



慶應義塾大学ビジネス・スクール

プロスペクト・インベストメント・ ジャパン株式会社

1997年より日本では金融ビッグバンが始まった。外為法の改正、銀行におけるペイオフ 10
解禁、確定拠出型年金の導入などがプランとして打ち出され、1400兆円にも上る日本の個人
金融資産の動向には世界中の金融機関が注目していた。米国のプロスペクト生命もその
一つであった。

プロスペクト生命保険 15

プロスペクト生命は、米国コネチカット州ハートフォードに本社を持つ、1860年設立の
中堅生命保険会社である¹。米国東部から中西部を地盤とし、一般個人向け生命保険を主力
商品としている。

この10年ほどプロスペクト生命は個人富裕層向け資産運用業務に注力してきた。米国の
個人富裕層は財産の運用を多様化させており、特に株式投資信託などにより、リスクをと 20
りつつ、より大きな運用収益を狙うスタイルが一般化している。また、満期で受け取った
生命保険金を引き続き運用する場合にも投資信託などへと資金を振り向けることが多くな
っている。プロスペクト生命はこうした流れを捉え、自社生命保険商品にかわるべきもの
として、資産運用子会社プロスペクト・インベストメント・アドバイザーズ (PIA) を運
営し²、同社を通じて株式投資信託をはじめとする運用商品³を提供している。 25

プロスペクト・インベストメント・ジャパン (PIJ)

プロスペクト生命では開業以来初の海外展開として、日本進出計画を2000年初より進め
ていた。日本では金融ビッグバンを機会に投資信託などのウェイトが大きく高まり、米国
のような運用アドバイスサービスがすぐにでも必要になると見こんだからであった。米国 30

1 総資産200億ドル(約2兆5000億円、1999年12月期)。

2 受託総資産520億ドル(約6兆5000億円、1999年12月期)。

3 PIAの運用商品については巻末資料1参照。

市場での競争が一段落し、これ以上の収益基盤の拡大が米国内に求められないプロスペクトにとって、PIAの投資信託販売先として日本市場は大変魅力的であった。

2000年4月、PIAの日本現地法人「プロスペクト・インベストメント・ジャパン株式会社(PIJ)」を1年後に開業することが正式に決定した。日本の大手証券会社で銀行や生命保険向けの営業を担当していた岩田昌幸はプロスペクト生命にスカウトされ、PIJ設立を任せられた。プロスペクト生命本社からはPIJ設立資本金として2億円が準備された。

日本市場へのアプローチ

さっそく岩田は日本市場について詳細な調査を行った。その結果、以下の理由から日本の個人は以前にもまして投資信託運用に懐疑的となっており、プロスペクト生命本社当初の見込みと異なり、銀行・郵便局での預貯金へのシフトが一層進んでいることがわかった⁴。

- ・ この10年来、日本の株価が下がりつづけており、投資家は株式市場に失望していること
- ・ 大手企業を中心に持ち合い株式の売却が進められており、今後株価をさらに押し下げることが確実なこと
- ・ 大型企業倒産の影響から債券投資信託の元本割れが発生し、投資家が損害を被ったこと

郵便貯金がペイオフ解禁対象から外れたこともこの流れを促した。従って、今後しばらくは引き続き日本の金融資産が銀行、郵便局、生命保険会社、年金基金（以上を総称して「機関投資家」という）に集中し続けることは明らかであり、PIJとしてはこれら機関投資家の資産運用を対象としてビジネス展開するべきである、と岩田は結論づけた。

岩田はこれらをプロスペクト生命本社の担当役員、ティム・ダンハムに報告した。ダンハムは「日本固有の事情であるならば、PIJの立ち上がりにおいて機関投資家中心のビジネス展開となることは止むを得ない。しかし将来的には個人投資家のニーズに応えられるように体制づくりをするべき」とのコメントを寄せた上で、これを了承した。

業態の選択

対象とする顧客を機関投資家と定めると、次に検討すべきことはPIJの業態であった。資産運用業務を営むにあたっては金融当局への登録や認可が必要となるが、業態によって規制法が異なるため、岩田は慎重に判断しなくてはならなかった。

2000年10月下旬、岩田はPIJの業態について最終的に決断する時期を迎えていた。当局の登録や認可には3ヶ月から4ヶ月ほどかかるため、2001年4月の開業に間に合わせるには、必要な手続き書類を遅くとも11月までには提出しなくてはならないからである。

