

米国企業経営者向けの多様な「自社株管理サービス」

沼田 優子

要 約

1. 米国のプライベート・バンクや証券会社は近年、自分の金融資産に占める自社株比率の高い経営幹部に対し、この自社株をいかに管理していくべきか、というアドバイスを充実させつつある。
2. 一般に、ポートフォリオに占める特定の銘柄の比率は 5%を超えるべきでないというが、新規公開やストック・オプション等により、金融資産に占める自社株比率の高い経営者層が増えている。実際、平均的な経営者層の金融資産の 34%は自社株が占めるとの調査もあり、このミスマッチから生じる問題にいかに対応していくかということに、関心が高まっているのである。
3. 金融機関は、このような企業経営者層に対し、「自社株管理サービス」の一環として、①資産保全サービス（プット・オプション等）、②流動性付与サービス（証券担保ローン、10b5-1 プラン等）、③分散投資サービス（エクステンジ・ファンド等）を提供している。加えて、企業の経営幹部は、証券取引に大きな制約が設けられる内部者（インサイダー）でもあることが多いため、金融機関は、内部者の取引報告書等の提出支援サービス等も提供している。
4. IT バブルの崩壊後、自社株の大暴落が現実のものとなり、また企業改革法（サーベンス・オクスレー法）の制定等を経て、経営者層の投資行動が注目されるようになったことも、こうしたサービスに対するニーズの拡大を後押ししている。

I. 広まる「自社株管理サービス」

1. 「自社株管理サービス」とは

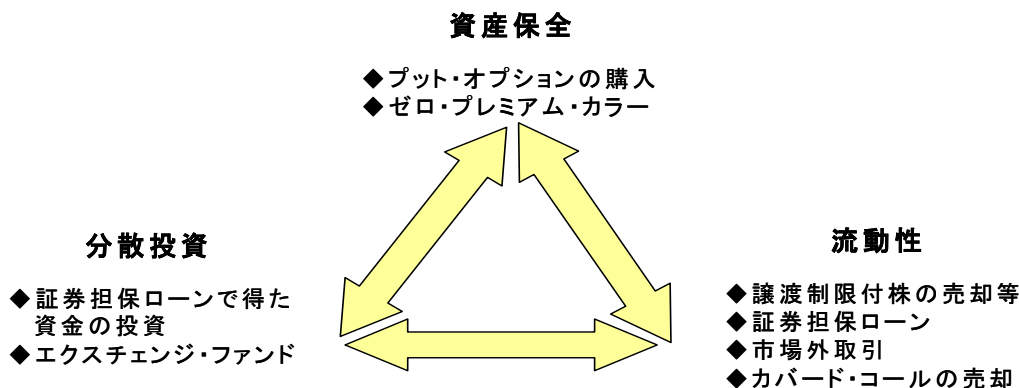
過去数年、米国のプライベート・バンクや証券会社は、自分の金融資産に占める自社株比率¹の高い企業オーナーや経営幹部に対し、この自社株を売却しにくい場合、いかに管理していくべきか、というアドバイスを充実させている。このような「自社株管理サービス」を、メリル・リンチでは「集中銘柄サービス（Concentrated Stock Services）」と呼んでいる。またスミス・バーニーやバンク・オブ・アメリカでは「株式リスク管理（Equity Risk Management）」、チャールズ・シュワブ

では「経営幹部向けサービス（Executive Services）」と銘打って、同様のサービスを提供している。

2. 背景

一般に、ポートフォリオに占める特定の銘柄の比率は 5%を超えるべきでないと言うが、近年は、新規公開やストック・オプション等により、個人金融資産に占める自社株比率の高い経営者層が増えている。実際、平均的な企業幹部の金融資産の 34%は自社株が占めているとの調査もあり、このミスマッチから生じる問題にいかに対応していくかということに、関心が高まっている²。実際、大手上場企業の企業幹部に対する別の調査では、自

図表1 「自社株管理サービス」の3つの機能



(出所) www.Smithbarney.com

社株に対する懸念の第一が株価の下落（88.7%）で、第二が分散投資の欠如（37.6%）であった³。

証券会社も、このような現役経営者層が、いわゆる富裕層顧客の中で増えつつあることに気づき始めた⁴。そこで、伝統的プライベート・バンク等に対抗する手段の一つとして、証券会社としての本領を発揮しやすい一任勘定やオルタナティブ投資等に加え、この「自社株管理サービス」を充実させることで、差別化を図ろうとしているのである。

