

商品ラインアップ合理化の手段として活用される米国の投信併合

野村 亜紀子

要 約

1. 米国では、近年の資産運用業界の再編などを背景に、投資信託の併合が活発に行われている。2005 年末時点の投信本数は 7977 本だったが、同年中に 200 本以上の併合が行われたと言われている。
2. 米国の投資信託は投資会社と呼ばれる会社型であり、投信併合に際しては、投資会社取締役会が、投資家の利益に資するかどうかを判断する。その上で、しばしば、併合される側のファンド投資家の承認も必要とされる。
3. 投信併合は、運用会社の合併や運用会社内の商品見直しなどを契機に、商品ラインアップの重複を解消するために行われるのが一般的である。その際、パフォーマンスの劣るファンド、資産規模の小さいファンドが併合されやすいと言われる。また、併合の前後で、手数料は同等または低下することが多い。2006 年 10 月に完了したブラックロックとメリルリンチ・インベストメント・マネジャーズの投信併合からも、この傾向が確認できた。
4. わが国では、「信託法の施行に伴う関係法律の整備等に関する法律案」が 2006 年 12 月 8 日に成立し、投信併合が可能になろうとしている。大手金融グループ再編や、追加型投資信託を中心とする投信市場の拡大、資産規模の小さいファンドの存在など、投信併合が、商品ラインアップの合理化の一手段として認識されてよい状況にあるとも言える。実際にどのような投信併合が行われているのか、米国の実例は参考になろう。

I. はじめに

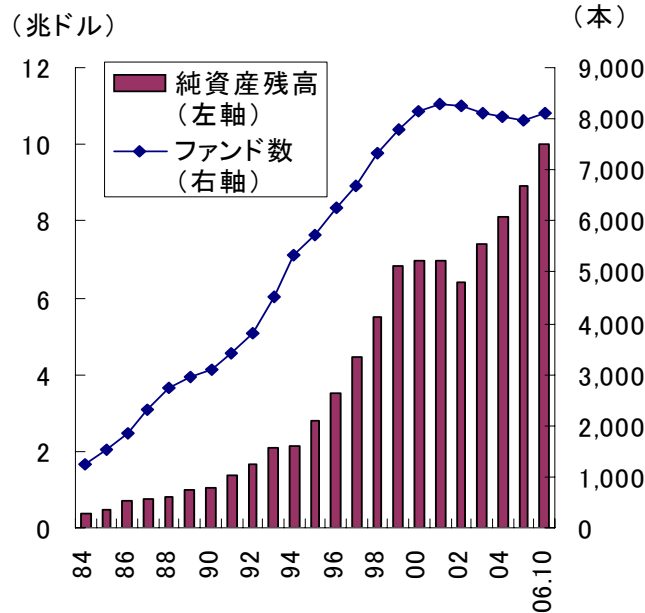
米国の投信市場は、近年、順調に資産残高が拡大し、2006 年 10 月末には 10 兆ドルに達した（図表 1）。一方で、投資信託の本数は 2001 年の 8305 本をピークに減少に転じており、結果として、投信 1 本当たりの平均残高が、2002 年の 7.8 億ドルから 2006 年 10 月末には 12.3 億ドルに増加している。

投信本数の減少は、新規設定を上回るペースで、投信の併合または清算が行われたこと

を意味する。実際、ウォール・ストリート・ジャーナル紙によると、2005 年は 222 本が他の投信に併合され、これは前年比 66%増で、ネットバブル崩壊の余波で 530 本以上が併合された 2001 年以来の水準だった¹。2006 年に入ってから、ブラックロックとメリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ（MLIM）の合併、2005 年のレグメイソンによるシティグループ運用部門買収などに起因する投信併合が進められており、投信併合は引き続き活発と見られている。

一方、わが国では、「信託法の施行に伴う

図表 1 米国投信の純資産残高と本数



(出所) Investment Company Institute

関係法律の整備等に関する法律案」が 2006 年 12 月 8 日に成立し、投資信託法に投信の併合に関する規定が盛り込まれた。すなわち、投信の併合は、「受託者を同一とする二以上の委託者指図型投資信託の信託財産を一の新たな委託者指図型投資信託の信託財産とすること」とされ、受益者の書面による決議が必要であることとされた。また、この書面による決議は議決権を行使できる受益者の半数以上で行われ、当該受益者の議決権の 3 分の 2 以上に当たる多数が必要であること、ただし、受益者が議決権を行使しないときは、当該受益者は書面による決議について賛成するものとみなす旨を約款により定めることができるなどとされた。

こうして、わが国でも投信併合が可能になるろうとしているが、一方で、具体的にどのような投資信託を、どのような考え方で併合するかといったことについては、実例がないだけに、手探りの状態にあるのも事実である。本稿では、投信併合の経験豊富な米国において、実際にどのような形で投信併合が行われているのかを紹介する。

