

米国投資銀行を中心とする金融ビジネスの変遷 - 401(k)プラン、投資信託、証券化を含む包括的整理 -

目 次

- . はじめに
- . わが国における金融環境の変化
- . 米国投資銀行および投資銀行業務の概要
- . 米国投資銀行の沿革
- . メーデー以降の戦略分化と資産管理業務
- . 401(k)プラン・ビジネスとミューチュアル・ファンド
- . 証券化、デリバティブ、オンライン取引
- . おわりに

研究員 牛窪賢一

要 約

. はじめに

わが国では、金融業界を取り巻く環境が急激に変化する中で、直接金融を担う証券業務に対する関心が高まっている。本稿では、米国投資銀行を中心とする金融ビジネスの変遷、金融ビジネスに変化を促すドライビング・フォース等について分析・整理する。

. わが国における金融環境の変化

わが国の金融機関が、間接金融から直接金融へのシフトをにらんで打ち出している戦略は、投資銀行業務の強化、資産運用・管理業務の強化、の2つの方向に大別される。

. 米国投資銀行および投資銀行業務の概要

米国投資銀行の業務は、引受業務、M & A 仲介業務、トレーディング業務を核とし、資産管理業務、年金ビジネス等多角化が進んでいる。主要投資銀行の特徴についても紹介する。

. 米国投資銀行の沿革

投資銀行の基盤確立、大恐慌後の金融・証券関連法制の確立、1960年代におけるメリルリンチの台頭、の3つのテーマに分け、米国投資銀行の沿革について概観する。

. メーデー以降の戦略分化と資産管理業務

1975年メーデー以降、証券会社の戦略は、資産管理業務を重視、トレーディング等リスクを取って高収益を追求、ディスカウント・ブローカー、の3つの方向に分化した。

. 401(k)プラン・ビジネスとミューチュアル・ファンド

401(k)プラン・ビジネスでは、資産運用会社、投資銀行、商業銀行、保険会社等が競合している。ミューチュアル・ファンドは、401(k)プランの代表的受け皿商品となっている。

. 証券化、デリバティブ、オンライン取引

金融技術の発達を代表する証券化やデリバティブ、情報通信技術の発達を背景とするオンライン取引の拡大によって、金融ビジネスは大きく変化しつつある。

. おわりに

わが国においても、銀行、証券、保険等に区分されてきた各種金融サービスは、今後加速度的に融合化し、金融業界以外からの参入も含めて、競争は一層激化することになる。

．はじめに

1．本稿の目的

1996年11月に金融ビッグバンが宣言されてから2年余りが経過した。わが国金融機関を取り巻く経営環境は、規制緩和、グローバル化の進展、情報通信技術や金融技術の発達等によって、大きく変化している。金融機関にとっては、事業戦略における選択肢が大幅に拡大している反面、抱えるリスクも多様化・複雑化し、事業戦略の重要性がこれまで以上に高まっている。

一方、上記のような経営環境の変化は、銀行、証券、保険等の各種金融サービスの融合化を促しつつある。この動きの中で、特に、直接金融を担う証券業務に注目が集まっている。何らかの形で「証券」を組み込んだ金融商品を顧客に提供することは、銀行や保険会社にとっても、今後ますます重要になってくるであろう。証券業務を軸に、わが国金融ビジネスの将来について考察する場合、高度に発達した資本市場を有する米国の例が参考になると思われる。

本稿では、このような観点から、米国投資銀行を中心とする主な金融ビジネスの変遷、金融ビジネスに変化を促すドライビング・フォース等について分析・整理することを目的としている。このドライビング・フォースとしては、規制や税制等の変更（この中には、年金制度や会計制度等の変更を含む）、情報通信技術および金融技術の発達、市場における資金調達者、資金運用者のニーズおよび勢力関係の変化、等の視点が特に重要と考えられる。これらのドライビング・フォースは、銀行、証券、保険の各業態に、必ずしも同様の影響を与えているわけではない。しかし、ある程度共通する部分も少なくないように思われる。

金融業界で注目されているキーワードとして、世界的な金融再編、投資銀行業務、資産管理業務、投資信託、確定拠出型年金、証券化、デリバティブ、オンライン取引等があげられる。本稿では、これらの時間的な流れや相互のつながりについて整理することも意図している。

2．わが国金融市場で注目される3つの流れ

金融業務は、対象とする顧客を基準として、ホールセール（大口金融）とリテール（小口金

融）に大別することができる。ホールセールは主として企業向け、リテールは主として個人向けと位置づけることもできよう。

わが国の金融市場において注目されている大きな流れが3つある。これらは、まだ大きな動きとなっていないものの、今後の方向性として注目されているものである。

第一の流れは、わが国の金融形態が間接金融から直接金融へシフトすることに伴う、企業金融（コーポレート・ファイナンス）の変化である。金融機関にとっては、ホールセール・ビジネスである。間接金融中心のわが国の金融形態は、米国のように直接金融中心にシフトするとの見方が多い。仮にこの見方が正しいとすれば、企業の資金調達において、銀行借入が縮小し、証券発行が拡大することになる。これは、証券引受業務が、銀行等の伝統的な貸付業務に対して相対的に重要になることを意味している（図表1参照）。

第二の流れは、間接金融から直接金融へのシフトに伴う、1200兆円といわれる個人金融資産（個人の運用サイド）の構成変化である。金融機関にとってはリテール・ビジネスである。個人の資産運用においては、この過半を占める銀行預金等のウェイトが縮小し、証券保有による運用が拡大、資産運用アドバイス等を含む資産運用・管理業務がより重要になると期待されている。ここで注目されている受け皿商品の一つが投資信託である。

投資信託を利用した金融形態は、「市場型間接金融」と呼ばれる。投資信託という「器」が介在するという点では「間接的」といえるが、企業等が発行する証券保有に伴うリスクを個々の投資家自身が負担する（金融機関によるリスク負担がない）という意味では、むしろ直接金融に近いと考えられる。一般に、「間接金融から直接金融へのシフト」という場合、「市場型間接金融へのシフト」も含めて、広く金融形態の多様化を指していることが少なくないように思われる。

第三の流れは、年金ビジネスの拡大である。少子高齢化、運用利回りの低下等を背景とする公的年金の財政悪化は、老後生活の備えとして自助努力での資産蓄積が求められることを意味し、私的年金市場の拡大が期待されている。また、確定給付型の制度である企業年金の財政状態も悪化傾向にあり、米国で拡大した401(k)プラン等をモデル

とした確定拠出型年金（日本版 401(k)）の導入が準備されている。

確定拠出型年金等、新たな年金ビジネスの分野は、金融機関にとって2つの側面を持つ。一つは、顧客としての従業員を企業毎に囲い込めるという側面であり、もう一つは、個々の従業員とのコミュニケーション（情報提供、問い合わせ対応、投資対象の変更受付等）が求められるという側面

である。ホールセールとリテールの性格を併せ持つビジネスといえよう。年金ビジネスの分野においても、この代表的受け皿商品として投資信託市場の拡大が期待されている。

外資系金融機関によるわが国への進出も、多くは、上記のような流れをにらんだものとなっている。

《図表1》金融形態別の主要金融業務

対象顧客	間接金融 (預貸業務)		直接金融 (証券業務)		市場型間接金融 (投資信託等)	
	ホールセール (企業)	リテール (個人)	ホールセール (企業)	リテール (個人)	ホールセール (企業)	リテール (個人)
顧客の 資金調達	・貸付業務 (企業による借入)	-	・証券引受 (企業による証券発行)	-	・証券引受 (企業による証券発行)	-
顧客の 資金運用	-	・預金業務 (個人の預金預入れ)	-	・証券販売 ・委託売買 (個人の証券売買)	-	・投信業務 (個人の投信購入)

(注) 本表では、企業が資金調達を行い、個人が資金運用を行うものとして単純化した。実際には、企業による運用（預金、証券等）、個人による調達（住宅ローン等）も活発に行われており、これらも金融機関業務の重要な対象となっている。

(出典) 安田総合研究所作成

3. 米国投資銀行を取り上げる理由

本稿で米国投資銀行を取り上げるのは、以下の理由による。

第一に、米国投資銀行は証券業務の中心的な担い手として、注目度の高い業務を行っていることである。米国投資銀行は、企業等の財務アドバイザーとして、投資銀行業務（本稿では、引受業務、M & A 仲介業務、トレーディング業務の3つを投資銀行業務と呼ぶ。詳細は後述）を行うことで、企業の成長や経済の発展に多大な貢献をしてきた。

さらに、このようなホールセール・ビジネスとしての投資銀行業務だけでなく、リテール分野における資産管理業務や 401(k) プランに代表される年金ビジネスにも注力している投資銀行が少なくない。投資銀行業務、資産管理業務、年金ビジネス等は、いずれも世界的に注目され、金融再編における核になっている分野である。

第二に、実際に、米国投資銀行絡みの大規模な金融再編が世界的に進んでいることである。1997年には、モルガン・スタンレーとディーン・ウィッター・ディスカバーの合併（米国投資銀行

同士の合併）、メリルリンチによる、マーキュリー・アセット・マネジメントの買収（米国投資銀行による英国最大の資産運用会社の買収）、トラベラーズ・グループによる、ソロモン・ブラザーズの親会社ソロモンの買収（米国保険グループによる米国投資銀行の買収）等があった。

さらに 98 年には、トラベラーズ・グループとシティ・コープとの合併によるシティ・グループの誕生（米国の保険、投資銀行、商業銀行の結合による巨大金融コングロマリットの形成）、ドイツ銀行によるパンカース・トラストの買収計画発表（ドイツ最大の銀行による、投資銀行業務に強みを持つ米国商業銀行の買収）等があった。このように、銀行、証券、保険といった業態の垣根や、国境を超える結合も珍しくなくなっている。

第三に、わが国においても、米国投資銀行の活動が活発化していることである。これまでも、米国投資銀行は、証券発行の主幹事を務める等、わが国において幅広い業務を展開してきた。特に最近では、メリルリンチによる、旧山一証券の一部を引き継いでの本格的なリテール展開や、シ

ティ・グループの投資銀行部門であるソロモン・スミス・バーニーと日興証券による合併会社の設立等、動きが積極化している。

わが国における株式投資信託の純資産残高（98年12月末）をみても、ゴールドマン・サックス投信が3位、メリルリンチ・マーキュリー投信投資顧問が9位と、米国投資銀行系運用会社の活躍が目立っている。

このように、米国投資銀行は、わが国金融機関にとって、取引先、競争相手、提携等協力関係の構築先、というそれぞれの側面から目が離せない存在となっている。

なお、本稿の構成では、 章は、本稿における問題意識の確認、 ~ 章は、投資銀行、投資銀行業務の明確化、 ~ 章は、資産管理業務、401(k)プラン・ビジネス等の概要把握、 章は、金融技術発達等の意義、 章は、わが国への示唆、をそれぞれ主眼としている。

わが国における金融環境の変化

本章では、本稿における問題意識を明確化するため、わが国における最近の金融環境の変化について整理する。まず、世界的な金融環境の変化について概観し、次に、わが国における金融ビジネス変化の特徴について述べる。

1. 世界的な金融環境の変化

(1) グローバル化の背景

1980年代以降、世界の金融・資本市場は急速に一体化するようになってきた。このグローバル化の背景には、世界的に進行する以下のような変化がある。

第一に、各国の政府・金融監督当局による規制緩和である。これによって、国境を越える資金の調達、運用が容易になり、資金を求める企業や運用対象が必要な投資家は、世界中の市場の中から、最も有利な市場を選択できるようになってきた。

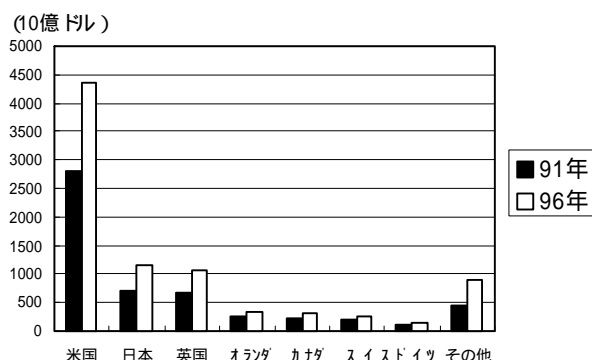
第二に、情報通信技術および金融技術の発達である。情報通信技術の発達は、国境を越える瞬時かつ低コストの情報伝達を可能にするとともに、決済システム、カストディ（有価証券の保護預り）等の分野における処理や管理を、より迅速かつ正確、低コストなものに変えた。デリバティブ、

証券化等の金融技術の発達も、国境を越える取引の低コスト化に貢献している。

第三に、世界的な私的年金市場の拡大である。少子高齢化の進行や公的年金の財政悪化は、国によって程度の差はあるものの、世界的な傾向である¹。このため、自助努力による資産蓄積手段として私的年金市場が拡大している（図表2参照）。このような年金資金は、リスク分散を図るため、国際分散投資を活発に行うようになってきている。

なお、国境を越える取引の拡大は、グローバル・スタンダードの形成を促進する。わが国の会計基準が国際的な会計基準に沿ったものに変更されるのもこの一例である。グローバル・スタンダードの形成は、さらに国境を越える取引を加速させることになる²。

《図表2》主要国の年金資産残高



(出典) Pension & Investments

(2) 世界的な金融再編

金融・資本市場がグローバル化する中で、世界的な金融機関の再編が進んでいる。1999年1月、欧州に単一通貨ユーロが導入されたことも、再編を活発化させる一因となっている。欧州系金融機関は、欧州金融市場の一体化に伴い、これまで以上に強い競争力を求められる。米系金融機関にとっては、欧州全体を自社の市場として一気に取り込むチャンスである。

最近の世界的な金融再編においては、以下のような特徴がみられる。

第一に、総合化である。これは、様々な金融サービスを提供可能とすること（金融スーパーマーケット化）で、異なる種類の金融サービスを組み合わせることによるシナジー効果や範囲の経済を求めるものである。

第二に、巨大化である。これは、資金力、信用力、ネーム・バリュー（ブランド力）等を強化するとともにコスト削減を図ることで、規模の経済を求めるものである。

第三に、グローバル化（国境を越える再編）である。この狙いには、国内で養ったノウハウを海外市場で活用する、自社にないノウハウを海外金融機関から取り入れる等の他、顧客のグローバル化に対応するという側面もある。企業の資金調達・運用、合併・買収はグローバル化しており、金融機関にも、グローバルな販売力、運用力、ノウハウ等が求められている。個人の資産運用に関してもグローバルな運用力が必要になってきている。

ただし、すべての合併・買収、提携等に上記のような特徴がみられるわけではない。不採算部門の売却等により、自国内に限られた分野に特化している金融機関も少なくない。

2. わが国における金融ビジネスの変化

(1) 間接金融から直接金融へのシフト

わが国の金融形態は、間接金融中心となっている。個人金融資産の構成をみても、米国に比べ、株式や債券、投資信託等のウェイトが低く、預金中心の間接金融に偏っていることがわかる（図表3参照）。

わが国の金融形態が、直接金融や市場型間接金融へシフトするとの見方は、金融ビッグバンによる規制緩和やグローバル化と関連した、以下のような変化に着目したものと考えられる。

資金調達の主体である企業は、銀行等のリスク負担能力やメインバンク機能が低下する中で、金融機関からの借入よりも、低コストかつ機動的な

資金調達を可能とする資本市場での株式や債券の発行を優先的に利用するようになる。

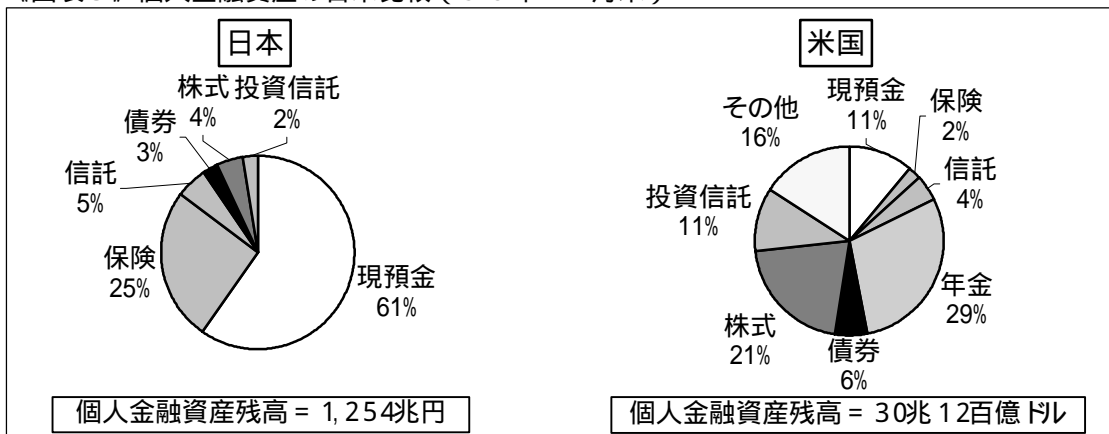
資金運用の主体である個人は、金融資産の厚みが増し、リスク負担能力が拡大してきたことを背景に、銀行預金を中心とする安全志向から、株式、債券、投資信託等による収益重視の運用スタンスに変化する。2001年4月に予定されているペイオフ（銀行等が破綻に陥った場合に、保証額の上限を1千万円として預金の払い戻しを行う措置）開始が、銀行預金からの資金流出を招き、個人金融資産の構成を変化させるとの指摘もある。

間接金融の担い手である銀行等の金融機関は、急激な経営環境変化やBISの自己資本比率規制等のために、リスク負担を抑制するスタンスになっている。このため、貸出の拡大は期待し難い。

