

米国投資信託市場の2010年第1・2四半期動向

—継続する債券ファンドへの資金流入—

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

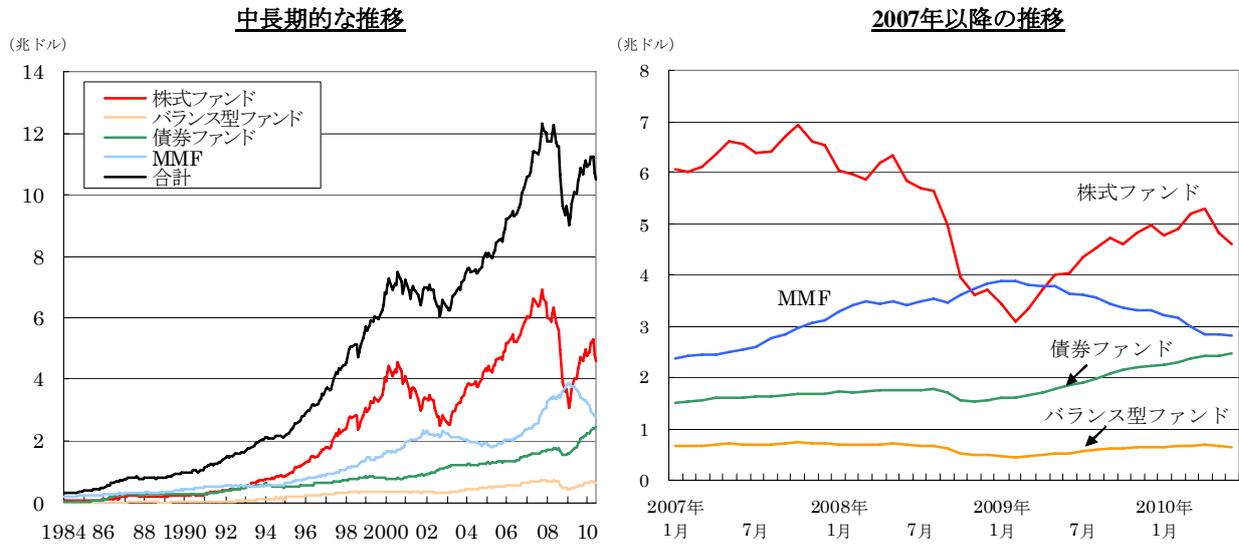
1. 米国投資信託市場は、2010年6月末時点の純資産残高が10.5兆ドルと、前年末時点より5.5%の減少となった。株式ファンドでの評価損の計上が主因であるが、その株式ファンドでは、海外株式ファンドに対する投資家の人気は依然としてあるものの、国内株式ファンドからは2010年上半期中に資金が純流出しており、株式ファンド全体としての資金フローの動向に基調が見出せない状況にある。
2. 一方、債券ファンドは、月次の資金純流入額が2009年後半と比べてやや減少したとはいえ、中長期的な推移からすれば依然として多額の資金が流入している状況にある。
3. MMFでは、利回り水準の低さを背景に、前年からの多額の資金純流出傾向が継続している。また、2010年1月には、MMF規制の包括的な改革案がSECによって最終決定された。こうした状況を受けて、MMFの運用事業の再編が進むとの指摘がなされていたが、実際に2010年7月、大手MMF運用会社のフェデレイティッドは、サン・トラストのMMF運用事業を買収した。
4. 米国投資信託市場をめぐるのは、①ヌヴィーンによるUSバンコープ傘下の資産運用会社FAFアドバイザーズの買収、②金融規制強化の流れが資産運用業界の再編に与える影響、③SECによるターゲット・デイト・ファンド規制の改革提案、④SECによる手数料規制の改革提案、⑤SECによる投資信託の運用におけるデリバティブの活用に関する調査の実施などが、最近の話題として注目される。

I. 米国投資信託市場をめぐる資金動向

本稿は、2010年第1・2四半期における米国投資信託市場の資金動向、および同市場をめぐる注目される資産運用業界や規制改革の直近までの動向について概観することを目的とするものである¹。

¹ 米国投資信託市場の2009年中の動向について詳しくは、三宅裕樹「2009年米国投資信託市場の回顧」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010年春号参照。

図表 1 米国投資信託市場における純資産残高の推移



(注) 2010年6月末まで。

(出所) 米国投資信託協会 (ICI) 資料より、野村資本市場研究所作成

まず、資金動向についてみると、①株式ファンドの純資産残高の減少、②債券ファンドに多額の資金が純流入する傾向の継続、③低利回りに苦しむMMFにおける資金純流出傾向の継続、という三つの傾向を確認することができる。

1. 米国投資信託市場全体の動向

2010年6月末時点の米国投資信託の純資産残高は10.5兆ドルと、前年末時点の11.1兆ドルより6,169億ドル、5.5%の減少となった(図表1)。

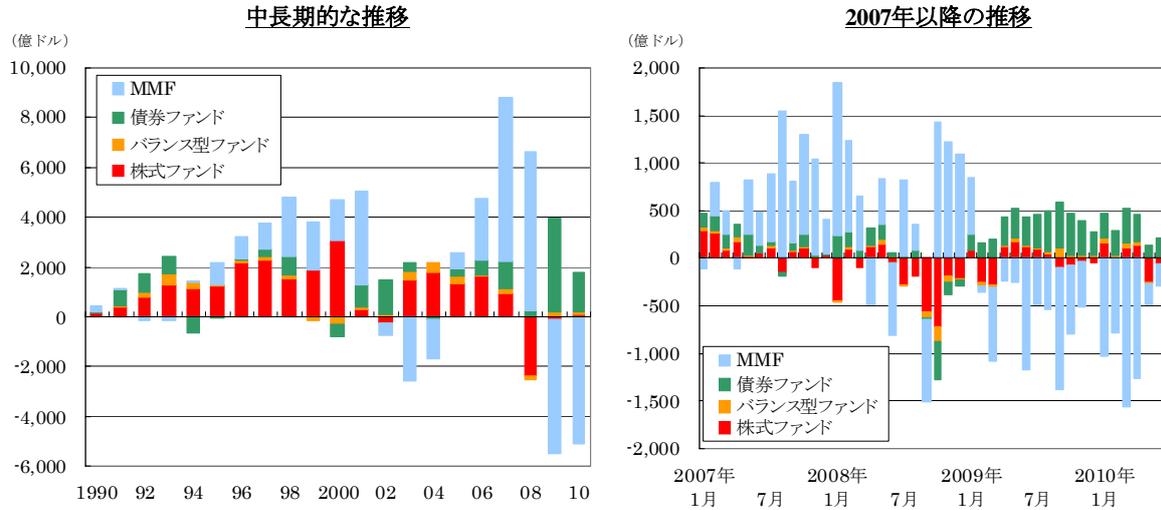
米国投資信託市場の規模は、2007年10月の12.3兆ドルをピークとして減少傾向に入り、2008年9月のリーマン・ショックを経て急減したものの、2009年2月を底として増加基調に転じていた。この傾向は、2010年に入っても4月までは維持され、同月末には11.2兆ドルと、リーマン・ショック直前の状況(11.5兆ドル)にほぼ匹敵する水準にまで回復した。しかし、翌5月、続く6月と、主に株式市場のパフォーマンスの低下を背景として、純資産残高は減少した。