3. 「自社株管理サービス」の全体像

「自社株管理サービス」の機能は、主に3つに分類できる（図表1）⁵。①デリバティブ等を活用した資産保全機能、②自社株担保ローン等を活用した流動性供与機能、③エクスチェンジ・ファンド等を活用した分散投資機能、である。これらの機能は、例えばゼロ・プレミアム・カラーで、原証券の株価変動リスクをヘッジしておきながら、これを担保にローンを組み、そのキャッシュで分散投資を行うというように、組み合わせで提供されることもある。

また経営者層は、通常、内部者（インサイダー）でもあり、自社株の取引手法やタイミング等に関して、留意しなければならないことも多い。そこで、「株式型報酬関連サービス」等の名称で、自社株の売却支援、10b5-1プラン（株式自動売却プラン）、内部者に対する取引報告支援サービス等を提供する金融機関もある。

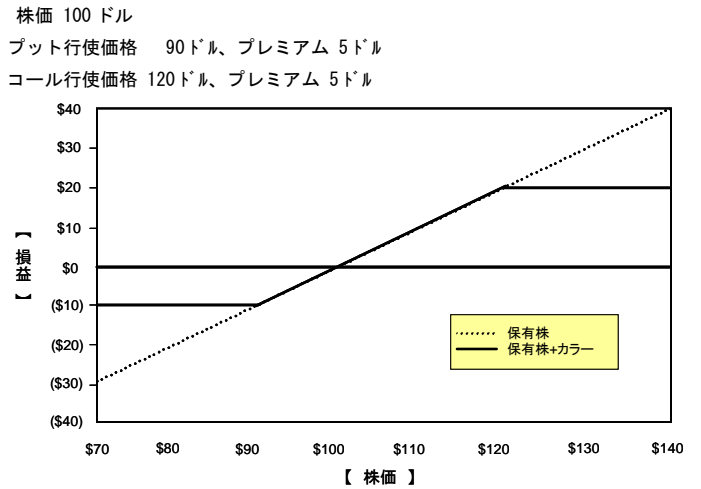
営業マンに対するアンケート調査では、自社株のリスクを分散しようとする場合は、「売却する」と答えた者が圧倒的に多い⁶。ただ実際には、①持株比率を下げたくない、②譲渡制限がある、③内部者であるため、取引制限が厳しい、④取得価格が著しく低く、売却するとキャピタル・ゲイン課税の負担が大きい、⑤キャッシュが必要な時が、保有株式の売り時とは限らないため、タイミングをずらしたい、等の理由により、売却が難しいことも少なくない。そこで大手証券会社の営業マンを中心に、借入等の他の手法も活用されるようになりつつある（図表2）。

図表 2 自社株のリスク分散手法

| | 大手証券会社 営業マン (34.1%) | 地方証券会社 営業マン (30.4%) | 独立系外務員 (35.5%) | 合計 |
|-------------|---------------------------|---------------------------|-------------------|-------|
| 売却 | 99.1% | 93.6% | 88.6% | 93.7% |
| 借りる | 93.4% | 85.6% | 72.6% | 83.7% |
| ヘッジ | 68.2% | 54.3% | 36.5% | 52.8% |
| エクステンジ・ファンド | 62.6% | 60.1% | 32.4% | 51.1% |
| 信託等を活用した寄付等 | 43.1% | 39.4% | 47.5% | 43.5% |
| 私的個人年金 | 0.9% | 0.0% | 0.5% | 0.5% |
| タックス・シェルター | 0.0% | 0.0% | 1.4% | 0.5% |

(注) 618 人の営業マンに対するアンケート調査
(出所) Hannah Shaw Grove and Russ Alan Prince
"The Creativity Gap" *Registered Representative*, January 1, 2004

図表 3 ゼロ・プレミアム・カラー



(出所) Thomas J. Bozar, Esq., and Lawrence Hawkins, "Stock Concentration Risk Management Strategies" *The Monitor*, Nov / Dec 2003

