

米国投信業界の動向（2000年1～6月）

米国投信業界は2000年6月、7.1兆ドルに達した。4月以降の株式市場の変動により株式投信への流入額は減少したが、98年夏のような純流出を記録することはなかった。本レポートは、2000年1～6月の米国投信業界の市場動向と主要トピックを紹介する。

1. 変動が大きかった2000年1～6月

1) 2000年1～6月の市場動向

米国投信業界は、2000年6月末に純資産残高が7.1兆ドルに達した。99年末の6.8兆ドルから半年間で4%の増加、前年同月比で17.3%の増加だった。2000年3月末時点にいったん7.3兆ドルに達したが（99年末比6.7%増、前年同月比26.7%増）、その後1,800億ドルの減少をみた。1～6月の純資金流入は1,616億ドルで、99年上半期の1,518億ドルを上回る金額だった。99年に引き続き、株式投信とMMFが流入で債券投信とハイブリッド投信が流出だった。（図表1）

図表1 米国投信業界の市場動向（2000年1～6月）

（単位：十億ドル）

	2000年1～6月純資金流入	純資産残高	全体に占める割合
株式投信	212.5	4,321.0	61%
債券投信	-39.4	790.9	11%
ハイブリッド投信	-23.2	351.0	5%
MMF	11.6	1,657.3	23%
全体	161.4	7,120.2	100%

（出所）Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing

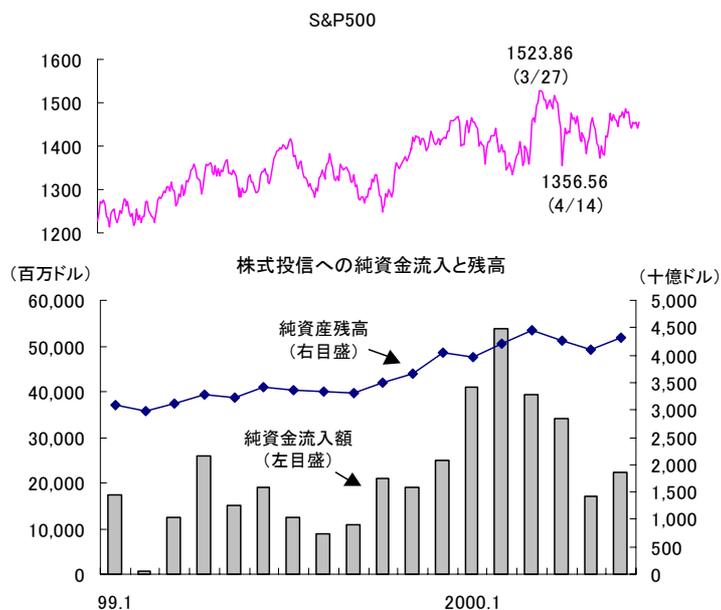
株式投信は、2000年1～3月は、ハイテク株等の成長銘柄に投資するグロース・ファンドが主導という99年のトレンドが続いた。2月をピークに純資金流入は減少に転じ、4月中旬のNYSE、NASDAQ同時安とその後の株価変動を受けて5月には2月の約3分の1に低下したが、6月には200億ドル台を回復した。2000年1～6月の純資金流入は2,125億ドルで、上半期の流入額としては過去最高だった96年1～6月の1,353億ドルの1.6倍を記録した。（図表2）

債券投信とハイブリッド投信は、99年春以降の純資金流出が2000年に入っても続いた。

■ 資本市場クォーター 2000年 秋

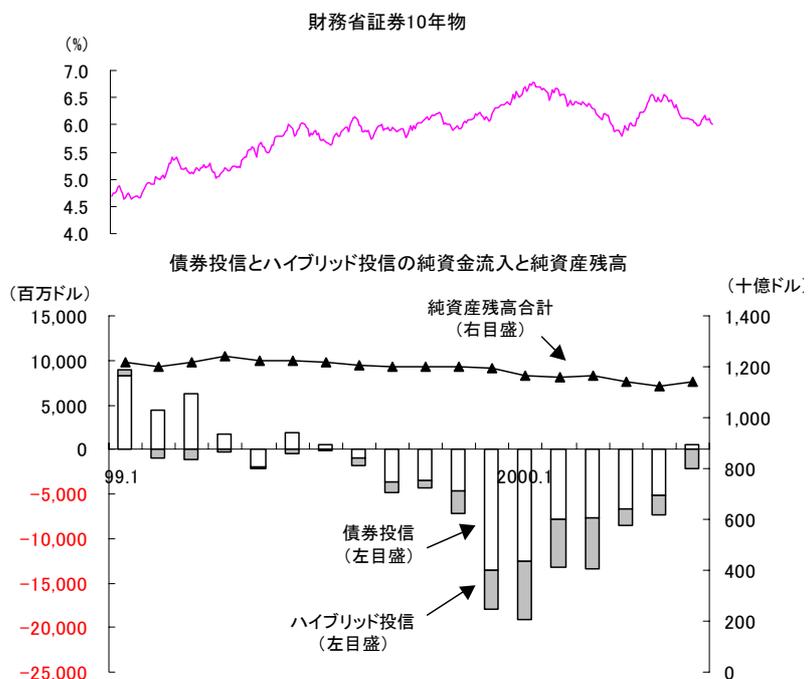
6月には債券投信が99年7月以降約1年振りに純流入を記録したが、2000年1～6月の純資金流出は626億ドルに達した。(図表3)

