

米国投信業界の動向（2000年7～12月）

米国投信業界は2000年7～12月、株式市場の不調の中で株式投信からMMFへのシフトが見られた。また、株式投信の中ではバリュー・ファンドのリターンの回復が見られた。本稿では2000年下半期の米国投信業界の市場動向及び主要トピックを紹介する。

1. 苦戦を強いられた2000年下半期

1) 投信業界全体の動向

米国投信業界では2000年下半期（7～12月）、株式市場の不調の中で、株式投信からMMFへのシフトが市場全体のデータからもうかがわれた。また、債券投信及びハイブリッド投信についても、資金流出は続いたものの、流出額の減少が見られた。

投信業界全体の純資産残高は2000年末、6兆9,670億ドルとなった。前年末の6兆8,460億ドルから1.8%増であったが、2000年6月末の7兆1,180億ドルから2.1%減であった。株式投信は年間2%減で、99年の年間36%増と対照的な結果となった。2000年上半期の6.8%増を下半期の8.2%減が打ち消した形だった。株式投信が前年比で資産残高の減少を記録したのは、90年以来、10年振りのことだった。債券投信はほぼ横這い、ハイブリッド投信が年間8.5%減を記録し、これらをMMFの前年比14%増が吸収して僅かながら全体の残高増に持っていった形だった。（図表1）

図表1 米国投信業界の純資産残高

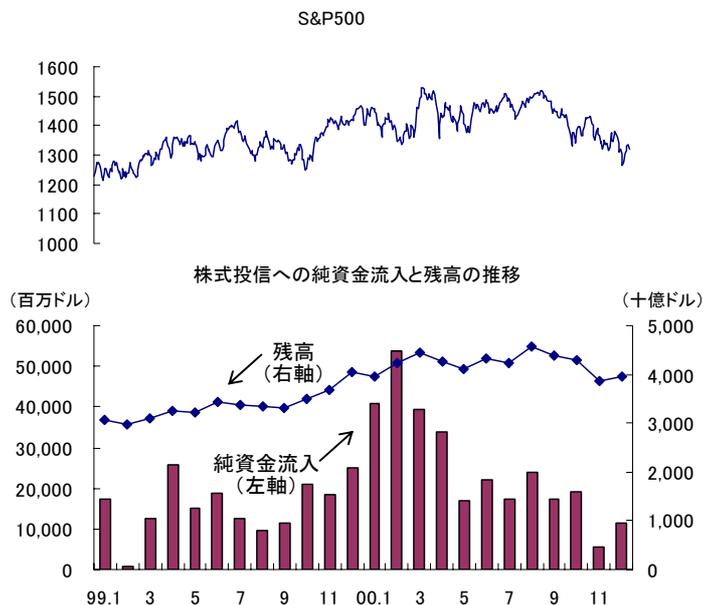
（単位：十億ドル）

| | 99年末 | 2000年6月末 | 2000年末 |
|----------|-------|----------|--------|
| 株式投信 | 4,042 | 4,317 | 3,961 |
| 債券投信 | 808 | 792 | 809 |
| ハイブリッド投信 | 383 | 351 | 351 |
| MMF | 1,613 | 1,659 | 1,845 |
| 合計 | 6,846 | 7,118 | 6,967 |

（出所）Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing より野村総合研究所作成

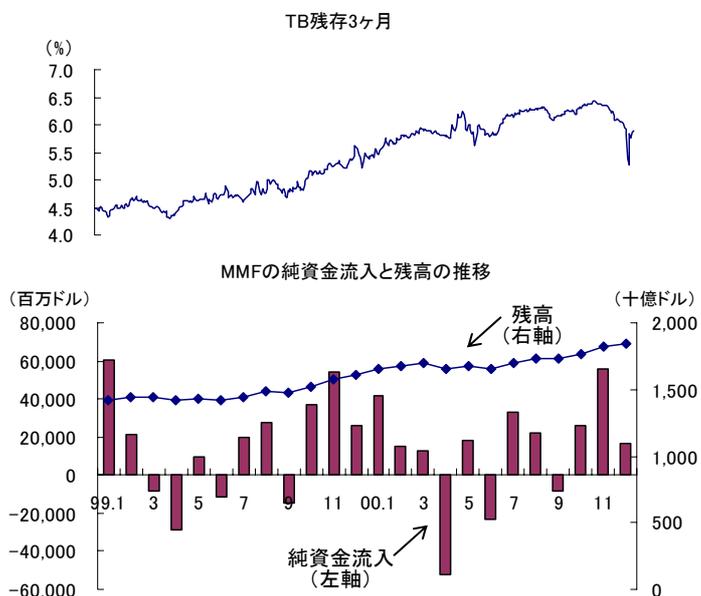
年後半に鮮明となった株式市場の不調により苦戦を強いられた株式投信であるが、資金流入の動向を見ると、月次レベルで純流出を記録した月はなかった（図表2）。年間の資金流入額は3,093億ドルで過去最高を記録したが、下半期は1,000億ドルに満たず、月間300億ドル以上の流入という突出した水準だった1～4月の後、急速に減少に転じた。

図表2 株式投信の動向

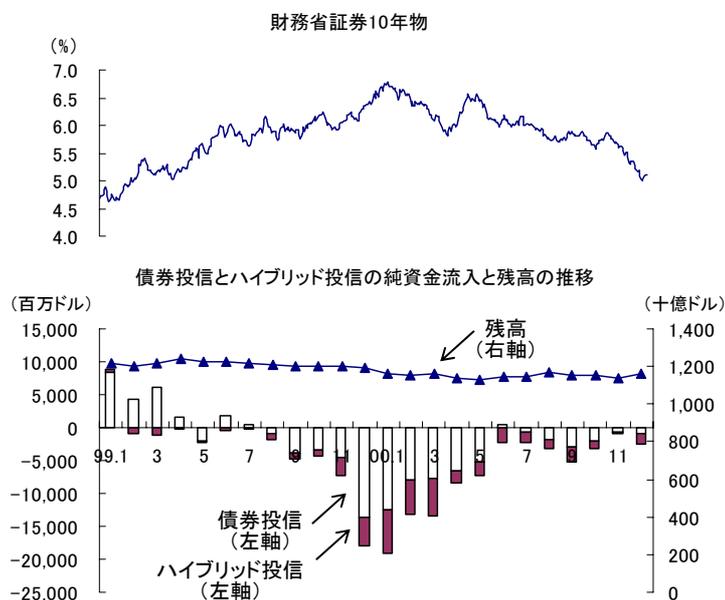


(出所) Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing より野村総合研究所作成

図表3 MMFの動向



図表4 債券投信・ハイブリッド投信の動向



(出所) Investment Company Institute, Trends in Mutual Fund Investing より野村総合研究所作成

対照的だったのが MMF への流入額で、上半期は 119 億ドルにとどまったのが下半期には 1,459 億ドルに増加した (図表 3)。また、純資金流出が止まらない債券投信とハイブリッド投信ではあるが、流出額は減少しており、上半期は計 632 億ドルの流出だったものが

