

米国資産運用業界におけるサブアドバイザーの活用

神山 哲也

要 約

1. 米国資産運用業界では、バック・オフィスのみならず、運用についても、必要に応じて外部の資源を活用する動きが活発である。この背景には、手数料の低下圧力や規制強化など、ビジネス環境が厳しくなっていることが挙げられる。
2. 運用会社が外部の運用アイデアを活用する最も基本的な形態は、自社が得意としない分野へ商品ラインアップを拡充させるためにサブアドバイザーを利用することである。米国でサブアドバイザーを採用する投資信託の資産残高は 6,377 億ドルとされる。
3. 複数の外部の運用アイデアを組み合わせた運用商品として、マルチ・マネージャー商品がある。投資家の分散投資に対する理解の高まりと運用商品の複雑化を受け、マルチ・マネージャー商品の人気は近年高まっている。
4. 米国では、サブアドバイザーの新たな活用手法として、ファンド・アダプションが注目されている。ファンド・アダプションとは、運用会社が他の運用会社にファンドを売却し、自社はサブアドバイザーとして当該ファンドの運用に特化するというものである。
5. 我が国でも、運用会社のビジネス・ラインの見直しが重要な課題となることが予想される中で、米国におけるサブアドバイザー活用の事例は参考になるものと思われる。

I. はじめに

米国では、資産運用ビジネスを取り巻く環境が厳しさを増している。運用手数料に対する低下圧力が強まっているほか、サーベンス・オクスレー法、ファンド取締役会に 75%の社外取締役を求める SEC 規則、ファンドのトレーディングにおけるディレクテッド・ブローカレッジを原則禁止する SEC 規則など、規制強化に係る負担も増加してきている。このような環境下において、運用会社が自社のコア・コンピタンスに集中する一方、そうでないと判断した業務については外部の資源を活用しようとする動きが活発になってきている。

このような動きは、主に運用会社のバック・

オフィスにおいて観察することができる¹。運用会社は、自社のコア・コンピタンスが運用をはじめとするフロント・オフィスにあると認識し、それ以外の業務、即ちバック・オフィスについては、自社の資源を投入するよりも、外部の資源を活用しようとするのである。

しかし、外部の資源を活用しようとする動きは、バック・オフィスにとどまらず、運用会社のコア業務である運用においても観察される現象である。即ち、運用の中身において、自社のコア・コンピタンスがあると考えられる部分については内部の資源を活用する一方、そうでないと自ら判断した部分については外部の運用アイデアを活用しようとするのである。

外部の運用アイデアを活用する形態は

様々であり、サブアドバイザーの活用、マルチ・マネージャー商品、ファンド・アダプションなどがある。以下では、それぞれについて米国の状況を中心に概観する。

II. サブアドバイザーの利用

外部の運用アイデアを活用するにあたり、最も基本的な形態は外部のサブアドバイザーを活用することである。サブアドバイザーには、グループ内の運用会社を活用する場合と、グループ外の運用会社を活用する場合があるが、本稿ではグループ外の運用会社を活用する場合に議論を限定する。

1. 概況

サブアドバイザーを採用しているファンドに関する公式なデータはないが、米国の資産運用ビジネスのリーサー会社であるストラテジック・インサイトによると、米国においてサブアドバイザーを採用しているミューチュアルファンドの資産残高は、2004年4月時点で6,377億ドル（1,002本）であり、その内訳は、株式ファンドで4,928億ドル（771本）、債券ファンドで980億ドル（167本）、MMFで468億ドル（64本）となっている。MMFを除いた長期ミューチュアルファンド

では、およそ8本に1本でサブアドバイザーが採用されており、海外株式ファンドにおいては、およそ5本に1本でサブアドバイザーが採用されている（図表1参照）。

また、金融サービス業界のリーサー会社であるファイナンシャル・リーサー・コーポレーション（FRC）によると、ミューチュアルファンドにおけるサブアドバイザーの活用は今後増加すると予想され、2008年には8,000億ドルを超えると推計している。

2. 背景

米国におけるサブアドバイザーの最も初期の形態はバンガードとウェリントンの関係であったとされる。1970年代中葉、ウェリントンを退職したジョン・ボーグル氏は、ウェリントンの運用するファンドの取締役に残り、ファンドのスポンサーシップを新たに設立したバンガードに移管する一方、運用面ではウェリントンをサブアドバイザーとして採用したのである。このように、米国ミューチュアルファンド業界におけるサブアドバイザーの始まりは偶然の所産とも言えるものであったが、現在では、サブアドバイザーを採用する側（スポンサー）、サブアドバイザー側の何れにおいても、戦略上の選択肢の一つとして活用されるようになっている。近年で

図表1 サブアドバイザーを採用している米国ミューチュアルファンド

	資産残高 2004.4	純資金流入		本数 2004.4
		2003	2004.1~4	
長期ファンド	5,909	309	217	938
株式ファンド	4,928	259	207	771
国内株式ファンド	4,246	218	164	605
海外株式ファンド	683	41	43	166
債券ファンド	980	50	10	167
課税債券ファンド	887	53	11	127
非課税債券ファンド	93	-3	-1	40
MMF	468	-141	-36	64
総合計	6,377	168	181	1,002