以上のような各市場参加者のニーズの変化によって、資本市場の発達が進められ、金融仲介の役割（金融機関のバランスシートを經由し、金融機関が資金運用者に代わってリスクを負担する役割）は縮小するとの見方である。

これまでのところ、間接金融から直接金融や市場型間接金融へのシフトはほとんど進んでいない。また、日本人は元本確保志向が強く、この性向は半永久的に変わらないとの見方もある。しかし、規制緩和やグローバル化が進展する中で、日本人の投資行動がまったく変わらないままであるということは考えづらいだろう。ペイオフが開始されれば預金も完全な安全資産ではなくなる。投資教育が普及するようになれば、わが国の消費者もリスクに見合うリターンを求めるようになるだろう。直接金融や市場型間接金融へのシフトは、中長期的に進行する流れと考えられる。

《図表3》個人金融資産の日米比較（98年12月末）



(出典) 資金循環速報 (日銀)、Flow of Funds Accounts (FRB)より安田総合研究所作成

(2) 金融機関戦略の方向性

わが国の金融機関が、直接金融や市場型間接金融へのシフトをにらんで打ち出している戦略は、2つの方向に集約される。

一つは、投資銀行業務を強化し、企業の財務アドバイザーを目指す方向である。これは、企業による証券発行の拡大、合併・買収の活発化をにらんで、ホールセール分野を強化する動きである。日本興業銀行や大手証券会社等がこのスタンスを打ち出している。

もう一つは、資産運用・管理業務を強化し、資産運用アドバイザーを目指す方向である。これは、個人金融資産の構成変化や年金資産の拡大をにらんだもので、銀行、証券、保険等の業態を問わず、大手金融機関の多くが注力している。

大手都市銀行、信託銀行等は、個人富裕層を対象とするプライベート・バンキング業務を展開している。大手証券会社は、投資信託、米国のCMA (cash management account) をモデルとする証券総合口座、ラップ口座等(商品内容等については後述)を利用した資産管理業務へのシフトを進めようとしている。

1998年12月には、銀行や保険会社にも投資信託の販売が認められるようになった。既に多くの銀行が投資信託の販売業務に参入しており、今後、保険会社も、系列運用会社の商品を中心に投資信託の販売を積極化すると見込まれる。

確定拠出型年金(日本版401(k))の導入をにらんだ提携の動きも活発になっている。三菱、住友両グループの金融機関を中心とする提携、野村証券と日本興業銀行を中心とする提携(ゴールドマン・サックス、ステート・ストリート銀行等も新会社に出資する予定)、安田火災と米国大手保険会社シグナによる合併証券会社の設立等が注目されている。

このような提携においては、銀行、証券、保険等の業態を超えた日系金融機関同士の組み合わせや、顧客基盤や販売力に強みを持つ日系金融機関と、商品開発力や運用力に強みを持つ外資系金融機関との相互補完的な組み合わせが中心となっている。

(3) わが国証券会社を取り巻く環境

敢えて単純ないい方をすれば、直接金融や市場

型間接金融へのシフトは、間接金融を担う銀行等の役割が縮小し、証券業務を担う証券会社の活躍の場が広がることを意味している。以下では、証券会社を取り巻く環境について概観する。

一般に、わが国の証券会社は、収入構成が株式売買委託手数料に偏り、業務の多角化が進んでいない。多くの中小証券会社では、収益の7~8割が株式売買手数料で占められている。バブル崩壊以降、株式相場の低迷の下で、十分な利益を上げられずにいる証券会社も少なくない。さらに、以下のような規制緩和が証券会社の経営に影響を与えるものと考えられる。

第一に、1998年12月に実施された、証券業の免許制から登録制への移行である。これによって証券業への参入はこれまでよりも容易になり、新規参入の増加、競争の激化が予想される。

第二に、99年10月実施予定の株式売買委託手数料の完全自由化である。売買代金5000万円超の手数料については、既に98年4月に自由化されている。今度の完全自由化によって、リテール分野の手数料も自由競争に突入する。

第三に、銀行とその証券子会社間におけるファイアウォール(業務隔壁)規制の緩和(99年4月実施)や、銀行の証券子会社による株式の発行・流通業務(引受、トレーディング、ブローカレッジ業務)の解禁(99年10月予定)等である。これらによって、銀行の証券子会社の営業力が強化され、既存の証券会社との競争が一層激化するものと予想される。

(4) 大手証券会社の動き

大手証券会社の動きについてみると、野村証券は、日本興業銀行と年金、デリバティブの分野を軸に提携、それぞれの分野において、より専門化を進める意向である。野村証券本体では、残高重視の資産管理型営業を打ち出している。

日興証券はホールセール部門を分離し、ソロモン・スミス・バーニーとの合併会社(日興ソロモン・スミス・バーニー証券)を設立した。この新会社は、大企業向けの投資銀行業務に注力する方針である。一方、日興証券本体はリテール分野に特化し、ソロモン・スミス・バーニーのノウハウを活用して、投資信託、ラップ口座等の販売に注力する。

大和証券は、株式を保有するだけで事業を行わない純粋持株会社となり、ホールセール部門とリテール部門を分離する。ホールセール部門は住友銀行との合併会社（大和証券 S B キャピタル・マーケット）とし、リテール部門は純粋持株会社の子会社として、それぞれの分野に特化した営業を行う予定である。

大手証券会社の戦略は、総じて、ホールセールとリテールとに分けて構築され、それぞれ、投資銀行業務、資産管理業務に重点を置く傾向がみられる。

・米国投資銀行および投資銀行業務の概要

本章では、まず、米国の投資銀行、投資銀行業務について整理し、次に、米国主要投資銀行の特徴について概観する。

1. 投資銀行と投資銀行業務

(1) 投資銀行とは何か

「投資銀行」という用語は、「investment bank」または「investment banker」の訳である。この呼び名からは、「銀行」の一種とのイメージを受けるが、米国の投資銀行は、グラス・スティーガル法（1933年銀行法）によって、預金を受入れ、商業貸付を行う預貸業務を禁止されているため、預貸業務を行うという意味での「銀行」ではない。投資銀行という呼び名は、かつて、証券の引受・販売、受託資産の運用、企業の設立・合併・清算の仲介に加え、大口預金の受入れ、商業貸付等、企業財務に関するほとんどすべての業務を取り仕切っていたころの名残と思われる。

米国の投資銀行は、主要業務から考えればわが国の証券会社に相当し、実際に証券会社と呼ばれることも少なくない。しかし、わが国証券会社の業務が、株式ブローカレッジ（委託売買）業務に偏り、多角化が進んでいないのに対し、米国投資銀行の業務は、引受業務、M & A（Merger & Acquisition：企業の合併・買収）仲介業務、トレーディング業務を核とし、資産管理業務、年金ビジネス等多角化が進んでいる。最近では、米国投資銀行は、経済再建を図るアジア等において、アジア各国政府や金融機関、企業等の財務アドバイザーとして、リストラクチャリングや金融再生関連ビジネスの重要な担い手にもなっている。

本稿では、引受業務、M & A 仲介業務等の企業金融の分野において大手と目されている業者を投資銀行と呼ぶ。

(2) 投資銀行業務とは何か

「投資銀行業務（investment banking）」という用語は、その時々状況によって、伝統的な引受業務やM & A 仲介業務に限定するものから、広範囲の金融サービスを対象とするものまで様々な使われ方をしている。「投資銀行業務」が含む範囲について整理すると、概ね以下のようになる³。

最も狭い定義は、証券発行市場における引受業務と、M & A 仲介業務に限定するものである。

やや拡大した定義は、上記に、証券流通市場におけるトレーディング業務等を加えた、資本市場活動の一部を対象とするものである。さらに拡大した定義は、ベンチャーキャピタル業務やファンド運用等を加えた、すべての資本市場活動を指すものである。

最大限に解釈した定義は、リテール顧客に対する証券や保険商品の販売、不動産仲介等に加え、米国投資銀行が営むすべての活動を含むものである。

本稿では、の立場に立ち、「投資銀行業務」は、主として引受業務、M & A 仲介業務、トレーディング業務の3つの業務から構成されていると捉えている。

(3) 投資銀行業務の性格

投資銀行業務は、基本的に企業、政府等を対象顧客とするホールセール・ビジネスと位置づけられる。この業務は、リテール業務とは異なり、取引1件当たりの収益が巨額となることが少なくない。また、業務の性格上、一部のスター・プレーヤー的な社員や個人の能力に左右される側面も強い。銀行における伝統的な預貸業務が、組織によるストックの管理に重点が置かれているのと対照的である。

このため、投資銀行業務を担当する社員に対する報酬体系は、その個人がもたらした利益の一定割合とされる場合が多く、最近ではこの報酬の高

騰（金融機関にとっては人件費負担の増大）が話題となることも少なくない。

2. 投資銀行業務の概要

ここでは、引受業務、M & A 仲介業務、トレーディング業務の3つの投資銀行業務について概略を述べる。

なお、わが国において「証券業務」という場合、ディーリング業務（証券の自己売買）、ブローカレッジ業務（証券の委託売買）、アンダーライティング業務（証券の引受）、セリング業務（証券の販売）の4つの業務を指す。本稿における「引受業務」はのアンダーライティング業務に、「トレーディング業務」は主としてのディーリング業務にそれぞれ該当する。

（1）引受業務

引受業務は、証券発行市場における業務であり、証券の分売を目的として証券発行者から証券を購入することや、発行者のために証券の分売を引き受ける行為等を指す。この業務は、投資銀行にとって事業の核となってきた業務であるが、投資銀行の収益に占めるウェートは以前に比べかなり低くなっている。

もともと証券引受は、投資銀行が募集を行い、証券が売れ残った場合にこの売れ残りを引き受ける残額引受（stand-by underwriting）が中心であったが、現在では、投資銀行が始めから発行額の全額を買い取る、一括買取引受（bought deal）が中心となっている。

証券引受では、リスクを分散するため、引受シンジケート団が組織されることが少なくない。企業から証券発行手配の依頼を受けた引受幹事が、シンジケート団の取りまとめ役となる。その下に、自己のリスクで一定のポジションを引き受ける引受グループと、自らはポジションをとらずに販売額に応じて手数料を受取る販売グループが組織される⁴。投資家に対する売出価格と、発行企業に対して支払われる発行手取金との差額がグロス・スプレッドと呼ばれ、そこから幹事手数料、引受手数料、販売手数料が分配される。

証券発行の引受幹事となることには、上記のような手数料収入以外に、様々なメリットがある。幹事会社は、企業の財務アドバイザーとしての地

位を確保することで、企業にM & A や資金運用等のニーズが生じたときに、真っ先に声をかけられることが多くなる。

なお、投資銀行は引受業務において、証券が売れ残った場合の市場リスク、信用リスク等を負担する。売れ残りを防ぐためには、市場の実勢を的確に捉え、発行企業と投資家の双方が満足する適切な条件を設定すること等が求められている。

株式引受

株式の引受幹事となる投資銀行は、発行企業と協議の上、発行株数や発行価格を決定する。さらに発行後の株価形成にまで配慮するのが一般的である。IPO（initial public offering: 新規公開発行）の場合には、投資家向け会社紹介のロード・ショーを全国的に開催することも多い。

引受額上位の大手投資銀行はスペシャル・ブラケットと呼ばれ、上位5社で5割程度のシェアを占めるのが一般的といわれる。なお、株式の引受は、債券の引受に比べ引受期間中の価格変動が大きく、リスクが高いため、引受手数料は債券の場合よりも遥かに高率といわれる⁵。

債券引受

債券引受では、1982年の一括登録制度（詳細は後述）の導入以降、シンジケート団を組織しない引受が主流となっている。この引受は、1社の投資銀行が発行企業との間で発行条件について合意して債券を買い取り、投資家や他の業者に販売するものである⁶。

（2）M & A 仲介業務

M & A（Merger & Acquisition: 企業の合併・買収）仲介業務も、投資銀行の中核的業務の一つである。投資銀行は、企業におけるM & Aのニーズを探り出し、買収または売却先の選定、価格設定、交渉、契約書類作成への助言、資金のアレンジ等を行っている。買収に対する防衛手段としてのリストラクチャリングや資本の再構成といった、企業戦略に対するアドバイスもこの中に含まれる。M & A 仲介業務では、アドバイスそのものに対して手数料が支払われる。なお、買収を行おうとする企業と買収対象企業とのそれぞれに、異なる投資銀行が財務アドバイザーとしてつくこともある。

M & Aは、規制緩和の進展等から、1980年代にブームを迎えた。同時にM & Aの規模も大型化し、投資銀行は、つなぎ融資、ジャンク債の発行、株式の取得等、M & A関連のファイナンスも積極化させた。これらによる投資銀行の収益はM & A総額の数%におよび、80年代後半には、大手投資銀行の収益のおよそ半分がM & A仲介業務からのものとなった。

なお、投資銀行が自己の資本を投下してM & A取引に直接参加する業務は、マーチャント・バンキング業務とも呼ばれる。マーチャント・バンキング業務の目的は、顧客の取引を円滑化すること（つなぎ融資等）と、投資銀行自身の勘定でリスクを取り、より多額の利益を追求することの2つに大別される。

M & A取引を成功させるためには、買い手と売り手等、当事者の双方が納得できる適切な価格の設定が重要である。このためには、企業や事業についての的確に評価する能力が求められる。こういった観点において、M & A仲介業務は、引受業務やトレーディング業務と共通すると考えられる。

一般に、M & Aにおける企業や事業の価格評価は、2つの側面からなされる。一つは、価格決定モデル等を用いた定量的分析であり、もう一つは、価格に影響する数量以外の要素を対象とする定性的分析である。

価格決定モデルとしては、将来予想されるキャッシュフローを一定の割引率で割り引いて現在価値を算出する割引キャッシュフロー分析等が利用される。上場企業の場合には、株式の時価総額等も有力な判断材料となる。ただし、どんなに精緻なモデルであっても、前提条件や結果に対する吟味が欠かせない。顧客の取引動機、資金事情等についても十分考慮する必要があるといわれる。

(3) トレーディング業務

トレーディング業務も、投資銀行にとって重要な利益部門の一つとなっている。トレーディング業務は、証券流通市場における業務であり、マーケット・メイキングを行う等、証券市場を活性化させる重要な役割を果たしている。トレーディング業務は、ブローカレッジ業務のように証券の売

買を取り次ぐものではなく、投資銀行自身が当事者となって証券の売買を行うものである。

トレーディング業務の収益は、2つの要素から構成されている。一つは、顧客のための証券売買によって生じる手数料相当分（投資銀行が買い手となる場合の買取提示価格と売り手となる場合の売却提示価格との差）であり、もう一つは、投資銀行が相場観等に従って自己勘定で行う売買から生じる利益である。

トレーディング業務で収益を上げるためには、証券価格や市場の変化に対する的確な評価や予測が必要とされる。また、この業務による収益は、経済・市場環境の変化によって変動しやすい。特に、相場観に基づくディーリングでは、デリバティブによるレバレッジ（少ない資金で損益を拡大させる）効果を利用することで、損益の変動が激しくなるケースもみられる。

1998年半ばには、アジア、中南米、ロシアにおける経済危機や、ヘッジ・ファンドLTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント）の運用失敗に伴い、米国投資銀行を含む多くの金融機関が、一時、多額の損失を被った。これらは、積極的に行ったトレーディング（またはトレーディング目的の融資等）が裏目に出たものとみることができよう。

3. 主要投資銀行の概要

以下に、米国の主要投資銀行の特徴について簡単に紹介する（引受、M & A関連の実績については、図表4および図表5参照）。

《図表4》債券・株式引受（米国内）・ランキング

	金額 (億ドル)	順位	シェア (%)
メリルリンチ	3,041	1	16.7
ソモン・スミス・バーニー	2,251	2	12.4
エルガン・スタール・ディーン・ウィッター	2,033	3	11.2
ゴールドマン・サックス	1,917	4	10.5
リーマン・ブラザーズ	1,472	5	8.1
クレディ・スイス・ファースト・ボストン	1,269	6	7.0

(注) 98年1～12月実績で発表ベース。

(出典) Securities Data

《図表5》M & A財務アドバイザー・ランキング

	1998年			1997年		
	総額 (百万ドル)	順位	件数	総額 (百万ドル)	順位	件数
ゴールドマン・サックス	7,555.5	1	223	2,434.6	2	246
メリルリンチ	5,201.5	2	195	2,569.1	1	212
ソロモン・スミス・バーニー	4,296.3	3	198	1,719.1	4	183
モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	4,164.8	4	210	2,024.1	3	190
クレディ・スイス・ファースト・ボストン	2,976.5	5	144	1,086.7	7	133
J.P.モルガン	2,141.4	6	192	1,006.3	8	186

(出典) INVESTMENT DEALER'S DIGEST

(1) メリルリンチ

1914年にチャールズ・メリルとエドモンド・リンチによって設立された。チャールズ・メリルは、顧客第一主義を掲げ、証券投資への中産階級の参加に力を注いだ。この戦略が成功し、メリルリンチは1950年代には、米国最大のリテール証券会社に成長した。1960年代にはこの販売力を武器に引受業務に進出し、その地位を高めた。

1975年のメーデー（株式売買手数料の自由化）以降、不動産金融、保険業務等にも進出し、フルラインでの総合金融機関化を目指す。1977年にはCMA（cash management account）を開発し、資産管理業務の基礎が形成される。一方、多角化戦略は競争力を弱める結果になり、80年代後半にはこの戦略の見直しを迫られた。現在は、再びグローバルな総合金融機関として業務を拡大しており、リテールにおいては、資産運用アドバイスを核とする資産管理型営業を特色としている。