下半期には計 172 億ドルの流出にとどまった（図表 4）。

ファンド間の乗り換えの動向にも同様の傾向が見られた。上半期は債券投信とハイブリッド投信から株式投信と MMF への乗り換えという動きだったが、下半期には株式投信も他ファンドへの乗り換え（資金流出）が他ファンドからの乗り換え（資金流入）を上回り、株式・債券・ハイブリッド投信全てから MMF への乗り換えという動きになった。

過去の米国投信市場の動向を振り返ると、2000 年に見られたように、株式市場の低迷期には資金が株式投信から MMF へシフトしている。そして、その後の市場の回復と共に再び株式投信へと回帰するというパターンが見られた。例えば 87 年のブラック・マンデー後の動きを見ると、88 年には株式投信から 161 億ドルが流出する一方で MMF に僅かではあるが資金が流入、翌 89 年は株式投信への資金流入の 10 倍を超える金額が MMF に流入したが、91 年には株式投信への流入額 394 億ドルに対し MMF への流入額 55 億ドルと逆転した。同年はまた、金利低下の中で債券投信への流入額が 589 億ドルに達した。株式投信、債券投信、MMF のいずれも投信の一形態であり、その時々市場環境に応じて投信業界の中で資金の向かう先がシフトしてきたとすることができる。

2) 運用会社と個別ファンドの動向

投信運用会社のランキング動向を見ると、2000 年 6 月末と比較して上位 20 社の顔ぶれに見られた変化は、17 位だったアライアンスが 21 位となり 22 位だったドレイファスが 20 位に入ったことだった。アライアンスは 2000 年下半期に苦戦を強いられたグロース・ファンドを主力商品とする会社であり、バリュー・スタイルの運用で定評のあるバーンスタインと同社の合併は、今後の投信の品揃えの観点からも正当化されることがうかがわれた。同社は 2001 年 3 月、「アライアンスバーンスタイン・ファンズ」のブランド名でバーンスタインが運用を手がける個人向けバリュー・ファンドを 4 本出した。

2000 年 6 月末と比較して純資産残高が減少した会社は 16 社、99 年末から減少した会社は 14 社に上った。6 月末からの変動が最も大きかったのは 5 位のジャンスで、上半期は 99 年末比 22% 増と突出した増加を見せた後、下半期に 19% の減少を記録した。グロース・ファンドを主力商品として急成長した同社にとって 2000 年の運用環境は厳しかったことがうかがわれたが、そのような中で同社が 2000 年 2 月に出した同社唯一のバリュー・ファンドであるジャンス・ストラテジック・バリュー・ファンドは、2000 年末時点で早くも 29 億ドルを上回る純資産残高を獲得した。（図表 5）

次に個別ファンドのランキングの動向を見ると、上位 20 本中 2000 年下半期に純資産残高が増加したのは、キャピタル・リサーチのグロース・ファンド・オブ・アメリカとフィデリティ・エクイティ・インカムのみ 2 本、年間を通じて純資産残高が増加したのは、グロース・ファンド・オブ・アメリカのみとなっており、米国最大の投信ですら苦戦を強いられたことがうかがわれた。また、上半期と下半期との状況の変化が激しく、中には上

■ 資本市場クォーター 2001 年 春

期に 20% を超す残高増、下期に 20% を超す残高減を記録したファンドもあった。2000 年 6 月末にはバンガード 500 インデックスに首位を明け渡したフィデリティ・マゼランだったが、同年末には首位奪回となった。（図表 6）

上位 20 本のリターンを見ると、2000 年はグロース・ファンドがマイナス、バリュー・ファンドがプラスという状況が明確になった年だった。また、モーニングスター社データベースに掲載されたバリュー・ファンド全体を見ても 2000 年のリターンは 9.4% でグロース・ファンドの -10.3% とは対照的だった。（図表 7）

このようなリターンの回復がバリュー・ファンドへの資金流入の増加につながったかどうか注目されたが、バリュー・ファンド上位 20 本について、資金流入の一つの目安であるファンドの口数（純資産残高 ÷ NAV）の変化を見ると、下半期には半分の 10 本が口数の増加を記録した（上半期は 6 本）¹。また、マスメディア等の全般的な論調としても 2000 年下半期にはバリュー・ファンドの復調を認める見方が固まり始めた。今後グロース・ファンドへの資金流入減あるいは資金流出が本格化した場合も、バリュー・ファンドへの資金流入が回復していくことが期待できた。ただ、グロース・ファンド上位 20 本についてやはり口数の変化を見ると、2000 年下半期に口数が減少したのは 1 本であり、年末時点で少なくとも大型ファンドについては「グロース離れ」が明確になったとは言えなかった。

