視　点

カネの流れがゲームを変える(3)
――クローズドエンド型投資信託――

客員研究官（群馬大学社会情報学部助教授）　寺石　雅英

昨年12月に施行された「金融システム改革のための関連法律の整備等に関する法律（金融システム改革法）」に基づく投資信託制度改革により、わが国でも「会社型投資信託」の設定が可能となりました。これによって、今後の普及が期待されるのが、わが国にはこれまでほとんど存在しなかった「クローズドエンド型投資信託」です。今回はこのクローズドエンド型投資信託の普及が、企業を取り巻くカネの流れにいかなる影響をもたらすのかについて考えることにします。

会社型投資信託の導入

投資信託は、ファンドの設立形態から、契約型投資信託と会社型投資信託の２種類に分類されます。契約型の場合、投資信託は委託会社（投資信託会社）と受託会社（信託銀行）の間の信託契約によって設定され、投資家は受益者という立場で委託会社に資産運用を委ねることになります。一方の会社型は、ファンド自体が株式会社形態をとるもので、投資家はその会社の株主（投資金額＝株式購入金額）という立場になります。

日本国内の投資信託に関しては、これまで契約型投信のみが認められてきたのですが、多くの国では契約型と会社型の両形態が併存するのが普通です。また、アメリカのミューチュアル・ファンド、イギリスのインベストメント・トラスト、フランスのSICAVなど、どちらかというと会社型投信の方が世界の主流だといっても良いかも知れません。このたびの投資信託制度改革でこの会社型投信が導入されたことで、日本の投資信託制度も国際的な標準パターンに近づいてきたわけです。

ただ、わが国の場合は、商法上の株式会社形態をとる投資信託を認めるという形ではなく、「証券投資法人」という特別な法人制度を新規に創設するという形での制度改革が行われました。したがって、株式会社の株式に相当するものが証券投資法人では「出資口」、株主が「投資主」、株主総会が「投資主総会」、取締役が「執行役員」、監査役が「監督役員」、取締役会が「役員会」などと呼ばれることになるのですが、基本的には欧米の会社型投信とほぼ同様の仕組みが作られたと考えて差し支えないでしょう（読者にとって、証券投資法人制度上の用語はまだ馴染みが薄いと思いますので、本稿では株式会社制度を前提とした用語を用いることにします）。

会社型投信においては、投資家は株主権を有していることから、株主総会や取締役会というコーポレート・ガバナンスの枠組みを通じてファンドの運営に参加することができたり、またファンド運用者側も、株主の同意を得ることによって運用方針を柔軟に変更できるなどの利点が存在します。そしてさらに、最も重要な波及効果として挙げられるのが、以下に述べるように、クローズドエンド型投資信託の設定が円滑になるという点です。

クローズドエンド型投資信託の普及

投資信託は、契約型か会社型かの分類以外に、発行証券(受益証券)の買戻しをするか否かによって、オープンエンド型投資信託とクローズドエンド型投資信託に分類されます。オープンエンド型とは、現在の投資家に対して、発行証券をいつでもその時点の純資産価値（基準価格）で買戻すタイプのものです。これは、契約型投信の場合は解約を、会社型投信の場合は減資を意味することになります。

一方、クローズドエンド型とは、発行証券の買戻しには応じないタイプの投資信託です。投資家が発行証券の換金を望む場合には、流通市場でこれを転売しなければなりません。そのため、クローズドエンド型投信の発行証券は、証券取引所や店頭市場に上場もしくは登録されるのが通常です。

従来わが国で設定されてきた投資信託は、ほんのわずかの例を除いてはすべてオープンエンド型のものです。ところが、今回初めて会社型投信が認められたことで、クローズドエンド型投信が設定されやすい環境が整ったことになります。むろん、クローズドエンド型投信は必ずしも会社型の形態を採らなければならないわけではありません（現に全国８取引所に上場されている「日経300株価指数連動型上場投信」は、クローズドエンド型投信でありながら契約型の形態を採っています)。ただ、クローズド型投信は、証券市場で他の株式と同様に取引されることから、それとの整合性という観点でも会社型の形態を採るほうが自然ですし、また、投資資金が半永久的に固定化されることで、その間に運用方針の変更の必要性が生ずる可能性が高いことから、コーポレート・ガバナンスの枠組みを通じて投資家の同意を得る道が用意されている会社型投信の方が理にかなっているわけです。海外の例でも、オープンエンド型投信の場合は、契約型と会社型のいずれもが存在するのですが、クローズドエンド型投信の場合は、ほとんどが会社型の形態を採っており契約型はきわめて稀であることも、このことを物語っていると言えるでしょう。このように会社型投信の解禁は、クローズドエンド型投信を普及させる一つのきっかけとなることは間違いなさそうです。

