

新たな運用体制の導入を試みるフィデリティ

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 米国の大手資産運用会社のフィデリティは、2009 年後半頃より、複数の運用マネージャーが共同で一つの投資信託の運用に携わる運用体制の導入を進めている。同体制の具体的な内容は明らかではないものの、特定の産業セクターに特化して銘柄の選定を行う運用マネージャーが数名任命されるとともに、彼らの上に立つ運用マネージャーが配置され、ポートフォリオ全体のあり方に関して判断を下す体制となっているものと推察される。
2. フィデリティは、著名な運用マネージャーが規模の大きな投資信託の運用を一手に引き受けるというスター・ファンド・マネージャー・システムを採る運用会社として知られる。その同社が今回のような試みを進める背景には、2000 年代に入って以降、米国投資信託市場における位置づけが徐々に低下してきていることがあると考えられる。
3. 複数の運用マネージャーによる投資信託の運用の試みは、現時点では試験的な取り組みと考えられる。とはいえ、今回の試みがフィデリティの運用ファンドのパフォーマンスの改善につながることとなれば、同社の運用体制のあり方を変える可能性もあえよう。今後の動向が注目される。

I. 複数の運用マネージャーによる運用体制の導入の試み

米国の大手資産運用会社のフィデリティ (Fidelity Investments) が、資産運用部門の改革を推し進めている。中でも、2009 年後半頃より目立つ動きとして、複数の運用マネージャーが共同で一つの投資信託の運用に携わる運用体制を導入する試みが挙げられる。

例えば、フィデリティ・株式セクター・オール・キャップ・ファンド (Fidelity Stock Selector All Cap Fund) が、その一つである。同ファンドは、消費財セクター (Consumer Discretionary Sector, Consumer Staples Sector) やエネルギー・セクター、ヘルスケア・セクター、金融セクター、情報技術セクター、通信サービス・セクター、生産財 (Materials Sector) セクター、公益セクターなど、複数の産業セクターに分散投資を行う株式ファンドである。

図表1 フィデリティ・株式セクター・オール・キャップ・ファンドの
運用マネージャーの主な運用担当ファンド

役職	氏名	運用を担当する主なファンド	役職	氏名	運用を担当する主なファンド		
共同 トップ・ 運用 マネー ジャー	Chris Sharpe氏	Fidelity Strategic Income Fund	共同 運用 マネー ジャー	Robert Lee氏	Fidelity Balanced Fund		
		Fidelity Strategic Real Return Fund			Fidelity Series All-Sector Equity Fund		
		Fidelity Freedom Income Fund			Fidelity Select Consumer Staples Portfolio		
		Fidelity Four-in-One Index Fund			Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund		
		Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund			Fidelity Select Telecommunications Portfolio		
	Geoff Stein氏	Fidelity Global Balanced Fund		Kristina Salen氏	Fidelity Select Multimedia Portfolio		
		Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund			Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund		
		Charlie Chai氏			Fidelity Select Technology Portfolio	Douglas Simmons 氏	Fidelity Balanced Fund
					Fidelity Select Communications Equipment Portfolio		Fidelity Series All-Sector Equity Fund
					Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund		Fidelity Telecom and Utilities Fund
John Dowd氏	Fidelity Select Energy Portfolio	Tobias Welo氏	Fidelity Select Utilities Portfolio				
	Fidelity Select Natural Resources Portfolio		Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund				
	Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund		Fidelity Select Materlals Portfolio				
John Harris氏	Fidelity Select Consumer Discretionary Portfolio	Eddie Yoon氏	Fidelity Select Health Care Portfolio				
	Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund		Fidelity Select Medical Equipment and Systems Portfolio				
	Fidelity Select Brokerage and Investment Management Portfolio		Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund				
Ben Hesse氏	Fidelity Select Financial Services Portfolio						
	Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund						

(注) 2010年7月27日時点で、各氏が株式セクター・オール・キャップ・ファンド以外で運用に携わっている主なファンド。

(出所) フィデリティ・ウェブサイトより、野村資本市場研究所作成

2009年11月より、同ファンドの運用は、従来の一入運用マネージャー体制から、2名の共同トップ・運用マネージャー（Lead Co-Manager）と、9名の共同運用マネージャー（Co-Manager）という合計11名の運用マネージャーから成るチームでポートフォリオを運用する体制に移行した。

株式セクター・オール・キャップ・ファンドの目論見書などには、11名それぞれの役割についての言及はない。ただし、彼らが同ファンド以外に運用している投資信託をみると、9名の共同運用マネージャーは、先に示した同ファンドの運用対象とされる産業セクターに個別に投資するセクター・ファンドの運用に各々携わっている（図表1）。また、2名の共同トップ・運用マネージャーは、個別セクターに特化せず、例えばインカム・ファンドやバランス型ファンドといったように投資対象がより幅広く設定されている投資信託の運用を行っている。このことから、9名の共同運用マネージャーがそれぞれ、自身が専門とする産業セクターの運用を担当しつつ、2名の共同トップ・運用マネージャーが個別