図表 5 米国投信運用会社ランキング（2000 年末）

(単位:十億ドル)

| | 運用会社 | 資産残高 | 2000 年 6 月末 比増減 | 99 年末比増 減 |
|----|------------------------------------|-------|--------------------|--------------|
| 1 | Fidelity Investments | 656.4 | -8.8% | -6.9% |
| 2 | Vanguard Group | 481.5 | -0.7% | 2.9% |
| 3 | Capital Research & Management | 352.8 | -2.7% | 0.1% |
| 4 | Putnam Funds | 258.9 | -11.4% | -6.9% |
| 5 | Janus | 186.7 | -19.2% | -1.3% |
| 6 | Franklin Templeton Investments | 167.7 | 0.1% | -0.7% |
| 7 | TIAA-CREF | 158.2 | -8.9% | -7.5% |
| 8 | AIM Group | 114.2 | -11.2% | -2.1% |
| 9 | MFS Investment Management | 113.8 | -4.6% | 4.9% |
| 10 | American Express Funds | 107.2 | -10.1% | -10.9% |
| 11 | OppenheimerFunds/MassMutual | 101.4 | -4.3% | -0.5% |
| 12 | T. Rowe Price | 99.7 | -7.0% | -6.2% |
| 13 | American Century Investments | 89.2 | -11.7% | -9.3% |
| 14 | Morgan Stanley Dean Witter Advisor | 80.5 | -3.3% | -6.9% |
| 15 | Zurich Scudder Investments | 78.3 | -8.2% | -10.9% |
| 16 | Merril Lynch Investment Managers | 76.1 | -7.0% | -14.1% |
| 17 | SSB Citi Asset Management | 72.1 | 6.3% | 6.9% |
| 18 | PIMCO Advisors L.P. | 66.4 | 5.8% | 16.6% |
| 19 | Prudential Mutual Funds | 65.2 | -2.4% | -5.0% |
| 20 | Dreyfus Corporation | 64.1 | 7.7% | 11.0% |

(注) MMF を除く株式投信、債券投信、ハイブリッド投信の資産残高順位。

(出所) Investment Company Institute より野村総合研究所作成

¹ Morningstar Principia より。AIM Value が A シェア、B シェアとも上位 20 本に入ったが、2000 年 11 月に 2 対 1 の株式分割を行ったことから NAV の連続性が失われたため、除外した。

図表6 個別投信のランキング

（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年リター ン |
|----|-----------------------------|--------------|-----------------|--------|---------------|
| 1 | Fidelity Magellan | フィデリティ | 大企業ブレンド | 92,588 | -9.29 |
| 2 | Vanguard 500 Index | バンガード | 大企業ブレンド | 89,394 | -9.06 |
| 3 | Investment Comp of America | キャピタル・リサーチ | 大企業バリュー | 54,352 | 3.84 |
| 4 | Washington Mutual Investors | キャピタル・リサーチ | 大企業バリュー | 45,419 | 9.06 |
| 5 | Fidelity Growth & Income | フィデリティ | 大企業ブレンド | 39,762 | -2.05 |
| 6 | Fidelity Contrafund | フィデリティ | 大企業グロース | 39,242 | -6.82 |
| 7 | Janus | ジャナス | 大企業グロース | 39,174 | -14.91 |
| 8 | Growth Fund of America | キャピタル・リサーチ | 大企業グロース | 36,110 | 7.49 |
| 9 | American Cent Ultra Inv | アメリカン・センチュリー | 大企業グロース | 33,734 | -19.91 |
| 10 | Janus Worldwide | ジャナス | 世界株式 | 33,144 | -16.87 |
| 11 | EuroPacific Growth | キャピタル・リサーチ | 外国株式 | 31,243 | -17.84 |
| 12 | New Perspective | キャピタル・リサーチ | 世界株式 | 30,626 | -7.24 |
| 13 | Fidelity Growth Company | フィデリティ | 大企業グロース | 29,145 | -6.32 |
| 14 | Fidelity Blue Chip Growth | フィデリティ | 大企業グロース | 26,721 | -10.54 |
| 15 | Janus Twenty | ジャナス | 大企業グロース | 24,254 | -32.42 |
| 16 | Vanguard Windsor II | バンガード | 大企業バリュー | 23,494 | 16.86 |
| 17 | Vanguard Wellington | バンガード | 国内ハイブリッド | 22,524 | 10.4 |
| 18 | Putnam Voyager A | パトナム | 大企業グロース | 21,539 | -16.78 |
| 19 | Fidelity Equity-Income | フィデリティ | 大企業バリュー | 21,433 | 8.54 |
| 20 | Vanguard Primecap | バンガード | 大企業ブレンド | 21,034 | 4.47 |

（注）機関投資家向けは除く。グロース、バリューの分類はモーニングスターの基準。

（出所）Morningstar Principia より野村総合研究所作成

図表7 バリュー・ファンドとグロース・ファンドの運用状況

（単位：%）

| | 2000年リターン平均 | 2000年10～12月リターン平均 | 99年リターン平均 |
|-----------|-------------|-------------------|-----------|
| グロース・ファンド | -10.3 | -17.6 | 53.2 |
| バリュー・ファンド | 9.4 | 3.1 | 7.2 |
| 債券ファンド | 9.1 | 3.5 | -2.3 |

（注）機関投資家向けは除く。グロース、バリューの分類はモーニングスターの基準。

（出所）Morningstar Principia より野村総合研究所作成

また、利下げの方向が明確になるにつれて、債券ファンドについても楽観的な論調が見られ始めた。2000年のリターンも好調で9.1%だった。ただ、債券ファンド（個人向け）上位20本について2000年の状況を見ると、リターン平均が9.0%と好調だったにも関わらず、純資産残高が増加したのは半分以下の9本、口数の増加を見たのは7本で、上位ファンドについてすら投資家の人気は回復したとは言えない状況だった。

2. 2000年7~12月の主要トピック

1) キャピタルゲイン配当への課税をめぐる議論

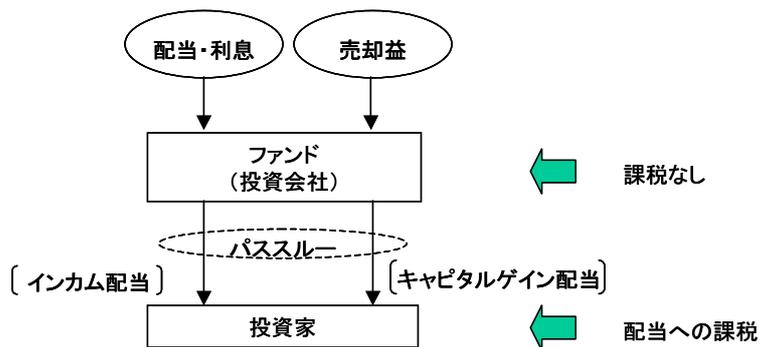
(1) キャピタルゲイン配当課税への注目

キャピタルゲイン配当とは、ファンドのポートフォリオ・マネジャーが運用の過程で保有有価証券を売却し、実現益を出した場合に、ファンド（投資会社）から投資家に支払われる。2000年下半期にはこの配当に対する課税が注目された。

