

2009 年米国投資信託市場の回顧

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2009 年の米国投資信託市場の動向の主だった特徴としては、①2007 年 10 月より急減していた純資産残高が増加傾向に転じ、年末にはリーマン・ショック以前の水準にほぼ匹敵する 11 兆ドル水準を回復したことと、②債券ファンドに過去最大規模の資金が流入したことの二点を挙げるができる。
2. 資産運用会社ランキングでは、残高ベースでは前年から大きな変化はなかったものの、資金フロー・ベースでは、インデックス・ファンドに注力するバンガードが首位となったほか、債券ファンドや海外株式ファンドに強みをもつ運用会社が上位に位置した。
3. 一方、資産運用業界では、2009 年 6 月にブラックロックがバークレイズ・グローバル・インベスターズの買収で合意したのに続き、9 月にバンク・オブ・アメリカが、翌 10 月にモルガン・スタンレーが、相次いでグループ傘下の資産運用事業の売却を発表した。特に後者二つは、金融危機を契機としつつ、米国におけるオープン・アーキテクチャー化の流れの中に位置づけられる動きとして捉えられる。と同時に、買収側に立ったインヴェスコやアメプライズといった資産運用事業を中核とする金融グループが、資産運用業界での位置づけを大きく伸ばしたという観点からも注目される。
4. 今後の注目点としては、①株式ファンドがいつ頃、資金純流入の基調に回帰するのか、②債券ファンドへの多額の資金純流入傾向が今後も継続するのか、といった点が挙げられる。また、資産運用業界をめぐっては、独立系資産運用会社などが、資産運用サービスを幅広く拡充するべく、中堅規模の資産運用会社を買収する動きが強まる可能性が指摘されている。

I リーマン・ショック前の水準をほぼ回復した米国投資信託市場

2009 年の米国投資信託市場の動向を振り返ると、①2007 年 10 月より急減していた純資産残高の増加傾向への転換による 11 兆ドル水準の回復と、②債券ファンドへの過去最大

規模の資金流入という二点に特徴付けられる¹。

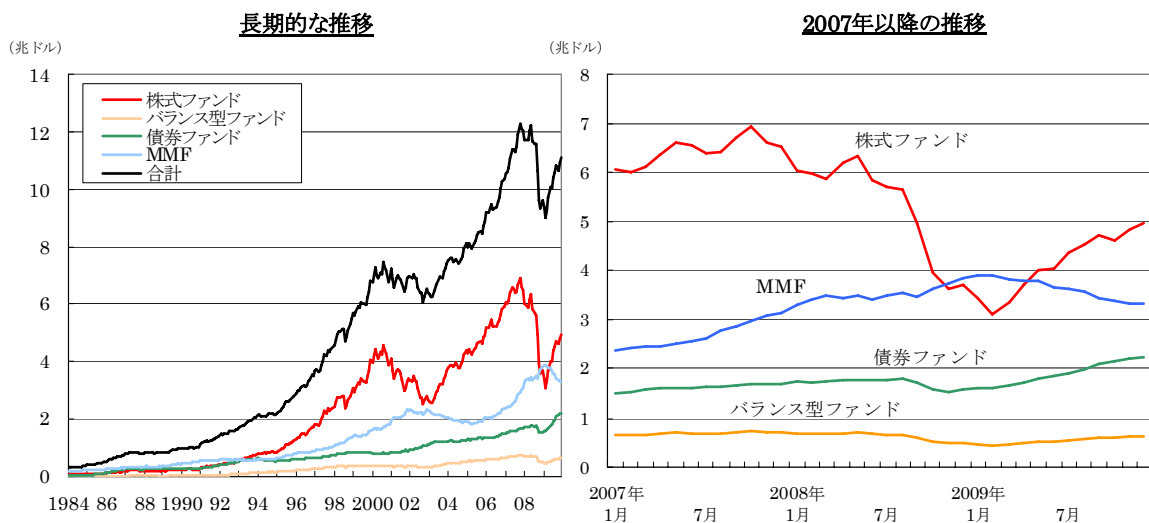
1. 世界的な株式市場の回復の恩恵を受けた市場規模の回復

2009 年末時点の米国投資信託の純資産残高は全体で 11.1 兆ドルと、前年末時点の 9.6 兆ドルより 1.5 兆ドル、15.9%増加した（図表 1）。同残高は、2007 年 10 月末に 12.3 兆ドルのピークを付けた後、減少傾向に転じ、2008 年 9 月のリーマン・ショックを機にその傾向はさらに強まった。しかし、2009 年 2 月の 9.0 兆ドルを底として増加傾向に転じ、同年末にはリーマン・ショック前（2008 年 8 月）の 11.5 兆ドルにほぼ匹敵する水準にまで回復することとなった。

2009 年中、最も純資産残高が増加したのは株式ファンドであった。今回の金融危機下において、株式ファンドは純資産残高を大幅に減じ、2009 年 2 月には 3.1 兆ドルと、ピーク時である 2007 年 10 月末の 6.9 兆ドルの半分以下の水準にまで一時は落ち込んだ。しかし、翌 3 月以降、米国を初めとする先進諸国のほか、新興国でも株式市場のパフォーマンスが上昇局面に入ったという運用環境の好転に伴って多額の評価益が発生したことにより、結果として 2009 年末時点の純資産残高は 4.9 兆ドルと、前年末比で 1.2 兆ドル増となった。

ただし、資金純流出入の動向をみると、2009 年中、株式ファンドからは 88.4 億ドルとわずかとはいえ、資金が流出した（図表 2）。この点について、米国国内株式ファンドと海外株式ファンドに分けてみると、前者における資金純流入額が 393.3 億ドルのマイナス

図表 1 米国投資信託の純資産残高の推移

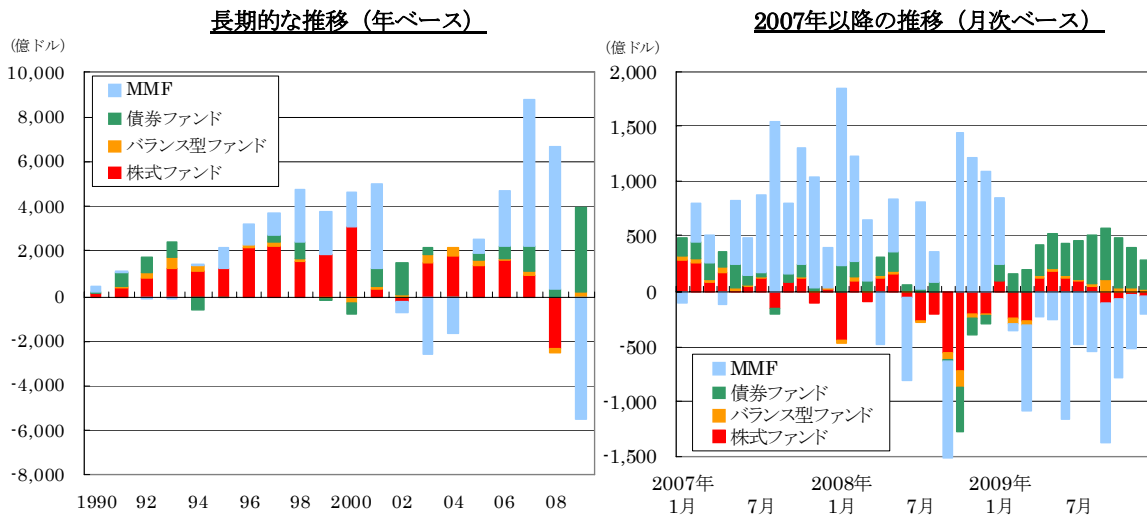


（出所）米国投資信託協会（Investment Company Institute, ICI）資料より、野村資本市場研究所作成

¹ 2008 年の米国投資信託市場について詳しくは、三宅裕樹「2008 年米国投資信託市場の回顧 —株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰の可能性—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。また、2009 年上半期の米国投資信託市場の動向について詳しくは、同「株式ファンド・債券ファンドへの資金回帰が鮮明となりつつある欧米投資信託市場」同 2009 年秋号ウェブサイト版参照。