II. 「自社株管理サービス」の詳細

1. デリバティブ

従来から、プライベート・バンク等は、資産保全目的でデリバティブを活用していた。しかし JP モルガン・プライベート・バンクの幹部は、同時多発テロ事件やエンロン事件以降、自社株のヘッジ手法に対する顧客の関心が、飛躍的に高まったと指摘する⁷。バンク・オブ・アメリカでも、2001年2月に開催したウェルス・マネジメント・セミナーは、同社のデリバティブのノウハウの披露が目的であったと言う⁸。

シカゴ・オプション取引所 (CBOE) の富裕層向け資料では、ヘッジ手段として、プット・オプションの購入や、エクイティ・カラー等を紹介している⁹。

カラーは、プット・オプションの購入と、コール・オプションの売却ポジションの組み合わせである。中でも購入プレミアムと売却プレミアムを同額にして、追加的なコストがかからないようにする「ゼロ・プレミアム・カラー」は、頻繁に利用されているようであ

る (図表 3)。

また、自社株を保有したままで、配当の他に追加的な収入を得る手段としては、カバード・コールの売却がある。株価上昇時のキャピタル・ゲインは限定されるが、プレミアム分が収入となるからである。

そこでメリル・リンチは、2004年11月9日、カバード・コールの一任運用を行う ROMS (Rampart Options Management System) を導入したと発表した。これは、オプション運用サービスを提供する投資顧問会社ランパート社が開発したシステムである。このシステムは、顧客が設定した年間目標キャッシュ・フローもしくは目標株価を前提に、コール・オプションを売却し、その後も市場動向に応じて、より最適なオプションに入れ替えていく仕組みとなっている (図表 4)。

このようなサービスは、従来は機関投資家が対象となるが、メリル・リンチはこれを、時価総額 100 万ドル以上もしくは 2.5 万株以上の自社株を保有する経営者層に、提供し始めた。このサービスを利用すると、自社株は、時価の 2~6% 相当のキャッシュ・フローを生むという。運用手数料は残高によるが、最

図表 4 ROMS の事例

※IBM を 18,500 株保有×108ドル=1,998,000ドル

| | 取引1 | 取引2 | 取引3 | 取引4 | 取引5 | 取引6 |
|-------------------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 月日 | 4月12日 | 10月11日 | 1月18日 | 4月15日 | 7月12日 | 10月16日 |
| 株価 | \$108.00 | \$103.00 | \$115.00 | \$105.00 | \$97.00 | \$101.50 |
| 購入オプション(a) | | 10月限 \$105のIBMを35単位 | 1月限 \$100のIBMを30単位 | 7月限 \$115のIBMを60単位 | 7月限 \$105のIBMを37単位 | 10月限 \$95のIBMを22単位 |
| 価格(b) | | \$0.97 | \$15.35 | \$2.36 | \$0.15 | \$6.67 |
| 売却オプション(c) | 10月限 \$105のIBMを35単位 | 1月限 \$100のIBMを30単位 | 7月限 \$115のIBMを60単位 | 7月限 \$105のIBMを37単位 | 10月限 \$95のIBMを22単位 | 4月限 \$100のIBMを28単位 |
| 価格(d) | \$7.95 | \$7.20 | \$7.45 | \$6.08 | \$6.95 | \$7.58 |
| キャッシュプール \$ ((c×d-a×b)×100の累積=e) | \$27,825 | \$46,030 | \$44,680 | \$53,016 | \$67,751 | \$74,301 |
| キャッシュプール % (e÷1,998,000) | 1.39% | 2.30% | 2.24% | 2.65% | 3.39% | 3.72% |

(出所) www.rampartservices.ml.com

高年間 50 ベーシス・ポイントで、顧客はこの他、オプション手数料も支払う。なおメリル・リンチはランパート社から紹介料を受け取る。

このように、現在は、ヘッジ目的に加えて運用目的の取引が増えたこともあり、富裕層部隊におけるデリバティブ業務は順調に拡大しているようである。例えば、シティグループのプライベート・バンクのデリバティブ取引を含むトランザクション収入は、2003 年に過去最高の 5.39 億ドルを計上し、同部門収入の 27% を占めたという（2000 年は 21%）¹⁰。

2. ローン

従来から米国証券会社は、信用取引の他にも、証券総合口座に付随するような形で富裕層に対し、ローンを提供してきた。また近年は、住宅ローンや事業者ローン等、より一般的なローンを提供している証券会社もある¹¹。