4 巻末資料2参照

PIJが日本で機関投資家向けのビジネスを展開する上での選択肢は次の3つである。

イ. 証券会社－現在米国で販売されているPIAの投資信託をPIJが持ち込んで日本国内で販売する（「証券取引法」と「外国証券業者に関する法律」によって規制）

ロ. 投資信託委託業者－PIJが米国株式や米国債券に投資を行う投資信託を日本国内で設定する。日本国内で投資家を募集し、集まった資金をPIJからの委託を受けてPIAが運用する（「投資信託及び投資法人に関する法律」によって規制）

ハ. 投資顧問業者－PIJは投資家と投資一任契約を結び資産の委託運用を行う。運用手段は主として米国株式や米国債券とし、PIJはこの契約内容に沿ってPIAへと運用再委託を行う（「有価証券に係る投資顧問業の規制等に関する法律」によって規制）

もし二つの業態にわたるビジネスを展開しようとする場合は、まず何がしかの業態で開業した後に「兼業申請」を当局に行い、認可を得る必要がある。この認可手続きは事実上、別の業態の登録認可を改めて取ることと同じであり、相当な時間がかかることを覚悟しなくてはならない。

岩田は営業の観点から各業態の長所と短所をまとめた次の表を再びながめた。

	イ. 証券会社	ロ. 投資信託委託業者	ハ. 投資顧問業者
長所	<ul style="list-style-type: none"> 外国投資信託、国内投資信託を販売できる 流動性が高い商品を扱う 	<ul style="list-style-type: none"> “ストック”のビジネス＝投信残高に対して手数料収入が発生するので、解約されない限り定期的に収入がある 商品流動性が比較的高い 	<ul style="list-style-type: none"> 主に機関投資家向け “カスタム・メイド”＝各顧客に異なるサービスを提供 “ストック”のビジネス＝運用残高に対して手数料収入が発生するので、解約されない限り定期的に収入がある
短所	<ul style="list-style-type: none"> “レディ・メイド”＝自身で商品設計できず、すでに規格化された商品しか提供できない “フロー”のビジネス＝売買手数料収入なので、定期的収入がない 	<ul style="list-style-type: none"> 主に個人投資家向け 一人の顧客だけを対象として投資信託を設定できない 複数顧客を対象にするので商品設計の弾力性に限界がある 独力で投資家募集に限界あり、通常は証券会社の助けが必要 	<ul style="list-style-type: none"> 独力で投資家へアプローチしないとならない 商品流動性が低い

投資顧問会社

岩田は熟慮の結果、投資一任契約に係る投資顧問業の申請を行うこととし、11月初旬、了解をとりつけるべく、本社へ出張しダンハムに説明を行った。投資顧問業を選ぶ理由は次の通りである。

- ・ 投資顧問の収益は受託資産残高に連動しており、いったん資産運用を受注すると比較的長い期間にわたり安定した収益が確保できると思われること。 5
- ・ 運用手法の弾力的対応がしやすいこと。日本の機関投資家は各々厳格な社内運用ガイドラインを有しているため、既往の投資信託といった規格化された商品では対応できず、運用手法を取引先ごとに変える必要がある。
- ・ 高齢化社会の到来により機関投資家のなかでも特に厚生年金基金に資金集中が起きているが、厚生年金基金では近時、米国株式での運用に注目していること。厚生年金基金からのビジネス受注には投資一任運用契約しか方法がない。 10

この説明に対してダンハムは、「PIAの投資信託を将来日本の個人投資家に販売することを考える以上、投資信託委託業者か証券業者の申請を行うべき」と反対してきた。

これに対して岩田は日本の法的制約及び市場環境の説明を繰り返すと共に、単一の投資家だけを対象にした投資信託の設定は法律上できないため、全ての機関投資家の運用条件に合致した投資信託を設定することは現実的に困難であることを強調し、ダンハムを説得した。 15

ダンハムはPIAの投資信託を販売できないことに不満ではあったが、機関投資家向けビジネス展開上、投資顧問業は適切であると結論づけ、最終的に了解した。 20

岩田は帰国すると、法律事務所と協働して、11月中旬に金融当局に認可申請書を提出、2001年2月下旬に無事認可がおりた。その間、4名のスタッフ（営業担当者2名、業務管理担当者1名、総務担当1名）を新たに採用して2001年3月、PIJは開業へとこぎつけた。

第一号案件

2001年6月下旬、PIJは大手機関投資家であるZ生命保険会社から30億円の米国株式運用受託に成功した⁵。Z生命がPIJでの運用にあたり提示した運用条件は次のとおりである。なおZ生命は社内ガイドラインによりこれらが規定されているため、この条件についての変更の余地は無いと岩田に説明している。岩田はPIAが弾力的に対応できると考え、これを了解する方向でPIAに連絡を取ることにした。 30

