

拡大を続ける米国投信業界 —99年の回顧—

米国の投信市場は99年、純資産残高が6.8兆ドル（約750兆円）に達した。98年末の5.5兆ドルから24%の増加であり、94年末の8,650億ドルから5年間で4.7倍の増加だった。本レポートでは、拡大を続ける米国投信業界について、まず99年の市場動向を概観し、次いで同年話題となったトピックをいくつか紹介する。

1. 6.8兆ドルに達した米国投信市場

1) 99年の市場動向

米国の投信市場は99年、純資産残高が6.8兆ドル（約750兆円）に達した。年末時点のスナップショットが表1であるが、長期投信（株式投信、債券投信、ハイブリッド投信）が5.2兆ドル（約570兆円）、MMFが1.6兆ドル（約1.8兆円）という内訳だった。以下で、株式投信、債券投信、MMFのそれぞれについて、資金流入のデータを中心にみていき、99年のマクロ的な市場動向を掴むこととしよう。

表1 米国投信市場の純資産残高（99年末）

（単位：十億ドル）

	純資産残高	シェア
全体	6,843	100.0%
長期投信	5,231	76.4%
株式投信	4,039	59.0%
債券投信	808	11.8%
課税	537	7.8%
非課税	272	4.0%
ハイブリッド	384	5.6%
MMF	1,612	23.6%
課税	1,408	20.6%
非課税	205	3.0%

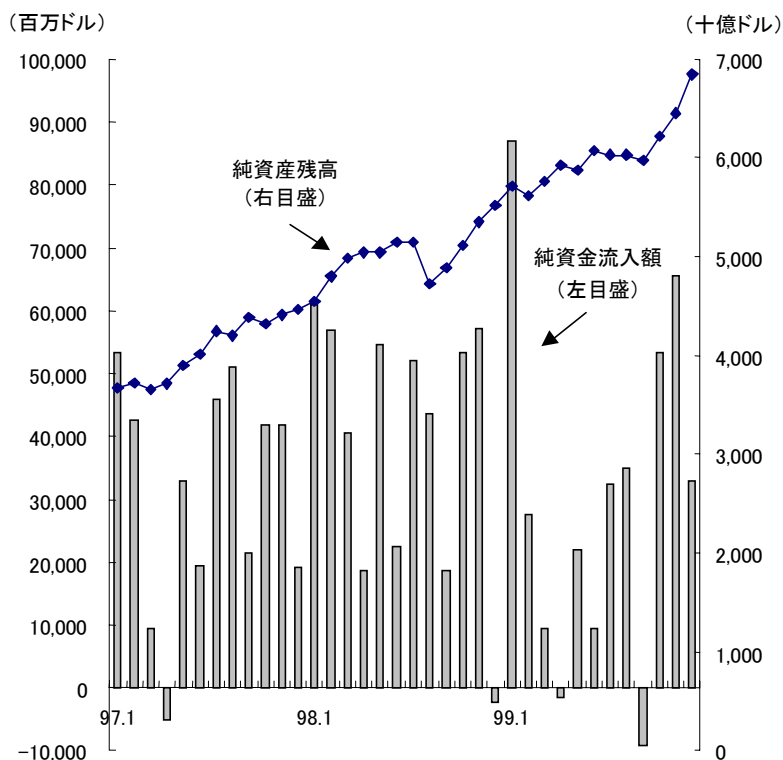
（出所）Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より野村総合研究所作成

99年の米国投信市場は、全体で3,635億ドルの純資金流入¹があった。98年の4,771億ドルには及ばなかったが、96年以降4年連続で3,000億ドルを超える年間資金流入を記録し

¹ 正確には新規販売から解約、乗り換えを差し引いた純新規資金流入。

たことになった。潤沢な資金流入と株高により、99年末の投信純資産残高は6.8兆ドルと、98年末の5.5兆ドルから24%の増加、94年末の2.2兆ドルから5年間で3倍以上の増加を記録した。(図1)

図1 米国投信市場の純資金流入と残高の推移(97~99年)



(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より作成

純資金流入を長期投信とMMFに分けて見ると、長期投信への流入が1,697億ドル、MMFへの流入が1,939億ドルだった(表2)。長期投信への純資金流入がMMFを下回るのは90年以來なかったことだが、99年は、株式投信への純資金流入が98年の一時的な株価急落のショックから回復の途上にある一方で、債券投信とハイブリッド投信が純資金流出を記録したためと考えられた。

表2 長期投信、MMFへの年間純資金流入(97~99年)

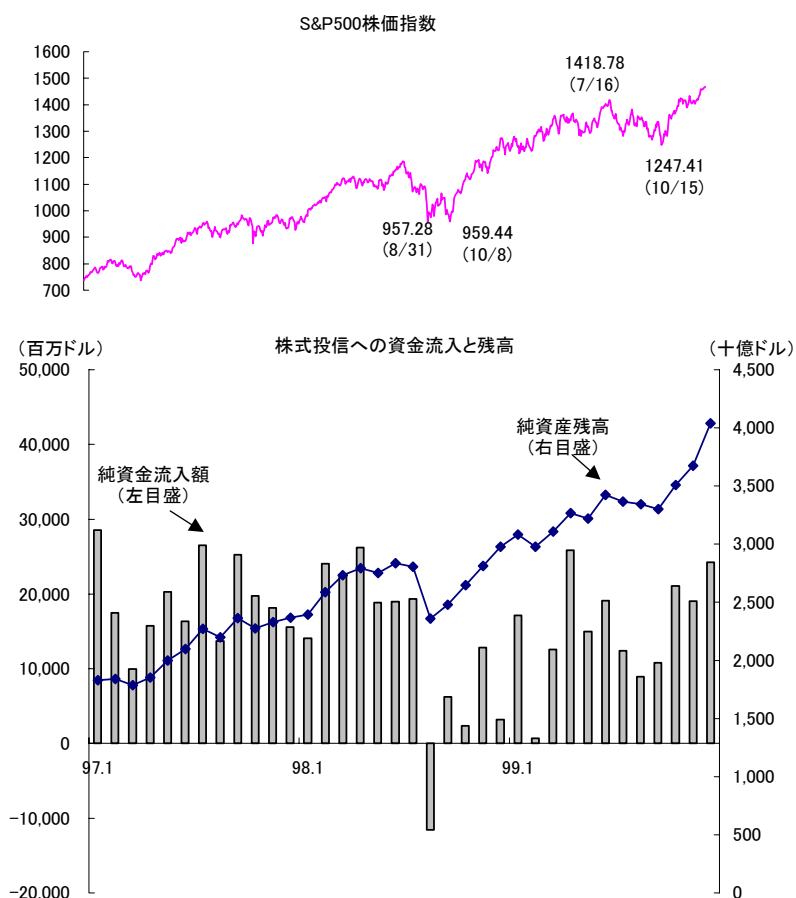
(単位:百万ドル)

	97	98	99
長期投信	272,172	241,796	169,653
株式投信	227,284	157,032	187,526
債券投信	28,389	74,610	-5,388
ハイブリッド	16,499	10,154	-12,485
MMF	102,043	235,335	193,855

(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より作成

99年に多額の純資金流入を得たのは株式投信とMMFということになるが、このうち株式投信は99年、1,875億ドルの純資金流入だった(表2)。98年8月には株価の急落により1ヶ月間で116億ドルに上る純資金流出を記録したが、その後は月単位での純資金流出はみられず、流入額は株価とともに回復に向かった(図2)。99年末の純資産残高は4兆ドルで、98年末比36%増だった。94年末の8,650億ドルから5年間で4.7倍の増加を記録した。

図2 株式投信への純資金流入と残高の推移(97~99年)



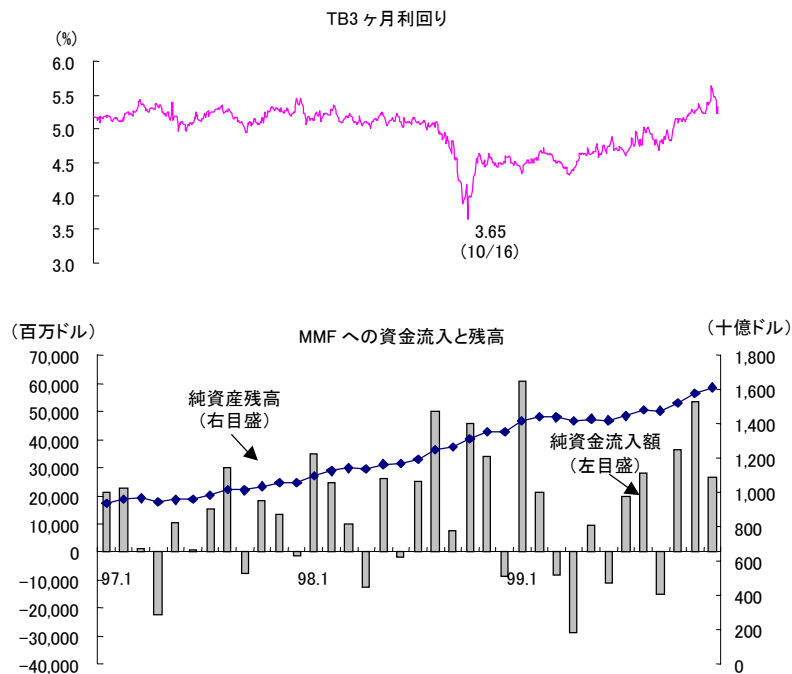
(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より作成

一方、MMFは短期金利の上昇にも関わらず、99年は1,939億ドルの純資金流入を得た(表2、図3)。これは98年の2,353億ドルに次ぐ水準だった。99年末の純資産残高は1.6兆ドルで前年比19%増、94年末の6,110億ドルから5年間で2.6倍増だった。