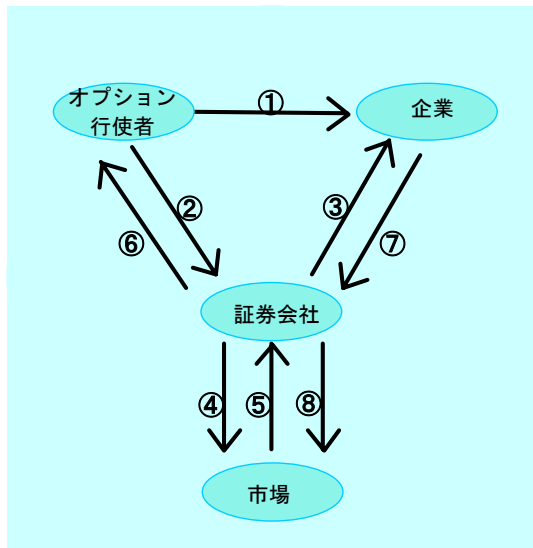
自社株に関して言えば、これを担保として、①一般消費のための資金を調達する場合、②分散投資を行うための資金を調達する場合、等がある。例えば 100 万ドル相当の譲渡制限付き株式を保有するハイテク企業の経営者は、これを担保に 50 万ドル借り入れ、内 30 万

ドルで他の株式や債券への分散投資を行い、残りの 20 万ドルで別荘を購入することができる¹²。一般的なローンと比べた証券担保ローンの魅力は、①無担保ローンと比べて金利が低い、②案件ごとの事前審査が必要ない、③返済スケジュールが柔軟、④投資収益と損益通算すれば支払利息は所得控除ができる¹³、等であると言われている。

この他、ストック・オプションを行使する際の信用供与も、証券会社と関わりが深い。例えば、①ストック・オプションを行使して株券を受け取り、②これを市場で売却して売却益を得るまでの間、企業や証券会社が、行使資金をローンとして貸し付けることがある。また、①と②の取引を同時に行い、その間（4 営業日程度）の信用供与を企業や証券会社が行う「キャッシュレス・オプション・エクササイズ・プログラム」も一般的に活用されてきた（図表 5）¹⁴。

ところが、2002 年企業改革法（サーベンス・オックスレー法）402 条は、企業による経営幹部への、個人ローンの形態での信用供与やそのアレンジを禁止した。当時、破綻したワールドコム（WorldCom）の経営者が、株式購入のために自社から 4 億ドル以上も借りていた事実が発覚したこと等が背景にある。

図表5 キャッシュレス・オプション・エクササイズの仕組み



- ① オプション行使者が企業に対し、オプション行使の意思を伝え、株式を証券会社に送るように指示する。
- ② オプション行使者は、証券会社から行使資金を借り入れる。また証券会社に対して、行使された株式の売却と、企業への行使資金の送金を指示する。
- ③ 証券会社は企業に行使資金(+源泉徴収税)の支払いを行う。
- ④ 証券会社は株式を売却。
- ⑤ 売却代金は証券会社に送金される。
- ⑥ 証券会社はオプション行使者に売却代金－行使資金(－源泉徴収税－コミッション－ローン金利)を支払う。
- ⑦ 企業は証券会社に株券を送る。
- ⑧ 証券会社は株券を購入者に送る。

(出所) Bruce R.Ellig, *The Complete Guide to Executive Compensation* McGraw-Hill, 2002

※②に代わる信用供与形態

- (1) 企業がオプション行使と同時に株式を放出するが、その代金は決済日まで受け取らない。
- (2) 証券会社が、オプション行使日に、自社で在庫として抱える株式を市場で売却し、後に企業から株式を受け取る。

同条項は文言の定義を明確にしなかったため、「ローン」や「アレンジ」の解釈をめぐって混乱が生じた。例えば上記のプログラムにおいて、実際に信用供与を行うのが証券会社であっても、企業が取引証券会社を指定する場合、企業の「アレンジ」と見なされるのではないかと、といった具合である。

結局、現在の実務家の一般的な見解は、企業によるオプション行使資金用のローンの提供は禁止であるが、キャッシュレス・オプション・エクササイズ・プログラムは、タイプによっては認められるということのようである¹⁵。しかし企業によっては、法解釈が明確になるまで、同プログラムの提供自体を中止したり、取引証券会社を、経営幹部に自ら選ばせたりする等の対応策を取るようになったとの指摘もある¹⁶。

