

# 米国商業銀行の投資信託販売について

佐賀卓雄

## 要 旨

米国証券市場の好調な推移を背景に、ここ数年、株式投資信託を中心とした投資信託（ミューチュアル・ファンド）の残高が一貫して増加している。それが米国の株高を資金面で支えている。これには、ベビー・ブーマー世代が中年期を迎え、老後の生活設計のために年金資産を増加させており、この相当部分が投信市場に流入していることも大きい。

投資信託は、短期から長期、またハイリスクからローリスクまで、自由な商品設計によって投資家ニーズに柔軟に対応できる点に最大の利点がある。このため、短期のきわめて流動的な投信商品であったMMFは、70年代後半の高金利の時期に残高が急増し、規制金利商品であった預金の流出に悩まされた商業銀行は金利の自由化を求めるとともに、自ら投信業務への参入を試みた。

商業銀行は、80年代中頃からの判例、銀行監督局の業務規制緩和措置によって、発起人（スポンサー）と引受け・分売業務を除いて、自由に投信業務を展開できるようになった。その結果、現在では、大手銀行は自行の専用投信の資産残高を増加させ、手数料業務の有力な柱の一つに成長している。他方、専用投信を企画・開発するノウハウに乏しい中堅以下の銀行は、規模のメリットを発揮できずに、投信会社の通常投信の販売に専念するか、採算が合わずに撤退を余儀なくされつつある。

銀行の投信業務への参入は、投資家保護の面でも課題を提起することになった。監督当局によって近年実施された調査は、いずれも銀行が投資家に投信商品のリスクについて十分な説明を行っていないことを示している。現在の所、証券市場が好調に推移しているため、このような規制問題はそれほど深刻には受け止められてはいないようであるが、市況の低迷時に備えて投資家保護の一層の強化が求められる。

はじめに

I. 商業銀行の投信販売への進出の背景

1. 顧客基盤の維持

2. 手数料収入の重視

II. 商業銀行の投信業務

1. 販売する投信の種類

2. 販売方法

目次

III. 商業銀行の投信業務の実態

IV. 商業銀行の投信業務に対する規制の変遷

1. グラス・スティーガル法と投信業務

2. 商業銀行の投信販売にともなう諸問題とガイド・ライン

おわりに

はじめに

米国では、投資信託（ミューチュアル・ファンド）の伸びが著しい。その残高は1996年9月末には、銀行預金残高を超える3兆3千億ドルに達し、個人の金融資産に占める比重も8.2%に達している（日本は2.8%）。この背景としては、第一に、87年のブラック・マンデー後の調整の時期を除いて、株価が80年代前半から現在までほぼ一貫して上昇し、投資信託（特に株式投信）のパフォーマンスが極めて良好だったことである。逆に、株式投信を通じる資金流入が最近の米国株高を支えている。第二に、92年に労働省が401(k)などの確定拠出型年金プランに対し雇い主のフィデューシャリー・デューティ（忠実義務）が免責になるためのガイドライン（①従業員に対してリスクとリターン異なる三種以上の投資対象を提供すること、②少なくとも3カ月に一度は投資物件をスイッチする機会を提供すること、③加入者が投資決定を行えるように十分な情報を提供すること）を示し、投資信託がこれらの条件を容易に満たすものであることから、年金資産の運用対象として投信が大幅に組み入れられ始めたことである。95年には、年金資産は投信純資産残高の約38%を占

めるに至っている。第三に、証券会社、投信会社が、顧客ニーズをとらえた商品開発、またストックを重視した営業戦略の展開によって、投信が個人の資金運用の手段として定着していることである。

しかし、他方では、投信市場の拡大は、個人金融資産の伝統的な運用手段であった銀行預金の流出をもたらしたため、銀行は自らも投信市場に参入し始めた。米国の投信市場は高度に機能分化、専門化が進んでいるため、このことが直接に投信会社、証券会社の業務基盤を侵食するものではない。むしろ、銀行の参入が販売チャンネルを多様化し、投信市場の拡大に寄与したという側面もある。また、販売ノウハウをもたない、あるいはそれが弱い銀行は、それを補うためにサード・パーティ・プロバイダーと呼ばれる証券会社に依存する場合も多く、結果的には証券会社の業務の拡大に結び付く面もある。しかし、銀行が必ずしも十分に投資家にリスクの開示をせずに投信販売を手掛けているという調査結果もいくつか公表されている。

このように、銀行の投信業務への進出はさまざまな影響を及ぼしている。本稿では、銀行の投信販売への進出の背景と経緯、その実態、またそれを巡る規制体系の変遷を取り上げ、その意義を検討する。

I. 商業銀行の投信販売への進出の背景

銀行が信託部門の運用の一環として投信を利用することは既に1980年代から行われていたが、投信業務そのものへの進出は85年以降のことである（表1参照）。特に、本格的な進出は92年からであるが、最初にその背景を検討する。

1. 顧客基盤の維持

投信残高の伸びをみると、時期によって成長商品が異なっている（図1参照）。まず、70年代後半には、預金金利が規制されていたため、インフレによる高金利を背景として、短期の市場金利商品を組み込んだMMF（Money Market Mutual Fund）が残高を大きく伸ばした。これによって、それまで金利上昇に弱かった投信が資金の流出を防止する商品を品揃えすることになった意義は大きい。特に、メリル・