MMFについては、株式投信、債券投信からMMFへの乗り換えによる資金流入が多額だった点も目を引いた。99年のMMFへの純乗換(MMFへの乗り換えによる資金流入から他ファンドへの乗り換えによる資金流出を差し引いたもの)は、月ごとの動きには変動があるものの、年間で152億ドルの流入だった(図4)。これはブラック・マンデーの87年、

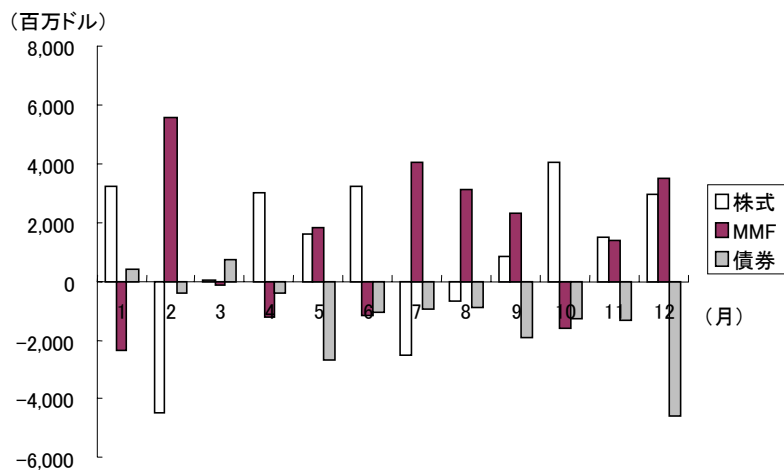
株価の低迷と金利上昇が重なった94年に次ぐ水準だった。

図3 MMFへの純資金流入と残高の推移(97~99年)



(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より作成

図4 投信の乗り換え(純額)の推移(99年)

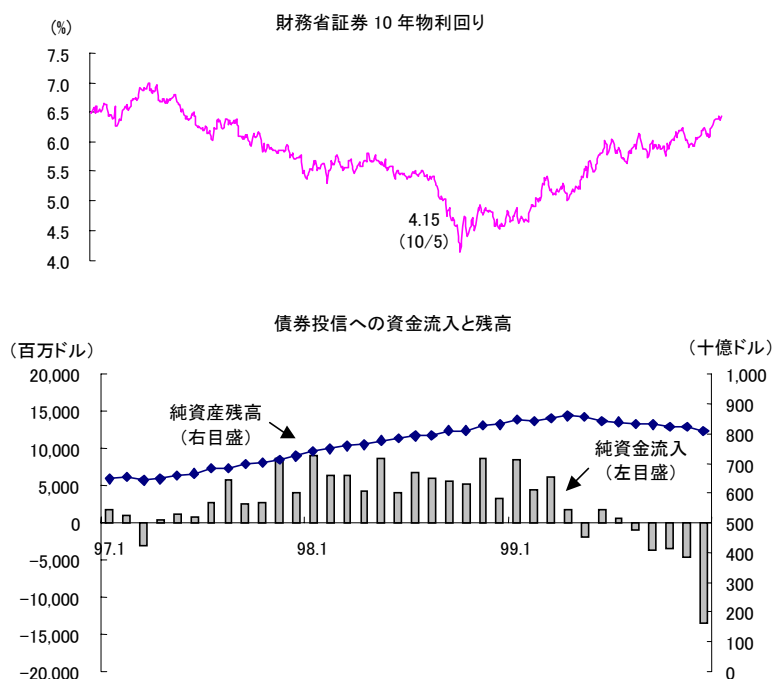


(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より作成

このように株式投信とMMFがそれぞれ200億ドル近い純資金流入を得た一方で、債券投信は長期金利の上昇を反映し、99年4月頃から資金流入が鈍化し、8月以降は純資金流出が急速に拡大した(図5)。ハイブリッド投信は株式と債券の両方を投資対象とするが、

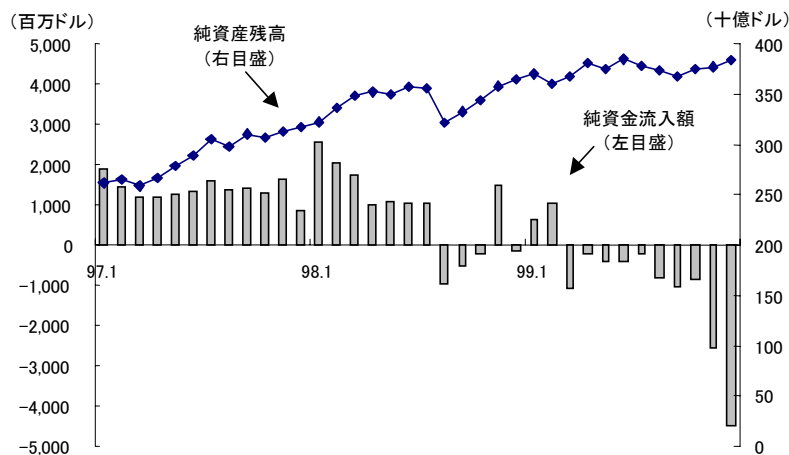
99年は債券投信と同じ動きを見せ、3月から資金流出が続いた(図6)。結果として、債券投信とハイブリッド投信の純資金流出は99年、179億ドルに上った(表2)。債券投信の99年末純資産残高は8,082億ドルで、98年末比2.7%の減少、ハイブリッド投信の純資産残高は株式組み入れ分のキャピタルゲインもあり前年比5.2%増だった。

図5 債券投信への純資金流入と残高の推移(97~99年)



(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より作成

図6 ハイブリッド投信への純資金流入と残高の推移(97~99年)



(出所) Investment Company Institute, *Trends in Mutual Fund Investing* より作成

2) 運用会社と個別ファンドの動向

次に、市場全体のマクロ的な動向から、投信運用会社レベル、さらには個別ファンドのレベルの動向に目を転じてみよう。

まず、投信運用会社の長期投信純資産残高によるランキング(上位20社)では、99年は、98年末時点と比較して上位20社が総入れ替えになるような大変化は見られず、98年と同じ20社の中での順位の変更にとどまった。特にフィデリティ、バンガード、キャピタル・リサーチの上位3社は、92年以来この組み合わせでトップ3を守り、フィデリティが1位を保持し、バンガードとキャピタル・リサーチが2位と3位を争うという状態が続いてきた。そのような中で、ジャンナスの149%という資産残高増加率と、98年の14位から99年の5位という順位の上昇が目立った。(表3)

表3 長期投信運用会社ランキング(99年)

(単位:十億ドル)

	会社名	長期投信資産残高	98年末比増加率
1	フィデリティ	705.0	24.8%
2	バンガード	467.7	25.5%
3	キャピタル・リサーチ	352.5	22.5%
4	パトナム	278.1	31.2%
5	ジャンナス	189.1	149.2%
6	TIAA-CREF	171.0	20.9%
7	フランクリン・テンブルトン	168.8	1.9%
8	アメリカン・エクスプレス	120.3	19.3%
9	AIM	116.7	39.0%
10	MFS	108.5	39.7%
11	Tロウ・プライス	106.2	22.6%
12	オープンハイマー/マスミューチュアル	101.9	25.0%
13	アメリカン・センチュリー	98.5	39.1%
14	メリルリンチ	88.6	2.3%
15	スカダー・ケンパー	87.8	4.4%
16	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	86.5	17.3%
17	プルデンシャル	68.6	9.5%
18	SSBシティ	67.4	11.0%
19	アライアンス	60.3	-6.6%
20	ドレイファス	57.7	15.1%
	投信業界合計	5,231.1	25.2%

(出所) Investment Company Institute 資料より野村総合研究所作成

同様に、99年MMF純資産残高の運用会社ランキングを見ると、1位フィデリティと2位メリルリンチの地位は揺るがず、両社とも3位のフェデレーテッドの純資産残高とは1.5倍以上の開きがあった。銀行系の運用会社では、バンク・オブ・アメリカとウェルズファーゴが、それぞれ22位から7位、21位から11位へと順位を急上昇させたが、バンク・オブ・アメリカはネーションズバンク(98年MMF残高17位)と、ウェルズ・ファーゴはノーウェスト(同28位)と、それぞれ大型合併を果たした影響が大きかった。(表4)

表4 MMF運用会社ランキング(99年)

(単位:十億ドル)

	会社名	MMF資産残高	98年末比増加率
1	フィデリティ	152.2	21.0%
2	メリルリンチ	141.5	11.6%
3	フェデレーテッド	90.8	6.9%
4	チャールズ・シュワップ	86.7	28.5%
5	SSBシティ	79.7	15.3%
6	バンガード	72.7	17.3%
7	バンク・オブ・アメリカ	58.8	30.8%
8	ドレイファス	57.8	3.3%
9	ゴールドマン・サックス	48.1	22.8%
10	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	43.1	19.7%
11	ウェルズ・ファーゴ	42.1	23.0%
12	AIM	40.2	62.2%
13	エバーグリーン	38.4	73.9%
14	チェース・グローバル	38.3	24.1%
15	SEI	35.6	-31.9%
16	ペインウェバー	33.8	10.2%
17	アライアンス	32.4	18.1%
18	ワン・グループ	31.6	117.8%
19	PNC	30.9	-0.5%
20	プルデンシャル	28.9	3.5%
	投信業界合計	1,612.4	19.1%