（出所）ストラテジック・インサイト資料より野村資本市場研究所作成

は、ベア・マーケットやミューチュアルファンドの不正取引問題などによりビジネス環境が悪化している中で、サブアドバイザーがひととき注目を浴びている。

運用会社が外部のサブアドバイザーを利用する理由はいくつか考えられるが、最も一般的な理由としては、自社が得意としない分野へ商品ラインアップを拡張するニーズが挙げられる。例えば、海外株式の運用に専門性を持たない米国の運用会社が日本や欧州の運用会社をサブアドバイザーとして採用するといった場合が典型的であろう。あるいは、バンガードに見られるように、パッシブ運用については内部資源を有しているが、アクティブ運用については内部資源を有していない場合、アクティブ運用のサブアドバイザーを利用することによってアクティブ運用商品の提供も行う、といった例が挙げられる。前者はアセットクラスの側面、後者は運用手法の側面における弱点を補完するものと位置付けることができる。

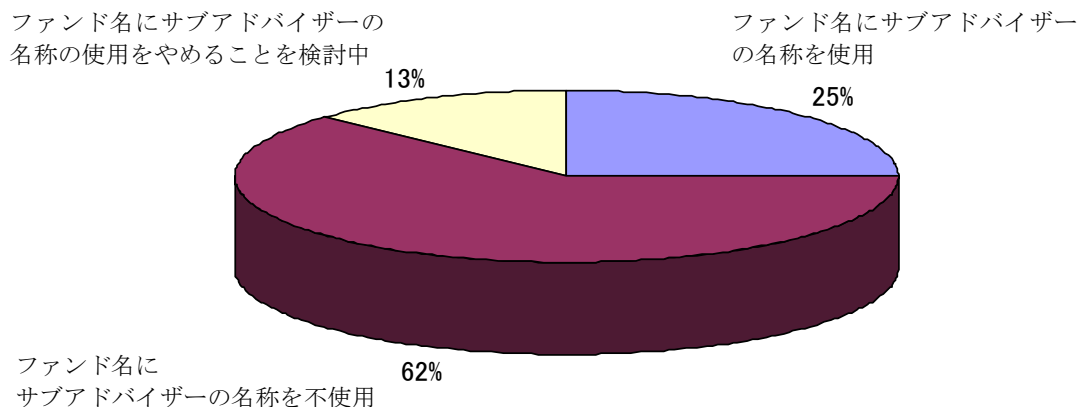
また、サブアドバイザーの妙味は、最も効果的なブランドを用いてファンドの販売を行える点にもある。リテール投資家を対象とするファンドの場合、投資家に最も訴えかけるブランドが、スポンサーのものであるか、

サブアドバイザーのものであるかによって、ファンド名に最も効果的なブランドを冠することができるのである。金融業界のリサーチ・コンサルティング会社であるセルリー・アソシエイツの調査によると、ほとんどの場合、サブアドバイザーのブランドはファンド名に用いられておらず、多くのサブアドバイザー契約において、大手の運用会社がスポンサーとなり、リテール分野でプレゼンスの少ない中小運用会社をサブアドバイザーとして採用している実態が見て取れる（図表 2 参照）。

上記以外で、運用会社がサブアドバイザーを利用する理由としては、①ファンドの運用では永続的な差別化を図れず、ファンドの販売にこそ自社の強みがあると判断した場合、②外部の著名運用担当者をサブアドバイザーとして採用することにより、ファンドの販売を拡大しようとする場合、③マネージャー・オブ・マネージャーズとしてファンドを運用する場合（後述）、などが挙げられる。

一方、サブアドバイザーとなる側にもメリットがある。サブアドバイザーとなることにより、自社の運用商品の販売チャネルを多様化することができ、また、ビジネス・リスクを分散することも可能となる。例えば、従来

図表 2 サブアドバイザーを採用するファンドのブランディング



(注) サブアドバイザーを採用している運用会社 40 社にアンケート調査
 (出所) セルリー・アソシエイツのコンファレンスより野村資本市場研究所作成

ミューチュアルファンドの形態のみで自社の運用商品を提供していた運用会社にとって、変額年金や SMA²などの運用プラットフォームのサブアドバイザーとして採用されることにより、ミューチュアルファンド・ビジネスのみに依拠するリスクを回避することができるのである。

3. サブアドバイザーの採用

サブアドバイザーの選定に際し、最初にチェックされるのは、スポンサーが必要としている補完機能をサブアドバイザーが有しているか、という点である。即ち、特定のアセットクラスなり、運用手法なりについて強みを有しているか、という点が入り口となる。その上で、そのアセットクラスなり運用手法なりで優良なパフォーマンスを達成できるか、定量的・定性的な評価がなされる。定量面では、過去のパフォーマンス、運用資産残高、ピア・グループにおける順位などがチェックされ、リッパーやモーニングスター等のデータベースが用いられることが多い。定性面では、運用プロセス、ファンド・マネージャーの交代の頻度、リスク管理プロセスなどがチェックされる。最近では、スポンサーが外部のコンサルタントにスクリーニングを依頼する場合もある。

スクリーニングの結果、数社程度に候補が絞り込まれた後、リクエスト・フォー・プロポーザル (RFP) が送られる (スクリーニングの初期段階で RFP が送られる場合もある)。RFP では、企業情報、運用の人員・チーム、売買の頻度、運用戦略、顧客サービス、コンプライアンス等の項目について問われる。最近では、デュー・ディリジェンスのプロセスが厳格になってきており、サブアドバイザーに係る社としての方針についても問われる場合も多いと言われている。これらのステップを踏まえ、最終的にはサブアドバイザー候補と面談の上、サブアドバイザーが決定さ