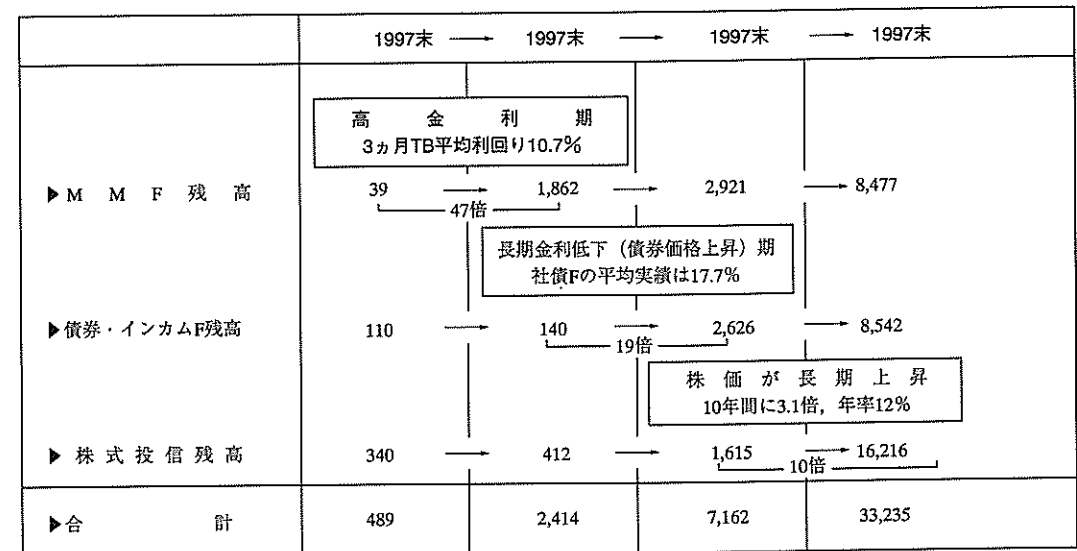
表1 銀行の投信販売に対する規制の変遷

1980年代初頭	銀行信託部門が受託資産運用で投信を組入れ。
1985年5月、6月	OCC, FRBが銀行（およびその子会社）によるミューチュアル・ファンドのプロモーション業務を認可。
1992年4月	FRB, レギュレーションYを改定し、銀行持株会社およびその傘下の会社が投資会社に投資アドバイスを提供することは銀行業務に「密接に関連する業務」と認める。
1993年6月17日	FRB, 州法加盟銀行に対して投信販売に関するガイド・ラインを発表。
7月19日	OCC, 国法銀行に対してガイド・ラインを発表。
1994年2月	FRS, OCC, FDIC, OTS, 合同ガイドラインを発表。
12月	NASD, 銀行の投信販売に関する規制案を発表。

〔出所〕 中村, 沼田 [1996], 51頁。ただし、一部加筆。

図1 投資環境とファンドの種類別増加状況

（単位 億ドル）



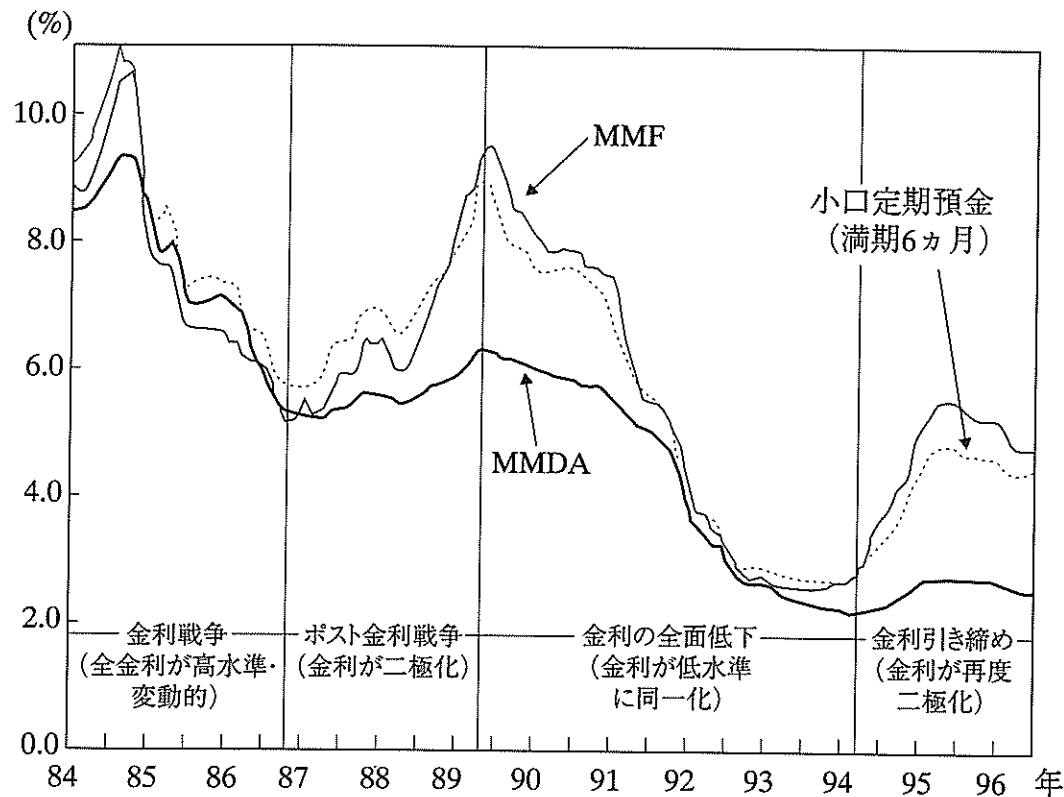
〔資料〕 FRB, ICI  
〔出所〕 『Fund Management』 1996年冬季号。

リンチは、MMFに融資や決済機能を付与した多機能商品であるCMA (Cash Management Account) という商品を売り出し、一大ブームを巻き起こした。次に、長期金利が低下した80年代前半には、債券価格の上昇を背景として、社債・インカム型のファンドが残高を伸ばした。そして、87年のブラック・マンデー以降現在まで、株価のはば一方調子の上昇によって株式投信のパフォーマンスが良好で、その残高を伸ばしている。

さて、銀行預金と直接に競合する投信商品はMMFである。1970年代までは、銀行預金に対してレギュレーションQ (預金金利上限規制) が課せられていたから、金利上昇の度に、預金

流出、ディスインターミディエーション (金融仲介の中断) が問題になった。これが大規模に発生したのが、70年代後半である。このため、銀行側から預金金利自由化に対する要求が強まる。82年に自由金利商品であるMMDA (Money Market Deposit Account) が認められると、銀行はMMFに金利で対抗し始める (図2)。しかし、80年代末に、低開発国 (LDC) 向け融資、不動産 (Land)、LBO融資の、いわゆる3L融資にからむ不良債権が累積し始めると、銀行は資産の増加、準備預金の負担をとまなわぬ手数料業務に注力しはじめる。そして、金利面での競争を避けながら、顧客を引き留めるための方法を模索し始める。こ