(出所) Investment Company Institute 資料より野村総合研究所作成

次に、個別ファンドの動向ということで長期投信の純資産残高ランキングを見ると、99年は98年と同様、機関投資家向けを除く上位20本は全て株式投信とハイブリッド投信で占められた(表5)²。これらの上位20本中6本が前年比で純資産残高の減少を記録したが、このような現象は株価が一時急落した98年にも見られなかった。(98年の長期投信上位20本で前年比純資産残高が減少したものは1本もなかった。)

99年に純資産残高の減少を見せたのは、基本的に、株式投信の中でも割安銘柄に投資するバリュース・ファンドとハイブリッド投信だった³。例えば、11位のバンガード・ウィンザーIIは大企業銘柄を中心とするバリュース・ファンドで、前年比6.1%の純資産残高減少だった。同様に16位のフィデリティ・ピューリタンを見ると、これは米国内の株式と債券の両方に投資するハイブリッド投信だが、前年比3.8%の純資産残高減少、20位のキャピタル・リサーチのインカム・ファンド・オブ・アメリカもハイブリッド投信だが前年比5.8%の減少だった。フィデリティ、バンガード、キャピタル・リサーチと米国最大の投信運用会社

² 純資産残高最大の債券投信はピムコ・トータル・リターン・インスティテューショナル(機関投資家向け)で99年末の純資産残高はグロース・ファンド・オブ・アメリカに次ぐ234億ドルだった。個人投資家向けの債券投信では、フランクリン・テンプルトンのフランクリン・カリフォルニア非課税ファンドが最大で、99年末134億ドル(機関投資家向けを除く長期投信ランキングで37位)だった。

³ 本稿では、ハイブリッド、バリュース、グロースといった投信のカテゴリー分類には、投信の目録見書の運用目標上の分類またはモーニングスターの分類を使用した。

による最大級のファンドといえども、99年は、ハイブリッドとバリューについては純資産残高の減少を免れなかったことが分かる。

表5 米国長期投信ランキング(99年)

(単位:百万ドル、%)

	ファンド名	運用会社	モーニングスターの分類	純資産残高	99年リターン	テクノロジー銘柄保有比率
1	フィデリティ・マゼラン	フィデリティ	大企業ブレンド	99,184	24.05	24.1
2	バンガード500インデックス	バンガード	大企業ブレンド	98,196	21.07	23.9
3	ワシントン・ミュージアル	キャピタル・リサーチ	大企業バリュー	55,126	1.16	4.6
4	インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ	キャピタル・リサーチ	大企業バリュー	53,747	16.56	16.2
5	フィデリティ・グロス&インカム	フィデリティ	大企業ブレンド	47,564	10.42	15.0
6	フィデリティ・コントラファンド	フィデリティ	大企業グロス	43,511	25.03	17.8
7	ジャナス	ジャナス	大企業グロス	37,853	48.19	29.2
8	アメリカン・センチュリー・ウルトラ	アメリカン・センチュリー	大企業グロス	37,605	41.46	24.7
9	ジャナス・トウェンティー	ジャナス	大企業グロス	31,344	64.90	52.8
10	ユーロパシフィック・グロス	キャピタル・リサーチ	外国株式	30,364	56.97	17.1
11	バンガード・ウィンザーII	バンガード	大企業バリュー	29,034	-5.81	5.5
12	ニュー・パースペクティブ	キャピタル・リサーチ	世界株式	28,980	40.07	21.7
13	ジャナス・ワールドワイド	ジャナス	世界株式	28,420	64.37	29.1
14	フィデリティ・ブルーチップ・グロス	フィデリティ	大企業グロス	25,869	24.26	24.9
15	バンガード・ウェリントン	バンガード	国内ハイブリッド	25,846	4.41	7.9
16	フィデリティ・ピューリタン	フィデリティ	国内ハイブリッド	24,713	2.86	7.4
17	フィデリティ・アドバイザー・グロス・オポチュニティ	フィデリティ・アドバイザー	大企業バリュー	24,427	3.88	11.5
18	グロス・ファンド・オブ・アメリカ	キャピタル・リサーチ	大企業ブレンド	23,807	45.70	38.6
19	フィデリティ・エクイティ・インカム	フィデリティ	大企業バリュー	23,079	7.15	2.6
20	インカム・ファンド・オブ・アメリカ	キャピタル・リサーチ	国内ハイブリッド	21,404	0.52	0.2

(注) 1.機関投資家向けのものは除く。結果的に、全て株式ファンドとなった。

2.影付きのファンドは98年末比で純資産残高がマイナスだったもの。

(出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

バリュー・ファンドとハイブリッド投信に共通しているのは、相対的に、99年のリターンが低く、テクノロジー銘柄の保有比率が低かったことである。上位20本のうちこれらのファンドの99年リターンはインベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ(3位)を除いて1桁かマイナスだった。テクノロジー銘柄保有比率はほとんどが10%未満であり、例えばインカム・ファンド・オブ・アメリカに至っては1%にも満たなかった。

これとは対照的に、テクノロジー銘柄保有比率が高く、99年、高リターンを出して純資産残高を増加させたのが成長株に投資するグロス・ファンドだった。上位20本の中のグロス・ファンドの99年リターンを見ると、最も低かったフィデリティ・ブルーチップ・グロスでも24%で、最も高かったジャナス・トウェンティーは65%だった。テクノロジー銘柄保有比率を見ると、ほとんどが20%以上で、中にはジャナス・トウェンティーのように50%を超えるものもあった。

また、上位20本から離れて、モーニングスターのデータベースに含まれる全ての投信に

ついて、バリュース・ファンド、ハイブリッド投信、グロース・ファンドの99年リターンとテクノロジー銘柄保有比率の平均をとってみると表6のようになり、投信全体についてもテクノロジー銘柄保有比率の高いグロース・ファンドが高リターン、保有率の低いバリュース・ファンドとハイブリッド投信が低リターンであった。前述のように、マクロ的なデータでは99年、米国株式投信は純資産残高が前年比36%の増加を記録したが、個別ファンドのレベルでは相当なばらつきがあったことがうかがわれた。その一つに分かれ目と見られたのがテクノロジー銘柄への投資比率で、ハイテク株を中心とする一部の成長銘柄が株価を押し上げたといわれる99年の米国株式市場の実状が反映された形となった。

表6 ファンドのカテゴリー別リターンとテクノロジー銘柄保有比率(99年)

	リターン	テクノロジー銘柄保有比率
グロース・ファンド	51.61	36.0
バリュース・ファンド	6.39	10.9
ハイブリッド投信	13.07	12.9

(注) 機関投資家向けを除く。各カテゴリーの平均。
(出所) Morninstar Principia より野村総合研究所作成

2. 99年米国投信業界の主要トピック

次に、99年の米国投信業界で話題となったトピックをいくつか紹介しよう。注目された商品としてインデックス・ファンドとインターネット・ファンド、運用会社の戦略面の話題としてオンライン取引への取り組み、制度面の動向として投信のガバナンス強化の動きを取り上げる。

1) 人気を呼んだインデックス・ファンド

99年の米国投信業界では、株価指数と同じパフォーマンスを追求する株式インデックス・ファンドが人気を博した。99年末時点の米国の主要な株式インデックス・ファンド(機関投資家向けのものを除く、以下同じ)を一覧すると、一部を除いて前年比純資産残高を大幅に増加させたことが分かる(表7)。株式インデックス・ファンド全体としても99年末の純資産残高は2,145億ドルで、前年末の1,390億ドルから54%の増加だった。株式インデックス・ファンドが全株式投信(モーニングスターのデータベース掲載のもの)に占める割合を見ると、98年末6.5%だったものが99年末には7.8%に増加した。

株式インデックス・ファンドの純資産残高が増加したのは、米国大企業株式の代表的な指数であるS&P500(スタンダード・アンド・プアーズ500)が21%上昇するほどの株高によるキャピタルゲインに加えて、株式インデックス・ファンドへの潤沢な資金流入があった。その一つの表れとして、表7の主要株式インデックス・ファンド20本のうち、16本が

99年にシェア数⁴を二桁増させ、そのうち11本がNAVの年間上昇率を上回るシェア数の増加率を記録した。また、新聞紙上で、S&P500をトラックする株式インデックス・ファンドが99年の一時期、月間の資金流入の2割以上を占めたと報じられたりもした。その後、99年末には、好調なアクティブ運用ファンドと比べて相対的にパフォーマンスが低いということによってインデックス・ファンドの人気は鎮静化したが、99年は、本来は「退屈な商品」のはずのインデックス・ファンドがいつになく好まれた年だった。

表7 米国の主要な株式インデックス・ファンド (99年末)

(単位:百万ドル)