3. 10b5-1 プラン（株式自動売却プラン）

10b5-1 プランとは、内部者（インサイダー）でもある経営幹部が、売却計画を事前に設定し、定期的、自動的に自社株を売却するプランを指す。「今後□ヵ月にわたり、合計◇株に達するまで、毎週○曜日に△株を売却する（ただし時価が×ドル未満の場合は見送り）」といった具合である。この他、「内部者の子供の学費の納入期限の1月前に、その学費相当の金額を売却する」といった算定方式を定めたプラン、価格や株数、日時等の裁量を内部者ではない第三者に与えるプランもある¹⁷。

同プランは、2000年にSEC（証券取引委員会）が採択した規則10b5-1が設立根拠となっている。

1934年証券取引所法10条B項及び規則10b-5は、一般的な詐欺禁止規定であるが、米国の裁判所はこの規定に基づき判例を蓄積して、いわゆる内部者取引を規制してきた¹⁸。

この規制は内部者が、重要な未公開情報に「基づき (on the basis of)」、証券取引を行うことを禁止している。しかし、この「基づき」は、これらの情報を「保持していることを知りながら (knowing possession of)」を意味するのか、「利用して (used)」を意味するのかで、意見が分かれていた¹⁹。そこで規則 10b5-1 は、この文言の定義を明確にし、売買を行う時点で重要な未公開情報を「認識した上で (was aware of)」取引を行う場合は、未公開の重要事実「に基づいて」いるとした。

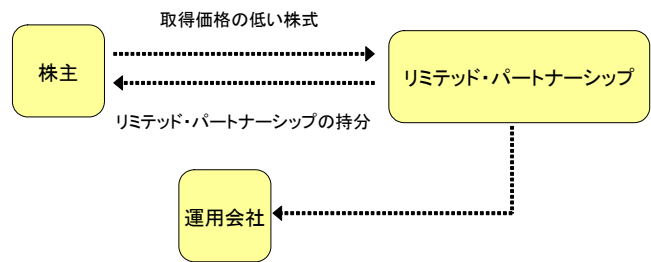
しかし同規則はその一方で、売買を行う者が、重要な未公開情報を知る前に、①取引を行う契約を結び、②他者に証券売買を指示し、③証券取引を行うための書面によるプランを作成し、当該契約やプランが、①売買株数、価格、売買日等を明示していること、②売買株数、価格、売買日を決める書面による算定式を明示していること、③売りか買いか、売買時期、方法などに関して、当該内部者に影響を与えさせないこと、等を示すことができれば、重要な未公開情報に「基づいて」取引したことにはならない、とした。

従来、内部者が自社株を取引する機会は、法規則とそれ以上に厳しい社内規則により、著しく制限されていた²⁰。例えば、実質的には、経営幹部は決算発表後の「ウィンドウ・ピリオド」と呼ばれる一定期間しか売買ができない、としている企業も少なくない。しかし、10b5-1 プランが設立できるようになったことにより、内部者の取引機会は、広がったと受け止められているようである²¹。

4. エクステンジ・ファンド

エクステンジ・ファンド (exchange funds) は、複数の経営幹部が、自社株をファンドに拠出する代わりに、そのファンドの持ち分を保有する仕組みとなっている (図表 6)。

図表 6 エクステンジ・ファンドの仕組み



(出所)Thomas J. Boczar, "Stock Concentration Risk Management After TRA '97" *Trusts & Estates*, March 1998

引き出し時には、持ち分に応じた多様な株式のバスケットを受け取り、このバスケットを構成する銘柄を売却するまで、キャピタル・ゲイン課税は繰り延べられる。

これらのファンドは、一般的なインデックス連動型の投資信託のように、S&P500等の指数に連動するパフォーマンスを目指すことが多い。ポートフォリオが構築された後は、パッシブ運用を行い、銘柄の入れ替えは極力避けるため、最初にどの銘柄を受け入れるかが重要となる。手数料は、購入時の販売手数料 (2%程度) と毎年徴収される運用手数料等 (0.65~0.80%程度) からなる²²。