2. 株式ファンド市場

1) 市場規模、および資金フローの動向

アセットクラス別にみると、まず、株式ファンドの純資産残高は、2010年6月末時点で4.6兆ドルと、前年末時点の4.9兆ドルより3,576億ドル、7.2%の減少となった。月次ベースでの推移は、米国投資信託全体の動向と傾向を同じくしており、2010年1月から4月にかけて、4.7兆ドルから5.2兆ドルへと5,004億ドル増加した後、翌5月、そして6月と、評価損の計上に伴って減少傾向をたどった。

図表2 米国投資信託市場における資金純流入額の推移



(注) 左図において、2010年は1-6月の合計値。また、右図は2010年6月末まで。

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

一方、株式ファンドをめぐる資金純流入の状況を見ると、2010年1月から4月にかけては毎月100億ドル前後の資金が純流入したが、同年5月には247億ドル、翌6月には54億ドルの資金が純流出した（図表2）。2009年4月以降、4、5ヶ月ごとに資金の純流入と純流出とを繰り返していることがみてとれる。

株式ファンドを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、海外株式ファンドは投資家から相対的に高い人気を得ていることがわかる。すなわち、2010年上半期における米国国内株式ファンドへの資金純流入額は161.7億ドルのマイナスであったのに対して、海外株式ファンドでは280.3億ドルのプラスであった（図表3）。海外株式ファンドが相対的に多額の資金をひきつけるという、米国投資信託市場において2000年代から中長期的な傾向としてみられる状況は、直近まで継続しているといえる。

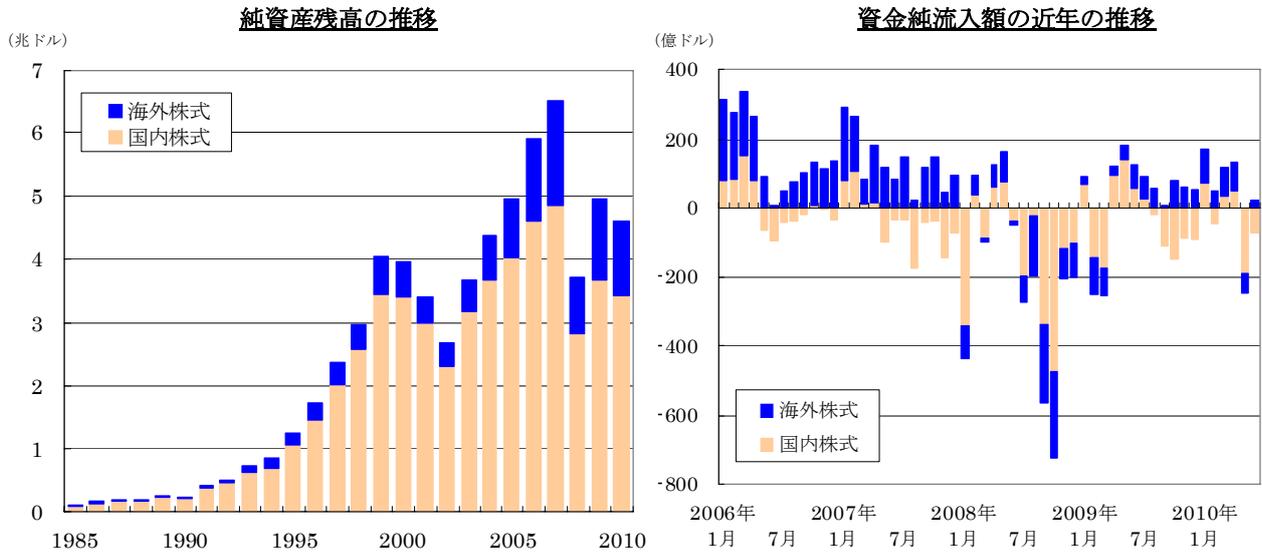
海外株式ファンドの中でも、特に新興国株式ファンドが人気を集めているとの指摘がある。その背景としては、①米国と比べて、新興国の株式市場のパフォーマンスが相対的に高かったこと、ないし株価の減少が相対的に軽微であったことのほか、②投資ポートフォリオの地域分散の観点、③新興国の政府の債務残高がさほど大きくないことや米国経済の成長の今後への懸念などから、新興国市場の今後により明るい見通しをもつ投資家が多いこと、といった要因が指摘されている²。

2) ピムコによる株式ファンドの運用の開始

株式ファンド市場をめぐる話題としては、債券ファンドの運用会社として知名度の高いピムコ（Pacific Investment Management Company, PIMCO）が、株式ファンドの運用を開始したことが挙げられる。

² Sam Mamudi, "Foreign-Stock Funds Draw More Investors' Cash," *The Wall Street Journal*, 07/26/2010 参照。

図表3 米国株式ファンド市場の動向



(注) 左図において、2010年は6月末時点。また、右図は2010年6月末まで。
 (出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