(2) モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター

1997年、モルガン・スタンレーとディーン・ウィッター・ディスカバリーの合併によって誕生した。

モルガン・スタンレーは、1933年グラス・ステイガル法による銀・証分離にともなって、旧J.P.モルガンの投資銀行業務担当パートナーを中心に1935年に設立された。モルガン・スタンレーは、投資銀行業界における老舗中の老舗として知られ、旧J.P.モルガンの時代を含め、19世紀から一貫して業界の主導的立場を維持している。

1990年代に入ると、主要顧客である大手企業、

機関投資家等に金融関連ノウハウが蓄積し、これら顧客とのビジネスだけで従来のような収益を上げることは難しくなった。このような変化の中で、モルガン・スタンレーは、デリバティブ、証券化等の高度な金融技術を駆使したビジネスに重点を置くこととなる。ホールセール分野におけるこのような動きは、他の投資銀行にも概ね共通する傾向である。

97年の合併相手となったディーン・ウィッター・ディスカバリーはリテールに強みをもつ投資銀行であり、リテール部門の強化が、モルガン・スタンレー側の狙いと考えられる。

(3) ゴールドマン・サックス

ドイツから移民したマークス・ゴールドマンが1848年にフィラデルフィアで行商人として出発したことに始まり、南北戦争（1861～65年）後にはコマーシャル・ペーパーの最大手ディーラーとして金融業の基盤を確立した。1882年にサミュエル・サックスをパートナーに迎え、本格的に投資銀行業務を展開、1900年代には、小売業、流通業、軽工業、食品産業等の分野を中心に、多くの企業の株式公開を手がけた。

現在も株式発行市場の第一人者として強固な地位を保ち、1998年のM & A財務アドバイザー・ランキングで1位になる（図表5参照）等、M & A仲介業務にも強みを持っている。最近では、新興市場国における国営企業の民営化ビジネス等にも注力している。

ゴールドマン・サックスは、米国の大手金融機関の中で唯一、パートナーシップ（共同経営者）形態を維持している。しかし、世界的な金融再編

の進行等、経営環境の変化によって資本力の重要性が高まってきたこと等から、99年5月にも、株式公開を実施し、株式会社形態に移行する予定である。

(4) ソロモン・スミス・バーニー

1997年、スミス・バーニーを傘下に持つ保険コングロマリット、トラベラーズ・グループが、ソロモン・ブラザーズの親会社ソロモンを買収し、ソロモン・スミス・バーニーが誕生した。98年には、トラベラーズ・グループとシティ・コープが合併し、シティ・グループとなったため、現在、ソロモン・スミス・バーニーは、シティ・グループ傘下の投資銀行部門となっている。

スミス・バーニーの母体とされるエドワード・スミス・アンド・カンパニーは1892年に設立され、1937年に引受業務に関する多額の損失を計上、その救済措置としてC・D・バーニーと合併した。スミス・バーニーは資産管理業務の代表的商品の一つであるコンサルタント・ラップの第一人者としても有名である。

ソロモン・ブラザーズは、1910年に設立され、1920年代以降、積極的に自己勘定での証券保有を行い、機関投資家を対象とする大規模な債券トレーディング業務を柱として成長した。1960年代には、こうして養った機関投資家向けの販売力を武器に、引受業務における地位を確立させた。

(5) リーマン・ブラザーズ

19世紀半ばに、リーマン三兄弟によって設立された。1900年代前半に、積極的に金融業務に進出し、ゴールドマン・サックスとの盟友関係を通じて、投資銀行としての基盤を築いた。

1984年にはアメリカン・エクスプレスに買収され、同社傘下の証券ブローカー、シェアソンと合併された。しかし、リーマン・ブラザーズは、1993年にシェアソンと分離され、94年には株式公開によってアメリカン・エクスプレスの傘下から独立した。デリバティブ、証券化等高度な金融技術を駆使した新金融商品の開発やM&A仲介業務、トレーディング業務等、収益性の高いビジネスに重点を置く傾向にある。

(6) J.P.モルガンとバンカース・トラスト

J.P.モルガンとバンカース・トラストは商業銀行として免許を取得している。しかし、両社は投資銀行業務にかなりの重点を置いているため、投資銀行と呼ばれることも少なくない。

J.P.モルガンは、ジョン・モルガンによって、1860年に設立された。その後、国際金融業者ドレクセルとの役員および株式の相互交換を行い、投資銀行としての基盤を確立させた。J.P.モルガンは、1933年グラス・スティーガル法の施行に際して、商業銀行の道を選んだ。しかし、同社は、商業銀行における伝統的な預貸業務よりも、デリバティブやM&A仲介業務等、投資銀行色の強い分野を強化していった。

バンカース・トラストは、1900年代初めに、商業銀行を顧客とする、ホールセール信託銀行として設立された。第二次大戦後にはリテール部門にも参入し、一時は200店舗を構えた。1980年代に入ってから、リテール部門を売却して再びホールセールに特化し、投資銀行業務に重点を置くようになった。資産管理業務、カスタディ(有価証券の保護預り)業務にも強みを持っている。

・米国投資銀行の沿革

本章では、米国投資銀行の沿革について概観する。ここでは、19世紀後半から20世紀初めにかけての投資銀行の基盤確立、1929年大恐慌後の金融・証券関連法制の確立、1960年代におけるメリルリンチ等新興勢力の台頭、の3つの期間(テーマ)に分けて整理する。投資銀行が、資本市場や規制等の変化によって、どのように影響されてきたか、引受業務を中心に考察する。

1. 投資銀行の基盤確立

(1) 投資銀行の地位

投資銀行は、企業等の財務戦略アドバイザーとして位置づけられる。企業との日頃の接触を通して、経営上の問題や資金需要等を把握し、資金調達においても主導的な役割を担っている。こういった観点からは、わが国のメインバンクが持つ機能の一部を果たしていると考えられることもできよう。

投資銀行がこのような地位を確保するに至った重要な背景の一つに、商業銀行に対する規制の存

在があげられる。商業銀行による支店の設置は、長期にわたって、本店の所在する州内に限られていた。これに対し、企業活動は全国的に展開することが少なくなかった。また、商業銀行の規模も資金需要に対して相対的に小さかった。このため米国では早くから資本市場が発達することとなった⁷（なお、米国における債券市場の発達には、格付けも重要な役割を果たしている。これについては、拙著「米国保険会社に対する格付け評価の方法」（安田総研クォーターリー25号）24ページ参照）。

（2）投資銀行の成立

有価証券を媒介とする資金調達の仲介を主要業務とする投資銀行が本格的に成立したのは、米国が工業化を進め、現在の巨大企業の基盤が築かれた19世紀後半から20世紀初めにかけてであった。1861年に勃発した南北戦争は、投資銀行の基盤確立に大いに貢献した。膨大な戦費調達のために大量発行された国債の販売を契機に、投資銀行は大量の有価証券を比較的短い期間で販売する能力を身につけるようになった⁸。

当時の投資銀行における勢力は、個人銀行と法人組織の商業銀行の二つに大別される。法人組織の商業銀行が州法に準拠し、その活動が特定州内に限られていたのに対し、個人銀行は規制を受けず、州境を越えて営業することも自由であった。

さらに、個人銀行の起源は、二つのタイプに分けられる。一つは、1800年代前半に米国に移住したドイツ系ユダヤ人のグループであり、このグループは、南北戦争を境に本格的に金融業を始め、欧州大陸との資本の結びつきを強みとしていた。ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ等がこの代表例である。

もう一つは、ヤンキー・ハウスと呼ばれたニューイングランド地方の金融業者のグループである。国内または欧州との取引に携わっていた業者が次第に商業銀行業務を身につけ、さらに投資銀行に成長したもので、J.P.モルガンがこの代表例である。

（3）投資銀行と企業との関係強化

南北戦争の終了（1865年）頃から始った鉄道建設ブームによって、鉄道会社の資金需要は飛躍的

に拡大し、投資銀行の重要性が高まることとなった。鉄道会社が特定の投資銀行を通して資金調達を行う幹事関係や、投資銀行が、鉄道会社の財務アドバイザーとして役員を派遣する関係が定着していった。さらに、不況によって破綻した鉄道会社の整理・統合・清算等も投資銀行の重要な業務となった。

1880年代に入ると、鉄道以外の産業分野でも資本の集中化の動きが起こった。大規模な合併が頻繁に行われ、投資銀行にとっては、M&Aの仲介という新たな業務分野が開けることとなった。鉄道会社の場合と同様に、緊密な幹事関係や役員を派遣が新興企業についても一般化していった。

（4）商業銀行、信託会社等の台頭

南北戦争の終了や東部と西部が鉄道で結ばれたことを契機に、米国経済は飛躍的な発展期を迎えた。1900年代初めには、国民の貯蓄資金の増大に支えられて、商業銀行、信託会社、生保会社等の金融機関が大きな勢力を持ち始めた。大手商業銀行は、証券会社や信託会社を、子会社として設立し、本格的に投資銀行業務を展開していった⁹。

商業銀行や信託会社に比し資金力で劣っていた個人銀行が、引受業務においてこれらに対抗できたのは、前述のシンジケート団の活用によるところが大きい。当時は、シンジケート団を構成するメンバー間において公式の契約書類は存在せず、基本的に仲間内の紳士協定に基づいていた。このため、新規発行をオリジネートできるのは、絶大な信望と実績を有するごく少数の投資銀行に限られていた。

2. 大恐慌後の金融・証券関連法制の確立

ここでは、1929年に始まった大恐慌以前における金融・資本市場の変化、大恐慌後の金融・証券関連法制の確立について概観する。米国における現在の金融・証券関連法制の原形は、大恐慌後、1940年までに概ね確立された。法整備の根底には、大恐慌の再発を防ぐという目的があった。

（1）1920年代における資本市場の変化

1914年に始まった第一次大戦を契機に、米国は諸外国への物資供給国となり、債務国から債権国に転じた。ウォール街はロンドンのシティに代

わって国際金融取引の中心となった。大戦終了後から 1929 年にかけて、米国経済はめざましい成長を遂げ、米国の資本市場も大きく発展した。

1920 年代における資本市場では、量的な拡大に加え、間接金融から直接金融へシフトするという変化がみられた。企業の収益力向上を背景に、企業は銀行借入よりも証券市場で資金調達することを活発化させた。企業が銀行に預けていた余裕資金も証券投資に振り向けられるようになった。資金需要の減少に見舞われた商業銀行も、資金の運用先として積極的に証券に投資するようになった。

また、1920 年代後半には、株式相場の上昇（大恐慌前までの 20 年代において、株価は年平均 18% 程度上昇）に伴って株式の新規発行が急増し、社債に代わって株式が資金調達の主流となった。

1920 年代には、投資信託も急速に普及した¹⁰。当時の投資信託のスポンサー（発起人）は、投資銀行、商業銀行、資産運用会社等であった。なお、この時期の投資信託における形態の主流は、クローズド・エンド型¹¹であった（米国における現在の投資信託のほとんどは、ミューチュアル・ファンドと呼ばれるオープン・エンド型の投資信託である）。

投資信託が急激に拡大した背景には、個人投資家の株式投資に対する関心が異常なほど高まったこと、株価の高騰によって個人投資家に多額の投資資金が蓄積されたこと等があげられる。

（2）商業銀行の投資銀行業務進出

前述のとおり、商業銀行は、1900 年代初め頃より、証券子会社等を通じて投資銀行業務を展開していたが、1920 年代にはこの動きがさらに活発化した¹²。商業銀行が投資銀行業務を積極化させた背景としては以下のような要因があげられる。

一つは、商業銀行は国法または州法によって事業内容を制限されていたが、証券会社に関しては一部の州を除いてほとんど規制がなかったことである。もう一つは、企業が資金の調達・運用の両面で急速に銀行離れし始めた中で、商業銀行にとっては、業務縮小の回避に加え、企業が求める金融サービスを幅広く提供する必要があると考えられたことである。

（3）大恐慌と金融・証券関連法の制定

投資信託を通じた個人投資家の熱狂的な株式投資や、機関投資家等の行き過ぎた投機に支えられた株価の上昇は、それほど長くは続かなかった。1929 年 10 月、株式相場は暴落し、経済は大恐慌に陥った。その後、株式相場は 2 年半にわたって下落を続け、株価指数は、29 年の高値から 32 年までに約 7 割下落し、時価総額は約 9 割減少した。また、多くの債券がデフォルト（支払不能）に陥り、新規の証券発行も激減した。

この大恐慌をきっかけとして、32 年 4 月には、グレイ・ペコーラ委員会¹³によるウォール街の実態調査が始まった。この調査は、株式空売りの調査としてスタートしたものの、その後、20 年代にウォール街で発生した金融機関絡みの数々の不正行為追求に発展した。

グレイ・ペコーラ委員会の調査結果は、金融・証券関連法の制定につながった。まず、1933 年証券法、1933 年銀行法（グラス・スティーガル法）が制定された。さらに 1934 年証券取引所法によって、既発証券の取引についても広範な規制が整備された。この法律に基づいて、証券取引を監督する政府機関として SEC（Securities and Exchange Commission：証券取引委員会）が設置され、SEC は 1933 年証券法も管轄することとなった¹⁴。

これらの法律によって、証券業務は連邦政府の監視下に置かれ¹⁵、証券業界はほとんど規制のなかった状態から、最も厳しい規制を受ける業種の一つへと変化した。

1940 年には、投資信託に関する 2 つの基本法である投資会社法と投資顧問法が制定され、投資信託に関する法的基盤が整った¹⁶。

（4）証券関連法に共通する考え方

1933 年証券法や 1934 年証券取引所法、1940 年投資会社法、投資顧問法等に共通する基本的な考え方は、公開企業や金融機関等に対し、法律によって情報公開を強制するディスクロージャー制度の概念である。この考え方に基づき、証券の発行者や証券業者に対して情報開示を義務づける権限が、SEC に与えられている。この背景には、情報開示の不足が株式暴落を引き起こす一因になったとの見方がある。

このようなディスクロージャー制度の狙いは、企業の破綻を防止するためというよりも、市場の効率性を高めることにあると考えられる。公開企業や金融機関等は、これらの法律を遵守するために相当な資源を投入し、こういった努力による信頼を通して、米国では、効率的かつ投資家にとって魅力的な資本市場が形成されていったと考えられる。

(5) グラス・スティーガル法施行に伴う再編

一連の金融・証券関連法の制定の中で、投資銀行の事業活動に最も大きな影響を与えたのはグラス・スティーガル法であった。この法律には、商業銀行業務と投資銀行業務を分離する、以下のような規定が盛り込まれた¹⁷。

連邦準備制度加盟銀行は、傘下の証券会社を完全に分離する。

商業銀行による、国債、地方債等を除く証券公募発行の引受行為の禁止。

個人銀行による、預金業務と証券業務の兼業の禁止。

この法律の施行に伴い、商業銀行は証券子会社を廃止し、1934年には、商業銀行系の証券会社の統廃合によって、ファースト・ボストン（現クレディ・スイス・ファースト・ボストン）が設立された。

個人銀行は、預金業務を選ぶか投資銀行業務を選ぶかの選択を迫られた。ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ等は、投資銀行業務を選び、一方、J.P.モルガン、ドレクセル等は預金業務を選んだ。ただし、J.P.モルガンやドレクセル等は、これ以降も特定少数の大口顧客を主体とするホールセール・バンキングに注力した。

35年には、旧 J.P.モルガンのパートナーを母体とし、投資銀行業務を担うモルガン・スタンレーが設立された。同社は、旧 J.P.モルガンが築き上げた大企業との関係、個々のパートナーが有する強力な人脈、信用力等を受け継いだ。

(6) 引受業務への影響

一連の金融・証券関連法の制定によっても、引受分野における大手投資銀行の優位はゆるがな

かった。

1934～39年の公募発行証券 92億ドルの引受シェアは、モルガン・スタンレー 23.2%、ファースト・ボストン 10.7%をはじめ、大手 6社で約 57%を占める寡占的な状況にあった。一流企業による発行に限れば、モルガン・スタンレー 1社が、当時の米国ベスト 50社のおよそ半数の企業の主幹事となっていた。

モルガン・スタンレーのような名門投資銀行は、富裕なパートナーの個人的人脈に支えられ、自ら顧客である企業の方に出向く必要もなく、証券の販売は販売グループに任せておけばよかったといわれる¹⁸。

3. メリルリンチ等新興勢力の台頭

ここでは、リテール証券ブローカーに過ぎなかったメリルリンチが、投資銀行業界における最大手の地位を確立するに至った経緯、背景について概観する。

かつて、大手投資銀行とメリルリンチのような証券ブローカーとは住む世界が異なり、投資銀行の方が地位が高いと見られていた。また、引受業務においては、既に伝統的な秩序が形成されており、参入障壁はかなり高いものと考えられていた。しかし、メリルリンチは、リテール部門で確立させた販売力を、積極的に引受業務に活用し、引受分野においてもその地位を向上させていった。

(1) リテール分野における地位の確立

メリルリンチは、設立当初、チェーン・ストアの資金調達に尽力し、めざましい業績をあげた。同社はその後、チェーン・ストアが採用していたマス・マーケティングの技術、大量販売によるコストの削減、大規模、積極的な広告宣伝、全国的な販売ネットワーク等を証券業務に応用し、リテール分野における地位を確立させたといわれる。

1930年代には、大恐慌や、その後の調査によるウォール街での様々な不正の発覚によって、株式市場や金融機関に対する投資家の信頼は大きく低下していた。このような中で、メリルリンチは、投資家の信頼を取り戻すと同時に、中産階級の人々を新たに株式市場に参加させることを目標に営業を行った。

