会社などが、投資信託証券を販売、買戻し、償還してはならない」としている。同通牒 (Release) はその理由として、「後付価格」(backward pricing) は投資信託証券の価値の希薄化 (dilution) と、投機家に不当な利益をもたらす濫用の可能性を指摘している。

要するに、時間外取引は「レースの結果が分

かってから馬券を買うようなもの」(ニューヨーク州司法長官エリオット・スピッツァー)であり、「ブラインド方式」での注文を定めている投資会社法規則22c-1(a)に明確に違反している。

なお、ある研究によると、この時間外取引が業界全体で行われているとすると、投資家の損失は、年間、4億ドルに達するという<sup>9)</sup>。

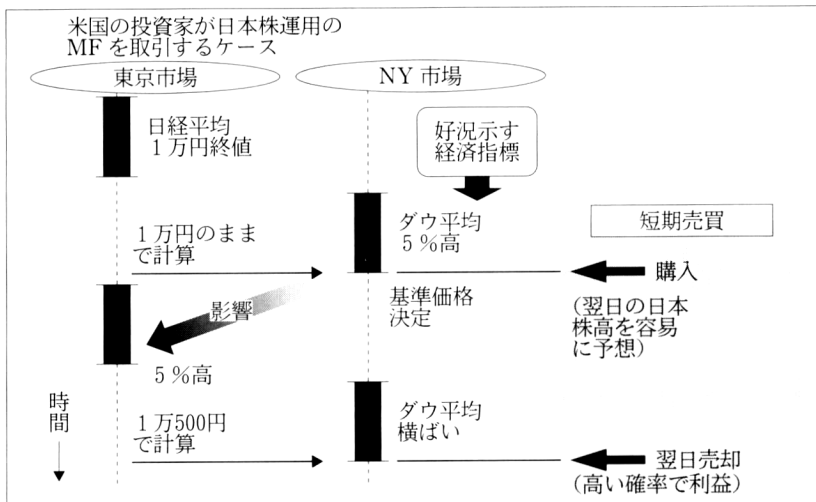
## 2. 短期取引 (market timing)

短期取引 (market timing) は、一般的に言えば市場価格の変動を予想してMFを短期売買することにより利益をあげる取引戦略であり、それ自体は違法なものではない。しかし、頻繁な売買は償還に備えて資産管理者に余分な現金を準備させることにより、ファンドのパフォーマンスを低下させるとともに、管理コストを高くする要因になる。このため、多くのMFは解約手数料を高くしたり、一定期間における取引回数を制限するなどして、短期売買を制限する旨、目論見書で開示している。それにもかかわらず、一部の投資会社は大口顧客との間で

「短期取引」の取り決めを行っていたことが明らかになった。さらに、その後のSECの調査では、短期取引は一般的な戦略になっていたが、多くの場合、その事実を開示していないことが明らかになった。

今回問題になったのは、外国株式で運用しているMFにおいて、時差の関係で基準価格に古い価格 (stale price) を使っていることを利用して短期的に売買を行い利益をあげていたことである (これを「時差裁定」(time zone arbitrage) と呼ぶ。類似の取引として、ジャンク・ボンドや小型株のような流動性の薄い銘柄を対象に、古い価格を利用する「流動性裁定」(liquidity arbitrage) がある)。訴状では、典型的な例として日本株を組み入れているアメリカのMFをあげて説明している。東京市場はアメリカ東部標準時間では午前2時に終了するが、アメリカのファンド・マネージャーは午後4時にその終値を使って当日の基準価格を計算することが多い。「時差裁定」の短期取引は外国株を組み入れているMFのこのような性格を利用したものである。

図表1 短期取引の仕組み



(出所) 『日経金融新聞』2003年12月5日。

例えば、ある日の日経平均の終値が1万円とする。この時間はアメリカ東部時間では午前2時であるが、その日のニューヨーク市場のダウ平均終値が5%高で、日本株を組み入れているMFの基準価格が一万円のままで午後4時に計算される。経験的に、前日のニューヨーク市場の株高は翌日の東京市場の株高をもたらすことが多いから、基準価格1万円でこのMFを買付け、東京市場での値上りを待つ。予想どおり、東京市場で日経ダウが上昇すれば、その基準価格で売却し、利益をあげることができる(図表1参照)。

SECによるその後の調査で、短期取引が非常に一般的な戦略であることが明らかになった。2003年11月4日に開催された下院金融サービス委員会の公聴会において、SECは運用会社や販売証券会社など122社を対象にした調査の結果を公表した。それによると、調査対象の30%が短期取引を容認していた。また、50%が一部の株主に「短期取引枠」(market timing capacity)を認める取り決めをしていたが、まったくその事実を開示していなかったという。