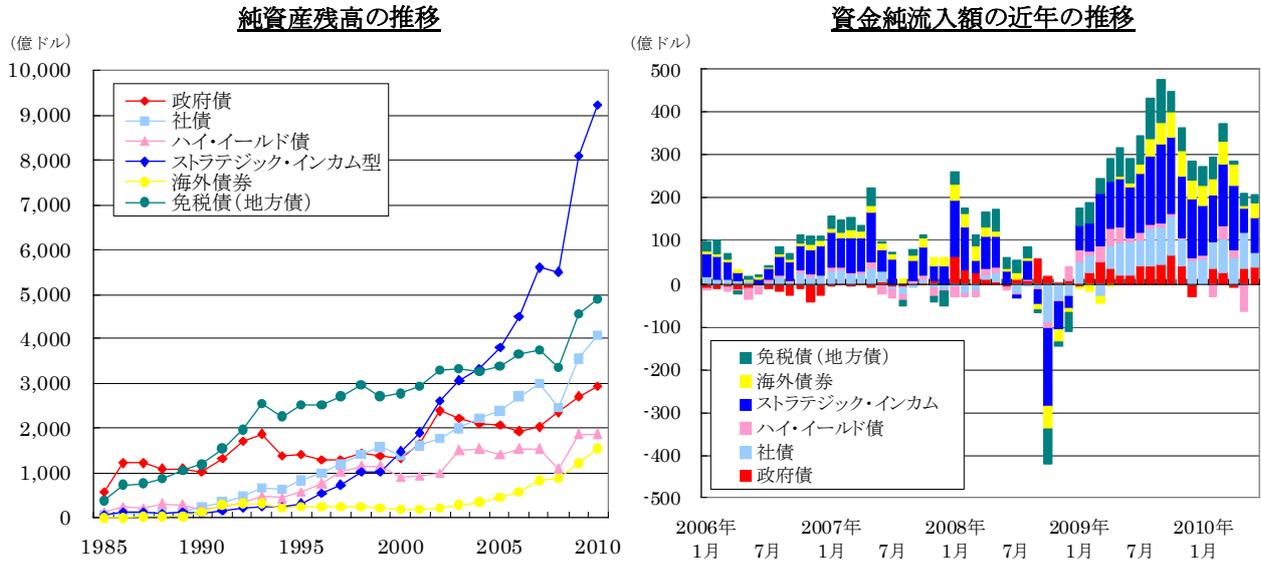
ピムコは、2010年4月にピムコ・株式シリーズ・パスファインダー・ファンド (PIMCO EqS Pathfinder Fund) の運用を開始した。同ファンドは、米国国内株式と海外株式の両方を投資対象とするバリュー型ファンドである。実際のポートフォリオの内訳をみると、2010年7月末時点では、地域別では米国が23.4%、英国12.9%、フランス11.3%などとなっており、米国以外では欧州地域の株式を主な投資対象としているようである。先述の通り、現状では、株式ファンド全体としては資金純流入基調には依然として回帰していない。しかしながら、海外株式ファンドに限れば、今回の金融危機を経ても投資家からの人気は基本的に継続しているといえ、こうした環境が、ピムコによるこの時期での株式ファンドの運用の開始を後押しした要因の一つとなったものと思われる。

ピムコは、2009年末にフランクリン・テンプレトン (Franklin Templeton) より株式ファンドの運用マネージャー経験者を二名採用したが、その二人が、今回の株式シリーズ・パスファインダー・ファンドの運用マネージャーにそのまま就任している。

米国の資産運用業界においては、当面、資産運用会社が提供する運用商品・サービスの多様化を進める動きが進むとの指摘があるが、今回のピムコの動きはその一つとして捉えることが可能であろう。同ファンドが投資家から獲得する運用資金の規模や、運用パフォーマンスの推移、あるいはそれを受けて今後、ピムコが株式ファンドの運用事業をどのように拡充させていくのか、といった点が注目される³。

³ ピムコの親会社であるアリアンツ・グローバル・インベスターズ (Allianz Global Investors) は、2010年中に、ピムコを中心に約100名の人員の増強を進める計画を有している。ただし、同計画は、株式運用部門の強化というよりはむしろ、引き続き投資家からの需要が強い債券運用部門などを中心に行うとされている。Claire Milhench, "Allianz plans to boost PIMCO with new hires," *Reuters*, 07/01/2010 参照。

図表4 米国債券ファンド市場の動向



(注) 左図において、2010年は6月末時点。また、右図は2010年6月末まで。

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

3. 債券ファンド市場

1) 市場規模、および資金フローの動向

一方、債券ファンドの純資産残高は、2010年6月末時点で2.4兆ドルと、前年末時点の2.2兆ドルより2,495億ドル、11%の増加となった。月次ベースでも、2010年1月から6月まで一貫して増加基調をたどった(前掲図表1)。

これは、評価益の計上もさることながら、2010年上半期中に1,557億ドルの資金が純流入したことの影響も大きい。債券ファンドをめぐる資金純流入額の推移をみると、2009年中は一年間で3,747億ドル、月次ベースでも同年5月以降は300億~400億ドル規模をほぼ維持するといったように、過去の水準に比してかなり多額の資金が流入した(前掲図表2)。そして、この状況は2010年に入っても少なくとも6月まで、月次の純流入額が200億~300億ドル規模とやや減少したとはいえ、傾向としては基本的に維持されているといえる。

債券ファンドの種類別にみると、①ハイ・イールド債ファンドにおいて、2010年2月・5月に、それぞれ27億ドル・64億ドルの資金純流出となり、また、②政府債ファンドにおいて、同年1月・4月に0.04億ドル・6億ドルの資金純流出となったように、一部で例外的な動きはみられるものの、全体としては、2009年からの傾向と同様に、各種債券ファンドに投資家の資金は純流入していると捉えることができる(図表4)。

2) 債券ファンドのリスクに関する投資家教育のページを開設した ICI

このように、2010年に入っても債券ファンドに多額の資金が流入している状況に反応して、米国投資信託協会（Investment Company Institute, ICI）は、2010年4月に「債券ファンドのリスクへの理解：債券ファンドは投資対象として適当なのか？（Understanding the Risks of Bond Mutual Funds: Are They Right for Me?）」と題した投資家教育のページを開設し、債券ファンドへの投資に伴うリスクに注目するよう、投資家に改めて促している。

同ページは三章で構成されており、第一章では金利リスクや信用リスク、早期償還リスク、インフレ・リスクといった、債券ファンドへの投資に伴うリスクについての一般的な解説が、そして第二章では、債券ファンドとはそもそも何か、といった基本情報が、各々掲載されている。その上で、第三章では、金融危機以降の債券ファンドに対する投資家からの高い人気についての解説が行われている。ICIは、人気の背景について、①直近のパフォーマンスの高さや、②投資信託を保有する層の中心であるベビーブーマー層が、退職期を迎え始めたことを受けてリスク許容度を落としつつあること、③ターゲット・デイト・ファンドの投資ポートフォリオの自動的な調整の影響、といった要因を指摘している。

その上で、債券ファンドの今後の見通しとして、金融政策の変更によって政策金利が引き上げられれば、それに伴って債券ファンドにもマイナスの影響が及ぶリスクがあり、現に債券ファンドにおいて高いパフォーマンスが維持されるという状況が終わりに近づきつつある可能性がある、と指摘している。