具体的には、「お客様の利益の最優先」を社是に

掲げ、株式の保管手数料の無料化、無料での調査レポート配布等、他社にない戦略を展開した。また、売買手数料獲得目的の強引な勧誘を排除し、職員を投資のアドバイザーとして育成することに努めた。

こういった活動によって、メリルリンチは 1950 年代には、米国全土に広範な支店ネットワークを持つ、米国最大のリテール証券会社に成長した。

(2) 引受分野における新興勢力の台頭

1941 年、電力会社が発行する証券については、原則として、証券発行の幹事をその都度入札によって決める競争入札によって引受幹事を選ぶことが、SEC によって正式に義務づけられた¹⁹。このような競争入札制度の導入は、投資銀行業界にとって引受手数料の低下を招いただけでなく、後に引受分野において新興勢力が台頭する足がかりとなった²⁰。

1950 年代までは、投資銀行業界において販売力はそれほど重要な要素とは考えられていなかった。シンジケート団を組織して販売業者を利用すれば十分と考えられていた。しかし、1960 年代に入って、企業の資金需要は活発になり、証券が大量発行されるようになった。引受量の拡大に伴って、投資銀行にとっては、売れ残りのリスクが大きくなると同時に、販売力がより重要になってきた。

このような環境変化の中で、メリルリンチは 1963 年、ソロモン・ブラザーズ、リーマン・ブラザーズ、プライス²¹との間で協力関係を結び、競争入札方式における証券発行の共同幹事を獲得していった。後に「恐るべき四人組」といわれたこの 4 社のうち、メリルリンチ、ソロモン・ブラザーズの 2 社は、この時点ではまだ業界の大手とはみなされていなかった。メリルリンチは市場環境が悪いときに引受を避けるのではなく、市場環境が悪いときこそ、積極的に個人向けの大量販売能力を活用する方針をとったといわれる。一方、ソロモン・ブラザーズは、機関投資家向けの販売力を武器にその地位を高めていった。

メリルリンチはさらに、競争入札で得た実績を足がかりとして、競争入札以外の引受においても

その地位を高め、1970 年代には、引受分野における地位を不動のものとした。

1970 年代には市場金利が大きく変動するようになり、その後金利の自由化が始まると、引受業務には、市場環境やファイナンスのタイミングを的確に捉える能力も重視されるようになっていった。

(3) 一括登録制度の導入による影響

1982 年に一括登録制度が導入されると、引受業界にはさらに変化が生じた。一括登録制度は、証券発行の簡略化を目的としたもので、一度 SEC に登録すれば二年間は簡単な届け出だけで発行手続きをとることができる制度である。数ヵ月かかっていた証券発行手続きが、数日以内で完了するようになり、市場環境の変化に対応した機動的な証券発行が可能となった²²。

一括登録制度の導入によって、証券発行企業による主幹事の決定は、人的なつながりよりも、販売力や資金力、適切な条件の提示がより重視される傾向が鮮明になった。これによって、メリルリンチやソロモン・ブラザーズ等はその地位をさらに強化させていった。また、一括登録制度の導入は引受競争の激化を招き、引受手数料は優良企業の社債を中心に大幅に低下することとなった。

なお、債券引受においては、一括登録制度の導入以前は、シンジケート団を組織するのが一般的であったが、導入以降、シンジケート団を組織しない、単独での引受が主流となっていった。

・メーデー以降の戦略分化と資産管理業務

米国では、1975 年 5 月 1 日のメーデーに、株式売買委託手数料が完全に自由化された。これ以降、証券会社（投資銀行、リテール証券ブローカー等を含む証券業者全体を指す）の戦略は分化傾向を示すようになった。本章では、まず、メーデー以降の証券会社の戦略分化について整理し、次に、このうちの一つの方向である資産管理業務について、メリルリンチの戦略を中心に概観する。

なお、1970 年代以降の金融（銀行、生保、年金制度等を含む）の変化について、図表 6 に整理した。

《図表6》1970年代以降の米国金融業界を巡る変化

	経済・金融	年金制度	証券	銀行	保険（生保）
1970年代	・金利上昇 ・第一次オイルショック ・第二次オイルショック	・ERISA法の成立 ・IRAの創設	・MMFの登場 ・メーデー ・ラップ口座登場 ・CMAの登場 ・MBSの登場	・クレジット・クランチ ・デイスインターミディエーション（銀行預金からの資金流出）	・生保版デイスインターミディエーション（生保商品からの資金流出）
1980年代	・M&Aの拡大 ・ブラックマンデー ・不動産価格の下落	・401(k)プランの登場	・一括登録制度の導入 ・デリバティブ商品、ABSの多様化	・中南米累積債務問題 ・不良債権問題	・貯蓄型商品へのシフト ・GICの販売拡大 ・不良債権問題
1990年代	・金利低下、株価上昇 ・年金資産拡大 ・世界的な金融再編	・401(k)プラン受託者責任のルール化（労働省規則）	・ミューチュアル・ファンド市場の拡大 ・オンライン取引の拡大	・自己資本比率規制強化 ・不良債権処理完了	・不正販売問題の発生 ・ミューチュアル・ファンドとの競争激化

（出典）安田総合研究所作成

1. メーデー以降の戦略分化

（1）メーデーに至る背景

米国では、1792年に証券ブローカーの間で株式売買手数料が取り決められ、その後も固定手数料制が維持されてきた。しかし、1960年代には、年金基金、ミューチュアル・ファンド、生保会社等の機関投資家の売買シェアが上昇（機関化現象）し、それまでの小口取引を前提とした手数料体系では対応しきれなくなってきた。このため、大口手数料については、1968年以降段階的に自由化されていった。

メーデーに至る背景としては、もう一つ重要な要因がある。68年頃から株式の売買高が急増し、手作業で行われていた株券の受渡しに滞り始めた（ペーパーワーク問題）。このため、証券ブローカーはバックオフィスの機械化を進めたが、69年末頃には出来高が急減し、多くの証券ブローカーが機械化による固定費負担に耐え切れず、破綻に追い込まれた（バックオフィス危機）。その後の議会による調査で、証券ブローカー経営が非効率な要因として、固定手数料制の問題がやり玉にあげられた。このような背景の下で、1975年証券諸法改革法が成立し、5月1日（メーデー）以降、株式売買委託手数料は完全に自由化されることとなった。

（2）売買手数料の自由化による影響

メーデーの実施前における証券会社の収入は、およそ半分が手数料収入で占められていた。しかし、自由化によって機関投資家向けの売買手数料は急激に低下し、1985年には、手数料収入は証券会社の全収入の2割程度にまで低下した。一方、小口売買の手数料については、自由化当初はほとんど引き下げられず、むしろ引き上げられる動きもあった。例えば、メリルリンチは、メーデーによる手数料の自由化に際し、機関投資家向けの手数料を大幅に引き下げると同時に、小口の売買手数料を10%引き上げたといわれる。この引き上げが、後にチャールズ・シュワブ等のディスカウント・ブローカーの台頭を招くことにつながったとの指摘もある²³。

メーデー以降、投資銀行は、売買手数料の低下や、前述のような引受手数料の低下に伴う、ブローカレッジ業務、引受業務における収益の低迷を、トレーディング業務、M&A仲介業務、資産管理業務等の拡大によってカバーしていくことになる。

（3）基本戦略の分化

メーデー以降、証券会社の戦略は、概ね以下の3つのタイプに分化する傾向を示した。

第一に、安定的な収益源とされる資産管理業務を重視する方向であり、ファイナンシャル・コン

サルティングを核とする残高重視の営業を展開する戦略である。メリルリンチ、旧スミス・バーニー等がこの代表例である。

第二に、トレーディング業務や、M & A関連のマーチャント・バンキング業務等、積極的にリスクを取って高収益を追求する方向である。リーマン・ブラザーズ、旧ソロモン・ブラザーズ等がこれに近いと考えられる。

第三に、オンライン取引の活用等により、低い手数料で株式売買等の注文をとることに特化するディスカウント・ブローカーである。チャールズ・シュワブ、E*トレード等がこの代表例である。

なお、第一の資産管理業務については、以下の2で述べる。第二のトレーディング業務等との関連が深い証券化とデリバティブ、第三のディスカウント・ブローカーとの関連が深いオンライン取引については、章で扱う。

2. 資産管理業務の展開

資産管理業務は、メーデー以降、特に注目されるようになった分野である。前述の投資銀行業務の定義によれば、資産管理業務は投資銀行業務に含まれないが、メリルリンチ等の投資銀行にとって重要な業務の一つとなっている。

米国では、ベビー・ブーマー世代が中高年化するにつれて、老後生活に備えた資金の蓄積が進んでいる。資産管理業務が注目される背景には、こういった老後資金の長期的運用ニーズの拡大がある。

以下では、まず、資産管理業務の代表的商品であるMMF、CMA、ラップ口座について概要を述べ、次に、メリルリンチを中心とする資産管理業務の展開について概観する。

(1) MMFの登場

1969~70年頃には、クレジット・クラッシュ(金融機関による貸し渋り)が発生したこと等から、市中金利は急激に上昇した。しかし、銀行は、預金金利の上限を規制されていたため、金利を4.5%以上とすることはできなかった。このため、「ディスインターメディアーション」が発生し、資金は銀行預金から流出し始めた(図表6参照)。

このような環境下において、1972年、ミューチュアル・ファンドの一種で、短期金融商品に投

資するMMF²⁴(money market funds)がSECから認可を受けた。当初のMMFは、高利回りとはいえ、すぐに解約できない、小切手の振出しができない等利便性に難があった。

しかし一年半後、フィデリティ・インベストメントが、残高を元に小切手の振出しができるMMFを発売した。1970年代後半には、このように利便性を高めたMMFが、多くの投資家から支持されるようになり、MMF市場は急拡大した。MMFの拡大は、預金金利の自由化を促すことにもつながった。

(2) メリルリンチによるCMAの開発

メリルリンチは1977年、CMA(cash management account)を開発した。CMAは、MMFを核として、様々な証券による運用、小切手の振出し、借入、残高明細等の通知サービス等を加えて一つの総合口座に仕上げたものである。資産運用機能と決済機能とを統合した金融商品ということもできる。顧客にとっては、一つの口座で幅広い金融サービスを受けられる利点がある²⁵。

金利が急騰した時期に重なったことも幸いし、1980年代半ばには、メリルリンチのCMA利用者は100万人を超え、メリルリンチ全顧客数の20%に達した。CMAによる収益は一定の年間手数料だけであり、CMAだけで考えれば、収益性が高いとはいえない。しかし、CMAの拡大による効果で特に重要なことは、顧客資産の全容を把握できるようになったことである。多くの金融サービスをパッケージ化したCMAの登場によって、メリルリンチに金融資産の一部しか預けていなかった顧客が、資産を同社に集中させる動きがみられるようになった。顧客資産の把握が、ファイナンシャル・プランニングにとって欠かせないことはいうまでもないだろう。

メリルリンチにとってCMAの導入は、1980年代後半以降、資産管理業務を発展させる基礎を築くことにつながったと考えられる。このようなメリルリンチの動きに、多くの証券会社が追随している。

(3) ラップ口座

ラップ口座(wrap account)も、資産管理業務を代表する商品の一つである。ラップ口座は、コ

ンサルタント・ラップとミューチュアル・ファンド・ラップの2種類に大別される。

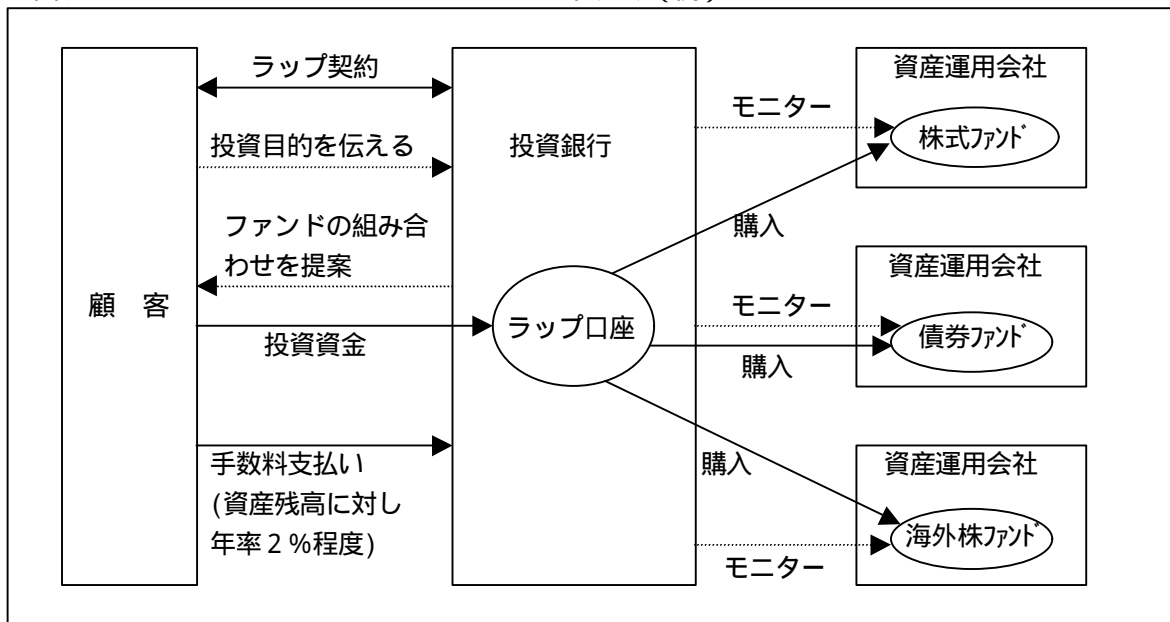
コンサルタント・ラップは、主に富裕層をターゲットとした商品であり、個人投資家が一定額以上の資金を預け、一定の手数料を支払って、投資顧問、証券の売買、保管等の総合的なサービスを受けるものである。最低投資額は10万ドル以上、年間手数料は預り資産残高の2%程度とするところが多い。

ミューチュアル・ファンド・ラップは、多くのミューチュアル・ファンドの中から顧客のニーズに適したものをいくつか選び、これらを組み合わせる総合的なサービス（図表7参照）で、コンサルタント・ラップよりやや遅れて登場した。ミューチュアル・ファンド・ラップは、既存のミューチュアル・ファンドを利用して運用するた

め、投資顧問サービスが省かれ、手数料はコンサルタント・ラップよりやや低くなる。一般に、ミューチュアル・ファンド・ラップの最低投資額はコンサルタント・ラップよりも低く設定され、一般個人投資家向けの資産管理型商品となっている。

ラップ口座は、1975年のメーデー直後に開発された。証券売買の回数等に関係なく、手数料が一定であるという特徴から、1987年の株価下落（ブラック・マンデー）以降、特に注目されるようになった。この頃高まってきた、手数料稼ぎのための頻繁な売買に対する個人投資家の不信感を払拭し、証券業界の信頼を回復するための残高重視型商品として、ラップ口座は位置づけられた。ラップ口座の残高は、1996年には93年の約2倍の1,394億ドルにまで拡大している。

《図表7》ミューチュアル・ファンド・ラップの仕組み（例）



(出典) 安田総合研究所作成

(4) メリルリンチの資産管理型営業

メリルリンチは、1980年代後半以降、リテール分野における資産管理型営業の強化を明確化させた。同社は、AAA (Asset Gathering: 資産獲得、Asset Allocation: 資産配分、Asset Accumulation: 資産蓄積) アプローチを中心とするリテール営業を打ち出した。資産管理型営業の特徴は、ファイナンシャル・プランニング・サービスを核とする長期・包括的な資産運用サービス

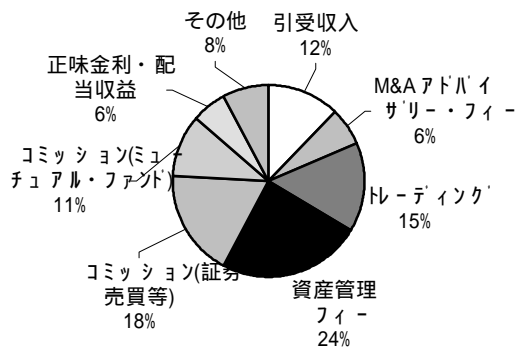
にある。顧客のニーズに適した運用計画を示し、その後もきめ細かいサービスを提供していく。

一般に、資産管理業務は、高額のシステム投資を必要とし、規模の経済が働きやすい業務分野である。相当な規模の資産を蓄積しなければ収益性は確保できない。1998年12月末現在、メリルリンチの運用資産残高は約5千億ドルで、米国最大の資産運用会社フィデリティ・インベストメンツに次ぐ規模となっている。これは、97年に英国最大の

資産運用会社マーキュリー・アセット・マネジメントを買収する等、全世界ベースで資産管理業務を強化してきた成果と考えられる。

資産管理業務の拡大等によって、現在のメリルリンチの収入構成は、かなり多様化が進んでいる（図表 8 参照）。

《図表 8》メリルリンチの正味収入の構成比
（ 9 8 年実績 ）



（注）正味収入 = 総収入 - 金利支出。正味収入 = 17,547 百万ドル、総収入 = 35,853 百万ドル。

（出典）メリルリンチの 9 8 年アニュアル・レポートより安田総合研究所作成

（ 5 ）メリルリンチのわが国への進出

メリルリンチは、前述のように、1980 年代後半に多角化戦略の見直しを迫られたものの、95 年頃からは再び本格的なグローバル化に取り組み始めた。98 年には、山一証券の 33 の店舗、約 2000 人の従業員を引き継ぎ、資本金 270 億円のメリルリンチ日本証券を設立し、わが国での本格的なリテール営業をスタートさせた。