図表2 株式投信の動向



(出所) Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing

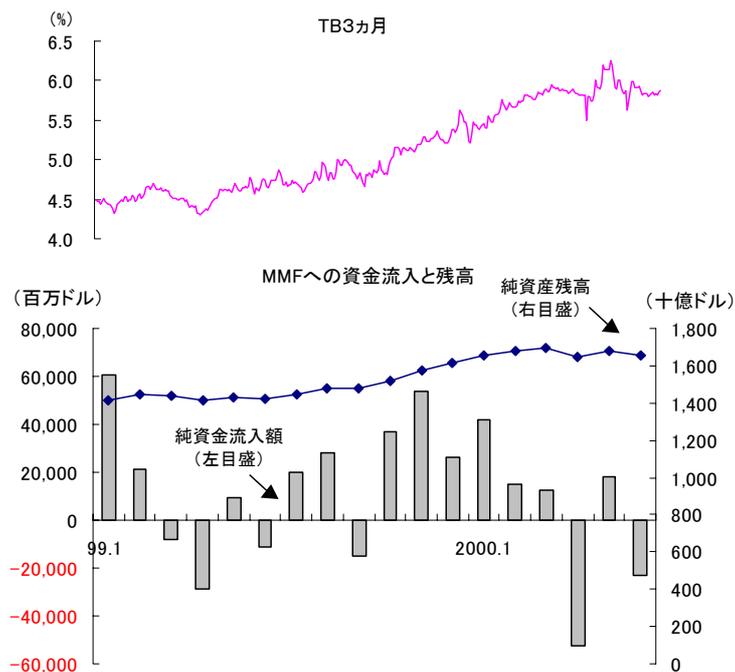
図表3 債券投信・ハイブリッド投信の動向



(出所) ICI, Trends in Mutual Fund Investing

MMFの2000年1～6月の純資金流入は116億ドルだった。2000年4月に500億ドルを超える多額の純流出を記録したが、理由としては、マネー・ファンド・レポート誌のエディターであるピーター・クレーン氏によると、確定申告を迎えた投資家による納税のためということが考えられた（図表4）。

図表4 MMFの動向



(出所) Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing

4月の株価調整後、株式投信の中でグロース・ファンドから割安銘柄に投資するバリュース・ファンドへのシフトが見られるかどうか注目されたが、6月末までの間にそのような動きは指摘されなかった。図表5はモーニングスターのデータベースに基づき、グロース・ファンドとバリュース・ファンドのリターンを比較したものだが、4～6月のリターンがグロース・ファンドを上回った点は注目されるものの、バリュース・ファンドの復調を明らかに示唆する運用成績ではなかった。

図表5 グロース・ファンドとバリュース・ファンドのリターン比較

(単位:%)

	2000年1～6月平均リターン	2000年4～6月平均リターン	2000年6月平均リターン
グロース・ファンド	6.81	-5.45	11.20
バリュース・ファンド	0.24	-1.42	-1.01

(注) 機関投資家向けを除く。

(出所) Morningstar Principia

ただ、6月にアライアンスがバリュースタイルの運用に強いバーンスタインを買収し、同じく6月にバンガードが、グランサム・マヨ・バンオッタールーをサブアドバイザーとするバンガード・USバリュースタイル・ファンドを敢えて設定し、バリュースタイル・ファンドの品揃えを強化するなど、市場環境の変化に備えた運用会社の動きはすでに始まっているかに見受けられた。

2) 運用会社と個別ファンドの動向

運用会社別の状況を見ると、MMFを除く株式、債券、ハイブリッド投信の資産残高ランキング上位20社は、99年末と比較して20位のドレイファスが22位に転落し、99年末に21位だったピムコと入れ替わった。その他の19社は同じ顔ぶれの中での順位の入替えだったが、99年末より資産残高が減少したのが6社に上った(図表6)。

図表6 運用会社のランキング(2000年6月末)

(単位:十億ドル)

	運用会社	資産残高	99年末比増減
1	フィデリティ	719.6	2.1%
2	バンガード	484.8	3.7%
3	キャピタル・リサーチ	362.4	2.8%
4	パトナム	292.1	5.1%
5	ジャナス	230.9	22.1%
6	TIAA-CREF	173.7	1.6%
7	フランクリン・テンプレトン	167.4	-0.8%
8	AIM	128.6	10.2%
9	MFS	119.2	9.9%
10	アメリカン・エクスプレス	119.2	-0.9%
11	Tロウ・プライス	107.2	0.9%
12	オープンハイマー／マスミューチュアル	106.0	4.0%
13	アメリカン・センチュリー	101.0	2.6%
14	スカダー・ケンパー	85.3	-2.9%
15	モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッター	83.3	-3.7%
16	メリルリンチ	81.9	-7.6%
17	アライアンス・キャピタル	68.8	14.1%
18	SSBシティ	67.8	0.6%
19	プルデンシャル	66.9	-2.6%
20	PIMCO	62.7	10.2%

(注) MMFを除く株式、債券、ハイブリッド投信の資産残高による順位。

(出所) Investment Company Institute

個別投信(MMFを除く株式、債券、ハイブリッド投信)のランキングでは、図表7にあるように、バンガードの旗艦ファンドである500インデックスがついにフィデリティの旗艦ファンドであるマゼランを抜き1位となった。ただ、500インデックスを含め20本中8本が、1~6月のリターンがマイナスだった。また、500インデックスやマゼランを含め上

位 20 本のうち半数の 10 本が 99 年末比で純資産残高の減少を記録した。これら 10 本は、モーニングスターの分類で見ると、グロースが 3 本、バリューが 2 本、両者の中間に位置するブレンドが 3 本、ハイブリッドが 2 本と様々なファンドのタイプにまたがっており、バリュー・ファンドとハイブリッド・ファンドが純資産残高の減少、グロース・ファンドが増加を記録した 99 年とは異なる様相を呈した。