＜Z生命運用条件＞（Z生命提出資料より）

⁵ Z生命がPIJへ支払う運用手数料は運用資産残高に対して年率60ベースポイント（0.60%）で、ここから半分の30ベースポイントがPIJからPIAに再委託運用手数料として支払われることになる。

1. 運用の対象となる資産および取引

資産および取引の種類	通貨（注1）	その他
資産 米国上場株式	米ドル	投資基準については下記2. 参照
取引 為替取引	米ドル/日本円	用途制限（注2）

5

（注1）資金の受払い、および受払いの金額の計算に用いられる通貨。

（注2）外国株式の運用（購入、売却および配当の受入れ）に伴うもの及び本運用における為替リスクヘッジ以外の為替取引は、Z生命の書面による同意がなければ行うことができない。

10

2. 投資基準

投資対象となる外国株式は、米国証券取引所に上場されている米国普通株式とする。非上場株式及びADRは投資対象としない。

上記普通株式はMoody'sもしくはStandard & PoorsにおいてダブルAまでの財務格付けのものとする。Moody's及びStandard & Poorsにおいて格下げとなり上記格付けを下

15

回った場合、1ヶ月以内に売却することとする。
為替ヘッジは原則、投下元本円貨額の8割に対して、1ヶ月のドル売り・円買いのフォワード取引を行う。

3. 運用ベンチマーク、運用報告

Standard & Poors社が公表する「S&P 500」指数とし、これを円貨年率で2-3%上回

20

る運用成績をめざすこととする。
運用報告は為替取引を加味した円貨建てのものとする。

4. 同一発行体の組入れ限度

同一発行体株式の円貨時価額は、外国株式円貨時価総額の100分の5以下とする。投資格付けが上記2. で定めた最下位となる同一発行体株式の円貨時価総額は、外国株式円貨

25

5. 株式取引の制限

株式の取引は、取引の約定日と、当該取引の受渡日がそれぞれ同一の投資顧問報酬の報酬計算期間に属することとなる場合に限り行うことができる。

30

PIA社からの回答

岩田は早速PIAの米国株式運用担当者であるマイケル・ライアンに連絡を取り、上記条件の説明を行った。ライアンの手法で運用する投資信託は米国内では「Oak Forest」という名称で販売されていた。

ライアンは新規顧客であるZ生命の運用受託には喜んだものの、上記運用条件について

35

は次の点で難色を示した。

- ・ 為替取引はPIAでは一切扱っていない。PIAには為替取引担当者もいないし、為替取引を取り扱うシステムもない。したがってPIAでは運用成績についてはドル建ての運用成績しか報告できない。
- ・ Z生命の社内ガイドラインではなく、PIAのガイドラインに従ってもらいたい。実 5
際のところ、Oak Forestと全く同じポートフォリオ内容にしてもらわないと、運用しづらい。例えばADRを組み入れないと運用成績をあげられないし、新規公開株式についての購入についてもOak Forest同様、認めてもらいたい。
- ・ ベンチマークを上回る確約はできないし、まして努力目標であったとしても「2- 10
3%」と示されると、運用手法を変えてでも達成しろといわれているのと同じ。運用の自由度が大きく下がるので、この文言は契約書からは撤回してほしい。
- ・ 株式取引日と受渡日とが同じ期に属するように取引を制限すると、期末日前に投資の機会を損ねることになるので、これをはずしてほしい。Oak Forestにはこのような規制はない。

ライアンは「Z生命の30億円だけ別の扱いにはしたくない。Oak Forestと一体で運用す 15
ることで事務上のミスも防げる。むしろZ生命にOak Forestを購入させればよいではないか。今までアメリカ国内の顧客ではこのようなケースはない」という主張であった。

これに対し岩田は

- ・ 日本の機関投資家には各社運用ガイドラインがあり、これを守れない投資顧問業者は運用受託をさせてもらえない。ゆえに今回のZ生命についても当社条件どおり運 20
用してもらいたい
- ・ 為替取引についてはPIJが信託受託銀行と話し合っ、東京サイドで処理することで検討するが、日本の投資家には円建てでの運用成績が重要なのであり、為替については重要検討事項と思ってほしい
- ・ PIJは投資顧問業者なのでZ生命にOak Forestを販売することが法的にできない。 25
また、Z生命には、投資信託を購入する選択肢は全く無い
と伝え、ライアンに譲歩するよう説得を試みた。