	ファンド名	運用会社	純資産残高	純資産残高伸び率	NAV伸び率	シェア数伸び率	市場シェア
1	バンガード500インデックス	バンガード	98,196.0	32.3%	18.8%	11.4%	45.8%
2	バンガード・トータル株式市場インデックス	バンガード	16,311.5	75.2%	21.2%	44.6%	7.6%
3	バンガード・グロース・インデックス	バンガード	13,609.8	104.8%	24.5%	64.5%	6.3%
4	フィデリティ・スバルタン・マーケット・インデックス	フィデリティ	9,813.3	37.3%	18.3%	16.0%	4.6%
5	バンガード欧州株式インデックス	バンガード	5,467.0	22.1%	14.0%	7.0%	2.5%
6	シュワップ1000	チャールズ・シュワップ	4,900.0	17.1%	20.2%	-2.6%	2.3%
7	Tロウ・プライス株式インデックス500	Tロウ・プライス	4,759.9	42.2%	18.5%	20.0%	2.2%
8	シュワップS&P500セレクト	チャールズ・シュワップ	3,756.0	78.4%	19.3%	49.5%	1.8%
9	バンガード・バリュー・インデックス	バンガード	3,272.3	35.2%	1.7%	32.9%	1.5%
10	シュワップS&P500	チャールズ・シュワップ	3,184.0	38.6%	19.3%	16.2%	1.5%
11	バンガード・スモールキャップ・インデックス	バンガード	3,178.8	14.8%	11.3%	3.2%	1.5%
12	USAA S&P500インデックス	USAA	3,082.2	66.4%	18.9%	39.9%	1.4%
13	ドレイファスS&P500インデックス	ドレイファス	3,056.7	42.0%	17.9%	20.4%	1.4%
14	シュワップS&P500 e.シェア	チャールズ・シュワップ	2,933.4	746.1%	19.2%	609.9%	1.4%
15	SSgA S&P500インデックス	ステート・ストリート・グローバル	2,930.1	30.2%	15.6%	12.6%	1.4%
16	バンガード太平洋株式インデックス	バンガード	2,311.3	123.8%	55.9%	43.6%	1.1%
17	バンガード・トータル国際株式インデックス	バンガード	2,264.9	-7.4%	27.9%	-27.6%	1.1%
18	シュワップ1000セレクト	チャールズ・シュワップ	2,116.5	50.3%	20.2%	25.0%	1.0%
19	MSDW S&P500インデックスB	MSDW	1,772.1	90.0%	18.8%	60.0%	0.8%
20	ドミニ・ソーシャル・エクイティ	ドミニ・ソーシャル・インベストメンツ	1,246.0	74.1%	21.8%	42.9%	0.6%

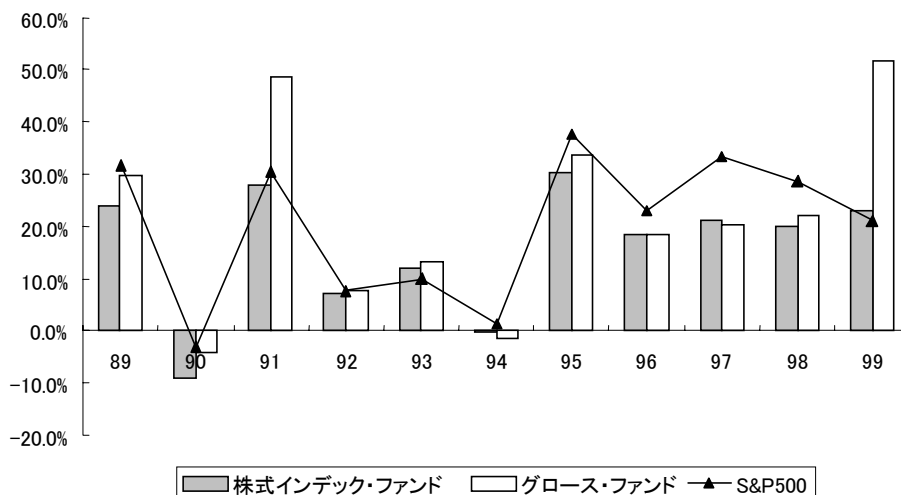
(注) 機関投資家向けのものは除く。

(出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

なぜインデックス・ファンドの人気が99年に高まったかのだろうか。しばしば指摘されたのは、S&P500指数が95年以降20%を超える上昇を持続するという株高の中で、パッシブ運用のインデックス・ファンドでも20%前後の高水準のリターンが期待できた点だった(図7)。また、インデックス・ファンドが他の株式投信に比べて手数料が低い点(表8)、図7にも表れているが、インデックスを上回ることを目標とする(それゆえにインデックス・ファンドよりも高い手数料が正当化される)アクティブ運用のファンドの多くが市場を上回るリターンを上げることができなかつた点などが、次第に投資家の間に浸透していったとも考えられた。

⁴ 年末時点の純資産残高÷年末時点のNAV (Net Asset Value、基準価格) で算出した。

図7 株式インデックス・ファンドとグロース・ファンドのリターン比較



(注) 機関投資家向けを除く。両カテゴリーの平均値。
 (出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

表8 ファンドの手数料比較

	経費率	販売手数料
株式インデックス・ファンド	0.79%	0.84%
グロース・ファンド	1.70%	1.54%
全株式ファンド	1.73%	1.58%

(注) 1.機関投資家向けを除く。各カテゴリーの平均値。
 2.経費率はファンドから直接差し引かれる手数料の合計で、運用手数料、12b-1 手数料などが含まれる。

(出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

インデックス・ファンドといえば米国第2位の投信運用会社バンガードが覇権を握る分野である⁵。表9にあるように、株式インデックス・ファンド市場（機関投資家向けのものを除く）で同社が占めるシェアは99年は69.1%に上り、2位のチャールズ・シュワップの8.9%を大きく引き離していた。表7の株式インデックス・ファンド上位20本を見ても、8本がバンガードのファンドで占められており、しかもバンガードの旗艦ファンドであるバンガード500インデックス1本で株式インデックス・ファンド市場全体の46%を占めた。バンガード500インデックスは、99年の株式インデックス・ファンド人気の牽引役でもあった。同ファンドは、96年以降4年連続で「最もよく売れたファンド」と報じられ（表10）、99年末には米国投信業界最大のファンドであるフィデリティ・マゼランの純資産残高にあと10億ドルに迫った⁶。

⁵ バンガードについては野村亜紀子「低手数料を武器に米国投信業界トップを目指すバンガード」『資本市場クォーター』99年秋号を参照。

⁶ 2000年4月初めにはテクノロジー株の価格下落の影響などから500インデックスがついにマゼランを抜いたと報じられた。

表9 株式インデックス市場における上位10社のシェア(99年末)

(単位:百万ドル)

	運用会社	株式インデックス・ ファンド純資産残高	市場シェア
1	バンガード	148,257.2	69.1%
2	チャールズ・シュワップ	19,129.7	8.9%
3	フィデリティ	10,794.1	5.0%
4	Tロウ・プライス	4,977.1	2.3%
5	ドレイファス	3,466.6	1.6%
6	USAA	3,082.2	1.4%
7	ステート・ストリート	2,930.1	1.4%
8	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	2,054.7	1.0%
9	バンク・ワン・インベストメント・アドバイザーズ	1,689.5	0.8%
10	フリート・インベストメント・アドバイザーズ	1,370.2	0.6%
	株式インデックス・ファンド合計	214,506.8	100.0%

(注) 機関投資家向けは除く。

(出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

表10 90年代に最もよく売れたファンド

	1	2	3
90	アライアンス短期マルチマーケット	メリルリンチ短期グローバル・インカム	ワシントン・ミューチュアル
91	メリルリンチ短期グローバル・インカム	フィデリティ・マゼラン	インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ
92	フィデリティ・マゼラン	インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ	ウェルズ・ファーゴ変動金利政府証券
93	フィデリティ・アセット・マネージャー	フィデリティ・マゼラン	メリルリンチ・グローバル・アロケーション
94	フィデリティ・マゼラン	フィデリティ・アセット・マネージャー	GMOインターナショナル・コア
95	フィデリティ・アドバイザー・グロース・オポチュニティ	バンガード500インデックス	フィデリティ・マゼラン
96	バンガード500インデックス	パトナム・ニュー・オポチュニティ	フィデリティ・グロース&インカム
97	バンガード500インデックス	フィデリティ・グロース&インカム	パトナム・グロース&インカム
98	バンガード500インデックス	ピムコ・トータル・リターン	ワシントン・ミューチュアル
99	バンガード500インデックス	アライアンス・プレミア・グロース	ジャナス・トウエンティー

(出所) Wall Street Journal (2000年1月10日) より野村総合研究所作成

このように株式インデックス・ファンドの人気の高まるにつれて、99年にはバンガードに対抗してインデックス・ファンド市場に進出しようとする動きが目立ち始めた。主立ったものとして、フィデリティ、チャールズ・シュワップ、バークレイズ・グローバル、TIAA-CREF、E*トレード、アメリカン証券取引所の動きを以下に紹介する。(表11)

フィデリティは99年6月、新しく「フォー・イン・ワン・インデックス・ファンド」の提供を開始した。これは同社がすでに提供している4本のインデックス・ファンドに投資するファンド・オブ・ファンズだった。従来、投信運用会社の多くは、低手数料で利益が小さいことなどを理由にインデックス・ファンドを積極的には提供しなかったと言われたが、投資家の間の人気の高まるにつれて、次第に提供しないわけにはいかないという状況になってきた。アクティブ運用を標榜するフィデリティが、99年、新たにインデッ

クス・ファンドを開始したのは、このような背景の下でのことと考えられた。ただし、フィデリティのマーケティング部門幹部は「我々はアクティブ運用のファンドを誇りにしている」という発言を残しており、同社の中ではアクティブ運用ファンド中心の考え方は変わっていないと見られた。