Ⅱ. 米国の投信併合に係る制度の概要

1. 適用法

まず、投信併合の意思決定において前提条件となる、関連の法制度を確認する。

米国の投資信託は投資会社 (investment company) と呼ばれる会社であり、いずれかの州に登録を行っている。(以下では、投資信託、投資会社、ファンドという用語を併用する。) 実際には、メリーランド州、マサチューセッツ州、デラウェア州が、投資会社の登録先として中心的と言われる。投資会社はまた、1940 年投資会社法をはじめとする連邦証券諸法の適用も受ける。投信の併合は、これらの法律の規定に則り行われる必要がある。

中でも重要なのが、一つは、同一の「ファンド・コンプレックス」内の投信併合に関する、投資会社法 17 条(a)項およびその規則 17a-8 である²。ファンド・コンプレックスとは、投資家に対し、運用・サービス面などにおいて同一のグループとして提示されるファ

ンド群及びその運用会社等である。同一のファンド・コンプレックスに属する投信どうしは、投資会社法 17 条(a)項により直接の取引が原則として禁じられているが、投信併合については、同法の規則 17a-8 により一定の条件下で認められている。

また、投資信託の投資顧問会社の変更に關する投資会社法上の規定も、投信併合との関係が深い。例えば、運用会社の合併を契機に投信併合が行われる場合、しばしば投信の運用会社の変更を伴うからである。

これらに加えて、投信併合を投資家にとって非課税の手続きにするのが一般的であるため、連邦税法の関連条項も重要である。

2. 投資会社取締役会の承認

投信併合のプロセスの中で、最初のポイントとなるのが投資会社取締役会の承認である。

投資会社の取締役会は、投資会社が投資家の利益に沿う形で運営されるよう、監視する役割を担っており、投信ガバナンスの中心的な存在である。投信併合に際しては、併合する側・される側の投資会社取締役会が、併合が投資家の最大の利益になるかどうかを判断するよう求められる。

同一ファンド・コンプレックス内の併合については、投資会社取締役会は、①併合が投資家の最大の利益になること、及び、②既存投資家の持分が併合により希薄化されないことを確認し、その際、以下を含む諸要因を検討するよう求められている³。

- ・併合に關連して、投資会社が直接負担する費用等
- ・併合が、ファンドの運営費用（信託報酬に相当）など投資家の負担する手数料に与える影響
- ・併合がファンドの運用目標、投資制約、投資方針に与える影響
- ・併合が、投資家に間接・直接に与える所得税関連の影響

また、米国の投信業界団体である投資会社協会（ICI）の独立取締役評議会（Independent Directors Council、IDC）は、2006 年 6 月、投資会社取締役会が考慮すべきポイントをまとめたタスクフォース報告書を出した⁴。投信併合が増加する中で、投資会社取締役に実務的なガイダンスを提供するのが目的だった。図表 2 が報告書の概要であるが、取締役会は対象ファンドの運用内容から手数料その他サービスまで、併合の是非を幅広く検討するよう求められていることが分かる。

3. 投資家の承認

投信併合に際して、通常、投資家（以下、投資会社の株主と表記することもある）の承認が必要となるのは、併合される側のファンドである。同一ファンド・コンプレックス内の併合については、下記の全てに該当すれば投資家の承認は不要だが、そうでない限り、過半数の承認が必要とされる。

- ① 被併合ファンドの方針で過半数の投資家の承認が必要なものの内容が、併合ファンドの該当する方針と大きくは異なる
- ② 併合する側とされる側の投資顧問契約の内容が大きくは異なる
- ③ 被併合ファンドの独立取締役が併合後、存続投資会社の独立取締役の過半数を構成する
- ④ 併合後、存続投資会社が投資家に課す 12b-1 手数料⁵が、併合される投資会社の 12b-1 手数料以下である