図表 7 個別投信のランキング（2000年6月末）

(単位: 百万ドル、%)

	ファンド名	運用会社	モーニングスター の分類	純資産残高	2000年1～6月 リターン
1	Vanguard 500 Index	バンガード	大企業ブレンド	102,815.0	-0.43
2	Fidelity Magellan	フィデリティ	大企業ブレンド	100,939.8	0.70
3	Investment Comp of America	キャピタル・リサーチ	大企業バリュー	56,227.5	2.49
4	Washington Mutual Investors	キャピタル・リサーチ	大企業バリュー	47,318.8	-3.85
5	Janus	ジャナス	大企業グロース	46,868.8	3.04
6	Fidelity Contrafund	フィデリティ	大企業グロース	42,954.7	-1.39
7	Janus Worldwide	ジャナス	世界株式	42,173.7	2.37
8	Fidelity Growth & Income	フィデリティ	大企業ブレンド	41,905.4	0.74
9	American Cent Ultra Inv	アメリカン・センチュリー	大企業グロース	39,676.4	-3.84
10	EuroPacific Growth	キャピタル・リサーチ	外国株式	36,653.2	-2.44
11	Growth Fund of America	キャピタル・リサーチ	大企業グロース	35,589.0	16.06
12	New Perspective	キャピタル・リサーチ	世界株式	35,117.5	5.10
13	Janus Twenty	ジャナス	大企業グロース	34,274.2	-7.44
14	Fidelity Growth Company	フィデリティ	大企業グロース	29,779.8	9.06
15	Fidelity Blue Chip Growth	フィデリティ	大企業グロース	28,227.5	3.61
16	Putnam Voyager A	パトナム	大企業グロース	25,918.9	0.90
17	Vanguard Windsor II	バンガード	大企業バリュー	23,720.9	-0.66
18	Vanguard Wellington	バンガード	国内ハイブリッド	22,629.2	-1.21
19	Vanguard Primecap	バンガード	大企業ブレンド	22,276.2	16.33
20	Fidelity Puritan	フィデリティ	国内ハイブリッド	21,441.6	0.51

(注) 1.機関投資家向けを除く。結果的に債券投信はランク入りしなかった。機関投資家向けを含めると、運用会社ランキングで 20 位入りしたピムコのトータル・リターン・インスティテューショナル（債券投信）が 18 位にランク入りした。

2.影付きは 99 年末比で純資産残高の減少を記録したファンド。

(出所) Morningstar Principia より野村総合研究所作成

3) 401(k)プランと投信業界

401(k)プランは 99 年末時点で資産残高が 1.7 兆ドル、そのうち 45%の 0.8 兆ドルが投信に投資されていたと推計されている¹。投信業界の全資産残高が同年末時点で 6.8 兆ドルであるから、11%が 401(k)プラン資産により占められたことになる。個別投信によっては 401(k)プラン経由の資金が資産残高に占める比率が多大なものもあり、例えば、99 年末時点で、フィデリティ・マゼランは資産残高の 70%、パトナム・ボイジャーは 62%が確定拠出型経

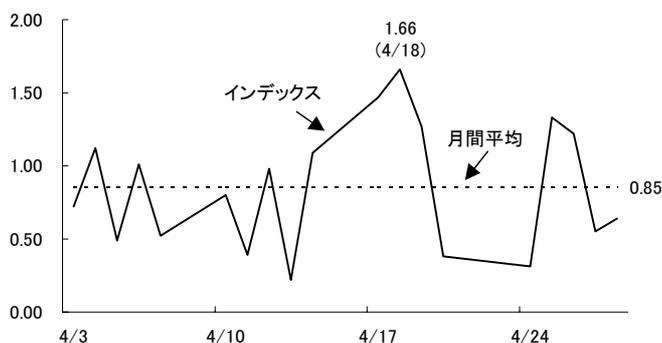
¹ ICI の推計。2000 Mutual Fund Fact Book より。

由の資産で占められた²。

このように投信業界にとって重要ビジネスの 401(k)プランであるが、近年、相場変動の際の 401(k)プラン加入者の動向が注視されるようになってきた。退職プランという資金の性格上、相場の変動に対して急激な反応を見せず、安定材料となることが期待される一方、401(k)プランの資産配分変更を毎日行えるようにするサービスが普及するにつれて、投資の素人である加入者が過敏な反応を示し、かえって相場の不安定材料となる可能性もあった。

2000年4月の株価急落の際には、ウォール・ストリート・ジャーナル紙が「株式市場の急落にも関わらず、401(k)プラン加入者は平静を保ち、口座資産の配分を大きく変更するような行為を慎んだ」と、401(k)プラン加入者の落ち着いた行動を報じた³。また、年金をはじめとする福利厚生コンサルティング会社大手のヒューイット・アソシエーツは、同社がサービスを提供する大企業 401(k)プラン加入者を対象に、資産配分の変更額の大きさを指数化して発表しているが（図表 8）、同社によると、401(k)プラン加入者は4月の株価調整の際も冷静で、通常を大きく上回るような取引は行わなかった。同社の年金コンサルタントのロリ・ルーカス氏のコメントを引用すると、「401(k)プラン加入者は、4月の株価調整に反応せず、目立った動きを見せなかった。加入者が市場の変動というものに慣れてきたのかもしれないし、単に急激な変動が鎮まるのを待っているのかもしれない。いずれにせよ、我々は、ほとんどの加入者がマーケット・タイマーのような行動を取らなかったことを心強く思っている」ということだった。