表 11 インデックス・ファンド市場への進出の動き

	商品	内容	開始
フィデリティ (投信運用会社)	フィデリティ・フォー・イン・ワン・インデックス・ファンド (Fidelity Four-in-One Index Fund)	・フィデリティが提供する4タイプのインデックス・ファンドに投資するファンド・オブ・ファンズ。 ・4つのインデックス・ファンドは、Spartan Market Index Fund(米国大企業株式)、Spartan Extended Market Index Fund(米国外企業株式)、International Index Fund(米国外企業株式)、Fidelity U.S. Bond Index Fund(米国債券)。	99年6月
チャールズ・シュワップ (証券会社)	シュワップ・トータル株式市場インデックス・ファンド (Shcwab Total Stock Market Index Fund)	・Wilshire 5000 Equity Index をトラックする。99年にはこの他に機関投資家向けに3本のインデックス・ファンドを設定。	99年6月
バークレイズ・グローバル (資産運用会社)	35本のアメリカン証券取引所上場インデックス・ファンド	・米国株式インデックス・ファンドで、すでにSECに登録申請済み。これらも含めて、51本を販売する計画。	2000年春
TIAA-CREF (資産運用会社)	Russell3000 Index(米国大企業3000社)をトラックするインデックス・ファンド	・TIAA-CREF初のインデックス・ファンド。同時に債券ファンドなど4本も新設する。 ・すでに5本の長期投信(Bond Plus、Growth Equity、Growth & Income、International Equity、Managed Allocation)とMMFを提供。	2000年4月予定
E*トレード (証券会社)	7本のインデックス・ファンド	・99年2月にE*トレード・アセット・マネジメントの最初の投信であるS&P500 Index Fundを設定。 ・現在、S&P500に加えてBond Index Fund、Extended Market Index Fund、Technology Index Fund、International Index Fund、E-Commerce Index Fund、Global Titans Index Fundを提供。	99年2月
アメリカン証券取引所	ナスダック100シェアズ (Nasdaq100 Shares)	・アメリカン証券取引所(AMEX)の上場の投信で、Nasdaq100 Index をトラックする。	99年3月

(出所) 各社資料、Morningstar Principia より野村総合研究所作成

チャールズ・シュワップは、個人向け株式インデックス・ファンドではバンガードに次ぐ第2位だが、99年6月、新たにシュワップ・トータル・ストック・マーケット・インデックス・ファンドを提供開始した。同社はまた、99年、この他にも機関投資家向けに3本のインデックス・ファンドを開始し、インデックス・ファンドの品揃えを強化した。

バークレイズ・グローバルは、機関投資家向けのインデックス運用では世界第一位の資産運用会社である。同社は、2000年春に、アメリカン証券取引所(AMEX)に35本の米国株式インデックス・ファンドを上場する予定とされた。ファンドはすでに証券取引委員会(SEC)に登録申請済みで、承認され次第、上場を開始すると見られている。いわゆるオープンエンド型ではなく証券取引所に上場するタイプということで、一見、バンガード500インデックスをはじめとするオープンエンド型の株式インデックス・ファンドとは正面か

ら対抗することにはならないが、機関投資家向け市場のバンガードとも言えるバークレイズ・グローバルの動きということで注目された。

TIAA-CREFは従来、教職員向け年金基金にのみサービスを提供してきた非営利の運用会社であるが、98年から一般投資家向けの投信ビジネスに参入した。同社は99年、同社初のインデックス・ファンドとしてラッセル3000指数をトラックするファンドを2000年4月にも提供開始する予定だと報じられた。TIAA-CREFはすでに5本の長期投信とMMFを提供しているが、低コストでのサービス提供など、バンガードと良く似たビジネス哲学を持っており、将来的にバンガードの最大のライバルとなりうる存在として注目された。

E*トレードはいわゆるオンライン・ブローカー大手であるが、99年2月、同社の資産運用子会社であるE*トレード・アセット・マネジメントの最初の投信としてS&P500インデックス・ファンドを開始した。その後、99年中に6本のインデックス・ファンドを設定し、99年末時点でインデックス・ファンドのみで7本の長期投信を提供している形になった。オンライン・ブローカーによる長期投信ビジネス参入の先駆と言えた。

最後に、資産運用会社ではないがインデックス・ファンドと類似の商品を積極的に提供しているということで、AMEXを取り上げると、同取引所は99年3月、98年末にNasdaqを傘下に持つ全米証券業協会(NASD)に買収された後、初めて出す新商品としてナスダック100シェアズ(Nasdaq 100 Shares)を上場した。AMEXによるインデックス連動商品の上場は93年のSPDR(S&P500 Depositary Receipts、S&P500をトラックする)に始まり、その後96年にMSCI世界指数をトラックするWEBS(World Equity Benchmark Shares)、98年にダウ・ジョーンズ工業株指数をトラックするDIAMONDSと積極的にインデックス連動商品を出し続けてきた。今回のナスダック100シェアズもその流れの一環と言えた。

このように様々な会社がインデックス・ファンド強化の動きを見せたことについて、依然として市場の7割のシェアを握るバンガードはどのように考えているのだろうか。同社の社長兼CEOであるジョン・ブレナン氏のコメントを引用すると、「新規参入を得て拡大する市場の中であって、市場シェアについて心配することはしない。多くの会社は、インデックス・ファンドの考え方に対して信念を持っているわけではなくS&P500指数が異常なまでの上昇を継続しているからインデックス・ファンドを提供しているのだと思う。そのような会社は指数が今ほど好調でなくなったら、インデックス・ファンドの提供をやめるだろう」とのことである。悠然と構えてみせるバンガードだが、インデックス・ファンドはすでに「普通の商品」になってしまっており、追われる者としてのバンガードの立場は厳しいという見方もある。

2) 注目が高まったインターネット・ファンド

99年の米国投信業界で、インデックス・ファンドに劣らず注目されたのがテクノロジー・セクターに集中投資するテクノロジー・ファンドと、その中でもインターネット関連企業

に投資するインターネット・ファンドだった。理由は、両タイプのファンドが達成した100%を超える高パフォーマンスだった。

テクノロジー・ファンドとは、一般に、ビジネスデータ・プロセッシング、コンピュータ・リース、電子機器、精密機器といった業界の銘柄に投資するファンドである。テクノロジー・ファンドは99年、全体のリターン平均が131%という記録を出した（モーニングスターのデータベースに掲載のもので機関投資家向けを除く、以下同じ）。また、全体の純資産残高が前年比185%の増加を記録した。テクノロジー・ファンドの上位20本は表12の通りだが、ここでも14本が100%を超えるリターンを出し、11本が100%を超える純資産残高の増加を見せた（1000%を超えたマンダー・ネットネットについては後述）。

表12 テクノロジー・ファンドの上位20本（99年）

（単位：百万ドル）

	ファンド名	運用会社	純資産残高	純資産残高増加率	99年リターン(%)
1	Tロウ・プライス・サイエンス&テクノロジー	Tロウ・プライス	10,020.7	113.4%	100.99
2	フィデリティ・セレクト・エレクトロニクス	フィデリティ	5,654.2	107.7%	106.60
3	セリグマン・コミュニケーション&インフォメーションA	セリグマン	5,494.0	41.2%	74.52
4	ジャナス・グローバル・テクノロジー	ジャナス	4,878.6	-	211.55
5	アライアンス・テクノロジーB	アライアンス	3,917.6	112.2%	70.56
6	フィデリティ・セレクト・テクノロジー	フィデリティ	3,608.4	240.0%	131.67
7	ユナイテッド・サイエンス&テクノロジーA	ワデル&リード	2,942.5	76.4%	102.93
8	フィデリティ・セレクト・コンピュータ	フィデリティ	2,701.8	78.4%	81.01
9	ケンパー・テクノロジーA	スカダー・ケンパー	2,601.0	91.3%	114.30
10	アライアンス・テクノロジーA	アライアンス	2,158.9	112.8%	71.78
11	マンダー・ネットネットB	マンダー	2,096.1	1286.3%	173.59
12	セリグマン・コミュニケーション&インフォメーションB	セリグマン	1,779.4	72.3%	73.16
13	マンダー・ネットネットA	マンダー	1,774.1	1190.3%	175.65
14	MSDWインフォメーションB	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	1,708.1	341.6%	145.97
15	セリグマン・コミュニケーション&インフォメーションD	セリグマン	1,691.6	37.7%	73.24
16	AIMグローバル・テレコム&テクノロジーA	AIM	1,217.1	55.4%	108.08
17	PBHGテクノロジー&コミュニケーション	ビルグリム・バクスター	1,183.7	198.7%	243.89
18	AIMグローバル・テレコム&テクノロジーB	AIM	1,066.6	54.0%	107.04
19	ノーザン・テクノロジー	ノーザン・トラスト	1,055.8	363.5%	134.54
20	ピムコ・イノベーションC	ピムコ	1,028.9	214.6%	138.45

（注）機関投資家向けのものを除く。

（出所）Morningstar Principia より野村総合研究所作成

テクノロジー・ファンドの中でも、インターネット関連企業に投資するインターネット・ファンドは、99年、インターネット銘柄そのものの話題性と、200%を超えるような高パフォーマンスにより注目を集めた。インターネット・ファンドは投資家の人気を反映して次々と新設されている模様だが⁷、モーニングスターのデータベースに把握されているものを中

⁷ 2000年3月22日付けのウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、同時点で30本のインターネット・ファンドが出されているが、1年前にはわずか5本だった。

心に主要なインターネット・ファンドを挙げると、表13のようになる(複数のシェアを発行しているものについてはAシェアのみを掲載)。これらの中でマンダー・ネットネットは、表12のテクノロジー・ファンド上位20本にもBシェアが11位、Aシェアが13位とそれぞれランクインしており、170%を超えるリターン、1000%を超える純資産残高増加率、170%を超えるNAV増加率、400%前後のシェア数増加率という群を抜く記録を出した。

インターネット・ファンドは、96年8月に出されたWWWアドバイザーズのWWWインターネット・ファンドが最初だったと言われている。同じく96年、マンダー・キャピタル・マネジメントのマンダー・ネットネット、カインティックス・アセット・マネジメントのインターネット・ファンドが設定された。これらのうち、カインティックスのインターネット・ファンドは98年、196%という高リターンを出し、全投信でトップを獲得した。インターネット・ファンドに対する注目が高まる中で迎えた99年、カインティックスのインターネット・ファンドは前年を上回る216%、モニュメント・インターネット・ファンドはそれをも上回る273%の高リターンを記録した。

表13 注目されたインターネット・ファンド

(単位:百万ドル、%)