ここで言う過半数とは、①発行済み株式の 50% による議決を得て、その 67% 以上が賛成、②発行済み株式の 50% の賛成のいずれか小さい方である。

また、投資顧問会社に変更される場合は、上記に関わらず、発行済み株式の過半数の承

図表2 投信併合に際しての投資会社取締役会の確認事項

項目	概要
運用目標、投資方針、戦略、制約、リスク	<ul style="list-style-type: none"> ・ 対象ファンドどうしの運用目標等の比較 ・ どちらのファンドが存続するか ・ どちらのファンドのポートフォリオ・マネジャーが、存続ファンドを運用するか ・ 運用会社は併合後のファンドを運用する人員、リソースを有するか ・ 併合後のファンドは、運用目標に照らして資産規模が大きすぎないか
ポートフォリオの入れ替え	<ul style="list-style-type: none"> ・ ポートフォリオ入れ替えの程度とコスト ・ コスト配分 ・ ポートフォリオ入れ替えにかかる時間 ・ 売却せずに引き継いだ証券は未実現損益を有するか、損失の繰り越しは確保されるか
直接的なコスト	<ul style="list-style-type: none"> ・ コスト負担者は誰か ・ 併合後のファンドの負担分はあるか
パフォーマンス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 過去3、5年の両ファンドのパフォーマンスの確認
販売その他サービス	<ul style="list-style-type: none"> ・ 両ファンドの販売サービスその他の比較 ・ 手数料体系（クラス・シェア）の違い
手数料	<ul style="list-style-type: none"> ・ 併合ファンドの手数料水準への影響 ・ 併合の結果、被併合ファンドの投資家にとって手数料が下がるか
ファンド取締役会	<ul style="list-style-type: none"> ・ 併合ファンドの取締役会への影響。被併合ファンドの取締役が新規に参加するか
保険、免責	<ul style="list-style-type: none"> ・ 被併合ファンドの取締役を将来の要求から守る措置
併合以外の選択肢	<ul style="list-style-type: none"> ・ 運用会社が併合を提言する理由。どのような選択肢を考慮したか
運用会社の利益	<ul style="list-style-type: none"> ・ 併合後のファンドに不当な負担を課す側面はないか

(出所) IDC, Board Consideration of Fund Mergers, June 2006 より野村資本市場研究所作成

認が必要となる。

投資家、すなわち投資会社株主の承認が必要となると、目論見書と委任状の統合書類である書式 N-14 が作成・送付され、臨時株主総会が開催される。当該株主総会で株主の承認を得られれば、投信併合が成立する。

なお、米国では、401(k)プランに代表される確定拠出型年金により、2005年末時点で1兆7760億ドルの投資信託が保有されており、同時点の投信市場の20%弱に相当した。ファンドによってはその動向が併合の成否を左右する存在となりうる。

401(k)プランでは、自分の口座資産の運用指図は個々の加入者が行うが、プランの保有資産の議決権行使は、原則として受託者であるトラスティが行う⁶。自社株については加入者による議決権行使を認めるのが一般的だ

が、投信を含むそれ以外の資産については、トラスティが行使するのが一般的と言われる。

4. 税制

1) 投資家に対する課税

投資会社の併合は通常、併合に伴う取引に関して、投資家に課税の発生しない形で行われる。すなわち、一定の条件を満たすことにより、被併合ファンドの投資家が存続するファンドの持分（投資会社株式）を受け取る際に、評価損益は認識されず、同投資家の取得価額と保有期間は、被併合ファンド時代のものが引き継がれる。

非課税の措置を得るためには、投信併合が内国歳入法 368 条(a)項で定義される「再編」(reorganization)に該当する必要がある。同条項は企業再編一般に関する規定だが、投

信併合の場合、「併合される側の実質的に全て (substantially all) の資産・負債と、併合する側の株式とを交換する」という定義⁷に該当する形を取るのが一般的である。

この定義に該当するための要件は、図表 3 の通りである。これらのうち、5 点目の「事業の継続」は、併合・被併合ファンドの組み合わせの事実上の制約条件になっていると考えられる。例えば、株式・債券に主に投資するファンドと地方債に主に投資するファンドは「異なる事業」を営んでおり、これらの併合は事業継続の基準を満たしていないとする通達 (レベニュー・ルーリング) が、内国歳入庁より出されている⁸。

2) 損失の繰越

存続ファンドが被併合ファンドから引き継いだ証券の中には、未実現の評価損益を有するものもある。一般に、非課税の併合の場合、これらは存続ファンドに繰り越される。ただし、繰り越し可能な評価損には内国歳入法上の上限があり、全額繰り越せない場合がある。未実現損益の繰り越しは、技術的ではあるが、投信併合の是非の判断における一つのポイントとなっており、投資会社取締役会の確認事項 (図表 2) にも含まれている。

5. 過去のパフォーマンス

投信併合後の新ファンドは、併合ファンドと被併合ファンドのどちらか片方のパフォーマンスを引き継ぐことができる。どちらのパフォーマンスを引き継ぐのが適切かについて、証券取引委員会 (SEC) は、新ファンドとの類似性が最も強いファンドはどれかを見る必要があるとしている⁹。類似性の強さを判断する際には、ファンドの資産残高、どちらの投資顧問会社が引き継がれたか、運用目標や投資の制約等はどちらが類似しているか、相対的な手数料体系及び水準、ポートフォリオの構成はどちらが類似しているか、といった点が考慮される。

Ⅲ. 投信併合の実際

以上が投信併合をめぐる制度の概要であるが、次に、投信併合が実際にどのような手順で進められ、何がポイントとして認識されているのかをまとめた。

1. 投信併合のスケジュール

投信併合に関する一連の意思決定や作業は、基本的に、投信運用会社の上層部が主導する形で進められる。運用会社の中で投信併合を行うべきだという判断が下されると、投資会社取締役会へのプレゼンテーションが行われ、