図表 8 ヒューイット・アソシエーツの 401(k)インデックス



（出所）Hewitt Associates ウェブサイト

ICI が 98 年に行った投信投資家のプロフィール調査によると、投信投資家の 60% が 401(k) プランに加入しており、51% が 401(k) プランを通じて購入した投信を調査時点で保有していた。また、最初の投信購入は年金プランを通じて行ったとする投資家は 47% に上った。サ

² ファンドの確定拠出型残高は Pensions & Investments (2000年4月17日)、全残高は Morningstar Principia より計算。

³ “Tremors Haven’t Shaken 401(k) Investors,” Wall Street Journal, 2000年4月20日

サンプル数 1,470 人の調査ではあるが、投信投資家の中で 401(k)プランの普及が進んでいることが表れている。とはいうものの、401(k)プラン加入者以外の投資家が依然として投信業界全体の資産残高の 89%を占めており、401(k)プラン加入者の影響のみを過大視するとバランスを欠く恐れがあることには留意しなければならない。その上で、401(k)プラン加入者の行動が、今後も米国投信業界の動向の一つの鍵になり、注目を要することは確実であろう。

2. 2000年1～6月の主要トピック

次に、2000年1～6月に米国投信業界で取り上げられた主な話題を紹介しよう。投信運用会社の戦略に関するものとして投信運用会社のオンライン技術の活用、商品に関するものとして ETF（取引所上場ファンド）の投信業界への影響、制度に関するものとして投信のコストをめぐる議論を紹介する。2000年上半期の今一つの話題として、運用会社の買収合併が活発化したことが挙げられる。ただ、前出のアライアンスによるバーンスタイン買収やチャールズ・シュワップによる US トラストの買収が該当するが、買収合併の主眼の一つがウェルス・マネジメントなど機関投資家向けサービスにより近い部分の拡充にあると考えられることなどから、このテーマは本稿では取り扱わないこととした⁴。

1) オンライン技術の活用をめぐって

投信業界のオンライン技術の活用については、フィデリティ、バンガード、T ロウ・プライスといった大手直販会社が自社のウェブサイト上でファンドやサービスの情報及び取引機能を提供しインターネットの活用を着々と進める一方で、公販会社は販売業者への配慮から自社のウェブサイトの積極活用にためらいを隠せないという状況を 99年の投信業界の回顧で紹介した⁵。投信業界のリサーチで定評のあるセルーリ・アソシエーツによると、金融サービス業者をインターネット活用状況が進んでいる順に挙げると、ディスカウント・ブローカー、銀行、直販の投信運用会社、フルサービス証券会社、保険会社、最後に公販の投信運用会社となるということである⁶。

2000年1～6月の動向としては、直販会社といえども、インターネット経由での投信販売でチャールズ・シュワップのワンソースに代表されるディスカウント・ブローカーの投信スーパーマーケットにはかなわないのが実状という報道⁷がなされるなど、この基調が大きい。

⁴ 片山英治「米国企業年金業界：2000年上半期の動向」、井潟正彦「アライアンスによるバーンスタイン買収」、共に『資本市場クォーターリー』2000年秋号参照。

⁵ 野村亜紀子「拡大を続ける米国投信業界—99年の回顧—」『資本市場クォーターリー』2000年春号参照

⁶ Cerulli Edge, Internet Integration Speeds Up, 2000年2月

⁷ “Supermarkets Dominate E-Sales of Funds,” Wall Street Journal, 2000年3月8日。フィデリティはディスカウント・ブローカーの扱いで、投信の直販会社には含まれていない。

く変わったとは言えないようだった。また、99年12月にはフルサービス証券会社のメリルリンチが投信スーパーマーケットのメリルリンチ・ダイレクト（Merrill Lynch Direct）を開始し、2000年7月には、スーパーマーケットの先駆者たるチャールズ・シュワップやフィデリティよりも低い価格設定で顧客を惹きつけていると報じられた⁸。

直販会社の間では、インターネットに人間味を追加するという動きが見られた。例えば、フィデリティは、ウェブサイト上でファンド・マネージャーのメッセージをテキストだけでなく音声付きの録画で流す（Fidelity FundVideo）、あるいはフィデリティのファンド・マネージャーとリーマン・ブラザーズのテクニカル・アナリストの対談をインターネット中継する（Webcast）といった形で、投資家とのコミュニケーションに一工夫を凝らした。バンガードも5月に録画と音声を使ったウェブサイト上の情報提供を開始し、例えば6月のバンガード・グロス・エクイティ・ファンドの販売開始時にはテキストと同時にファンド・マネージャーのロバート・ターナー氏の録画メッセージを載せた。ちなみに、録画メッセージはダウンロードせずにつないだまま見ることができ、バンガードの宣伝文によると「容量が大きいマルチメディアのファイルをダウンロードするよりしばしば速い」ということだった。

公販会社の動きとしては、最大手のキャピタル・リサーチの販売業者向けサイトが注目を集めたといった興味深い記事⁹も見られた。4月にインスティテュート・フォー・インターナショナル・リサーチ（Institute for International Research）¹⁰が開催した「ミューチュアルファンドの先端オンライン販売戦略」（Advanced Electronic Distribution Strategies for Mutual Funds）というカンファレンスでは、キャピタル・リサーチの4万5,000人に上るブローカーが利用しているサイトが成功例として紹介された。キャピタル・リサーチはウェブサイトセールスをセールスの支援ツールとすることをサイト提供の目的と定め、①個々のブローカーが自分の欲しい情報をページ上に並べられるカスタマイズ機能の充実、②セールス活動には「物語」が必要であるという理解から各ファンドについての「物語」の掲載・更新、③ほとんどのブローカーが書類を使って営業する（顧客にパソコンの画面を見せるようなことはしない）という理解からダウンロード機能の充実、に注力したのが同社のウェブサイトの際立った点だった。