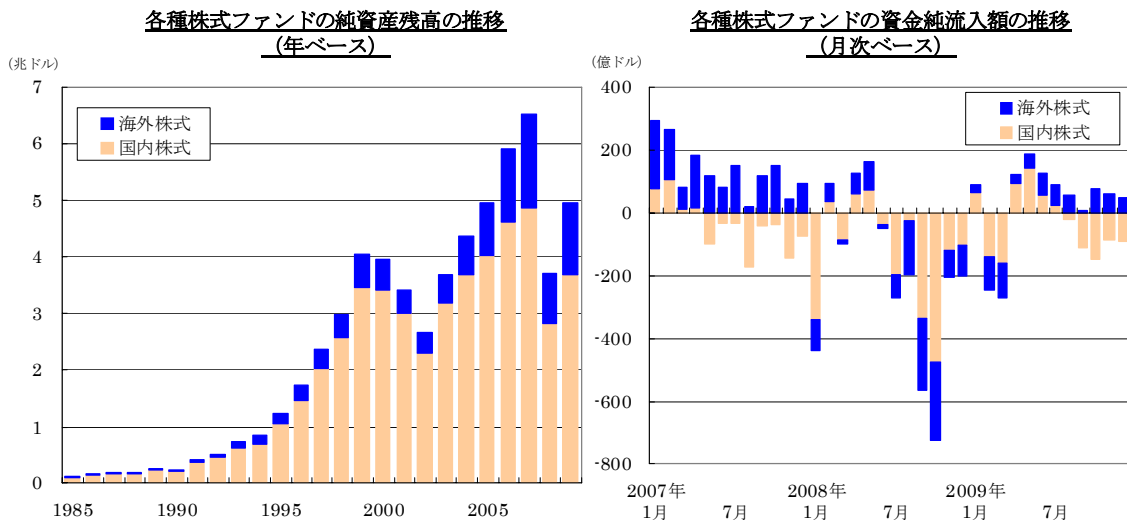
と、海外株式ファンドでの 304.8 億ドルのプラスを上回ったことにより生じたものであることがわかる（図表 3）。米国では、2000 年代前半頃より海外株式ファンドに対する人気が強まっていたが、今回の金融危機下においてもそうした状況は中長期的な傾向として継続している模様である。2009 年中の月次ベースでの資金動向をみても、2008 年後半から続いていた流出状況から 2009 年 4 月に脱すると、アジアを中心とする新興国の株式市場で高いパフォーマンスが実現したことも手伝って、同年末まで流入傾向が継続した。これに対して、国内株式ファンドでは、海外株式ファンドと同じく 2009 年 4 月に流入に一旦は転じたものの、8 月には再び流出となり、翌 9 月からは毎月 100 億ドル前後の資金が流出する状況が続いた。

図表 2 米国投資信託の資金純流入額の推移



(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

図表 3 米国株式ファンド市場の動向



(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

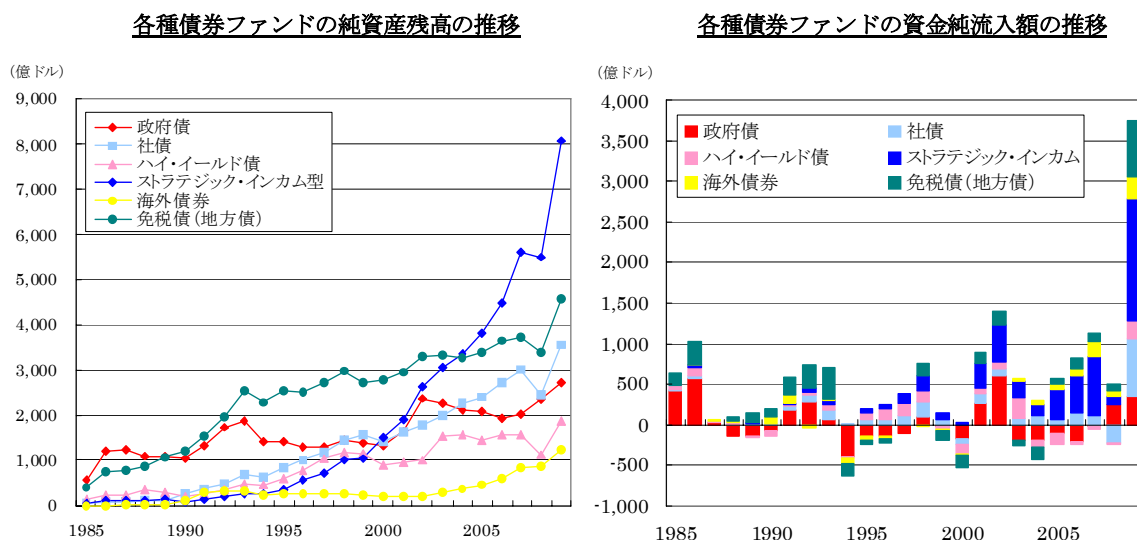
2. 過去最大規模の資金純流入額を記録した債券ファンド

一方、債券ファンドにおいては、2008年9月のリーマン・ショック以降の資金純流出傾向は同年いっぱいまで終わりを告げ、2009年中は一貫して流入傾向を維持した（前掲図表2）。しかも、その流入規模は過去の水準に比して相当に大きく、4月以降は月次ベースで200億ドル以上の水準を保った。この結果、2009年一年間の資金純流入額は3,746億ドルと、それまでの最高額であった2002年の1,406億ドルの2倍以上に達した。2009年末時点の債券ファンドの純資産残高は2.2兆ドルと、前年末の1.5兆ドルから6,403億ドルの上昇となったが、その増加分の過半が資金フローによって説明されることから、流入額の大きさを確認することができる。

債券ファンドの種類別にみると、各種ファンドで大量の資金が流入しているが、中でも社債ファンドや地方債（免税債）ファンド、海外債券ファンド、および各種債券に分散投資を行うストラテジック・インカム・ファンドへの流入額の大きさが目立つ（図表4）。

こうした状況の背景には、①資本市場が落ち着きを取り戻しつつある中で、慎重さを維持しつつも、一定のリスクを許容して証券市場への投資を徐々に再開しようとする動きが投資家の間に出てきつつあることや、②とはいえ本格的な市況の回復にはなお時間を要すると思われることから、株式ファンドに比べて一般的にリスクが低いとされる債券ファンドが選好されていること、③今後も当面はインフレが特に懸念される局面とはならないとの見方が受け入れられていることなどといった指摘がなされている。そのほか、中長期的な観点からは、④米国投資信託市場において大きな位置づけを占めるヘビーブーマー層が退職期にさしかかり始め、投資ポートフォリオにおける株式の比率を低め、債券の割合を高めるといった投資行動が次第に強まりつつある、といった要因を指摘する見解も

図表4 米国債券ファンド市場の動向



(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

みられる²。

3. 唯一、純資産残高を減じた MMF

2009年において純資産残高を伸ばした株式ファンドや債券ファンドとは対照的に、MMFの2009年末時点の純資産残高は3.3兆ドルと、前年末より5,127億ドル減少した。

