

## フィナンシャル・アドバイザー経由の販売で急拡大するアメリカン・ファンズ

関 雄太

### 要 約

1. 2004年の米国投資信託市場では、2003年9月以降に注目された投信の不正取引問題にも関わらず、2003年に引き続き株式ファンドへの資金流入が好調に推移した。
2. 順調に資産を増やしつつある大手運用会社の中でも、アメリカン・ファンズ（キャピタル・リサーチ・アンド・マネジメントの運用する投信）の急激な成長が注目を集めている。
3. 拡大の背景には、スキャンダルに見舞われなかったこと、パフォーマンスが好調であること、大型株・割安株を中心にした投資スタイルが評価されていることに加え、ブローカーやフィナンシャル・アドバイザー経由の販売を原則とし、長期的な観点から販売支援に取り組んでいることがあげられる。米国の投資信託・証券業界で製販分離が進展する中、「フィナンシャル・アドバイザーが推奨しやすいファンド」としての地位を確立したことが成功要因とみられる。
4. ファンドの巨大化による運用への影響、レベニューシェアリングおよびディレクテッド・ブローカレッジに関する規制当局の調査などで批判も受けているが、現時点では明確にアメリカン・ファンズの人気を止める要因は見当たらない。米国投信業界のリーダーが入れ替わることになるのか、今後が注目される。

### I. 2004年の米国投資信託市場と投信不正問題の影響

2004年の米国投信市場（MMFを除く）を振り返ると、まず、2003年に引き続き、株式投信への資金流入が好調に推移したことが注目される（図表1）。株式投信への資金流入は、景気・株式市場の回復期待から、主として2004年前半に増大、半ばから停滞気味に推移した市況に合わせて、流入速度もやや低下したが、通年では1785億ドル（約18.7兆円）の純流入となった（図表2）。

また、ハイブリッド投信（バランス型投信）への資金流入が高水準に推移し、426億ドル（約4.5兆円）の純流入となった。モー

ニングスターによるスタイル分類別でも、2004年はモデレート・アロケーションのファンドへの流入が加速しており、バランス型の人気うかがえる（図表3）<sup>1</sup>。

2003年9月から大きな注目を集めている投信不正問題については、以上のような状況を見るかぎり、株式投信全体のフロー上は、ほとんどマイナスの影響はみられない。しかし、個別の運用会社別にみると、制裁金を科せられた運用会社、なかでもパトナム、ジェナス、AIMの3社は資金流出が大きく、投資家からの信頼回復が求められる状況に置かれていることがわかる（図表4）。

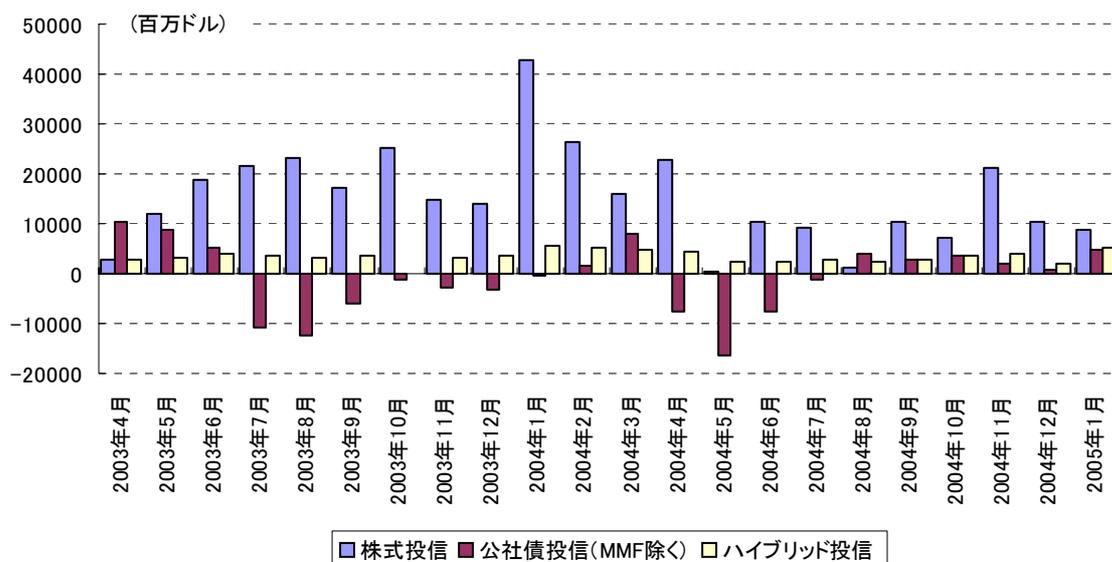
図表1 米国投資信託市場（MMF 除く）の資産残高推移

(百万ドル)