### 3. 相次ぐ不正行為の摘発

ニューヨーク州司法当局によるヘッジ・ファンドの摘発は、その取引の相手方として多くの大手金融機関が名を連ねていたことを明らかにしたため、これらの不正行為が業界全体に広がっていることが推測された。カナリーの摘発に関連しては、2週間後にBOAセキュリティーズ(バンク・オブ・アメリカの証券子会社)のブローカーであるセオドール・シホール(Theodore C.Sihpol III)が告訴された。さらに、2003年11月24日にはニューヨーク州司法当

局は不正取引に関与した疑いでセキュリティーズ・トラストの元CEOら3人を刑事告発し、通貨監督官は同社に対して2004年3月までに解散するように命じた。

その後、パトナム、インベスコなどの大手投資会社が同様の不正取引で摘発され、これらが業界全体で広く行われている慣行であることが明らかになった(図表2参照)。この中でも、社員の内部告発によって不正行為が明らかになったパトナム・インベストメントの場合、少なくとも6人の社員が自己の勘定で短期取引を繰り返していたこと、また経営陣がそれを知ってからも取締役会と株主にその事実を開示しなかったため、内部管理体制などの杜撰さが指摘された。不正行為が悪質であったため、その後、年金基金などの機関投資家からの運用委託の解約が相次ぎ、11月の最初の3週間で運用資産の10%強に相当する300億ドルが流出したのに加え、11月12日時点で16件の集団訴訟を受けることになった。

なお、内部告発したパトナムの社員は2004年1月27日に開催された上院政府活動委員会の公聴会で証言し、告発に至る過程で暴漢に襲われたこと、また最初にSECボストン支局に相談にいったが、SECが何の行動も採らなかったために、マサチューセッツ州当局に告発したことなどを明らかにしている。

このことはもう一つの問題を提起することになった。アナリストの中立性をめぐる問題に続いて、今回もニューヨーク州が最初に摘発し、マサチューセッツ州、ニュージャージー州がそれに続いた。このことは証券取引の連邦規制機関であるSECが、何故、本来自己の守備範囲である分野で後塵を拝しているのかという当然の疑問を提起する。ウォール・ストリート・

図表2 時間外取引または短期取引絡みで処分等があった事例

日付	処分等を受けた会社等	違反法令等	備考
2003年 9月3日	カナリー（ヘッジファンド）及び同社役員	NY州会社法352-c条	時間外取引及び短期取引
9月16日	BOA セキュリティーズ（証券会社）のブローカー	33年法第17条(a), 34年法第10条, SEC 規則10b-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）のトレーダー	33年法第17条(a), 34年法第10条, SEC 規則10b-5, SEC 規則22c-1（幫助）	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・マネジメント副議長	33年法第17条(a), 34年法第10条, SEC 規則10b-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	ブルーデンシャル・セキュリティーズ（証券会社）の支店長及び営業マン	33年法第17条(a), 34年法第10条, SEC 規則10b-5	短期取引を止めるようMF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13日	投資顧問会社パトナム・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(j)条, 同規則17j-1(c)	短期取引
11月20日	投資顧問会社ビルグリム・バクスター・アンド・アソシエイト役員兼投信会社ビルグリム・バクスターの役員	33年法第17条(a), 34年法第10条, SEC 規則10b-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・トラスト（カस्टディー・信託業務提供会社）及び同社役員	33年法第17条(a), 34年法第10条, SEC 規則10b-5, SEC 規則22c-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	投資顧問会社インバスコ・ファンド・グループ	33年法第17条(a), 34年法第10条, SEC 規則10b-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
12月18日	投資顧問会社アライアンス・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, 20a-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・フィナンシャル・サービスズ	投資顧問業者法第206条(1)(2), 投資会社法第34条(d)	短期取引
2月17日	アライアンス・ドレスナー・アセット・マネジメント・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	投資顧問会社コロンビア・マネジメント・アドバイザー, コロンビア・ファンド・ディストリビューター	33年法第17条(a), 34年法第10条(b), 同規則10b-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

ジャーナル紙の2003年12月24日号は、2人の記者によるこの問題についての長文の記事を載せている。この記事では、SEC内外のいくつかの要因として、①1990年代の市場の熱狂（market euphoria）により、規制の強化を望まない雰囲気が強いこと、②業務量の増加に対して、スタッフが十分に増員されていないこと、③他の連邦政府機関に較べて人員の移動が激しいため、経験不足のスタッフが多く、複雑な取引を十分に理解できないこと、をあげている。ここ数年の会計不信、アナリスト問題、そしてMF スキャンダルの勃発は、SEC の体制の強化を重要な課題として提起することになったのである。