MMFは、今回の金融危機下において、米国投資信託市場からの資金流出を食い止める上で大きな役割を果たし、2007年・2008年の資金純流入額は6,000億ドル規模となった³。しかし、2009年に入ると、超低金利政策により利回りが低下したことや、金融危機が落ち着きを取り戻したことに伴って投資家が債券ファンドなどへの投資意欲を回復させてきたことなどから、2月より資金純流出傾向に転じた。この状況が同年末まで続くこととなった結果、2009年1年間の流出額は5,366億ドルと、1990年代以降で最大規模となった。

4. 資産運用会社ランキングの状況

2009年の米国投資信託市場における資産運用会社ランキング（MMF除く）をみると、純資産残高ベースでは、前年と比較して上位20社の顔ぶれにほとんど変化はなかった。ただし、資金純流入額ベースのランキングからはいくつかの特徴を読み取ることができる。

まず、2009年末時点の運用残高ランキングの首位は、2年連続でバンガード（Vanguard）となった（図表5）。同社は、資金フロー・ベースでも、前年に引き続き第1位となっている。この背景には、金融危機を受けて投資家からの人気が高まったインデックス・ファンドに、市場環境が落ち着きを取り戻して以降も、引き続き多額の資金が流入していること、あるいは運用手数料の低さを強みとする戦略が広く受け入れられていることなどがあると考えられる。

バンガード、キャピタル・リサーチ（Capital Research）に続いて、ストック・ベースで第3位に位置したのはフィデリティ（Fidelity）である。フィデリティの運用ファンドの資金フローをみると、2008年の371.1億ドルの資金流出から一転して、2009年には155.5億ドルの資金を新たに投資家からネット・ベースで獲得し、フロー・ベースのランキングで第5位に入っている点が注目される。フィデリティは、運用資産残高の巨大化による運用効率の低下を懸念して、同社の旗艦ファンドであるマゼラン・ファンド（Magellan Fund）やコントラ・ファンド（Fidelity Contrafund）などの新規顧客からの資金受け入れを原則として停止していたが、この措置を2008年1月（マゼラン・ファンド）、および同

² Daisy Maxey, “Bond Ebullience Is Raising Eyebrows,” *The Wall Street Journal*, 10/15/2009、Tom Lauricella, “‘09 May Have Been a Turning Point for Fund Industry,” 同, 01/06/2010 など参照。

³ 今回の金融危機下での米国 MMF 市場動向について詳しくは、三宅裕樹「米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年秋号、同「変化の兆しがみえる米国資金循環と今後の展望 個人金融資産、MMF・CP 市場の動向を中心に」同 2009年冬号など参照。

図表 5 米国投資信託市場における資産運用会社ランキング (2009 年)

運用残高ランキング

順位			運用会社	合計	株式ファンド			債券
09年	08年	07年			国内株式	海外株式		
1	1	2	バンガード	11,598.5	8,101.1	7,147.7	953.3	3,497.4
2	2	1	キャピタル・リサーチ	9,087.9	8,063.3	4,679.3	3,384.1	1,024.5
3	3	3	フィデリティ・インベストメンツ	8,312.7	6,812.7	5,834.5	978.3	1,499.9
4	4	6	ピムコ	3,259.8	216.7	162.5	54.3	3,043.1
5	5	4	フランクリン・テンブルトン	2,923.2	1,776.1	1,061.0	715.2	1,147.1
6	6	5	Tロウ・プライス	2,602.0	2,118.3	1,832.4	285.9	483.7
7	7	7	ジョン・ハンコック	1,660.9	1,296.3	1,134.4	161.9	364.6
8	8	8	オッペンハイマー	1,211.5	657.5	353.5	304.1	554.0
9	9	9	ドッジ・アンド・コックス	1,123.7	931.3	554.5	376.7	192.4
10	11	15	ブラックロック	1,118.8	840.5	403.8	436.6	278.3

資金純流入額ランキング

順位	運用会社	資金純流入額	2008年の状況	
			資金純流入額	順位
1	バンガード	939.9	509.7	1
2	ピムコ	827.2	233.9	2
3	JPモルガン・アセットマネジメント	264.0	8.2	31
4	フランクリン・テンブルトン	190.2	-192.8	531
5	フィデリティ・インベストメンツ	155.5	-371.1	533
6	Tロウ・プライス	150.9	29.1	14
7	ブラックロック	103.2	36.0	10
8	イヴィ・ファンズ	91.3	71.4	3
9	ウェルズ・ファーゴ	77.8	-16.7	494
10	ゴールドマン・サックス・アセットマネジメント	74.6	-59.6	521

(注) MMFを除く。純資産残高、および資金純流入額の単位は億ドル。

(出所) モーニングスター・プリンシピア (運用残高ランキング)、および Mike Schmitze, "Vanguard, PIMCO Tops in Flows," *Fund Action*, 01/22/2010 (原出所はモーニングスター) より、野村資本市場研究所作成

年 12 月 (コントラ・ファンド) に各々解除した。同社の資金獲得の要因の一つには、こうした対応が一定の成果を挙げた可能性がある」と推察される。

このほか、資金純流入額ベースの 2009 年のランキングの特徴として、債券ファンド、あるいは海外株式ファンドの運用に注力する資産運用会社が上位に位置している点が挙げられる。例えば、ピムコ (Pacific Investment Management Co., PIMCO) は、2008 年に引き続き、純資産残高ベースでは 3 倍以上の規模を有するバンガードに次ぐ第 2 位の地位を 2009 年も維持した。しかも、同年中に獲得した資金はネット・ベースで 827.2 億ドルと、バンガード (939.9 億ドル) との差を大幅に縮めている。その背景には、①ピムコが提供する米国投資信託の 9 割以上が、先述のとおり 2009 年中に歴史的な規模の資金が流入した債券ファンドであることや、②同社の主力ファンドであるピムコ・トータル・リターン・ファンド (PIMCO Total Return Fund) が、金融危機下においても安定的にプラスのリターンをあげ続けた数少ないファンドの一つであるということもあって、債券ファンドの中でも特に投資家からの人気を集めたことといった要因が挙げられよう。

実際、②に関してピムコ・トータル・リターン・ファンドの資金純流入額をみると、2009 年は 694 億ドルと、2006 年から 2008 年までの 3 年間での流入額を上回る規模であったとされる⁴。同ファンドは、運用残高ランキングで上位 10 本のファンドの中で唯一、直

⁴ Tom Lauricella, "Will Bond Fund's Swelling Size Crimp Its Stellar Performance?," *The Wall Street Journal*, 11/02/2009、

近3年間の平均リターンで9.18%のプラスを維持したファンドである(図表6)。こうした安定的な評価益の計上、およびこれを評価する投資家からの資金流入を受けて、ピムコ・トータル・リターン・ファンドの純資産残高は大きく伸びることとなり、2009年末にはついに2,000億ドルの大台を突破した。

ピムコ以外では、同じく債券ファンドの運用に注力するJPモルガン・アセットマネジメント(JP Morgan Asset Management)が、資金純流入額ランキングで第3位となっている(前掲図表5)。また、これに続く第4位のフランクリン・テンプレトン(Franklin Templeton)は、海外株式ファンドの運用にも強みをもつ会社として知られているが、同社をめぐる資金フローは、前年の192.8億ドルの流出から2009年には190.2億ドルの流入へと、大幅な改善をみせた。

図表6 米国投資信託市場におけるファンド・ランキング(2009年)

