



Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治

ワシントン駐在員事務所 所長

(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp

ワシントン情報 (2006 / No.018)

2006年3月23日

巨大投資サービス産業、米国ミューチュアルファンド業界の現状

米国のミューチュアルファンドは残高で 8.1 兆ドル (930 兆円) と、世界の投信残高 16.1 兆ドルの半分を占める (2004 年 12 月時点)。しかし、近年における様々な不正取引事件の発覚、それに対する監督当局の規制強化、競争激化による手数料率の低下などの事態に直面し、同業界では 1990 年代の目覚ましい勢いに陰りが見られ始めている。WSJ 紙 (2 月 14 日付) は Merrill Lynch 社の投資運用部門売却について、同社が「ファンド運用事業から撤退する銀行、証券、保険業者の一群に加わった」と報道。大手シンクタンク American Enterprise Institute (AEI) は 15 日、「ミューチュアルファンド業界の経済学」と題するシンポジウムを開催した。同講演会の内容を中心に、米国における同業界の現状について報告する。

【大手金融機関によるミューチュアルファンド事業の売却】

Merrill Lynch 社は先月 15 日、同社投資運用部門 Merrill Lynch Investment Managers (MLIM) を大手ミューチュアルファンド BlackRock 社に売却すると発表した。売却される投資運用部門株式の 49.8% は Merrill Lynch の手に残るが、同部門の運用は事実上 BlackRock 社に手渡される。昨年末には CitiGroup 社がその投資運用部門 Citigroup Asset Management をミューチュアルファンド Legg Mason 社に売却。昨年 6 月には AmSouth Bancorp がその投資運用部門を Pioneer Investments に売却した。2 月 14 日付 WSJ 紙は、ミューチュアルファンド業界の競争激化、業界規制の強化、およびヘッジファンドとの競合などが、金融機関が同事業から得る収益を圧迫していると報道した。

【業界の概況：競争の激化から手数料率が低下】

米国投資信託協会 (Investment Company Institute : ICI) の Paul Schott Stevens 会長によると、米国ミューチュアルファンド業界の大きな特徴はその競争環境の激しさにある。今日米国におけるミューチュアルファンドの総数は 8,000 強、ファンド管理会社数は 500 強を数える。他を圧倒する影響力を保持する会社は一つとしてなく、上位 10 社の資産が業界全体に占める割合は 2005 年の時点で 48%。上位 5 社の資産シェアは 37% に過ぎない。これを日本の投資信託業界と比べると、日本では上位 5 社が 65.3%、同 10 社が 77.4% の資産シェアを占めており (日本投資信託協会、2006 年 2 月時点)、米国に比較して相対的に寡占的であることが分かる。

市場構造の寡占性を計測する HHI 指標で見た場合、同業界の指数値 416 は寡占市場構造の閾値 1000 を大きく下回り、例えばリテール銀行業界の指数値 1975 とは対照的である (図表 1-B 参照)。ミューチュアルファンド業界の市場参入に対する障壁は比較的 low、毎年多くのファ



ンドが創設されては解体される。同業界全体の顧客ベースは 9000 万人、世帯数で 5000 万と裾野が広い。提供商品の多様性、商品情報の充実など、同業界の環境は極めて競争的であると Stevens 氏は指摘する。

図表 1：ミューチュアルファンド業界の市場寡占度

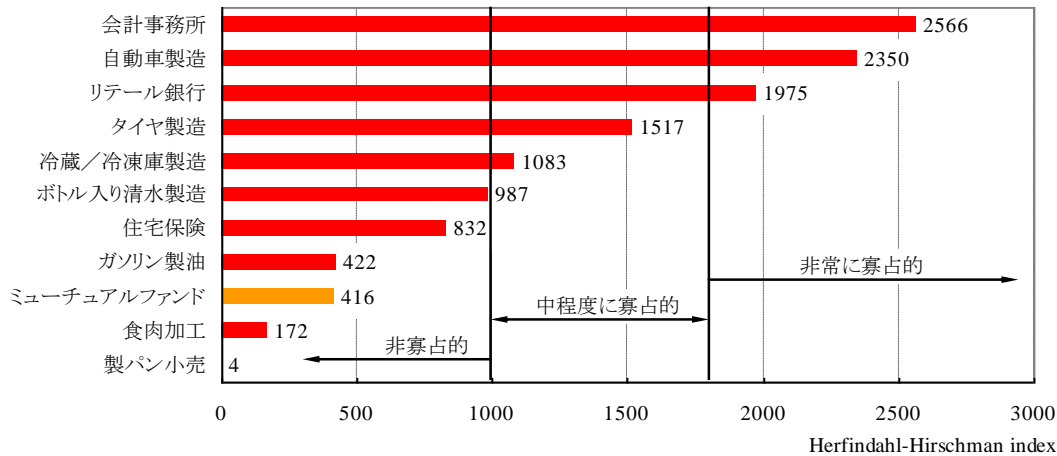
A) ミューチュアルファンド会社の資産シェアの趨勢 (単位：%)