	株式投信	ハイブリッド投信	公社債投信	合計
1984	4,336	1,801	13,058	19,194
1985	6,643	3,720	63,127	73,490
1986	20,386	6,988	102,618	129,991
1987	19,231	3,748	6,797	29,776
1988	-14,948	-3,684	-4,488	-23,119
1989	6,774	3,183	-1,226	8,731
1990	12,915	1,483	6,813	21,211
1991	39,888	7,089	59,236	106,213
1992	78,983	21,833	70,881	171,696
1993	127,261	44,229	70,559	242,049
1994	114,525	23,105	-62,470	75,160
1995	124,392	3,899	-6,082	122,208
1996	216,937	12,177	2,760	231,874
1997	227,107	16,499	28,424	272,030
1998	157,032	10,154	74,610	241,796
1999	187,666	-13,805	-4,081	169,780
2000	309,365	-30,728	-49,763	228,874
2001	31,966	9,518	87,704	129,188
2002	-27,665	7,970	140,278	120,583
2003	152,278	32,581	30,978	215,837
2004	178,541	42,656	-10,207	210,990

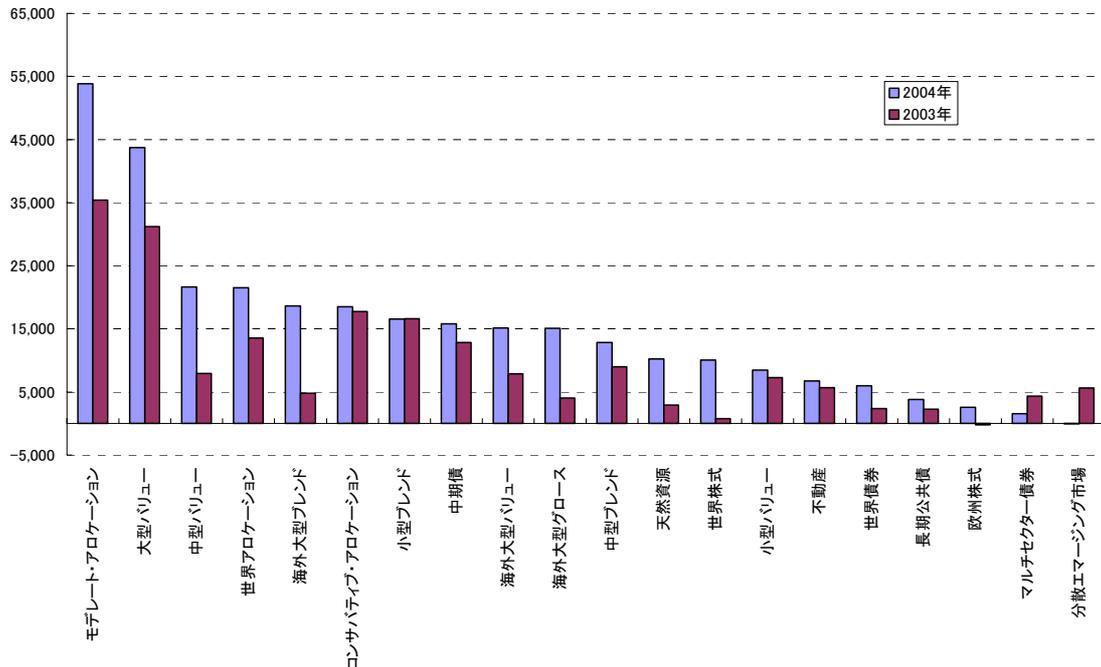
(出所) ICI (Investment Company Institute)