順位			ファンド名	分類	パフォーマンス				運用会社	純資産残高
09年	08年	07年			1年	3年	5年	10年		
1	1	5	ピムコ・トータル・リターン	債券	13.83	9.18	6.85	7.65	ピムコ	2,017.4
2	2	1	グロス・ファンズ・オブ・アメリカ	国内株式	34.48	-3.13	2.87	2.34	キャピタル・リサーチ	1,526.1
3	4	7	バンガード・トータル・ストック・マーケット	国内株式	28.70	-5.10	0.91	-0.27	バンガード	1,065.7
4	6	2	ユーロ・パシフィック・グロス・ファンド	海外株式	39.10	-0.53	7.75	3.72	キャピタル・リサーチ	982.5
5	3	3	バンガード500インデックス・ファンド	国内株式	26.49	-5.67	0.34	-1.03	バンガード	932.8
6	7	4	キャピタル・ワールド・グロス・アンド・インカム・ファンド	海外株式	32.25	-1.43	6.10	7.16	キャピタル・リサーチ	810.6
7	5	6	キャピタル・インカム・ビルダー	海外株式	20.63	-2.26	3.64	7.31	キャピタル・リサーチ	793.5
8	11	12	バンガード・インスティテュショナル・インデックス	国内株式	26.63	-5.57	0.45	-0.91	バンガード	691.7
9	9	9	インカム・ファンド・オブ・アメリカ	国内株式	24.51	-2.77	2.72	6.01	キャピタル・リサーチ	644.7
10	13	11	フィデリティ・コントラ・ファンド	国内株式	29.23	-0.92	4.75	3.17	フィデリティ・インベストメンツ	638.9
11	8	18	バンガード・トータル・ボンド・マーケット・インデックス・ファンド	債券	5.94	5.97	4.90	6.06	バンガード	616.3
12	10	8	インベストメント・カンパニー・オブ・アメリカ	国内株式	27.18	-4.20	1.73	2.50	キャピタル・リサーチ	607.2
13	16	15	フランクリン・インカム・ファンド	国内株式	35.01	-0.40	3.69	7.78	フランクリン・テンプレトン	506.5
14	12	10	ワシントン・ミューチュアル・インベスター・ファンド	国内株式	18.99	-6.11	0.23	2.81	キャピタル・リサーチ	501.7
15	14	16	アメリカン・バランスド・ファンド	国内株式	21.08	-1.40	2.02	5.68	キャピタル・リサーチ	479.6
16	15	20	バンガード・ウェリントン・ファンド	国内株式	22.20	0.95	4.79	6.15	バンガード	477.4
17	18	21	ファンダメンタル・インベスターズ	国内株式	33.36	-2.98	3.99	3.61	キャピタル・リサーチ	441.3
18	17	14	ニュー・パースペクティブ・ファンド	海外株式	37.43	-0.29	5.75	3.97	キャピタル・リサーチ	430.6
19	20	27	ボンド・ファンド・オブ・アメリカ	債券	14.91	1.39	2.38	4.89	キャピタル・リサーチ	403.0
20	19	13	ドッジ・アンド・コックス・ストック・ファンド	国内株式	31.27	-9.34	-0.69	5.66	ドッジ・アンド・コックス	399.9

- (注) 1. MMFを除く。分類はモーニングスターによる。
 2. 純資産残高の単位は億ドル。パフォーマンスは年率換算した値で、単位は%。
 3. 背景をつけているファンドはインデックス・ファンド。
 4. パフォーマンスは、クラスAのものを原則採用しているが、一部リテール向けクラス・シェアのものなどを採用している場合もある。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

II 資産運用業界をめぐる動向

1. バンク・オブ・アメリカとモルガン・スタンレーによる資産運用事業の売却

一方、資産運用業界では、2009年6月にブラックロック（Blackrock）がバークレイズ・グローバル・インベスターズ（Barclays Global Investors, BGI）の買収で合意したのに続き⁵、9月にバンク・オブ・アメリカ（Bank of America）が、翌10月にはモルガン・スタンレー（Morgan Stanley）が、相次いでグループ傘下の資産運用事業の売却を発表した。後者二つの案件は、米国投資信託業界における金融危機以前からの中長期的な傾向であるオープン・アーキテクチャー化の流れの中に位置づけられる動きとしても注目される。

1) 二つの M&A 案件の内容

両案件について詳しくみると、まずバンク・オブ・アメリカは、傘下に抱えるコロロンビア・マネジメント（Columbia Management）の資産運用事業の一部を、アメリプライズ（Ameriprise Financial）に売却することで合意した。対象事業は株式や債券などの長期資金の運用事業とされ、2009年6月末時点の運用資産残高は1,650億ドル（株式930億ドル・債券720億ドル）にのぼる⁶。ただし、運用資産残高ベースでコロロンビア・マネジメントの事業の半分を占める短期資金の運用は対象とされておらず、引き続きバンク・オブ・アメリカがグループ内で運営する。取引金額は、2010年春を目処に進められる合併作業が終了するまでの間における同事業の運用資産の資金フローを踏まえて最終的に確定されるため、現段階では9億～12億ドルという範囲が示されるにとどまっている。なお、アメリプライズによる支払いは全額現金で決済されるため、バンク・オブ・アメリカは売却事業に対して出資関係をもつことはない。また、事業統合後、アメリプライズは、自社のブランドであるリヴァーソース（RiverSource）よりも古い歴史をもち、それゆえに投資家の間での知名度も高いとの判断から、基本的にはコロロンビアのブランドを用いる方針を示している。

一方、モルガン・スタンレーは、同社の資産運用事業のうち、投資信託の運用会社であるヴァン・カンペン（Van Kampen Investments）を含めた、個人投資家を対象にサービスを提供している部門を、インヴェスコ（Invesco）に売却する。運用資産の規模は1,190億ドルで、株式や債券、オルタナティブ資産、単位型投資信託（Unit Investment Trust, UIT）などが含まれる⁷。取引金額は15億ドルで、このうち5億ドルは現金で、残る10億ドルはインヴェスコの株式4,410万株（うち2,100万株は無議決権）で支払われる予定である。インヴェスコとの事業統合は、2010年半ばまでに完

⁵ 同案件について詳しくは、三宅裕樹「ブラックロックによる BGI の買収」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年夏号ウェブサイト版参照。

⁶ アメリプライズ資料参照。

⁷ インヴェスコ資料参照。

了する見通しである。

2) オープン・アーキテクチャー化の流れを後押しした今回の金融危機

今回、バンク・オブ・アメリカとモルガン・スタンレーが資産運用部門の売却を決定した直接の契機が、2008年のリーマン・ショック以降の金融危機の深刻化であったことは、ほぼ間違いないであろう。両社の金融危機関連での損失は、2009年第3四半期までに、バンク・オブ・アメリカで1,359億ドル、モルガン・スタンレーで233億ドルにのぼっていた⁸。さらに、2009年上半旬に米国政府が実施したストレス・テストの結果、両社はそれぞれ、339億ドル・18億ドルの資本調達を追加的に要求されていた（SCAP バッファ）。それゆえ、両社においては、自己資本の増強とともに資産売却を進めることで、財務状態の健全性を回復することが喫緊の経営課題となっていたと考えられる⁹。

このことは、資産運用事業の売却金額の水準からも推察される場所である。今回のM&A案件の取引金額の2009年予想EBITDAに対する比率をみると、バンク・オブ・アメリカで7倍、モルガン・スタンレーで7.7倍とされている。同比率の業界平均は2007年後半より減少傾向にあるが、それでも直近の2009年第2四半期における値は9.8倍とされており、二つの案件の比率はそれよりも低い水準にあるといえる¹⁰。