まず、キャピタルゲイン配当について簡単に説明しよう。ファンドは様々な有価証券を保有するが、それらに対して支払われる配当・利息はほぼ全額、ファンドの投資家に配分される。同様に、ファンドの保有有価証券の売却益もほぼ全額、ファンドの投資家に配分される。これらの配分額はファンド（投資会社）から投資家への「配当」と呼ばれる。前者が「インカム配当」、後者が「キャピタルゲイン配当」である。この仕組みは、ファンドが受け取る配当・利息及び売却益が、いわばファンドを乗り越して投資家に渡されることから、「パススルー」とも表現される²。投資家に「パススルー」された配当は、投資家の所得とみなされ、課税対象となる。ただし、401(k)プラン、個人退職勘定（IRA）など運用時非課税の優遇措置を付与された制度で投資されている分については、投資家（加入者）が口座から配当を引き出さない限り、課税対象とならない。（図表8）

通常の株式投資の場合、その株式を発行している会社レベルでいったん利益に対し法人税が課せられ、さらに投資家が企業利益の中から配当を受け取る段階で個人所得税の対象となるが、投信への投資については、このようにファンド（投資会社）レベルでの課税を行わず、課税が行われるのは投資家の段階のみとする税制が敷かれている。

図表8 ファンドから投資家への配当・利息、売却益の「パススルー」



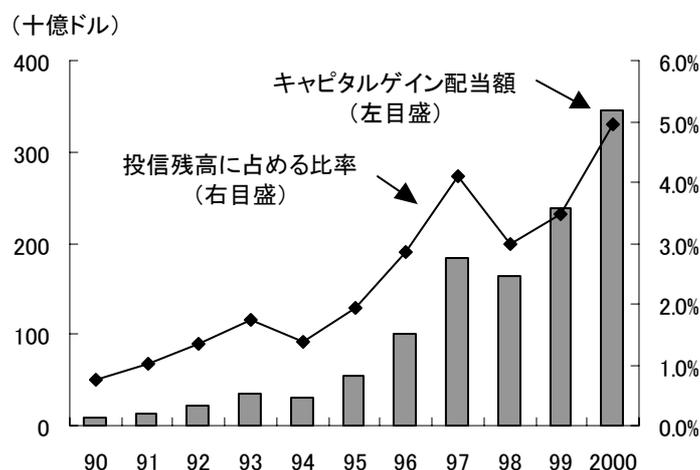
(出所) 野村総合研究所作成

² このような「パススルー」が行われるのは、米国の投信税制上、ファンド（投資会社）レベルでの課税を行わない条件の一つとして、ファンドが受取配当・利息及び売却益の90%を投資家に配当することを挙げているためである。税法ではこの条件に加えて、10月末までに受取配当・利息及び売却益の98%を投資家に配当しないとエクサイズ・タックスの対象となるとされている。

さて、投資家の視点に立つと、有価証券を保有している過程で配当・利息を受け取り、それに対し課税されるというのは比較的理解しやすい。また、投資家自身が有価証券を売却し、売却益を得た場合に課税されるというのも理解できる。ところが、投信のキャピタルゲイン配当及びその課税については、従来から難解であると指摘されてきた。まず、投資家自身がファンドを保有しつづけているにも関わらず、ポートフォリオ・マネジャーが取引を行った結果生じるキャピタルゲインについて課税されるというのは理解し難い。さらに、投資家自身がファンドを売却した時の売却益計算で用いる元本の額にキャピタルゲイン配当の納税分を反映させて二重課税を回避する必要がある、記録管理が煩雑となる。また、多くの投資家が配当を実際には受け取らず再投資するプログラムに参加しており、その場合納税資金を別途用意する必要が生じるという問題もあった。

キャピタルゲイン配当への課税の制度は、米国の投信税制の中に組み込まれたものであり、昨今生じたものではない。これまで、毎年、年末が近づくと投信運用会社から各ファンドの「今年の配当予測」が出され、個々の投資家に対して確定申告に必要な書類が送付されてきた。にも関わらず、2000年にキャピタルゲイン配当課税が特に話題とされたのは、一つには図表9にあるように、同年のキャピタルゲイン配当額が例年になく大きかったことにある。ただし、2000年のキャピタルゲイン配当3,450億ドルの全てが課税対象になったかという点、そうではない。投資会社協会（ICI）によると、キャピタルゲイン配当の約65%が401(k)プラン、IRAなどの非課税口座に支払われたものだった。

図表9 投信のキャピタルゲイン配当額の推移



(注) 配当が行われた時点でファンドのNAVが調整される。投信残高に占める比率(年末時点のNAVに基づく)は推移を把握するために記載した。
 (出所) ICI, Mutual Fund Assets and Flows in 2000, Feb. 2001 より野村総合研究所作成

また、S&P500 インデックスが9.1%の低下だったことにも表れているように、多くの投資家にとって2000年は保有ファンドのNAVが減少しリターンがマイナスを記録した年だ

った。そのような中で例年を上回るキャピタルゲイン配当課税が予想されるということで、新聞等のマスメディアの注目するところとなった。運用会社の側でも、投資家の心理的な動揺の抑制、納税資金の手当ての問題への配慮等から、例年より 1 ヶ月程度早く配当予測を出すといった行動が見られた。証券取引委員会 (SEC) が運用会社に対し、投資家への情報発信を早めに行うように促したとも報じられた。

(2) キャピタルゲイン配当はなぜ生じるか

キャピタルゲイン配当が発生する原因は、基本的にはファンドのポートフォリオ・マネジャーが取引を行うことにある。したがって、個々のファンドを見ると、ファンドのタイプやマネジャーの運用スタイルにより、必然的にキャピタルゲイン配当は大きく異なってくる。例えば、売買回転率の低いインデックス・ファンドは一般にキャピタルゲイン配当が小さく、アクティブ運用の中でも売買回転率の高いファンドは一般にキャピタルゲイン配当が大きくなるといった具合である³。