図2 MMF対銀行預金 (金利ベース)



(資料) Wall Street Journal, Bank Rate Monitor  
(出所) 林 (1996), 6頁。

れが銀行がこの時期から投信業務への進出に積極的になった理由である。

会計検査院 (GAO) が1995年9月に実施した調査によると、93年には、商業銀行および貯蓄金融機関、約13,500行のうち、2,300行、17%がミューチュアル・ファンドを販売していた。大手ほど投信販売に進出している割合が高く、資産10億ドル以上の商業銀行の約74%が投信販売プログラムをもっていたのに対し、資産1億5千万ドル以下では11%にすぎなかった。同様に、貯蓄金融機関の場合にも、資産10億ドル以上では約6割が販売プログラムをもっていたのに対し、1億ドル未満ではわずかに3%にすぎなかった。また、その49%は過去2年以内に投信販売に進出しており、そのうち74%は資産額が2億5千万ドル以下であった<sup>1)</sup>。このことは、商業銀行、貯蓄金融機関の投信販売への進出が、近年、かなり小規模な業者にまで広がっていることを示している。

資料の出所によって数字が異なるが、近年、統計を発表し始めたFDICによると、94年以降、銀行による投信販売は投信販売額全体の9%強を占めている。しかし、このシェアはここ数年はほぼ横ばいであり、伸び悩んでいるように見える。また、銀行の投信販売の過半は短期のMMFである (MMFの販売額に占める銀行のシェアは22%弱である)<sup>2)</sup>。

## 2. 手数料収入の重視

GAO調査では、回答 (複数回答) を寄せた商業銀行および貯蓄金融機関の約94%は、投信販売への進出の主要動機が顧客の維持、また約49%が手数料収入にあったとしている。しかし、販売開始後には手数料収入がより重要な動機になっている。

それでは、銀行にとって投信販売収入はどのような意義をもっているのだろうか。手数料収入全体に占める割合をみると、FDIC加盟銀行2,102行について96年上期では0.58%、総資産100億ドル以上の大手銀行では0.79%となっている。この数値じたいは意外と小さい印象を与えるが、自行行員による窓販以外に差し引くべき費用項目がほとんどないことを考慮すると、この業務の利益率はきわめて高いといえる<sup>3)</sup>。大手銀行の中では、94年に投信運用会社ドレイファスを買収したメロン銀行は投信関連収入がネットの営業収益の13%を占めている。

## II. 商業銀行の投信業務

銀行が投信販売に進出するにはいくつかの形態、方法があり、それによって投信業務の競争構造に与える影響も異なっている。ここでは、銀行の販売する投信の種類、販売方法についてみよう。

### 1. 販売する投信の種類

米国の商業銀行はグラス・スティーガル (G S) 法第16条によって証券引受業務を禁止されている。会社型投信であるミューチュアル・ファンドは投資会社の設立という形を採るので、商業銀行は発起人 (スポンサー) になったり、その株式の引受け・分売人になることはできない。しかし、OOCやFRBの解釈や規則改正によって、現在では、それ以外の投信関連業務はすべて取り扱うことができる (表1、図5参照)。

銀行が販売する投信は三種類である<sup>4)</sup>。第一は、銀行本体あるいは関連会社が運用アドバイザーの名目で実質的に運用する、専用投信

(proprietary fund)である。運用ノウハウをもつ大手商業銀行が専用のファンド名をつけて売り出し、販売手数料に加えて運用管理手数料もることができる。GAO調査では、1988年末では投信本数2,372本のうち、銀行専用投信はその約13%、317本を占めていたが、93年末には5,851本中、24%、1,415本を占め、運用ノウハウを蓄積するにつれ、この形態が増加する傾向がある<sup>9)</sup>。第二は、銀行専用のファンド名がついてはいるが、外部の独立系投信会社が運用するものである。運用ノウハウに自信のない中堅銀行や、大手銀行でも運用の専門性を外部に求める場合に、この形態が採られる。第三は、銀行系列以外の外部の投信会社が運用する投信(通常投信)をそのまま販売するものである。運用能力に乏しい中堅銀行が販売するケースが多いが、大手銀行が品揃えの目的で専用投信に加えて扱っている場合も多い。他方、販売力の弱い投信会社にとっては、銀行の販売チャネルを利用してそれを補強するというメリットがある。実際、銀行の取り扱う通常投信は、フィデリティ、バンガード、ドレフェイスといった強力な販売力をもった大手投信会社の商品よりも、小規模な投信会社のものが多い。

数字は少し古いですが、ICI(米国投信協会)の93年の調査によると、銀行の販売(リテール部門と信託部門の合計)する長期投信のうち、専用投信は40%で、60%がプライベート・ラベル・ファンドと通常投信の合計であった<sup>10)</sup>。後者の場合には、証券会社、投信会社にとって販売チャネルが多様化するから、銀行の投信販売は販路を拡大する効果をもたらしているといえる。ICIが92年1月から4月の期間に初めて投資信託を購入した投資家を対象に行った電話による聞き取り調査では、年齢層が高くなるほど

銀行から購入する割合が高く、特に65才以上では4人に一人が銀行を利用していた<sup>11)</sup>。また、次にみるように、銀行が投信販売にあたってサード・パーティ・プロバイダーと呼ばれる証券会社を利用する場合には、証券会社にとっては、直接、ビジネス・チャンスが拡大するといえる。

## 2. 販売方法

銀行による投信販売は、(1)自行の行員、(2)デュアル・エンプロイ、(3)銀行関連証券会社の従業員、(4)サード・パーティ・プロバイダー、をとうして行われている。94年証券取引所法はミューチュアル・ファンド株式を販売する者はSECにブローカー・ディーラーとして登録し、自主規制組織である全米証券ディーラー協会(NASD)の会員にならねばならないことを定めている。しかし、同法は銀行を「ブローカー・ディーラー」の登録の適用除外にしている(同法第3条a項(4)および(5))ため、銀行は連邦証券法の規制を受けることなく、直接に投資家に投信を販売することが可能である。同様に、40年投資顧問法は投資顧問サービスを提供する銀行を適用除外としている(同法第202条a項(2)、(3)、(7)、および(11))ため、SECの規制に服することなく投資顧問サービスを提供することができる<sup>12)</sup>。

しかし、実際には、投信販売を手掛けている銀行の多くは、それ以外のSEC登録が必要な方法を採用している<sup>13)</sup>。まず、デュアル・エンプロイは、銀行と証券会社の両方から雇用されている者を指すが、業務範囲と権限の分担方法は様々である。例えば、外務員試験を取らせるために行員を証券会社に登録する場合、証券会社が研修等を行い、銀行が販売員への報酬を支

表2 銀行の投信販売方法 (複数回答、%)

総資産	銀行の行員	デュアル・エンプロイ	銀行関連証券会社従業員	サード・パーティ
1.5億ドル未満	7	43	17	46
1.5-2.5億ドル	12	50	29	27
2.5-10億ドル	14	41	31	34
10億ドル以上	4	39	68	27
全銀行	8	43	29	38

[出所] GAO[1995], p. 53.