	1990	1995	2000	2003	2004	2005
上位 5 社	34	34	32	33	36	37
上位 10 社	53	47	46	46	47	48
上位 25 社	75	70	74	72	71	71

* 変動年金ファンドを含む。

B) 各種業界の寡占度比較 (Herfindahl-Hirschman index¹)

各種業界の市場寡占度比較 (HHI)



出典：Investment Company Institute

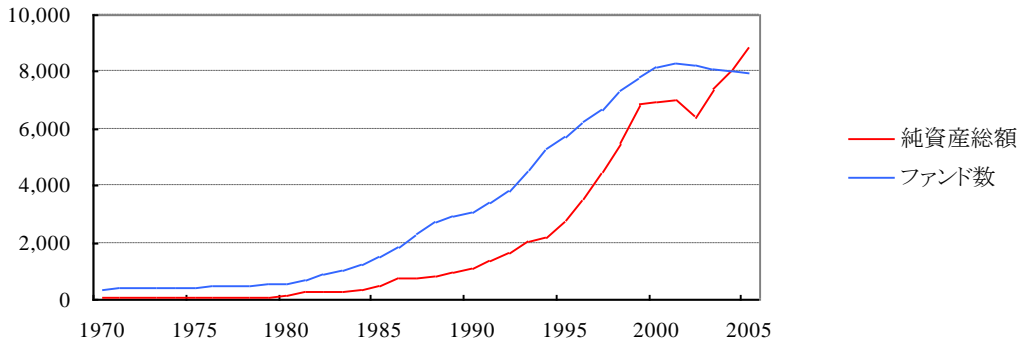
資産価格の変動に影響されるミューチュアルファンドの純資産は、IT バブル崩壊後の 2000 年以降の減少から抜け出し、右肩上がりの成長基調に回復している。しかし、ファンド数で見た場合、ミューチュアルファンドは 2001 年のピークから若干減少して、その後は横ばいである。運用資産別に見た場合、各種ファンドの市場シェアは過去 20 年を通じて大きく変化した。1908 年代前半に大きなシェアを占めたマネー・マーケット・ファンド (MMF) の純資産は 1984 年の 63%から 2005 年には 23%に低下。対照的に、株式ファンドは特に 1990 年代以降著しく成長し、その市場シェアを 1984 年の 22%から 2005 年の 56%に伸ばした。ファンド数で見ても、株式ファンドは 1990 年代後半に大きく伸張。競争環境の激化を反映し、株式ファンド運用手数料の投信残高に対する比率は年々低下、その加重平均は 1980 年の 232bp から 2004 年には 119bp に半減した。

¹ Herfindahl-Hirschman index：各市場参加企業のシェア (%) の二乗を合計して算出する。一般に、HHI 指数が 1000 未満の場合には「非寡占的」、1000~1800 の場合には「中程度に寡占的」、1800 以上の場合には「寡占的」と考えられている。

図表2：ミューチュアルファンド業界の趨勢

純資産(10億ドル)
並びにファンド数

ミューチュアルファンド業界全体

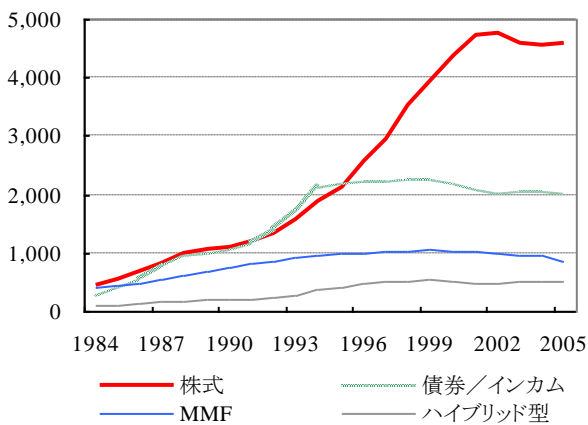
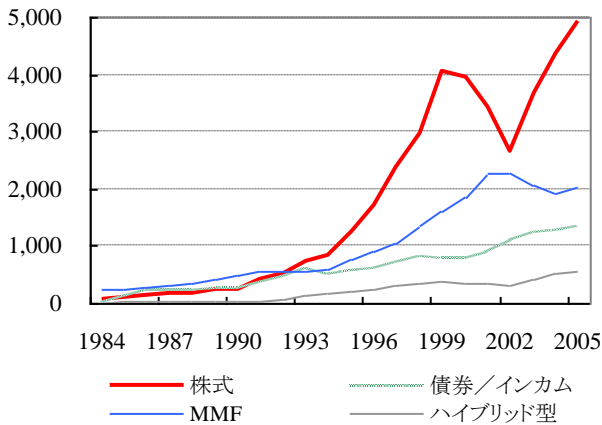


