

米国投信業界で圧倒的な資金流入額を誇るバンガード

岡田 功太、幸田 祐

■ 要 約 ■

1. 近年、米国投信業界におけるバンガードの躍進が目覚ましく、3.4兆ドルの運用資産総額（AUM）を誇る世界最大級の資産運用会社となっている。2015年のバンガードの純資金流入額は、約2400億ドルと運用会社1社当たりの資金流入額として史上最高額を記録した。
2. バンガードは創業者のジョン・ボーグル氏の思想である低コスト戦略を長期にわたって実現することで、競合他社と差別化を図っている。第一に、同社は「ミューチュアル・ミューチュアル・ファンド構造」と呼称される特異な企業構造を有しており、AUM増加と信託報酬低下の好循環を生み出している。
3. 第二に、同社はETFの商品構造に関する特許を保有しており、そのため投資家が（バンガードの）インデックス・ファンドから（バンガードの）ETFに移行した場合に、キャピタルゲイン課税が発生しない。その結果、ある商品のAUMはインデックス・ファンドとETFの合算した数値となり、規模の経済が働いて、信託報酬が低下する構造となっている。
4. バンガードは、米国においてはインデックス運用及びETF市場の巨大化という潮流の恩恵を享受しているが、今後の課題は米国外におけるビジネス展開にある。欧州・アジアの資産運用業界において、米国における同社の戦略が成功するのか注目される。

I 2015年に史上最高額の純資金流入額を記録したバンガード

近年、米国投信業界においてバンガードの躍進が目覚ましい。2010年から2014年にかけてバンガードの純資金流入額は合計で約6500億ドルと、2位のブラックロックの約2200億ドルの約3倍に達した。また、2015年のバンガードの純資金流入額は約2400億ドルと、運用会社1社当たりの年間資金流入額としては史上最高額となった¹。2014年3月に米著名投資家であるウォーレン・バフェット氏が、自身が率いる投資会社バークシャー・ハザウェイの株主に宛てた手紙において「保有するキャッシュの90%をバンガードが提供するS&P500指数に連動するインデックス・ファンドに投資すれば、大半の

¹ “Investors Poured Record \$236 Billion Into Vanguard Last Year” Wall Street Journal, January 5th, 2016.

投資家は成功を収めるだろう」と言及したこともあり、バンガードは現在の米国投信業界において最も注目されている資産運用会社である。そこで本稿は、バンガード創設の歴史的背景、競合他社との運用戦略及び販売戦略における差別化要因を整理する。

Ⅱ 米国投信業界における3つの潮流とバンガード

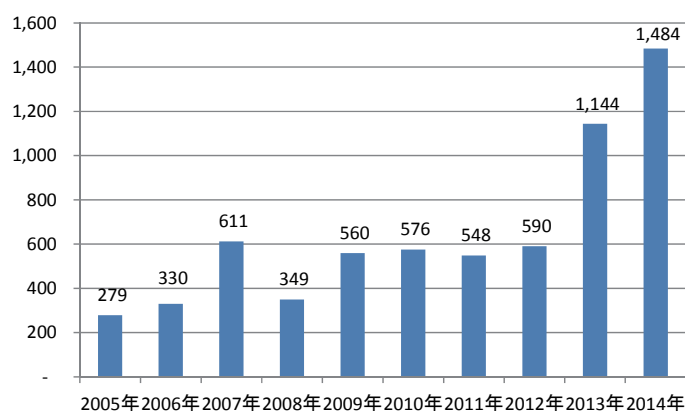
1. 勢いを増すインデックス運用

米国のミューチュアル・ファンド業界の規模は16.2兆ドルと、日本の投信業界の約16倍の規模に達し、世界のミューチュアル・ファンド業界の約50%を占める（2015年7月末時点）²。近年、米国ミューチュアル・ファンド業界の市場規模拡大を牽引しているのはインデックス・ファンドである。米国のインデックス・ファンドの運用資産残高（AUM）は、約4.6兆ドルと約10年間で4倍になった（2015年5月末時点）³。また、米国のインデックス・ファンドは2005年から2014年の10年間に於いて毎年、資金流入は継続しており、過去5年間の平均純資産流入額は約8700億ドルとアクティブ・ファンドの約5800億ドルを上回る（図表1）。

その結果、2005年以降の米国資産運用業界は、ステート・ストリート（SSgA）、ブラックロック（BGI）などのインデックス運用に強みを持つ資産運用会社がランキング上位を占めている（図表2）。特にブラックロックは、2009年6月の英国大手金融グループのバークレイズの資産運用部門であるバークレイズ・グローバル・インベスターズ（BGI）の買収が功を奏し、過去5年以上にわたってランキング1位の座を守っている。

一方で、総じてアクティブ運用に強みを持つ資産運用会社は苦戦を強いられている。例えば、2014年7月から2015年7月において、かつて債券王と呼ばれたビル・グロス氏が

図表1 米国のインデックス・ファンドの純資金流入額の推移（10億ドル）



（出所）ICIより野村資本市場研究所作成

² 国際投信協会よりデータ取得。

³ “Active vs. Passive Fund Assets -Where Are We Now?” Gordian Advisor, June 25th, 2015.

図表 2 米国資産運用会社の AUM 別ランキング (10 億ドル)

	2005 年		2010 年		2015 年	
1	SSgA	1,316	ブラックロック	3,346	ブラックロック	4,620
2	BGI	1,173	SSgA	1,907	バンガード	2,708
3	フィデリティ	810	フィデリティ	1,436	SSgA	2,448
4	メロン	551	JP モルガン	1,249	フィデリティ	2,025
5	AIG	495	バンガード	1,189	アリアンツ	1,776
6	ウェリントン	469	キャピタル	1,168	JP モルガン	1,744
7	ドイチェ	455	BNY メロン	1,056	BNY メロン	1,691
8	JP モルガン	449	アリアンツ	1,038	キャピタル	1,397
9	ノーザントラスト	412	GS	1,016	GS	985
10	バンガード	399	BoA	824	プルデンシャル	957