ファンド名	運用会社	純資産残高 (99年末)	99年リターン	設定年
マンダー・ネットネット インターネット・ファンド	マンダー・キャピタル・マネジメント	1,774.1	175.65	96年8月
モニュメント・インターネット	カインティックス・アセット・マネジメント	701.0	216.44	96年10月
WWWインターネット	モニュメント・アドバイザーズ	89.2	273.14	98年11月
エンタープライズ・インターネット	WWWアドバイザーズ	70.1	167.03	96年8月
ファーストハンドeコマース	フレッド・アルガー・マネジメント	66.9	NA	99年7月
ゴールドマン・サックス・インター ネット・トールキーパー	ファーストハンド・キャピタル・マネジメント	NA	NA	99年9月
	ゴールドマン・サックス	NA	NA	99年10月

(注) 1. マンダー・ネットネットにはAシェアとBシェアがあり、上記はAシェア。Bシェアは98年6月に設定され、99年末時点でAシェアを上回る20億9,610万ドルの純資産残高だった。

2. エンタープライズ・インターネットの純資産残高はAシェアのもの。他にBシェア(5,890万ドル)、Cシェア(1,670万ドル)がある。

(出所) Morningstar Principia、各ファンドの目論見書より野村総合研究所作成

このような高リターンに目を奪われがちなインターネット・ファンドだが、相対的に高リスクであることも事実である。まず第一に、セクター・ファンドであるがゆえに生じるリスクがある。これはテクノロジー・ファンドについても言えることだが、セクター・ファンドは特定分野の企業にのみ集中投資するため、保有銘柄の多くが同じような値動きをすると考えられ、したがって多業種にまたがる銘柄に投資し分散の進んだファンドと比較すると高リスクにならざるを得ない。表13のインターネット・ファンド7本は、テクノロジー銘柄とサービス銘柄を主な投資対象としていたが、両銘柄の保有比率を合計すると資産の90%から100%近くを占めていた。セクター・ファンドを除く株式投信でも、テクノロジー銘柄とサービス銘柄が最も保有比率の高いセクターだったが、両セクターの保有比

率の平均値は 39%だった。また、ファンドの保有銘柄数を見ても、セクター・ファンドを除く株式投信の平均保有銘柄数 122 に対してインターネット・ファンドの保有銘柄数はいずれも 100 を下回った。

第二に、手数料が割高と考えられる点である。表 14 に上述のインターネット・ファンド 7 本の手数料を一覧したが、5%を上回る販売手数料と 1%を超える経費率の両方が徴収されるといった具合である。一方、セクター・ファンドを除く株式投信の手数料平均は、販売手数料が 1.57%、経費率が 1.74%であり、インターネット・ファンドと同じセクター・ファンドであるテクノロジー・ファンドの手数料平均は、販売手数料が 1.58%、経費率が 1.84%だった。どちらと比較してもインターネット・ファンドの手数料は相当高いことがうかがわれる。

表 14 インターネット・ファンドの手数料

ファンド名	販売手数料	経費率
マンダー・ネットネット	0.00%	2.50%
インターネット・ファンド	5.50%	1.59%
モニュメント・インターネット	0.00%	3.08%
WWWインターネット	5.75%	2.84%
エンタープライズ・インターネット	4.75%	1.95%
ファーストハンドeコマース	0.00%	1.95%
ゴールドマン・サックス・インターネット・トールキーパー	5.50%	1.54%
テクノロジー・ファンド	1.58%	1.84%
セクター・ファンドを除く株式ファンド	1.57%	1.74%

(注) 機関投資家向けを除く。ファンド・オブ・ファンズを除く。

(出所) Morningstar Principia、ファンド目論見書より野村総合研究所作成

第三に、登場からまだ日が浅い点である。前述のように、初のインターネット・ファンドが登場したのが 96 年、投信格付け会社大手のモーニングスターが、ようやく格付けを出し始めたのが 99 年のことだった（モーニングスターはファンドの設定後 3 年を経過しないと格付けを付与しない）。トラッキング・レコードが短いことに加えて、本格的な下げ相場を知らないファンド群であることもリスクとして指摘できた。

さて、カインティックス、モニュメントなど、いずれも新興の投信運用会社だが、インターネット・ファンドに対する投資家の注目が高まる中で、より長い歴史を持つ「保守的な」資産運用会社の中にもこの人気を見過ごせないとする動きが出始めた。99 年 10 月には、ゴールドマン・サックスが「保守的な」と銘打ったインターネット・ファンドを出し、話題を呼んだ。同社の「インターネット・トールキーパー・ファンド」は、メディア、テレコム、テクノロジー、インターネット・セクターに属し、インターネット企業とインターネット・ユーザーにインターネットへのアクセス、インフラストラクチャ、コンテンツを提供する「インターネット・トールキーパー企業」に投資するというものである。インターネット・トールキーパーとは、高速道路の料金所のイメージで、インターネットのト

ラフィックが増加するほど料金収入が着実に増加するような「持続可能で継続的な収入をもたらす企業」のことを指す。単にウェブサイトを持っている、インターネットを通じて商品提供をしているだけではインターネット・トールキーパーには該当せず、ゴールドマン・サックス・ミューチュアル・ファンドのヘッドによると、「価格のみで勝負する純粋なドット・コム企業は投資対象としない」とのことだった。

一方、フィデリティは、インターネット関連株の価格変動の激しさを嫌い、インターネット・ファンドは敢えて提供しないという姿勢を打ち出した。同社のポーゼン社長はこの件について、「インターネット・ファンドを出して欲しいというリクエストは（フィデリティに）殺到している。我が社がインターネット・ファンドを始めれば、最初の1カ月で30億ドルの資金を獲得できるだろう。しかし、問題はそれが長期的に我々の顧客にとって良いことかどうかであり、私はそうではないと固く信じている」と言い切った。むしろ、同社がインターネット銘柄全てを一方向的に排除しているということではなく、フィデリティ・セレクト・エレクトロニクス（99年テクノロジー・ファンド2位）やフィデリティ・セレクト・テクノロジー（同6位）を通じて適切なインターネット株への投資をすでに行っているということだった。

インターネット・ファンドが今後どのような展開を見せるのか注目されるが、その際、過去数十年にわたり米国投信業界のリーダー役であり続けたフィデリティが社の方針として提供しないという姿勢を打ち出したことは記憶にとどめる価値があると言えよう。

3) 投信業界とインターネット

次に、インデックス・ファンド、インターネット・ファンドといった投信の商品の話題から、投信運用会社の戦略面での話題に目を転じてみよう。

99年の米国投信業界では、92年のチャールズ・シュワップによるワンソース（投信スーパーマーケット）、あるいは70年代フィデリティの投信直販というような、販売戦略面での大型のイノベーションは見られなかった。そのような中で、投信業界はインターネットをいかにビジネスに活用するかを真剣に検討すべき時が来たという議論が投信業界内外で高まったので、以下で紹介する。

投信運用会社がインターネットを通じて提供できるサービスには、大きく分けて情報発信と取引機能の2つがある。投信運用会社は、インターネットを通じてマーケットの状況（株価、投信のNAVなど）、自社の商品やサービスの説明、一般的な投資教育、自社の紹介といった情報提供を行うことにはすでに積極的に取り組んできた。一方、投信売買の発注をインターネット上で行うオンライン取引機能については、バンガード（米国投信業界2位）、アメリカン・センチュリー（同13位）といった一部の例外を除いて、大手ですら積

極的とは言えなかった⁸。

その主たる理由としては、証券会社など販売業者への配慮があった。バンガードやアメリカン・センチュリーのような直販会社と異なり、公販の投信運用会社は投資家へのファンドのセールスを販売業者に依存する。その手前、販売業者を差し置いて投資家との直接取引を可能にするようなサービスはためらわざるをえないのだった。「我々のインターネット戦略は、我々が公販会社であるという事実に基づき形成されている。したがって、インターネット経由での投信販売（直販）を増加させることは考えていない」というオープンハイマーのEコマース担当者の言は、このような公販会社の事情を端的に表している。実際、公販会社のウェブサイトは、最終顧客である投資家というよりは販売業者向けの内容となっているものが少なくないとも言われてきた。

これに対し、「そのようなことを言っている場合ではない」という議論が盛り上がったのが99年だった。象徴的な出来事として、99年5月の投信の業界団体である投資会社協会（Investment Company Institute、ICI）年次総会では、他ならぬEコマースの先端を行く企業の重役から、「投信運用会社は、オンライン投信販売を始めるとブローカーとの利益相反を招くというような考え方はやめるべきで、そのようなことに拘泥していると、ライバルがどこからともなく現れ、ビジネスを奪っていくだろう」、「古い販売方法のみを続ける会社は新しい販売チャンネルを開拓するための支出をしなくてもよいが、収益基盤が確実に減少するという憂き目にあうだろう」といった手厳しい批評を受けた。オンライン・ブローカーは投信スーパーマーケットの開設などを通じて着実に投信ビジネスに食い込んできている。証券業界では、ブローカー経由のサービス提供を標榜してきた大御所メリルリンチですら、ついにオンライン・ブローカレッジに参入したが、投信業界にはそのような危機感が足りないのではないかということだった。

このような指摘を受けた投信業界だが、99年には業界内部でも、取引機能を含めたインターネットの活用強化は必須という認識が固まりつつあるかに見えた。例えば、全米投資会社サービス協会（National Investment Company Service Association、NICSA）の99年投信業界テクノロジー支出サーベイによると、2000年度にテクノロジー予算を増加すると回答した会社は全体の8割に上り、その多くがインターネットを通じたサービスの強化を理由に挙げた。インターネット経由の取引機能を強化するとして回答が33%、投資家による口座情報へのアクセス機能を強化するとして回答が29%、販売業者によるアクセスを強化するとして回答が29%、という具合だった。また、公販業者の中にも、99年10月にオンライン取引機能を追加したAIMのように、販売業社向けのウェブサイトから投資家向けのサイトへと転じるものが出てきたとも報じられた。