図表2 月次別にみた米国投資信託（MMF 除く）の資金純流出入



(出所) ICI 資料より野村資本市場研究所作成

図表3 モーニングスターの分類別にみた米国投資信託の資金流入



(出所) Financial Research Corp. "Estimated Mutual Fund Net Flows", December 2003 & December 2004 より野村資本市場研究所作成

図表4 投信不正問題で処罰を受けた運用会社の資金流入の状況

	年間純流入			資産額	
	2004年	2003年	2002年	2004年12月	2003年12月
ピムコ・ファンズ	12,463	22,407	27,817	164,080	142,186
バン・キャンベン	4,633	4,020	2,276	67,994	56,072
アライアンス	-2,232	-1,502	-2,256	58,048	54,823
コロンビア	-3,635	3,110	157	54,046	51,615
MFS	-8,401	301	-1,785	75,746	76,759
AIM	-14,143	-7,985	-11,364	70,797	78,828
ジャナス	-18,556	-15,154	-13,513	74,464	85,154
パトナム	-26,793	-28,779	-15,565	114,331	130,688

(出所) Financial Research Corp. "Estimated Mutual Fund Net Flows", December 2003 & December 2004 より野村資本市場研究所作成

## II. アメリカン・ファンズの急拡大

### 1. 群を抜く資金流入

こうした状況の中で、大手投信グループは各社とも順調に資産額を伸ばしているが、中でもアメリカン・ファンズの投信への資金流入額が、群を抜いて大きいことが注目されている。

アメリカン・ファンズは、ロスアンゼルス

本社のキャピタル・リサーチ&マネジメント社が運用している投信ファミリーで、現在の投信運用資産額（2004年末時点で6565億ドル）はバンガード、フィデリティに次ぐ全米3位に位置する<sup>2</sup>。

主要投信運用会社の資産額を調査しているフィナンシャル・リサーチ・コーポレーション（FRC）によれば、アメリカン・ファンズへの資金流入額は2002年388億ドル、2003年645億ドル、2004年837億ドルと続き、

図表 5 主要投信運用会社の推計資金純流入（2004年資産額上位15社の状況）

(単位: 100万ドル)

		年間純流入			資産額		
		2004年	2003年	2002年	2004年12月	2003年12月	2002年12月
1	アメリカン・ファンズ	83,705	64,477	38,844	656,556	505,092	324,682
2	バンガード	51,349	34,004	38,055	706,916	586,721	472,119
3	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	43,776	16,364	NA	115,927	60,617	NA
4	フィデリティ	22,564	25,979	10,882	677,546	594,094	463,674
5	ドッジ&コックス	17,229	15,466	9,878	76,080	48,985	25,443
6	ステート・ストリート・グローバル	12,905	-2,415	NA	81,978	62,920	NA
7	ピムコ・ファンズ	12,463	22,407	27,817	164,080	142,186	112,246
8	T. ロウ・プライス	12,382	8,841	3,287	135,068	107,184	80,633
9	フランクリン・ディストリビューターズ	8,299	11,813	4,079	222,690	190,771	149,061
10	オープンハイマーファンズ	5,503	2,169	4,739	107,792	92,199	73,034
11	アメリカン・センチュリー	551	479	-2,688	78,215	70,276	56,694
12	MFS	-8,401	301	-1,785	75,746	76,759	63,796
13	AIM	-14,143	-7,985	-11,364	70,797	78,828	69,243
14	ジャナス	-18,556	-15,154	-13,513	74,464	85,154	79,886
15	パトナム	-26,793	-28,779	-15,565	114,331	130,688	132,943
	業界全体	242,088	246,493	142,710	5,621,467	4,841,820	3,640,138

(出所) Financial Research Corp. "Estimated Mutual Fund Net Flows", December 2003 & December 2004 より野村資本市場研究所作成

図表 6 個別投信別にみた資金流入ランキング（2004年）

(単位: 100万ドル)