ただし、バンク・オブ・アメリカとモルガン・スタンレーが事業売却の必要に迫られていたとして、共にその対象として資産運用部門を選択した背景にはオープン・アーキテクチャー化の流れがあったものと考えられる。米国投資信託市場においては、今回の金融危機以前よりこの流れが進みつつあり、大手金融グループでは、2005年にシティグループ（Citi Group）が、翌2006年にはメリルリンチ（Merrill Lynch）がすでに資産運用事業をグループから切り離していた¹¹。バンク・オブ・アメリカとモルガン・スタンレーの両社も、2003年に運用会社と販売会社との関係をめぐる議論が浮上した際に、米国証券取引委員会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）から罰金の支払いなどの処分を受けたことなどもあり、かねてより資産運用事業の売却の可能性を探りつつあった模様である¹²。例えばモルガン・スタンレーは、同事業の収益性が必ずしも高くなかったこともあり、2006年にブラックロックがメ

⁸ ブルームバーグより算出。

⁹ バンク・オブ・アメリカは2009年5月に134.7億ドル、モルガン・スタンレーは翌6月に69億ドルを、各々普通株式の発行を通じて調達した。また、バンク・オブ・アメリカは同年10月に、ファースト・リパブリックをプライベート・エクイティに売却することを決定した。売却金額は、報道ベースでは約10億ドルとされている。Zachery Kouwe, "Bank of America Sells Republic Bank to Private Equity Firms," *The New York Times*, 10/22/2009 参照。

¹⁰ アメリカプライズとインヴェスコの発表資料、および Jefferies Putnam Lovell 資料参照。

¹¹ 両案件について詳しくは、沼田優子「シティグループ、資産運用部門の売却を発表」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2005年夏号、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」同2006年春号参照。

¹² 米国における投資信託の販売をめぐる問題について詳しくは、大崎貞和・大原啓一「投信販売をめぐるインセンティブ・スキームの問題点」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2004年春号など参照。

リルリンチの資産運用事業を買収した際、メリルリンチの前にブラックロックと合併会社の創設交渉を行っていたとされる¹³。

さらに、2009年に入って、両社の事業内容は大きく変化した。すなわち、モルガン・スタンレーは、シティグループからリテール証券部門を事実上買収してモルガン・スタンレー・スミスバーニー（Morgan Stanley Smith Barney）を合併で創設した。そして、バンク・オブ・アメリカも、米国最強のリテール営業部隊を擁するとされるメリルリンチを吸収合併することに成功したのである。これによりリテール証券販売部門が大幅に強化されたことが、両社にグループ内における資産運用事業の位置づけの見直しを改めて促し、同事業の売却を後押しする一因となった可能性は高いと思われる。

2. 金融危機下で事業規模の拡大を図るインヴェスコとアメリプライズ

1) 資産運用事業の強化を課題としていた2社

一方、買収側に立ったアメリプライズとインヴェスコは、今回のM&Aによって中核事業である資産運用事業を拡充し、米国市場での存在感を高めることができるとしている。

特にインヴェスコは、米国事業の強化に向けて近年、積極的な姿勢を示していた資産運用会社として知られており、今回の買収もその一環と捉えることができる。そもそもインヴェスコは、1935年に英国で事業を開始した資産運用会社であり、今日においても同国の投資信託市場での運用資産規模は387.0億ユーロと、業界第3位の地位にある¹⁴（2009年末時点）。現在は事業の拠点を米国に移しているものの¹⁵、引き続きM&A戦略などを通じて英国や大陸欧州、さらにはアジアといった海外事業の強化を図っている¹⁶。インヴェスコの運用資金ポートフォリオに占める海外資金の割合は、2009年6月末時点で39%と2000年の23%から大きく上昇しており、また、他の米国の資産運用会社と比べても高いとされる¹⁷。

その一方で、米国事業については、インヴェスコの事業の過半を占めるにもかかわらず、海外事業の成長とは対照的に伸び悩みをみせていた。パフォーマンスの低迷のほか、2003年に起きた米国投資信託市場における一連の不正取引問題において、裁

¹³ 注11 関論文参照。また、モルガン・スタンレーは、2008年春よりジャナスと資産運用事業の売却交渉を始めたものの、事業統合後の支配権をめぐる折り合いがつかず、やはり物別れに終わったとされる。“Possible Van Kampen sale to hurt Morgan Stanley – Wells Fargo,” *Reuters*, 08/28/2009 など参照。

¹⁴ リッパース社資料参照。

¹⁵ インヴェスコは1988年にロンドン証券取引所に上場したが、1995年に米国預託証券（ADR）をニューヨーク証券取引所に上場させると、2007年には主要な上場先（primary listing）をニューヨーク証券取引所に移した。

¹⁶ Michael Shari, “Invesco’s Mr. Fix-It,” *Institutional Investors*, 06/13/2008 など参照。

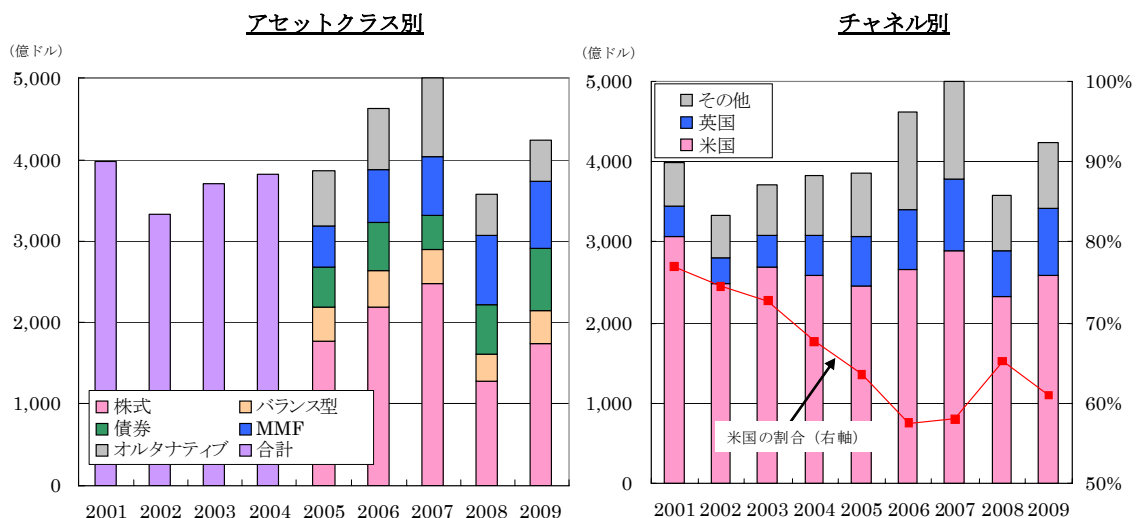
¹⁷ Sam Mamudi, “Analysts Take Shine to Money Managers,” *The Wall Street Journal*, 09/29/2009 など参照。なお、フラナガン CEO は、同割合を最終的には50%にまで引き上げたいとの方針を示している。

定取引に関わったとの指摘を SEC から受けたことも影響して、米国事業では今回の金融危機前から投資家の資金が純流出する状況が続いていた。インヴェスコの運用資産規模の推移をみても、全体では金融危機の深刻化直前の 2007 年の残高は 5,001 億ドルと、5 年間で 1.5 倍に増加したものの、米国事業に限ればこの間の伸びは 1.1 倍にとどまっていた（図表 7）。

