

アメリカにおける銀行と証券（その二）

磯谷 玲

目次

- 一、はじめに
- 二、銀行のミューチュアル・ファンド販売
 - (1) 議会
 - (2) FDIC
 - (3) OCC
 - (4) SEC
 - (5) NASD
- 三、銀行の証券業務
 - (3) OCC
 - OCCのラトウィック (Eugene A. Ludwig)

(以上第三七第六号)

(以上 本号)

氏は冒頭で、次の様に述べている。

「銀行信託部門は過去二〇年間にわたり投資アドバイザー、トランスファー・エージェント、ミューチュアル・ファンドのカストディアンとして活動してきた。近年、銀行はミューチュアル・ファンドの小口販売を拡大させてきている。

実際、ミューチュアル・ファンドの総資産は今や商業銀行システム全体の預金量を上回るものとなっている。このことはアメリカ人の貯蓄方式の根本的な変化を示すものである。銀行は、顧客のニーズを満たそうと思えば、ミューチュアル・

ファンド産業にますます傾注する以外に選択の余地はない。」

OCCは最近国法銀行の新業務に関するルールを決定し、論議を呼んでいるが上記の発言はこのようなOCCの姿勢の一端を示すものである。

ここではOCCの証言の内、ミューチュアル・ファンド販売の傾向とSECとの合同調査についてみていくこととしたい。

① ミューチュアル・ファンド販売の傾向

オープン・エンド・ミューチュアル・ファンドの総資産はここ数年急速に拡大してきており（表1）、一九九六年の第一四半期にはミューチュアル・ファンド資産は銀行預金を上回る規模となった。

この理由として、収益率の差が指摘されている。近年、銀行預金で支払われる利子は低下し、投資家は代替的な投資先を求めるようになったと

表1 オープン・エンド・ミューチュアル・ファンド資産残高 (10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
総額	1,066.8	1,395.5	1,646.3	2,075.4	2,161.5	2,820.3
株式ファンド	245.8	411.6	522.8	749.0	866.5	1,269.0
債券ファンド	322.7	441.4	577.3	761.1	684.0	798.3
マネー・マーケット・ファンド	498.3	542.5	546.2	565.3	611.0	753.0

(出) U. S. Cong. (注16の資料)。以下の表も同じ。

いうのである。また、もう一つの要因として人口統計上の変化が指摘されている。高齢の人々が引退後に備えた貯蓄を行なっているのである。実際、総資産に占める引退用資産 (retirement assets) は一九八〇年の一〇%未満から一九九四年には二六%以上へと拡大している。

銀行の投信販売も近年急速に増大してきたため、規制当局は一九九四年からミューチュアル・ファンドに関するデータを集め始めたが、今日では二〇〇以上の銀行がミューチュアル・ファンド販売を報告している。

銀行を通じて販売されたミューチュアル・ファンド残高も一九九〇年から九五にかけて四倍になっているが、銀行を通じて販売されたミューチュアル・ファンドの構成は全体のものとは大きく異なっている(表2)。

表2 銀行を通じて販売されたミューチュアル・ファンド (10億ドル)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995
総額	85.9	119.7	158.8	219.4	312.8	393.6
株式ファンド	6.0	12.6	20.8	43.2	68.4	96.0
債券ファンド	3.8	8.9	18.9	30.4	34.4	39.8
マネー・マーケット・ファンド	73.0	91.5	111.0	133.8	181.4	225.1
地方債	3.0	6.7	8.1	11.9	28.7	32.7

② OCC/SEC 合同調査

OCC と SEC は Market Facts, Inc. と契約して、合衆国における、無作為に抽出されたミューチュアル・ファンド投資家に対する全米規模での電話調査を行なった。

この調査は一九九五年の六月二八日から八月四日の間に実施され、同社はミューチュアル・ファンドを保有する一八歳以上、約二〇〇〇人にインタビューを行なった⁽¹⁹⁾。

調査の目的は、ミューチュアル・ファンド投資家の人口統計的、金融的、およびファンド所有の特徴に関するより十全な理解を得、また上記の特徴が販売経路によってどのように変化するのにかつての理解を得ることである。

この調査の主要な結果は以下の点である。

(a) 人口統計的・金融的特徴
調査は、典型的なミューチュアル・ファンド投

資家が平均的な米国民とはいくら異なる特徴を持っていることを明らかにした。平均的な投資家は、より高い教育を受け、米国家計の中央値 (median) の所得よりも高い水準の所得を得ている。