セクターの枠を超えて株式セクター・オール・キャップ・ファンド全体の運用ポートフォリオのあり方に関して判断を下す体制となっているものと推察される。

なお、株式セクター・オール・キャップ・ファンドの11名の運用マネージャーは、同じメンバー構成で、同じく複数の産業セクターに分散投資を行うフィデリティ・ブロード・マーケット・オポチュニティ・ファンド (Fidelity Series Broad Market Opportunities Fund) の運用にも携わっている。

また、フィデリティ・小型株インディペンデンス・ファンド (Fidelity Small Cap Independence Fund) も、株式セクター・オール・キャップ・ファンドと同じく2009年11月より、5名の運用マネージャーによる共同での運用体制に移行した。この5名の運用マネージャーは、同ファンド以外にも別の中・小型株ファンドの運用マネージャーとして活躍している点で共通しているが、株式セクター・オール・キャップ・ファンドの場合とは異なり、少なくとも彼らの運用経歴をみる限りでは、特定の産業セクターの運用を専門としているわけではない模様である。ただし、ファンドの目論見書では、5名の運用マネージャーがそれぞれ、特定の産業セクターの分析・運用を担当することとされている。

II. フィデリティの動きの背景

1. スター・ファンド・マネージャー・システムを特徴としてきたフィデリティ

フィデリティといえば、ピーター・リンチ (Peter Lynch) 氏などに代表される著名な運用マネージャーが運用規模の大きな投資信託の運用を一手に引き受けるというスター・ファンド・マネージャー・システム (Star Fund Manager System) を採る運用会社として知られる。同システムは、①ビジネス・スクールの卒業生などを大量にアナリストとして採用した上で、②社内競争を促し、高いパフォーマンスの実現に貢献した者を選抜し、③運用規模の小さい投資信託のファンド・マネージャーから、より大型の投資信託のファンド・マネージャーへと昇格させていく仕組みを採っている¹。こうした運用体制は、アクティブ・ファンドの運用を外部委託するバンガード (Vanguard) や、一つの投資信託のポートフォリオをいくつかに分割して、複数の運用マネージャー、ないしアナリスト・チームに割り当て、その部分の運用は基本的に担当者の投資判断に委ねるというマルチ・ポートフォリオ・マネージャー・システム (Multi Portfolio Manager System) を採るキャピタル・リサーチ (Capital Research) などとは異なる、フィデリティの特徴とされてきた。

それゆえ、先述のような運用体制は、むしろキャピタル・リサーチのマルチ・ポートフォリオ・マネージャー・システムに近い性格のものと考えられ、フィデリティにとっては従来の方式とは異なる新しい取り組みと捉えられる。

¹ Tom Lauricella, "Fidelity Investments' Extreme Makeover," *The Wall Street Journal*, 04/04/2006 など参照。

図表 2 米国投資信託市場における運用会社ランキングの推移（運用残高ベース）

順位	2000年			2005年		
	運用会社	運用残高	市場シェア	運用会社	運用残高	市場シェア
1	フィデリティ	5,969	13.3%	バンガード	8,296	13.3%
2	バンガード	4,936	11.0%	フィデリティ	7,800	12.5%
3	キャピタル・リサーチ	3,147	7.0%	キャピタル・リサーチ	7,570	12.1%
4	パトナム	2,213	4.9%	フランクリン・テンブルトン	2,598	4.2%
5	ジャナス	1,845	4.1%	ピムコ	1,743	2.8%
6	Tロウ・プライス	1,555	3.5%	Tロウ・プライス	1,742	2.8%
7	AIM	1,049	2.3%	オッペンハイマー	1,270	2.0%
8	フランクリン	939	2.1%	パトナム	1,012	1.6%
9	MFS	895	2.0%	コロンビア	919	1.5%
10	アメリカン・センチュリー	846	1.9%	ハートフォード・ミューチュアル	905	1.4%
市場全体	—	44,852	100.0%	—	62,434	100.0%

順位	2007年			2009年		
	運用会社	運用残高	市場シェア	運用会社	運用残高	市場シェア
1	キャピタル・リサーチ	11,582	13.6%	バンガード	11,598	15.7%
2	バンガード	11,571	13.6%	キャピタル・リサーチ	9,088	12.3%
3	フィデリティ	10,147	11.9%	フィデリティ	8,313	11.3%
4	フランクリン・テンブルトン	3,407	4.0%	ピムコ	3,260	4.4%
5	Tロウ・プライス	2,715	3.2%	フランクリン・テンブルトン	2,923	4.0%
6	ピムコ	2,110	2.5%	Tロウ・プライス	2,602	3.5%
7	ジョン・ハンコック	1,748	2.1%	ジョン・ハンコック	1,661	2.3%
8	オッペンハイマー	1,707	2.0%	オッペンハイマー	1,211	1.6%
9	ドッジ&コックス	1,594	1.9%	ドッジ&コックス	1,124	1.5%
10	コロンビア	1,372	1.6%	ブラックロック	1,119	1.5%
市場全体	—	85,120	100.0%	—	73,727	100.0%