図表 3 非課税の投信併合とするための条件

条 件	内 容
1. 正当な事業目的	・ 投信併合が、正当な事業目的を伴うこと
2. 再編計画	・ 正式な再編計画を伴うこと
3. 株主の継続性	・ 被併合ファンドの投資家の 50%以上が、併合時点で存続ファンドの株主であること
4. 実質的に全ての資産を移転	・ 被併合ファンドのグロス資産残高の公正市場価額の 70%以上、かつ、被併合ファンドの純資産残高の公正市場価額の 90%以上が、併合ファンドに移転されること
5. 事業の継続	・ 併合ファンドが、被併合ファンドの過去の事業を継続または過去の事業資産の相当程度の部分を使用すること

(出所) Lemke, Lins and Smith, Regulation of Investment Companies 他より野村資本市場研究所作成

投資会社取締役会の承認を得る。これを受けて、書式 N-14 の作成及び SEC への提出、委任状説明書や投資家に宛てたレターなどの準備が開始され、書式 N-14 の発効後、投資家への書類送付、株主総会開催、承認を得られたら併合手続き完了というのが大きな流れである。

上記が、おおよそ 6~7 ヶ月間で行われるというイメージだが（図表 4）、実際のスケジュールは事例により実に様々であると言われる。例えば、複数のファンドを同時に併合するような場合は、ファンド取締役会の議題とする前段階の準備に相当程度時間がかかる。また、投資家数の多い投資会社の場合は、投資家から必要な賛成票を得るのに時間がかかるといった具合である。

2. 投資家口座管理に関連する作業

投信投資家の口座管理（分配金の支払い、投資家向けの各種報告書の作成・送付、投資家からの問い合わせ受け付けなどの投資家向けサービスを含む）は、わが国では販売会社により提供されるが、米国ではその限りでない。

運用会社グループ内の子会社が提供する場合もあれば、投信バックオフィス業務のアウトソーシングの形で、販売会社等に代わってこの機能を提供する業者も、広く活用されている¹⁰。PFPC、DST、BFDS といった業者が大手である。

これらの投資家口座管理業者は、投信併合のオペレーションのキー・プレーヤーの一つとなる。具体的には、①被併合ファンドの最後の分配金支払い処理と税務報告、②投資家取引のモニタリング、③被併合ファンドの投資家口座の閉鎖と併合ファンドでの新規開設、④交換比率に基づく新旧口座間の持分移管と照合、といった作業が投信併合に伴い発生する。

投資家に委任状等の書類一式が送付されると、投資家からの問い合わせが想定されるので、運用会社は、販売会社の営業マンや口座管理業者のスタッフなどが利用できる回答集を作成したり、彼らの研修を行ったりする必要がある。米国の投信運用会社では、販売会社の営業マンを対象にきめ細かい販売支援を提供するホールセラーが活躍しているが¹¹、

図表 4 投信併合の作業スケジュールのイメージ

時 期	作 業
開始	・ 作業開始。併合のスケジュール策定、投資会社取締役会向けの資料作成等
30 日後	・ 投資会社取締役会が併合を承認 ・ 書式 N-14 の作成開始
50 日後	・ 委任状勧誘レター等の準備開始
80 日後	・ 監査人、法律顧問の意見書等を受領
85 日後	・ SEC に書式 N-14 を提出
115 日後	・ 書式 N-14 発効 ・ 投資家向け書類一式の印刷開始
130 日後	・ 株主総会基準日 ・ 投資家に書類郵送 ・ マーケティング、トランスファー・エージェント、ファンド計理等の関係部署による対応準備開始
170 日後	・ 株主総会
200 日後	・ 併合手続き完了

（出所）ICI 資料他より野村資本市場研究所作成

彼らが投信併合においても重要な役割を担うことになる。

3. 投資家の承認取得の支援業者

投信併合における最大の難関は、投資家による承認を効率的に取得することにあると言われるが、米国では、株式会社に対して委任状勧誘支援等を提供する業者が、投資会社にも同様なサービスを提供している。具体的には、議案に関する分析、株主承認獲得に向けた戦略立案、委任状説明資料等の印刷・発送、郵送・自動音声電話・ウェブサイトによる投票受付、電話による委任状勧誘、投票結果集計などを行う。

投資会社の委任状勧誘支援業者として、しばしば挙げられるのが、コンピュータシェア傘下のジョージソン・シェアホルダー・コミュニケーションズ、DF キング、アルトマンである。例えば、ジョージソンでは、自社開発の TeleVote プログラムを用いて投資家情報を分析し、電話をかける投資家を絞り込んだ上で委任状の行使を促す。同社によると、これが最も迅速、精確、かつコスト効率のよい集票方法であり、最終的な株主承認の成否を決定付ける。