クローズドエンド型投資信託の長短

クローズドエンド型投信の価格は、マーケットの需給関係によって決まるため、ファンドの純資産価値とは直接リンクしていません。プレミアム付きで売買される場合もあれば、ディスカウントで売買される場合もあるわけです。アメリカにおける価格動向をみると、新規公開や増資の段階ではプレミアム付きで売買され、その後数ヵ月を経過するとディスカウントになるというパターンが多いようです。平均的なディスカウント幅は、10%とも20%とも言われます（時としてディスカウント幅は50%以上になることさえあります)。

クローズドエンド型投信の最大のデメリットは、このディスカウントの発生にあると考えられます。純資産価値と買戻し価格が連動しているオープンエンド型投信の価格変動リスクは、純資産価値の変動リスクのみによって規定されるわけですが、クローズドエンド型投信はそれに加えてディスカウント幅の変動リスクをも抱えることになるわけです（逆に考えれば、クローズドエンド型には、ディスカウント幅の縮小のタイミングをうまく捉えるという、オープンエンド型にはない投資妙味が存在することになるのですが)。常識的に考えれば、ディスカウント幅が大きくなれば、ファンドを構成する銘柄群とファンドの間に裁定取引のチャンスが発生し、市場価格は純資産価値の近辺に収束するはずです。しかし、カラ売りの余地が制度的に限られていることや、ディスカウント幅

の一層の拡大による追い証リスクが排除できないことなどにより、ディスカウント状態は放置されたままになることが多いのです。

これに対して、次にあげるクローズドエンド型投信の二つのメリットは、ファンドからの資金の流出入がまったく生じないという「資金の安定性」に由来するものです。

第１のメリットは、長期的な観点に立っての資金運用が可能だということです。オープンエンド型投信では、投資家のファンド解約（買戻し請求）は相場のボトム圏に、新規設定は相場のピーク時にそれぞれ集中する傾向にあります。ファンドマネジャーはそれとはまったく逆に、「安ければ買い、高ければ売り」という投資スタンスを持っているのが普通ですので、オープンエンド型の場合、ファンドマネジャーは自らの意思とは反対の行動を強いられることになるわけです。これを回避するためには、解約（買戻し請求）に備えて、キャッシュポジションをつねに高めておく必要がありますが、そうなると今度はフル投資ができにくくなり、運用効率の低下を招くこととなってしまいます。買戻しには応じないクローズドエンド型の場合には、こうした投資家の行動特性とは独立にポートフォリオを構築することができるのです。

クローズドエンド型投信の第２のメリットは、流動性の小さい証券への投資に向いているということです。オープンエンド型投信が流動性の小さい証券を組み込むことは事実上不可能です。解約や新規設定の際、自らの売り注文、買い注文によって価格が大きく乱高下し、その結果ポートフォリオを痛めてしまう危険性があるからです。その点クローズドエンド型の場合は、投資家の都合でポートフォリオを組み替える必要がありませんので、流動性の小さい証券へ投資には最適ということになります。たとえば、海外で発行されているエマージング・マーケットを投資対象とするファンドのほとんどは、クローズドエンド型となっています。これは、エマージング・マーケットが投資家の巨大な需給を吸収できるほどの流動性を持つには至っていないことによるものです。

低流動性証券の受け皿

ここまでくると、本シリーズの第１回、第２回をお読みになった方には、この後の論理の展開がある程度見えてきたはずです。そうです。クローズドエンド型投信も、「未公開株市場」や「証券化」と同様に、中小企業、ベンチャー企業、地方企業など、これまで資金が供給されにくかった企業セクターに、資金が流れ込む道筋を新たに作り上げることになるのです。