メリルリンチは、10 年程前にもわが国リテール分野への進出を試みたことがあるが、このときはうまくいかず、撤退という結果に終わっている。ホールセール分野では、1972 年にわが国に進出し、現在も営業を続けている（メリルリンチ・ジャパン）。この他に、メリルリンチ・マーキュリー投信投資顧問が投資信託等の営業活動を行っている。

メリルリンチ日本証券の基本戦略は、資産管理型営業である。将来的には、米国の CMA をモデルとする証券総合口座がこの核になると考えられるが、システム開発コストが高額となること、規制の問題等から、当面は、投資信託を中心とする営業展開になると考えられる。

メリルリンチ日本証券が、わが国のリテール分

野で成功するかどうかは、他の外資系金融機関等がメリルリンチに追随し、日本国内に本格的な販売拠点を構えることになるかどうかを左右するという意味でも注目に値しよう。

・ 401(k) プラン・ビジネスとミューチュアル・ファンド

本章では、401(k) プラン・ビジネスとミューチュアル・ファンドについて取り上げる。これらの分野も、資産運用・管理業務の一分野と捉えることができよう。401(k) プランやミューチュアル・ファンドの市場拡大も、やはり老後生活資金の運用ニーズの拡大に支えられている。

本章では、401(k) プラン・ビジネスの特徴、401(k) プラン・ビジネスの変化、ミューチュアル・ファンドの拡大、ミューチュアル・ファンドが 401(k) プランの受け皿となった背景、の順に整理する。

1 . 401(k) プラン・ビジネスの特徴

米国では、老後生活に備えた貯蓄手段の一つとして 401(k) プランが人気を集めている。金融機関にとって、401(k) プラン・ビジネスは、顧客としての従業員を企業毎に囲い込めるといった側面と、個々の従業員とのコミュニケーション（情報提供、問い合わせ対応、投資先の変更受付等）が求められるという側面から、ホールセールとリテールの両面を持つビジネスと考えられる。

ここではまず、後の私的年金制度やこれに関連する金融ビジネスに大きな影響を与えた 1974 年 E R I S A 法（Employees Retirement Income Security Act of 1974：従業員退職所得保障法）について簡単にふれ、続いて、401(k) プランの概要、401(k) プラン・ビジネスの特徴等について整理する²⁶。

（ 1 ） E R I S A 法の成立とこの影響

1974 年に成立した E R I S A 法は、私的年金制度について包括的に規定した初めての法律であり、後の私的年金制度や金融機関の年金ビジネスに重大な影響を与えた。E R I S A 法によって、年金資産管理の基準が定められ、これ以降、企業や金融機関による年金資産の運用・管理方法の変化が促されることとなった。

特に、年金基金の運営や運用における受託者責任が明示されたことが、重要と考えられる。ERISA法に規定される受託者 (fiduciary) の範囲は幅広く、基金そのものだけでなく、運用サービス業者を含む、基金の運営に関して何らかの裁量権限を持つ者すべてが受託者責任の対象とされた²⁷。このことで、年金ビジネスを行う金融機関にとっては、年金資産の運用・管理方法や運用成果等について、企業やその従業員に対して明確に説明すること (accountability) が求められるようになった。

ERISA法が成立する少し前の1960年代後半には、資産運用パフォーマンス評価の概念が普及し始め、企業は、確定給付型年金プランにおける年金資産の運用利回り向上に注力するようになっていた。ERISA法の施行によって、企業の運用利回り志向はさらに強まるとともに、企業自身の受託者責任を果たす必要性から、企業が金融機関を選択する基準はより厳しくなった。

このため、企業が、長期にわたって取引関係を維持してきた銀行の信託部門から、年金基金の運用に特化した資産運用会社へと年金資産をシフトさせる動きもみられるようになった。こういった背景の下で、1970年代半ば以降、資産運用会社が大きく成長するようになった。

(2) 401(k)プランの概要

ここでは、401(k)プランの概要について、金融ビジネスの観点から、特に重要と思われるポイントだけを紹介する。

米国の企業年金は、確定給付型プランと確定拠出型プランの2種類に大別される²⁸。401(k)プラン²⁹は、確定拠出型プランの一種であり、内国歳入法401条(k)項の適格要件を満たすプランである。

1978年、内国歳入法に401条(k)項が追加され、80年以降効力が発生することとなった³⁰。81年に401(k)プランの施行ルールが明確化され、これ以降、多くの企業が401(k)プランを採用するようになった³¹。特に90年代に入ってから、401(k)プランの資産残高は急速に拡大するようになり (図表9参照)、現在では、プラン参加者は約2500万人、資産残高は1兆ドルを越えているといわれる。

401(k)プランでは、従業員の給与からの拠出金 (積立金) が主要財源となっており、主として企業が財源を負担するわが国の企業年金とはやや性格が異なる。この意味では、わが国の財形貯蓄に近いとの見方もできよう。しかし、401(k)プランは、わが国の財形貯蓄にはない魅力を備えている。401(k)プランの重要な特徴として以下の2点があげられる³²。

税制上の優遇措置

第一に、従業員の拠出金に対する税制上の手厚い優遇措置である。401(k)プランの税制上の優遇措置には以下のようなものがある³³。

- a. 従業員の給与からの拠出金は、従業員のその年の課税所得から控除され、将来の給付受取り時まで課税が繰り延べされる。
- b. プラン資産の運用収益についても、将来の受取り時まで課税が繰り延べされる。
- c. 企業のマッチング拠出金 (企業が従業員の拠出金に合わせてこの一定割合を拠出するもの) も、従業員のその年の課税所得とされず、受取り時まで課税が繰り延べされる。
- d. 企業は拠出金を損金算入できる。

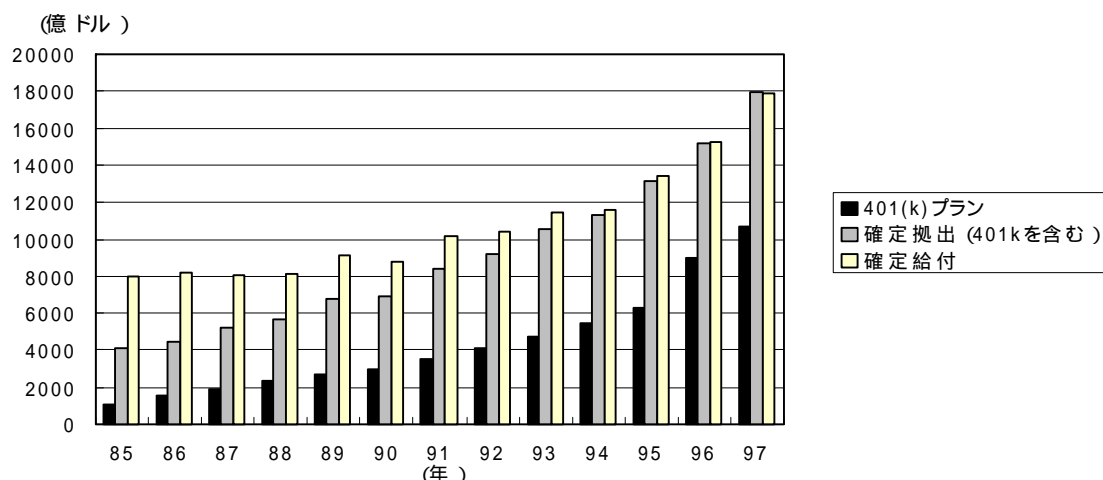
特にaの、従業員の拠出金を所得から控除することによる課税繰り延べの効果が大きく、401(k)プラン拡大の原動力となっている。

なお、多くの企業が、従業員の拠出金に対してこの一定割合 (50%とする企業が多い。図表10参照) のマッチング拠出を行っていることも、従業員にとって大きな魅力となっている。

従業員による運用対象の選択

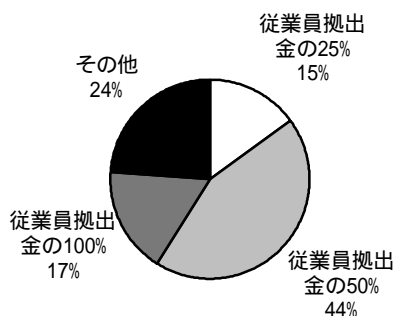
第二に、資産の運用対象を従業員が選択でき、その後の変更も容易にできることである。各従業員は、企業が用意した複数の運用ファンドの中から、運用対象を任意に選択することができる。例えば、拠出金の50%を国内株式ファンド、30%を海外株式ファンド、20%を債券ファンドといったように指定することができる。

《図表9》米国における企業年金資産残高の推移



(注) 96~97年の401(k)プラン残高はICI(米・投資会社協会)による推計値
 (出所) SIA, 「Securities Industry Fact Book 1998」等より安田総合研究所作成

《図表10》401(k)プランにおける企業のマッチング拠出(97年)



(出典) KPMG, Retirement Benefits in the 1990s

(3) 401(k)プラン向けの金融サービス
 401(k)プラン向けの金融サービスは概ね以下の3種類に分けられる³⁴(図表11参照)。

レコードキーピング

従業員個人毎の資産の記録・管理等を行う。電話やインターネットによる問い合わせ対応、投資対象の変更受付等も含まれる。

トラスト

信託契約に基づき、証券の保護預り、資金の保管・管理等を行う。

アセット・マネジメント

資産の投資、運用を行う。

レコードキーピングとトラストは、金融機関に

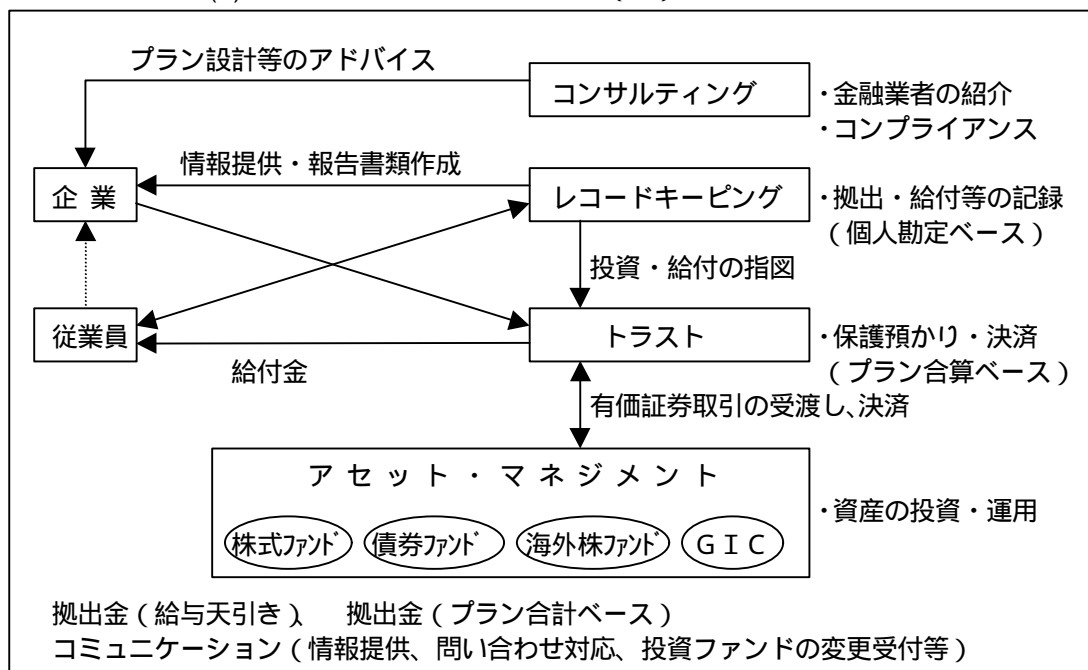
とって、規模の経済が働きやすい業務分野であり、質の高いサービスをいかに低価格で提供できるかが問われている。特にレコード・キーピングには技術水準の高いシステムが求められ、多額の投資を必要とするため、このサービスを提供できるのは、一部の大手業者に限られる。一方、アセット・マネジメントは多くの金融機関が提供可能なビジネスである。

このような401(k)プラン・ビジネスにおいては、フィデリティ・インベストメンツ、バンガード・グループ等の資産運用会社、ステート・ストリートやバンカース・トラスト等の銀行、メリルリンチ等の投資銀行、シグナ、プルデンシャル等の保険会社が互いに競合している(図表12参照)。

なお、上記サービスの他に、プラン設計アドバイス、金融機関の紹介等、各種の相談に応じるコンサルティング業務も、401(k)プラン関連の重要なサービスとなっている。

コンサルティング会社等が持つ、コンプライアンス(監督当局への報告書類の提出を含め、規制を満たすようにプランを運営すること)のノウハウは、企業にとって欠かせない要素となっている。これは、401(k)プラン等、年金関係の規制や税制は毎年のように変更されるため、企業が独力で規制を守り、かつ効率的にプランを運営することは必ずしも容易ではないからである。

《図表 1 1》 401(k)プラン向け金融サービスの概要 (例)



(出典) 安田総合研究所作成

《図表 1 2》 401(k)プランの運用資産残高・ランキング

	業 態	97 年末残高 (億ドル)	順位	シェア (%)
フィデリティ・インベストメンツ	資産運用会社	1,752	1	18.9
バンガード・グループ	資産運用会社	873	2	9.4
ステート・ストリート・グローバル	銀行系	852	3	9.2
パーケイズ・グローバル・インベスター	銀行(英国)系	490	4	5.3
メリルリンチ	投資銀行系	452	5	4.9
バンカース・トラスト	銀行系	429	6	4.6

(出典) Cerulli Associates

(4) 企業、従業員が求めるサービス

企業にとって、401(k)プランは、医療や生命保険等と同様、従業員向けの福利厚生制度の一環であり、従業員を長期に繋ぎ止める手段の一つと位置づけられる³⁵。企業の拠出金は損金として処理されるため、税の控除という視点も重要である。

401(k)プランを提供する企業には、ERISA法によって受託者責任が課せられている。しかし、企業は人員およびコストの削減を常に求められているため、できるだけ低コストで受託者責任を果たすことができ、かつ事務負担を軽減してくれるサービスを求めている。

従業員にとっては、投資パフォーマンス、きめの細かい情報提供サービス等が重要である。従業員からの支持を得るためには、金融機関のネーム・バリュー（ブランド力）も重要とされている。

従業員が求めるサービスは、企業からみれば複雑で高価なものになりがちであり、企業は従業員のニーズを考慮した上で、自社のニーズに合った金融機関を選択することになる。

金融機関にとっては、低価格でのきめ細かいサービスの提供、優れた投資パフォーマンスの他、幅広い企業や消費者から支持・信頼を集めるネーム・バリューの構築が重要なポイントになると考えられる。

(5) 401(k) プラン・ビジネスの魅力と収益性

金融機関にとっての 401(k) プラン・ビジネスの魅力は、企業の従業員をまとめて囲い込むことで、安定した資金流入を効率的に確保できることにある。401(k) プランの資金は、I R A³⁶ (Individual Retirement Account : 個人退職勘定) にロールオーバー (課税を繰り延べたまま移管) されることも多いため、将来に向けた I R A 資金取り込みの布石という視点も重要である。

各サービスの収益性についてみると、レコードキーピングとトラストにかかる手数料は企業が負担するケースが多く、低く抑えられる傾向にある。特に、レコードキーピングについては、企業から年々高度なサービスを求められる傾向にあるため、収益性が低く、多くの金融機関は、アセット・マネジメントによる収益でこれを補っているといわれる。トラストについては、高い技術力を持ち、ある程度の資金規模の運営ができれば採算がとれるとの指摘もある。

アセット・マネジメントは、収益性が高いといわれる。この手数料を負担しているのは基本的に従業員であることが、この一因になっていると思われる。アセット・マネジメントには、一度プランに組み入れられると、運用資産は基本的に増加し、また資産が増加したからといって、必ずしもすぐに運用担当者を増やす必要がないといったメリットもある。

2 . 401(k) プラン・ビジネスの変化

ここでは、401(k) プランの導入当初から現在に至る 401(k) プラン・ビジネスの変化について概観する。

(1) 401(k) プランの複雑化とアンバンドル化

1980 年代初めの 401(k) プラン導入当初は、レコードキーピングを自前で行う企業が多かった。しかし、その後 401(k) プランの運営は複雑化し、レコードキーピングを自前で行うことは、多くの企業にとって技術的にもコスト的にも難しくなっていた。

401(k) プラン導入当初は、ほとんどの取引、報告が紙ベースで行われていたが、その後、電話等によるアクセスが普及していった。資産の時価評価も、当初は 1 ヶ月または 1 四半期毎に行われ、従業員に報告されていたが、次第に毎日の時価評価が一般化した。また、企業が従業員に提供するファンドの種類も徐々に増加した。

このようなことから、401(k) プランのレコードキーピングには高度な専門性が求められるようになり、これをアウトソーシングする企業が多くなった。また、1980 年代後半には、企業はサービス毎に、その分野で専門性の高い金融機関を求めるようになり、401(k) プラン・サービスのアンバンドル化が進んだ。

(2) 情報通信技術の発達とバンドル化

しかし、アンバンドル・サービスでは、それぞれの分野に強みを持つ金融機関のサービスを受けられる反面、全体としてコストが割高になる、多数の業者が介在するため連絡に時間がかかる、事務的なミスが発生しやすい、といった問題もあった。

これに対し、一つの金融機関が包括的なサービスを提供するバンドル・サービスは、企業にとって低コストかつ管理が簡素化されるというメリットがある。1990 年代に入ると、再びバンドル・サービスが求められる流れとなった。