4. MMF 市場の動向

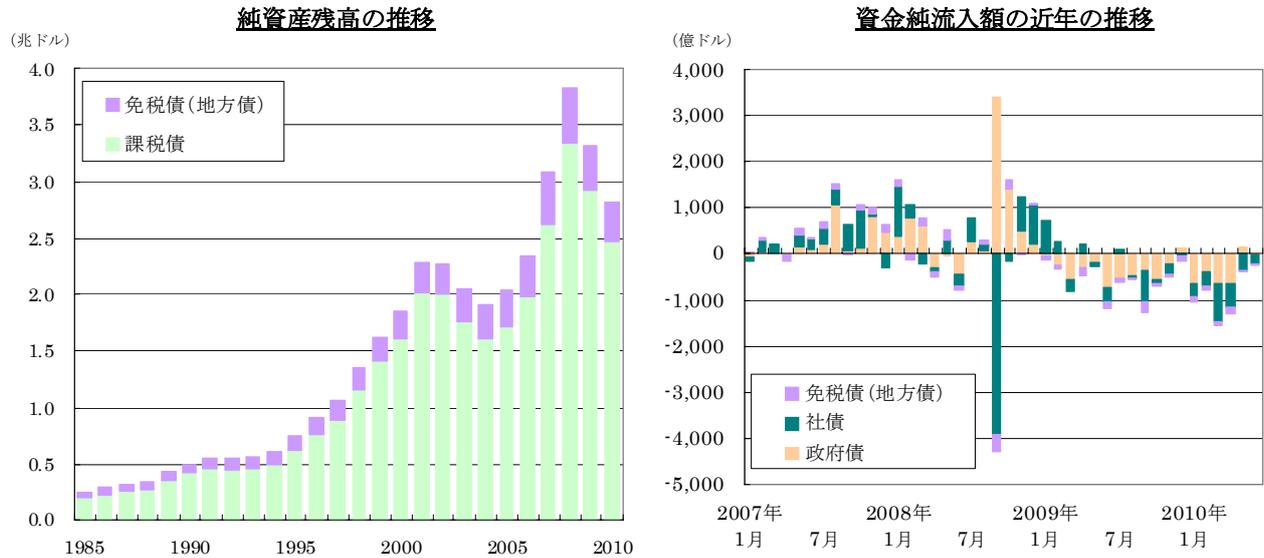
1) 市場規模、および資金フローの動向

MMFについては、低利回りを背景とした多額の資金の純流出の状況が、依然として継続している。2010年上半期中のMMFからの資金純流出額は5,092億ドルと、すでに前年1年間での流出額である5,366億ドルとほぼ同水準に達した。その結果、MMFの純資産残高は2010年6月末時点で2.8兆ドルと、前年末時点の3.3兆ドルより5,026億ドル、15.1%の減少となった（図表5）。

このMMFの純資産残高の規模は、約3年前、米国サブプライム・ローン問題への懸念が生じ始めた2007年8月の2.7兆ドルとほぼ同等の水準である。すなわち、今回の金融危機の深刻化につれて、リスクを回避しようとする投資家がより安全性の高い運用先としてMMFを選好し、MMFの純資産残高は増加したものの、その増加分は、2009年からの大量の資金流出によって、2010年6月までにほぼ相殺された、という計算になる。

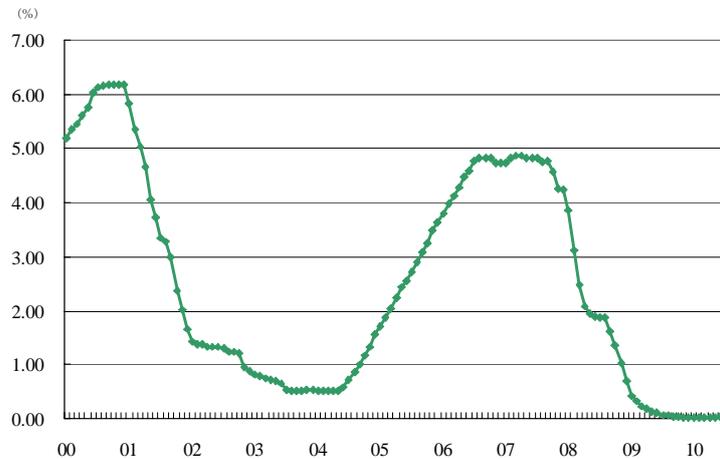
MMFからの資金流出の背景としては、資本市場が落ち着きを取り戻し、投資家のリスク許容度がある程度回復したことに加えて、超金融緩和政策の実施に伴う利回り水準の低迷があるといえよう。後者に関して、実際のMMF（地方債MMF除く）の平均利回りの推移をみると、30日複利のベースで、直近の2010年7月で年率0.04%と、1年前にあたる2009年7月より一貫して0.1%水準を下回って推移している（図表6）。

図表5 米国 MMF 市場の動向



(注) 左図において、2010年は6月末時点。また、右図は2010年6月末まで。
 (出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

図表6 米国 MMF の平均利回りの推移



(注) 2010年7月末まで。
 (出所) iMoneyNet資料より、野村資本市場研究所作成

2) SECによるMMF規制改革と、フェデレイティッドによるMMF運用事業の買収

MMF市場をめぐっては、2010年1月に米国証券取引委員会（U.S. Securities Exchange Committee, SEC）がMMF規制の抜本的な改革の最終案を発表し、同年5月より施行した⁴。

⁴ 同改革について詳しくは、三宅裕樹「米国で実施されたMMF規制の包括的な改革」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010年春号参照。

本改革は、リーマン・ショックを直接の契機として米国史上二度目となる MMF の元本割れ事例が発生するなど、今回の金融危機の影響を MMF も免れえなかったとの反省から実施されたものである。

規制の主な変更点としては、①ポートフォリオの安全性を維持するための基準の強化、②ポートフォリオの流動性を確保するための制度的な手当ての新たな実施、③MMF の元本割れ回避策としての、運用会社などによる MMF のポートフォリオからの資産買取に関する制限の緩和、④投資家・SEC への情報開示、という 4 点が挙げられる。このうち、③については、米国では MMF が投資家の流動性資金の運用先として広く普及しており、それゆえ短期金融市場、決済システムにおけるインフラとして大きな役割を果たしていることから、今回のような元本割れ事例が再度起きれば、システムック・リスクの源泉となる可能性があるとの懸念から講じられた措置として、注目される。

この制度改革は、とりわけ①や②をみると、運用会社の立場からすれば、MMF の運用における裁量の余地が狭まると同時に、厳格化された規制を遵守するためのコストの上昇可能性があると考えられる。加えて、先述のとおり、超低金利の環境下において、そもそも運用会社は運用利回りをあげることも難しく、場合によっては投資家にプラスのリターンを提供するために運用手数料を一時的にゼロとするところも現れている状況にある。

それゆえ、MMF の運用における規模の経済を追求する観点から、中小規模の運用会社が MMF の運用事業から撤退を余儀なくされ、寡占化がさらに進むという可能性は、すでに制度改革が行われた当初から指摘されていた。

そして実際、2010 年 7 月に、米国大手商業銀行のサン・トラスト (SunTrust) は、傘下の運用会社であるリッジウォース・キャピタル・マネジメント (RidgeWorth Capital Management、以下、「リッジウォース」) の MMF の運用事業を、大手資産運用会社のフェデレイティッド (Federated) に売却することを発表した。取引金額は約 3,000 万ドルと報道されている⁵。また、両社の事業の統合は 2010 年末までに完了する予定である。

フェデレイティッドは、運用資産の 77% を MMF が占めるという、MMF 運用を中核事業に位置づけている資産運用会社である。2010 年 6 月末時点における、フェデレイティッドが運用する MMF の純資産残高は 2,605 億ドルで、米国 MMF 市場における残高ベースでの運用会社ランキングでは、フィデリティ (Fidelity Investments)、JP モルガン・アセットマネジメント (JP Morgan Asset Management) に次いで第 3 位の地位を占めている⁶。