図表 10 米国投信上位 20 本のキャピタルゲイン配当 (2000 年)

| | ファンド名 | 運用会社 | キャピタルゲイン 配当額(ドル) ^a | 年末 NAV (ドル) ^b | a÷b | 2000 年リター ン(%) |
|----|-----------------------------|--------------|----------------------------------|-----------------------------|-------|-------------------|
| 1 | Fidelity Magellan | フィデリティ | 4.69 | 119.30 | 3.9% | -9.29 |
| 2 | Vanguard 500 Index | バンガード | 0.00 | 121.86 | 0.0% | -9.06 |
| 3 | Investment Comp of America | キャピタル・リサーチ | 2.08 | 31.06 | 6.7% | 3.84 |
| 4 | Washington Mutual Investors | キャピタル・リサーチ | 2.50 | 29.03 | 8.6% | 9.06 |
| 5 | Fidelity Growth & Income | フィデリティ | 3.91 | 42.07 | 9.3% | -2.05 |
| 6 | Fidelity Contrafund | フィデリティ | 6.62 | 49.17 | 13.5% | -6.82 |
| 7 | Janus | ジャナス | 3.84 | 33.29 | 11.5% | -14.91 |
| 8 | Growth Fund of America | キャピタル・リサーチ | 4.10 | 27.08 | 15.1% | 7.49 |
| 9 | American Cent Ultra Inv | アメリカン・センチュリー | 4.41 | 32.37 | 13.6% | -19.91 |
| 10 | Janus Worldwide | ジャナス | 6.17 | 56.86 | 10.9% | -16.87 |
| 11 | EuroPacific Growth | キャピタル・リサーチ | 3.74 | 31.35 | 11.9% | -17.84 |
| 12 | New Perspective | キャピタル・リサーチ | 3.10 | 24.05 | 12.9% | -7.24 |
| 13 | Fidelity Growth Company | フィデリティ | 7.50 | 71.43 | 10.5% | -6.32 |
| 14 | Fidelity Blue Chip Growth | フィデリティ | 2.52 | 51.53 | 4.9% | -10.54 |
| 15 | Janus Twenty | ジャナス | 1.75 | 54.80 | 3.2% | -32.42 |
| 16 | Vanguard Windsor II | バンガード | 1.24 | 27.20 | 4.6% | 16.86 |
| 17 | Vanguard Wellington | バンガード | 1.48 | 28.21 | 5.2% | 10.4 |
| 18 | Putnam Voyager A | パトナム | 2.60 | 23.30 | 11.2% | -16.78 |
| 19 | Fidelity Equity-Income | フィデリティ | 3.32 | 53.43 | 6.2% | 8.54 |
| 20 | Vanguard Primecap | バンガード | 4.05 | 60.38 | 6.7% | 4.47 |

(注) 配当が行われた時点でファンドの NAV が調整される。a÷b は正確には配当直前の NAV を用いる必要がある。

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

例として、米国投信上位 20 本について 2000 年のキャピタルゲイン配当を見てみると、バンガード 500 インデックスの 0 ドルからフィデリティ・グロース・ファンドの 7.50 ドル

³ ただし、取引の過程でキャピタルゲインとキャピタルロスの両方を出して相殺することも可能であり、売買回転率が高いことが即、多額のキャピタルゲイン配当につながるとは一概には言えない。

まであり、年末時点のNAVに占める比率も500インデックスの0%からキャピタル・リサーチのグロース・ファンド・オブ・アメリカの15%まで開きがあった（図表10）。

マネジャーの運用スタイル如何に関わらず、ファンドへの資金流入を上回る解約が行われた場合、ファンドは解約請求に応じるキャッシュを得るために保有有価証券を売却せざるを得なくなり、結果としてキャピタルゲイン配当が生じることもある。2000年には、NAVが急落した一部のファンドについてこの現象が指摘された。

さらに、2000年の傾向として指摘されたのは、市場動向が急変したテクノロジー銘柄を売却し、相当な額のキャピタルゲインを出しつつテクノロジー比率を引き下げるファンドが見られた点だった。

（3）パーソナル・ポートフォリオとタックス・マネージド・ファンドへの注目

キャピタルゲイン配当課税の問題は、投信の商品に関する話題にも直接、間接に影響を与えた。

一つは、FOLIOfn社がFOLIOと名づけて出したパーソナル・ポートフォリオとも呼ばれる商品だった⁴。同商品の最大の特色は、資産運用に積極的に関わりたいタイプの投資家が、比較的少額の資金で自分専用のポートフォリオを構築できるようにした点にあると言える。従来、ある程度の銘柄数から成るポートフォリオを保有・運用するには相当な資産規模が必要とされることから、一般投資家には手の届かない行為と考えられてきたものを、オンライン技術の駆使と創意工夫により可能にしたのがFOLIOだった。

FOLIOが最終的に、投信業界にどのような影響を及ぼすのかは、現時点では明らかではない。ETFを凌ぐ投信の強大なライバルとなるのか、一部の投資家のみアピールする商品にとどまるのか、意見が分かれている。しかし、2000年5月のFOLIOの提供開始以降、投信業界内に動揺が走ったことは明らかだった。同年7月にはICIが「FOLIOは40年投資会社法上の投資会社であり、同法に基づきSECに登録され、同法の規制に服するべきものである」という意見書をSECに提出した⁵。その一方で、2001年2月、投信業界トップのフィデリティと、ディスカウント・ブローカー最大手のチャールズ・シュワップが明らかにFOLIOを意識した商品提供を計画中と報じられた。また、投信業界13位のアメリカン・センチュリーは革新性の追求で知られる会社だが、同社はいち早くFOLIOfnへの資本参加を行ったということである。

このように投信業界を騒然とさせたFOLIOであるが、この商品の利点の説明に必ず登場するのが「投信に比べて課税を投資家自らがコントロールできること」だった。これは、まさに投信のキャピタルゲイン配当への課税のことに他ならない。FOLIOが登場した2000

⁴ FOLIOについては、岩谷賢伸「容易になる個人のポートフォリオ投資——FOLIOfn社の新金融商品FOLIO——」『資本市場クォーターリー』2000年秋号を参照。