それはともかく、個別にはパトナムのように多額の資金流出が生じた例はあるものの、既に指摘したように、これだけの相次ぐ不正行為の

摘発にもかかわらず、MF 市場全体としてみれば比較的平穏で2003年通年では残高も増加している。もちろん相場環境が良好であったことが大きな要因の一つであることは間違いないが、改めてアメリカのMF 市場の奥行きを深さを印象づけることになった。

#### 4. 処 分

SEC がこれらの不正行為に対して科した、罰金（penalty）、不当利益の吐き出し（disgorgement）の金額は過去に例をみない高額であった<sup>10</sup>。すなわち、2003年1月までは、証券諸法違反に対する罰金は2,000万ドル以下であったが、MF の不正に対しては一件あたり平均5,600万ドルの罰金が科せられている（罰金のレンジは、最低200万ドルから最高1億4,000万ドルである）。また、18人の個人に対しても

図表3 短期取引に関す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 <sup>(注)</sup>	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・ファンズ・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・フィナンシャル・サービス、Co.	50,000	175,000	225,000
コロンビア・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&アソシエイツ、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
パトナム・インベストメント・マネジメント、LLC	50,000	5,000	55,000
バンクワン・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
ピムコ・アドバイザーズ・ファンド・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
フレモント・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

罰金が科せられたが、これまでの最高の3,000万ドルが科せられたほか、業界からの永久追放という厳しい措置が採られた(図表3, 図表4を参照されたい)。

罰金額を算定するに当たって、SECは違反行為の悪質さ、投資家への損害額、これまでの類似のケースに対する罰金額の他、訴訟リスク(罰金額が高すぎるために、被告が納得せずに裁判に持ち込む可能性)などを考慮する。商品

先物取引委員会(CFTC)、通貨監督庁(OCC)、証券業協会(NASD)も同じような基準で罰金額を算定している。しかし、これらの監督機関の罰金額はSECと較べると低い。例えば、NASDはブローカー・ディーラーの時間外取引と短期取引に対して9件の強制措置を採っているが、罰金額は10万ドルから百万ドルの範囲であった。また、OCCとCFTCの場合、これまでの罰金額の最高は、それぞれ

図表4 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) <sup>a</sup>	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 <sup>b</sup> ・前エグゼクティブ・バイス・プレジデント <sup>b</sup> ・前コンプライアンス担当取締役 <sup>b</sup>	3,000万ドル 37万5,000ドル 5万ドル
ビルグラム・バクスター&アソシエイツ, Ltd. ・前会長 ・前CEO <sup>b</sup>	2,000万ドル 2,000万ドル
インバスコ・ファンズ・グループ, Inc. ・前CEO ・チーフ・インベストメント・オフィサー ・ナショナル・セールス・マネージャー ・販売担当のアシスタント・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
マサチューセッツ・フィナンシャル・サービスズ, Co. ・前会長 ・前CEO	25万ドル 25万ドル
RS インベストメント・マネジメント, LP ・CEO ・CFO	15万ドル 15万ドル
コロンビア・マネジメント・アドバイザーズ, Inc. ・前ポートフォリオ・マネージャー ・前COO ・前ナショナル・セールス・マネージャー	10万ドル 10万ドル 5万ドル
バンクワン・インベストメント・アドバイザーズ, Corp. ・関連ファンドの前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、その他に関連ファンドの肩書きを持つものもある。

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

2,500万ドルと3,500万ドルであった。

もっとも、今回の MF の不正行為に対する SEC の罰金額は、近年の他の不正行為に対する罰金額と較べて極端に高額なものではない。MF の不正行為にともなう投資顧問業者（14件）の1件あたりの平均罰金額が5,600万ドルであるのに対して、企業会計スキャンダルにともなう公開会社への平均罰金額（11件）は6,150万ドル、アナリスト問題にともなう投資銀行への平均罰金額（12件）は4,300万ドルであった。

ただし、SEC の内部でも高額な罰金に対しては賛否両論があるようである。賛成論は、それによって説明責任が強化され、コンプライアンス体制が整備、強化されることによって、証券業界における不正行為を抑止する効果が期待されるという。反対に、重い罰金は結局の所、株主の負担が増えるだけであり、抑止効果にはならないという意見もある。