しかしライアンは「なぜOak Forestと同じ運用条件にできないのか。できないのならば運用成績の責任は取れないので、この運用は出来かねる」と難色を示し続けた。

岩田とライアンの議論は平行線をたどった。ライアンが最後に「私は運用担当者に過ぎ 30
ない。プロスペクト生命として戦略的にZ生命の運用について扱うことにするならば、本社担当役員に決めてもらわないと私の権限ではどうにもならない」と述べるに至ったことから、本件はPIJ担当役員のティム・ダンハムへと廻され、プロスペクト生命本社の役員会まで持ち越されることになった。すでにZ生命からの受託を示されて3週間以上が経ち、7月も下旬にさしかかっていた。 35

本社役員会の決定

7月末に開かれた本社役員会では、議論がかなりあったものの、ダンハムの説得もあり、

- ・ 本案件はPIJの第一号案件であると同時にプロスペクト生命海外進出のパイロット・ケースであること
- ・ 機関投資家の案件であることから一件あたり受注金額が30億円と大きいこと

に鑑み、今回はZ生命の運用条件に従って運用することが決定された。ただし、PIA本社システム上の制約により、運用成績はドル建てのものしか作成できないことが確認されたため、PIJは円貨建てでの運用報告書作成を外注することが必要となった。

ダンハムは岩田に役員会での決議を上のように伝えたあとで、口調を改め、次のように語った。

「PIJの成否について本社は注目している。しかし、PIJだけをプロスペクト生命そしてPIAにとって特別な存在にはしたくないという点で本社は一致している。」

そして、以下の指示を岩田に与えた。

- ・ 今後、PIAの運用方針を顧客に十分に説明し、了解してもらうこと。
- ・ PIAの運用方針に従わない顧客からの受託はできる限り避けること。また顧客の運用条件がPIAと異なる場合は、成約前に本社の許可を必ず取ること。
- ・ 為替取引についてPIAは一切行っておらず、今後も検討していない。システムも為替に対応させることは考えていない。したがって日本顧客に対してもドル建ての運用成績を見てもらうよう、説得すること。
- ・ 機会をみてPIAの投資信託販売チャンネルを日本の証券会社と作ること。

苦情

本社決定を受け、PIJでは契約書（Z生命とPIJとの間の投資運用契約書並びにPIJとPIAとの間の運用再委託契約書）の作成と調印を行い、受託決定から6週間後の8月中旬、ようやくZ生命の運用は開始された。

運用開始当日、Z生命から岩田に電話が入った。「PIJ初の仕事とはいえ、あまりにも準備に時間がかかりすぎではないか。おかげで投資タイミングを逸したと言わざるを得ない。このことはおおいに反省していただきたい」との苦情であった。岩田はすぐにZ生命を陳謝のために訪問した。

次の展開

Z生命への訪問から戻った岩田は、今後もこのように機関投資家をターゲットにしてPIJのビジネスを展開すべきか、悩み始めていた。ダンハムからの先の指示の一方で、日本では次の状況が進んでいたからである。

- ・ 日本株式市況の不振により、この下期（2001年10月－2002年3月）には、より多く

の機関投資家が米国株式運用に乗り出すとの調査結果が業界誌で発表されている。

- ・ 機関投資家の運用条件は一層厳しくなっており、弾力的対応ができない投資顧問業者はたとえ大手であれ、受注ができなくなりつつある。また、運用条件を厳格に守れなかった投資顧問業者には運用資産の減額や解約が行われている。
- ・ 機関投資家の運用管理手法が高度化しており、投資顧問業者にもとめられる円貨建て報告書の内容もかなり詳細なものへと移行している。
- ・ 個人投資家の株式や投資信託離れが一層すすんでおり、郵便貯金が順調に残高を伸ばしているとの報道がなされている。
- ・ 外資系大手の投資顧問業者や投資信託委託業者が、採算に合わないとの理由から日本からの撤退を開始した。特に日本の個人投資家にターゲットを絞ってきたところが大幅な業務縮小や本邦系大手への全面的営業譲渡を行っている。

巻末資料

資料1. プロスペクト・インベストメント・アドバイザーズ (PIA) の提供する運用商品 (投資信託)

商品名	運用手法	運用残高 (十億ドル)
Woodwinds	債券セクター分散	20
Serena	大型成長株式	18
Oak Forest	大型バリュー株式	12
Hope Star	小型バリュー株式	1
Zeta	市場中立型ヘッジ・ファンド	1

資料2. 日本における個人金融資産の構成 (%、2000年9月末、日本銀行調べ)

商品名	日本	比較 - 米国
預貯金	54.2	10.1
債券	4.2	11.9
投資信託	2.4	34.9
株式	7.4	31.7 (注)
保険、年金積み金	28.0	2.3
その他	3.7	

(注) 確定拠出型年金プラン (いわゆる401kプラン) を含む。同プランの主な資産配分先は投資信託となっている。

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

sample

不 許 複 製