このようなキャピタル・リサーチのアプローチからは、同社が最終顧客である個人投資家ではなく、販売業者を主要ターゲットと明確に据えてインターネット技術を活用していることが読みとれる。キャピタル・リサーチは同社のサイトについて宣伝をほとんど行っていないということだが、このようなカンファレンス等を通じて同社の成功例が広まるにつれて、他の公販会社のインターネット利用戦略も次第に定まってくる可能性がある。

⁸ “Full-Service Brokers Keep Going Lower,” Wall Street Journal, 2000年7月31日。

⁹ “Put on a Coat, don’t Buy a New Furnace: Practical Solutions Overtake Technical Bravado for Internet Solutions,” Mutual Fund Cafe 掲載（2000年4月24日）。ここでのキャピタル・リサーチのウェブサイトの内容はこの記事に基づく。同社のウェブサイトの販売会社向けのページは一般には公開されていない。

¹⁰ 企業のシニア・エグゼクティブ向けにカンファレンス、セミナー等を開催する情報発信組織。

投信の投資家はどの程度インターネットに慣れ親しんでいるかという点については、投資家のインターネットの利用状況について業界団体である投資会社協会（Investment Company Institute、ICI）が2000年7月に調査結果¹¹を発表した。同調査によると、投信投資家のうち約7割がインターネットを利用したと回答した。また、インターネットを利用する投資家の方が、利用しない投資家と比較して若年だが高収入、高学歴であり、インターネット利用者は運用会社にとって優良顧客になりうるということが浮かび上がった（図表9）。また、調査対象となった投資家のうち約半数が調査期間中に売買を行い、売買を行ったと回答した投資家のうち18%がインターネット経由で取引を行った。

図表9 投信投資家のインターネット利用状況

●投信投資家のインターネット利用	
・投信投資家の68%がインターネットを利用。	
・うち、直販での購入者は64%が運用会社のウェブサイトを利用。公販での購入者は51%、企業年金経由の購入者は47%。	
●インターネットを利用する投信投資家のプロフィール（括弧内は利用していない投信投資家）	
・年齢中位値： 42歳 (51歳)	・大学または大学院出： 60% (30%)
・年収中位値： \$63,900 (\$41,000)	・個別株を保有： 56% (37%)
・金融資産中位値： \$100,900 (\$84,500)	・最初の投信購入は企業年金： 55% (58%)
・投信残高中位値： \$40,000 (\$32,500)	・最初の投信購入は販売業者： 30% (34%)
・保有投信数： 4本 (3本)	・最初の投信購入は直販： 15% (8%)

（出所）“Mutual Fund Shareholders’ Use of the Internet,” Fundamentals, 2000年7月号

2) ETFへの注目と投信の短期売買への懸念

ETF（Exchange Traded Fund）とは取引所に上場されたインデックス・ファンドである¹²。2000年1～6月は、パークレイズ・グローバル・インベスターズがiSharesをアメリカン証券取引所に上場させたことなどから注目が高まった。ETFの詳細は岩谷賢伸「注目が高まるETFs（上場投資信託）」¹³を参照されたい。ここでは投信業界への影響という観点で2000年1～6月に交わされた議論を紹介しよう。

ETF及びその投信業界への影響についての注目度の高さは、ウォール・ストリート・ジャーナル紙の投信業界四半期特集号が、2000年第二四半期に初めてETFの一覧表を掲載したことからもうかがわれた。2000年上半期の主な議論は、ETFが投信のライバルとなりうるかという点と、ETFが投信の売買短期化に拍車を掛けるかという点をめぐるものだった。

¹¹ “Mutual Fund Shareholders’ Use of the Internet,” Fundamentals, 2000年7月号。ICIが99年4月から2000年3月の間に1,001人の投信投資家を対象に行ったサーベイ結果。

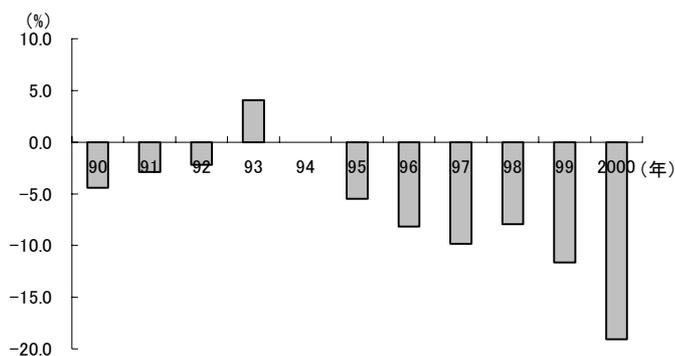
¹² 制度上は、ユニット・インベストメント・トラストで、SECに登録され40年投資会社法の規制を受ける。現在、ETFはインデックス・ファンドのみでアクティブ運用のものは存在しないが、パークレイズはいわゆるエンハンスト・インデックスの手法を応用した「アクティブETF」を計画中との報道もあった（“Barclays May Launch Enhanced Index ETFs,” Fund Action, 2000年6月12日）。