なお、州も罰金を科しているが、14件中11件については、ニューヨーク州、コロラド州、およびニューハンプシャー州は SEC と調整し、同額の罰金を科している。そして、これらの罰金はサーベンス・オクスレー法で創設された投資家救済基金（fair fund）に組み入れられている。ただし、ニューヨーク州は和解した投資顧問業者に対して、追加的に5年間にわたって総額9億2,500万ドルの手数料の引下げを命じた。その理由は、これらの業者は時間外取引や不適切な短期売買はやっていなかったものの、同じサービスに対して MF の投資家から機関投資家よりもかなり高額の手数料を取っており、不当利益の吐き出しと罰金ではこれらの投資家への賠償にはならないことをあげている。

## IV. ミューチュアル・ファンドに対する規制の見直し

### 1. 不正行為の未然防止

MF の不正行為の摘発については後塵を拝した SEC ではあったが、その後の対応は迅速かつ精力的であった。図表5は、新たに採択された MF に関連する規則のリストであるが、時間外取引と短期取引に対する規制だけではなく、投資会社のガバナンス、投資顧問会社のコンプライアンス体制、倫理規定、また MF の情報開示の強化など、広範囲に及んでいる。要するに、不正行為の温床となる可能性のある構造を是正し、未然に防止することを意図しているのである。さらに、他に提案中の規則として、その日の基準価格を適用する取引を午後4時までに運用会社か清算機関が受けたものに限る（ハード・4 pm・クローズ）、投信販売時点および取引確認の際のコストと利益相反状況の開示、がある。

これらの規則の中で、現在まで係争中のものが投資会社のガバナンスをめぐるものである。これは投資会社が投資会社法が定める適用除外規則に該当するための10の要件のうち、①独立取締役の割合を過半数から75%に引き上げる、②会長は独立していなければならない、という修正と新たな要件を定めたものである。2004年7月に最終規則が採択されたが、その後、商工会議所（Chamber of Commerce of the United States of America）がコロンビア地区控訴裁判所（United States Court of Appeals for the District of Columbia Circuit）に見直しを請願した。この判決は6月21日に示され、

図表5 MFに関連したSECの新規則 (2003年9月以降)

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"> <li>SEC登録の投資会社と投資顧問業者は、連邦証券諸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。</li> <li>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。</li> <li>それらを管理するために、コンプライアンス担当役員 (CCO) を定めること。</li> </ul>
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"> <li>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。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>
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開示	2004年4月16日	<ul style="list-style-type: none"> <li>オープンエンド型投資管理会社は目論見書において、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。</li> </ul>
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"> <li>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。</li> </ul>
投資顧問業者の倫理規範	2004年7月2日	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>特に、監督者は投資顧問が管理するMFの取引を含む、個人的な取引を報告しなければならない。</li> </ul>
投資会社のガバナンス	2004年7月27日	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>修正された規則は、MF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。</li> </ul>
登録投資管理会社のポートフォリオ・マネージャーについての情報開示	2004年8月23日	<ul style="list-style-type: none"> <li>1933年証券法、34年証券取引所法、および40年投資会社法は、登録投資管理会社は目論見書において、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。</li> <li>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。</li> </ul>
MFの販売促進のために手数料を利用することを禁止	2004年9月2日	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドがMFの販売促進に対して手数料を利用することを禁止。</li> <li>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。</li> </ul>
ヘッジファンドの投資顧問業者の登録	2004年12月3日	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>ヘッジファンドへの投資家の保護を目的としている。</li> </ul>
MFの買戻し手数料	2005年3月11日	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>買戻し金額の最高2%の手数料を課することができる。</li> </ul>

〔出所〕GAO [2005a], pp. 29-30.

控訴裁判所はSECに対して見直しを指示した<sup>11)</sup>。しかし、SECはドナルドソン委員長が退任する前日に、賛成3、反対2で無修正のまま再度、規則を採択した。

商工会議所の主張は、投資会社法はSECに対してガバナンスを規制する権限は与えていない、またSECはどのような場合でも行政手続法(Administrative Procedure Act, APA)の要件に従って規則を制定すべきだ、ということである。これに対する裁判所の判断は、SECは法律で認められている以上の権限は行使していないとした上で、SECが規則制定に当たってそれにとまなうコストや効率性への影響、また提案されている代替案を適切に検討していないのはAPA違反であるとし、規則の再検討を求めた。

これに対するSECの判断は、裁判所が指摘した二つの論点(規則採択にとまなうコストの評価と代替案の検討の必要性)について新たにデータを示した上で、規則の変更の必要性はないとするものであった<sup>12)</sup>。2人の委員は2004年7月の最終規則採択の際にも反対したが、今回も再度パブリック・コメントを募集して見直すべきだと主張して反対した。