れる。

また、既存の関係に基づいてサブアドバイザーが選定されることも多い。セルリー・アソシエイツによると、サブアドバイザーを受けている資産の 43% が、以前からスポンサーとビジネス上の関係を有していたサブアドバイザーを採用しており、この傾向は今後強まると見ている。

一方、最近では、サブアドバイザーの側も、サブアドバイザーの依頼を受けるか否かを慎重に検討するようになってきていると言われている。社内のセールス/コンサルタント担当チームが、サブアドバイザーとなることにより十分な利益を得られるのかを評価するようになってきているというのである。これは比較的新しいトレンドであり、かつては、持ち込まれた依頼は全て取りに行くというスタンスが多かったが、サブアドバイザーに係るコストが認識されてきたことの表れと見ることができる。ファンド・マネージャーとの面会を頻繁に求めてきたり、微細なデータを求めてくるなど、スポンサーの要求が過多で、サブアドバイザーが予想外に労働集約的なビジネスになる場合もある、ということが認識されてきているのである。例えば、2003 年 8 月、バークレイズ・グローバル・インベスターズは E*TRADE テクノロジー・インデックスファンド (1,000 万ドル) と USAA グローバル・タイタンズ・インデックスファンド (1,800 万ドル) のサブアドバイザーから降りている。バークレイズ・グローバル・インベスターズは約 250 億ドルの資産を対象にサブアドバイザーを提供しているが、上記 2 件については、利益がコストに見合わなかったとしている。

4. 主なプレイヤー

米国におけるサブアドバイザーで圧倒的なシェアを誇るのはウェリントンであり、ミューチュアルファンド、変額年金の何れにおい

でもトップに位置している。特に、ミューチュアルファンドのサブアドバイザーでは、およそ 1/3 のシェアを占めると見られている。前述の通り、元々ウェリントンとバンガードの関係からサブアドバイザーは始まっており、現在でもウェリントンのビジネスに占めるバンガードの割合は高いが、バンガード以外のスポンサーからのマンデートも増加している。例えば、ハートフォード・ライフ・インシュアランス、サウジアラビアのナショナル・コマーシャル・バンク等のマンデートも獲得しており、2004 年初頭には、J&W セリグマンのファンド 4 本のサブアドバイザーにもなっている。また、2003 年末には、エクイタブル・ライフ・アシュアランスがアクサ・プレミア・テクノロジー・ファンドのサブアドバイザーであったアライアンス・バーンスタインを解雇し、ウェリントンを新たにサブアドバイザーとして採用している。サブアドバイザー変更の理由は明らかにされていないが、ミューチュアルファンドの不正取引事件にアライアンス・バーンスタインが絡んでいたことが背景にあると見られている。

また、ウェリントン以外の大手サブアドバイザーとしては、バロー・ハンレー・ミューヒニー・アンド・ストラウス、プライムキャップ・マネジメント、アライアンス・バーンスタインなどがある。

Ⅲ. マルチ・マネージャー商品

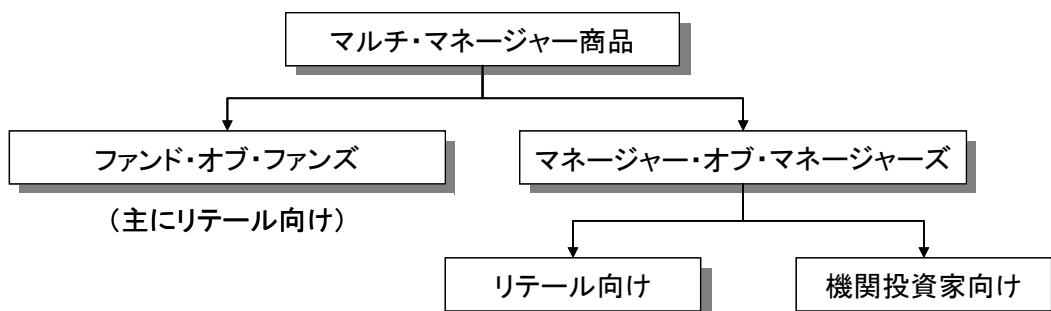
サブアドバイザー活用の応用版として、複数のサブアドバイザーに運用を委託し、運用会社は主に全体のアセットアロケーションやリスク管理を行うマネージャー・オブ・マネージャーズ商品がある。マネージャー・オブ・マネージャーズ商品は、マルチ・マネージャー商品の一類型としてファンド・オブ・ファンズと一緒に論じられることが多いため、ここではファンド・オブ・ファンズについても、外部の運用アイデアを活用する一形態として、少しく記述する。

1. 分類

マルチ・マネージャー商品とは、複数の運用商品の組み合わせによってポートフォリオを構築するものであり、マネージャー・オブ・マネージャーズ商品とファンド・オブ・ファンズがある（図表 3 参照）。

ファンド・オブ・ファンズは、ほとんどの場合、リテール向けの商品として販売される。運用面では、ファンド・オブ・ファンズの運用会社の役割は個別銘柄の選定を行うことではなく、他社の運用する既存のファンドの持分を組入れることであるため、どのファンドを組入れるかでファンド・オブ・ファンズの運用の巧拙が問われることになる。なお、フ