一方、業者だけが先走っているのではないか、肝心の投資家のニーズはどうかとい

⁸ フィデリティは米国最大の投信運用会社であるが、同時に、チャールズ・シュワップと1位、2位を争うオンライン・ブローカー最大手の一つという別の顔も持っている。このため、ここでの議論では、フィデリティは例外中の例外として外すこととした。

う点については、アメリカン・センチュリーが99年11月に発表した投資家サーベイによると、投信の投資家の間でもインターネットの普及が着実に進んでいるらしいことが浮き彫りにされた。同サーベイでは、投信投資家の62%がインターネットを何らかの目的で使用していると回答したが、これは最初にこのサーベイが行われた96年の18%から3倍以上の増加だった。このうち、投信運用会社のサイトにアクセスしたことがあるとした投資家は42%に上った。それらの投資家が運用会社のウェブサイト上で最もよく利用するサービスは、投信の価格チェック(47%)、目論見書のダウンロード(36%)、口座の残高照会(34%)だった。かつてオンライン取引の最大の課題と考えられたセキュリティについては、心配であるという回答が96年の68%から37%に減少し、逆に懸念はないとする回答が96年の15%から38%に倍増した。

このように、「後れている」とされていた投信業界も、顧客ともどもインターネット時代へと動き始めたかに見えたが、「投信スーパーマーケットやオンライン取引全般の拡大の結果、ファンドの短期売買が増えるのではないか」という懸念は依然として根強い。そもそも、投信運用会社は基本的に長期投資を唱道してきた手前、これが投資家に短期売買を奨励する動きと受け取られることは避けたい。また、株価調整にいつ入るか皆が警戒している市場環境の中で、投信の投資家に株価動向に俊敏に反応できるツールを提供するのは両刃の剣となりうると言えよう。

4) 投信のガバナンス強化に注力する SEC

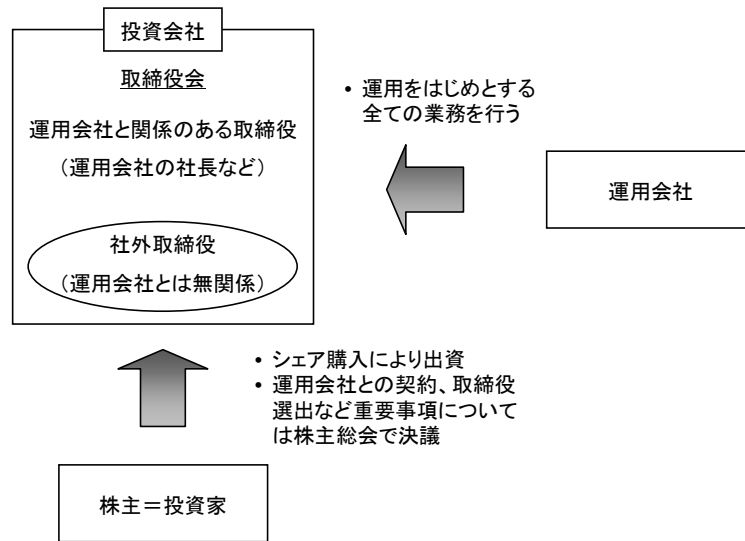
最後に、投信の制度に関するトピックに触れよう。米国証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission、SEC) は98年、投信目論見書の一大改革を達成した。これを受けた99年、SECがどのような動きを見せるか注目されたが、SECが打ち出したテーマは投信のガバナンス強化だった。SECの動きに呼応してICIが99年7月に「ファンド取締役の最善行為規範」(Best Practices for Fund Directors)を作成し、SECも同年10月に規則改正案を発表するといった形で進展を見せたので、この話題について以下で紹介する。

まず、米国の投信のガバナンスについて簡単に説明する(図8を参照)⁹。米国の投信はほとんどが会社型投信であり、投資会社(investment company)と呼ばれる。会社なので株主(投信の投資家)と取締役が存在するが、その実態は集合投資のための器であるから、実質的には全ての業務が投信運用会社によって行われることになる。この構造ゆえに、投資会社を事実上意のままにできる運用会社に、自らの利益を優先させることなく、常に投資会社の株主(投資家)の利益のために行動させるにはどうすればよいか、誰に運用会社の行動を律する機能を持たせるか、というガバナンスの問題が生じる。米国の40年投資会社法は、この問題への対応として、投資会社の取締役会、中でも運用会社と関係を持たな

⁹ 投資会社のガバナンスの制度については、野村亜紀子、近藤哲夫「米国における会社型投信のガバナンス」『正協レポート』5号(98年5月)を参照のこと。

い社外取締役に、投資会社の株主の利益を守る番犬としての機能を持たせた。したがって、投信のガバナンスに関する政府規制の中核にあるのが投資会社の社外取締役であると言っても過言ではなく、今回のガバナンス強化の動きも、要は社外取締役の機能強化に他ならなかった。

図 8 投資会社、運用会社、投資家の関係



(出所) 野村総合研究所作成

さて、SEC が投信のガバナンス強化に取り組む姿勢を明らかにしたのは、99年2月の「投資会社の社外取締役の役割に関する SEC ラウンドテーブル」の開催が皮切りだった(以下、主な動きは表 15 を参照)。SEC のアーサー・レビット委員長は、このラウンドテーブルのスピーチで「投資会社のガバナンスを SEC の最優先課題の一つにする」と明言した。同時に、SEC の投資管理局に対し、30日という短期間でこの件について具体的な改革提案を含むスタッフ報告書を作成するように指示した。

レビット委員長はさらに、翌3月、ICI のコンファレンスで上述のスタッフ報告書に基づき、①社外取締役の最低人数を現行の 40%から過半数にすること、②社外取締役の任命は社外取締役が行うこと、③ファンドの取締役会が十分な情報を得ており、かつ運用会社とは独立した情報源を持てるようにすること、④投資家が取締役と運用会社の関係について情報を得られるようにすること、という 4 つの改革案を披露し、投信業界にもファンドのガバナンス強化の努力を要請した。

表 15 投信のガバナンス強化に向けた動き (99年)

99年2月	・SEC、投信の社外取締役の役割に関するラウンドテーブル(SEC Roundtable on the Role of Independent Investment Company Directors)を開催。レビット委員長、SEC 投資管理局に30日以内に具体的な改正案を含むスタッフ報告書を提出するよう指示。
3月	・レビット委員長、投資会社協会(ICI)のコンファレンスに出席し、スタッフ報告書に基づく4つの投信ガバナンス改善案を披露。同時に、投信業界に社外取締役の機能強化の努力を要請。 ・これを受けて、ICI、「投信社外取締役の最善行為規範に関するアドバイザリー・グループ」(Advisory Group on Best Practices for Fund Directors)を結成。
6月	・ICIのアドバイザリー・グループ、報告書を提出。社外取締役のための最善行為規範に関する15提案を盛り込む。
7月	・ICI、アドバイザリー・グループが出した最善行為規範を採択。SECのレビット委員長は「大きな前進」と評価。
10月	・SEC、投資会社の社外取締役規則改正案を発表。2000年1月末まで一般からのコメントを受け付け。同時に社外取締役に関する解釈リリースを発表。 ・ミューチュアルファンド取締役教育評議会(Mutual Fund Directors Education Council)、設立。ルーダー元SEC委員長が議長、ノースウェスタン大学が運営母体となり、投資会社の社外取締役の教育促進に努める。レビット委員長は同評議会の設立を歓迎しSECスタッフに支援を指示。
2000年1月	・ICI、SECの規則改正案を概ね支持するコメントを発表。コメント受付は1月末で締め切り。

(出所) 各種資料より野村総合研究所作成

このようなSECの矢継ぎ早な動きを受けて、ICIは99年3月、「ファンド取締役の最善行為規範に関するアドバイザリー・グループ」(Advisory Group on Best Practices for Fund Directors)を結成し、6月には同グループから報告書が提出された。この報告書には、ICIが15点から成る「ファンド取締役のための最善行為規範」(Best Practices for Fund Directors)を定めるという提案が盛り込まれており、この提案は7月にICIにより採択された。(表16)

表 16 ICIのファンド取締役最善行為規範

1.社外取締役の人数	社外取締役がファンド取締役会の最低3分の2以上を占める。
2.社外取締役の資格	ファンドの運用会社及び一部の関連会社の元オフィサー、元ディレクターは、ファンドの社外取締役になれない。
3.社外取締役の選任	社外取締役は、現役の社外取締役により選任される。
4.社外取締役の報酬	社外取締役が適切な取締役の報酬を定める。
5.取締役のファンドへの投資	ファンドの取締役は、自分が取締役を務めるファンドに投資する。
6.社外取締役用の独立顧問	社外取締役は、ファンドの運用会社及びサービス・プロバイダーとは独立の「適格投資会社顧問」または適切な専門家の助言を受けることができる。
7.社外取締役の年次調査	社外取締役は、ファンドの運用会社及びサービス・プロバイダーとの関係について、毎年質問票を提出する。
8.監査委員会の組織と運営	(1)ファンド取締役会は社外取締役のみで構成される監査委員会を設ける。 (2)監査委員会は、運用会社のメンバーのいない場でファンドの社外監査役と最低年1回会合を開く。 (3)監査委員会は監査役が運用会社から独立であることを毎年確認する。 (4)監査委員会はその義務と権限について記した定款を用意する。
9.社外取締役だけの会合	投資顧問契約の見直しなどに際しては、運用会社のメンバーを外した社外取締役だけの会合を持つ。
10.主席社外取締役	社外取締役は、1人または複数の「主席」社外取締役を任命する。
11.保険の購入	社外取締役は、社外取締役の独立性と実効性を確保するために適切なD&O/E&O保険を購入する。