既に、ドナルドソン委員長は翌日に任期を2年残して(本来の任期は2007年まで)退任することが決まっており、退任直前の決定に対しては、反対した2人の委員だけではなく、見直しを提訴した商工会議所、強いてはMF関連業界からも批判の声が強い。新委員長に就任したクリストファー・コックス下院議員(共和党)は規制緩和派であり、SEC内部の勢力関係が微妙に変化することが予想され、この問題の先行きが注目されている。

## 2. 手数料の分配に関する規制

なお、長年の懸案でありながら、依然として取扱いが明確になっていないのが、ブローカー・ディーラーに支払われる費用である。これは特定のMFに販売圧力をかけることになるから、広範な利益相反状況を生み出す原因になる可能性がある。これらはディレクテッド・ブローカレッジ、レベニュー・シェアリング、およびソフトグラダーである。

ディレクテッド・ブローカレッジは、投資会社が販売促進のためにブローカー・ディーラーに支払うものであるが、顧客に特定のMFを販売するインセンティブを与えることになることは明確であるため、既に禁止されている(*Release No.IC-26591*, Sep. 2, 2004)。

レベニュー・シェアリングはブローカー・ディーラーがファンドのアドバイザーから管理費用の名目で受け取るものであるが、SIAはMFのマーケティングのみならず、口座管理や維持の費用として充当されているため、投資家の選択肢を狭めるとしてその制限には反対している(SIA [2004])。これに関連した違反事例として、2004年12月にエドワード・ジョーンズに対して7,500万ドルの不当利益の吐き出しと民事制裁金が科せられた。その理由は、MFとの間でのレベニュー・シェアリング(毎年、数千ドルを受け取る取り決め)の事実を開示しなかったことである(SEC, *For Immediate Release 2004-177*)。SECもその事実を開示すること(つまり、ディスクロージャーの強化)によって対応可能だと考えているようである。

さらに、ソフトグラダーの問題も長年の懸案である。元々は、1975年5月1日の手数料自由化を契機に、投資顧問業者がブローカー・ディ

ラーに対してリサーチ費用などを支払うことを認めたものである(証券取引所法第28(e)条)。翌76年には、SECが解釈通牒(interpretive release)を發出し、セーフ・ハーバー条項がコマーシャル・ベースで提供される製品やサービスには適用されないという見解を提示した。そして、その例として、新聞、雑誌、年鑑類、コンピュータの機器類・ソフトウェア、政府刊行物、電子計算機、相場表示機、飛行機のチケットなどを列挙した。しかし、SECは86年にセーフ・ハーバーの範囲を広げ、コマーシャル・ベースで提供される製品とサービスへの制限を取り除いた。その代わりに、製品とサービスがセーフ・ハーバー条項に該当するリサーチかどうかは、投資顧問業者が投資決定を行う上で、違法ではない適切な支援となっているかどうかによるとした。

1998年に、SECのコンプライアンス・検査局はソフトダラーについての実態調査を実施したが、いくつかの問題のある慣行を指摘している。2003年には、ICIがSECに対してソフトダラーに関する規則制定の要望書(ICI, *Request for Rulemaking Soft Dollars and Directed Brokerage*, Dec. 16, 2003)を提出しているが、現在までこれに対する回答はない。

SECは2005年10月19日にこの問題について再び解釈通牒(interpretive release)を發出し、コメントを勧誘している(Release No. 34-52635)。

## V. SECに対する批判

ところで、MFをめぐるスキャンダルの摘発が最初にニューヨーク州司法局によって行われたことは、SECにとってはもちろん大きな衝

撃であったが、そのような事態を招いたSECの監督体制にもメスが入られる契機になった。政府機関の予算の執行、業務の効率性などを監視する任務を与えられている行政監督院(General Accountability Office, GAO)は2004年4月にこの問題について議会証言を行っている<sup>13)</sup>。

GAOの分析結果は、この間のMF市場の急激な発展にSECの監督体制が追いつくことができなかったために、このような事態が発生したと結論した。例えば、1998年以前には、投資会社に対する検査は12-24年間に一度なされるにすぎなかった。監督体制の不備が明らかになった2003年以来、SECのMFの監督関連の人員は大幅に増強されようとしている。すなわち、MFの監督に充当される人員は、2005年には投資管理局が2002年の173人から200人に、コンプライアンス・検査局が397人から579人に、捜査局が980人から1,278人に、それぞれ増加される計画である。しかし、この時点ではGAOはSECが戦略プランを作成していないためにこれによる効果を判定するのは難しいとしている(その後、SECは2004-2009 *Strategic Plan*を作成している)。