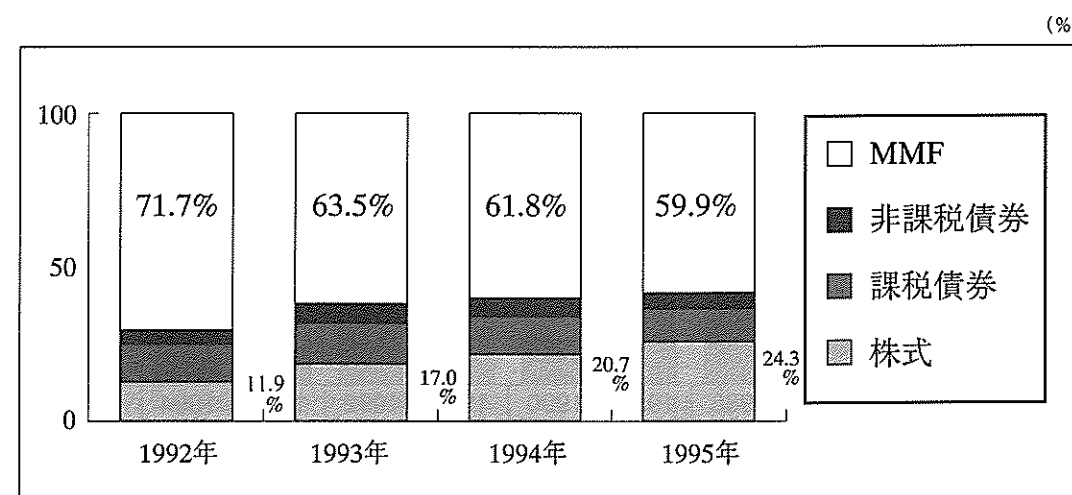
払うことが多いといわれる<sup>10)</sup>。また、サード・パーティ・プロバイダーは投信販売の他、名義書換えやクリアリングなどのサービスを提供する証券会社である。92年にレギュレーションYが改正されるまで、銀行持株会社およびその子会社は自行の専用投信のブローカーになることはできなかったし、顧客に専用投信を推奨することもできなかった。したがって、(3)の販売方法が可能になったのはそれ以降のことで、それまで専用投信はすべてなんらかの形でサード・パーティ・プロバイダーを利用せざるをえなかったのである。

表2は、規模別にこれら四つの販売方法をみたものである。銀行の行員が販売するケースは全体の8%であるが、小規模な銀行に多いことが分かる。それ以外では、三つの方法がほぼ万遍なく利用されているが、最近では銀行が販売ノウハウを蓄積して内製化する方向にあり、サード・パーティ・プロバイダーはより小規模な銀行への食い込みを余儀なくされているといわれる。

## III. 商業銀行の投信業務の実態

商業銀行の専用投信は、他の投信と比べてどのような特徴があるのだろうか。まず、銀行専用投信の資産構成をみると、そもそも預金者の引き留めという防衛的動機から投信業務に参入したという経緯から、その資産の過半はMMFである。ただし、この割合は傾向的に低下しており、92年の72%から95年には約60%に低下している。それと丁度見合った形で、株式投信の割合が上昇している(92年の12%から95年の24%に増加)。この間に、銀行の専用投信の資産額

図3 銀行専用投信資産構成比



[出所] The Cerulli-Lipper Analytical Report [1996], p. 9.

は1,540億ドルから2,350億に増加しているから、株式投信の資産額は約3倍に増加したことになる(図3参照)。これはこの間の株価の上昇が背景にあることはいうまでもないが、それに加えて銀行の投資プログラムが次第にリスク許容度の高い投資家にも受け入れられていることを示している<sup>11)</sup>。これに対して、非銀行投信の資産総額に占めるMMFの割合は95年で28.7%である。

次に、銀行専用投信資産に占める信託資産からの転換の割合であるが、95年では長期、短期を合わせて約18% (内訳は、短期が14.4%、長期が22.3%である)である。ただし、この数値はファンドが設定された時の転換額しか計算していないため、それ以後の転換額も考慮に入れると、その割合はもっと高くなる。その転換額の推移をみると、87年までは圧倒的に短期の投信に転換されていたが、91年あたりから長期投