銀行とノンバンクを比較してみた場合、銀行の方が女性ならびに六五才以上の個人により多く販売している。

大学院まで進学した投資家層は、ミューチュアル・ファンドを商業銀行から購入することを好まず、逆に高校までの教育しか受けていない場合には相対的に商業銀行から購入する割合が高い。

これらの相違は、銀行は他の販売者とは異なる市場セグメントに役に立っているということを示している。表3がこれらの結果を示している⁽²⁰⁾。

(b) ミューチュアル・ファンド投資家の知識
 またミューチュアル・ファンドの投資家たちが
 ミューチュアル・ファンドの用語 (terminolo-
 gy)、期間中のパフォーマンス、経費、投資リス
 クなどについて熟知しているか否か、について
 も、そしてこれらを学んだ情報源についても調査
 した。

その結果は、大半の投資家(九四%)が株式
 ファンドにおいてその資金を失う可能性があるこ
 とを認識しており、また七二%の投資家は債券
 ファンドにおいても、さらに六四%の投資家はマ
 ネー・マーケット・ファンドにおいても自己の資
 金を失う可能性があることを認識している。ま
 た、二五%以上の投資家は、マネー・マーケット
 ・ファンドにおいては損失が発生しないと信じて
 いるが、その理由はファンドが「安全資産」を保
 有しているから、というものであった。

上記の結果について、購入チャネルによる理解
 の差は認められない(表4)。

また、一般的に言って、経費率、手数料等に関
 する投資家の知識は改善されている(表5)と考
 えられる。

表6が示すように、一般的には、重要な情報源
 として目論見書、雇用者によって提供されたも
 の、金融雑誌をあげている。

回答者の六〇%が目論見書を情報源としてあ
 げ、一五・二%が最良な情報源としている。銀
 行からの購入者は銀行以外から購入しているもの
 より目論見書を用いる割合が低く、銀行を情報源
 として利用する割合が高い。

以上の点から、OCCはミューチュアル・ファ
 ンドのリスクと経費にかんする投資家の理解は改
 善されており、これは販売(購入)チャネルに
 よっても変化しないと結論づけている。

表3 ミューチュアル・ファンド投資家の性格

	購 入 先			全 米
	銀 行	ノンバンク	ミューチュアル・ ファンド全体	
中位年齢(Median Age)	45	43	43	38
65歳以上の比率	16.6(%)	8.1(%)	9.3(%)	16.3(%)
中位所得(Median Income)	\$ 55,200	\$ 59,400	\$ 58,800	\$ 38,782
大学院	21.1(%)	27.5(%)	26.5(%)	N. A.
大学卒ないし大学院入学	49.3(%)	55.5(%)	54.5(%)	20.7(%)
高校入学	3.7(%)	1.5(%)	1.9(%)	10.9(%)
男性	50.0(%)	60.1(%)	58.6(%)	47.8(%)

表4 ミューチュアル・ファンド投資家のリスクに関する知識 (%)

ファンドの種類		購入先		全産業
		銀行	ノンバンク	
株式ファンド	Can lose money	93.9	94.0	94.0
	Can't lose money	2.7	1.8	2.0
	Don't Know	3.4	4.2	4.1
債券ファンド	Can lose money	72.8	71.6	71.8
	Can't lose money	13.3	12.1	12.3
	Don't Know	14.0	16.4	16.0
マネー・マーケット・ファンド	Can lose money	64.0	63.8	63.9
	Can't lose money	20.1	20.6	20.5
	Don't Know	16.0	15.6	15.7

表5 ミューチュアル・ファンドのコストに関する知識度 (%)

	購入先		
	銀行	ノンバンク	ミューチュアル・ファンド全体
経費の見積もりを提供された	15.3	19.5	18.9
購入時の経費を知っていた	46.1	42.4	43.0
販売手数料を知っている	62.6	70.7	69.5
高コストのファンドからは低い平均利回りを予想する	9.7	16.8	15.7

表6 ミューチュアル・ファンド購入に際して使用された情報源 (%)

情報源	使用された情報源			最もよく使用された情報源		
	銀行	ノンバンク	全体	銀行	ノンバンク	全体
目論見書	51.2	58.8	57.7	13.9	15.4	15.2
ブローカー	27.4	31.6	31.0	11.0	17.9	16.9
友人・家族	40.4	37.2	37.6	20.9	15.5	16.3
金融専門雑誌	41.4	42.1	42.0	13.6	17.7	17.1
雇用者	34.4	46.3	44.5	18.7	28.1	26.7
銀行	41.4	5.0	10.3	19.4	1.6	4.2

アメリカにおける銀行と証券 (その2)