それに加えて、SECは、①短期取引はそれ自体は違法なものではなく、相対的にローリスクである、②短期取引はMFの運用利回りを引き下げるので、投資会社がそのような取引を許容するインセンティブはもたない、と見ていたために、取り組みが遅れたことを指摘している<sup>14)</sup>。

さらに、GAOはSECの内部統制にも問題があることを指摘している<sup>15)</sup>。GAOが指摘するのは、大きくは、①SECの犯罪照会プロセスが書類や理由を作成せず、その方針と手続き

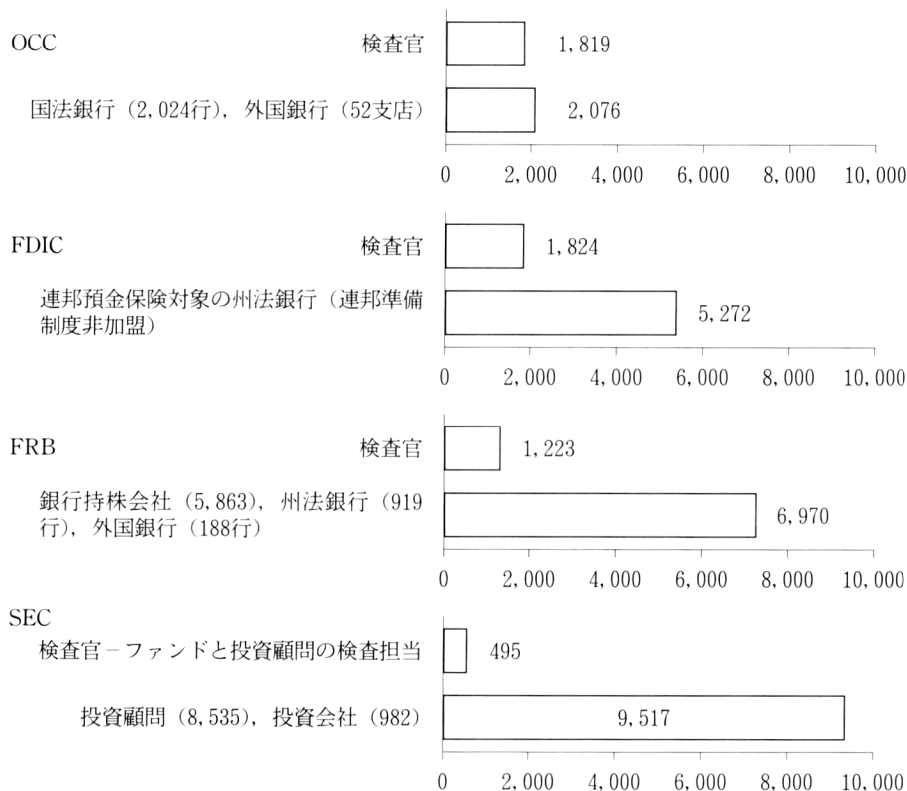
を定めた連邦内部統制基準 (federal internal control standards) に照らして、必ずしも十分ではないこと、②SEC スタッフの退任後の勤務先についての情報を十分に把握していないこと、である。

前者については、SECは「公式」と「非公式」の手続きを定めているにもかかわらず、過去20年間、「公式」の手続きが採られたことがないことである。「公式の手続き」とは、法規執行局長が司法長官と協力して、問題となっているケースについて刑事訴追の勧告を行うことである。しかし、現実には、アシスタント・ディレクターのレベルのスタッフが他の機関と協議する権限を与えられている。この「非公式」の手続きは確かに効率的ではあるが、犯罪

照会の書類作成が行われないことが問題である。SECのスタッフは法規執行局の局長あるいは副局長が四半期毎にレビューしているので問題はない、また司法省のスタッフと定期的に協議しているので問題はない、と弁明する。しかし、指示が確実に実行されるためには、適切な書類作成を含めた方針と手続きが不可欠であり、NASDやCFTCは照会プロセスを管理するためにそれを記録している。

後者は、SECが検査担当者の退任後の勤務先についての情報を把握していないことである。OCC(通貨監督官庁)やFRBはスタッフの退任後の勤務先については報告義務を課している。また、NASDは検査担当者が被検査企業に雇用された場合には、再検査を実施するこ

図表6 検査官の数と非検査対象機関



(出所) GAO [2005 d]

とにしている。しかし、SECにはそのような規定はない。SECは検査担当者が雇用制限について熟知していること、また大手金融機関の検査担当者がそこに常駐しているのに対して、MFの検査担当者は定期的に検査のために訪問する体制になっているので、利益相反の可能性は小さいと弁明している。