4. 運用会社から見た投信併合の留意点

前述のように、現実に投信併合の手続きを推し進めるのは、運用会社である。以下では、運用会社の立場から、投信併合のポイントとして何が意識されるのかを整理した¹²。

1) 投信併合の契機

投信併合が行われる契機として、最もしばしば挙げられるのが、運用会社の合併である。合併により商品ラインアップに重複が発生し、整理統合を行うというものである。他方、運用会社の合併を伴わない場合でも、運用会社内の定期的な商品ラインアップ見直しや運用会社上層部の交代などを契機に、併合が行わ

れることもあると言われる。

重複する商品の整理は、どちらかのファンドを清算することでも可能だが、前述のように投信併合が投資家への課税の発生しない形で可能なのに対し、ファンドを清算すると、投資家は受取資金に対し課税される。適当な併合相手が見つからないといった事情から清算されることはあるものの、商品群の整理方法としては併合の方が一般的とされる。

重複するファンドどうしが、投信評価会社のカテゴリーなどを用いてマッピングされると、それらの中で、併合する側・される側が決定される。その際、ポイントとなるのは、パフォーマンス、資産規模、手数料水準である。

2) パフォーマンス

併合・被併合の最も重要な判断基準は、パフォーマンスであると言われる。すなわち、パフォーマンスのよい投信が残され、劣る方が併合される。被併合ファンドの投資家にとっては、併合によりパフォーマンス向上の期待が生ずることになる。

パフォーマンスに関して今ひとつ重視されるのが、マーケティングの観点から、どちらの過去の実績が残されるかである。前述の通り、過去の実績を残せるのは存続ファンドとの類似性が強い方なので、投信併合は、パフォーマンスを残したい方のファンドがこの類似性の基準を満たす形で行われるのが一般的である。これゆえに、「運用会社は、投信併合により不出来なファンドを抹消し、ファンド・ファミリー全体のパフォーマンスを良く見せることができる」という側面も指摘されている¹³。

3) 資産規模と手数料

パフォーマンスに次ぐ判断基準は、資産規模である。パフォーマンスが同様な水準であれば、通常は、資産規模の大きい方が残され

る。投信ビジネスは規模の経済が働くので、同一カテゴリ内のファンドの場合、一般に、資産規模の大きいファンドの方が小さいファンドよりも手数料が低い。したがって、投信併合は手数料の低下につながる可能性がある。

また、併合・被併合ファンドの手数料水準は通常、異なるので、運用会社は、存続ファンドの手数料をどちらに合わせるかを決めなければならない。被併合投信の投資家の承認を得る必要がある都合上、低い方に合わせて投資家の理解を求めるのが一般的である。ただ、併合により、従来以上のサービスにアクセスできるようになるなど、投資家にとってのメリットを示した上で、高い方に合わせるケースも存在しないわけではないと言われる。

以上をまとめると、パフォーマンスが低く、資産規模が小さく、手数料が相対的に高いファンドが、併合されやすいということになる。これは、いくつかの実証分析の結果とも一致している¹⁴。

4) 投信併合のコスト負担者

投信併合には様々なコストが伴う。最も大きいのは、委任状の作成・送付にはじまる投資家からの承認取得のコストである。

コストの負担者としては、運用会社と投資会社が考えられるが、実際には、併合する側、される側のどちらであれ、運用会社が負担するのが一般的なようである。運用会社の合併など、明らかに運用会社の都合により併合が行われる場合は、そもそも、投資会社にコストを負担させるのは問題があると考えられている。他方、例えば資産規模も資金流入も低迷し、現状維持の意義自体が問われるようなケースでは、投資会社負担での併合もあり得るという指摘もある。

IV. ケース・スタディ：ブラックロックと MLIM の合併に伴う投信併合

1. 概要

2006年9月に手続きが完了したブラックロックとメリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ (MLIM) の合併は、運用会社の合併としても大型のディールだったが、同時に、両社のファンド群の本格的な併合を伴うものでもあった¹⁵。概要は図表5の通りである。

この投信併合の大きな特徴の一つは、併合に向けた作業が、運用会社どうしの合併が完了する前から開始された点である。ブラックロックと MLIM の合併が公表されたのが2006年2月15日、その手続き完了が9月29日だったが、約2週間後の10月13日には投信併合も完了している。本件に並ぶ最近の大型の投信併合としては、レグメイソンによるシティグループ運用部門買収に伴う投信併合が挙げられるが、2005年12月1日の運用部門の買収完了から半年以上が経過した2006年7月に投信併合の計画が発表され、2007年第1四半期に手続き完了の予定とされている。ブラックロックと MLIM が敢えて投信併合を前倒しに行ったのは、新生ブラックロックが誕生した時点で、準備が万端整っているという印象を投資家に与えたかったからとのことである。