エクステンジ・ファンドは 60 年代より組成されており、当初は一般投資家も利用できた。しかし、度重なる税法改正等を経て、富裕層に限定されたサービスとなり、90 年代の IT バブル期に広まった。

このファンドは、いわゆるプライベート・エクイティ・ファンドと同様、リミテッド・パートナーシップ等の形態²³を取ることが多い。また、証券法上の登録要件の適用除外とするために、投資家は、運用資産 500 万ドル以上等の要件を満たす適格購入者 (Qualified Purchaser) 等で 499 人まで、といった制限を受ける。従って、最低投資金額も通常、100 万ドル程度と高く設定されている。

97 年の税法改正以降、エクステンジ・

ファンドへの拠出を非課税とするためには、ファンド資産の2割以上を非流動資産で運用しなければならない²⁴。そこでファンドは、その資金を調達するために借入を行い、不動産等に投資することが多いという。また投資家が、拠出から7年未満で持ち分の引き出しを行う場合は課税対象となる。もっとも、最初の3~5年の引き出しには、大きなペナルティを課しているファンドも多いという²⁵。

このファンドに内部者が拠出した場合、取引報告の仕方が明確でないため、株式を手放した事実が公になりにくい、というメリットもあるようである。ただしこの点については、SECが調査を始めたとの報道もある²⁶。

現在、エクステンジ・ファンドの運用資産は約200億ドルで、約1,000人の投資家がいると言われている。内100億ドルを運用する、エクステンジ・ファンドの最大手は、老舗の富裕層向け投資顧問及び投資信託会社として知られるイトン・バンスである。

5. 内部者による取引報告支援サービス

メリル・リンチやチャールズ・シュワブ等の証券会社は、企業の内部者でもある同社の顧客が、自社株を売却する際の支援サービスを提供している。市場環境のみならず、法制度上の観点から見て、売却の最適タイミングをアドバイスしたり、市場外取引を活用する場合の相方を探したりするといったサービスも、これに含まれる。また取引を円滑に行うため、注文を受けると、①その注文がコンプライアンス上、執行可能かどうかの事前承認を企業から受ける、②注文を執行する、③内部者の取引情報を企業に送る、④SECへの取引報告の支援を行う、というように、一連の手続きを代行する仕組みも整っている。

メリル・リンチはこうした代行サービスを、“Officer and Director Equity Service (ODES-業務執行役及び取締役向け株式サービス)”の名称で提供しており、中でも③をよ

り効率的に行うオンライン・ツールとして、2004年7月7日、エグゼクファイル

(EXECUFILETM)を導入した。このエグゼクファイルを利用するのは、社内弁護士等の実質的な報告書提出担当者である。利用方法は、以下の通りである。

- ①. インターネット上で同サービスの加入手続きを取る。
- ②. 初回は、クレジットカード番号を入力して、年間加入料3,375ドルもしくは半期加入料1,995ドルをオンライン上で支払う。
- ③. 報告書の種類を選択。必要事項を入力。
- ④. この電子報告書は、第三者に転送して、承認を受けることもできる。
- ⑤. SECに送信。
- ⑥. 受領報告を受け取る。

エグゼクファイルの中核をなすのは、フォーム4と呼ばれる内部者の取引報告書である。

34年証券取引所法第16条は、内部者が情報に接近できることを利用して、自社株の短期売買を行うことを抑制するため、その取引をSECに報告することを義務づけている²⁷。しかし内部者はこうした取引報告を煩わしい雑用として秘書か社内弁護士に任せることが多く、その5%は記述が不正確ではないかと思える向きさえあった²⁸。またフォーム4は、内部者が取引を行った翌月の10日までに提出すればよかった。

ところが、企業改革法403条によって同16条が改正され、様相が一変した。取引報告は取引の2営業日後までに行わなければならない、2003年7月からは、電子ファイリングが義務づけられたからである。またSECと企業は、これらの報告書をウェブサイトでも、開示しなければならなくなった²⁹。これを受けて、内部者による書類作成を支援するツールが、登場したのである。