⁵ これについて、FOLIOfnの創業者であるスティーブン・ウォールマン氏は、投資家の資金をプールして運用するのが投資会社であり、FOLIOは自分の資金を自分で運用する証券口座であるから、投資会社には該当しないと反論している。SECからの回答は出されていない。

年にキャピタルゲイン配当課税への注目が高まったことは、FOLIO の一つの利点を大きくアピールする結果となったと言えよう。

一方、投信業界内でもキャピタルゲイン配当課税の抑制を意識した商品開発が行われてこなかったわけではない。「タックス・マネージド・ファンド」と呼ばれるファンドで、2000 年、徐々に注目が高まった商品の一つだった。

タックス・マネージド・ファンドとは、投資家にとっての課税のインパクトを最小限に抑制し、税引前リターンではなく税引後リターンを追求するタイプのファンドである。キャピタルゲイン配当課税の抑制はタックス・マネージド・ファンドの主要目標に他ならない。具体的な投資手法については、タックス・マネージド・ファンド最大手のイートン・バンスが図表 11 のような例を挙げている。売買回転率の抑制、売却時には取得価額の高い株式を先に売却する、必要に応じてキャピタルロスを出すといった手法が挙げられている。なお、債券投信の一類型である非課税債ファンドも、投資対象である地方債の受取利息は連邦税制上課税されないことから、節税の効果が期待できるが、一般的にはタックス・マネージド・ファンドの分類には含まれないようである。

図表 11 タックス・マネージド・ファンドの投資手法

| 投資手法 | 節税効果 |
|--|--|
| 長期的な値上がり益が期待でき現時点の配当が小さい優良銘柄に主に投資する。 | リターンは配当よりも未実現キャピタルゲインからもたらされる。 |
| 長期投資、パイ・アンド・ホールドの姿勢で銘柄を選定する。 | 実現キャピタルゲインの発生率を低下させる。実現キャピタルゲインも長期キャピタルゲインとなる可能性が高い。 |
| 未実現キャピタルゲインの大きい銘柄の売買回転率を抑制する。 | 実現キャピタルゲインの発生率を低下させる。実現キャピタルゲインも長期キャピタルゲインとなる可能性が高い。 |
| 短期キャピタルゲインの発生を回避する。 | 実現キャピタルゲインは主に長期キャピタルゲインとなる。 |
| 必要に応じて、時価が取得価額を下回る銘柄を売却する。 | 実現キャピタルロスで実現キャピタルゲインを相殺しキャピタルゲイン配当を減少させる。 |
| 未実現キャピタルゲインの大きい銘柄を売却する場合は、長期キャピタルゲインの適用を受けられるロットで取得価額が最大のものから先に売却する。 | キャピタルゲイン配当が最小化され長期キャピタルゲインが主となる。 |
| 未実現キャピタルゲインの大きい銘柄売却の代替手段としてプット・オプションなどによるヘッジ手法を利用する。 | 多額のキャピタルゲインを発生させずにポートフォリオを維持する。 |

(注) 長期キャピタルゲイン (ファンドが証券を 1 年超保有) の方が短期キャピタルゲイン (ファンドが証券を 1 年以下保有) よりも適用税率が低い。

(出所) イートン・バンスのウェブサイト (<http://www.eatonvance.com/shareholders/taxmanaged.htm>)

図表 12、13 はタックス・マネージド・ファンドの上位 20 社と上位 20 本を一覧したものである（いずれもモーニングスターのデータベースに基づく）。

図表 12 タックス・マネージド・ファンド上位 20 社

(単位:百万ドル)

| | 運用会社 | 資産残高 |
|----|-------------------|-------|
| 1 | イートン・バンス | 7,598 |
| 2 | チャールズ・シュワップ | 7,097 |
| 3 | バンガード | 5,760 |
| 4 | バーンスタイン | 2,868 |
| 5 | EQSFアドバイザーズ | 1,782 |
| 6 | フェデレーテッド | 788 |
| 7 | スタイン・ロウ | 788 |
| 8 | フランク・ラッセル | 652 |
| 9 | ブルデンシャル | 517 |
| 10 | ワコビア | 388 |
| 11 | ドレイファス | 378 |
| 12 | ステート・ストリート・リサーチ | 326 |
| 13 | エバグリーン | 296 |
| 14 | トラスコ・キャピタル・マネジメント | 279 |
| 15 | JPモルガン | 278 |
| 16 | USAA | 255 |
| 17 | ムルケンキャンプ | 227 |
| 18 | サン・アメリカ | 138 |
| 19 | Tロウ・プライス | 138 |
| 20 | フィデリティ | 99 |

図表 13 同上位 20 本

(単位:百万ドル)

| | ファンド名 | 資産残高 |
|----|------------------------------|-------|
| 1 | Schwab 1000 Inv | 4,731 |
| 2 | Eaton Vance Tax-Mgd Growth B | 3,950 |
| 3 | Bernstein Tax-Mgd Intl Value | 2,868 |
| 4 | Vanguard Tax-Mgd Cap App | 2,578 |
| 5 | Schwab 1000 Sel | 2,366 |
| 6 | Vanguard Tax-Mgd Gr&Inc | 2,287 |
| 7 | Third Avenue Value | 1,782 |
| 8 | Eaton Vance Tax-Mgd Growth A | 1,693 |
| 9 | Eaton Vance Tax-Mgd Growth C | 1,312 |
| 10 | Frank Russell Tax-Mgd LgCp S | 602 |
| 11 | Liberty Tax-Managed Growth B | 475 |
| 12 | Vanguard Tax-Mgd Balanced | 390 |
| 13 | Wachovia Personal Equity Y | 388 |
| 14 | Federated Large Cap Growth A | 378 |
| 15 | Federated Large Cap Growth B | 358 |
| 16 | Vanguard Tax-Mgd Sm Cap Ret | 311 |
| 17 | STI Classic Tax-Sens Gr StFl | 279 |
| 18 | USAA Growth & Tax Strategy | 255 |
| 19 | JP Morgan Tax-Aware U.S. Eq | 243 |
| 20 | Muhlenkamp | 227 |