図表 3 マルチ・マネージャー商品の分類



(出所) 野村資本市場研究所作成

ファンド・オブ・ファンズでは、サブアドバイザーは利用されない。

マネージャー・オブ・マネージャーズ商品は、伝統的に機関投資家向けの商品として欧米で発達してきたが、近年はリテール向けにも販売されるようになってきている。マネージャー・オブ・マネージャーズ商品は、スポンサーの役割が個別銘柄の選定ではないという点ではファンド・オブ・ファンズと同じであるが、ファンドの組成段階でアセットクラスや運用スタイルごとにサブアドバイザーを複数採用する点が異なる。もっとも、当初採用したサブアドバイザーを事後的に解雇することは可能である。

2. 概況

従来機関投資家のみ提供されていた運用手法がリテール分野でも提供されるようになり、様々な運用商品が様々な販売チャネルを通して提供されるようになってきたことに伴い、投資家が自らの判断で個別の運用商品の中から品質の高いものを選定することの困難さが増している。一方、個人投資家の分散投資に対する理解は近年徐々に高まってきている。そのような環境下において、個別の運用商品・運用会社の評価・選定をプロの手に委ね、複数の運用商品・運用会社でポートフォリオを構成するマルチ・マネージャー商品が人気を博している。

セルーリ・アソシエイツの調査によると、世界のマルチ・マネージャー商品の資産残高は、2003年を通して28%増加し6,780億ドルに達した。純資金流入額は過去最高の660億ドルであったが、その内訳では、ファンド・オブ・ファンズがマネージャー・オブ・マネージャーズ商品を若干上回ったとされる。また、2004年の資産残高の増加率は14%と推計されている。一方、マルチ・マネージャー商品を含む世界の投信業界全体の増加率は2003年で13%、2004年で8%と推計してお

り、マルチ・マネージャー商品の増加率が投信業界全体の増加率を上回っていることが見て取れる。

また、同調査によると、2003年中のリテール向けマルチ・マネージャー商品（ファンド・オブ・ファンズとリテール向けマネージャー・オブ・マネージャーズ商品）への純資金流入額は、世界の投信業界全体への純資金流入額の15%を占め、世界の投信残高のおよそ7%を占めるに至っている。

しかし、マルチ・マネージャー商品は、スポンサーの運用会社に加えて、追加的に運用会社加わるため、ファンドのコストは増加することになる。セルーリ・アソシエイツによると、平均的なリテール向けのファンド・オブ・ファンズは2%~3%の手数料を取るといふ。一方、リテール向けのマネージャー・オブ・マネージャーズは1.25%~1.8%の手数料を取り、2.25%程度に及ぶこともあると言われている。

また、パフォーマンス面においても、マルチ・マネージャー商品は必ずしも普通の投資信託より優れているとは限らない。モーニングスターによると、国際株式ファンド・オブ・ファンズの2003年のパフォーマンスは8月20日時点で平均0.26%であり、普通の国際株式ミューチュアルファンドは同期間で平均-0.8%であった。しかし、過去3年間を見ると、国際株式ファンド・オブ・ファンズのパフォーマンスは平均4%であったのに対し、国際株式ミューチュアルファンドは同期間で平均5.3%のパフォーマンスを記録したという。

3. マネージャー・オブ・マネージャーズ vs ファンド・オブ・ファンズ

マネージャー・オブ・マネージャーズ商品とファンド・オブ・ファンズの優劣をめぐる主な論点は、運用に対するコントロールをスポンサーがどのように保てるか、という点に

ある。

マネージャー・オブ・マネージャーズ商品を支持する立場では、この運用手法の方がファンド・オブ・ファンズに比べ、運用に対してより直接的なコントロールを及ぼすことができる」と主張する。実際、マネージャー・オブ・マネージャーズ商品のスポンサーは、サブアドバイザーから定期的に運用に関するデータを得ることができ、また、要請すればカスタマイズされた情報を入手することができる。ファンド・オブ・ファンズは、ほとんどの場合、公募のファンドを組入れるため、他の投資家を得る情報と同じ情報しか入手できないことが多い。結果、マネージャー・オブ・マネージャーズの方が、ポートフォリオを構成する個別ファンドにおいて組入れ銘柄が重複する確率をより低く抑えることが可能となる。また、機関投資家は運用プロセスの説明を求めてくることが多いため、マネージャー・オブ・マネージャーズ商品の方がより機関投資家に適した運用商品となる。

一方、ファンド・オブ・ファンズを支持する立場では、この運用手法の方がマネージャー・オブ・マネージャーズ商品に比べ、必要に応じて柔軟にマネージャーの構成を組み換えることができると主張する。実際、マネージャー・オブ・マネージャーズ商品においては、スポンサーとサブアドバイザーの間でサブアドバイザー契約に基づく様々な取り決めがあるため、ファンド・オブ・ファンズほど簡単にアセットアロケーションを変更し、マネージャーを組み替えることができない。

4. 主なプレイヤー

マネージャー・オブ・マネージャーズの大手プレイヤーとしては、ラッセル・インベストメント・グループ、SEI インベストメンツ、バンガード、MLC³、ノーザン・トラストがある。この5社で、全世界のマネージャー・オブ・マネージャーズ商品の70%以上を占