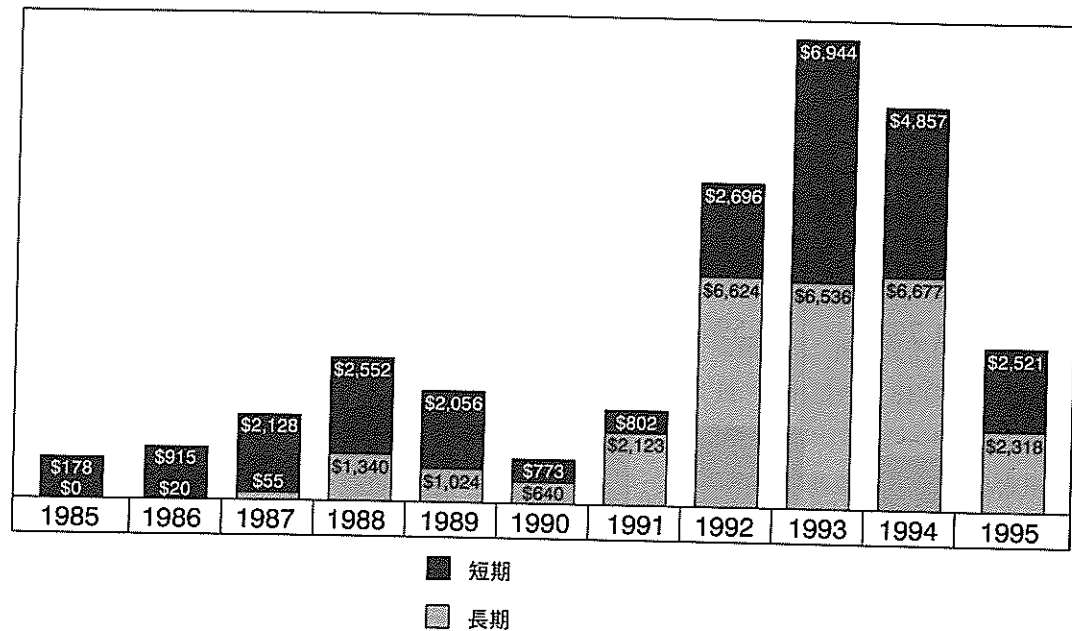
信への転換が急激に増加している(図4参照)。

販売手数料がゼロのノー・ロード型投信の場合、投資会社は投資顧問に一括して手数料を支払い、その中から販売会社への手数料が払い戻されるという形をとる。したがって、手数料の払い戻し自体はごく普通にみられる慣行ではあるが、銀行系専用投信の方がこの割合が高い。この比率は、銀行系対非銀行系では95年には81.8%対46.7%、資産クラス別では課税債券と株式投信で格差が大きい(85.4%対44.7%と75.0%対36.7%)。これらは最も収益性の高い投信商品であり、銀行はこうした高収益の商品分野で払い戻しを余儀なくされている<sup>12)</sup>。このことは、銀行の投信販売の歴史が浅く、知名度の低さを補うために、収益の一部を犠牲にせざるをえない状況に置かれていることを意味している。

証券市場が活況を呈していた1995年にも、銀

図4 信託資産の銀行専用投信への転換額

(推計 100万ドル)



(出所) 図3に同じ。

### 1. グラス・スティーガル法と投信業務

商業銀行の投信業務への参入が初めて問題になったのは、1971年のいわゆるキャンプ判決においてである。最初に、この係争事件を簡単にみておこう。

1965年にファースト・ナショナル・シティ・バンク(現在のシティバンク、以下では現在名を使用する)が銀行の信託機能を利用して集合投資ファンド(collective investment of management agency accounts)を開発した。これは、顧客から1万から50万ドルの資金を銀行に委託し、銀行はその資金を共通信託勘定(common trust fund)にプールして株式に投資し、投資家には出資を表す証書を発行する。投資家はこの証書を償還することも譲渡することも自由にできる、というものであった。通貨監督官(OCC)は、集合投資ファンドや共通信託勘定がOCC規則で認められているものであることから、これを認可した。しかし、投資会社協会(ICI)は、この認可がグラス・スティーガル法に違反するものであるとして当時のキャンプ通貨監督官を相手として訴えをおこした。これに対する最高裁の判決が、71年の有名なキャンプ判決である。

最高裁は、シティバンクの集合投資ファンドを構成する個々の業務は法律上まったく問題がないことを認めたとうえで、それにもかかわらずこれらの業務が結合して営まれれば、まったく性格の異なるファンドを生み出すとしてICIの訴えを認めたのである。つまり、集合投資ファンドはミューチュアル・ファンドと実質的には同じであり、それを設定することはGS法違反であると判断したのである<sup>13)</sup>。

ところで、会社型投信であるミューチュア

銀行の投信販売はそれほど大きくは伸びていない。ミューチュアル・ファンド・ラップ口座への参入や401(k)プラン資金の取り込みといった新しい分野への進出も伸びこそ大きいものの、絶対額ではそれほど大きくはない。銀行の専用投信に占めるMMFの比重や信託資産の転換への依存こそ傾向的に低下しているものの、依然としてかなりの比重を占めているのも事実である。また、銀行系投信は非銀行系投信と比較して費用の割戻しが大きいことから、投信業務の収益性という点でも見劣りする。

しかし、自社投信の開発および販売能力をもった大手銀行は運用会社の買収などによってノウハウを補完しながら、投信業務をフィー・ビジネスの柱の一つとして育成している。それに対して、自社投信を企画・開発する能力に劣る中堅以下の銀行にとっては、将来的には投信業務からの撤退に追い込まれるか、通常投信の販売に徹するかを選択を迫られるとみられる。このように、今後、銀行の投信業務については二極化が進展していくことになる<sup>14)</sup>。

## IV. 商業銀行の投信販売に対する規制

長い間、銀行が投信業務を行うことはグラス・スティーガル法上、認められていないと考えられてきた。しかし、その後の判例および銀行監督当局の解釈によって、商業銀行はごく一部の投信業務を除いて自由に業務展開ができる状況になっている。それとともに、預金と価格変動商品である投資信託を一つの店舗で一緒に販売することにもなる弊害も指摘されはじめている。ここでは、銀行の投信業務をめぐる規制の動向を取り上げる。

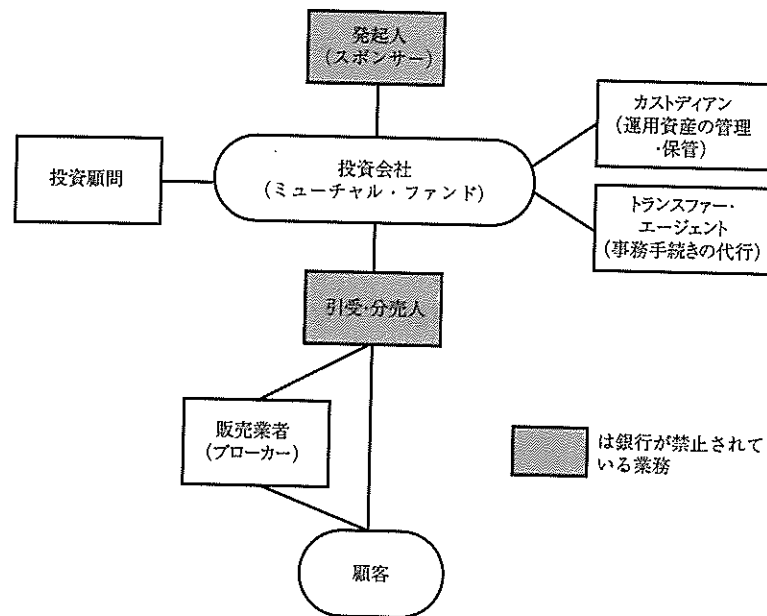
ル・ファンドを構成する業務は図5のようになる。GS法は連邦準備制度加盟銀行および銀行持株会社がミューチュアル・ファンドの発起人(スポンサー)になったり、その株式の引受・分売人になることを禁止している。これらの制限は連邦準備制度加盟銀行の関係会社と非加盟銀行にも適用される。しかし、非加盟州法銀行の子会社あるいは関係会社、および貯蓄金融機関には適用されない。