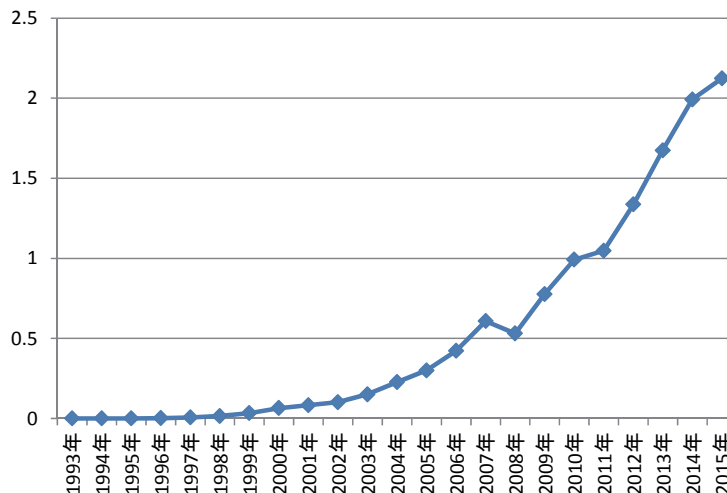
(注) 上記バンガードの AUM は ETF を除いた数値である
 (出所) Pension & Investments より野村資本市場研究所作成

率いていたピムコ (アリアンツ) は約 1800 億ドル資金流出している⁴。さらに、株式アクティブ運用の雄であるフィデリティは 2015 年のアクティブ・ファンドの年間資金流出額が 188 億ドルと 2014 年の 160 億ドルを上回った。インデックス・ファンドの台頭とアクティブ・ファンドの苦戦という潮流が鮮明となる中、バンガードは 2005 年 10 位、2010 年 5 位、2015 年 2 位と着実にランキングを上げている。

2. 2 兆ドルを突破した ETF

近年の米国資産運用業界における 2 つ目の潮流は、ETF 市場の巨大化である。米国 ETF は 1993 年に登場して以降、拡大し続けており、2015 年末時点で純資産合計が 2 兆ドルを突破した (図表 3)。当初、機関投資家がエクスポージャー管理を目的に ETF を活用して

図表 3 ETF の AUM 推移 (年次データ、兆ドル)



(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

⁴ “Fidelity Suffers Massive Active Funds Outflow” Zacks, August 21st, 2015.

いたが、現在では個人投資家からも人気を博している。特に過去 5 年間で年率約 20%成長し、AUM が 4.1 兆ドルに達した米国の SMA やファンドラップにおいて、ETF の組み入れ比率は 2008 年の 2.8% から 2013 年の 9.5% に増加しており、ETF は機関投資家・個人投資家問わず、広く普及している⁵。

また、近年ではスマートベータ型 ETF などの新しいタイプの ETF が開発されるなど、投資家層だけではなく連動先の指数構築手法も多様化している。スマートベータとは、①ファクターへの投資、②非時価総額加重方式による指数の算出、③ルール・ベータの運用、という 3 つの特徴を有する運用手法である。米国では 2013 年 4 月にカリフォルニア公務員退職年金基金（カルパース）がスマートベータに着目し、日本では 2014 年 4 月に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が採用したことで注目された⁶。スマートベータ型 ETF の AUM は約 3600 億ドルに達し、米国 ETF 市場の約 20% を占めている（2014 年 6 月末時点）⁷。

米国 ETF 市場はブラックロック、バンガード、ステート・ストリートの上位 3 社が AUM シェア約 80% を有する寡占市場であるが、バンガードは特許による低コスト戦略を武器（詳細は後述）に、2015 年に 2 位に浮上した（図表 4）。

3. ターゲット・デット・ファンドの拡大

米国資産運用業界における 3 つ目の潮流として、ターゲット・デット・ファンドの拡大が挙げられる。ターゲット・デット・ファンドとは、バランス型ファンドの一種であり、アセット・アロケーションを、退職日（ターゲット・デット）を目安にポートフォリオのリスクを低減させるよう変更するファンドである⁸。米国のターゲット・デット・ファンドは年金制度の変革と共に進化してきた経緯がある。2006 年 8 月に年金保護法が成立し、ある企業の従業員が自らの意思で非加入を選択しない限り、自動的に確定拠出年金制度に

図表 4 米国 ETF スポンサーの AUM ランキング（2016 年 1 月時点）

	ETF スポンサー名	AUM (10 億ドル)			
		2016 年 1 月	2015 年 12 月	2014 年 12 月	2013 年 12 月
1	ブラックロック	789.5	828.0	760.4	647.9
2	バンガード	466.7	483.1	426.7	333.8
3	ステート・ストリート	397.3	413.4	455.3	360.7
4	パワーシェアーズ	91.0	98.4	97.4	87.9
5	ウィズダムツリー	47.1	51.6	36.3	34.9

(出所) ブラックロックより野村資本市場研究所作成

⁵ 岡田功太、和田敬二郎「近年の米国 SMA 及びファンドラップ市場におけるイノベーション」『野村資本市場クォーターリー』2015 年夏号を参照。

⁶ 岡田功太「世界の年金基金で進むスマートベータの導入」『野村資本市場クォーターリー』2014 年夏号を参照。

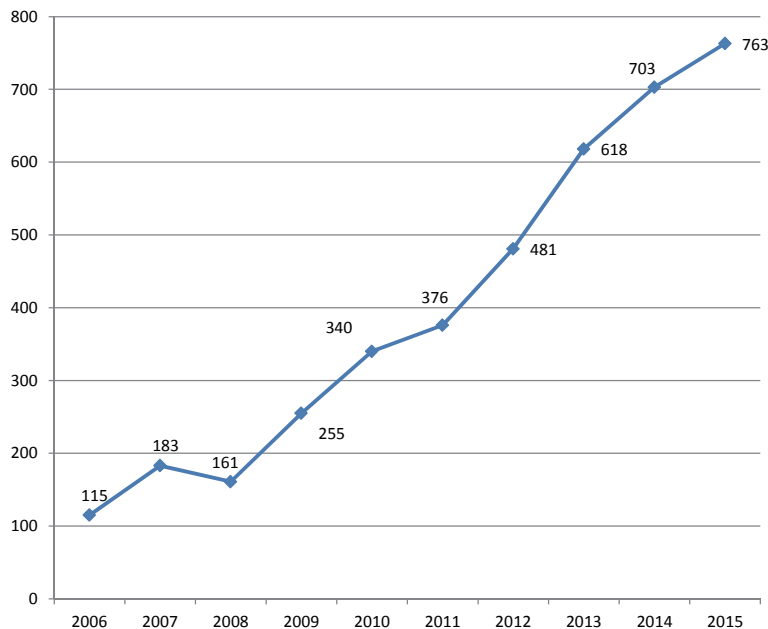
⁷ 岡田功太「最近の米国 ETF 業界におけるイノベーション—スマートベータの取り込みとアクティブ型 ETF の開発—」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号を参照。