従来のようにオープンエンド型投信のみしか存在しなかった時代においては、発行株数の小さい企業やオープンな流通市場を持たない企業の株式が、投資信託の対象銘柄になることはあまりありませんでした。前述の通り、投資家の解約や新規設定による売り買いを吸収していくことはほとんど不可能だったからです。ところが、今後クローズドエンド型投信が普及すれば、こうした株式もファンドに組み込んでいくことが十分可能となります。また、クローズドエンド型の性格を考えれば、株式ばかりでなく、転換社債やワラント債も投資対象とすることが可能なはずです。さらには、証券化のプロセスを経て発行された受益証券（アセットバック証券）も、投資対象となりうるわけです。このように考えると、クローズド型投信は、未公開株市場や証券化と同列に位置づけられるというより、未公開株市場で取引される株式や証券化によって発行される受益証券の受け皿として機能することで、中小・ベンチャー企業や地方企業と大衆資本を結びつける資金ルートをより堅固にする存在として理解すべきかも知れません。

周知の通り、アメリカにおいては、投資信託

（特にミューチュアルファンド）は一つのインダストリーとして、金融・証券システムの中に独自の地位を築いています。一方、わが国の投資信託に対して多くの人々が抱くイメージと言えば、せいぜい「証券業の中のマイナーな一部門」というぐらいのものでしょう。とは言うものの、証券市場を取り巻く環境の変化を考えれば、今後投資信託が個人資産形成の一つの柱となっていくことはまず間違いなさそうです。

今から思えば、バブル崩壊以前のわが国の証券市場においては、本来的に投資信託の必要性はきわめて小さかったと言うことができます。相場が常に右肩上がりのトレンドを形成しているのならば、素人が自分で運用しても、プロが運用しても、結果はほとんど変わらないからです（むしろ運用報酬や手数料を引かれる分だけ、投資信託の方がパフォーマンスが悪くなるかも知れません）。ところが、これからの時代は違います。80年代までのような何十年間も継続するような株価上昇トレンドを期待することはまずできません。山あり谷ありというゼロサム状態の中で、いかにうまくタイミングや機会を捉えるかが勝敗を決すると言っても良いでしょう。また、デリバティブ関連を中心として、個人投資家にはあまり馴染みのなかった金融商品が次々と登場し、投資手法の高度化もハイスピードで進行しています。こうなってくると、専門家の運用技術・ノウハウや情報収集・分析能力が効果を発揮してくることになります。さらに、ファンドを経由すれば、個人の資産規模では実現できなかった規模の経済性やリスク分散効果も享受できるため、投資信託は個人投資家の主要な投資選択肢となることは十分に予想されるわけです。むろん、最近盛んに議論が行われている確定拠出型企業年金の台頭も、投資信託に追い風となることは言うまでもありません。こうして国民生活に投資信託が根づいてくれれば、今回のテーマであるクローズドエンド型投信の普及も加速し、それにつれて中小・ベンチャー企業や地方企業への資金ルートも確実に太くなっていくはずなのです。

以上、３回シリーズを通じて、新たなカネの流れを生み出すことで企業間の力関係を変化させるという、日本版ビッグバンの一側面に焦点を合わせてきました。ここで注意しなければならないのは、これまで述べてきたのは、中小・ベンチャー企業や地方企業に資金が流れ込むルートができつつあるということであって、そこに実際に資金が流れていくのかどうかは、個々の企業の将来的な収益獲得能力にかかっているということです。企業間もしくは企業群間における資金調達能力の格差は、企業の収益獲得能力の違いに基づく部分と、制度的・構造的な要因に起因する部分とに分けられます。規制緩和や制度改革によって除去することができるのは、あくまで後者の部分のみであって、前者のしがらみを脱することができないのは、市場原理の下で企業活動が営まれている以上当然のことです。したがって、未公開株市場、証券化、クローズドエンド型投資信託等の登場によって期待されるのは、「実力があっても資金調達が制約される時代から、実力に応じた資金調達が可能な時代へ」の転換です。このルール変更がゲームのゆくえに大きな影響を及ぼすであろうことは、想像に難くないでしょう。