現実には、投信に関わる引受業務は伝統的なそれとはかなり異なる。本来の引受業務の概念は、引受人が公衆への転売を予定して残額引受(ベスト・エフォート)ベースで証券を買い取ることである。しかし、ミューチュアル・ファンド株式の場合には、投資家は証券会社、フィナンシャル・プランナー、保険会社、そして銀行から購入することができる。これらの販売は代理人ベースで行われているから、自己資本をリスクに曝している訳ではない。他方、投信の

「引受け」を禁止されている商業銀行は、関係のない「引受・分売人」に手数料を支払ってその機能を代位してもらう必要があり、コスト負担を大きくしている<sup>15)</sup>。

確かに、投資信託にとって最も重要なことは、顧客のニーズに合わせた商品設計であり、銀行にとって発起人(スポンサー)になることが禁止されるのは業務展開の上で大きな制約になる。しかし、それにも増して重要なのは投信の運用成績であり、投資顧問業務が認められれば、ほとんど自由な投信業務が展開できるといっても過言ではない。1940年投資会社法は投資会社に対する投資顧問について、証券その他の資産の、投資、購入、販売の是非に関するアドバイスを継続的に提供する権限を与えられていると定義し(同法第20条(20))、きわめて大きな権限を付与している。言い換えれば、銀行は投資顧問業務が認められれば、ファンドの設定、引受けなどは形式上は証券会社に委託し、

図5 米国の投信の仕組みと銀行が認められている業務



(出所) 野村総合研究所

自らは投資顧問として関与することにより、事実上のファンド提供者となることができるのである。

商業銀行の投資顧問業務については、1981年2月にいわゆる ICI 事件に対する最高裁判決によって、その合法性が認可されている。なお、この判決において、クローズド・エンド型投資会社についてはスポンサー業務、オルガナイズিং業務、マネジング業務も認可されている<sup>16)</sup>。さらに、92年にはレギュレーションYが改正され、銀行持株会社のブローカー子会社が自行の専用投信を推奨することも認められ、商業銀行はほとんど自由に投信業務を行うことが可能になったのである。

## 2. 商業銀行の投信販売にともなう諸問題とガイド・ライン

銀行の投信販売への参入が活発になるにつれて、それにとまなう問題も顕在化してきた。最も大きな問題は、銀行で投信を購入する投資家は既存の預金客が多いため、それが価格変動商品であり、元本が保証されていないことを十分に理解しているか、また銀行はそのリスクを十分に開示しているか、ということである。

1993年11月、SECは投資家がミューチュアル・ファンドのリスクをどの程度、理解しているかについて、ランダムに抽出された1,000家計を対象とした調査結果を公表した<sup>17)</sup>。そのうち47%がミューチュアル・ファンド株式を保有していたが、そのリスクについて必ずしも十分に理解していない投資家は銀行で投信を購入した層に限られなかった。つまり、連邦預金保険で保証されていると思込んでいた投資家は、銀行で投信を購入した投資家の66%であったが、全体の投資家についても41%を占めた。ま

た、全体の投資家の39%と、銀行で投信を購入した投資家の49%は、ブローカーから購入した投信が連邦預金保険付きと信じていた。このように、銀行で投信を購入した投資家の方がそれが預金保険付きと錯覚している割合は高いものの、そう思い込んでいる投資家はそれに限られず一般的な範囲に及んでいるといえる。

OCC, FRS (連邦準備制度), FDIC (連邦預金保険), OTS (貯蓄金融機関監督官) の四銀行監督機関は、既に1993年6月から10月にかけて個別に投信販売に関わるガイドラインを発表していたが、94年2月にそれらを合同したガイドラインを発出した。その概要は表3にまとめられているが、最も強調されている点は、銀行は投資信託が、(1)連邦預金保険付きではない、(2)預金、または銀行の負債ではない、(3)銀行によって保証されていない、(4)元本割れを含む投資リスクがある、ことを顧客に周知徹底させるということである。それによって、顧客の混乱の可能性を最小限に抑え、銀行が連邦証券諸法の下での責任を問われることを防ぐのが合同ガイドラインの主要な目的であった<sup>18)</sup>。

しかし、その後のGAOの調査は、これらのガイドラインが必ずしも厳守されていないことを示す結果になった<sup>19)</sup>。つまり、販売担当が上の4点について説明していたのはわずかに32%にとどまり、まったくふれなかった銀行が19%を占めたのである。また、預金とミューチュアル・ファンドの販売場所を物理的に分離していない銀行も34%を占めた。

94年12月にはNASDも銀行の投信販売に関する規則改正案を発表したが、銀行監督当局合同規制案よりも厳しい規制を課するものであったため、銀行業界および銀行監督局は一部の規則に強く反対している。それは行員への報酬間