これに対してリッジウォースは、そもそも 2009 年の株式ファンド・債券ファンドの資産運用会社ランキングで 66 位と、中堅規模の運用会社であるが⁷、MMF の運用残高も約 170 億ドルと小規模であり、米国 MMF 市場の運用会社ランキングでも上位 20 社に入っていない⁸。サン・トラストは、今回の金融危機によって多額の損失が生じたこともあって、当初

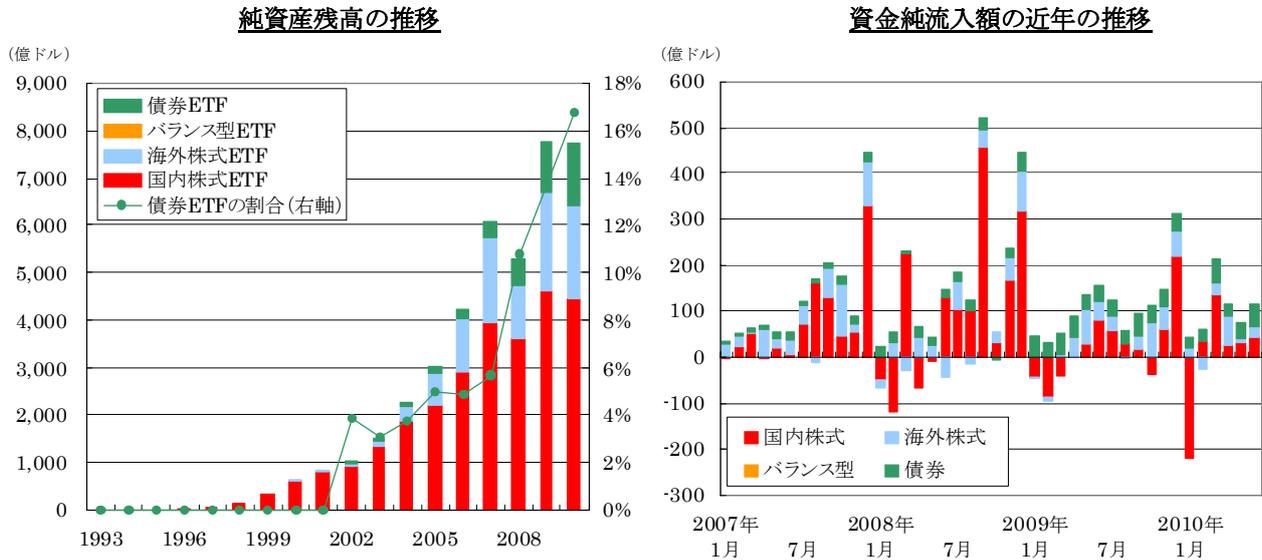
⁵ Paritosh Bansal, "SunTrust keeps RidgeWorth, sells some fund assets," *Reuters*, 07/16/2010 参照。

⁶ Crane Data 資料参照。

⁷ モーニングスター・プリンシピアより算出。

⁸ 注 6 参照資料。

図表7 米国ETF市場の動向



(注) 左図において、2010年は6月末時点。また、右図は2010年6月末まで。

(出所) ICI資料より、野村資本市場研究所作成

は、資産運用事業全体の売却も視野に入れた交渉をヘンダーソン・グループ (Henderson Group) などと行っていた模様である。ただし、結果としては今回、MMF 事業のみを手放すとの決定を下した⁹。

米国 MMF 市場においては、上位 20 社の純資産残高ベースのシェアが 2009 年末時点で 91%に達し¹⁰、すでに寡占化がかなり進んでいるといえるが、今後、リッジウォースのような案件がさらに続くこととなるのかが注目される。

5. ETF 市場の動向

投資信託市場と密接に関連する市場として、ETF 市場の動向にも目を向けると、2010 年 6 月末時点の ETF の純資産残高は 7,722 億ドルと、前年末時点の 7,771 億ドルからほぼ横ばいで推移した (図表 7)。

月次ベースで見ると、2010 年 1 月には前月より 454 億ドル減少したものの、翌 2 月から同年 4 月にかけては増加傾向をたどり、一時的に 8,000 億ドルの大台に乗った。しかしながら、同年 5 月・6 月と、評価損の計上によって純資産残高はやや減少し、再度 7,000 億ドルの水準に戻った。

資金フローの動向をみると、2010 年 1 月の米国国内株式 ETF、および翌 2 月の海外株式 ETF で純流出となったものの、基本的には純流入の傾向が継続しているといえる。また、

⁹ 注 5 参照資料。

¹⁰ Moody's, "Money Market Funds: 2010 Outlook," April, 2010 (原出所は iMoneynet) 参照。

アセットクラス別にみると、2010年上半期中の債券ETFへの資金純流入額は216億ドル、海外株式ETFは112.9億ドルと、それぞれ米国国内株式ETFの49.0億ドルを大きく上回った。米国投資信託市場と同様に、ETF市場においても、海外株式や債券を投資対象とするファンドが人気を集めていることが確認できる。

Ⅱ. 米国資産運用業界・投資信託関連規制をめぐる動向

本章では、米国投資信託市場をめぐる注目される資産運用業界や規制改革の動向として、5つのテーマを取り上げる。

1. ヌヴィーンによるFAFアドバイザーズの買収

米国の資産運用業界をめぐるのは、2009年にバンク・オブ・アメリカ（Bank of America）とモルガン・スタンレー（Morgan Stanley）が、それぞれグループ傘下の資産運用事業を売却し、中長期的な傾向としてあるオープン・アーキテクチャー化の流れが、米国サブプライム・ローン問題に端を発する今回の金融危機によって後押しされた動きとして注目された¹¹。2010年7月に、商業銀行のUSバンコプ（U.S. Bancorp）が、傘下の運用会社であるファースト・アメリカン・ファンズ・アドバイザーズ（First American Funds Advisors、以下、「FAFアドバイザーズ」）の、株式や債券などの長期資金の運用事業を、中堅規模の資産運用会社であるヌヴィーン（Nuveen Investments）に売却すると発表したが、これは、2009年の二つの案件と同様の性格のものと思えられる。

USバンコプは、米国の商業銀行業界で第5位の大手であり、また、住宅ローンへの依存度が相対的に低かったことや収益源の多様化を進めていたことなどから、今回の金融危機の影響が比較的軽微にとどまった金融機関とされる¹²。同社は、2008年に米国財務省より65.9億ドルの公的資金の注入を受けたものの、翌年にはこれを全額返済し終えている。