⁸ 長島亮「米国で急拡大を遂げるライフサイクルファンド」『野村資本市場クォーターリー』2006 年夏号を参照。

加入することとなった。また、2007年12月には、米労働省によって確定拠出年金制度におけるデフォルト（初期設定）商品が設定され、加入者の意思で運用手法を選択しない限り、デフォルト商品による資産運用が開始され、その中でターゲット・デート・ファンドは規定された。結果、多くの加入者がターゲット・デート・ファンドによる退職金運用を開始し、当該ファンドのAUMは約7600億ドルに達した（2015年末時点、図表5）。

市場規模が急拡大する中、ターゲット・デート・ファンドの提供者である資産運用会社のシェアは激変している。図表6が示すとおり、ターゲット・デート・ファンド市場は、上位3社であるフィデリティ、バンガード、Tロウ・プライスがAUMシェアの約70-80%を有する。デフォルト商品が規定された2007年当初、フィデリティのAUMシェアは50%弱であったが、2014年末時点には30%を切っている。その一方で、バンガードはAUMシェアを着々と伸ばし、2014年末時点で27%とフィデリティと拮抗している。更に、バンガードが提供するターゲット・デート・ファンドは、コストの安価なインデックス運用を主体としていることもあり、2015年10月、バンガードはフィデリティのシェアを抜き、ターゲット・デート・ファンド市場においてAUM1位となった⁹。つまり、バンガードは、インデックス・ファンド、ETF、TDFという米国投信業界において成長率の最も高い3つのセグメントのすべてで拡大しており、業界最大規模のプレゼンスを誇る状況となっている。

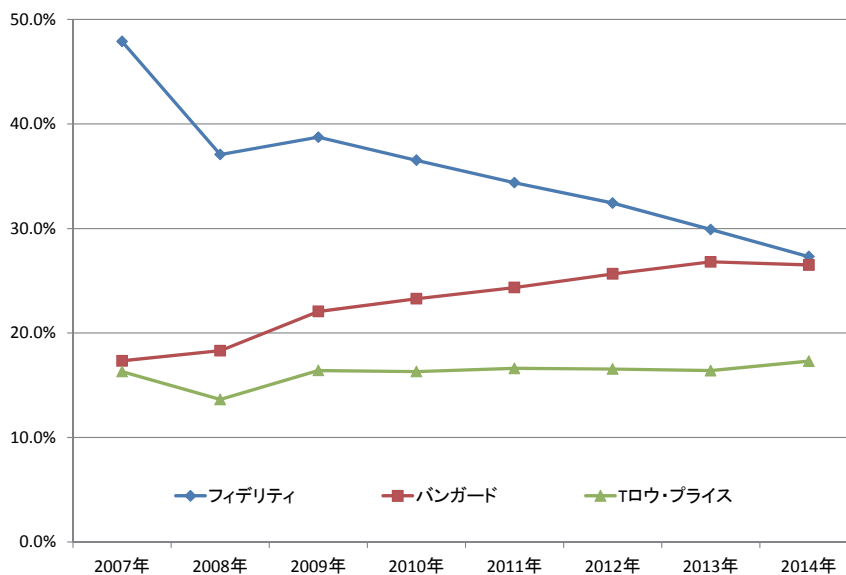
図表5 米国ターゲット・デート・ファンドのAUM推移（2015年末時点、10億ドル）



（出所）ICIより野村資本市場研究所作成

⁹ “Vanguard moves past Fidelity in ranking of manager of DC mutual fund assets” Pensions & Investments, October 5th, 2015.

図表6 米国ターゲット・デート・ファンド上位3社のシェア推移（2014年末時点）



(出所) モーニングスターより野村資本市場研究所作成

Ⅲ 創業者ジョン・ボーグル氏の思想を継承するバンガード

1. アクティブ運用の有効性を提唱していた黎明期

バンガードの最大の特徴は、創業者ジョン・ボーグル氏の思想である徹底した低コスト戦略を約40年にわたって継承している点にある。同社の歴史は1951年に遡る。当時、ジョン・ボーグル氏はプリンストン大学を卒業し、ウエリントンに入社した。ウエリントンとは、1928年にウォルター・モルガン氏が、①元本の保全、②適切な水準の利回り創出、③過度なリスクをとらずに収益を追求すること、という3つの基本理念の下に創業した保守的な文化を持つ伝統的な資産運用会社である¹⁰。

ジョン・ボーグル氏はウエリントン入社後、ウォルター・モルガン氏の側近として経営アドバイスを提供してきた。当時のウエリントンは、米国初のバランス型ファンドであるウエリントン・ファンドに運用・販売の両面において依存しており、ポートフォリオも株式60%、債券40%という構成に一貫してきた。それに対してジョン・ボーグル氏は、株式ファンドの必要性を継続的に提言し、1958年10月、ウエリントン初の株式型ファンドである「Vanguard Windsor Fund」を設定した。Vanguard Windsor Fundのパフォーマンスは、徹底した逆張りおよびバリュー投資家で名を馳せたジョン・ネフ氏が運用担当を務めた1964年から1995年における31年間、年率リターンは14%とS&P500の年率リターン11%をアウトパフォームし、1985年には当時の最大規模の株式型ファンド（AUM40億ド

¹⁰ ウォルター・モルガン氏は、1925年からMorgan and Companyという自身の会計事務所を運営し、顧客に税務アドバイスを提供していたが、その後、投資アドバイスも提供するべくウエリントンを創設した。

ル) となった¹¹。

また、ジョン・ボーグル氏は研究にも熱心で、1960年5月、米国証券アナリスト協会刊行のファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル誌にて、「ミューチュアル・ファンドへの投資手法」と題した論文を掲載し、インデックス運用は名ばかりであると批判した¹²。そして、長期のリターンを得るには、一般的な株式ファンドの方が NY ダウ工業株 30 種平均に投資するよりも賢明であると主張した¹³。

2. バブルに塗れた合併及び経営の失敗

1960年代の米国株式市場は、ゴーゴーファンド時代 (The Go-Go Sixties) と呼ばれるバブルが発生し、個人投資家の人気はグロース株ファンドに集中した。保守的な運用で知られるウエリントン・ファンドは、1963年から1966年の平均リターンが5.1%と全バランス型ファンドの平均リターンの9.3%を下回り、人気は低迷した¹⁴。ジョン・ボーグル氏はウエリントンの名声を取り戻すべく、アグレッシブなグロース株ファンドを商品ラインナップに追加すべきであるという考えをより一層強めた。