めているが、近年では、上記5社以外のシェアが増大している。

最大手のラッセル・インベストメント・グループは、セルリー・アソシエイツによると、世界のマネージャー・オブ・マネージャーズの22.4%のシェアを有している。同社は、1980年に米国でマルチ・マネージャー商品の提供を開始し、その後ほぼ一貫して運用資産残高を増加させている。特に、この5年間でビジネスを急拡大させており、1998年末には456億ドルであった全世界における運用資産残高を2003年末には1,100億ドルと倍増させている。マネージャー・オブ・マネージャーズ商品の顧客はリテールと機関投資家とほぼ半々だが、わずかに機関投資家が上回っている。

ラッセル・インベストメント・グループは、マネージャー・オブ・マネージャーズとしての運用商品の提供と年金コンサルタントとしてのゲートキーピングをビジネスの二本柱としている。運用会社を評価・選定する機能および専門性をマネージャー・オブ・マネージャーズとして活用すると同時に、年金基金のゲートキーパーとしても活用することをビジネス戦略の根幹としているのである。近年は機関投資家の顧客の幅を広げており、寄付基金、財団、銀行、ブローカーなど、年金基金以外の機関投資家にもゲートキーパーとしてのサービスを提供している。コンサルティング・サービスの対象資産総額は1.8兆ドルに及んでいる。また、ドイツのメツラー・アセットマネジメント⁴とファンド・オブ・ヘッジファンズで提携するなど積極的な世界進出を展開しており、日本、オーストラリア、英国など35以上の国でサービスを提供している。

SEI インベストメンツは18.1%のシェアを有しており、ラッセル・インベストメント・グループに次いで業界2位となっている。同社がマネージャー・オブ・マネージャーズと

して運用するミューチュアルファンドは、2004年3月末時点で運用資産残高884億ドル（米国27位）であり、また、顧客のおよそ7割がリテール投資家となっている。

SEI インベストメンツは、マネージャー・オブ・マネージャーズとしての運用会社の側面と金融機関のアウトソーシング・サービスのプロバイダーとしての側面を有する。元々ITを駆使したアウトソーシング・サービスのプロバイダーとして発足したが、マネージャー・オブ・マネージャーズとして自らも運用に進出するようになった。また、90年代後半には買収した会社を通して年金基金等にゲートキーピング・サービスを提供したこともあったが、現在では撤退している。SEI インベストメンツは、そのマネージャー・オブ・マネージャーズ商品のサブアドバイザーに対してバック・オフィス等のアウトソーシング・サービスを提供しており、また、同社のシステムを通して各サブアドバイザーの運用について、個別銘柄売買のレベルまでモニタリングしている。同社へのインタビューによると、現在およそ50社のサブアドバイザーを採用しているという。

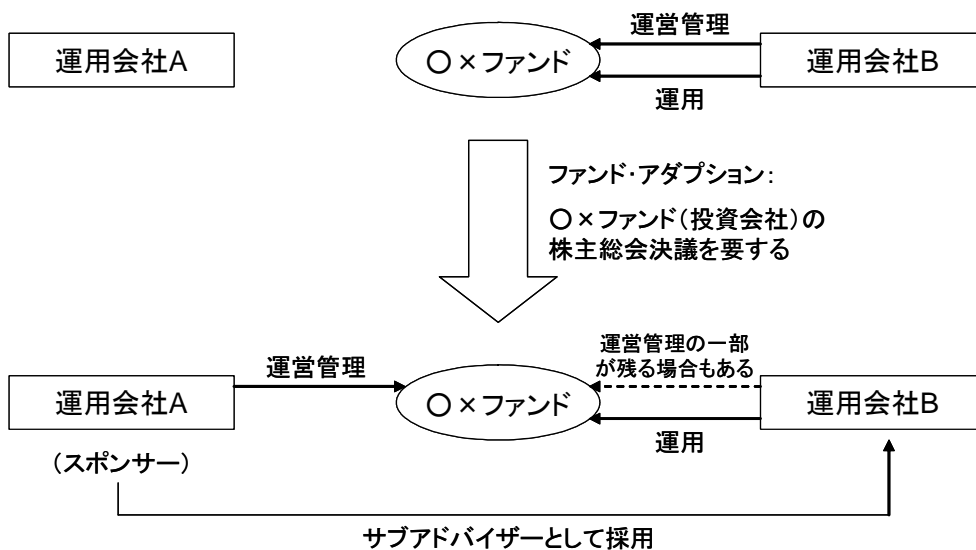
SEI インベストメンツは、主にファイナンシャル・アドバイザーを通してマネージャー・オブ・マネージャーズ商品を販売しているが、現在、取引を行うファイナンシャル・アドバイザーの絞込みを行っている。同社は、2003年10月に、取引額が300万ドルに満たない2,500のファイナンシャル・アドバイザーに書簡を送り、コミットメントを増やすか関係を断つかを迫った。その結果、1,250のファイナンシャル・アドバイザーとの取引が終了した。最終的には、取引額の多い500ほどのファイナンシャル・アドバイザーとの取引関係を強化し、彼らに提供するシステム・サービスの充実を企図している。

IV. ファンド・アダプション

1. ファンド・アダプションとは

ここ数年、米国においてファンド・アダプションが注目されている。ファンド・アダプションとは、運用会社が他社の運用するファンドを買収し、その際、元の運用会社を当該ファンドのサブアドバイザーとして採用する行為を指す（図表4参照）。