10億ドル

純資産総額内訳

ファンド数

ファンド数内訳

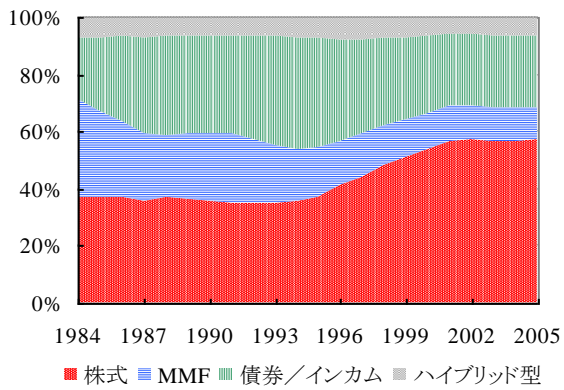
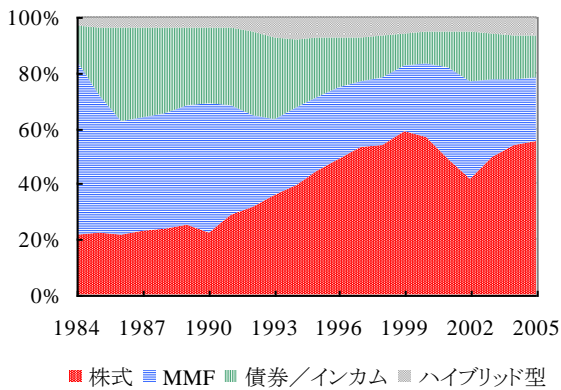


全体比

各種純資産総額シェア

全体比

各種ファンド数シェア



出典：Investment Company Institute

【ミューチュアルファンド業界の淘汰、再編】

ミューチュアルファンド MFS Investment Management 社の Robert C. Pozen 会長によると、1990年代にファンド運営業者間の M&A、統合を促してきた理由としては、取扱商品の拡充、純資産の拡大、資産運用の一括管理などを挙げることができる。従来、銀行、証券業者、保険業者

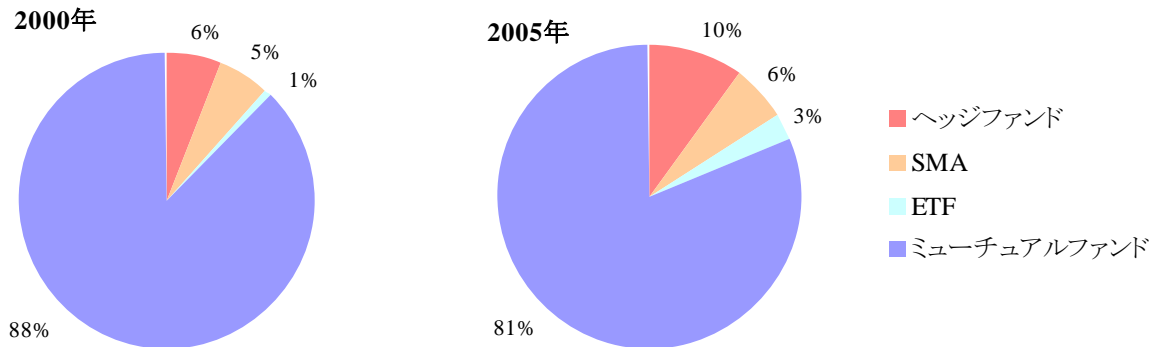


などの金融機関によるミューチュアルファンド買収の動機としては、①顧客に提供する登録商標ファンドの拡大、②安定した収入源の獲得、③高収益性などが働いていた。金融のグローバル化を背景に、金融機関は、海外投資ファンドの買収にも積極的に動いた。