株式投信7本、債券投信8本の合計15本に上る投信を併合する理由は、商品の重複をなくすことにあった。組み合わせは両社のファンドどうしに限られず、この機会に MLIM のファンドどうしの併合も行われている。併合後のブランドはブラックロックに統一された。

また、手数料体系を揃えるなどの調整も行われ、手数料率は基本的に同等または引き下げられた。併合のコストは全て運用会社の負

図表 5 ブラックロックと MLIM のオープンエンド型投信の併合

概要	全体の流れ																
<ul style="list-style-type: none"> ■ 合併前のオープンエンド型投信 (MMFを除く) ラインアップは、ブラックロックが43本、MLIMが59本 ■ これらのうち、30本を併合して13本に ■ 投信併合の目的: 商品の重複をなくし、運営効率を向上する ■ 債券投信、株式投信の両方にわたり、MLIMの投信どうしの併合も含まれる。MLIMの投信が併合する側の場合は、ブラックロックへの名称変更 ■ 手数料水準は、ほとんどのファンドについて同等または低下 ■ 手数料体系の見直しも同時に実施 (右記) ■ 委任状勧誘を含む、投信併合のコストは全て運用会社が負担 ■ 投信併合による投資家の税負担は発生しない 	<table border="1"> <tr> <td style="text-align: center;">2006.2</td> <td>• ブラックロックとMLIMの合併発表。投信の重複状況の調査開始</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">3</td> <td>• 投資会社取締役会への説明</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">5</td> <td>• SECに書式N-14を提出</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">6</td> <td>• 書式N-14発効、投資家への郵送開始</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">8</td> <td>• 投資会社株主総会</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">9.29</td> <td>• ブラックロックとMLIMの合併手続き完了</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">10.2</td> <td>• ファンドの名称、CUSIP、手数料変更の実施</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center;">10.13</td> <td>• 投信併合完了</td> </tr> </table>	2006.2	• ブラックロックとMLIMの合併発表。投信の重複状況の調査開始	3	• 投資会社取締役会への説明	5	• SECに書式N-14を提出	6	• 書式N-14発効、投資家への郵送開始	8	• 投資会社株主総会	9.29	• ブラックロックとMLIMの合併手続き完了	10.2	• ファンドの名称、CUSIP、手数料変更の実施	10.13	• 投信併合完了
2006.2	• ブラックロックとMLIMの合併発表。投信の重複状況の調査開始																
3	• 投資会社取締役会への説明																
5	• SECに書式N-14を提出																
6	• 書式N-14発効、投資家への郵送開始																
8	• 投資会社株主総会																
9.29	• ブラックロックとMLIMの合併手続き完了																
10.2	• ファンドの名称、CUSIP、手数料変更の実施																
10.13	• 投信併合完了																
	<p>手数料体系の見直し</p> <ul style="list-style-type: none"> • 債券ファンドのクラスBの新規購入受け付け停止 • クラスAの販売手数料水準と割引措置の統一 • 旧ブラックロックのファンドへのRシェアの追加 • 早期解約手数料の統一 <ul style="list-style-type: none"> • 30日以内の買付・解約(乗り換えも含む)に対する2%手数料 																

(注) クラス A は販売手数料を伴う手数料体系、クラス B は販売手数料はゼロだが高めの 12b-1 手数料を伴う手数料体系、R シェアは 401(k)プランなど確定拠出型年金プラン向けの手数料体系。

(出所) Merrill Lynch Investment Managers / BlackRock Merger Overview Update, June 2006、BlackRock & Merrill Lynch Investment Managers Merger Update, 6/21/2006 より野村資本市場研究所作成

担とされた。投資家に向けた委任状勧誘レターは、このような条件を分かりやすく説明した質疑応答を付した上で、併合を承認するよう投資家に呼びかけている。

投資家は、電話、インターネット、カードの返送、臨時株主総会への出席のいずれかの方法で投票することができた。委任状勧誘業者にはコンピュータシェアが雇われ、投資家からの質問受け付け、電話による投票の勧誘、投票結果の集計等を行った。予定されたファンドの併合は、2006年10月13日に完了した。

なお、MLIM は、併合対象となる投信を投資対象とする年金プラン向けに、議決権行使代行業者のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシズ (ISS) を、独立受託者として用意した。年金プラン受託者は、望めば ISS に議決権行使を委任することができた。

2. 併合投信と被併合投信

図表 6 は、併合された投信の一覧である。前述のパフォーマンス、資産規模、手数料などの観点から組み合わせの特色を整理した。データは基本的に、モーニングスターのデータベースであるプリンシピアの 2006 年 6 月時点を用いた。