(4) SEC

先に紹介したOCC/SEC合同調査がここでも証言の中軸をなしている。

OCCは合同調査の結果として、銀行のミューチュアル・ファンド販売、あるいはミューチュアル・ファンドの現状について、改善点はあるとしながらも、肯定的な結論を導き出していた。SECの評価はOCCのそれとやや異なるものである。

SECのバリー・バーバッシュ (Barry Bar-bash)氏は冒頭で次のように述べている。

「この調査が示しているのは、多くのミューチュアル・ファンド投資家がいくつかの基本的な投資概念に不慣れであり、また、投資家はファンドの目論見書を検討するけれども、ファンドに関する他の情報がより有益であると考えているということである。この結果はSECが近年取り組ん

できた二つの課題、すなわちミューチュアル・ファンドのディスクロージャー文書の改善と投資家教育(の重要性)に強力な支持を与えるものである。銀行は現在銀行以外が従わなければならない法体系の外側で活動している。

委員会(ここではSECを指す)は機能別(業務別)規制(functional regulation)の概念を支持するものである。この方式で銀行の証券活動(業務)を現行の法体系の中に取り込むことが可能となる。」⁽²²⁾

ここには制度上の問題も含めて改善すべき課題が残されているという認識が示されている。この点を前提して、SECからする合同調査の内容を次にとりあげることにする。

① OCC/SEC合同調査

OCCとの共同調査(実際の調査は上述のようにMarket Facts, Inc.)では、六経路が調査を

れた。すなわちブローカー、銀行、ミューチュアル・ファンド会社、保険会社、年金(employer-sponsored benefit plan)その他²³⁾である。

ミューチュアル・ファンドの購入者の人口的(demographic)、金融的な性格に関する調査結果は同様の調査が明らかにしたものと概して相違はないが、調査結果はミューチュアル・ファンド投資家の金融的な知識の状況に関する重大な疑問を提起した。たとえば、

- ・ 高いコスト(excesses)が低利回りに帰結するということを理解していたのは六人に一人以下の割合だった。
- ・ 三分の一の回答者がマネー・マーケット・ファンドは保証(insured)されていると信じていた。
- ・ 四分の一の回答者が株式市場におけるリターンが財務省証券でのリターンを上回っていたことを知らなかった。

・ 大多数の投資家は株式ファンドで資金を失う可能性を知っていたが、小数の投資家は、債券ファンドもしくはマネー・マーケット・ファンドにおいて資金を失う可能性があると思うかという問いに、否あるいは不明(don't know)と返答していた²⁴⁾。

調査はまた、購入経路によって投資家の知識にも差があることを明らかにした。調査の一環としての一般的な金融能力テスト(quiz of financial literacy)において、最も高得点だったのがミューチュアル・ファンド会社から購入していた投資家である。ブローカーから購入していた投資家も同様に高得点だったが、銀行から購入していた投資家は低いスコアだった。

この結果は、必ずしもブローカーやファンド会社が投資家教育において秀でているということを示すものではない。むしろこれが示しているの

は、相対的に知識のある投資家は他の投資家たちよりも特定の経路を使うということであろう。たとえば、相対的に知識の豊富な投資家は、ファンド会社から直接購入することを好むが、そうでない投資家(銀行から購入する投資家を含む)は投資の専門家(銀行など)によるガイドラインを求めるだろうというようなことである。

ミューチュアル・ファンドの投資家が購入を決定する際に用いる情報源についてのデータは、ミューチュアル・ファンド目論見書に関する見方が混在していることを示している²⁵⁾。すなわち、最も重要な情報源の一つとして考えられている一方で、調査対象となった投資家の四〇%以上が目論見書を利用していないということが明らかとなったのである。さらに、ミューチュアル・ファンドに関する情報源の中でも、雇用者(employer)による情報、金融雑誌、家族・友人、ブローカー

の方が重要であると考えられているということも判明した。

調査結果は、金融機関別の結果を示してはいないが、多くの投資家が投資概念に通じていないことを示しており、したがって委員会が近年取り組んできた、リスク情報の開示、「平易な表現のイニシアティブ(Plain English Initiatives)」などのファンド情報の開示の改善と投資家教育に強力な支持を与えるものである。

② 銀行のミューチュアル・ファンド業務の規制

(a) 概観

OCC/SEC 合同調査は、とりわけミューチュアル・ファンドの販売に従事する異なった金融仲介機関に焦点を当てていた。上述のように、銀行とその子会社はミューチュアル・ファンド業界の主要な構成者である。