こうした状況を打開するべく、インヴェスコは、2005 年に CEO に就任したマーティン・フラナガン（Martin Flanagan）氏のもとで、ここ数年、海外事業の拡充と並行して米国事業の改革にも取り組んでいた。2006 年には、ETF 運用会社のパワーシェアーズ・キャピタル・マネジメント（PowerShares Capital Management）、および経営破たん企業の再生を手がけるウィルバー・ロス（Wilbur L. Ross）氏率いる WL ロス・アンド・カンパニー（WL Ross & Co, LLC）をそれぞれ買収した。また、今回の金融危機下において、米国政府が不良資産問題に対応するための政策として打ち出した官民投資プログラム（Public-Private Investment Program, PPIP）においては、資産買取ファンドの運用マネージャーの一社として参加している¹⁸。今回のインヴェスコのモルガン・スタンレーからの事業買収も、こうした同社の取り組みをいっそう推し進める戦略の一環とみることができよう¹⁹。

また、バンク・オブ・アメリカからコロンビア・マネジメントの一部事業を買収したアメリプライズにおいても、資産運用事業の強化は、同社の大きな経営課題の一つ

図表 7 インヴェスコの運用資産残高の推移



(注) 2004年以前のアセットクラス別の内訳は開示されていない。

(出所) インヴェスコ資料より、野村資本市場研究所作成

¹⁸ PPIP について詳しくは、三宅裕樹「進展しつつある米国不良資産問題の解決に向けた取り組み 一収益機会を見出す運用会社の存在一」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2009年春号、および同「運用開始を見据えた不良証券化商品買取プログラムの進展」同2009年夏号ウェブサイト版参照。

¹⁹ Aaron Lucchetti, "Invesco Leads in Race for Van Kampen," *The Wall Street Journal*, 10/05/2009 など参照。

とされていたものと考えられる。そもそも、アメリプライズは、カード会社大手のアメリカン・エクスプレス（American Express）が、1984年に買収した資産運用会社のインヴェスターズ・シンジケート（Investors Syndicate）の事業などを、2005年に独立会社としてスピノフさせて創設した会社である。現在は、先述した米国国内向けの資産運用業を担当するリヴァーソースと、海外投資家を対象とするスレッドニードル（Threadneedle）の2社を傘下に抱えて投資信託などの運用事業を展開している（資産運用部門）。同社はこの他に、ウェルス・マネジメント部門や、年金商品の運用・販売部門、さらには生命保険や損害保険といった保険やリスク管理サービスの提供部門（プロテクション部門）を有している。同社の収益構造をみると、税引き前利益に占める資産運用部門の割合は、税引き前利益が全体としてプラスであった2005年から2007年までの間、2~3割の水準で推移している。

しかしながら、アメリプライズにとって中核事業の一つである資産運用部門の市場における位置づけは、必ずしも大きくはなかった。同社は、グローバル・ベースでの資産運用残高ランキングでは2008年末時点で41位²⁰、また、米国投資信託のランキングでは2009年で28位にとどまっていた。それゆえ、M&Aなどを通じた資産運用事業の拡大は、アメリプライズにとって経営改革の有力な選択肢の一つとされていたものと思われる。

2) 今回の事業買収による資産運用サービスの拡充

アメリプライズとインヴェスコはそれぞれ、今回のM&Aの主な利点として、①資産運用規模の拡大、②提供する資産運用サービスの多様化・拡充、③有力な販売チャネルの獲得、という三つを挙げている。

まず、両社の案件完了後の資産運用残高をみると、アメリプライズがそもそも傘下に抱えていたリヴァーソースとコロンビア・マネジメントの事業が統合されると、運用する米国投資信託の純資産残高は、2009年末時点の値の単純合計ベースで、504.1億ドルから1,551.5億ドルへと約3倍増加し、運用会社ランキングの順位も28位から8位に上昇することとなる（図表8、MMF除く）。アメリプライズは、これによって規模の経済が働き、運用事業コストを年ベースで1.3~1.5億ドル削減することができるとしている²¹。一方、インヴェスコも、投資信託の運用残高を452.5億ドルから1,323.0億ドルへと同じく約3倍に引き上げ、順位は32位からアメリプライズに次ぐ9位になる。

また、資産運用サービスの多様化についていえば、アメリプライズの場合、そもそもリヴァーソースが、ハイ・イールド債ファンドや社債ファンド、海外債券ファンドなど債券ファンドに比較的強みをもつとされる一方、コロンビア・マネジメントは、大型株ファンド全般、あるいは中小型株のグロス型ファンドに強みを有するとの評価

²⁰ Pensions & Investments 資料参照。

²¹ アメリプライズ資料参照。

図表8 米国投資信託市場における運用会社ランキング（2009年末時点）

順位	運用会社	合計	株式ファンド		債券 ファンド	
			国内株式	海外株式		
1	バンガード	11,598.5	8,101.1	7,147.7	953.3	3,497.4
2	キャピタル・リサーチ	9,087.9	8,063.3	4,679.3	3,384.1	1,024.5
3	フィデリティ・インベストメンツ	8,312.7	6,812.7	5,834.5	978.3	1,499.9
4	ビムコ	3,259.8	216.7	162.5	54.3	3,043.1
5	フランクリン・テンブルトン	2,923.2	1,776.1	1,061.0	715.2	1,147.1
6	Tロウ・プライス	2,602.0	2,118.3	1,832.4	285.9	483.7
7	ジョン・ハンコック	1,660.9	1,296.3	1,134.4	161.9	364.6
	リヴァーソース+コロンビア	1,551.5	1,140.2	993.7	146.5	411.3
	インヴェスコ+モルガン・スタンレー	1,323.0	1,077.0	839.3	237.8	246.0
8	オッペンハイマー	1,211.5	657.5	353.5	304.1	554.0
9	ドッジ・アンド・コックス	1,123.7	931.3	554.5	376.7	192.4
10	ブラックロック (旧BGI含む)	1,118.8	840.5	403.8	436.6	278.3
11	ディメンショナル・ファンズ	1,071.3	890.6	451.0	439.6	180.7
12	コロンビア・マネジメント	1,047.4	787.3	677.1	110.2	260.1
13	JPモルガン・アセットマネジメント	943.9	442.3	369.6	72.7	501.6
14	ハートフォード・ミューチュアル・ファンズ	912.2	748.6	701.7	46.9	163.7
15	ジャナス	906.7	856.2	693.3	162.9	50.5
16	ING	888.7	729.6	573.0	156.6	159.2
17	MFS	762.0	598.5	434.0	164.6	163.4
18	プリンシパル・ファンズ	716.1	566.9	497.8	69.1	149.3
19	アメリカン・センチュリー・インベストメント	665.4	489.2	448.5	40.6	176.2
20	レグ・メイソン	636.8	340.4	323.8	16.6	296.4
	⋮					
25	ヴァン・カンペン	544.4	418.9	384.1	34.8	125.5
28	リヴァーソース	504.1	352.9	316.6	36.3	151.2
32	インヴェスコ	452.5	395.1	300.1	95.0	57.3
41	モルガン・スタンレー・アセットマネジメント	326.2	263.0	155.0	108.0	63.1

(注) 1. 株式ファンドと債券ファンドの運用残高に基づくランキング。単位は億ドル。
2. 買収による順位の変動は、運用資産を単純合計して計算している。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

がある²²。他方、インヴェスコについては、同社がそもそも株式ファンドの中でも米国国内グロス型ファンドや海外株式ファンドに強みをもつものに対して、モルガン・スタンレーは国内バリュー型ファンドなどの運用を得意としているとされる²³。こうしたことから、アメリカプライズとインヴェスコはともに、今回の事業買収は相互補完的なものであり、提供するファンドの品揃えの拡充につながるとしている。