そこで、ジョン・ボーグル氏はバブル真っ只中の1966年、当時急成長を遂げていた TDP&L を買収した。TDP&L の社名はニコラス・ソーロンダイク氏、ロバート・ドーラン氏、ステファン・ペイン氏、ジョージ・ルイス氏の4名の人名の頭文字に由来する (図表7)。TDP&L は、ボストンに拠点を置く比較的小規模な資産運用会社であったが、過去5年間においてトップ・パフォーマーであった Ivest Fund を運用しており、ウエリントンは同ファンドを獲得した。

買収の翌年の1967年、ウエリントンの創業者であるウォルター・モルガン氏は同社の CEO を退任し、後継者としてジョン・ボーグル氏を指名した。全権を掌握したジョン・ボーグル氏は、旗艦ファンドであるウエリントン・ファンドの近代化というスローガンの

図表7 TDP&L の4名の主要メンバーの概要

会社名	概要
ニコラス・ソーロンダイク	1955年ハーバード大学卒業後、シアトル信託銀行、フィデリティに勤務。
ロバート・ドーラン	1958年ハーバード・ビジネススクールを卒業。1990年から1999年までWCMのCEO。
ステファン・ペイン	1954年ウィリアムズ大学で経済学の学位を取得。ウエリントンのパートナー兼シニア・バイス・プレジデントを務める。
ジョージ・ルイス	ウエリントンのパートナーを務める傍ら、ボストン証券アナリスト協会のメンバーも兼務。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹¹ “Ten Simple Rules for Investors and a Warning for Speculators” money & markets, June 27th, 2012.

¹² ウエリントンのコンプライアンス上の問題からジョン・アームストロング氏というペンネームを用いて執筆した。

¹³ “John Bogle’s Epiphany Changes The World” Forbes, February 3rd, 2014.

¹⁴ ウエリントンは1928年の設立当初、Industrial and Power Securities Company という名称であったが、1935年7月にウエリントンに変更した。

下、同ファンドにおける株式組み入れ比率を増大させた。1966年に62%、1967年に74%、1971年に77%と急激に株式へのエクスポージャーを増やし、ウエリントンは保守的な運用哲学を捨て、バブルの波に乗った¹⁵。

しかし、1967年から1972年のウエリントンのバランス型ファンドの年率リターンは5.6%と、全バランス型ファンドの年率リターン9.1%を下回り、状況はむしろ悪化した。1967以降の米国株式市場は、第4次中東戦争や第1次石油危機に起因したバブル崩壊によってグロース銘柄は暴落し、Ivest Fundの有するTDP&Lとの合併は裏目に出た結果となり、ジョン・ボーグル氏の経営判断はウエリントんに深い傷を負わせた(図表8)。更に悪いことにTDP&Lとの合併時、同社はウエリントンの株式の40%を保有したが、ジョン・ボーグル氏の持分は28%のみであった。その結果、株価がピークをつけた翌年の1974年1月、ジョン・ボーグル氏はウエリントンのCEOを解任された。

3. バンガードとしての再出発

ジョン・ボーグル氏は経営責任を取り、ウエリントンのCEOを退いたが、ウエリントン・ファンド(会社型ファンド)の会長としてファンドの運営に関与した。ジェームズ・リープ氏(後のTロウ・プライス社長、投資会社協会会長)とジャン・トドルスキー氏(後のフランク・ラッセル証券社長)という2名の若手スタッフとともに、ウエリントン・ファンドの売買管理、リーガル、オペレーション業務を手掛ける新設運営部門の統括を任せられ、リサーチや運用業務からは外れた。そして、1975年5月、たった3名から成る小さなバックオフィス部門は「バンガード」と呼称され、諸説あるが、同時期に実質的

図表8 S&P500の推移(ドル、日次データ)



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

¹⁵ Bogle Financial Markets Research Center, “Reflections on Wellington Fund’s 75th Birthday”, December, 2006.

図表 9 米国の学界におけるインデックス・ファンドの支持者

時期	会社・人物名	概要
1971年	ウェルズ・ファーゴ	インデックス運用口座の提供開始。ウィリアム・シャープ氏（1990年ノーベル経済学賞受賞）が考案した資産価格評価モデル（CAPM）を実務化。
1973年	バートン・マルキール氏	プリンストン大学教授。投資理論の古典「ウォール街のランダム・ウォーカー」を刊行し、アクティブ運用を批判。
1974年	ポール・サミュエルソン氏	1970年ノーベル経済学賞受賞。ジャーナル・オブ・ポートフォリオ・マネジメントに寄稿した論文にて、インデックス運用を支持。
1975年	チャールズ・エリス氏	投資理論の古典「敗者のゲーム」を刊行し、当時の機関投資家の約85%がベンチマークをアウトパフォームできていないことを指摘。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

にウエリントンから独立したとされる。

ジョン・ボーグル氏は、個別企業のファンダメンタルズを無視したアクティブ運用や無謀な買収を反省し、再度、株式市場における有効な運用手法を検証した。1975年から過去30年以上遡り、S&P500指数に投資した場合とアクティブ運用投信に投資した場合のパフォーマンス比較を行った結果、前者の税引き前年間収益が後者を約1.5%上回った。

実は当時、米国の学界はインデックス・ファンドに注目していた。バートン・マルキール氏（プリンストン大学教授）やポール・サミュエルソン氏（ノーベル経済学賞受賞者）などファイナンス業界の著名な学者は相次いでインデックス・ファンドの有効性を提唱していた（図表9）。そこで、ジョン・ボーグル氏は1975年9月、ウエリントンの経営陣を説き伏せ、同年12月にバンガードとして初のファンドであるFirst Index Investment Trustの届け出を行い、1976年5月、証券取引委員会（SEC）より承認を受けた。

IV 低コスト戦略を実現する企業構造

1. ミューチュアル・ミューチュアル・ファンド構造

バンガードは、インデックス・ファンド及びETFにつき徹底した低コスト戦略を展開していることで知られている。しかし、それはブラックロック等の競合も同様である。競合他社にはないバンガードの最大の特徴は特異な企業構造にある¹⁶。米国の公募ミューチュアル・ファンドは1940年投資会社法に準拠した投資会社の形態をとり、フィデリティやウエリントンのような管理会社（management company）によって支配される仕組みが一般的である。