表3 米銀による投信販売に関わる規制

	銀行当局合同ガイドライン	NASD 規則改正案
最小限必要な開示情報	投信商品が、①預金保険の対象ではないこと、②預金、銀行債務でなく、銀行による保証もないこと、③投資リスクを伴い、元本割れの可能性もあることを明示する。	左と同様
顧客とのコミュニケーション	広告等は、上記の最小限必要な開示情報を掲載すること。提携証券会社が投資商品を取扱している場合は、そのことを明確に表記し、銀行が取扱しているという誤解を与えないようにする。投資・銀行商品の説明が併記されている場合は、両者を明確に区別する。	広告等は、NASD 会員が投資商品を提供していることを明記する。投資・銀行商品の説明が併記されている場合は、両者を明確に区別する。NASD 会員の名前は目立つ形で記載する。
最小限必要な情報を開示するタイミング	開示は、①接客中に口頭で、②投資アドバイスを提供している時に口頭で、③投資商品口座開設時に口頭及び書面で行うこと。また、④広告・パンフレットでも開示を行うこと。	開示は、顧客が口座を開設する際に、書面、及び口頭にて行うこと。可能な限り、必要な情報を開示したことを証明する書類を提示し、顧客からのサインをもらうこと。
投資商品を取扱う場所について	原則、預金受入窓口から物理的に離れた所とする。ただしいかなる場合もテラーは投資商品取引を受けたり、推奨を行ってはいけない。	可能な限り、預金受入窓口から物理的に離れた所とする。ブローカー・ディーラー業務は預金業務とは異なることを明確にする。NASD 会員の名前を、投資商品の販売場所に表示する。
報酬	投資商品販売員に顧客を紹介した行員に、1回ごとの定額報酬を与えることができる。ただし、この報酬は、契約が不成立の場合も支払わなければならない。販売員は、コミッションを受け取ることができる。	NASD 会員は、非会員の行員に紹介料としての報酬を与えてはいけない。
販売員の研修	証券外務員が受けるものと同程度の研修を要する。	銀行店舗で投資商品販売を行う者に限らず、NASD 会員は外務員登録を行わなければならない。
適合性	販売員は、顧客の適合性を鑑みて商品を販売しなければならない。	銀行店舗で投資商品販売を行う者に限らず、NASD 会員には適合性の原則が適用される。
対象者	ガイダンスの対象者は、投資商品の推奨・販売を行内で行う①行員、②銀行関連証券会社社員及びサード・パーティ社員。③行員がサード・パーティを紹介して、その対価を受け取った場合も含む。	預金受入金融機関の敷地でブローカー・ディーラー業務を行う NASD 会員。
情報の交換について	—	銀行の持つコンフィデンシャル情報は、顧客の書面による承認を得た場合に限り、証券営業に使うことができる。なお、「コンフィデンシャル情報」には、顧客の名前、住所、電話番号、銀行と関連のないクレジット・ビューローは含まれない。

NASD=National Association of Securities Dealers (全米証券ディーラー協会) 一部抜粋。

■は議論の争点となっている部分。

〔出所〕 Interagency Statement on Retail Sales of Nondeposit Investment Products (94.2.15), NASD Notice to Members (95-49), Federal Register (96.3.22) より野村総合研究所作成。

と、銀行と投信販売員間の情報交換である(表3参照)。特に、後者の問題は銀行監督局合同規制案ではまったくふれられていないため、

GAO も銀行が投信販売員に顧客情報を流すことは問題があり、論議の余地があると指摘している。銀行業界が反対しているのは、(1)非銀行

ブローカレッジはブローカーに CD などの顧客の銀行サービス情報を提供することを認められている、(2)NASD 規制案はコンフィデンシャルな顧客情報を明確に定義しておらず曖昧である、という理由からである。GAO の調査によれば、回答を寄せた金融機関の68%が顧客に書面で顧客情報がどのように使われるかを明示していた。また、顧客情報では、残高あるいは CD の満期日についての情報を投信販売員に提供するケースが多い(回答金融機関の約40%)<sup>20)</sup>。この問題については、近く結論がだされる予定である。

### おわりに

商業銀行の投信販売への本格的な参入は、92年のFRBによるレギュレーションYの改正によって専用投信が可能になってからである。それから94年頃までは、専用投信の残高はミューチュアル・ファンド全体の増加率を凌ぐ勢いで伸びてきた。しかし、95年になると、銀行専用投信の伸び率がやや頭打ちになっているのに加え、銀行投信業務の内部でも二極化が進んでいるようである。すなわち、大手銀行は投信業務の収益性を高めて規模の利益を追求しはじめ、銀行の合併、買収による専用投信残高の積み増し、また投信運用会社の買収に向かっている。それに対して、運用ノウハウに劣る中堅以下の銀行は、投信会社の通常投信の販売に専念するか、撤退するかを選択を迫られつつあるといえよう。

銀行、証券各監督機関が最近実施した調査は、いずれも投資家が投信のリスクについて充分には理解していないことを示している。このことは銀行で投信を購入する層に限られてはい

ない。しかし、預金業務を営む商業銀行が投信業務をあわせ営むことは、投資家保護の面で弊害をもたらす潜在的な可能性がある。銀行監督当局は、一定のガイド・ラインを設けてこの弊害防止に努めてきたが、現実には十分には守られていないようである。

銀行の投信業務は歴史が浅く、米国証券市場が好調であった時期しか経験していない。商業銀行にとっての意義、および証券規制上の課題が顕在化するのには市況が低迷した時であろう。

### 注

- 1) GAO [1995], pp. 25-26. なお、米国ではオープン・エンド型投信であるミューチュアル・ファンドが投信残高の大部分を占め、増加率も著しいことから、本稿では特に断らない限り、両者を区別しないで使用する。
- 2) 林 [1996], 4-5 頁。別の調査では、銀行の長期投信販売に占めるシェアは1993年の15%から94年には10%に低下し、95年1-9月では12.6%になっている(The Cerulli-Lipper Analytical Report [1996], p. 10)。
- 3) 林 [1996], 7-8 頁。
- 4) 山田 [1993], 53-54 頁。
- 5) GAO [1995], p. 23.
- 6) 山田 [1993], 54 頁。
- 7) 『Fund Management』, 1995年冬季号。
- 8) 銀行の専用投信は SEC に登録する必要があるし、その規制下に置かれる。また、銀行の投信業務は銀行監督局の規制下にも置かれる。ただし、米国の銀行規制体系は複雑で、銀行免許の種類によって監督官庁が異なる。まず、国法銀行は OCC が監督する。連邦準備制度加盟の州法銀行と銀行持株会社は FRB が監督する。連邦準備制度非加盟で連邦預金保険制度加盟の州法銀行については、FDIC が監督する。また、銀行とは異なり、貯蓄金融機関はブローカー・ディーラーの登録免除にはならないから、直接に投信を販売することはできず、登録ブローカー・ディーラーをとうして販売しなければならない。貯蓄金融機関は OTS が監督する。
- 9) GAO 調査によると、銀行が自らの行員に投信を販売させるのは、(1)顧客との関係をコントロールしたい、(2)ブローカー・ディーラーと契約したり、関係会社を設立するほどの業務が見込めない、(3)主として顧客の便宜のために投信を販売している、という理由からである(GAO [1995], p. 53)。なお、銀行で直接ファンドを販売する銀行の従業員は NASD の資格試験の要件の対象外であるが、後に紹介する銀行監督局合同ガイド・ラインでは、ブローカー・ディーラーの登録外務員に義務づけられている教育及びトレーニングと同様のものを受けていなければならない、としている(日本証券経済研究所 [1996], 360 頁)。