図表4 ファンド・アダプションの基本的スキーム



(出所) 野村資本市場研究所作成

買収する側にとっては、通常通りサブアドバイザーを採用して新規ファンドを組成する場合と異なり、既に一定の資産規模とトラック・レコードのあるファンドを用いて自社の商品ラインアップを補充することができる。また、ファンドを売却する側にとっては、従来バック・オフィスから販売まで全て手掛けていたファンドについて、ファンドからの収入の一部を失うことと引き換えに、運用のみに集中することが可能となる（ファンド・アダプションの契約内容次第では、サブアドバイザーが引き続き運用以外の義務の一部を負うこともある）。リテール分野においてプレゼンスの少ない中小の運用会社にとっては、大手の運用会社にファンドを売却することにより、ファンドの販売を強化し、運用資産残高を拡大させることが可能となる面もある。多くの場合、運用資産残高 1 億ドル未満で過去のパフォーマンスが優れたファンドが買収の対象となると言われている。

しかし、ファンド・アダプションは、中小の運用会社にとってリスクを伴うものでもある。何故なら、買収されるファンドの元の運用会社は、ファンド・アダプションによってファンドに対する決定権を失うことになるため、ファンド・アダプション後のパフォーマ

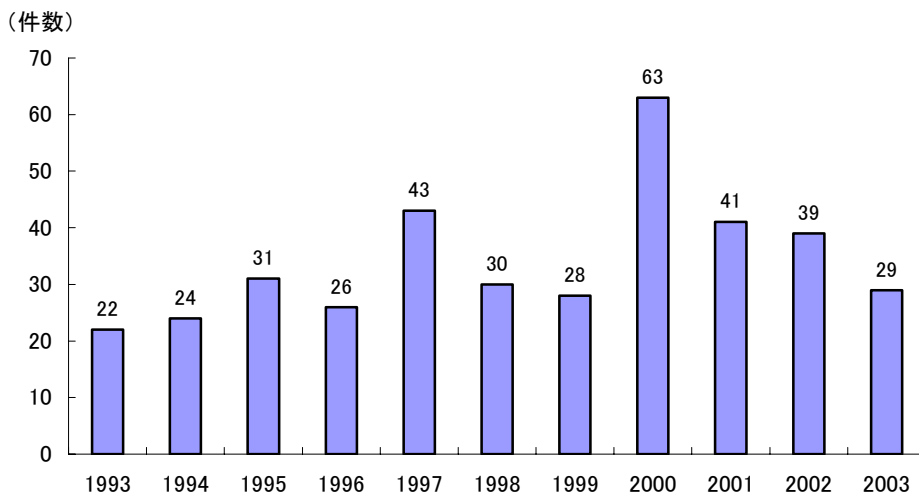
ンスが好ましくない場合、スポンサーによって解雇されることもあるからである。つまり、中小の運用会社にとって、ファンド・アダプションを用いてファンドを売却するには、販売強化によって運用資産を増大させられる可能性と、サブアドバイザーを解雇されるリスクとを比較衡量した上で行う必要があるのである。

ファンドの投資家にとっても、ファンド・アダプションがメリットになる場合がある。ファンドが大手の運用会社を買収され、より多くの販売チャンネルを通して販売されるようになれば、ファンドの資産残高が増加し、ファンドの経費率の低下につながるからである。

2. 注目される背景

ファンド・アダプションは、資産運用業界における合従連衡の新たな形態と見ることもできる。運用会社が規模を拡大するために、他の運用会社を買収するという事は以前から行われていたが、運用会社自体の買収には膨大な時間とコストがかかり、また、多くの運用会社の買収が期待通りの成果を収めていない事例が多いという認識の下、近年では運用会社の買収は減少傾向にある（図表 5 参照）。そのような環境下で、部分的な買収と

図表 5 世界の資産運用業界における M&A の推移



(注) 運用資産残高 10 億ドル以上のディールのみをカウント
 (出所) セルリー・アソシエイツ資料より野村資本市場研究所作成

も言えるファンド・アダプションが活用されるようになったのである。

ファンド・アダプションが注目を浴びるようになったもう一つの背景としては、2003年末に米国で生じたミューチュアルファンドの不正取引問題が挙げられる。不正取引問題に端を発する SEC による規制強化や個人投資家のミューチュアルファンドに対する不信感の増大により、特に中小の運用会社がリテールのミューチュアルファンド・ビジネスに対して消極的になってきているとの見方もある。そのような環境下において、中小の運用会社にとって、サブアドバイザーとして運用に特化することは、増加するコンプライアンス・コストやレピュテーション・リスクを避けるために合理的な選択肢と言えよう。

また、2004年9月に SEC によって採択されたディレクテッド・ブローカレッジ⁵を原則禁止とする規則も、今後ファンド・アダプションを増加させる要因になると考えられる。即ち、従来ファンドを積極的に販売する見返りとして優先的に注文を受けていた証券会社が、シェルフ・スペースの確保のために運用会社に手数料を要求するようになれば、多くの中小運用会社はそれを負担できなくなり、ファンドの運用以外の部分を放棄する方向に向かうと考えられるのである。

3. ファンド・アダプションの動向

FRC によると、ファンド・アダプションは、1999年に2件、2000年に3件、2001年に0件、2002年に6件、2003年に24件行われ、2004年はさらに増えていると推計している。

過去最大のファンド・アダプション案件は、2003年11月に発表された、チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメントによるアクサ・ローゼンバーグのファンドの買収である。本件では、アクサ・ローゼンバーグの運用する全てのミューチュアルファンド