この点を踏まえれば、USバンコプが、今回の金融危機を受けて財務状態の健全化を早期に進める必要性に強く迫られていたとは必ずしも思われぬ。ただし、資産運用事業に関していえば、FAFアドバイザーズの投資信託（MMF除く）の運用残高は、2009年末時点で164.6億ドルと中堅規模にとどまっていた（図表8）。それゆえ、グループ内に今後も引き続き資産運用会社を抱えて、その強化を図るよりは、むしろグループから資産運用会社を切り離れた方が、グループのウェルス・マネジメント事業などでの顧客との利害相反問題を回避する観点からも、より望ましいとの考えがあったものと思われる。実際、USバンコプ自身、今回、FAFアドバイザーズの売却を決断した背景として、単独では事業の成長に必要なだけの事業規模と販売チャネルを確保することが難しいとの判断があった

¹¹ 両案件について詳しくは、注1参照論文。

¹² USバンコプについて詳しくは、林宏美「米銀業界でプレゼンスが高まっているUSバンコプ」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。

図表 8 米国投資信託市場における運用会社ランキング（運用資産残高ベース）

順位	運用会社	合計	株式ファンド		債券ファンド			
			国内	海外	課税債	地方債		
1	バンガード	11,598	8,101	7,148	953	3,497	2,668	830
2	キャピタル・リサーチ	9,088	8,063	4,679	3,384	1,025	852	172
3	フィデリティ	8,313	6,813	5,834	978	1,500	1,234	266
4	ピムコ	3,260	217	162	54	3,043	3,028	15
5	フランクリン・テンプレトン	2,923	1,776	1,061	715	1,147	494	653
6	Tロウ・プライス	2,602	2,118	1,832	286	484	381	103
7	ジョン・ハンコック	1,661	1,296	1,134	162	365	353	12
8	オッペンハイマー	1,211	658	353	304	554	268	286
9	ドッジ&コックス	1,124	931	555	377	192	192	0
10	ブラックロック	1,119	840	404	437	278	215	64
11	ディメンショナル	1,071	891	451	440	181	166	15
12	コロムビア・マネジメント	1,047	787	677	110	260	146	114
13	JPモルガン	944	442	370	73	502	370	132
14	ハートフォード	912	749	702	47	164	157	7
15	ジャナス	907	856	693	163	50	50	0
16	ING	889	730	573	157	159	159	0
17	MFS	762	599	434	165	163	99	65
18	プリンシパル	716	567	498	69	149	144	6
19	アメリカン・センチュリー	665	489	449	41	176	140	36
20	レグ・メイソン	637	340	324	17	296	182	115
∴								
34	フェデレイティッド	431	188	160	28	243	185	58
35	ラッセル	407	311	243	68	95	91	5
36	ドレフェス	402	238	186	52	164	69	96
	ヌヴィーン+FAF	378	145	112	33	232	47	185
37	デーヴィス・ファンズ	356	354	354	1	2	2	0
∴								
58	ヌヴィーン	213	45	27	18	168	7	160
∴								
63	FAFアドバイザーズ	165	100	85	15	65	40	25

(注) 2009年末時点。単位は億ドル。ヌヴィーンとFAFアドバイザーズの統合については、単純合計ベース。
(出所) モーニングスター・プリンシピア資料より、野村資本市場研究所作成

としている¹³。なお、FAFアドバイザーズが行ってきたMMFの運用などのキャッシュ・マネジメント事業は、引き続きUSバンコープのグループ内で行われる。

一方、ヌヴィーンは、プライベート・エクイティのマディソン・ディアボーン・パートナーズ (Madison Dearborn Partners) などを親会社とする資産運用会社であり、クローズド・エンド・ファンドの運用で米国最大の運用会社としても知られる。投資信託の運用に関していえば、同社は、そもそもは地方債ファンドの運用事業にほぼ特化していたが、ここ数年は比較的小規模な運用会社の買収を通じて事業を拡大し、株式ファンドや課税債ファンド（地方債ファンド以外の債券ファンド）なども提供するようになった。2009年末時点の株式ファンドと債券ファンドの運用資産残高は213.0億ドルと、米国運用会社ランキングで58位であった¹⁴。

2009年末時点での運用する投資信託のアセットクラス別の内訳をみると、ヌヴィーンの場合には、地方債ファンドが株式ファンド・債券ファンドの合計の75.2%を占めており、

¹³ “Nuveen to buy First American Funds for \$80M,” *InvestmentNews*, 07/29/2010 参照。

¹⁴ モーニングスター・プリンシピアより算出。

依然として同社の運用事業の中核は地方債ファンドであるといえる¹⁵。他方、今回、買収する FAF アドバイザーズの場合は、株式ファンドと債券ファンドの合計の運用資産残高 164.6 億ドルのうち、株式ファンドが 99.9 億ドル、課税債ファンドが 40.2 億ドルと、それぞれ 60.6%・24.4%を占めている。このことを踏まえれば、ヌヴィーンと FAF アドバイザーズとの間で、アセットクラスの観点からは事業の重複は少ないと考えられる。そして実際、ヌヴィーンもこの点を、今回の M&A 案件の魅力の一つと主張している。

また、事業の統合により、ヌヴィーンの MMF を除く米国投資信託の運用残高は、単純合計ベースで 377.7 億ドルとなる。これにより、運用会社ランキングも、現在の 58 位から 37 位へと上昇し、規模の経済の追及による事業の効率化も期待できるものと思われる。

さらに、ヌヴィーンとしては、US バンコープの販売チャネルを活用することが可能となる点も、事業買収のメリットの一つとして挙げている。

ヌヴィーンは、FAF アドバイザーズの買収の対価として、US バンコープに対して、ヌヴィーンの株式 9.5%、および現金 8,000 万ドルを支払う。また、事業の統合作業は 2010 年末までに完了し、統合後は「ヌヴィーン」のブランド名を採用することを予定している¹⁶。

2. 金融規制強化の流れが資産運用業界の再編に与える影響

資産運用業界をめぐるのは、現在、グローバルに議論が進められている金融規制強化の動きが与える影響についても注目が集まっている。

特に、バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision）によって打ち出された銀行の自己資本規制に関する改革案では、ダブルギアリングに関して、連結対象外の金融機関に対する普通株式の出資が「重大な出資（significant investment）」と認められる場合、その出資を資本控除の対象とするとの規定が盛り込まれている。2010 年 7 月に公表された提案の中では、連結対象外の金融機関に対して、同社の発行済み株式の 10%超の出資を行っている場合を「重大な出資」とし、当該出資については、出資主体である銀行のコモン・エクイティの 10%を上回る額を資本控除の対象とする、とされている¹⁷。また、「重大な出資」、モーゲージ・サービシング権、および繰延税金資産の合計が銀行のコモン・エクイティの 15%を超える場合は、その超過分も資本控除の対象とされる。