- 10) 中村, 沼田 [1996], 53-54頁。  
 11) The Cerulli-Lipper Analytical Report [1996], p. 9.  
 12) The Cerulli-Lipper Analytical Report [1996], pp. 28-29. *The Patriot Ledger*, Nov. 23, 1996.  
 13) The Cerulli-Lipper Analytical Report [1996], pp. 74-75. なお, 近年の商業銀行の合併, 買収によって銀行専用投信の資産残高が大きくなるとともに, 販売能力も向上したため, サード・パーティ・プロバイダーは大手銀行の業務を失う傾向がある (*Fund Action*, Aug. 5, 1996).  
 14) キャンプ判決については, 高月 [1989], 29-40頁, を参照されたい。  
 15) GAO [1995], p. 69.  
 16) ICI 事件については, 高月 [1989], 53-66頁, を参照されたい。  
 17) GAO [1995], pp. 27-28.  
 18) 銀行監督当局の合同ガイド・ラインの発出にもかかわらず, ほとんどすべての議員が銀行の投信販売に関する現在の規制構造は不適切であると考えている。しかし, どのように改革すべきかについては意見が一致していない。また, SEC および証券業界は投信を含む銀行の証券業務は独立の子会社を通じて行う場合と同様に規制されるべきであると主張している (いわゆる「機能的規制」(functional regulation) の考え方) (近年の規制をめぐる動向については, Baris [1994] を参照されたい)。  
 19) GAO [1995], pp. 29-31. 96年5月の FDIC と GAO の2カ月間にわたる共同調査でも, 3,866行のうち28%が, ミューチュアル・ファンドを含む非預金商品が FDIC によって保証されていないことを開示していなかった (*Fund Action*, Aug. 5, 1996)。各種調査については, 伊豆 [1996], に概要が紹介されている。なお, 銀行の投信販売にあたっての実務面および規制面での対応の現状については, 日本証券経済研究所 [1996], 357頁以下, を参照されたい。  
 20) GAO [1995], pp. 41-43. 中村, 沼田 [1996], 57-59頁。

## 参考文献

- Baris, J. G. [1994], "Mutual Fund Activities of Banks", *The Review of Banking and Financial Services*, Vol. 10, No. 5, July.  
 Gallo, J. G., Apilado, V. P., and Kolari, J. W. [1996], "Commercial Bank Mutual Fund Activities: Implications for Bank Risk and Profitability", *Jour. of Banking & Finance*, Vol. 20, No. 10, Dec.

- General Accounting Office (GAO) [1995], *Bank Mutual Funds: Sales Practices and Regulatory Issues*, Sep.  
 Golter, J. W. [1995], "Banks and Mutual Fund", *FDIC Banking Review*, Vol. 8, No. 3, Summer.  
 Investment Company Institute (ICI), *Mutual Fund Fact Book*, each Issue.  
 The Cerulli-Lipper Analytical Report [1996], *The State of Bank Securities Industry*.  
 Mack, P. R. [1995], "Recent Trends in the Mutual Fund Industry", in Rose, P. S. (ed.), *Readings on Financial Institutions and Markets*, 1994-95 Edition (Originally issued in *Federal Reserve Bulletin*, Nov. 1993).  
 伊豆 久 [1996], 「米国における銀行での投資信託販売について」, 『証研レポート』(日本証券経済研究所大阪研究所) No. 1538, 9月。  
 岩本容岳 [1996], 「ミューチュアル・ファンドの最近の動向と米国株式市場」, 『証券投資信託月報』, 3月。  
 大蔵省財政金融研究所編 [1995], 『フィナンシャル・レビュー』(「証券投資信託」特集) 第36号, 11月。  
 近藤哲夫, 落合大輔 [1994], 「欧米における銀行のリテール向け商品販売チャネルの変容」, 『財界観測』(野村総合研究所), 2月1日。  
 斎藤 純 [1996], 「ミューチュアル・ファンドの持続的・爆発的拡大の要因」, 『大和投資資料』, 10月。  
 杉田浩治 [1996], 「銀行預金を上回った米国投信の隆盛」, 『東洋経済』臨時増刊(投資信託特集97年版), 11月27日, 所収。  
 高月昭年 [1989], 『米銀』日本経済新聞社。  
 田村 威 [1995], 「投資信託と年金」, 『Fund Management』, 春季号。  
 中村実, 沼田優子 [1996], 「アメリカにおける銀行による投信販売の経緯及び実情とその問題点」,

- 『資本市場』, 11月。  
 日経公社債情報 [1993], 「米国投信ブームの裏側—個人部門の金融革命—」, 11月15日。  
 日本証券経済研究所 [1996], 『米国の証券制度と業界の最近の動向』。  
 日本投資信託制度研究所編 [1997], 『ゼミナール 投資信託の商品・サービス革命』東洋経済新報社。  
 沼田優子 [1996], 「米国のファイナンシャル・プラ

- クティナー」『Fund Management』, 秋季号。  
 林 皓二 [1996], 「アメリカのサード・パーティ・プロバイダー (その一)」, 『Fund Management』, 冬季号。  
 山田耕司 [1993], 「拡大する米銀の投信ビジネス」, 『金融財政事情』, 10月25日。  
 渡部 聡 [1994], 「ファンド・ファミリーとラップ・アカウント」, 『証券投資信託月報』, 3月。  
 (当所東京研究所主任研究員)