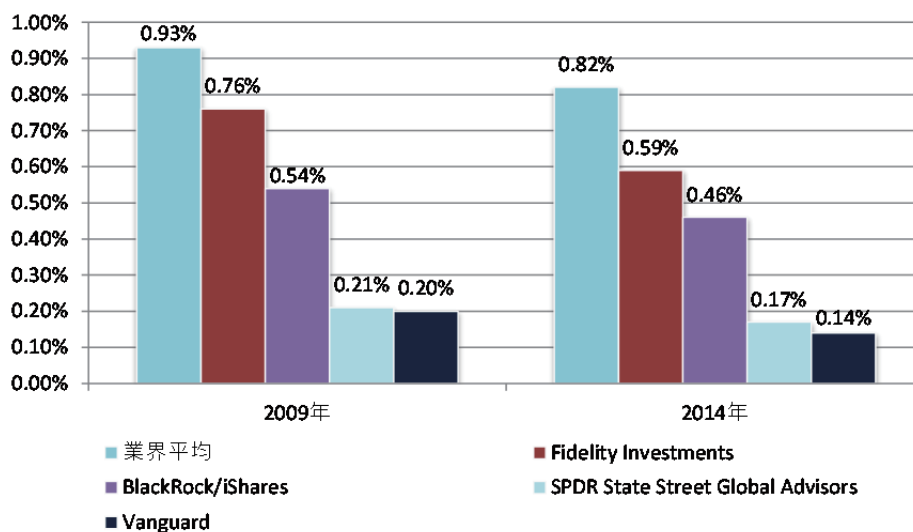
しかし、バンガードは異なる。前述の通り、バンガードはウエリントン・ファンドの

¹⁶ 野村亜紀子「低手数料を武器に米国投信業界トップを目指すバンガード」『野村資本市場クォーターリー』1999年秋号、野村亜紀子「米国の最大手投信運用会社の順位逆転」『野村資本市場クォーターリー』2005年夏号を参照。

バックオフィス部門が起源であり、「バンガードのファンド」と「バンガード社」は同一である。つまり、「バンガードのファンド」に投資する投資家は、「バンガード社」の株主になることを意味する。バンガード社は非上場企業であることに加え、外部の投資家が不在であるため相互会社（mutual company）に近い形態である。相互会社とは、一般的に顧客と社員が一致する企業形態を指し、日本においては保険会社、米国においては貯蓄銀行が採用している。相互会社（mutual company）であり、ミューチュアル・ファンド（mutual fund）であることから、バンガードの特異な企業構造は「ミューチュアル・ミューチュアル・ファンド構造（mutual mutual fund structure）」と呼称されている。

ミューチュアル・ミューチュアル・ファンド構造の強みは、ファンドの投資家と運用会社の株主が同一であるため、バンガードのミューチュアル・ファンド及び ETF の AUM が増加し、収益が増大すると、ファンドの投資家に対して信託報酬を引き下げること、会社の株主に直接利益を還元することができる点にある。つまり、当該構造は、バンガードの継続的な AUM 増加と信託報酬低下の好循環を生み出している。事実、バンガードを除いた業界の信託報酬の平均が 102bps であるのに対し、同社は 18bps とその差は顕著である¹⁷。また、米国株ミューチュアル・ファンドの信託報酬（資産加重平均）についても他社対比で大幅に安価であり、2016 年 2 月、機関投資家向けシェア・クラスの信託報酬については 1bps に引き下げた（図表 10）。このような低コスト戦略は 2002 年以降の多額の資金流入とシナジー効果を生んでいる（図表 11）。

図表 10 米国株ミューチュアル・ファンドの信託報酬（資産加重平均）



（出所）ICI より野村資本市場研究所作成

¹⁷ バンガードのウェブサイト参照。

図表 11 各年の米国資産運用会社別純資産流入ランキング（10億ドル）

順位	2002年		2007年		2012年	
	社名	AUM	社名	AUM	社名	AUM
1	アメリカン・ファンズ	42.0	ブラックロック	127.5	バンガード	141.2
2	バンガード	40.1	バンガード	108.7	ピムコ	65.8
3	ブラックロック	25.7	フィデリティ	91.1	ブラックロック	65.2
4	ピムコ	25.4	アメリカン・ファンズ	79.0	ステート・ストリート	55.2
5	ステート・ストリート	21.6	ゴールドマン・サックス	67.7	ダブルライン	22.3

(出所) バンガードより野村資本市場研究所作成

2. 低コスト戦略の文化を継承する経営陣及び社外取締役

一方で、相互会社にはコーポレート・ガバナンスの欠如という欠点もある。株式会社では、株主が取締役の経営を監督し、株主総会において取締役の責任追及が行われる。相互会社では、総代会を設置した場合、総代及び総代会が取締役らの経営を監督する。しかし、総代の候補者は監視される側である取締役会が実質的に選定するため、総代は経営監視機能を果たすことができないとされている。

そこで、バンガードはコーポレート・ガバナンス改善の一環として、取締役のメンバーを現 CEO であるウィリアム・マクナブ氏以外すべて社外のメンバーを登用している（図表 12）。また、低コスト戦略の文化を継承すべく、バンガード設立当初にインデックス・ファンドを支持したチャールズ・エリス氏が 2001 年から 2009 年、バートン・マルキール氏が 2005 年までの 28 年間、バンガードの取締役を務めた経緯がある。社外の人物を取締役に据え、客観性と透明性を確保すると共に、バンガード創業 40 年来の哲学を継承できるよう工夫している。

図表 12 バンガードの取締役（2016年1月末時点）

人物名	略歴
ウィリアム・マクナブ	2010年バンガード最高経営責任者（CEO）就任。1986年同社入社。
エマーソン・フルウッド	2008年取締役就任。前職はゼロックスの管理職として北米向けのマーケティング担当。
ラジビ・ガプタ	2001年取締役就任。前職はローム&ハースのCEO。他4社のシニア・アドバイザーを兼務。
アミー・グットマン	2006年取締役就任。現在、ペンシルバニア大学の学長を兼務。
ジョアン・ヘイセン	1998年取締役就任。前職はジョンソン&ジョンソンでコーポレート部門に所属。
ジョセフ・ラフレイ	2008年取締役就任。前職はカミンズの最高執行責任者（COO）。
マーク・ラフリッジ	2012年取締役就任。前職はIBMの最高財務責任者（CFO）。
スコット・マルパス	2012年取締役就任。現在、ノートルダム大学の最高投資責任者（CIO）を兼務。
アンドレ・ペロルド	2004年取締役就任。現在、財団の資産管理を行うハイビスタのCIO兼パートナーを兼務。
ピーター・ボラナキス	2008年取締役就任。前職はコーニングのCOO。