この図表から、同一カテゴリーに属し、パフォーマンスと格付が高く、規模の大きいファンドが併合ファンドとなるのが、基本パターンであることが見て取れる。

規模よりもパフォーマンスが優先されることは、例えば BR Inflation Bond による ML Inflation Protected の併合や ML Pennsylvania Municipal による BR Pennsylvania Tax-Free の併合のように、規模は小さくてもパフォーマンスの高いファンドが併合ファンドとなっている点から伺われる。他方、パフォーマンスがほぼ同水準だと規模の大きい方が併合ファ

図表 6 併合されたファンドの概要

	被併合投信	併合投信	特色
株式投信	ML Strategy All Equity	ML Large Cap Core	<ul style="list-style-type: none"> 被併合投信がファンド・オブ・ファンズ 同一カテゴリ(大型株ブレンド) 規模が大きく、パフォーマンス・格付の高い投信による併合
	ML Disciplined Equity	ML Large Cap Core	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(大型株ブレンド) 規模が大きく、パフォーマンス・格付の高い投信による併合
	ML Strategy Growth & Income	ML Global Allocation	<ul style="list-style-type: none"> 被併合投信がファンド・オブ・ファンズ 異なるカテゴリ(モレト・アロケーションとワールド・アロケーション) 規模が大きく、パフォーマンス・格付の高い投信による併合
	ML Strategy Long-Term Growth	ML Global Allocation	<ul style="list-style-type: none"> 被併合投信がファンド・オブ・ファンズ 異なるカテゴリ(大型株グロースとワールド・アロケーション) 規模が大きく、パフォーマンスの高い投信による併合
	BR Dividend Achievers	ML Equity Dividend	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(大型株バリュー) 規模が大きく、パフォーマンスの高い投信による併合 手数料は、A:1.30%→1.07%、I:0.90%→0.82%
	BR Large Cap Growth	ML Large Cap Growth	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(大型株グロース) 規模が大きく、パフォーマンス・格付の高い投信による併合 手数料は、A:1.29%→1.27%、I:0.82%→1.02%
	BR Large Cap Value	ML Large Cap Value	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(大型株バリュー) 規模が大きく、パフォーマンス・格付の高い投信による併合 手数料は、A:1.24%→1.20%、I:0.77%→0.95%
債券投信(地方債除く)	ML Inflation Protected	BR Inflation Protected	<ul style="list-style-type: none"> 異なるカテゴリ(長期債、インフレ連動債) 規模は小さいが、パフォーマンスの高い投信による併合 手数料は、A:1.23%→0.66%、I:0.98%→0.38%
	ML Intermediate Term	ML Core Bond Fund	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(中期債) 規模が大きく、パフォーマンス・格付はほぼ同水準の投信による併合
	ML Short Term U.S. Government	BR Low Duration	<ul style="list-style-type: none"> 異なるカテゴリ(短期政府債と短期債) 規模が大きく、パフォーマンス・格付のほぼ同じ投信による併合 手数料は、A:0.94%→0.81%、I:0.69%→0.45%
	ML U.S. Government	BR Government Income	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(中期政府債) 規模は小さいが、パフォーマンス・格付の高い投信による併合 手数料は、A:1.08%→0.95%、I:0.83%→0.70%
	ML U.S. High Yield	BR High Yield	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(ハイイールド債) 規模が大きく、パフォーマンス・格付の高い投信による併合 手数料は、A:1.12%→0.96%、I:0.87%→0.62%
地方債投信	BR New Jersey Tax-Free	ML New Jersey Municipal	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(地方債・ニュージャージー州) 規模は小さいが、パフォーマンス・格付の高い投信による併合 手数料は、A:0.90%→0.85%、I:0.60%→0.60%
	BR Pennsylvania Tax-Free	ML Pennsylvania Municipal	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(地方債・ペンシルバニア州) 規模は小さいが、パフォーマンス・格付の高い投信による併合 手数料は、A:0.90%→0.85%、I:0.60%→0.60%
	BR UltraShort Municipal	ML Short Term Municipal	<ul style="list-style-type: none"> 同一カテゴリ(地方債・全米短期) 規模は大きい、パフォーマンスの低い投信による併合 手数料は、A:0.80%→0.60%、I:0.38%→0.35%

(注) 1.ML=メリルリンチ、BR=ブラックロック

2.手数料は被併合ファンドから併合後のファンドへの変化。A=クラス A (リテール投資家向け、販売手数料あり)、I=インスティテューショナル (機関投資家向け)

(出所) Merrill Lynch Investment Managers / BlackRock Merger Overview Update, June 2006 及び Morningstar Principia, data as of June 2006 より野村資本市場研究所作成