さらに、第三の利点とされる販売チャネルの獲得について、アメリカプライズは、今回の合意の中で、今後5年間、バンク・オブ・アメリカがグループ傘下のメリルリンチやUSトラスト (U.S. Trust) といった販売チャネルでアメリカプライズの運用商品を取り扱うとの条項を含めている。その効果についてアメリカプライズは、バンク・オブ・アメリカ傘下のチャネルを経由した資金は、事業統合後の運用資産全体の29%を占めるとみている²⁴。

また、インヴェスコも、今回の事業統合によってモルガン・スタンレーが有する米国有数の証券販売チャネルを活用することができるとの期待を示している。モルガ

²² Douglas Appell, "Ameriprise purchases Columbia from BofA," *Pensions & Investments*, 10/05/2009 参照。

²³ インヴェスコ資料参照。

²⁴ アメリカプライズ資料、および Christopher Condon and Sree Vidya Bhaktavatsalam, "Ameriprise to Buy Bank of America's Columbia Funds," *Bloomberg*, 09/30/2009 参照。

ン・スタンレーは、先述の通り、今回の金融危機下においてモルガン・スタンレー・スミスバーニーを傘下に創設した。加えて、ヴァン・カンペン は、これまでに LPL フィナンシャル (LPL Financial) やレイモンド・ジェームズ (Raymond James Financial Services) といった、営業支援や商品販売などのサービスを多数の独立系アドバイザーに供給している証券会社と友好的関係を構築してきたことから、こうした販売網を活用できるようになる点も買収の魅力となったと、フラナガン CEO 自身が述べている²⁵。

III 今後の注目点

2010 年の米国投資信託市場の主な注目点としては、①株式ファンドにおいていつ頃、資金純流入の基調に回帰することとなるのか、および②債券ファンドへの多額の資金純流入傾向が今後も継続するのか、という二点が挙げられる。

このうち、①株式ファンドについてはパフォーマンスの動向との関係が注目されよう。例えば、米国投資信託上位 20 本のファンドにランクインする株式ファンドをみると、2009 年一年間では二桁パーセントのリターンをあげているものの、三年間の平均リターンでは 17 本中 16 本がマイナスとなっている (前掲図表 6)。言い換えれば、2009 年の株式市場の回復はあったものの、多くの株式ファンドが、金融危機の深刻化に伴う損失分を依然として取り戻せていないのである。投資家が株式ファンドを引き続き敬遠している背景の一つとして、こうした要因が指摘されていることなどを踏まえれば、パフォーマンスの回復が、2010 年の株式ファンドをめぐる資金動向に大きく影響しうるものと考えられる²⁶。

一方、②債券ファンドについては、連邦準備制度理事会 (The Federal Reserve Board, FRB) が 2010 年 2 月に、金融市場の状況が継続的に改善に向かっているという認識に基づいて公定歩合を 0.50% から 0.75% に引き上げるなど、今回の金融危機に対応して講じた金融緩和政策の出口戦略を模索し始めてきている。こうした流れを受けて金利水準が上昇することとなれば、債券ファンドのパフォーマンスが低下してくる可能性もあり、これまでと同水準の資金流入を期待することが難しくなる状況も想定されうる。

なお、米国投資信託協会 (Investment Company Institute, ICI) によると、株式ファンドでは 2010 年 1 月に 169.1 億ドル、2 月も 1.1 億ドルの資金が、それぞれ純流入した。一方、債券ファンドでは、それぞれ 272.5 億ドル・265.4 億ドルの流入となり、引き続き資金純流入傾向が堅調に続いている模様である。

²⁵ David Hoffman, "Straight from the CEO: What Invesco plans to do with Van Kampen," *InvestmentNews*, 10/20/2009 など参照。なお、LPL、およびレイモンド・ジェームズの販売チャネル戦略について詳しくは、沼田優子・神山哲也・服部孝洋「チャネル戦略でリテール・ビジネスを強化するレイモンド・ジェームズ」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年秋号ウェブサイト版、服部孝洋「米国リテール証券アドバイザーの多様化と LPL の成長戦略」同 2010 年春号ウェブサイト版参照。

²⁶ 注 2 参照記事。

また、資産運用業界をめぐっては、上述のバンク・オブ・アメリカやモルガン・スタンレー、あるいはバークレイズ（Barclays）のように、大手金融グループが、金融危機関連の損失に対応するべく資産運用部門を売却するという動きが2010年も相次ぐ可能性は高くないとの見解がある。むしろ、運用資産の減少や規制コストが上昇する可能性などを受けて、これに対応しきれない中小規模の資産運用会社をめぐって、業界再編の動きが進む可能性が指摘されている。そこでは、金融危機の影響が相対的に軽微であった独立系資産運用会社などが、自社に不足している資産運用サービスの穴埋め、ないし強化を図って、例えばオルタナティブ運用に強みをもつ運用会社や、海外で一定の事業基盤を有する運用会社を買収して、各種ファンドを幅広く取り揃えようとする動きが強まってくるとの見方が採られている²⁷。

これに関しては、すでにブラックロックがメリルリンチの資産運用部門やBGIなどの買収を通じて、アセットクラスの観点からは株式、債券、オルタナティブの運用サービスをそれぞれ提供することになると同時に、投資方針の点でもアクティブ運用とパッシブ運用の両方を取り扱うこととなった。また、ピムコは、M&A戦略を通じてではないものの、フランクリン・テンプレトンの株式ファンドの運用マネージャー経験者二人を採用するなど、他社からの人材獲得などによって、株式運用を本格的に強化する方針を打ち出している²⁸。他社でも今後、こうした資産運用サービスの多様化、拡充を図る動きが相次ぐ可能性は十分にあると考えられる。

²⁷ Randy Diamond, "No bright spots in 2009; Sales, values down in lackluster year, though some see better times, ahead," *Pensions & Investments*, 01/25/2010 参照。

²⁸ Thao Hua, "Bond giant PIMCO plans push into active equities," *Pensions & Investments*, 10/19/2009、Sree Vidya Bhaktavatsalam, "Pimco Is Said to Consider Expansion Into Stock Funds," *Bloomberg*, 10/19/2009 など参照。また、ピムコは、2009年5月まで米国財務省で問題資産買取プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）の運営に関わっていた Neel Kashkari 氏を2009年12月に採用した。ピムコは、同氏の処遇について、株式運用だけにとどまらない新規事業の部門の立ち上げにマネージング・ディレクターとして携わる予定としている。

【補論 2009年ETF市場の回顧】

1. 2009年の市場動向

投資信託市場に関連する動きとして米国のETF (Exchange-Traded Funds) 市場についてみると、2009年中も引き続き海外株式ETFや債券ETFを中心として、投資家の資金が堅調に流入した²⁹。