(注) 運用残高の単位は億ドル。MMFは除く。

(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

2. 運用部門の改革を長らく進めてきたフィデリティ

フィデリティの今回の動きは、同社がこれまで数年間にわたって推し進めてきた運用部門の改革の一環として位置づけられよう。

フィデリティは、1990年代の米国投資信託市場において、運用資産規模で第1位の座を占めていたが、2000年代に入ると、①マゼラン・ファンド (Magellan Fund) を始めとする同社の旗艦ファンドで以前のような高い運用パフォーマンスをあげられなくなってきたことや、②海外株式ファンドに対する投資家からの人気の高まり、③インデックス・ファンドの普及などから、キャピタル・リサーチやバンガードに順位を抜かれた (図表2、MMF除く)。また、市場シェアも、2000年の13.3%から2009年には11.3%に低下した。

こうした状況に対して、フィデリティは、2005年に運用部門の体制を大幅に変革する取り組みを行った。具体的には、生え抜きのアナリストのみを活用していた従来の方針を変更し、外部からアナリスト経験者を中途採用したり、長期的な運用パフォーマンスを考慮した運用マネージャーの報酬体系を導入したり、あるいは海外拠点の増設や株式アナリストの増員などが実施された²。

² Joh Hechinger and Tom Lauricella, "Can Lange Pull Magellan Fund Out of Its Straits?," *The Wall Street Journal*, 11/01/2005 など参照。

その他、クオンツ分析に基づく運用の強化も図っている。例えば、2005年に機関投資家向けの運用サービスの提供を専門に行う子会社としてフィデリティが設立したピラミス・グローバル・アドバイザーズ (Pyramis Global Advisors) は、ファンダメンタル分析とクオンツ分析を組み合わせた運用を行う金融商品を提供するとして、クオンツ・アナリストの採用を行っている³。

また、同じくフィデリティのグループ傘下にある運用会社のストラテジック・アドバイザーズ (Strategic Advisers) も、ファンドの運用に際してクオンツ分析の活用を進めている。同社は、退職世代を対象に、資産の合理的な取り崩しを支援することを目的としたファンド・オブ・ファンズであるインカム・リプレースメント・ファンド (Fidelity Income Replacement Fund) の提供を2007年より開始したが、その運用においてクオンツ分析の成果を反映させている⁴。

フィデリティの運用部門の改革の取り組みは、この他にも断続的に行われている模様である。加えて、2007年後半以降の米国サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の影響を受けて、2008年にはフィデリティの運用ファンドから371億ドルの資金が流出し、509億ドルの資金が同時期に流入したバンガードなどとは対照的な状況が起きた⁵。このような事態を受けて、フィデリティにおいては、よりいっそうの運用部門の改革の必要性が認識され、今回のような取り組みに至ったものと考えられる。

Ⅲ. 今後の注目点

フィデリティによる、複数の運用マネージャーによって一つの投資信託のポートフォリオをチームとして運用する体制の導入について、2009年12月に同社の資産運用部門のトップに就任した Jacques Perold 氏は、運用マネージャーがもつ投資アイデアを複数の投資信託で共有することが可能になるとして、海外市場への投資を拡充するためにも同様の運用体制の導入をさらに進めていく方針を明らかにしている⁶。

ただし、その一方で、これまでフィデリティを特徴付けてきたスター・ファンド・マネージャー・システムを同社の運用体制のあり方の主軸として位置づける方針は今後も堅持すると述べている。実際、先に紹介した新たな運用体制が導入された株式ファンドの純資産残高をみると、株式セレクター・オール・キャップ・ファンドは6.6億ドル、ブロード・マーケット・オポチュニティ・ファンドと小型株インディペンデンス・ファンドはそれぞれ300万ドルと、同社が運用するファンドとしてはかなり小規模である(2009年末時点)。また、フィデリティの株式ファンドの中で新たな運用体制をこれまでに導入したファンドのうち、最も運用資産残高の規模が大きいフィデリティ・バリュー・ファンド (Fidelity

³ Virginia Munger Kahn, "Fidelity gets Serious," *Institutional Investor*, July/August 2008 参照。

⁴ インカム・リプレースメント・ファンドについて詳しくは、野村亜紀子「米国のリタイアメント・インカムをめぐる動き：投資信託を使った解決策」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年冬号参照。

⁵ Mike Schnitze, "Vanguard, PIMCO Tops in Flows," *Fund Action*, 01/22/2010 参照。

Value Fund、2010年6月より導入)でも、残高は82.3億ドルと、同社最大の株式ファンドであるコントラ・ファンド(Fidelity Contrafund)の638.9億ドルの約8分の1にとどまる。こうしたことから、現段階では、中小規模の投資信託で新しい運用体制を試験的に導入している状況といえよう。

今回の取り組みが、フィデリティの投資信託における高い運用パフォーマンスの実現につながると評価され、同社の株式ファンドの運用のあり方を大きく変える動きとなるのが注目される。

⁶ Ross Kerber and Aaron Pressman, "New Fidelity fund chief stands by star system," *Reuters News*, 01/21/2010 参照。