公衆により利用される他のファンドと同様、銀

行によって助言され、販売されるミューチュアル・ファンドも一九四〇年投資会社法(Investment Company Act of 1940)の規制を受ける。

しかし、銀行それ自体は、証券関連法の銀行を規制から除外する条項のため、ほとんど証券規制の枠外でミューチュアル・ファンド関連の活動に従事している。⁽²⁶⁾

委員会は過去一〇年間に、現行の規制体系の下で生じてきた証券規制と銀行規制の相違とそのギャップに関して膨大な証言を行ってきた。

委員会は、このギャップを埋め、銀行の証券活動を証券規制体系内にとりこむことを可能にする、機能別レギュレーション(Functional regulation)というコンセプトを支持し続けている。

(b) ディスクロージャーおよび広告に関する規制

ディスクロージャーおよび広告に関する監視フ

ロセスを通じて、委員会とNASDはミューチュアル・ファンド販売活動に関する包括的な規制を実行してきた。銀行によって販売されるファンドの場合でも、ファンドの販売用文書と広告は委員会のルールに則り、かつ委員会もしくはNASDに登録されなければならない。⁽²⁷⁾

(i) ディスクロージャー 投資会社法八条は、一部の例外を除き、同法の下で、投資会社が委員会に登録することを求めている。

また、投資会社が公募を行なう場合は一九三三年証券法により登録届出書を揃えなければならない。この届出書は、ファンドの目論見書を含む。目論見書はファンドや、その投資方針、またファンドに投資する際のリスクなどを記述している。

届出書検査の一環として、委員会のスタッフはファンドの名称が投資家の誤解を招く可能性

があるか否かを注視している。

委員会のスタッフは、ファンドの助言者である銀行や、ファンドを販売している銀行の名称と同一もしくは類似している場合に生じる潜在的な投資家の混乱を回避するための処置を講じている。⁽²⁸⁾

一九九三年に、スタッフは投資会社法に基づいて登録されている全てのファンドに書簡を送り、銀行の助言を受け、銀行によって販売されているミューチュアル・ファンドの投資家が、彼らの投資が保証(Guaranteed or insured)された銀行預金であるという誤解を抱く可能性にSECが関心持っていることを表明した。⁽²⁹⁾

(iii) 広告 (advertising) 委員会は、証券諸法に基づいていくつかのルールにしたがって、ファンドの広告、販売文書を規制している。

(i) 省略目論見書 証券法規則四八二はファン

ドが、広範囲な情報・パフォーマンス・データなどを含む広告を発行することを、情報の内容が当該ファンドの目論見書に含まれている場合に限り認めている。

もし広告がファンドに関する何らかのパフォーマンス情報を含んでいる場合には、同広告は委員会の定める定式により計算された、過去一年間、五年間および一〇年間のファンドの総収益を提示しなければならぬ。さらに、広告は、パフォーマンスの指標は過去のパフォーマンスであるということ、また投資収益と投資の元本価値(principal value)は変動するものであり、したがって投資株式(shares)が現金化される時には元の投資額よりも多くなることも少なくなることもあり得ることを示さなければならない。⁽³⁰⁾

(ロ) 墓石広告 証券法規則一三四はミューチュアル・ファンドに関する一定の情報を含む広告を認めている。このタイプの広告はパフォーマンス情報を含むことはできず、より詳細な情報はファンドの目論見書を手入するよう読み手に指示しなければならない。⁽³¹⁾

(イ) その他 この他、規則一三五(一般的広告)や規則一五六(詐欺的行為の防止)に基づく広告規制が存在する。

③ ミューチュアル・ファンド販売活動の監督

最近のGAOのレポート⁽³²⁾によれば、銀行のミューチュアル・ファンド販売の大半は一九三四年証券取引所法に基づいて委員会へ登録されたブローカー/ディーラーをつうじて行なわれている。

委員会とNASDは、銀行の関係会社および銀行内で活動している業者を含む、登録ブロー

カー/ディーラーのミューチュアル・ファンド販売活動全般にわたる監督を行なっている。以下に検査プログラムを通じたブローカー/ディーラーへのルール適用、およびその発展について簡単に記述する。⁽³³⁾

(a) ブローカー/ディーラー検査プログラム (inspection program)

委員会はブローカー/ディーラーおよびその検査(examination)プログラムを通じたNASDのブローカー/ディーラーの規制を監視する立場にある。委員会検査の主たる目的は検査活動とNASDの能力とを監視することにあるが、委員会はブローカー/ディーラーの財務記録と販売活動に関する検査も併せて実施している。