(出所) バンガードホームページより野村資本市場研究所作成

3. 都心から離れた立地

バンガードの本拠地は、ニューヨークから電車で2時間半離れたペンシルバニア州マルバーンにある。当地に東京ドーム約25個分の広大な土地を有し、高コストな都心から距離を置いている¹⁸。10名の経営陣（2016年1月末時点）のうち、ウィリアム・マックナブ CEOをはじめ7名が、本拠地があるペンシルバニア州にある大学を卒業している（図表13）。また、多くの従業員もペンシルバニア州の各地から車通勤しており、ニューヨークなどの都心から離れた地元に着社した会社と言える。

バンガードは本社以外に、米国内ではアリゾナ州スコッツデールとノースカロライナ州シャーロットにも拠点を構えている。前者には約2200名がコールセンター及びオペレーション業務に従事しており、後者には約1300名がリテール投資家向けサービスやITの研究業務を行っている¹⁹。

図表13 バンガードの経営陣（2016年1月末時点）

人物名	最終学歴	学位	職責
ウィリアム・マックナブ	ペンシルバニア大学	修士号	最高経営責任者、ICIの理事会メンバー
モータイマー・バックレイ	ハーバード大学	修士号	最高投資責任者
キャサリン・グバニッシュ	ペンシルバニア大学	修士号	グローバル人事、研修、福利厚生を担当
人材募集中			最高財務責任者
マーサ・キング	ブルームズ・パーク・オブ・ペンシルバニア大学	修士号	機関投資家向けサービス部門
ジョン・マルカンテ	セントジョセフ大学	修士号	IT部門
クリス・マクザイック	ハーバード大学	修士号	企画開発部門
ジェームス・ノリス	ペンシルバニア大学	修士号	投資家向け運用商品を提供
トーマス・ランプーラ	ドレクセル大学	修士号	フィナンシャル・アドバイザー向けサービス部門
グレン・リード	ハーバード大学	JD 修了	経営戦略部門
カリン・リジ	ピラノバ大学	修士号	個人投資家向けサービス部門
人材募集中			リーガル部門兼務

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

¹⁸ 他部門とのミーティングに、車で移動するほどの広大な敷地である。

¹⁹ ただし2013年以降、アリゾナ州スコッツデールでは新卒の学生から弁護士まで約300名程度を採用し、バックオフィス業務だけではなく、人材・ビジネスの多様化を図っている。

V 世界最大の投信を育成したプロダクト戦略

1. バンガードの AUM の多くを占める巨大インデックス・ファンド

バンガードは 3.4 兆ドルの AUM を誇る世界最大級の資産運用会社である（2015 年 12 月末時点）²⁰。そのうち、インデックス・ファンドは 60 本以上あり、バンガードが提供する全ミューチュアル・ファンドの AUM の約 65%を占める²¹。提供商品は、世界最大の投信である Vanguard Total Stock Market Index Fund だけではなく、米国以外の国の株式指数をベンチマークとしたファンドや、テクノロジーなどセクターに特化した指数をベンチマークとしたファンド等、多岐にわたる。ただし、上位 5 ファンドの AUM が、全インデックス・ファンドの AUM の約 60%を占めており、資産が上位のインデックス・ファンドに集中している（図表 14）。これはミューチュアル・ミューチュアル・ファンド構造に基づき、AUM が増加し、収入が増大すると決算期毎に信託報酬を引き下げるという戦略の帰結である。

2. ETF 業界において差別化を図る特許

バンガードの米国 ETF の規模は約 4700 億ドルであり、ブラックロックに続いて第 2 位である（2016 年 1 月末時点）。バンガードの ETF 事業参入のきっかけは、1997 年 7 月のアジア通貨危機及び 1998 年 8 月のロシア危機である。当時の市場の急変動をうけ、バンガードのファンドは大量解約に見舞われ、多額の換金を余儀なくされていた。そこで、バンガードの運用者の 1 人であるジョージ・ソーター氏は、ETF の価格が原資産以上に下落した場合、アービトラージが発生し、一般的には買い手も正常な価格で取引を行うことができるという ETF の特徴に注目し、1998 年 11 月、既存のバンガードのインデックス・ファンドに ETF を設定することを提案した。そして、1998 年 12 月に役員会で承認を得た

図表 14 バンガードのインデックス・ファンド AUM 上位 5 本（2016 年 1 月時点）

	ファンド名	AUM (10 億ドル)
1	Vanguard Total Stock Market Index	385.9
2	Vanguard 500 Index	211.3
3	Vanguard Institutional Index	185.5
4	Vanguard Total International Stock Index	183.4
5	Vanguard Mid-Cap Index	61

（出所）モーニングスター及びバンガードのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

²⁰ バンガードのウェブサイト参照。

²¹ バンガードのウェブサイトとモーニングスターのデータベースの情報に差異がある点につき調整済み。また、シェア・クラス毎ではなく、ファンド毎の数値に調整済み。

後、2001年5月に初のETFを設定した。つまり、バンガードはETF事業に関して、ブラックロックやステート・ストリートに比べて後発組である。

一般的に、インデックス・ファンドとETFはそれぞれ独立した商品であるが、バンガードはある指数に対してインデックス・ファンドとETF向けのシェア・クラスが共存する形態を採用している。これは2005年4月、バンガードがSECから取得した特許に依拠している。当該特許は、投資家が（バンガードの）インデックス・ファンドから（バンガードの）ETFに移行した場合に、キャピタルゲイン課税が発生しないことを許容している。その結果、ある商品のAUMはインデックス・ファンドとETFの合算した数値となり、規模の経済が働き、投資家に対するコストが低下する。事実、Vanguard Total Stock Market ETFやVanguard 500 ETFの経費率は、0.05%と安価である。