	ファンド名	系列ファミリー	推計年間ネット流入		資産額	
			2004年	2003年	2004年末	2003年末
1	グロース・ファンド・オブ・アメリカ	アメリカン・ファンズ	20,010	13,897	95,266	65,864
2	アメリカン・バランス	アメリカン・ファンズ	12,955	7,954	44,974	28,932
3	キャピタル・インカム・ビルダー	アメリカン・ファンズ	10,906	9,362	41,889	25,609
4	キャピタル・ワールド・グロース&インカム	アメリカン・ファンズ	9,949	3,657	33,223	18,651
5	インカム・ファンド・オブ・アメリカ	アメリカン・ファンズ	9,134	8,670	53,576	38,822
6	フランクリン・インカム	フランクリン・テンプレトン	8,355	7,234	30,576	19,803
7	SPDRs(スパイダーズ)	ステート・ストリート・グローバル	7,959	-5,010	55,944	43,815
8	ドッジ&コックス・バランス	ドッジ&コックス	7,146	9,596	43,266	29,437
9	ユーロパシフィック・グロース	アメリカン・ファンズ	7,022	3,235	51,644	36,627
10	バンガード・トータル・ストック・インデックス	バンガード	6,829	7,871	53,206	40,507

(出所) Financial Research Corp. "Estimated Mutual Fund Net Flows", December 2003 & December 2004 より野村資本市場研究所作成

資産額は2年間で倍増した(図表5)。2004年に関しては、アメリカン・ファンズが業界全体の資金流入の約3分の1を占め、またファンド別にみた資金流入ランキングで上位5本を独占した(図表6)。

この急激な拡大には、複数の要因が指摘されている。

まず、投信不正問題の最中にスキャンダルがなかったことである。ただし、投信不正問題が悪影響を及ぼさなかったのは、フィデリティ、バンガードも同様である。また、後述するように、現在カリフォルニア州司法当局などが、アメリカン・ファンズに対し、過去

の売買取引発注においてディレクテッド・ブローカレッジが行われていたのではないかと調査を行っている。

次に、長期的なパフォーマンスが好調であることである。アメリカン・ファンズの株式投信15本の平均リターンは12.08%(2004年12月31日現在までの10年間)と、業界平均9.9%を上回る(リップラー・ファンド・アナリシスによる)<sup>3</sup>。また、後述するように販売手数料は高く設定されているものの、年間の運用コストは平均1.1%と業界平均(1.4%)を下回っている。さらに、保有株の回転率は年間27%と業界平均(106%)の

4分の1で、投資家の税負担も低い。

第三に、IT バブル崩壊後の市場環境から、保守的で大型・バリュー株を中心にした運用スタイルが好まれていることも影響していると考えられる。ただし、キャピタル・グループは、基本的な投資スタイルをあまり表明しない会社といわれ、また現在最大の投信も成長株ファンド（グロース・ファンド・オブ・アメリカ）であることから、単純に割安株投資が得意な運用会社というわけではない。概して慎重とされる投資姿勢が、不透明な経済環境の中で評価されてきたと考えるべきであろう。

ちなみに、キャピタル・グループは、個人の能力とチームワークを融合したユニークな運用方法で有名である。具体的には『複数ファンド・マネージャー・システム（キャピタル・グループのウェブサイトによれば、マルチプル・ポートフォリオ・カウンセラー・システム）』と呼ばれるもので、1つのファンドの運用において、複数のファンドマネージャーが各々独自の裁量で投資判断を行い、しかも全員の意見を強制的に一致しなくてもかまわないという運営をしている（したがって投資委員会による運用ともやや異なる）。ファンドの資金量が増大した場合には、新たに担当マネージャーが指名され、個々の担当者が運用する資産の規模はそれほど増えないような構造となっている。現在、アメリカン・ファンズの中で資金量最大のグロース・ファンド・オブ・アメリカの場合、担当者数は5年前の4人から現在は8人になっている。ファンドマネージャーの報酬も、個人のパフォーマンスと全体のパフォーマンスの双方に連動しており、4年間を平均して額が決まるので、その年のボーナスを増やそうと過大なリスクをとるといふインセンティブを低減するよう工夫している。