¹³ 『資本市場クォーターリー』2000年夏号参照

まず、ETF がインデックス・ファンドであることから、オープンエンド型のインデックス・ファンドのライバルとなりうるかが議論された。オープンエンド型のインデックス・ファンドと比較して、ETFの方が低手数料など投資家のコストが低い点が有利という指摘がしばしば行われた。例えば、同じS&P500をトラックするバークレイズのiShares S&P500 (ETF) とバンガード 500 インデックス (オープンエンド型) の手数料を比較すると、前者が残高の0.09%に対し後者が0.18%となっており、どちらも低いながらiSharesが500インデックスの半分である。また、ETFは1日を通じて取引所の価格で売買が可能であるのに対し、一般の投信は1日に1回計算されるNAVでの取引しかできない点もETFに有利とされた¹⁴。しかし、上述のウォール・ストリート・ジャーナル特集号の記事¹⁵が「オープンエンド型投信が新たな競争に直面して打撃を被ったという証拠は見あたらない」としているように、少なくとも現時点ではETFがオープン・エンド型インデックス・ファンドの対等のライバルとなることは考えにくいというのが一般的な見方だった。

次に、ETFが取引所に上場されていること、またETFの中に外国株式インデックスをトラックするものがあることから、クローズエンド型の海外ファンドとの比較が行われた。クローズエンド型は、投資家からの要求に応じて随時シェアを発行・買い戻しするオープンエンド型と異なり、固定された数のシェアを発行し、一般にETFと同様、取引所に上場する。ETFがクローズエンド型、その中でも海外ファンドのライバルになりうるかという点については、上述のウォール・ストリート・ジャーナル記事でも「脅威は、より直接的かもしれない」とした。

図表 10 クローズエンド型海外ファンドのディスカウント



(注) 市場価格がNAVを下回るとディスカウント(マイナス表示)、上回るとプレミアム(プラス表示)。2000年は6月末。

(出所) Morningstar Principia

¹⁴ オープンエンド型も一日を通じてNAVを計算することは理論的には可能であり、そうすればこの点ではETFと同じ土俵に乗る。しかし、実際にNAVを1日2回以上計算しているのは、ごく最近までフィデリティのセレクト・ポートフォリオのみで、ライデックス (Rydex) が14年振りに1日2回NAVを更新するファンド (ダイナミック・ファンズ) を打ち出したと言われている。

¹⁵ “Closed-Ends Face Pressure From Alternative of ETFs,” Wall Street Journal, 2000年7月10日

主な理由としては、クローズエンド型の「ディスカウント」の問題があった。クローズエンド型は、投資家からの買取請求に随時応じる必要がないため、外国株式など流動性の低い投資対象を組み込んだファンドの運用に適していると言われるが、取引所で形成される市場価格がファンドのNAVよりも低いというディスカウント状態になり投資家の不満を買うことがしばしばだった¹⁶（図表10）。ETFは相対的にNAVからの乖離が少ないと言われることから、クローズエンド型の海外ファンドに向かっていった資金がETFに向かい、いっそう細る可能性が指摘された。

ETFの投信業界への影響について、特定のタイプの投信のライバルとなりうるかという視点に加えて今一つ指摘されたのは、投資家の売買の短期化を誘うのではないかという懸念だった。このような指摘が出るのは、そもそも、近年の上昇相場を受けて投信の投資家の売買が短期化しているのではないかという懸念が投信業界に存在するからだった。例えば、大手直販会社が相次いで投信スーパーマーケット導入に踏み切った97年前後も、スーパーマーケットは売買の簡便化が売り物であるから投信投資家の短期売買を誘うといった議論が聞かれた。今回の議論も、1日を通じて取り引きできることが特色のETFに対する注目が高まると、売買の短期化の火に油を注ぐのではないかということであるが、むしろ、実際にETFがそのような影響を個人投資家に及ぼすかどうかは明らかではない。

ちなみに、投信の売買の短期化については、運用会社の側でも対策が講じられている。いわゆる投信マーケット・タイマー対策として最もよく使われる手は、短期（一般に30日～1年）の解約手数料を高めを設定することと言われるが、それ以外の方法として、運用会社の側でマーケット・タイマーとの取引を拒絶するというものがある。例えば、フィデリティ・マゼランの目論見書を見ると「マーケット・タイマー、または短期または過度の取引を行いファンドに害を及ぼすとフィデリティが判断する投資家については、購入、乗り換えの注文を拒絶する場合があります」と記載されている。バンガードはさらに厳格で、500インデックスを含む米国株式インデックス・ファンドの目論見書には、バンガードが過度な取引記録といった理由で投資家の購入申し込みを拒絶できること、乗り換えの回数制限、電話またはオンラインの乗り換えを不可とするといった方法での短期取引の抑制策を説明した後、太字で「バンガードはマーケット・タイミングを許しません。マーケット・タイマーは本ファンドに投資しないで下さい」と記載している。フランクリン・templtonも、2週間以内に2回以上乗り換えを行う、1四半期に2回以上の乗り換えを行うといった投資家をマーケット・タイマーとみなすとし、マーケット・タイマーは乗り換え1回につき、ファンドのトランスファー・エージェントから5ドルを徴収されると目論見書に明記している。

ただ、これらのいずれも、大手運用会社であればこそ可能であり中小にはこのような「高飛車な」要求を投資家に対して出すことは実際問題としてできないこと、マーケット・タ

¹⁶ 一例ではあるが、スカダーのグロース・ファンド・オブ・スペインは97年、市場価格がNAVを14%下回ることに不満を高めた投資家がファンド取締役の改選に反対投票するという事態に発展した。