11本、14億ドルの資産がチャールズ・シュワブに売却され、ローダス・ローゼンバーグ・ファンズという新たなファンド・ファミリーを形成することとなった。その中には、ロング・ショート戦略で運用されているものもあり、チャールズ・シュワブにとっては、今後ニーズが高まると予想される運用手法を用いるファンドを商品ラインアップに加えたことになる。一方のアクサ・ローゼンバーグにとっては、サブアドバイザーとしてファンドの運用に特化できるようになると同時に、強力な販売チャンネルを手に入れたことになる。

ファンド・アダプションを最も多用しているのはジョン・ハンコックである。同社は、2002年にプジーナ・インベストメント・マネジメントのプジーナ・フォーカス・バリュー・ファンドおよびイーガー・ウッド・アンド・マーシャルの U.S. グローバル・リーダーズ・グロース・ファンドを買収しており、現在では資産残高がファンド・アダプション当時の10倍に増加している。また、2003年8月にはシェイ・アセットマネジメントの M.S.B. ファンドを買収、ジョン・ハンコック・ラージキャップ・セレクト・ファンドと改称し、2004年12月にはインディペンデント・インベストメントのインディペンデンス・スモールキャップ・ファンドを買収、ジョン・ハンコック・スモールキャップ・ファンドと改称した。後者については、従来機関投資家のみを提供していたが、ファンド・アダプション後はリテール向けにも販売するようになった。

ターナー・インベストメント・パートナーズは、ファンド・アダプションにより自社のファンドを大手運用会社に売却している。2000年には、ターナー・グロース・エクイティ・ファンドをバンガードに売却し、当時2.7億ドルだった同ファンドの資産残高は半年で9.2億ドルにまで増加している。もっとも、同社はファンド・アダプションによる失

敗も経験している。2000年にメリルリンチに売却したターナー・ラージキャップ・グロース・エクイティ・ファンドは、売却後、マーキュリー・セレクト・グロース・ファンドと改称されたが、資産残高の減少をみた。その後、再びターナーに売却され、ターナー・ラージキャップ・グロース・オポチュニティーズ・ファンドと改称された。両社とも、ファンド・アダプションが成立したときには、マーケット環境がグロース・ファンドに逆風であったと述べており、タイミングの悪さをディールの失敗の原因としている。

金融グループにおける資産運用ビジネスという観点からファンド・アダプションを活用した事例としては、2003年11月に発表された、ドレイファス（メロン・ファイナンシャルの子会社）によるベア・スターンズ・アセット・マネジメントのファンドの買収が挙げられる。この案件では、ベア・スターンズが運用するミューチュアルファンド10本、44億ドル（うち、23億ドルがMMF、21億ドルが長期ファンド）が対象となったが、ベア・スターンズがサブアドバイザーに留まったのは、そのうち3本のファンドであり、他のファンドについてはドレイファスの既存のファンドに統合される等、運用・運営管理ともドレイファスが行うこととされた。ベア・スターンズは、このディールの理由として、①ベア・スターンズのミューチュアルファンド販売部隊は500名ほどしかおらず、その10倍の人員を擁するドレイファスに販売を委ねた方が得策と考えたこと、②ベア・スターンズは、ターゲットとする顧客を機関投資家および富裕層に絞っているため、リテール投資家向けのミューチュアルファンドの販売からは撤退すること、③運用面では、ヘッジファンド等のオルタナティブ投資に重点を置く方針であること、などを挙げている。また、自社ファンドの推奨に伴う利益相反の問題や、ミューチュアルファンドに係る規制強化を回避

する狙いもあったと見られている。

なお、上記以外のファンド・アダプションの事例としては、エバーグリーンによるグランサム・メイヨー・バン・オタルーのファンドの買収、フォワード・マネジメントによるピクテのファンドの買収などがある（図表6参照）。