なおエグゼクファイルは、フォーム4以外にも、フォーム144（譲渡制限付きの株式等

を売却する際の報告書) やスケジュール 13D (大量保有報告書) 等にも対応している (図表 7)。

図表 7 エグゼクファイルが対応する報告書

| | |
|------------|--|
| フォーム 3 | 内部者となって 10 日以内に提出する報告書 |
| フォーム 4 | 内部者が取引を行って 2 営業日以内に提出する報告書 |
| フォーム 5 | 内部者が、当該企業の年度末から 45 日以内に提出する報告書。配当の再投資等、フォーム 4 に該当しない取引を報告。 |
| フォーム 144 | 譲渡制限付きの株式等を売却する際の報告書。原則、同報告書を提出してから 3 カ月以内に取引を行う。 |
| スケジュール 13D | 登録証券を 5% 超取得した者が 10 日以内に提出する報告書。 |
| スケジュール 13G | 登録証券を 5% 超取得したパッシブ・インベスターが 13D の代わりに提出する簡易報告書。 |

(出所) www.execufile.com, www.sec.gov, *Profit from Legal Insider Trading* 等より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 「自社株管理サービス」の提供部隊

企業の経営幹部たる富裕層に対するアドバイスは、証券会社においては主にリテール部門の営業マンが担当している。また証券会社によっては、同部門の中に、超富裕層に特化した精鋭部隊を組織しているところもある。

例えばメリル・リンチは、預かり資産 1,000 万ドル以上の顧客に対応する「プライベート・バンキング&インベストメント・グループ」がある。同部門の選ばれた営業マン達は 91 チームのいずれかに属し、各チームの顧客数は 100 人未満とすることが義務づけられている。こうしたチームでは、例えば①一般株式及び自社株、②債券、③ローンといっ

たように、それぞれ異なる専門性を持つ構成員が協力し合い、顧客に包括的アドバイスを提供していくことが多いようである。

またこうした営業マン達の背後には、彼らを支援するために、各業務の専門家達が控えている。例えばローン、信託等の専門家は店舗に常駐していることも多く、債券やデリバティブのトレーディング・デスクにも、富裕層担当者がいるようである。また 100 万ドルを超える証券担保ローンの場合は、本社のプライベート・レンディング・アドバイザーが、支店の営業マンと協力して、顧客にあったローンを組成するという。

企業の本社機構も関わるサービスに関しては、職域部門 (確定拠出年金、持株会等も手がける) が関わることも多いようである。またこうした職域部門は通常、広義のリテール部門の管轄下となっている。実際、リテール専門証券会社として知られるチャールズ・シュワブの法人サービス (corporate services) や、スミス・バーニー³⁰の法人顧客グループ (Corporate Client Group) は、営業マン等と連携を取りながら、①ストック・オプションに関わるコンサルティング、②10b5-1 プランの組成、③譲渡制限付き株式の売却支援、④内部者取引報告支援サービス等を手がけているようである。

Ⅳ. 終わりに

「自社株管理サービス」に対する関心は、過去数年、ますます高まっている。IT バブルの崩壊後、自社株の大暴落が現実のものとなったことに加え、企業改革法が制定される等、経営幹部の投資行動に注目が集まったこと等が背景にある。また米国証券会社も、「今後は、富裕層が銀行に預けている 1,000 万ドルではなく、彼らの事業に拘束されている 1.5 億ドルの資産 (すなわち自社株) をどうするかを相談していかなければならない

(メリル・リンチ)³¹という見方を強めているようである。

従来、リテール証券営業の付加価値は、投資収益の見込める銘柄の発掘にあると考えられてきたが、既に保有し、売却できない自社株の管理という未開拓の分野にも、注目が集まっていると言えよう。

¹ 本稿では「自社株」として紹介しているが、実際には、株式交換の形態で自分の経営する企業を売却し、代わりに買い手となった企業の株式を保有する場合なども含む。

² UBS Wealth Management, “Insights for Preferred Clients.” Revised March 2004

³ 同調査では、企業幹部の金融資産に占める自社株比率は43.4%で、金融資産500万ドル以上の企業幹部に限れば、62.2%であった。Hannan Shaw Grove and Russ Alan Prince, “The Creativity Gap.” *Registered Representative*, January 1, 2004

⁴ 沼田優子「プライベートバンキングからウェルスマネジメントへ」資本市場クォーターリー2000年夏号

⁵ Travis L. Knapp, Nathan Reneau, *Understanding Employee Stock Options, Rule 144 & Concentrated Stock Position Strategies*, Writers Club Press, 2001 (なお本書は資産継承機能も加えた4つの機能を紹介している), www.smithbarney.com