しかし、SECのMFへの検査がこれまでの定期検査から、大手およびハイリスクの投資会社については継続的なもの(on an ongoing basis)に変化しているため、利益相反状況が生じやすくなっている。したがって、退任後の仕事について追跡することが必要であろう。

さらに、GAOは議会からの要請を受けて、MFスキャンダルを受けて改善されたSECの検査体制についても評価している<sup>16)</sup>。それによると、2004年でもSECのMF(982)および投資顧問業者(8,535)に対する検査官数は495名であり、OCC, FDIC, FRBと比較して、被検査対象機関に対して検査官数が圧倒的に少ない(図表6参照)。

検査官数が少ないのに加え、検査のアプローチについても依然として次のような問題があると指摘している。それらは、①検査が効果的かつ効率的に行われているかどうかを判断するために、投入される資源のレベルを定期的に評価する必要、②そのために、ブローカー・ディーラーとMFの検査にあたって重複の排除、③検査の質を高めるための方針と手続きの確立、④ブローカー・ディーラーの検査によって得られた情報の電子媒体への保存、である。

SECは基本的にGAOの勧告にしたがひ、監督および検査体制の改善に取り組む意向を示している。

## おわりに

以上みてきたように、2003年秋からのMFスキャンダルは規制全体の見直しに取り組む契機となったばかりではなく、SECの監督体制のあり方にもメスが入る契機にもなった。SECは精力的に新たな規則の制定や従来の規則の見直しに取り組んでいるが、その一部についてはMF関連業界からの反発が強く、依然として懸案中の規則もある。

アメリカにおいては、MFが資金仲介の重要な機能を果たしており、仮にそれに対して不信任が持たれるようなことになれば、金融市場の機能の減退に直結しかねない。今回の改革に向けた迅速かつ精力的な取り組みは、こうした危機意識の現われでもある。

ただし、これまでと異なっているのは、アナリスト問題に続いてMFスキャンダルにおいてもSECがニューヨーク州司法局の後塵を拝したことである。このため、その機能の強化を目的として、人員の増加だけではなく、内部統制、検査体制なども検討されている。おそらく、SECに対する批判がこれほど強まったのはその発足以来のことであろう。1980年代前半からSECの予算と人員は抑制されてきたが、資本市場を揺るがした会計不信、アナリスト問題、そしてMFスキャンダルと続いた不祥事を契機として、資本市場の監視体制は強化されようとしている。

### 注

- 1) 以上の数値は、ICI, *Investment company Fact Book*, 2005. による。
- 2) SEC, NASD, NYSE [2003].
- 3) NASD [2003].
- 4) SECは1995年にクラス・シェアの発行を認めた。それを契機にクラス・シェアの発行は爆発的に増加した

が、その内容を示すための標準的な表記システムの確立は遅れている。このうち、Aシェア、Bシェア、Cシェアについてはある程度の共通の内容になっているが、それ以外のクラス・シェアについてはそれを使うファンドが勝手に命名しており、同じ表記が異なる内容で使われている場合もある。

したがって、そのクラス・シェアがどのような商品特性を持っているかはそのファンドの目論見書で確認するしか方法がない(Gremillion [2001]: 稲野 [2002], 245-46ページを参照されたい)。

- 5) NASD Investor Alert, *Class B Mutual Fund Shares: Do They Make the Grade?*
- 6) 1980年に導入された規則12b-1は、MF資産をMFの広告、引受人、ディーラー、および販売員への報酬、目論見書の印刷およびそれを株主以外の人間に郵送する費用、販売用パンフレットの印刷と郵送に係る費用に充当することを認めた。これを12b-1手数料と呼んでいる。その後、12b-1手数料はMFのマーケティングや販売費用としても使われるようになった。  
NASD規則はMFを販売するブローカー・ディーラーに支払われる12b-1手数料は、年間、平均純資産の0.75%を越えてはならないとしている。ただし、顧客口座を管理する販売担当者にはファンドが追加的に0.25%の手数料を支払うことを認めている。したがって、12b-1手数料は最大で純資産の1%までである。  
なお、最近のICIの調査によれば、12b-1手数料はその52%が株主の口座管理などのサービス提供に対する報酬として、商業銀行信託部、ブローカー・ディーラー、ファンド・スーパーマーケット、ディスカウント・ブローカー、および退職プランのレコード・キーパーに、40%がフィナンシャル・アドバイザーに、残りの8%が販売促進・宣伝費用と引受人への支払いに使われている(ICI, *Fundamentals*, Feb. 2005)。  
なお、SIAは、12b-1手数料が導入されたのを契機に、フロントロードのMFが減少し、ノーロードが主流になってきたこと、およびMFのスーパーマーケットのようなサービスが提供されるようになったことを指摘して、12b-1手数料とレベニュー・シェアリングの廃止あるいはその制限に反対している(SIA [2004])。
- 7) ボーグルは、運用資産額の上位25ファンドについて1945年と2004年を比較し、60年間の変化を示している。それによると、運用資産額は7億ドルから2兆5,000億ドルへ3,600倍に、平均経費(管理費用と業務費用との合計。ポートフォリオ取引費用、販売費用、および機会費用は除く)は470万ドルから310億ドルへ6,600倍の増加、経費率(運用資産額に対する経費の割合)は0.76%から1.56%への増加であった(Bogle [2005], 20-1ページ)。
- 8) Collins [2003].
- 9) Zitzewitz [2003].
- 10) 以下、この節はGAO [2005 c]による。
- 11) Chamber of commerce of the United States of America SEC, No.04-1300, slip.op. (D.C. Cir. June 21, 2005).