## 2. フィナンシャル・アドバイザー経由の販売マーケティング

このようにみえてくると、第四の要因として指摘できるフィナンシャル・アドバイザー経由の販売体制とマーケティング活動が、アメリカン・ファンズ躍進の大きな鍵を握っていると考えられる。

よく知られている通り、アメリカン・ファンズの投信は、ブローカーやフィナンシャル・アドバイザー経由の販売を原則としており、グループ傘下の販売会社アメリカン・ファンズ・ディストリビューターズ・インクは、エンドユーザーとなる投資家ではなく、証券会社等の営業マンに対するマーケティング活動を担っている。

具体的なマーケティング手法としては、まず手数料体系で、大部分はブローカーに支払われるフロント・エンドの販売手数料を高め設定するが、アメリカン・ファンズの一般大衆向け広告宣伝を行わないことなどで年間経費率を抑える<sup>4</sup>。また、インターネットでは各ファンドの目論見書や四半期運用報告などを閲覧できるようにしているものの、新規口座開設はできない設定となっており、代わりに「私たちはフィナンシャル・プランニングを成功させるためにフィナンシャル・アドバイザーのガイダンスが必要不可欠と信じています。ですから、当社はおお客様がフィナンシャル・アドバイザーを通じてのみ口座を開設できるようにしております」といった販売の方針を掲載している。

その一方で、インターネットはフィナンシャル・アドバイザーの販売活動を支援するツールを提供するチャネルとして重視されており、個々のアドバイザーがウェブページをカスタマイズできる機能を付加したり、ダウンロード機能と資料の提供を充実するという戦略をとっている。

ブローカーの販売支援を実際に主導しているのは、アメリカン・ファンズ・ディストリ

ビューターズの中で地域別に担当を設定されている「ホールセラー」と呼ばれる営業マンである。ホールセラーは、実際に担当地域の販売金融機関を訪問して、多数回の説明会・セミナーを開催し、さらに本社にはホールセラーをバックアップする担当者（インターナショナル・ホールセラー、エリア・サービスなどと呼ばれる）を置いて、電話・電子メールを使って販社の営業マンおよび地域担当ホールセラーと緊密な関係を構築する努力を行っている。

また、長期投資に配慮したフィナンシャル・アドバイザー支援体制の構築、解約率の低減がアメリカン・ファンズのマーケティング戦略の目標となっている。販売金融機関別に解約率をモニターしてフォローしたり、解約・転職・新商品の紹介が多い大企業の確定拠出年金プランへの採用に慎重なものもこの目標によるものとされる<sup>5</sup>。伝統的にみられるエドワード・ジョーンズとの強い関係も、同社が地方の保守的な投資家層を多く抱え、また対面営業を重視して、投信の解約率を業界平均よりも低く抑えていることが要因とされている。

大手投信運用会社の中では、ファンド数が29本と極端に少ない（フィデリティは360本、またバンガードは110本）ことも特徴的である<sup>6</sup>。強気相場に新規ファンドを次々と投入していく販売戦略ではなく、弱気相場の時期も含めて長期間、投資家にメリットを与える投信のみを販売金融機関に紹介するという姿勢を一貫してきた面がある。

このように、米国の投資信託・証券業界で「製販分離」「オープンアーキテクチャー」が進展し、また2003年秋以降に投信不正問題が顕在化して業界に対する不信感が強まっていった中で「フィナンシャル・アドバイザーが推奨しやすいファンド」という地位を固めてしまったことが、アメリカン・ファンズの最大の成功要因ではないかと思われる。

### Ⅲ. 最近の動向とアメリカン・ファンズ拡大の影響

2005年に入ってもアメリカン・ファンズへの資金流入は続いている。

アメリカン・ファンズは、資産拡大を受けて、2004年8月と2005年3月に、年間の管理報酬の引き下げを決めている。例えば、直近の引き下げによって、グループ最大のファンド、グロース・ファンド・オブ・アメリカの管理報酬は0.29%から0.25%となり、グループ全体の平均も0.37%となる（リッパ一社によれば米国の株式投信の平均的な管理報酬は0.75%）<sup>7</sup>。