12.複数のファンド用の単一取締役会	各ファンド毎に異なる取締役会を構成するのではなく、単一(ファンドの投資目的等に応じて複数になっても良い)の取締役会メンバーが全てのファンドの取締役となるようにする。
13.退職に関する方針	ファンド取締役会は取締役の退職に関する方針を定める。
14.取締役会のパフォーマンス評価	ファンド取締役会は定期的に取締役会の実効性を評価する。
15.教育	新任のファンド取締役は適切なオリエンテーションを受ける。また、全てのファンド取締役は業界、規制の動きに精通する。

(出所) ICI, Report of the Advisory Group on Best Practices for Fund Directors (99年6月24日) より野村総合研究所作成

この最善行為規範は、投信業界ですでに一部の投資会社により自主的に採用されている、ガバナンス規定の中で最もレベルの高いものを抽出し、全ての投資会社に対して同様の規定を設けることを推奨するというものだった。社外取締役の最低人数を現行の取締役会の40%以上から3分の2以上に引き上げる、社外取締役の選任は社外取締役が行う、社外取締役が独立の顧問を持てるようにするといった社外取締役の活動の実効性と独立性の強化を狙った規定が盛り込まれた。ICIの最善行為規範は、あくまで業界団体が会員に対して採用を推奨するレベルのもので、法律的な強制力は持たなかったが、その内容の多くは次に述べるSECの規則改正案に反映されることとなった¹⁰。

SECは99年10月、「投資会社の社外取締役の役割」と題する規則改正案を発表し、2000年1月末を期限に一般からのコメントの受付を開始した。その主な内容は表17の通りで、ファンド取締役会の構造と手続き、社外取締役が不必要に資格を喪失することがないようにする規定、社外取締役の訴訟リスクに対する保護、取締役に関する投資家への情報開示、の4項目に分類できた。

表 17 SECの規則改正案

1.ファンド取締役会の構造と手続き	<ul style="list-style-type: none"> ・社外取締役がファンド取締役会に占める割合を、40%以上から過半数または3分の2以上に引き上げる(過半数とするか、3分の2とするかはコメントを得て決定する)。 ・社外取締役は現役の社外取締役により選任されなければならないとする。 ・社外取締役が法律顧問を持つ場合、法律顧問はファンドの運用会社とは独立(原則、運用会社の法律顧問を少なくとも過去2年間に行っていない)でなければならないとする。 ・ファンドの監査委員会が社外取締役のみで構成される場合、取締役会による会計事務所を選択について株主の承認を得る必要はないとする。 ・社外取締役の死亡、退任等により社外取締役の最低人数を割り込んだ場合、空席を埋める期限を60日から150日に延長する。 ・社外取締役の過半数までが証券会社の関係者でもよいとする。
2.社外取締役の資格	<ul style="list-style-type: none"> ・社外取締役がファンドの運用会社の株式の組み込まれたインデックス・ファンドを購入しても社外取締役としての資格を失うことはない。ただし、運用会社の時価総額がインデックスに占める割合は5%未満。 ・社外取締役の資格審査に使われた資料は6年間保管されなければならない。

¹⁰ SECはまた、規則改正案の発表と同時にICIの最善行為規範の遵守をSEC規則により義務づけるかどうかについてもコメントを求めた。

3. 社外取締役の保護	<ul style="list-style-type: none"> ・ 合同 D&O/E&O 保険を購入できるのは、合同保険が社外取締役と運用会社との間の訴訟もカバーする場合のみとする。
4. 情報開示義務	<ul style="list-style-type: none"> ・ 追加情報報告書(SAI)、委任状におけるファンド取締役に関する情報開示を強化する。社外取締役とそれ以外については分けて表記する。 ・ 取締役に関する基本情報の表(氏名、住所、ビジネス経験、運用会社との関係など。年次報告書にも記載) ・ 取締役によるファンドの保有状況の開示 ・ 取締役の潜在的な利益相反の可能性(家族も含む) ・ 取締役会のファンドのガバナンスにおける役割

(出所) SEC リリース 34-42007、”Independent Directors: SEC Proposes, Issues Interpretations” (Mutual Fund Cafe 掲載、99年12月) より野村総合研究所作成

取締役会の構造と手続きについては、社外取締役の最低人数の引き上げ、社外取締役による社外取締役の選任、社外取締役のための独立法律顧問などが提案された。同時に、社外取締役の死亡、退任等により最低人数を割り込んだ場合に後任を選出する期限を現行の60日から150日に延長し、ファンドの運営上の負担軽減に配慮した。

社外取締役の最低人数は、40年投資会社法の立法過程では、実は過半数という提案がなされていたが、社外取締役に運用会社の提案を退ける権限を与えることにより株主が運用会社の提案による利益を享受する機会を失うという懸念から、最終的に40%とされたという経緯があった。しかし、SECによると、その後の60年にわたる経験によりこの懸念が妥当ではなかったことが証明された。

また、社外取締役による社外取締役の選任は、12b-1手数料(ファンドから直接差し引かれる販売関連手数料)を持つファンドに対してはすでに義務づけられているが、これを全てのファンドに拡大しようという提案だった。

社外取締役の訴訟リスクに対する保護については、現在、投資会社の取締役が訴訟の対象となった場合の費用をカバーするために、投資会社がD&O/E&O保険(Directors and Officers/Errors and Omissions 保険)を購入するのが一般的である¹¹。この保険は、同じ運用会社の複数の投資会社と運用会社自身が合同で加入する合同保険の形を取るが、問題は、この合同D&O/E&O保険が被保険者同士の訴訟についてはカバーしないという点だった。つまり、社外取締役は、株主の利益のために必要であれば運用会社と対立することもあり得るわけだが、その対立が社外取締役と運用会社との間の訴訟に発展した場合に、社外取締役はD&O/E&O保険による保護を受けられないということだった。これでは、今後ますます期待される社外取締役の任務遂行に支障を来すということで、SECは今回、D&O/E&O保険が社外取締役と運用会社との間の訴訟もカバーすることを事実上義務づけた。

投資家への取締役に関する情報開示は、そもそもは委任状が主たる方法だが、一般の事業会社と異なり投資会社では年次株主総会が毎年開催されるわけではないことから、実は

¹¹ 企業年金に関する話題ではあるが、E&O保険については橋本基美「米国年金運用における受託者責任保険」『資本市場クォーターリー』2000年冬号を参照のこと。

この方法は不十分と言えた。そこで、投信の投資家が毎年必ず取締役の基本情報について入手できるようにするために、初めて取締役にに関する基本情報の年次報告書への記載が提案された。また、追加情報報告書（Statement of Additional Information、SAI）及び委任状の情報開示を充実させる提案が行われた。取締役によるファンドの保有状況、取締役及びその家族の投信運用会社等との取引関係に関する記載などだった。

SECの規則改正案に対するコメントは2000年1月末に締め切られたが、その多くが基本的にSECのアプローチを支持するもので、批判が目立ったのは独立の法律顧問と情報開示規定の提案であるように見受けられた。代表的なものとしてICIのコメントを取り上げると、ICIは全体としてSEC提案への支持を表明し、独立の投資顧問と情報開示の提案については、①社外取締役のための法律顧問は運用会社と独立でなければならないとする提案については、客観的なアドバイスを提供できる外部顧問が求められるという主旨は支持するが、SEC規則による義務づけは行うべきでない¹²、②情報開示強化のために取締役による投資会社のシェア保有状況の開示を求めるのはよいが、具体的な金額ではなく、一定の金額の範囲（例えば5,000～10,000ドル）にすべきである、③取締役の家族に対しても、運用会社との取引等に関する情報開示を義務づける提案には反対する。この件については既存の情報開示規制で十分であり、不必要な情報を投資家に示し混乱を招く結果になりうる、といった意見を表明した。

さて、社外取締役を通じた投信のガバナンス強化という話題は、決して新しいものではない。例えば、SECが92年に出した投信規制に関する報告書（*Protecting Investors: A Half Century of Investment Company Regulation*）でも投資会社のガバナンス強化について1章が割かれていた。社外取締役を過半数以上とする提案、社外取締役による社外取締役の任命を義務づける提案は、同報告書の中にも盛り込まれていたものである。なぜ今、投信のガバナンスかということになるが、SECは、投信の投資家が急増し、しかもその多くが本格的な株式相場の下落を経験していないという投信市場の現況をふまえ、パフォーマンスが良い時期には忘れられがちなファンドの投資家に対するアカウントビリティの強化を持ち出したと思われる。SECは99年、投信のガバナンスとは別に、投信の手数料水準が適正かどうかというテーマも取り上げ、同年4月には自らのウェブサイトにはファンド手数料の計算プログラムを掲載するなどしたが、これも同じ現状認識に基づくと考えられた。

また、SEC規則改正が提案通り行われた場合の投信業界への影響は、現時点では明らかでないが、その前段とも言えるICIの最善行為規範については、大手の投資会社ですでに概ね採用済みで影響がない一方、中小の投資会社では対応を迫られるものも出るという指摘がなされた。

（野村 亜紀子）

¹² 独立の法律顧問の義務づけについては、長年良質なサービスを提供してきた法律事務所から経験の浅い事務所に変えざるをえなくなるという現役のファンド取締役からの反対意見もあった。