90 年代にバンドル化が進行した背景には、情報通信技術の発達があった。自動音声応答システムや毎日の時価評価技術等、互いに独立していた各サービスが、電子データの媒介によって効率的にやりとりされるようになったことが大きく影響している。

バンドル化の進行と同時に、大手金融機関による寡占化の動きも進んでいる。現在、バンドル・サービスを提供しているのは、大手の資産運用会社、投資銀行、商業銀行、保険会社等に限られている。

複数の金融機関が、提携を通じて擬似的にバンドル・サービスを形成するケースも少なくない。また、自社グループの運用ファンドのみを提供してきたバンドル・サービス業者も、運用対象の選択肢を拡大する狙いから、他社の運用ファンドを自社サービスの中に組み込むことも多くなっている。96 年時点では、バンドル・サービスは、提携によって形成されている擬似バンドル・サービスも含めて、401(k) プランのおよそ 4 分の 3 を占めている (加入者数ベース) といわれる³⁷。

ただし、最近では、受託者責任を強く意識する一部の企業に、再びサービスのアンバンドル化を求める動きもみられる (バンドル・サービスでは、各サービスにかかる費用の企業・従業員間における公正な負担配分、情報開示等が十分なされていないとの見方がこの背景にある)。

3. ミューチュアル・ファンドの拡大

(1) ミューチュアル・ファンドの概要

ミューチュアル・ファンドは、オープンエンド型の投資会社として設立・運営される会社型の投資信託である。ミューチュアル・ファンドは、多数の投資家の小口資金を集めることによる共同投資、多数の投資対象への分散投資、専門家による運用、様々なリスク・リターンを組み合わせを設計し易いといった、投資信託としての基本特性を備えている³⁸。

顧客がミューチュアル・ファンドを購入するということは、投資会社の株式を購入して株主になることを意味し、資産運用会社は、形式的には投資会社に対して運用アドバイスを提供していることになる。資産運用会社はサービスの対価として、資産残高に対し年1%前後の手数料を徴収する。ミューチュアル・ファンドは、資産運用会社自体が販売（直販）することもあるが、証券会社、銀行、保険会社等を通じて販売されることが多い。

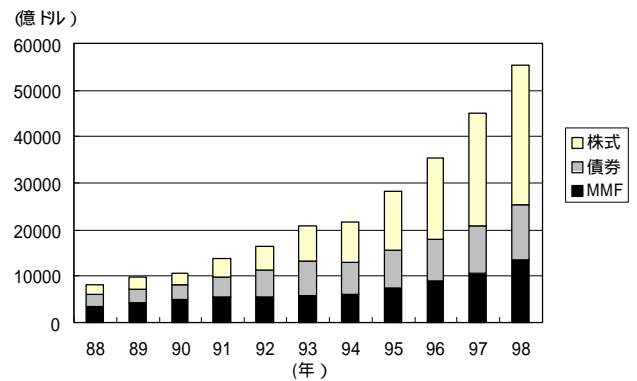
(2) 銀行預金からミューチュアル・ファンドへの資金シフト

1989～93年頃にかけて、商業銀行は不良債権問題に直面し、不動産融資の処理に追われた。銀行救済の意味合いを含む低金利政策は、株式、債券相場の上昇をもたらした³⁹。このため、株式や債券で運用するミューチュアル・ファンドのパフォーマンスは向上し、個人の資金は預金からミューチュアル・ファンドへシフトするようになった。1986年には、個人預金（預金保険対象の小口預金）の半分にも満たなかったミューチュアル・ファンドの残高は、95年には個人預金の残高を越えた。

ミューチュアル・ファンドの残高は、401(k)プランを中心とする年金資産の投資対象として人気化した（詳細は後述）こともあり、90年末約1兆ドル、93年末約2兆ドル、96年末約3兆5千億ドルと急拡大し、98年12月末現在、約5兆5千億ドルとなっている（図表1.3参照）。

ミューチュアル・ファンドの投資対象資産の変化についてみると、80年代前半は、MMFが5～6割を占めていた。80年代後半には債券ファンドのシェアが3割台に上昇した。90年代に入ってから株式ファンドのシェアが急速に拡大し、96年以降5割前後のシェアを占めている（98年12月末における株式ファンドのシェアは約54%となっている⁴⁰）。

《図表1.3》ミューチュアル・ファンドの残高推移



(出典) ICI (米・投資会社協会) の資料より安田総合研究所作成

(3) 商業銀行によるミューチュアル・ファンド関連業務の積極化

投資銀行とミューチュアル・ファンドとの係わりは、前述のように、MMFからCMA、ミューチュアル・ファンド・ラップへと続く流れの中にみることが出来る。一方、商業銀行も1990年代に入ってミューチュアル・ファンド関連業務を積極化させた。この背景には、以下のような要因があげられる。

第一に、商業銀行は、90年代前半には、規制緩和によってファンドの運用、販売、カストディ等、ミューチュアル・ファンドに関するほとんどのビジネスを行うことが認められるようになっていた。

第二に、預金からミューチュアル・ファンドへ資金がシフトし、ミューチュアル・ファンド市場が拡大する中で、業務の縮小を防ぐためにもこれを取り込む必要があると考えられた。

第三に、91年以降、銀行に対する自己資本比率規制が強化された⁴¹ことである。商業銀行は自己資本比率を向上させる必要に迫られ、資産の増加を伴わない手数料収入の拡大を目指すようになった。例えば、証券子会社を活用して引受業務やM&A仲介業務を行う、貸付債権を証券化する、ミューチュアル・ファンドや生保商品を販売するといった動きである。こういった動きは、1970年代初めに降注目されるようになった「ワンストップ・ショッピング」や「金融スーパーマーケット化」にも通じるものであった。

(4) 生保商品とミューチュアル・ファンドとの競合

1980年代を通じて、生保商品に対する消費者のニーズは、「死亡に対する備え」から「老後生活資

金の備え」にシフトしていった。これに伴い、生保会社の主力販売商品は、保障機能に重点を置いた終身保険等から、利回り重視の貯蓄性商品に変化した。現在では、生保会社の資産の約 7 割が貯蓄性商品によるものといわれる。

変額保険や変額年金は、生保会社本体の一般勘定から分離された分離勘定を利用して運用される実績配当型の生保商品であり、課税等の商品性に多少の違いはあるものの、機能的には投資信託類似の商品と位置づけられる。1990 年代に入って、ミューチュアル・ファンド市場が急拡大したことで、利回り重視型の生保商品とミューチュアル・ファンドとの競合が激化するようになった。

なお、生保商品の販売チャネルにおいても、ミューチュアル・ファンド同様、証券会社、商業銀行、インターネット等を通じた販売が拡大する傾向にある。

4. ミューチュアル・ファンドが 401(k)プランの受け皿となった背景

現在、ミューチュアル・ファンドは、401(k)プランの代表的な受け皿商品となっている。ここでは、この背景について整理する。

(1) ミューチュアル・ファンドと年金プラン

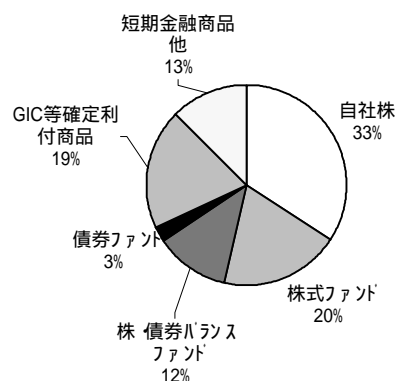
ミューチュアル・ファンドと年金プランとの係わりは、1962 年に、自営業者およびその従業員のための確定拠出型年金であるキオ・プランが発足されたことに始まるといわれる⁴²。キオ・プランでは、運用対象は自営業者が選択するため、管理が容易で長期的な収益も見込めるミューチュアル・ファンドが、運用対象として組み込まれるようになった。1974 年には、E R I S A法の制定に伴い、I R Aの創設が認められた。I R Aにおいても、各個人のリスクで運用対象を選択する必要があり、ミューチュアル・ファンドがこの受け皿の一つとなった。

その後、ミューチュアル・ファンドは、新たに登場した 401(k)プランの投資対象としても組み込まれるようになる。しかし、80 年代後半までは、401(k)プランの運用対象商品は、生保会社の G I C (guaranteed investment contract: 利率保証契約) や銀行信託部門のコミングル・ファンド (commingled trust funds) が中心となっていた。なお、G I Cは、一定期間において比較的高い利回

りを保証する、年金基金向けの代表的生保商品であり、コミングル・ファンドは、複数の企業の年金資金を銀行の信託部門にプールして合同運用を行う商品である。

90 年代に入ると、フィデリティ・インベストメンツや、投資銀行系の資産運用会社が、主力運用商品としてミューチュアル・ファンドを積極的に提供するようになり、ミューチュアル・ファンドは、401(k)プランの代表的な受け皿商品に成長した (図表 1 4 参照)。

《図表 1 4》401(k)プランの投資対象資産構成 (96 年)



(出典) PSCA (Profit Sharing/401(k) Council of America)

(2) 401(k)プランの受け皿となった背景

このように、90 年代に入ってミューチュアル・ファンドが、401(k)プランの代表的な受け皿商品に成長した背景としては、主に以下の要因があげられる。

第一に、この時期は、前述のように株式、債券相場が上昇し、ミューチュアル・ファンドの運用パフォーマンスが向上したことである。

第二に、80 年代末から 90 年代初めにかけて、多くの銀行や生保会社が不良債権問題を抱えて経営困難に陥り、破綻が相次ぐ等、信頼を低下させたことである。

第三に、ミューチュアル・ファンドが持つ基本的特性が、E R I S A法の受託者責任に関する規定にマッチしたことである。92 年に、E R I S A法 404 条(C)項に関する労働省規則が発表され、401(k)プランを運営する企業は、受託者責任として以下の要件を守ることがルール化された⁴³。

プラン加入者が、資産の運用先を選べるようにする。

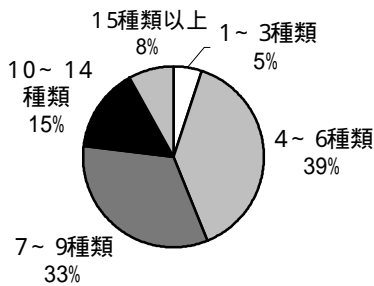
リスクとリターンの特性が大幅に異なる 3 種類以上の投資対象を、加入者に提示する。

加入者が、少なくとも四半期に 1 度は投資対象を変更できるようにする。

加入者が投資判断を行うための十分な情報を提供する。

企業が上記のルール（特に ）に従って 401(k) プランを運営するために、ミューチュアル・ファンドは、リスク・リターン特性の異なる複数の投資対象を造りやすい等、非常に使い勝手の良い商品であった（図表 1 5 参照）。

《図表 1 5》 401(k) プランで 1 企業が提供している投資対象の種類（97 年）



（注）例えば、401(k) プラン採用企業の 39% が、従業員に対して 4 ~ 6 種類の投資対象を提供している。

（出典）KPMG, Retirement Benefits in the 1990s

第四に、ミューチュアル・ファンドを提供する資産運用会社による、高度な情報通信技術を利用した、きめ細かいサービス体制等の効果である⁴⁴。例えば、フィデリティ・インベストメンツは、多様な投資対象、充実したディスクロージャー、無料電話照会や電話一本での投資ファンド変更、従業員に対する投資教育の他、マゼラン・ファンドのようなネーム・バリューの高いファンドの育成等、企業のみならず、従業員からの支持も得られるような戦略を採用した。このような優れた総合的サービスの提供等によって、資産運用会社は 401(k) プラン・ビジネスのトップ・プレーヤーとしての地位を確立させた。

こういった資産運用会社の動きに刺激され、投資銀行、商業銀行、生保会社等もミューチュアル・ファンドを積極的に提供するようになっていった。

・証券化、デリバティブ、オンライン取引

本章では、金融技術を代表する証券化とデリバティブ、情報通信技術の発達を背景に拡大するオンライン取引について取り上げる。

章では、証券会社におけるメーデー以降の基本戦略分化として、資産管理業務を重視する方向、トレーディング業務等、積極的にリスクを取って高収益を追求する方向、低い手数料で売買注文を取るディスカウント・ブローカー、という 3 つの方向を取り上げ、の資産管理業務について概観した。

証券化やデリバティブは、引受業務や、のトレーディング業務等に注力する上で欠かせない技術である。オンライン取引は、のディスカウント・ブローカーにとって欠かせない手段となっている。

1. 証券化の発達

証券化は米国を中心に発達した。投資銀行の業務の中で、証券化の技術と最も係わりが深いのは引受業務であろう。ここでは、米国で証券化が発達した背景、金融機関の証券化関連ビジネス等について概観する。「保険リスクの証券化」についても簡単にふれる。

（1）証券化とは

「証券化（securitization）」という用語は、広義には以下の と の両方を、狭義には のみを指すことが多い。

企業等の資金調達形態が、借入から証券発行に移行すること、すなわち、間接金融から直接金融へのシフトを意味する。これは、「企業金融の証券化」とも呼ばれる。

貸付債権や売掛債権のような流動性に乏しい資産を、特別目的会社や信託等の一定の仕組みを備えたプールに譲渡し、そのプールが証券を発行するというように、証券形態に変換することで資産の流動化を図ることを意味する。これは、「資産の証券化」とも呼ばれる。

本稿では「証券化」を、間接金融から直接金融へのシフト（上記 の意味）と区別するため、「資産の証券化」（上記 の意味）に限定して使用する。この意味での証券化は、流動性に乏しい個々の資産を、流動性の高い証券に変換する技術である。

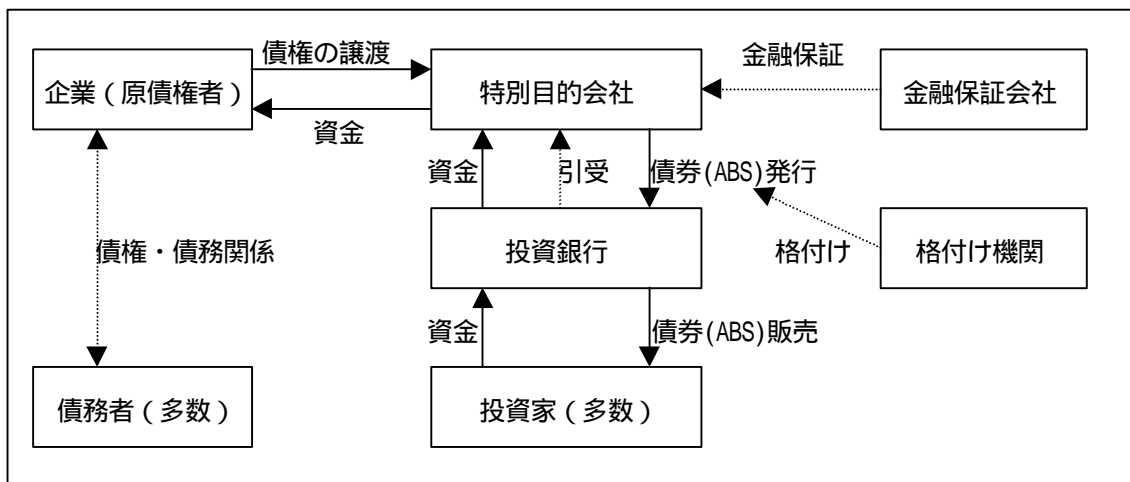
(2) 証券化を代表するABSとMBS

証券化を利用したファイナンスは、仕組み金融 (structured finance) と呼ばれ、これを代表する商品には、ABS (asset-backed security: 資産担保証券) とMBS (Mortgage-backed Security: モーゲージ担保証券) 等がある⁴⁵。

ABSは、多数の資産を特別目的会社や信託等にプールし、これを裏付けとして発行する証券である

(図表16参照)。MBSは、金融機関等が保有する住宅ローン(住宅抵当貸付債権)を裏付けとして発行する証券であり、流動化する対象資産が住宅ローンであるところが、他のABSと異なる。なお、MBSはABSの1種と考えられるが、統計上は「MBS」と「ABS(MBSを除くABS)」に区分されることも少なくない。

《図表16》ABSの基本構造(例)



(出典) 安田総合研究所作成

(3) 証券化の発達とこの背景

証券化は、1970年代にMBSの発行からスタートした⁴⁶。MBSは、政府保証等によって国債に準ずる高い信用力を有し、一方では国債よりも利回りが高いこと等から、投資家にとって魅力的な商品として成長した。MBSは、現在でも証券化商品の中で最大の発行量を占めており、ミューチュアル・ファンドの投資対象としても活発に利用されている。

1980年代後半になると、住宅ローンに続いて、自動車ローンやクレジットカード債権、リース債権等が、投資銀行や商業銀行によって証券化され、証券化の対象となる資産の範囲は拡大していった(現在では、売掛債権や不動産等も証券化の重要な対象資産となっている)。同時に、ABS(MBSを含む)の発行量も急拡大し、1990年頃には全社債発行額の過半を占めるようになった(ただし、95~97年では、この比率は2~3割台の水準に低下している)。

この時期に証券化が進行した背景としては、以

下の要因があげられる。

第一に、銀行側の要因(銀行が原債権者として保有資産を流動化するケース)である。当時、銀行等は不良債権問題を抱え、かつ自己資本比率規制の強化によって総資産の伸びを抑制または圧縮する必要に迫られていた。このため、不良債権の処理や、総資産の圧縮手段として証券化が利用された。1980年代後半のS&L(savings and loan association: 貯蓄貸付組合)危機に際して創設されたRTC(Resolution Trust Corporation: 整理信託公社)による不良債権の処理においても、証券化の手法が活用された。