図表6 近年における主なファンド・アダプションの事例

買収者	売却者	対象ファンド
ジョン・ハンコック・アドバイザーズ	イーガー・ウッド・アンド・マーシャル (2002年5月)	OUSグローバル・リーダーズ・グロース・ファンド
	ブジーナ・インベストメント・マネジメント (2002年11月)	○ブジーナ・フォーカス・バリュー・ファンド ⇒ジョン・ハンコック・クラシック・バリュー・ファンド
	シェイ・アセット・マネジメント (2003年8月)	○M.S.B.ファンド ⇒ジョン・ハンコック・ラージキャップ・セレクト・ファンド
	インディペンダント・インベストメンツ (2004年12月)	○インディペンデンス・スモールキャップ・ファンド ⇒ジョン・ハンコック・スモールキャップ・ファンド
備考: インディペンダント・インベストメンツはジョン・ハンコックと同様、マニユライフ・ファイナンシャルの子会社。		
エバーグリーン・インベストメンツ	グランサム・メイヨー・バン・オタルー (2002年9月)	○グローバル・バランス・アロケーション・ファンド・オブ・ファンズ ⇒エバーグリーン・アセット・アロケーション
	グランサム・メイヨー・バン・オタルー (2002年11月)	○ペリカン・ファンド ⇒エバーグリーン・ラージキャップ・バリュー・ファンド
備考: 従来機関投資家向けのファンドであったが、ファンド・アダプション後はリテール投資家向けにも販売。		
チャールズ・シュワブ・インベストメント・マネジメント	アクサ・ローゼンバーグ (2004年2月)	○ローダス・ローゼンバーグ・ファンズ
パイオニア・インベストメント・マネジメント	オーク・リッジ・インベストメンツ (2004年2月)	○オーク・リッジ・ラージキャップ・エクイティ・ファンド ⇒パイオニア・オーク・リッジ・ラージキャップ・グロース・ファンド ○オーク・リッジ・スモールキャップ・エクイティ・ファンド ⇒パイオニア・オーク・リッジ・スモールキャップ・グロース・ファンド
	Lロイ・パップ・アンド・アソシエイツ (2004年2月)	○Lロイ・パップの運用する4本のミューチュアルファンド全て ⇒パイオニア・パップ・ファンズのブランドに統一
備考: パイオニアはイタリアのユニクレディ・イタリアーノの子会社。同社は2004年9月にオークリッジの持分を取得し、SMAビジネスを開始する。 Lロイ・パップはパップ氏と息子夫婦によって1978年の設立から運営されてきたが、ミューチュアルファンドに係る規制の複雑化を受け、ファンドの運営管理を大手に委ねることになった。		
ドレイファス	ベア・スターンズ・アセット・マネジメント (2004年5月)	10本のミューチュアルファンドをドレイファスに売却、うち3本(下記)についてベア・スターンズがサブアドバイザーとして引続き運用する ○ベア・スターンズS&P STARSファンド ⇒ドレイファス・プレミア・S&P STARSファンド ○ベア・スターンズ・アルファ・グロース・ファンド ⇒ドレイファス・プレミア・アルファ・グロース・ファンド ○ベア・スターンズ・イントリンシック・バリュー・ファンド ○ベア・スターンズ・インサイダー・セレクト・ファンド ⇒ドレイファス・プレミア・イントリンシック・バリュー・ファンド
	トムソン・ブラム・アンド・アソシエイツ (2004年3月)	○トムソン・ブラム・バランス・ファンド ⇒ドレイファス・プレミア・バランス・オポチュニティ・ファンド
	トムソン・ブラム・アンド・アソシエイツ (2004年9月)	○トムソン・ブラム・セレクト・ファンド ⇒ドレイファス・プレミア・セレクト・ファンド ○トムソン・ブラム・ブルーチップ・ファンド ⇒ドレイファス・プレミア・ブルーチップ・ファンド
備考: トムソン・ブラムはトムソン氏とブラム氏によって20年にわたり経営されてきた。しかし、2004年1月、ファンドの販売方針を巡る対立からトムソン氏は新会社を設立し、ミューチュアルファンド・スーパーマーケットと銀行の運営する401(k)プランを通してファンドを販売することとした。一方のブラム氏は、強固な販売ネットワークを有するパートナーが必要だと認識から、ドレイファスを選んだ。		
フォワード・マネジメント	ピクテ・インターナショナル・マネジメント (英) (2004年1月)	○ピクテ・インターナショナル・スモール・カンパニーズ・ファンド ⇒フォワード・インターナショナル・スモール・カンパニーズ・ファンド
	ピクテ・インターナショナル・マネジメント (英) (2004年10月)	○ピクテ・グローバル・エマージング・マーケット・ファンド ⇒フォワード・グローバル・エマージング・マーケット・ファンド
備考: フォワード・マネジメントのミューチュアルファンドは全てサブアドバイザーを採用しており、マネージャー・オブ・マネージャー商品も運用している。		
ウェルズ・ファーゴ・ファンド・マネジメント	クック・アンド・ビーラー (2004年3月)	○クック・アンド・ビーラーの運用する3本のミューチュアルファンド全て ⇒ウェルズ・ファーゴC&Bのブランドに統一
備考: クック・アンド・ビーラーはバリュー株運用に特化したマネージャー。		

(注) 売却者の欄の括弧内はファンド・アダプションの日付
(出所) 野村資本市場研究所作成

V. 我が国への示唆

以上見てきたように、米国の運用会社は、サブアドバイザーを様々なアセットクラスや運用手法において活用することにより、運用における内部資源の活用と外部資源の活用の最適な組み合わせを実現している。また、スポンサーとサブアドバイザーの双方において、そのような最適な組み合わせを実現するための円滑な機能分化の手法であるファンド・アダプションも用意されている。

一方、我が国においては、サブアドバイザーを採用するファンドはあるものの、その大部分は海外証券の運用で用いられるにとどまっている。また、我が国の投資信託は契約型がほとんどであるため、会社型を前提とするファンド・アダプションを直接的に適用するのは難しい。

今後、我が国においても、運用会社のビジネス・ラインの見直しは、重要な経営課題となっていくことが予想される。従って、米国資産運用業界におけるサブアドバイザー活用の事例などを参考にしつつ、規制・ビジネスの両面において、運用会社が円滑な機能分化を実現できる方途を検討する必要があるものと思われる。

¹ 神山哲也「米国資産運用業界におけるアウトソーシング・ビジネス」『資本市場クォーターリー2004年夏号参照。

² セパレートリー・マネージド・アカウント。富裕層を主な対象とした一任勘定。

³ ナショナル・オーストラリア・バンクの子会社。

⁴ ドイツのプライベート・バンクであるメッツラー銀行の資産運用部門。欧州のマネー誌「ファイナンシャル・ニュース」によって2004年の欧州ベスト投資顧問に選ばれた実績を持つ。

⁵ 運用会社が、特定の証券会社に対し、自社のファンドを優先的に販売してもらうことの対価として、優先的に売買注文を出す慣行。