- 12) SEC [2005].
- 13) GAO [2004]. なお、2004年のthe GAO Human Capital Reform Actにより、2005年7月7日よりGeneral Accounting Officeという名称がGeneral Accountability Officeに変更された。以前は「会計検査院」という日本語訳が定着していたが、新しい名称についての訳語が定着していないため、とりあえず「行政監督院」という訳語を充てている。なお、最後の【参考文献】はAccountabilityで統一している。
- 14) GAO [2005 a].
- 15) GAO [2005 b].
- 16) GAO [2005 d].

## 参考文献

- 高橋 元, 漆畑春彦 [2004], 「米国の投信不正取引事件と制度改革」, 『証券経済研究』第46号, 6号。
- 三谷 進 [2003], 「アメリカ金融市場の発展と投資信託システム」, 『名城論叢』第4号第2号, 11月。
- Bogle, J.C. [2005], “The Mutual Fund Industry 60 Years Later: For Better or Worse?”, *Financial Analysts Journal*, Jan./Feb.
- Collins S. [2003], “The Expenses of Defined Benefit Pension Plans and Mutual Funds,” *Perspective*, Dec.
- Gremillion, L. [2001], *A Purely American Invention: 稲野和利監訳* [2002], 『投資信託ビジネスのすべて』東洋経済新報社。
- Levitt, A [2002], *Take on the Street*: 小川敏子訳 [2003], 『ウォール街の大罪』日本経済新聞社。
- Zitzewitz, E [2003], *How Widespread is Late Trading in Mutual Funds?*, Sep.
- US Government Accountability Office (GAO) [2004], *SEC Operations—Oversight of Mutual Fund Industry Presents Management Challenges* (Testimony before the Subcommittee on Government Efficiency and Financial Management, Committee on Government Reform, House of Representatives).

- [2005a], *Mutual Fund Abuses – Lessons Can be Learned from SEC not Having Detected Violations at an Earlier Stage*, April.
- [2005b], *Mutual Fund Trading Abuses – SEC Consistently Applied Procedures in Setting Penalties, but Could Strengthen Certain Internal Controls*, May.
- [2005c], *SEC Mutual Fund Oversight – Positive Actions are Being Taken, but Regulatory Challenges Remain* – (Testimony before the Subcommittee on Commercial and Administrative Law, Committee on the Judicial, house of representatives), June 7.
- [2005d], *Mutual Fund Industry – SEC’s Revised Examination Approach Offers Potential Benefits, but Significant Oversight Challenges Remain* –, August.
- NASD [2003], *Report of the Joint NASD/Industry Task Force on Breakpoints*, July.
- Securities Industry Association (SIA) [2004], *White Paper – Mutual Fund Distribution and Shareholder Servicing Practices*, May 10.
- US Securities and Exchange Commission (SEC) [2004], *Release No. IC-26520, Investment Company Governance; Final Rule*, August 2.
- [2005], *Release No. IC-26985, Investment Company Governance; Commission Response to Remand by Court of Appeals*, June 30.
- , NASD, NYSE [2003], *Joint SEC/NASD/NYSE Report of Examinations of Broker-Dealers regarding Discounts on Front-end Sales Charges on Mutual Funds*.
- US Court of Appeals for the District of Columbia Circuit [2005], *Chamber of Commerce of the United States America v. SEC*, No. 04-1300, slip op. June 21.

(当研究所理事・主任研究員)