第二に、企業側の要因(企業が原債権者として保有資産を流動化するケース)である。銀行等の不良債権問題によって間接金融の機能が低下する中で、企業は資金調達方法を多様化させる必要があった。また、投資家は、格付けの高いABSを選好する傾向にあったため、企業は、従来の社債よりもコスト的に有利になるABSの発行を積極化させた。

第三に、証券化商品の組成を可能とする関連技術の発達である。証券化商品は、仕組みを構築する金融技術によって成り立っており、これは、コンピュータを利用した統計処理技術の向上や、法的側面における高度なノウハウ等に支えられている。

(4) 金融機関の証券化関連ビジネス

投資銀行にとって、証券化は、その技術力を活用する新たなビジネス・チャンスとなった。投資銀行は、企業のニーズにマッチした証券化を提案し、企業の目的に即した仕組みの構築、発行されるABSの引受等を積極的に行っている。

銀行等による企業向け貸付債権の証券化は、自己資本比率を維持しながら利益を向上させる方法の一つと位置づけられよう。このような証券化は、企業への貸付を行った銀行等が、貸付債権を譲渡して(貸付債権をオフバランス化させ、信用リスクや金利変動リスク等を投資家に移転して)手数料収入を得るという意味で、実質的な機能としては、証券引受業務に近づいたと捉えることもできよう。

(5) 証券化の意義

証券化は、裏付けとなる原資産が生み出すキャッシュフローを投資家のニーズに合わせて自在に組み替えることを可能にした。さらに、原資産が生み出すキャッシュフローに、金融保証等の信用補完措置を効果的に組み合わせることで、信用リスクを自在にコントロールすることも可能になった。これらのことで、企業(資産を流動化させる原債権者)の信用力を上回る信用力を効率的に確保し、より低コストで資金調達を行うことも可能になった。

証券化商品は、投資家サイドからみれば、仕組みが複雑でわかりづらい商品であるが、格付けを利用することで、安全性(信用リスク)を容易に把握できるようになっている。多くの証券化商品では、キャッシュフローの組み替えや金融保証等の信用補完措置を利用して、格付けが最上級の「AAA」となるように仕組みられている。このように、証券化商品の組成や販売においては、金融保証や格付け等も重要な役割を担っている。なお、ABSにおける金融保証は、保険会社として分類

される金融保証会社(financial guaranty insurance company)等によって提供されている。

(6) 証券化商品、投資信託等の共通性と市場型間接金融へのシフト

投資信託と証券化商品とは、投資家の小口資金を集約化する「資金の流れ」という点では、よく似ている。しかし、投資信託は、投資家の小口資金を集めて、証券等に投資する目的で組成されるのに対し、証券化商品は、まず始めに証券化の対象資産があり、広く投資家から資金調達を行う目的で組成される、という点が最大の違いである。

なお、投資信託や証券化商品、確定拠出型年金、変額保険等は、投資会社、特別目的会社、信託、保険会社の分離勘定等の「ピークル(器)」を利用して小口資金を集約化する手法であり、集団投資スキーム(Collective Investment Scheme)とも呼ばれる。これらの集団投資スキームを介する金融形態は、市場型間接金融に分類される。

米国における確定拠出型年金、投資信託、証券化商品の拡大を考慮すれば、1970年代までに直接金融が発達した米国の金融形態は、80年代以降(特に90年代に入って顕著に)、直接金融から市場型間接金融へシフトしてきたと捉えることもできよう。

(7) 保険リスクの証券化

これまで述べてきた「証券化」とはやや意味が異なるが、保険分野においても「保険リスクの証券化」と呼ばれる動きがある。これは、保険会社が引き受けた保険リスク(大規模災害の発生等に伴う保険金支払いリスク)を、証券化やデリバティブ等の技術を利用して、資本市場の投資家に転嫁する手法である。「保険リスクの証券化」は、伝統的な再保険に代替し得る、新たな保険リスクの処理手段と位置づけられる。

具体的な方法としては、例えば、保険損害に関連させたデリバティブを債券に組み込んだ、異常災害ボンドの発行や、シカゴ商品取引所で取引される、異常災害オプションの購入等があげられる。保険会社は、こういった金融商品を利用することで、保険金支払いに伴う損害をカバーすることができる。このような「保険リスクの証券化」手法が登場した背景としては、1980年代後半以降、異

常災害による損害が急拡大したこと等があげられる⁴⁷。

「保険リスクの証券化」に関するビジネス分野においても、メリルリンチやゴールドマン・サックス等の投資銀行は、資本市場において蓄積させたノウハウを活用し、元受保険会社や再保険会社、保険ブローカー等とともに、市場をリードする立場にある。

2. デリバティブの発達

デリバティブも、証券化同様、米国を中心に発達し、世界的に注目されている金融技術の一つである。投資銀行の業務の中で、デリバティブと最も係わりが深いのはトレーディング業務であろう。ここでは、デリバティブが発達した背景、デリバティブ関連のビジネス等について概観する。

(1) デリバティブの発達とこの背景

デリバティブ(金融派生商品)は、株式、金利、通貨等の原資産から派生した商品であり、原資産の価格に依存してその価格が決まるような取引を意味する。具体的には、スワップ、オプション、先物、フォワードに代表される。デリバティブを利用した取引は、1970年代後半に入って発達し始め、特に近年、注目度が高まっている。

デリバティブが発達した背景としては、1970年代以降、金利や通貨等の相場変動が激しくなり、金融機関や企業等、市場参加者の市場リスクに対するマネジメント・ニーズが高まったことがあげられる。このような環境変化の下で、低コストでのヘッジを可能とするデリバティブが注目されるようになった。コンピュータ技術や価格決定理論の発達によって、デリバティブの価格評価技術が向上したことも、デリバティブの拡大に貢献している。

(2) デリバティブ関連のビジネス

企業は、リスクマネジメント、資産運用収益の向上といった目的で、エンドユーザーとしてデリバティブを活用している。金融機関は、こういった企業のニーズにサービス業者として応えるとともに、自らがエンドユーザーとしてデリバティブを活用している。

具体的には、デリバティブは、原資産の値下が

りリスクに対するヘッジ(市場リスク、信用リスク等の移転または低減)、少ない資金でのレバレッジを効かせた投資(投機)、裁定取引等の目的で活用されている。

デリバティブ取引の大部分は、バランスシート上の資産や負債として計上されないオフバランス取引となっている。見通しが当たれば、総資産を増加させずに(自己資本比率を維持しながら)利益を拡大させることも可能なことが、大きな魅力の一つとなっている⁴⁸。

(3) デリバティブの意義

デリバティブは、原資産に付随する様々なリスクを抽出・分解し、それぞれのリスク毎にリスク負担の意志を持つ者へと移転させることを可能とした。こうして、リスクとリターンを自在に組み替え、好みのリスク・リターン特性を選択することが可能となった。もちろん、ニーズに合わせてキャッシュフローを組み替えることもできる。原資産の売買に比べ取引コストが大幅に低減されたことの意義も大きい。

デリバティブは、トレーディング業務以外の分野でも活発に利用されている。例えば、証券化商品や投資信託商品の組成においても、従来は難しかったキャッシュフローをデリバティブの活用によって実現し、投資家のニーズによりマッチした金融商品を提供することが可能となっている。

1990年代に入ってから、デリバティブ取引で損失を被った企業等が相手方の金融機関を訴えるケースが増加し、監督当局からデリバティブ取引に関するガイドラインが公表される等の対策がとられている。デリバティブ絡みの金融サービスを提供する金融機関にとっては、複雑化したリスクを自らが正確に把握し、これを顧客にわかりやすく伝えることが求められているといえよう。

3. オンライン取引の拡大

最近、米国の証券市場において、オンライン取引が急拡大している。オンライン取引は、ディスカウント・ブローカーにとって欠かせない手段である。ここでは、オンライン取引の拡大およびこれに伴う金融ビジネスへの影響等について概観する。

(1) ディスカウント・ブローカーの取引手段

ディスカウント・ブローカーは、顧客に対して投資アドバイス等のサービスを提供しない代わりに、割安な手数料でブローカレッジ業務を行う証券会社といわれる。しかし、最近では、低い手数料ながら、情報提供等のサービスを充実させている証券会社も少なくない。ここでは、こういった証券会社もディスカウント・ブローカーに含めるものとする。ディスカウント・ブローカーの代表例としては、1980年代に急成長したチャールズ・シュワブ⁴⁹があげられる。

ディスカウント・ブローカーの取引手段は、以前は電話が中心であったが、その後コンピューターを通じて売買注文を受け付けるオンライン・ブローキングのウェイトが高まっていった。

1990年代に入って、インターネットの商業利用が認められるようになり、低コストで効率的な情報通信手段として注目されるようになった。インターネットの普及は、証券取引にも大きな影響を与え、インターネットを通じて証券の売買注文を受け付けるインターネット・ブローカーが、ディスカウント・ブローカーの新たな形態として台頭することとなった。

96年には、E*トレードが一件当たり14.95ドル⁵⁰という、当時としては破格の売買手数料でインターネット取引を開始し、激しい手数料引き下げ競争に突入した。インターネットによる証券取引は、これを契機に本格化することとなった。なお、E*トレードは、もともとシステム開発に強みを持つ企業であり、この技術力を武器とした参入に特色がある。

98年の米国における個人の株式取引に占めるオンライン取引（インターネット取引を含む）のシェアは約25%にまで拡大している⁵¹。これには、短期の値幅取りを狙って回転売買を行う個人投資家の増加等も寄与していると考えられる。

米国のオンライン・ブローカーは、97年3月の15社から98年6月には75社にまで急拡大した。オンライン取引におけるシェアでは、首位のチャールズ・シュワブが約30%を占め、E*トレードがこれに次ぐ位置にある。

(2) オンライン取引の拡大による影響

オンライン取引の急拡大は、投資銀行の戦略に

も大きな影響を与えている。モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターは、既に子会社を通してこの分野に参入している。メリルリンチは、ディスカウント・ブローカーに対抗するため、資産管理型営業に特化し、より差別化を図るスタンスであったが、顧客を奪われかねないとの危機感からインターネット取引にも進出する方針といわれる。

証券発行の分野においても、インターネットによる投資家向け直接募集が実施されている。1995年にはニューヨークのビール製造会社⁵²が、ホームページ上で一般投資家向けの株式募集を行い、160万ドルの資金を調達した。この際には、投資家向けのディスクロージャーもインターネット上で行われ、証券会社を介さずに販売が行われた。その後同社になって、50社以上の企業が直接募集を実施したといわれる。

また、オンライン取引による取扱商品も、ミューチュアル・ファンドや、保険商品等、品揃えが広がっている。オンライン取引は、様々な金融商品にとって重要な販売チャネルの1つになりつつある。

さらに、銀行、証券、保険等の異なる業態によって提供されていた様々な金融サービスをインターネット上の1つのページに集めることで、バーチャルな「ワンストップ・ショップ」を形成する動きもある。今後インターネット取引は、証券取引だけでなく、保険商品を含む幅広い金融商品の取引形態に大きな変化を引き起こす可能性が高いといえよう。

．おわりに

これまで、投資銀行を中心とする米国の金融ビジネスの変遷について概観してきた。最後に、米国における最近の金融政策（ここでは、監督当局による金融・証券規制や金融機関の監督等に関する政策を指す）の変化について簡単にふれた後、わが国の金融業界への示唆について整理したい。

1．米国における金融政策の変化

1980年代以降、銀行監督当局は、銀行の証券子会社による証券業務の拡大、銀行持株会社による証券会社の買収等を逐次認可し、司法当局もこれを追認する形で、銀行・証券間の垣根は実質的に

低下してきた。現在も、グラス・スティーガル法の見直しを含む金融制度改革について活発な議論がなされている⁵³。

金融政策のスタンスは、大恐慌の再発防止を目的とした銀・証分離や金融機関の破綻防止から、今後は、金融機関同士の競争促進や、破綻の封じ込め（仮に破綻が生じても、これによる影響を最小限に食い止めること）を意図したものに転換する方向といわれる⁵⁴。これは、技術革新や市場の変化に対して、従来の規制では効果的に対応できなくなっているという認識の表れと考えられる。ここでの原則は、市場メカニズムの活用によって、技術革新やコスト低減を促すことにある。

以上のような米国における金融政策の変化は、今後一層の規制緩和の進展と、これに伴う銀行、証券、保険の業態を越えた競争激化を促すことになるだろう。コンピュータ、通信、流通業界等、金融業界以外からの参入も活発化しよう。このような変化の中で、証券化、デリバティブ等に代表される金融技術のこれまで以上の発達、各種金融サービスの高度化、低コスト化の進行が予想される。

2. 直接金融へのシフト

金融・資本市場がグローバル化する中で、米国における金融ビジネスの変化は、わが国の金融業界にも、少なからず影響を与えるであろう。以下では、わが国金融業界への示唆について整理する。

間接金融から直接金融または市場型間接金融へのシフトは、前述のように、わが国において今後進行する流れと考えられる。しかし、この変化がスムーズに進行するためには、以下のような条件を満たす必要があると考えられる。

第一の条件は、わが国において、投資対象である証券の期待利回りが向上すること（投資家サイドからみた、リスクに見合うリターンの実現）である。具体的には、株式市場が中長期的な上昇相場に転じること、および金利水準が上昇して（その後落ち着き）、債券投資に魅力が出てくることである。これらのためには、わが国企業の収益力向上が欠かせない。

第二の条件は、投資家にとってわかりやすく、信頼されるディスクロージャーの実現である。これまでは、企業はメインバンクー行に情報開示を

行い、この理解が得られれば、複数の銀行から協調融資を受けることができた。今後、企業が一般投資家向けにどれだけ真剣に情報開示できるかどうかのポイントになるだろう。

なお、直接金融への移行局面では、大企業がこの中心となり、中小企業は間接金融市場にとどまることになるだろう。銀行等にとっては、大企業向けの貸付が減少し、中小企業向け貸付のウェートが高まる傾向になると考えられる。

金融機関が、直接金融に移行する大企業を顧客としてつなぎとめるためには、投資銀行業務が重要になるだろう。米国投資銀行は、証券化、デリバティブ等の高度な金融技術を駆使して、顧客企業のニーズに最も適した金融商品を開発、提供することに努めている。わが国の金融機関が企業の財務アドバイザーとして収益を上げていくためには、米国投資銀行に劣らない金融技術やグローバルな販売力、調査力等を求められることになるだろう。

直接金融や市場型間接金融へのシフトは、預貸業務等の伝統的な金融仲介の役割を縮小させると同時に、これまで一定のシェアを確保してきた金融機関から、外資系を含む新たな勢力への世代交代を促す力ともなり得る。

3. 投資信託市場は拡大するか

わが国の投資信託の残高は、1999年3月末現在約43兆円⁵⁵となっている。米国の投資信託の残高に比べ、15分の1程度に過ぎない。98年12月、銀行本体による、投資信託の窓口販売が開始された。元本割れの可能性があるリスク商品の扱いに慎重なスタンスをとる銀行も多く、販売の滑り出しは、概ね低調であった。

投資信託市場が拡大する条件も、直接金融へのシフト同様、株式ファンドであれば株式相場の上昇、MMFであれば預金等と比較して利回りが高いことや利便性で劣らないことに加え、投資家から信頼されるディスクロージャーを実現することであろう。信頼されるディスクロージャーの中には、リスク商品の性格を投資家に十分理解してもらうことも含まれる。

投資信託市場が拡大するようになれば、銀行や保険会社も、預金や保険商品からの資金流出を補うために、投資信託関連業務をこれまで以上に積極化させることになるだろう。

4．確定拠出型年金ビジネスの方向性

わが国においても、確定拠出型年金の 2000 年度導入に向けて準備が進められている。1998 年 12 月、自民党の「年金制度調査会私的年金等に関する小委員会」は、「確定拠出型年金導入について」と題する報告書を発表した。この報告書では、「企業拠出型」と「個人拠出型」の 2 つの年金制度が提案されている。これらの制度はそれぞれ、米国の 401(k)プラン、IRA をモデルとしたものである。

わが国において、今後、確定拠出型年金という新たな市場が大きく成長するかどうかは、この年金制度が、米国の 401(k)プランのように、魅力ある税制優遇措置を備えたものになるかどうかにか大きく左右されるだろう。

わが国では、金融機関による確定拠出型年金ビジネスは、当初からバンドル・サービスとしてスタートする可能性が高いと考えられる。バンドル・サービスは、現在米国で主流となっており、また、企業にとっても管理が容易だからである。複数の金融機関が提携によって総合的なサービスを提供する、擬似バンドル・サービスの形成も予想される。

バンドル・サービスの提供には、高額のシステム投資を必要とし、規模の経済が働きやすい業務分野であるため、このサービスを提供できるのは、最終的には少数の大手業者に限られるだろう。一方では、運用商品の提供（アセット・マネジメント）だけを行う金融機関、従業員に対する投資教育や企業の年金制度設計アドバイス等の特定分野に特化して基盤を確立する業者も少なからず表れるものと思われる。

わが国の確定拠出型年金ビジネスにおいても、米国の 401(k)プラン・ビジネス同様、企業やその従業員に対する情報提供等サービスの質、競争力のある価格（企業からみれば年金制度運営のコスト）、運用対象商品の品揃え、運用パフォーマンス、金融機関自身のネーム・バリュー等が重要な要素になると考えられる。

今後、わが国に導入される確定拠出型年金の制度内容がさらに具体的に示されるようになれば、米国金融機関の参入も活発化する可能性があるだろう。米国の大手金融機関の多くは、米国の 401(k)プラン・ビジネスは既に成熟化した市場とみており、米国で養ったノウハウを海外での確定拠出型年金