⁶ 前掲 *Registered Representative*

⁷ Ross Finley, “Interview-JP Morgan’s Wealthy Clients Turn Cautious.” *Reuters News*, February 9, 2002

⁸ “Bank of America Hosts Wealth Management Seminar February 14 in Atlanta.” *PR Newswire*, February 7, 2001

⁹ “High-net-worth Investors & Listed Options.” *CBOE Investor Series Paper No. 6*, Thomas J. Boczar, Esq., and Lawrence Hawkins, “Stock Concentration Risk Management Strategies.” *The Monitor*, Nov/Dec 2003

¹⁰ Jane J. Kim, “Wealth Manager: Wealthy Clients Add Options to Their Portfolios---Big Private Banks Push More Exotic Instruments in Effort to Raise Returns.” *Wall Street Journal*, November 3, 2004

¹¹ 沼田優子「オンライン取引時代の米国証券営業マン---富裕層向けサービスを強化するメリル・リンチ」『資本市場クォーターリー』2000年秋号、「メリル・リンチの中小企業向けサービス戦略」『資本市場クォーターリー』2003年夏号、「「ローン総合口座」を導入したメリル・リンチ」『資本市場クォーターリー』2004年春号等を参照。

¹² Askmerrill.ml.com

¹³ 米国では従来、一般的なローンの支払利息も所得控除の対象となっていた。ところが86年の税法改正により、所得控除できるローンが、①住宅ローン、②住宅担保ローン（ホーム・エクイティ・ローン）、③証券担保ローンに限定されたため、③を投資目的以外に活用する傾向が高まったと言われている。

¹⁴ Bruce R. Ellig, *The Complete Guide to Executive*

Compensation, McGraw-Hill, 2002, Kaye A. Thomas, *Consider Your Options*, Fairmark Press, 2003

¹⁵ “Recent Developments Related to Stock Options.” *Securities Litigation & Regulation Reporter*, December 4, 2002

¹⁶ Ashlea Ebeling, “The Lending Game; New Rules Say Top Executives Can’t Borrow Money From Their Company Anymore. But Every Rule Has Its Exceptions.” *Forbes*, May 10, 2004

¹⁷ www.goodwinprocter.com

¹⁸ デービッド・L・ラトナー、トーマス・リー・ハーゼン「米国証券規制法概説」『商事法務』2002年

¹⁹ Securities Exchange Commission, “Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading.” Release Nos. 33-7881, 34-43154, IC-24559, File No. S7-31-99, August 15, 2000 詳細は大崎貞和、平松那須加「米国における選択的開示規制の強化」『資本市場クォーターリー』2000年秋号

²⁰ Stuart Stein, “New Standards for “Legal” Insider Trading.” *America’s Community Banker*, July 1, 2001

²¹ Daniel Grant, Michael J. Diver, “SEC Rule 10b5-1: Allowing Corporate Insiders More Opportunities to Sell Company Stock.” *Journal of Financial Planning*, May 1, 2001

²² Toddi Gutner, “Exchange Funds: Time to Swap ‘n’ Save?” *Business Week*, August 9, 1999

²³ 我が国の投資事業有限責任組合に類似。詳細は安達毅「米国におけるプライベート・エクイティ・ファンドの構造」『資本市場クォーターリー』2003年秋号

²⁴ Thomas J. Boczar, “Stock Concentration Risk Management After TRA ‘97.” *Trusts & Estates*, March 1, 1998

²⁵ www.leggmason.com

²⁶ Randall Smith, “Open Secrets: SEC Looks at How Insiders Use Exchange Funds---Technique Lets Big Investors Transfer Stock and Skirt Full Disclosure, Tax Bite.” *Wall Street Journal*, September 7, 2004

²⁷ 前掲デビット・L・ラトナー他

²⁸ Jonathan Moreland, *Profit from Legal Insider Trading*

²⁹ “Final Rule: Ownership Reports and Trading by Officers, Directors and Principal Security Holders.” Securities and Exchange Commission.

³⁰ 証券アナリストと投資銀行部門の癒着が問題となったため、2002年、後者を切り離した。

³¹ Helen Avery, “Merrill Shrugs off the Herd Mentality.” *Euromoney*, August 2004