イマーの監視役を置かねばならずコストがかかることが指摘できた¹⁷。

3) 投信のコストをめぐる議論

(1) 投信手数料の開示強化提案

最後の話題として、投信の制度に関する 2000 年 1～6 月のトピックを挙げると、投信のコストをめぐる動きが活発化した。以下では、2000 年 6 月に米国会計検査院 (GAO) から出された投信の手数料に関する報告書「ミューチュアル・ファンド手数料：追加的な情報開示は価格競争を促進する可能性がある」(Mutual Fund Fees: Additional Disclosure Could Encourage Price Competition) と、投信の税引後リターンの開示をめぐる動きを紹介する。

GAO の投信手数料に関する調査は、連邦議会下院商業委員会の有力議員であるジョン・ディンゲル、マイケル・オクスレー両議員の要望により行われた。その背景には、投信ビジネスは一般に資産残高の増加と共に規模の経済が働くと言われている中で、投信業界では近年の急拡大にも関わらず起こるべき手数料の低下が起こっていないのではないかという問題意識があった。報告書の主な内容は図表 11 及び図表 12 の通りだが、これに基づき GAO は、投資家が負担した手数料を、現行のようなパーセント表示ではなく実額で、投資家に提供される報告書類に記載することを義務付けるという提案を証券取引委員会 (SEC) に対して行った。手数料の金額を表示することにより、投資家の手数料負担に対する意識が高まれば、それが業界内の手数料引き下げ競争につながる可能性があるという考え方だった。この提案に対し ICI は、投信は他の金融商品と比較しても質の高い情報開示を行っておりその点が認められず残念として、反対を唱えた。

図表 11 GAO の投信手数料に関する報告書

①投信業界の拡大と規模の経済	<ul style="list-style-type: none"> 運用会社の多くが非公開企業で財務諸表が入手できないため、投信ビジネスに規模の経済が働くかどうかは検証できなかった。 公開している大手運用会社 18 社のデータからは、収入の増加率が費用の増加率を若干上回っているという結果が出た。
②投信手数料の推移	<ul style="list-style-type: none"> 90 年代前半に増加の後減少に転じ、90～98 年で株式投信が 12% 減、債券投信が 6% 減だった。(図表 12 を参照のこと。)
③投信業界における競争	<ul style="list-style-type: none"> 投信業界における競争が手数料水準の適正化を促すかどうかという点について、投信業界の競争は激しいものの、そこではパフォーマンスとサービスを競い合うことが主眼とされ、それらに比べると手数料の低さは強調されていないと指摘した。
④手数料の情報開示	<ul style="list-style-type: none"> 手数料の情報開示は SEC の手数料規制の柱である。投資家向けの情報提供は、目論見書、半期及び年次報告書、証券会社からの四半期に 1 回の個人ステートメントを通じて行われる。現在の情報開示の問題点として、これらの報告書類は残高に対して何%の手数料という開示が中心で、投資家が負担した手数料の金額が表示されないことを指摘した。

¹⁷ “Strategies to Deter Market Timers,” Mutual Fund Café 掲載 (2000 年 8 月 7 日) を参考にした。

⑤ファンド取締役による手数料水準の監視	・運用会社が受け取る手数料が適正かどうかの監視は、ファンド取締役の主要任務の一つである。現在、ファンド取締役は手数料の適正性を見るに当たって同タイプのファンドとの横比較を主に行っており、引き下げの余地が生じているかどうかを検討するアプローチは取られていないことを指摘した。
---------------------	--

（出所）GAO, Mutual Fund Fees: Additional Disclosure Could Encourage Price Competition、2000年6月

図表 12 ミューチュアル・ファンドの手数料の推移（100ドルの投資に対する手数料額）

（単位：ドル）

	90	91	92	93	94	95	96	97	98	90～98年の増減率
株式ファンド	0.74	0.78	0.78	0.80	0.81	0.79	0.75	0.68	0.65	-12%
債券ファンド	0.62	0.61	0.61	0.60	0.61	0.63	0.61	0.60	0.58	-6%

（注）90～98年に存在した大型ファンド77本（株式ファンド46本と債券ファンド31本）を抽出し、資産残高加重平均の手数料を計算したもの。販売手数料と解約手数料は対象とせず、残高ベースでファンドから差し引かれるタイプの手数料（経費率と呼ばれる）のみが対象。

（出所）GAO, Mutual Fund Fees: Additional Disclosure Could Encourage Price Competition、2000年6月

GAOは、連邦議会による行政府の監視を助けることを任務とする独立機関であり、政府の活動に係る広範囲のテーマについて、中立的な第三者の立場から質の高い調査分析を行うことで定評がある。GAO自身は、投信あるいは金融サービスの規制について権限を持たず、今回の報告書の提案がどのように活用されるかは、報告を受けた2議員の活動と、提案を受けたSECの対応にかかってくる。ディンゲル議員、オクスレー議員はともに証券関連の立法に関して多大な影響力を持つと言われるが、両議員とも今回のGAO提案を強く支持したと報じられた。SECもGAO報告書を「重要な努力」と評価したとされ、自らも近い将来ファンド手数料に関する報告書を出すと報じられた。

（2）税引後リターンの開示提案

投信のコストをより広く捉えると、実は手数料はその一部に過ぎない。投資家が投信保有に関して政府に支払う税金も、投資家の負担する主要なコストの一つである。2000年上半期には、現行の投信のリターン開示は税引前のリターンのみを義務付けていることを問題視し、納税額を控除した税引後リターンを追加することを義務付けようとする動きが、議会、SECの両方で進められた。