ビジネスに活用しようと考えている。わが国の年金市場も、重要なターゲットの一つとなっている。

5．売買手数料自由化後の証券会社の戦略

わが国では、99 年 10 月に株式売買委託手数料の完全自由化が実施される予定である（なお、ラップ口座の取扱いも併せて解禁される予定）。米国のメーデーでは、自由化当初、機関投資家向けの手数料は大幅に低下した一方、個人投資家向けについてはほとんど低下しなかった。

しかし、わが国では米国の場合と異なり、個人投資家向けの手数料も自由化当初から大幅に低下することが避けられないだろう。わが国では、オンライン取引が既に実施されている、外資系ディスカウント・ブローカーの参入が予想される等、米国メーデーの場合とはかなり状況が異なるからである。

オンライン取引サービスは、96 年 4 月の大和証券を皮切りに、99 年 4 月現在 22 の証券会社によって提供されている。米国のディスカウント・ブローカーでは、既に E*トレードがソフトバンクと合併会社を設立し、わが国での営業に注力しようとしている。チャールズ・シュワブと東京海上とによる合併証券会社の設立計画も発表されている。

オンライン取引では、支店や営業員を必要としない分コストが抑えられ、手数料の引き下げが可能になる。他人に頼らず自力で投資判断する投資家にとっては、手数料の低さが証券会社選択の決め手になると考えられる。多くの既存証券会社にとっては、コストの高い店舗を抱えている上、人員の削減等、抜本的なコスト構造の改革は容易ではないため、身軽な新規参入業者の方が、価格競争上の優位を発揮する可能性がある。

わが国中小証券会社の中には、既にインターネットによる取引サービスを積極化する等、ディスカウント・ブローカーとしての生き残り策を模索する動きもみられる。ただし、一般に、オンライン取引で成功するためには、システム投資と広告宣伝費の負担が大きく、一定規模以上の顧客を獲得できなければ採算に合わないことになる。

既存の証券会社の多くは、ブローカレッジ業務以外の分野に重点を移さざるを得ず、資産管理業務への志向を強める証券会社も増加しよう。この分野においても、銀行、保険会社等を含む競争の

激化が予想されるため、この転換は決して容易なものとはいえないだろう。

6. 情報通信技術や金融技術の発達と金融ビジネスの変化

金融関連情報を入手し、これを整理・分析・提供する能力は、金融機関の強みの一つである。しかし、情報通信技術の発達によって、情報の伝達や処理のコストが低下し、この強みは薄れる傾向にあると考えられる。このことは、コンピュータや通信に強みを持つ企業の金融業への参入可能性を意味しているといえよう。情報サービスの提供を核とする金融仲介にかかる手数料は、今後低下傾向をたどるであろう。同時に、金融機関にとっては、これまで以上に付加価値の高い情報サービスの提供が求められることになる。

証券化やデリバティブに代表される高度な金融技術が必要とされる分野は、今や、引受業務やトレーディング業務等の投資銀行業務だけでなく、投資信託や年金ビジネスを含む様々な金融領域に広がっている。金融機関にとっては、これらの金融技術を常に向上させていかなければ、企業や個人のニーズに的確に対応し、付加価値を生み出し続けることは難しくなるだろう。

さらに、証券化、デリバティブの発達は、金融ビジネスのあり方そのものを大きく変化させている。例えば、貸付という金融サービスは、これらの技術によって、信用リスク等の評価、貸付の実行、関連する事務サービス、信用リスクの負担、市場リスクの負担といった各機能にアンバンドルすることが可能になり、信用リスクや市場リスク等は、最終的に多数の投資家に分散されることも多くなった。このように抽出された各金融サービスは、それぞれ高度に専門化される傾向にある。一方では、専門化された機能を、適宜組み替えてリバンドル（再統合）し、総合的なサービスとして提供する動きもみられる。

これまで、銀行、証券、保険等に区分されてきた各種金融サービスは、今後加速度的に融合化していくであろう。さらに、このように融合化された金融ビジネスの中で、情報伝達・処理機能に強みを持つコンピュータ、通信業者、販売機能に強みを持つ流通業者等も、そのプレゼンスを拡大させることになるかもしれない。

わが国金融機関の戦略構築においては、自社が提供している金融サービス機能について、仮想的に一旦すべてアンバンドルし、非効率、不得意な部分を切り捨て、提携等によって他社の優れた機能を取り込み、リバンドルするといった方法が、徐々に一般化する方向と思われる。

<参考文献>

- ・野村総合研究所著「ウォール街のダイナミズム」(野村総合研究所 1999年3月)
- ・沢幸悦編「金融機関の顧客保護」(東洋経済新報社 1998年8月)
- ・安田隆二、田村達也著「米銀だけがなぜ強い」(日本経済新聞社 1998年8月)
- ・永野護著「米銀リージョナルバンキング戦略事例集」(銀行研修社 1998年7月)
- ・浦田春河著「401(k)プラン」(東洋経済新報社 1998年7月)
- ・岩崎直著「メリルリンチのナンバーワン戦略」(徳間書店 1998年7月)
- ・佐賀卓雄著「メリルリンチの真実」(日本短波放送 1998年7月)
- ・Robert E. Litan, Jonathan Rauch 著、小西龍治訳「21世紀の金融業」(東洋経済新報社 1998年4月)
- ・日本証券経済研究所編「図説 アメリカの証券市場 1998年版」(日本証券経済研究所 1998年3月)
- ・久原正治著「銀行経営の革新 - 日米比較研究 - 」(学文社 1997年5月)
- ・マッキンゼー金融グループ著「新・銀行の戦略革新」(東洋経済新報社 1997年3月)
- ・日本投資信託制度研究所編「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 1997年2月)
- ・川北英隆著「第三世代の金融」(東洋経済新報社 1990年4月)
- ・Robert Lawrence Kuhn 著、佐中明雄、仁平和夫訳「投資銀行」(日経BP社 1990年9月)
- ・井手正介、高橋由人著「アメリカの投資銀行」(日本経済新聞社 1977年5月)
- ・“Managing Risk in the Foreign Exchange, Money, and Derivative Markets” Heinz Riehl : McGraw-Hill(1998)

- “ Maintaining Prosperity in an Ageing Society ” OECD(1998)
- “ Institutional Investors in the New Financial Landscape ” OECD(1998)
- “ Investment Basics and Beyond ” Neal T. Seidle , William J. Snider : the American Bankers Association(1998)
- “ The World in 2020 Towards a New Global Age ” OECD(1997)
- “ 401(k) Answer Book ” A Panel Publication Aspen Publishers(1997)
- “ Retirement Benefits in the 1990s ” KPMG (1997)
- “ 40th Annual Survey of Profit Sharing and 401(k) Plans ” Profit Sharing/401(k) Council of America(1997)
- “ The 401(k) Plan Management Handbook ” Jeffrey M. Miller , Maureen M. Phillips : IRWIN(1996)
- “ Employee Benefits ” Burton T. Beam , Jr. John J. McFadden : Dearborn Financial Publishing(1996)
- “ Managing Bank Capital ” Chris Matten : John Wiley & Sons(1996)
- “ The Future for the Global Securities Market ” edited by FIDELIS ODITAH : OXFORD(1996)
- “ PENSION FUNDS ” E. PHILIP DAVIS : OXFORD(1995)
- “ Bankers as Brokers ” Merlin Gackle : PROBUS(1994)
- “ World Savings ” edited by Arnold Heertje : Blackwell Publishers(1993)
- “ FINANCIAL CONGLOMERATES ” OECD(1993)
- “ International Banking Deregulation ” RICHARD DALE : Blackwell Publishers(1992)
- “ Restructuring the American Financial System ” edited by George G. Kaufman : Kluwer Academic Publishers(1990)
- “ The Asset Securitization Handbook ” Phillip L. Zweig , Editor : Dow Jones-Irwin(1989)
- “ The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions ” RICHARD S. BIBLER , Editor : John wiley & Sons(1989)

- “ Stocks Bonds Options Futures Investments and Their Markets ” The Staff of the New York Institute of Finance : NYIF(1987)

¹ “ Institutional Investors in the New Financial Landscape ” OECD

² The Future for the Global Securities Market ” edited by FIDELIS ODITAH

³ Robert Lawrence Kuhn 著、佐中明雄、仁平和夫訳「投資銀行」等の資料による。

⁴ シンジケート団における契約は、発行企業と幹事との間の引受契約と引受業者間の引受業者間契約を中心に構成されている。

⁵ 参加業者の取り分としてのグロス・スプレッドは、既公開会社の増資の場合で 4～6%、IPO の場合で 7%程度、また、グロス・スプレッドの配分は、幹事手数料 20%、引受手数料 20%、販売グループ（20～40 業者）に対する販売手数料 60%といった構成が一般的といわれる。日本証券経済研究所編「図説 アメリカの証券市場 1998 年版」。

⁶ このような引受が可能となった背景としては、機関化の進展や、社債流通市場の発達によって格付けに応じた利回り形成がなされるようになったこと等もあげられる。

⁷ 商業銀行による株式保有、生保会社による企業への貸付が、原則として禁止されてきたことも、米国で直接金融が主流となった重要な要因の一つと考えられる。

⁸ フィラデルフィアの金融業者ジェイ・クックが国債の販売を買ってでた。ジェイ・クックは各地の金融業者を活用して全国的な販売ネットワークを形成、新聞、ポスター、パンフレット等を通じて広く国民に販売を行ったといわれる。井手正介、高橋由人著「アメリカの投資銀行」。

⁹ 1902 年、通貨監督局は、国法に基づく商業銀行に対して、投資銀行業務の一部を、商業銀行の健全な経営を脅かす可能性があるとして禁止した。これに対して、大手商業銀行は、子会社として証券会社や信託会社を設立し、投資銀行業務を展開した。信託会社は、州法に基づいて設立され、ほとんど規制を受けることなく、商業銀行業務、投資銀行業務のほとんどすべてを営んでいた。井手正介、高橋由人著「アメリカの投資銀行」。

¹⁰ 世界最初の投資信託は1868年に英国で設立され、その後英国で発展、米国にも広まったといわれる。日本投資信託制度研究所編「ゼミナール 投資信託の商品・サービス革命」。

¹¹ クローズド・エンド型は、投資家からの要請があっても、株式の償還は行われず、株式が取引所に上場されて市場価格で売買される。

¹² International Banking Deregulation ” RICHARD DALE

¹³ 上院銀行通貨委員会の特別小委員会。

¹⁴ “ Stocks Bonds Options Futures Investments and Their Markets ” The Staff of the New York Institute of Finance

さらに、1938年には34年証券取引所法の修正法であるマロニー法が制定され、業界の自主規制団体として全国証券業者協会（National Association of Securities Dealers：NASD）が設置された。

¹⁵ 州ベースでも、1911年カンサス州に始まったブルースカイ法設置の動きが、30年代前半にはほとんどの州に波及した。

¹⁶ 投資会社法によって、投資銀行による受託資産の運用業務が禁止される等、一連の法律制定によって投資銀行の業務範囲は狭められる結果となった。

¹⁷ グラス・スティーガル法の主目的は、商業銀行の健全性確保にあり、預金者を保護するための連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation：FDIC）の設立も盛り込まれた。

¹⁸ 佐賀卓雄著「メリルリンチの真実」等による。

¹⁹ パブリック・ユーティリティー・ホールディング・カンパニー法対象の電力会社を対象とする規制。1930年代半ば頃から、一握りの投資銀行による産業支配を打ち破る手段として、競争入札制度の導入を求める声が高まっていたことを受けた措置。

²⁰ 大手の投資銀行は、競争入札制度の導入による手数料の低下を補うために、自ら最終投資家に販売する部分を拡大させた。これに伴って、引受シンジケート団における販売グループの役割は大きく低下した。この結果、政府の意図に反して、中小証券会社が大きな影響を受けることとなった。

²¹ ブライスは、当時勢力を誇った大手投資銀行の

一つ。ブライスは、1914年にチャールズ・ブライ스가、ディーン・ウィッター（ディーン・ウィッターの創始者）と共同でブライス・ウィッター・アンド・カンパニーを設立したことに始まる。1920年代にはディーン・ウィッターと分離された。

²² 一括登録制度の利用は、主として債券発行の場合に限られ、株式発行における利用は一般化しなかった。

²³ 佐賀卓雄著「メリルリンチの真実」。

²⁴ 日本のMMF（マネー・マネジメント・ファンド）とは異なる。

²⁵ CMAには、証券会社の側からみて以下のような難点もあった。毎日の残高計算、スweep機能をシステム化するために、高額の初期投資が必要になる。証券会社は、顧客の口座に一時的に生まれる余裕資金を無利子の資金として利用していたが、CMAはこのうまみのある資金を放棄することを意味していた。証券会社には小切手振出し、クレジット・カードの発行業務等が認められていなかったため、これらの業務についていずれかの銀行と提携する必要があった。

²⁶ 本稿における401(k)プラン・ビジネス等に関する意見の部分は、基本的に、米国で401(k)プラン・ビジネスを行う金融機関、プランを運営する企業等からのヒアリングによる。

²⁷ The 401(k) Plan Management Handbook ” Jeffrey M. Miller , Maureen M. Phillips

²⁸ 年金制度については、田中健司研究員「企業年金の理論的構造 - 保険理論研究会報告書要旨および論点整理 - 」(安田総研クォーター27号)に詳しい。

²⁹ 401(k)プラン類似の制度として、病院等の非課税団体や公立学校の職員のための403(b)プラン、州・郡・市職員のための457プラン等も重要である。

³⁰ 401(k) Answer Book ” A Panel Publication Aspen Publishers

³¹ その後1986年の税制改革によって、IRA（個人退職勘定）の資格要件が厳しくなったことで、401(k)プランの拡大にはずみがついた。

³² わが国では、従業員にとっての401(k)プランのメリットとして、ポータビリティ（転職時等に年金資産の移転が可能なこと）があげられること

も多い。

³³ “ 401(k) Answer Book ” A Panel Publication
Aspen Publishers

³⁴ “ The 401(k) Plan Management Handbook ”
Jeffrey M. Miller , Maureen M. Phillips

³⁵ “ Employee Benefits ” Burton T. Beam , Jr.
John J. McFadden

³⁶ I R A は、個人が税制優遇を受けながら退職資産を貯蓄するための制度である。当初 I R A は企業年金に加入できない人々のために導入されたが、1981年にはすべての稼得所得者に対象が拡大され、企業年金加入者も利用できるようになった。

³⁷ 浦田春河著「401(k)プラン」。

³⁸ Stocks Bonds Options Futures Investments and Their Markets ” The Staff of the New York Institute of Finance

³⁹ 株価は、その後も景気の持続的拡大等を背景に上昇を続けた。ニューヨーク・ダウは、1988年の約2千ドルの水準から、99年3月の1万ドル達成まで、10年余りで約5倍に上昇している。

⁴⁰ I C I (米・投資会社協会)による。

⁴¹ 1991年連邦預金保険公社強化法(FDICIA)によって、対象となる金融機関の自己資本が最低基準を著しく下回った場合には、監督当局は段階的に、より厳しい措置をとることとなった。また、預金保険料もリスクに応じて負担する保険料体系となった。

⁴² 日本投資信託制度研究所編「ゼミナール 投資信託の商品・サービス革命」。

⁴³ このルールを守ることは強制ではなく任意とされているものの、受託者責任を問う従業員からの訴訟等を回避するため、このルールに従っている企業が多いといわれる。

⁴⁴ “ The 401(k) Plan Management Handbook ”
Jeffrey M. Miller , Maureen M. Phillips

⁴⁵ 保有資産の証券化を実行する原債権者にとって、証券化には以下のようなメリットがある。

対象資産の保有に伴う信用リスク、金利変動リスク等の移転

対象資産のオフバランス化による自己資本比率

等の改善

資金調達手段の多様化

原債権者の信用力を上回る信用力による低コストでの資金調達

⁴⁶ ジニーメイ (Government National Mortgage Association : GNMA) 債の発行がこのスタートになったといわれる。

⁴⁷ 「保険リスクの証券化」については、富沢泰夫主任研究員「財産異常災害リスクのセキュリタイゼーション」(安田総研クォーターリー22号)に詳しい。

⁴⁸ “ Managing Risk in the Foreign Exchange , Money , and Derivative Markets ” Heinz Riehl

⁴⁹ チャールズ・シュワブは、90年代に入ってから、ミューチュアル・ファンドの販売を強化している。同社は、資産運用会社に棚貸しをする方法で、顧客にミューチュアル・ファンドを販売している。これは、資産運用会社が自社のミューチュアル・ファンドをシュワブに扱ってもらい、実際に販売された分に相当する手数料をシュワブに支払う仕組みである。

近年、シュワブは、保険販売を開始しており、現在では株式、ミューチュアル・ファンド、保険商品等幅広い金融商品を、インターネット等を通じて販売している。

⁵⁰ 5千株までの上場株式の成行き注文についてこの手数料が適用された。当時、チャールズ・シュワブの最も安いサービスの手数料が1件当たり39ドル、通常サービスは55ドルであったといわれる。日本証券経済研究所編「図説 アメリカの証券市場 1998年版」。

⁵¹ クレディ・スイス・ファースト・ボストンによる推計。

⁵² スプリングストリート社。

⁵³ 金融制度改革に関する議論については、中村岳研究員「アメリカにおける金融制度改革と金融サービス法案 H . R . 10 - 保険業務を中心とした分析 - 」(安田総研クォーターリー26号)に詳しい。

⁵⁴ Robert E. Litan , Jonathan Rauch 著、小西龍治訳「21世紀の金融業」。

⁵⁵ 証券投資信託協会による。