一九九五会計年度には、たとえば委員会は六六二件の検査を行なったが、三九三件は監視検査(oversight exams)で、二六九件はcause検査

であった。六六二件の内、三七が銀行関係ブローカー/ディーラーもしくは非預金投資商品の販売に関連した協約(arrangements)を銀行と結ぶことによって参加しているブローカー/ディーラーであった。また、NASDは一九九五年(歴年には一五〇〇)のブローカー/ディーラーを対象とした通常検査を行なっている。

近年のミューチュアル・ファンドの急成長という事態をふまえて、委員会は多くの時間と労力とをブローカー/ディーラーによるミューチュアル・ファンド販売活動の監視に割いてきた。

検査において、委員会のスタッフが重視するのは、非適合取引、損益分岐点に顧客の注意を促すことを怠ること、スウィチング、チャーニング、情報開示の不履行、販売過程においてなされた不実表示(misrepresentation)等の潜在的な不正取引の証拠である。⁽³⁴⁾

検査には今後も注力していく予定であり、そのことがミューチュアル・ファンド販売の質の向上につながることを期待する。

(b) 合同検査の実施に関するOCCとの協定

委員会とOCCは昨年、監督上の利害を共有するミューチュアル・ファンド販売活動と助言機関(advisory entities)の合同検査実施の概要に合意した。この合意に基づく調査は現在三つが実施中、四つめが準備中という状況である。⁽³⁵⁾

合同調査の結果、委員会のスタッフは非登録銀行アドバイザーの調査という機会でなければできない情報にアクセスすることになった。そしてこうした情報なしにはスタッフが銀行アドバイザーが以下のような証券諸法によって禁止されている行為に従事しているか否かを決することは不可能であったろう。このような行為とはすなわち、

- 一部の顧客を優遇するために投資機会を振り分

- けること
- ・ファンド・ポートフォリオ・マネージャーによるフロント・ランニングあるいは投資機会の認め難い取得
- ・取引の過誤を修正するための顧客間のクロストレードイングもしくは低パフォーマンスの証券をある顧客の口座から別の顧客の口座へと移動すること
- ・そして、顧客を犠牲にしてアドバイザーに利益を供給するソフト・ダラー慣行である。⁽⁸⁵⁾

(c) NASD提案

過去一〇年間、ますます多くの銀行もしくは預金金融機関が登録ブローカー/ディーラーとの、典型的には「ネットワーク協定 (networking arrangement)」⁽⁸⁶⁾とよばれる協定を結ぼうとしてきた。これは金融機関の建物内で、ミューチュア

ル・ファンドのような非預金投資商品をブローカー/ディーラーが販売することを企図するものである。⁽⁸⁷⁾

今年三月、委員会は小口預金を受け入れる金融機関の建物内でのNASDメンバーの業務行為を規制するNASDの提案に関するコメントを公表した。提案は、とりわけ、以下の諸点を要求するものである。すなわち、

- ・ブローカー/ディーラーサービスは、可能な場合は常に、金融機関の預金受け入れ活動から物理的に区別された場所で提供されること、
- ・ブローカー/ディーラーサービスは金融機関の預金受け入れ活動とは明確に区別されること、
- ・ブローカー/ディーラーは、新規の顧客が口座を開設する時には、購入された証券はFDICによって保証されないこと、金融機関の預金もしくは債務ではないこと、金融機関によって保

証されるものでもないこと、元本の損失を含む投資リスクが存在すること、を開示すること、
 ・ブローカー/ディーラーは要求されるディスクロージャーを顧客が受けたという書面での承認を得るよう努めること、
 である。

(注)

- (85) U. S. Congress, House, *Business Practices of FDIC-Insured Institutions Selling Non-deposit Investment Products*, June, 1996, p.140. ⁽⁸⁵⁾ 同書が出典の場合は頁数のみ示す。
- (86) OCCの新業務参入に関する新ルールについては拙稿「米国における金融規制緩和」『証券経済研究』第六号、九八頁を参照されたい。

- (88) p. 143.
- (89) p. 149.
- (90) p. 150.
- (91) p. 152.
- (92) p. 167.
- (93) p. 173.

- (84) pp. 173-174
- (85) p. 174
- (86) p. 182.
- (87) p. 183.
- (88) p. 184.
- (89) pp. 184-185.
- (90) p. 185.
- (91) p. 186.
- (92) GAO, *Bank Mutual Funds*, Sept. 1995.
- (93) p. 187.
- (94) p. 188.
- (95) p. 189.
- (96) p. 190.
- (97) p. 191.

(いそや あきり・当研究所主任研究員)