この規制案に照らすと、ブラックロック（BlackRock）の発行済み株式の保有シェアが 33.8%にのぼるバンク・オブ・アメリカ、同 24.2%の PNC フィナンシャル（PNC Financial Services Group）、同 19.6%のバークレイズ（Barclays）においては、ブラックロックへの出資が「重大な出資」に該当し、同出資分の一部が、資本から控除されることとなる可能

¹⁵ ヌヴィーン、ないし地方債ファンドについて詳しくは、沼田優子・三宅裕樹「米国地方債ファンド市場の現状—民間資金を引き付ける市場インフラとしての可能性—」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年夏号参照。

¹⁶ Hillary Jackson, “Nuveen COO: FAF Deal Will Make US ‘Mega-Boutique’,” *Fund Action*, 07/29/2010 参照。

¹⁷ 同提案について詳しくは、小立敬「バーゼル委員会による新たな提案」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号参照。

性がある¹⁸。その場合、これら 3 社が、追加的に資金調達を行って資本を増強するか、あるいはブラックロックの持分を売却するとの判断を下す可能性が想定される。

市場では、現在の市場環境下においてはバンク・オブ・アメリカや PNC フィナンシャルなどが追加的に資金調達を行うことは難しく、ブラックロック株を売却するのではないかと、この見方が出てきている。報道では、バンク・オブ・アメリカはブラックロックに対する持分を非中核的な (non-core) ものと捉えており、全て、ないし一部を、政府系ファンド (Sovereign Wealth Fund, SWF) などに売却することを検討しているとの情報もある¹⁹。なお、ブラックロックの株価は、バーゼル銀行監督委員会が銀行規制強化案を最初に打ち出した 2009 年 12 月以降、下落傾向をたどっており、2010 年 8 月 19 日時点で 1 株あたり 147 ドルと、年初の同 236 ドルから 37% の下落となっている²⁰。

仮にバンク・オブ・アメリカなど 3 社が、公正価値ベースで総額 216.8 億ドルにのぼるブラックロック株を実際に売却した場合、①売却代金を彼らがどのような用途に充てるのか、②グループ傘下に資産運用会社を置かず、株式保有を通じて間接的に資産運用事業からの収入を確保するという途を選択していた彼らが今後、グループとして資産運用事業をどう位置づけていくのか、あるいはまた、③ブラックロックの新たな保有者構造がどのようなものとなるのか、などが注目される。

3. SEC によるターゲット・デイト・ファンド規制の改革提案

2010 年 6 月、SEC は、ターゲット・デイト・ファンド規制の改革案を公表した²¹。

ターゲット・デイト・ファンドとは、目標年 (ターゲット・デイト) に退職する投資家を念頭に、目標年に近づくにつれて株式から債券、ないしキャッシュなどの比重を徐々に大きくすることで、運用を保守化していく投資信託のことである。同ファンドは、401(k) プランにおいて、加入者である従業員が投資対象を明示的に選択しない場合に、その加入者からの拠出金の運用先として自動的に設定されるデフォルト商品として制度的に認められたという規制上の後押しもあって、米国の確定拠出型年金の分野で普及しつつある。

ただし、ターゲット・デイト・ファンドについては、目標年がファンド名に含まれていることが多いものの、その意味が必ずしも十分に投資家に理解されていないのではないか、という課題が、かねてより指摘されていた。すなわち、①目標年に投資家に十分な収入を支払うことを保証しているわけではないこと、②目標年時点においても、運用ポートフォ

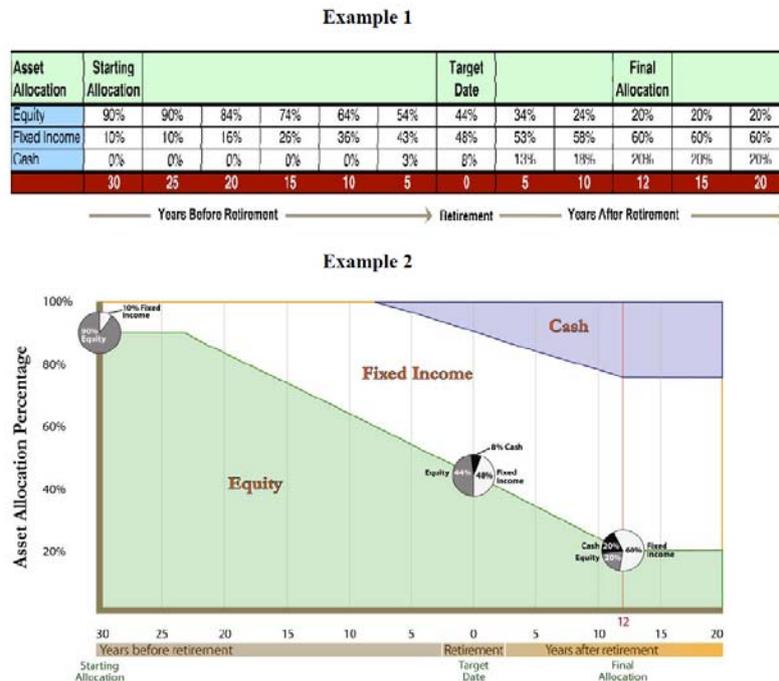
¹⁸ ブラックロックの発行済み普通株式、および優先株式の保有シェア。2010 年 6 月末時点。ブラックロックの財務資料参照。

¹⁹ Joe Rauch, "Analysis: BofA and PNC may divest BlackRock under Basel," *Reuters*, 08/03/2010、Jessica Toonkel, "Merrill Lynch brokers could benefit from sale of BofA's BlackRock stake, some contend," *InvestmentNews*, 08/16/2010、Sree Vidya Bhaktavatsalam, "BlackRock May Court Sovereign Wealth Funds as Banks Consider Selling Stake," *Bloomberg*, 08/16/2010 など参照。

²⁰ ブルームバーグ参照。

²¹ 今回の金融危機を受けて、現在進展するターゲット・デイト・ファンド規制改革をめぐる議論、およびその背景などについて詳しくは、野村亜紀子「米国のターゲット・イヤー・ファンド規制をめぐる議論」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2010 年冬号ウェブサイト掲載版参照。

図表9 SECが提案するターゲット・デイト・ファンドの運用ポートフォリオの変化
 についての説明図表案



(出所) SEC 資料より転載

リオは完全には保守化されておらず、それゆえ株式も一定含まれており、目標年以降もある程度の期間はポートフォリオの構成の調整が行われること、③目標年以降も運用による損失が生じる可能性はあること、といった点が、必ずしも投資家に十分に認知されていない、との指摘があった。さらに、運用ポートフォリオの構成は、目標年が同じであれば一義的に決定されるというものではなく、ファンド間で多様性がみられるが、この点についても全ての投資家が理解しているとはいえないとされていた。