ンドとなるのは、ML Core Bond による ML Intermediate Term の併合などから見て取れる。

V. おわりに

投信併合は本来、投資家の利益のために行われるべきものであり、投資家にとってのメリットは、最終的にはパフォーマンスの向上に帰着すると言える。実際のところ、投信併合によりファンドのパフォーマンスが向上しているかどうかについては、実証研究も行われており、被併合ファンドの投資家は、投信併合により相当程度のパフォーマンス向上と、手数料の低下を経験するという結果も出ている¹⁶。

他方、投信併合は投資家の承認取得を中心とする多大なコストを伴うのも事実である。わが国でも、投信併合に当たっては受益者の同意が必要とされる。議決権を行使しない受益者については同意したものと見なすことも可能だが、その旨の規定を約款に盛り込む必要がある。

コストの問題は、結局のところ、それを上回るメリットがあるかどうかにかかってくる。米国では、投信併合のコストが認識されつつも、それを上回るメリットがあると考えられており、だからこそ数々の投信併合が行われていると言える。その際、米国には投資会社を対象に、効率的な投資家承認獲得を支援する業者が存在する点も大きい。

わが国の投信併合は、2006年12月14日の自民党税制調査会「平成19年度税制改正大綱」において所要の措置を講ずるとされるなど、まだ制度の骨格を固める途上段階である。一方、わが国投信市場は、2006年11月時点で65兆円に達し最高記録を更新中だが、信託期間がしばしば無期限の追加型投信が中心となっている¹⁷。中には資産残高が1兆円を超える大型ファンドも登場しているが、追加型株式投信の約3割が10億円以下にとど

まるなど¹⁸、小規模ファンドが多数存在している。さらに、傘下に運用子会社を持つ大手金融グループの再編のようなケースでは、米国の経験に倣えば、商品ラインアップの重複による投信併合のニーズが生じている可能性もある。このような中で、いずれ投信併合が商品群の合理化の一手段として認識されるのは、自然な展開と考えることもできよう。実際にどのように投信併合が行われているのか、本稿で紹介した米国の実情が今後のわが国における議論の手がかりになれば幸いである。

¹ Eleanor Laise, "Mutual Fund Mergers Jump Sharply," *Wall Street Journal*, March 9, 2006. モーニングスターの集計データが引用されている。

² 規則 17a-8 は、正確には「関係会社」(affiliated companies) に関する内容であるが、本稿では、便宜上、ファンド・コンプレックスの用語を用いる。また、ファンド・ファミリーもほぼ同義として扱う。

³ 投資会社法規則 17a-8 及び SEC リリース IC-25666 (2002年7月18日)

⁴ Independent Directors Council, "Board Consideration of Fund Mergers," June 2006.

⁵ 投信残高から差し引かれる販売関連手数料。わが国の代行手数料(信託報酬の販売会社取り分)に類似。

⁶ 指名受託者の指示に従うとされる場合、議決権行使の権限を投資マネジャーに委任している場合はその両者が行使する(29 CFR 2509.94-2)。

⁷ 内国歳入法 368 条(a)項(1)(C)

⁸ Rev. Rul. 87-76, 1987-2 CB 84

⁹ SEC No Action Letter to North American Security Trust, pub. avail. Aug. 5, 1994

¹⁰ 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年夏号を参照。

¹¹ 投信ホールセラーについては、関雄太「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」『資本市場クォーターリー』2005年春号を参照。

¹² 2006年6月に米国投信運用会社に対して行ったヒアリング等を参考にした。

¹³ 例えば、脚注1のWall Street Journal 記事。

¹⁴ 例えば、Narayanan Jayaraman, Ajay Khorana, and Edward Nellling, "An Analysis of the Determinants and Shareholder Wealth Effects of Mutual Fund Mergers," *Journal of Finance*, June 2002; Xinge Zhao, "Exit Decisions in the U.S. Mutual Fund Industry," Zhao, Xinge, "Exit Decisions in the U.S. Mutual Fund Industry" (September 2003). Available at SSRN:

<http://ssrn.com/abstract=470202> ; Bill Ding, "Mutual Fund Mergers: A Long-Term Analysis," (January 2006). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=912927>.

¹⁵ 両社の合併については、関雄太「ブラックロックと資産運用部門を統合するメリル・リンチ」『資本市場クォーターリー』2006年春号を参照。本稿では取り上げないが、両社の合併に伴い、投信併合に加えて、投信のポートフォリオ・マネジャー変更、名称変更（メリルリンチからブラックロックへ）などが行われた。

¹⁶ 脚注14の Jayaraman, Khorana, and Nelling 論文。

¹⁷ 1989年末時点に、追加型株式投信が株式投信全体に占める割合は、本数で15%、残高で19%だったが、2006年11月末にはそれぞれ90%と96%になっている。

¹⁸ 投資信託協会の2006年12月27日時点データに基づく。