また、バンガードは近年、ETFの多様化を図っており、例えば2015年8月、地方債インデックスに連動するETF（Vanguard Tax-Exempt Bond ETF）の運用を開始した。当該ETFは、ブラックロックのNational AMT-Free Muni Bond ETFと同様、S&P National AMT-Free Municipal Bond Indexに連動するが、経費率は0.12%とブラックロックの0.25%を大きく下回る。さらに、スマートベータ戦略において投資家からの人気が高い高配当ETFにも注力しており、連続増配銘柄指数に連動するVanguard Dividend Appreciation ETFは当該セクターにおいて最大規模であり、高配当銘柄指数に連動するVanguard High Dividend Yield ETFは第4位の規模である（図表15）。

3. アクティブ運用における低コスト追求

バンガードの運用戦略はインデックス及びETFに注目が集まりがちであるが、バンガードのミューチュアル・ファンドのAUMのうち、アクティブ・ファンドは約35%を占めている。そして、当該アクティブ・ファンドはウエリントンとサブ・アドバイザー契約を締結し、投資助言を受けているケースが多い。例えば、ジョン・ボーグル氏が立ち上げたVanguard Windsor Fundは現在、バンガードが管理・運営している。同ファンドの信託報酬は0.44%（2015年2月25日時点）と、大型バリューストックを投資対象としたファンドの平均信託報酬よりも0.63%低い²²。ジョン・ネフ氏退任後の2014年9月末時点で、同

図表15 米国の高配当ETFランキング（2016年1月末時点）

	ファンド名	AUM (100万ドル)	指数の特徴
1	Vanguard Dividend Appreciation ETF	17851	連続増配銘柄
2	iShares Select Dividend ETF	12524	高配当銘柄
3	SPDR S&P Dividend ETF	11703	連続増配銘柄
4	Vanguard High Dividend Yield ETF	10832	高配当銘柄
5	iShares High Dividend ETF	4094	高配当銘柄

（出所）モーニングスター及びバンガードのウェブサイトより野村資本市場研究所作成

²² バンガードのウェブサイト参照。

ファンドの過去3年リターンは25.4%、過去5年リターンは15.46%と、大型バリューストックを投資対象としたファンドの90%以上をアウトパフォームしている。その他、バンガードのアクティブ型大型成長株ファンドの平均信託報酬は0.5%である一方で、全体のアクティブ型大型成長株ファンドの平均信託報酬は約1.25%であり、低コストを維持している²³。

また、バンガードはオルタナティブ戦略も扱っており、2015年2月、機関投資家向けに「バンガード・オルタナティブ・ストラテジー・ファンド」と称するリキッド・オルタナティブ・ファンドを設定すると発表した²⁴。当該運用は伝統的なアクティブ運用とヘッジファンドを融合し、運用戦略は主に株式ロング・ショート戦略を採用している。信託報酬は1%と、一般的なリキッド・オルタナティブ・ファンドの平均2.05%を大きく下回っている。

VI ファンド提供手法に関する革新

1. ボーグルの愚行 (Bogle's folly)

バンガードはファンドの提供手法についても革新的である。1976年5月にバンガードが始動し、First Index Investment Trust を募集した際、同ファンドの販売会社は、Dean Witter & Company、Bache Halsey Stuart、Paine Webber Jackson & Curtis、Reynolds Securities と、当時、最も強力な営業力を誇る証券会社4社であった。鳴り物入りで資金獲得を試みたものの、当初募集額は1140万ドルと目標の1億5千万ドルに届かず、同ファンドは辛うじて運用を開始した。当時、米国資産運用業界ではアクティブ・ファンドが主流であり、バンガードの試みには批判的な意見が大勢を占めた。例えば、当時のフィデリティの会長であったエドワード・ジョンソン III 世は「大多数の投資家は市場の平均リターンを享受するだけで満足するわけがない。フィデリティはインデックス運用に舵を切るつもりはない。これは誰がベストか競うゲームだ」とバンガードを批判し、その結果、バンガードの試みは「ボーグルの愚行 (Bogle's folly)」と揶揄された。

しかし、ジョン・ボーグル氏をはじめとする創業者メンバーは、またしても幸運に恵まれる。First Index Investment Trust が運用を開始した1976年8月、ポール・サミュエルソン氏が再びバンガードの船出を後押しする。同氏はニューズウィークのコラムにて、「ノーロードであり、コミッション、売買回転率、信託報酬を最低限に抑えたファンドが依然として存在しないのは疑問だ」と主張し、「特にノーロード・ファンドの登場に対する期待は高く、資産運用業界はそれに応えるべきだ」と述べた。これを受けて、ジョン・ボーグル氏は1977年2月、ウェリントンの取締役会にて、販売会社との間のセールス・チャージに関する契約を打ち切り、バンガードは完全にノーロードに移行することを決定した。

²³ “3 Best Vanguard Funds With Active Management” InvestorPlace, November 21st, 2014.

²⁴ 岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号参照。

2. ノーロードを支持する独立系フィナンシャル・アドバイザー

米国の個人投資家向け金融サービスの提供チャンネルは、金融機関に所属したフィナンシャル・アドバイザーと独立系フィナンシャル・アドバイザーに大別される。特に 2008 年の金融危機以降、実績のあるフィナンシャル・アドバイザーは独立する傾向が目立ち、2008 年から 2013 年にかけて、独立系アドバイザーは約 50%増加の 2 万 4000 名以上に達した²⁵。

フェニックス・マーケティング・インスティテューショナルが、2013 年に約 1300 名のフィナンシャル・アドバイザーに実施した推奨運用会社ランキングによると、独立系フィナンシャル・アドバイザーの推奨第 1 位はバンガード、第 2 位は i-Shares、第 3 位は PIMCO であった。一方で大手証券会社に所属するフィナンシャル・アドバイザーの推奨第 1 位はブラックロック、第 2 位は i-Shares、第 3 位はアメリカン・ファンズであった。この差異は両者のビジネスモデルに起因している。独立系フィナンシャル・アドバイザーはフィー型ビジネスが中心であるため、ノーロードの先駆者であるバンガードの人気がある。しかし、大手証券会社はブローカレッジ型ビジネスを行っているため、低コストのバンガードを販売しても当該フィナンシャル・アドバイザーは評価されない。つまり、バンガードは独立系フィナンシャル・アドバイザーの台頭に後押しされて成長してきたと言える。