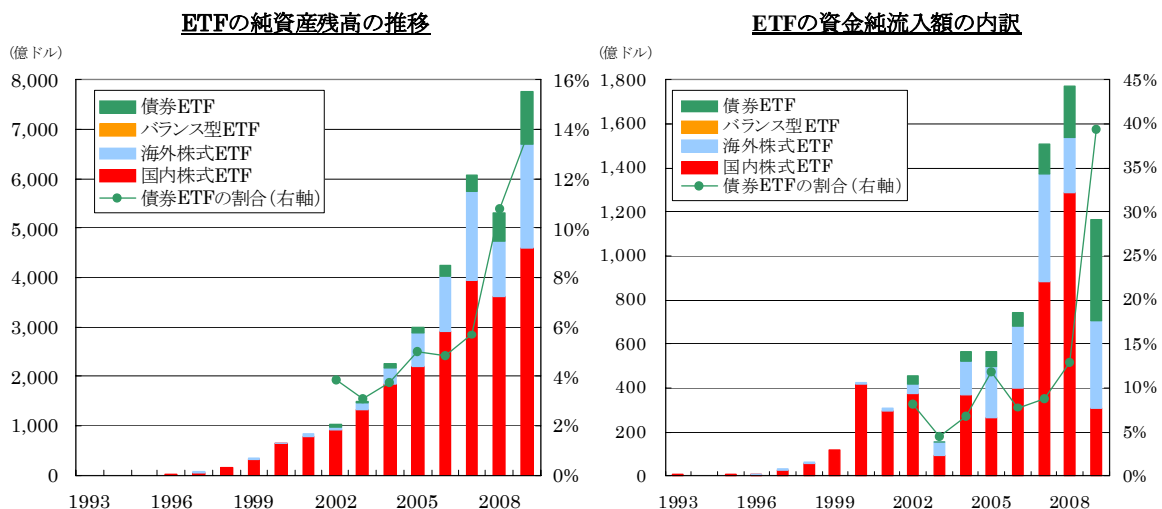
2009年一年間のETF市場をめぐる資金フローをみると、全体では1,164.5億ドルの流入となり、過去最大の資金純流入額を記録した2008年には及ばないものの、引き続き1,000億ドルを上回る高い水準となった(図表9)。

種類別にみると、債券ETFの流入額が459.5億ドルと最も大きく、ETF全体の流入額の39.5%を占めた。投資信託市場でも債券ファンドが2009年中、投資家から多額の資金を集めたことは本稿でみた通りだが、ETF市場でも債券投資が人気を集めていることがわかる。

債券ETFに次いで流入額が大きかったのは海外株式ETFであり、2009年の資金純流入額は396.0億ドルであった。この水準は、投資信託市場における海外株式ファンドへの流入額を91.2億ドル上回っているという点からも注目される。特に新興国市場への投資に際して、一定のエクスポージャーをもつきっかけとしてETFを活用する機関投資家の動きがあるとされており、このことが高いパフォーマンスなどにも支えられて、海外株式ETFへの多額の資金流入につながったとみられる³⁰。

一方、国内株式ETFについては、月次ベースでは2009年4月以降、資金純流入の傾向

図表9 米国ETF市場の動向



(出所) ICI 資料より、野村資本市場研究所作成

²⁹ 近年のETF市場の動向について詳しくは、三宅裕樹「金融危機下において注目が集まる米国ETF市場 — 参入機会を模索する運用会社の取り組み —」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009年夏号参照。

³⁰ Jason Zweig, "Are ETFs Causing an Emerging-Markets Bubble?," *The Wall Street Journal*, 11/10/2009 など参照。

が続いたものの、一年間での流入額は308.8億ドルと、海外株式ETFや債券ETFを100億ドルほど下回った。

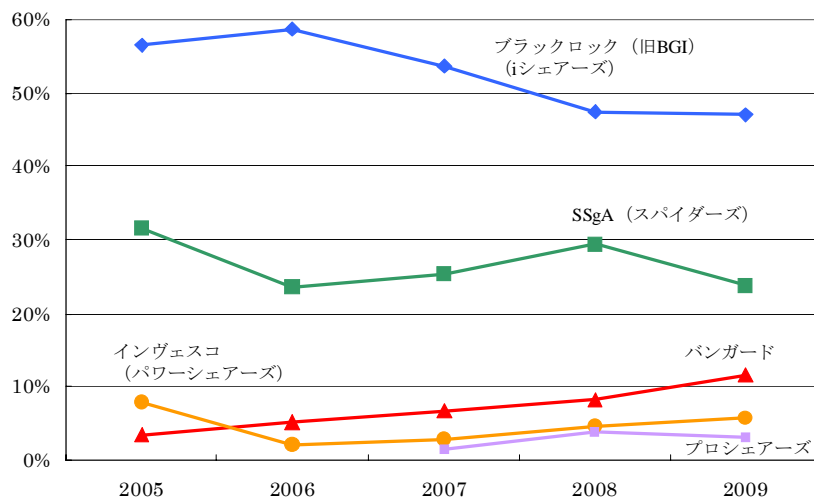
こうした堅調な資金純流入に加え、パフォーマンスの改善も加わったことで、米国ETFの市場規模は拡大した。2009年末時点の米国ETFの純資産残高は7,771億ドルと、金融危機の影響により一時的な減少となった2008年末より2,458億ドル、46.3%の増加となった。また、ストック・ベースでも、債券ETFの割合が13.8%、海外株式ETFが26.9%と、それぞれETF市場における位置づけを拡大させている。

主要運用会社の米国ETF市場におけるシェアの推移をみると、ブラックロックのiシェアーズ(iShares)が47.0%と、前年からほぼ横ばいで推移しており、引き続き首位の座を確保した(図表10)。他方、第2位のステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ(State Street Global Advisors, SSgA)のシェアが23.8%と、前年から5.7%ポイントの減少となったのに対して、バンガードが11.5%と、2000年代にETF市場に参入した新興勢力ながら、低手数料戦略を武器にシェアを着実に伸ばしている点が注目される。

2. アクティブETF市場への新規参入の動き

これまで、海外株式ETF、コモディティETF、債券ETFと、商品性を徐々に多様化させてきたETF市場において、今後の拡大の可能性が高い新分野として資産運用会社に近年、注目されているのがアクティブETFである³¹。パッシブETFの市場ではブラックロック・iシェアーズやSSgAなどがすでに圧倒的な地位を確保してしまっていることや、アクティブ運用であれば自社の既存の運用能力を活かしつつ、パッシブETFに比べて高い手数料収入が見込めることなどを踏まえて、2008年4月のインヴェスコによる最初の

図表10 米国ETF市場における大手運用会社のシェアの推移



(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

³¹ “ETFs Move Into Mainstream, Attract Big Fund Players,” *Fund Action*, 12/28/2009 など参照。

事例に続こうとする動きがみられる。例えば、ピムコが 2009 年 11 月に運用を開始し³²、T ロウ・プライス (T. Rowe Price) やジョン・ハンコック (John Hancock) もすでに運用の申請を行っているほか、バンガードやパトナム (Putnam Investments) などにも関心を示しているとされる³³。

ただし、これまでのところ、アクティブ ETF の純資産残高はそれほど積み上がっていない。例えば、現在、最大のアクティブ ETF はピムコ・エンハンスド・ショート・マテュリティ・ストラテジー (Pimco Enhanced Short Maturity Strategy) だが、その純資産残高は 2009 年末時点で 4,500 万ドルと、インデックス ETF で最大規模を有する SPDR トラスト・シリーズ (SPDR Trust Series 1) の 849.0 億ドルに比べても圧倒的に小さい。その背景としては、ファイナンシャル・アドバイザーが、アクティブ ETF の税制面でのメリットやパフォーマンスの優位性に対して慎重な見方を採っていることなどがあるとの指摘がなされている³⁴。

³² David Hoffman, "Pimco jumps into actively managed ETF biz," *InvestmentNews*, 11/17/2009 参照。

³³ Sam Mamudi, "T. Rowe Looks to Join Game of Active ETFs," *The Wall Street Journal*, 12/10/2009、Larry Light, "Will Stock-Picking Managers Be the Next Big Thing for ETFs?," 同、01/06/2010、Jessica Toonkel Marquez, "Putnam eyeing actively managed ETFs, CEO Reynolds says," *InvestmentNews*, 12/10/2009 参照。

³⁴ 注 30 参照記事など。