しかし、近年は海外ファンド買収の収益性が疑問視されるようになり、国内での動向にも変化が見られると Pozen 氏は指摘。以下の3項目に言及した。

1. 提携ファンド以外のファンドへの投資を認める“open architecture”の拡大：投資家の選択肢多様化の要望に伴い、効率性の観点からは一社運用のプラットフォームを望む年金プランも資産選択肢に“best in class”を加えるようになった。
2. ミューチュアルファンド規制強化に伴う収益性の圧迫：Eliot Spitzer NY 州司法長官のミューチュアルファンド不正取引摘発捜査に端を発し、業界に対する規制はここ数年を通じて強化された。登録商標ファンド販売に対する特別報酬は顧客の利益を無視して特定ファンドの販売を助長するものとして禁止。ブローカーへの販売報酬等に関する情報開示の強化も求められている。結果的にファンドの規制遵守コストが上昇し、インデックスファンドの価格競争激化など共に、ファンドの収益性に大きな下方圧力をかけている。
3. 代替投資運用機関からの競争圧力：ヘッジファンド、個別管理口座（SMA）、上場投資信託（ETF）などの代替投資運用手段は、近年急速にその資産規模を拡大。2000年から2005年の5年間における資産成長率は、ミューチュアルファンドの28%に対し、ヘッジファンド126%、SMA55%、ETF356%と報告されている。

図表3：各投資運用資産の市場シェア（各種投資運用資産の合計を100とする）



出典：MSF Investment Management, “Asset Management Industry: Mergers and Acquisition Trends”

こうした傾向は個別ミューチュアルファンドを傘下に組み込む経営動機を減退させ、結果的に Citigroup や Merrill Lynch のような大手金融機関による投資運用部門売却をもたらした。15日のシンポジウムに在席した Citigroup Global Wealth Management の Michael J. Sharp 顧問は、同社による投資運用部門売却の背景にはファンドビジネスの流れで最も収益性の高いファンド販売に集中するのが得策であるという経営判断が働いたと述べている。

【曖昧化するミューチュアルファンドとヘッジファンドの相違】

2月25日付 Economist 誌はミューチュアルファンド業界に関する記事を掲載し、最近では一部



のファンドがヘッジファンドの投資運用手法を用い始めたと伝えた。米国ミューチュアルファンドは株式空売りの制限などより厳しい運用規制の適用対象になっているが、ヘッジファンドとの競合に伴い、最近ではデリバティブの使用や株式の空売りといったヘッジファンド特有の投資運用戦略を限定的に用いるファンドも現れ始めたと言う。Robert Dorsey氏は一方において、ヘッジファンド運用管理者に対するSEC登録が義務付けられた2004年10月以降、ミューチュアルファンド創設の話を持ちかけて来たヘッジファンドのマネージャーが何人もいると述べている。ファンド・オブ・ファンズの広がりにより、最近ではヘッジファンドにも小口、中口の一般投資家の資金が流れ込むようになって来た。ミューチュアルファンドとヘッジファンドの実態的な相違、境界線が不鮮明になる傾向にあるとも言える。

【リスク分散資産としてのミューチュアルファンドの本来の利点】

業界の成長性に陰りが出てきたとは言え、米国のミューチュアルファンドは純資産総額8.1兆ドル(930兆円)の規模に及び、ミドルクラスの家計でも銀行預金と同じような感覚でミューチュアルファンドを保有している。小口の投資金額でもリスク分散されたポートフォリオの保有が可能となる点がミューチュアルファンドの本来の利点である。実際米国でも家計の株式直接保有の総金融資産に対する比率は、高額所得層ほど高い。これは株式保有が高リスク性資産として、リスク許容度の高い高額所得層中心に保有されていることを意味する。一方で、家計のミューチュアルファンドの保有比率(総金融資産に占める保有比率)を見ると、所得の中下層から高額所得層まで所得水準にあまり関係なくミューチュアルファンドが保有されている。

日本の投資信託は残高が回復してきたとは言えまだ純資産総額56兆円でしかない。日米間の名目GDPの比率、1対2.7を考えれば、日本の投資信託は、長期保有・リスク分散資産としての正しい理解と販売が広がれば、今後更に大きく成長する可能性を秘めていると思われる。

(担当：前田武史)

(e-mail address : tmaeda@us.mufg.jp)

以下の当行ホームページで過去20件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できるとされる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。