3. 独自のロボ・アドバイザーの開発

2015 年 5 月、更なるファンドの提供手法の革新として、バンガードは自社のロボ・アドバイザーであるバンガード・パーソナル・アドバイザー・サービス (VPAS) をリリースした。ロボ・アドバイザーとはオンラインによる投資一任サービスを指し、ミレニアル世代と呼ばれる若年層をターゲットとした金融サービスである²⁶。ミレニアル世代は 10 年後に、リテール金融業界の AUM の約 3 分の 1 を有し、市場規模は 2025 年までに 5-7 兆ドルに達すると予想されていることから、米国では各金融機関が先を競ってロボ・アドバイザーの提供を開始している²⁷ (図表 16)。

例えば、2015 年 11 月、フィデリティは「フィデリティ・ゴー」と呼称される独自のロボ・アドバイザーの提供を予定している。同社によると、2015 年 11 月初めからフィデリティの従業員が試験的に利用を開始しており、2016 年前半にも顧客に対して正式にローンチ予定であるという。また、2015 年 11 月、2.4 兆ドルの顧客預かり資産を誇る米銀大手バンク・オブ・アメリカは、2010 年に開始した 25 万ドル以下の顧客向けサービスであ

²⁵ “Dually Registered Investment Advisers Blur the Broker-Fiduciary Line” Wall Street Journal, March 26th, 2015

²⁶ 岡田功太、幸田祐「米国資産運用業界で注目されるロボ・アドバイザー」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号を参照。和田敬二郎、岡田功太「米国で拡大する「ロボ・アドバイザー」による個人投資家向け資産運用」『野村資本市場クォーターリー』2015 年冬号参照。

²⁷ “‘In The Future, We Will Have Robo-Advice on Steroids’: Deloitte” ThinkAdvisor, December 9th, 2015

図表 16 米国のロボ・アドバイザーを巡る動向 (2016年2月末時点)

2014年10月	ベターメント	フィデリティと提携
2015年3月	ラーンベスト	ノースウェスタン生命が買収
2015年5月	バンガード	ロボ・アドバイザーを自社開発 (2013年から試験プログラム)
2015年6月	チャールズ・シュワブ	ロボ・アドバイザーの新サービスをリリース
2015年7月	LPL	ロボ・アドバイザーの試験プログラム開始
2015年8月	フューチャー・アドバイザー	ブラックロックが買収
2015年9月	フューチャー・アドバイザー	529 プランに参入
2015年9月	ベターメント	401kに参入
2015年10月	ステート・ストリート	ロボ・アドバイザー参入と報道
2015年10月	モルガンスタンレー	ロボ・アドバイザー参入予定と報道
2015年11月	ベターメント	フィデリティと提携解消
2015年11月	フィデリティ	自社開発のロボ・アドバイザーの試験開始
2015年12月	メリルリンチ	メリルエッジを活用し、ロボ・アドバイザー参入予定と報道
2015年12月	ウェルズ・ファーゴ	ウェルス・フロント買収観測
2016年1月	ジェムステップ	インベスコが買収
2016年1月	フューチャー・アドバイザー	BBVA と提携
2016年2月	フューチャー・アドバイザー	RBC ウェルス・マネジメントと提携

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

るメリルエッジ (200 万人の顧客と 1170 億ドルの資産を管理) を通じてロボ・アドバイザーを提供することを発表した。同社は 25 万ドル以下の顧客に対してオンラインで効率性の高いサービスを提供するとし、2016年に提供予定としている。

その中でも、バンガード・パーソナル・アドバイザー・サービスの AUM は、260 億ドルと上位である (2015 年 10 月末時点)²⁸。当該サービスが増加した理由は、完全な非対面ではなく人間によるアドバイスも提供する体制を整えた点にある。投資家は運用開始後に、FA と午前 8 時から午後 8 時まで電話、メール、ビデオ会議を通じて相談することが可能である。また、対面営業を重視するがコスト安く済ませたいというニーズがある顧客に対して、相場下落時における今後の相場想定に基づいた投資戦略の提示や適切なフォローにより幅広い投資家から支持を集め、更なる販売手法の革新を追求している。

VII 今後の注目点としての米国外のビジネス展開

現在、バンガードのビジネスラインの約 90%は米国であることから、同社の課題は米国外の事業展開である²⁹。バンガードは 2009 年に欧州に進出し、2015 年 9 月には IT 会社

²⁸ “Robo Advisers Seen Exploding in Popularity” Wall Street Journal, December 11th, 2015.

²⁹ バンガード訪問時配布資料より取得。

である FNZ と提携し、英国の直販プラットフォーム市場への参入を発表している³⁰。これは過去数年、欧州投資家の間でインデックス運用に対する理解が向上し、バンガードのブランドも浸透してきたことによるものである。またバンガードは 2015 年 12 月、欧州にてアクティブ型 ETF であるバンガード・グローバル・バリュー・ファクター UCITS ETF、バンガード・グローバル・モメンタム・ファクター UCITS ETF、バンガード・グローバル・リクイディティ・ファクター UCITS ETF、バンガード・グローバル最小分散 UCITS ETF の 4 本の商品提供を発表した³¹。

アジアに関しては、当初、機関投資家向けサービスの提供のため、2000 年に東京オフィス、2003 年にシンガポールオフィスを設立した。その後、2011 年に香港オフィスを設立し、2013 年には香港で Vanguard FTSE Asia ex Japan Index ETF の提供を開始した³²。また、2015 年 11 月には、同社の日本法人がマネックスグループおよびクレディセゾンと共同で投資一任会社を設立することを発表し、日本の個人金融資産に対しても低コスト戦略によるアプローチを行う予定である。

バンガードの成長は、米国投信市場の潮流を反映したものといえよう。すなわち、過去 10 年におけるインデックス運用の台頭、2 兆ドルの市場規模を突破した ETF、確定拠出年金制度の進化と共に巨大化したターゲット・デート・ファンドの 3 分野において、ミューチュアル・ミューチュアル・ファンド構造等の同社特有の特徴が功を奏し、確固たる地位を築いたということである。したがって、将来、欧州・アジアの投信市場においても米国同様の潮流が生まれた場合、バンガードの米国外における成功の可能性は高まることを示唆している。グローバルな観点から、今後の同社の動向が注目されよう。

³⁰ “Vanguard to launch UK D2C platform” Money Marketing, September 23rd, 2015.

³¹ “Vanguard mounts new European challenge with low-fee funds” Financial Times, December 9th, 2015.

³² “Vanguard expands ETF offering in Hong Kong” Financial Times, July 15th, 2015.