米国の投信税制は、ファンドの保有株式・債券等の受取配当・利息及び売却益は、原則、保有シェア数に応じて各投資家に配分され、ファンドが保有する株式・債券等をあたかも投資家が実際に保有しているかのような課税を行う形になっている。図表13は投信の投資家に対する課税のイメージ図である。ここでのポイントは②の部分で、投資家が配当の課税を受けるのみならず（税金1）、投資家自身がファンドを保有し続けているにも関わらず、ファンド・マネージャーが運用の過程でファンドの保有資産を売却して出した売却益に対しても課税を受ける点である（税金2）。これらの課税額は、年末の時点で運用会社から各投資家に通知され、各投資家が確定申告の際に自分の納税額の計算に反映させる。

税金 2 は、ファンドの売買回転率が低ければさほど大きな問題ではないが、売買回転率の高いファンド、あるいは投資家からの買取請求が多額で資産の売却を余儀なくされたファンドなどでは多大となる場合がある。いずれにせよ、これらの課税は投信保有により生じたコストであり、現在、投信のリターンは手数料控除後のものが開示されているが、さらに徴税額を控除するべきではないかという問題意識が今回の動きの背景にあった。

図表 13 投信の投資家に対する課税

投資家はファンドを:		その時の投資家の税負担は:	
①購入	@ \$100	→	なし
②保有	(a)ファンドの保有株式に対する配当が\$5	→	配当に対する課税 (最高税率39.6%) \$5 × 0.396 = \$1.98 税金1
	(b)ファンドのマネージャーが運用の過程で保有株式を売却し、売却益が\$15	→	売却益に対する課税 (最高税率20%) \$15 × 0.2 = \$3.00 税金2
③売却	@ \$120	→	ファンドの売却益に対する課税 ((\$120 - \$100) × 0.2 = \$4.00) 税金3

(出所) 野村総合研究所作成

議会では、税引後リターンの開示を義務付ける「2000年ミューチュアル・ファンド租税自覚法案」(Mutual Fund Tax Awareness Act of 2000)が、99年3月にポール・ギルモア下院議員(共和党)により提出され、2000年4月に下院を通過した。同法案は、近年、投信の売買回転率が増加し投資家の税負担が増加していることを指摘し、SECに対し、目論見書または年次報告書におけるリターンの開示に税引後リターンを追加する規則を、法案成立後18カ月以内に作成することを求めた。

同法案提出から1年後の2000年3月、SECは法案の成立を待たずに税引後リターン開示規則案¹⁸を発表した。目論見書の「リスク・リターン要約」と、年次報告書の「マネジメントによるファンド・パフォーマンス議論」の部分に、図表14のような標準化されたフォーマットで税引前、税引後のリターンを表示することを提案した。過去1年、5年、10年の3つの期間について表示し、投資家が年末時点で投信を保有し続けた場合と、売却した場合の両方について表示するとした。また、適用税率は該当期間中の連邦税法規定に基づく最高税率を用いるとし、州税及び地方税は勘案しないとされた。

なお、SECは、MMFについては今回の開示強化の適用を免除することを提案した。また、401(k)プランなど年金プラン向けの投信で、加入者専用の目論見書や報告書がある場合、そ

¹⁸ “Disclosure of Mutual Fund After-Tax Returns,” SEC Release No. 33-7809、2000年3月15日。

れらにはこの開示強化は適用されないとした。

図表 14 SEC 提案の税引後リターン開示のフォーマット

(〇年〇月時点)	平均年間トータル・リターン		
	1年	5年	10年
期末時点でファンドを保有			
税引前リターン	××%	××%	××%
税引後リターン	××%	××%	××%
← 図表13の税金1と税金2を反映			
期末時点でファンドを売却			
税引前リターン	××%	××%	××%
税引後リターン	××%	××%	××%
← 図表13の税金1、税金2、税金3を反映			
指数	××%	××%	××%

(出所) “Disclosure of Mutual Fund After-Tax Returns,” SEC Release No. 33-7809 (2000年3月15日) より野村総合研究所作成

投信業界は、税引後リターンに関する制度改正については、99年10月の下院商業委員会小委員会の公聴会でマシュー・フィンク ICI 会長が「租税自覚法案」への支持を表明するなど、前向きな姿勢を示してきた。また、同じ10月、バンガードが投信運用会社の中で初めて、自主的に税引後リターンの開示を行うと発表した。同社は、47本の株式投信及びハイブリッド投信について、99年の年次報告書から「ファンドの税引後リターンに関する報告」と題する章を設け、1ページ余りにわたって文章及び表を用いて記述を行った。それによると、例えば、500インデックスは、税引後リターンの方が税引前より1年間で0.8%、5年間で年率1%、10年間で年率1.1%低かった。バンガードはさらに、同社のウェブサイト上に税引後リターン計算ツールを載せており、投資家が自ら自分の保有するファンドの税引後リターンを計算できるようにした。フィデリティ、チャールズ・シュワップも両社のウェブサイト上でファンドの税引後リターンを提供している。

SECの規則案はコメント受付期間が6月30日に終了した。モーニングスターのデータベースを用いて、過去1年間の税引後リターンが税引前に比べてどの程度低下するかを見ると、4割弱のファンドが0～1%の低下だったが、4%を超える低下のものも約1割あった¹⁹。SECの規則案が採択されれば、全てのファンドが税引後リターンの開示を義務付けられることになるが、ファンドによっては税引後と税引前でリターンの差違が少なくないことが、投資家の目により明らかにされることになる。

(野村 亜紀子、神山 哲也)

¹⁹ Morningstar Principia に含まれたファンドのうち、90年1月時点で存在したものを抽出して計算した。