また、2004年末には6本の投信に関して特別分配を実施し、また2005年に入ってから5本の投信で、分配金を引き上げるなど、配当重視の姿勢も打ち出している。

一方で、これまで投信不正問題と無縁だったキャピタル・グループだが、2005年に入って、レベニューシェアリングおよびディレクテッド・ブローカレッジをめぐる調査を受けていることが明らかになっている。

ディレクテッド・ブローカレッジとは、資産運用会社が何らかのサービス受領の見返りとして発注先証券会社を予め限定するといった慣行を指すが、2005年2月に、NASD（全米証券業協会）は、アメリカン・ファンズ・ディストリビューターズに対し、同社が売買を発注する証券会社を選定する際に販売成績を考慮していたという訴えを起こした。アメリカン・ファンズ側は、証券会社との間でそのような約束や条件を結んだことはない主張し、常に投資家にとって最も有利な価格での売買を求める最良執行義務を守ってきたとしている。さらにSECも、ディレクテッド・ブローカレッジに関連した問題で現在、アメリカン・ファンズに対する調査を進行させていることが明らかになっている。なお、

ディレクテッド・ブローカレッジは、2004年の規則改正で原則として禁止されている。

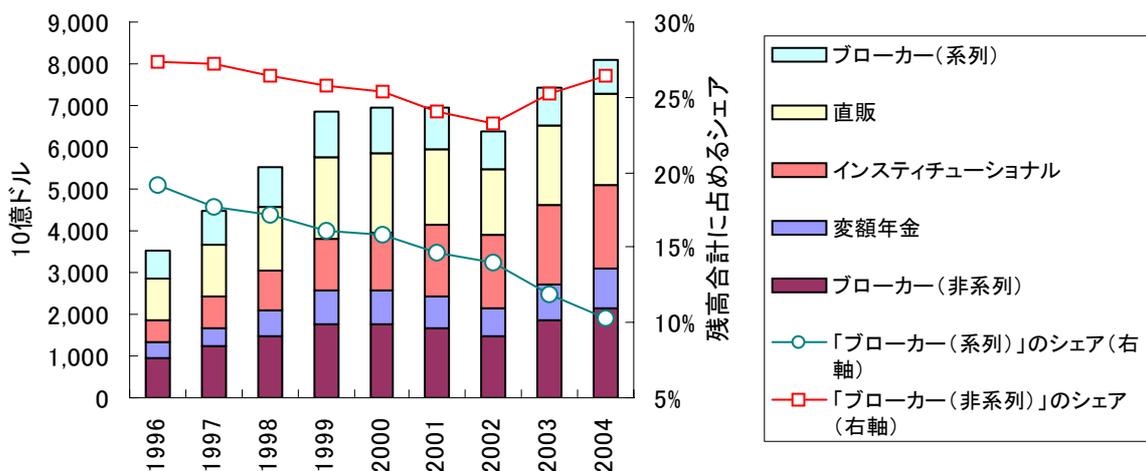
また、レベニューシェアリングは投信運用会社が、ファンドから受領する運用報酬の一部を販売証券会社に還元する慣行を指す。この慣行の投資家への適切な開示のあり方に関連して、2005年3月24日に、キャピタル・リサーチ&マネジメントとアメリカン・ファンズ・ディストリビューターズは、カリフォルニア州のビル・ロッキヤー司法長官を相手取って訴訟を起こした。これは、アメリカン・ファンズと証券会社との間のレベニューシェアリング取引の開示について、一年ほど調査を進めてきた同司法長官が、起訴の構えを見せたため、キャピタル側が、投信運用会社が証券会社に支払う手数料の開示について規制権限を持つのはSECのみでロッキヤー司法長官はSECの管轄を侵害しているとして、制裁とネガティブなイメージの流布を未然に阻止しようとしたものと考えられている。キャピタル側はそもそも規制違反に相当する事実はないとしているが、カリフォルニア司法当局は結局、同じ3月24日に、上記のキ

ャピタル・グループ2社を訴えており、今後の議論が注目されている状況である。

この他にも、アメリカン・ファンズに対しては、慎重な運用スタイルの投信の人気が続いても持続するわけではない、アメリカン・ファンズの各投信が募集を止めないため、巨大化しすぎたファンドの運用は困難化するに違いない、またポートフォリオの銘柄数が増えるとファンド間の違いがなくなり、インデックスファンドに近づいていく可能性もある（高めに設定される販売手数料を正当化できなくなる）といった、批判的な見方もある。