そして、今回の金融危機によって市場のパフォーマンスが大きく変動すると、目標年が近く、それゆえに保守的な運用が行われていると考えられたターゲット・デイト・ファンドでも大幅な損失が生じたり、あるいは目標年が同じファンドの間でもパフォーマンスに大きな差が生じるといった事態が生まれ、先述の課題が実際に浮き彫りとなった。

今回の SEC による提案は、こうした背景を受けて打ち出されたものである。その内容のポイントは、以下の通りである。

- ① 目標年をファンドの名称に含むターゲット・デイト・ファンドについては、投資家などへの販売用資料に、運用ポートフォリオの構成を表示すること。
- ② 時間の経過とともに、運用ポートフォリオがどのように調整されるのかについて、販売用資料の中で目立つ形で図表を掲載すること（図表 9）。また、構成が時間の経過とともに調整されること、最終的に調整はいつの時点かで終了する旨とその終

了段階でのポートフォリオの構成、目標年からポートフォリオの調整終了時点までの年数、などを明らかにすること。その言及に続けて、先述の図表を掲載すること。

- ③ ターゲット・デイト・ファンドへの投資に際しては、投資家は自身のリスク許容度や個人的事情を考慮すべきことや、目標年以降も損失を被るリスクがあること、ポートフォリオの構成が当初の予定から変更される可能性がどの程度あるのか、といったことを、販売用資料に明記すること。
- ④ ターゲット・デイト・ファンドを含む投資信託について、例えば年齢や税制といった一つの要素だけに基づいてファンドの購入の適切性を強調したり、あるいは単純な投資プランであって、投資後のチェックがほとんど必要ないといった表現を用いて、投資家に誤解が生じうるような内容の販売用資料を用いてはならないこと。

4. SEC による手数料規制の改革提案

2010年7月、SECは、投資信託の手数料体系に関する規制改革案を公表した。

今回の提案では、12b-1 手数料と呼ばれる²²、投資信託の販売関連のサービスに対する対価として、投資信託の保有期間を通じて投資家が支払う手数料に関する規制が、主な対象とされている²³。12b-1 手数料は、販売業者を最終的な受取主体とする手数料である点では、投資信託の販売時に課される販売手数料と同じ性格のものであるが、支払いのタイミングが投資信託の販売後であり、投資家の保有する資産から差し引かれていくという点で異なっている。ただし、多くの投資家にとっては、こうした 12b-1 手数料の性格が必ずしも正確には理解されていない、という課題がかねてより指摘されており、SECもこの点の改善を図るべく、検討を進めていた。

今回の SEC による規制改革案のポイントは、以下の通りである。

- ① 投資信託の保有期間を通じて課される、販売関連サービスの手数料について、上限を設定する。現状でも、金融取引業規制機構（Financial Industry Regulatory Authority, FINRA）の規制により、12b-1 手数料の上限は年間 75bp（ベース・ポイント、1bp = 0.01%）とされているが、投資家が投資信託を購入してから最終的に換金し、資金を引き出すまでの期間に投資家が負担する総額についての上限は設定されていない。今回の提案では、この負担総額の上限を、前払いの販売手数料のみが課されているシェアクラスにおける販売手数料の最大値に設定する、としている。
- ② 販売関連サービスの手数料について、情報開示を強化する。投資信託の保有期間を通じて課されるあらゆる販売関連サービスの手数料について、目論見書や年次報告書などで明確に開示することを要求する。また、取引確認書においては、同手数料の総額を示すことも求める。

²² 1940年投資会社法（Investment Company Act of 1940）規則 12b-1 に基づく手数料であるゆえ、こう称される。

²³ 米国投資信託の手数料体系について詳しくは、野村亜紀子「米国の投信手数料体系の多様性について」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2006年夏号参照。

- ③ 投資信託の販売業者が、独自に販売関連サービスの手数料について、その体系や水準を設定することを認める。
- ④ 投資信託の販売に関する費用の支出について、現行規制では、ファンドの取締役会が、事前に策定された計画を承認すること、および毎年その内容を再承認することを義務付けているが、同規定を廃止する²⁴。

5. SECによる投資信託の運用におけるデリバティブの活用に関する調査

2010年3月、SECは、投資信託やETFなどの運用におけるデリバティブの活用状況について調査を実施している旨を明らかにした。報道によれば、同調査は2009年の秋頃より行われてきたものであり、SECは、必要に応じて新たな規制を作成する、ないし現行規制を改正することも念頭に置いている模様である²⁵。

SECは、同調査における具体的な問題意識として、①デリバティブの活用に関する現在の市場慣行が、1940年投資会社法（the Investment Company Act of 1940）の規定に適ったものであるか、②特にレバレッジをかけてリターンを追求しようとするような種のデリバティブに大きく依存したファンドが、十分なリスク管理等を行っているか、③ファンドの取締役会がデリバティブの活用について適切な監視を行っているか、④現行の規制が、ファンドのデリバティブの保有に関連する価格や流動性を適切に評価するといった課題に十分に対応しているか、⑤現在、作成されている目論見書が、ファンドの運用においてデリバティブが活用されることに伴って生じるリスクについて、情報を十分に開示しているか、⑥ファンドの運用におけるデリバティブの活用について、特別な報告義務を課すべきか、という6点を挙げている。

さらに、SECは2010年7月に、この調査の一環として、デリバティブの活用に関する情報開示のあり方に関する文書をICI宛に送付した。その内容は、目論見書や年次報告書などにおける、ファンドの運用に際してのデリバティブの活用方針や実際の活用状況、あるいはそれに伴うリスクについての情報開示の方法に課題があるとして、具体的な改善策を検討し、必要に応じて実施するよう、ICIに加盟する運用会社に促すものとなっている。

SECが今回、このような調査を実施している背景には、①そもそも1940年の法律作成時点には想定されていなかったデリバティブの活用が、投資信託などの運用において一般的になってきたことに加えて、②レバレッジETFのように、デリバティブを積極的に活用して高リスク・高リターンの運用手法を採るファンドが登場し、個人投資家などからの人気を集めていることに対する規制当局の懸念があるものと考えられる²⁶。特に、②に関しては、SECは、2009年8月にFINRAと連名で、個人投資家向けに、レバレッジETFへの

²⁴ 米国では、投資信託は一般に会社型の形態を採っている。ここでの「ファンドの取締役会」とは、「投資会社（investment company）」としてのファンドの取締役会のことを指す。

²⁵ “Fund Derivatives In Hot Seat In Washington,” *Fund Action*, 03/29/2010 など参照。

²⁶ レバレッジETF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 一算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。

投資に伴うリスクについての理解を促す警告文書を公表していた。今回の調査は、対象を投資信託、およびETF全体としており、ファンドの運用に際してのデリバティブの活用のあり方を、より包括的に、かつ必要に応じて制度改革の実施も視野に入れて、検討しようとするものと考えられる。

なお、現段階では、報告書の作成や制度改正案、ないし新たな制度の提案に関するスケジュールなどは、SECからは特に示されていない。