(注) 機関投資家向けを除く。異なるシェア・クラスを持つファンドはそれぞれ独立で数えた。

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

運用会社の上位にはイートン・バンス、バンガード、バーンスタインといった名前が並んでいる。チャールズ・シュワップについては、同社最大のファンドであるシュワップ 1000 がタックス・マネージド・ファンドとして分類されていることから上位に入っているが、同ファンドは第一義的にはインデックス・ファンドと言える。最大手のイートン・バンスはタックス・マネージド・ファンドの提供を同社の特色と明確に位置付けており、「税引後リターンを目標に据えた株式ファンドの運用を 40 年近く行ってきた」としている。バーンスタインは機関投資家向けビジネスを主軸とする運用会社であるが、同社のタックス・マネージド・インターナショナル・バリュウ・ファンドはタックス・マネージド・ファンドの中では 3 位に位置した。バンガードは低コストでの商品・サービス提供を社是としており、課税も投資家にとっての投信投資のコストに他ならないと主張してきた。タックス・マネージド・ファンドは同社の哲学と合致した品揃えと言えよう⁶。

⁶ バンガードはインデックス・ファンドの運用は自社スタッフで行い、アクティブ・ファンドの運用はサブアドバイザーを活用することで知られているが、タックス・マネージド・ファンドについては自社スタッフによる運用で提供している。

タックス・マネージド・ファンド上位の 2000 年のリターンを見ると平均-5.47%となり、個人向けタックス・マネージド・ファンド全体のリターン平均も-5.35%と個人向け株式ファンド全体の平均-4.27%を下回ったが、2000 年末時点資産残高を見ると 15 本が前年末に比べて増加を記録した⁷。また、課税額がリターンに与える影響を計る指標である税効率を見ると、過去 3 年の平均は大半のファンドが 90%以上となっており、100%近いものも見られた。これらのファンドは、課税によるリターンの目減りがほとんどなかったことを意味した。

タックス・マネージド・ファンドは、上位ファンドですら過半数が 90 年代後半に設立されており、比較的新しいタイプのファンドである。2000 年のキャピタルゲイン配当課税の問題、次に述べる投信目論見書における税引後リターン開示の義務付けといった動きを受けて、今後の成長が注目される商品の一つと言えよう。

(4) キャピタルゲイン配当税制の改正案

キャピタルゲイン配当の問題は、米国投信業界の制度に関する議論にも影響を及ぼした。投信の税引後リターンの開示を義務付ける SEC の動きについて拙稿「米国投信業界の動向 (2000 年 1~6 月)」⁸で紹介したが、まず、この規則案が 2001 年 1 月、ほぼ SEC の原案通りに採択された。2001 年 4 月に施行され、2002 年 2 月以降は MMF など一部を除く投信目論見書の「リスク・リターン要約」で、税引前リターンと並べて税引後リターン (投資家によるファンド売却前とファンド売却後の 2 種類) の開示が義務付けられることとなった。広告及び販売資料で掲載されるリターンについても、同様に税引後リターンの掲載が義務付けられた。

このように情報開示の強化を通じて、投信の課税、中でも難解なキャピタルゲイン配当課税についての投資家の理解を深めようとする動きの一方で、米国議会ではキャピタルゲイン配当税制そのものを改正する法案が提出された。ジム・サクストン下院議員 (共和党) の法案で、自動的に再投資されたキャピタルゲイン配当については、年間 3,000 ドルを上限に課税控除を認めるという内容だった。法案提出と同時に、議会の合同経済委員会から「個人貯蓄と投資の促進：未実現キャピタルゲインの課税上の扱いの変更」⁹と題する報告書が出され、投資家自身が取引を行わないにも関わらず課税される現行の投信税制は、個別株式保有と比較して不公平であること、ファンドが出したキャピタルゲインへの課税を投資家自身がファンドを売却するまで繰り延べるという税制改正により、個人貯蓄の促進が期待できることが論じられた。

サクストン法案は 2000 年 6 月に提出された後、会期切れとなったが、2001 年 1 月、ブッ

⁷ 99 年末の残高が把握できた 19 本について。

⁸ 『資本市場クォーター』2000 年秋号に掲載。

⁹ US Congress Joint Economic Committee, "Encouraging Personal Saving and Investment: Changing the Tax Treatment of Unrealized Capital Gains," June 2000.サクストン議員は同委員会の副委員長。

シュ政権の下での新会期の開始と同時に、20名の共同スポンサーを得て再提出された。再提出法案は、通過すれば2000年の課税分にも適用されるとなっている。

2) 電子署名法と投信ビジネスのオンライン化

最後に、「電子署名」をめぐる投信業界の動きを紹介する。米国では2000年10月に「グローバル及び国内商業における電子署名法」（Electronic Signatures in Global and National Commerce Act、以下、電子署名法）が施行された。連邦法である同法と州法との関係に関する規定が不明瞭といった問題点が指摘され、同法の真の効果は不明とする意見もあるものの、投信運用会社の中には2000年下半期、同法に基づくサービス開始を打ち出す動きが見られた。

電子署名法の最大のポイントは、契約書等に署名が行われる際に、「電子署名」が伝統的なペンで書かれた署名と法的に同等と扱われることを連邦法上明らかにしたことだった。「電子署名」の方法についての限定は行われず、電子認証、IDとパスワード、ウェブページ上の「合意します」というボタンなど、当事者の選択に任された。消費者保護の観点から、電子署名の使用に関する合意を顧客から事前に取得すること、顧客はいつでも電子署名の使用中止を要求できることなどが盛り込まれた。また、契約書、記録等の保管が義務付けられている場合、電子媒体の形での保管をもってその義務を果たしたとみなされることが明らかにされた。

電子署名法が投信直販会社やオンライン・ブローカーのビジネスにもたらした最大の利益は、同法により完全なオンライン上の口座開設が可能になったことだった。米国では、株式や投信などの取引にまつわる様々な文書のやり取りについては、例えば目論見書や約定報告書などの文書配布も含めて、インターネットを利用することを可能とする制度が整備されている。ところが、口座開設については、これまで結局のところは紙を使わずに行うことはできないとされていた。多くの運用会社が「オンライン口座開設」のサービスを提供してきたが、パソコン上でできるのは必要事項の記入までで、投資家は記入を終えた後、自宅のプリンターで口座開設書類をプリントアウトし、署名をして書類を郵送するという手続きを経ていた（図表14）。口座開設が完全オンライン化できなかった最大の理由は「投資家の署名」を電子化できなかったことにあり、電子署名法によりこの障害が取り除かれたのだった¹⁰。