しかし、現時点では、明確にアメリカン・ファンズの人気を止める要因は見当たらない。特に、最近の米国投信市場における販売チャネルの動向をみた時に、「ブローカー（系列）」経由が勢力を弱めており、非系列の販売チャネルが運用会社のマーケティングの成否を握るようになってきていることを考えるならば、アメリカン・ファンズの戦略は時勢に合致していることになる（図表7）。実際、販売金融機関の「商品棚」に1000本超のファンドが並ぶようになってきている中で、各運用

図表7 販売チャネル別にみた長期投信の残高（各年末）



(注) 「インスティテューショナル」は法人口座、年金プランなどによる投信シェアの購入を指す。

(出所) ICI資料より野村資本市場研究所作成

会社ともアメリカン・ファンズのようなホールセラー部門を強化し、フィナンシャル・アドバイザー向けの販売支援に力をいれはじめているのが現実である。

このように、近年の米国投信市場の流れによって成長してきたともいえるアメリカン・ファンズが、今のペースで拡大した場合、資産額は1年足らずの間にフィデリティとバンガードに迫る、あるいは追い抜く可能性も出てきている。対抗するフィデリティも、手数料の引き下げや運用体制の見直しに着手しており、競争が激化してきた<sup>8</sup>。今後、米国投信業界のリーダーが入れ替わることになるのかが注目されよう。

---

<sup>8</sup> フィデリティは最近、今後2-3年以内に機関投資家を対象とした新たな投資顧問会社を設立すると発表した(2005年3月16日)。新会社は、リテール投信運用を中心とするフィデリティ・マネジメント&リサーチ社とは別に、トレーディングデスクとリサーチ部門を備えることになる。この組織再編も、機関投資家向とリテールに資産を分けて運用を行っているキャピタル・グループをモデルとしたと言われており、手数料や管理体制が異なる二部門を分けることによる効率化と、資金規模が巨大すぎることに由来する非効率や問題を回避することが狙いとされている。フィデリティ・インベストメンツのプレスリリースおよび“Fidelity to Woo Institutional Clients”, *Wall Street Journal*, 03/17/2005 参照。

---

<sup>1</sup> モーニングスターの定義によると「モデレート・アロケーション」は株式、債券、キャッシュの3アセットに投資し、値上がり益とインカムの両方を追求する投資信託の分類。同じく3資産に投資する「コンサバティブ・アロケーション」と比較すると、株式比率が高く50~70%が典型的である。なお、2003年6月の変更以前は、モーニングスターは「国内ハイブリッド」を株式比率20~70%の投資信託の分類に用いていた。

<sup>2</sup> 年金の受託運用資産などを合わせたキャピタル・グループの総運用資産は8140億ドル(2003年末時点)で、全米4位に相当する(インスティテューショナル・インベスターズ誌調査による)。ちなみに、年金・大学基金・財団など機関投資家からの委託運用部門は、キャピタル・グループの中でも「グローバル・インスティテューショナル・グループ」と呼ばれ、キャピタル・グループ・インターナショナル・インクを持株会社に、キャピタル・ガーディアン・トラスト社などを傘下にいった関係会社群が担当している。

<sup>3</sup> “American Funds’ Dilemma”, *BusinessWeek*, 02/21/2005

<sup>4</sup> キャピタル・グループは、キャピタルもしくはアメリカン・ファンズのブランドを積極的に宣伝するようなことはほとんどなく、また、販売金融機関より目立ってはいけなとの配慮から本社ビルに看板を掲げないといった、地味な企業文化が形成されているという。チャールズ・エリス著(鹿毛雄二訳)「キャピタル」日本経済新聞社(2005年)など参照。

<sup>5</sup> 前掲脚注4参考文献の第5章を参照。

<sup>6</sup> 前掲脚注3。

<sup>7</sup> “Top-Selling American Funds’ Advisory Fees Drop Further”, *Wall Street Journal*, 03/18/2005