電子署名法が施行されると、投信直販会社を中心に、口座開設の完全オンライン化を打ち出す動きが相次いだ。例えば、フィデリティは電子署名法が施行された2000年10月、同社の通常のブローカレッジ口座（退職関連を除く）を対象に完全なオンライン上の口座開設を開始した。投資家はウェブサイト上で必要事項を記入の後、「合意します」とい

¹⁰ インベスコが電子署名法の施行に先立ち、99年に口座開設の完全なオンライン化を開始し、話題となったが、法的な根拠は必ずしも十分ではないと指摘されていた。

うボタンをマウスでクリックすること（これが電子署名に相当）により口座開設手続きを完了することができるというものだった。同社は 2000 年 12 月には IRA 口座の開設についても、同様の手続きを可能とした。同時に、同社のマネー・ライン・サービスを通じて新規口座開設と同時に投資資金を銀行振込できるサービスも開始した。これにより、ブローカレッジ口座、IRA 口座の新規開設に際して、まさに口座開設と同時に取引を開始することが可能となった。

バンガードも 2000 年 10 月、手始めとして同社の既存顧客が新たに退職関連以外の口座を追加する場合について、電子署名を用いたオンライン口座開設のサービスを開始し、2001 年 1 月には新規顧客も含めて、通常口座、IRA 口座のいずれの開設も可能とした。同社の場合も、投資家がオンライン上で、名前、住所、電話番号、電子メール・アドレス、社会保障番号、銀行口座、送金方法（小切手を選ぶと電子署名による開設は不可）など必要事項を順次記入していく。最後にボタンをクリックするとそれまで入力した一連の口座情報に対して固有のコードが割り振られる形で「署名」が行われるという方法だった。フィデリティ、バンガードともに、まずは一般に手続きが容易な通常口座から開始し、2000 年度の確定申告期限までに IRA 口座についても可能とすることを目指したということだった¹¹。

このような口座開設の完全オンライン化は、投信直販会社にとって重大事項だった。従来の紙の書類の郵送による口座開設作業は、想像以上に手間がかかり、例えば記入漏れがあった、手書きの文字が判読できなかったというような理由で、顧客との間で書類が何度もやり取りされた挙句、顧客が意欲を失って口座開設を取りやめるという事態も決して珍しくはないと言われた。直販会社としては、このような形での潜在顧客の喪失は深刻な問題であり、たかが口座開設事務とは言えなかった。口座開設にかかる日数も、従来は 1~2 週間かかっていたものが、完全オンライン化により 20 分程度にまで短縮可能となった¹²（図表 14）。

また、各社ともウェブサイト上での投資家向けのファイナンシャル・プランニング・サービスを充実させているが、例えばファイナンシャル・プランニングの結論が「新たに IRA 口座の開設を奨めます」というものだったとしよう。アドバイスを受けた投資家はその気になったにも関わらず、口座開設の手間が理由で結局アドバイスが実行されなかったとしたら、付加価値を生むはずのサービスも無駄になりかねなかった。口座開設のオンライン化により、ファイナンシャル・アドバイスから必要書類の処理までの全てを真に一貫してオンラインで実行することが可能になったと言えた。

口座開設という最大のハードルが除去され、電子署名法により投信ビジネスのオンライ

¹¹ 確定申告の期限は 4 月 15 日であるが、毎年、この日をめがけて各金融機関の IRA 誘致合戦が展開される。投資家に対して IRA 口座を開設して年間 2,000 ドルまでの拠出を行い、税制優遇を最大限享受するよう呼びかけるのである。

¹² 口座開設以外にも様々な書類のやり取りのオンライン化が可能となったものの、電子署名法により顧客との書類のやり取りを完全にペーパーレス化できるわけではないようである。口座の名義書換や配偶者の同意を必要とする変更などは、依然として紙の書類と郵送手続きが必要と考えられた。

ン化は大きく前進したと言えよう。ただ、全ての運用会社が、同様に電子署名法の恩恵に預かれるという保証はない。そのためには図表 14 のようなオペレーションを実行できるシステムを装備する必要があるのは言うまでもない。また、全てをオンラインでやり取りすることは、電子媒体での記録・書類の保存とタイムリーな抽出を確実に行わなければならないことを意味する。バックオフィス業務のペーパーレス化が進んでおり記録の保存・抽出をこなすシステムを既に備えている会社はよいが、そうでない場合は追加的なシステム投資は免れ得ないと考えられた。このため、口座開設のオンライン化についても、すでに相應のシステムを持つ会社のみが新展開を図れるという意見が聞かれた。

図表 14 電子署名導入による口座開設処理の短縮

| 電子署名なし | | | 電子署名あり | | |
|--|-------|-----------------------|--------|------------------|----------------------------|
| 手 順 | 顧客の行動 | 投信会社システムのオペレーション | 手 順 | 顧客の行動 | 投信会社システムのオペレーション |
| 1 から 5 の 始 め に 2 ～ 3 日 | 1 | 口座開設の申し込み | 1 | 口座開設の申し込み | 口座の選択肢提示 |
| | 2 | 基本情報の入力 | 2 | 全ての必要情報の入力。電子署名。 | 暗号化等による安全対策。 電子署名の保存。 |
| | 3 | 口座開設書類のダウンロード | 3 | 口座開設の条件をレビュー。 | 電子メールで取引可能な旨通知。 |
| | 4 | 口座開設書類を自宅パソコンでプリントアウト | 4 | 投資資金を銀行振込。 | オンライン・システムによる資金受け入れ。 |
| | 5 | 追加的な必要書類を受け取る | 5 | 取引可能。 | |
| | 6 | 書類に署名。小切手を同封し郵送。 | | | |
| | 7 | 書類等をレビュー。 | | | |
| | 8 | 取引可能。 | | | |
| 全プロセス終了まで1～2週間 | | | | | 典型的な装備のパソコンとインターネット環境で約20分 |

(出所) 野村総合研究所作成

(野村 亜紀子、神山 哲也)