



投資信託のリスク管理の土台となる情報開示¹

季 冬生[※]

要 約

1. 情報開示の問題は、金融取引に関わるリスクを左右する根本的要素である。1997 年のアジア通貨危機でも、2007 年に発生した米国のサブプライムローン危機でも、情報開示の不足が、危機により発生する損失の不確実性を高め、事態を悪化させた。
2. 証券投資信託においても、有効な情報開示が危機管理の基本である。中国でも基金管理会社（運用会社）による上海電力の転換社債の権利行使失念事件などが起きており、投資家からの信頼を失墜しているケースもある。かかる重大事件の場合でも、積極的な情報開示を図り、投資家の利益保護に努力している基金管理会社もある。
3. 証券投資信託の有効な情報開示を推進するためには、①監督当局や基金管理会社による投資家教育、②重大事件をめぐる情報開示への監督当局による指導の強化、③情報開示に関する法規制の整備、が必要である。最終的には、証券投資信託が機関投資家として上場会社のガバナンスに関与し、証券市場の健全な発展を促すことが理想である。

1. はじめに

上海電力の転換社債をめぐる事務のミス²が取り沙汰されていた一部の投資信託は、2007 年第 3 四半期（7～9 月期）報告でようやく情報を開示した。関係する投資信託のファンドマネジャーが謝罪し、この「投資信託転換社債事件」には一応の終止符が打たれた。しかし、同事件に関するメディアの追跡報道に対し、投資信託業界は当初沈黙を保っていた。また同時期（2007 年 9 月上旬以降）、欧米の複数のヘッジファンドがサブプライムローンの影響を受けて解約手続きを一時停止したために恐慌が起こり、英国の銀行ノーザンロックでは取り付け騒ぎにまで発展した。こうした事件を見ると、中国の基金管理会社（運用会社）の危機管理に対しても懸念を払拭することができない。万一バブルが崩壊した場合、基金管理会社は「解約の一時停止」という切り札で市場心理を沈静化させ、投資信託の存亡の危機を乗り切ることはできるのだろうか。

¹ 本稿は、中国人民大学金融証券研究所編『資本市場評論』2007 年第 11 期掲載の「投資信託のリスク管理の土台となる情報開示」を邦訳したものである。なお翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

² 上海電力の転換社債を購入していた一部の投資信託が、転換請求期間を失念していたため、上海電力によって強制償還され、売却していた場合の価格と比較して損失（合計 2,200 万元）が発生した事件。文中で後述（以上、記者注）。

※ 季冬生 中国人民大学財政金融学院 教授

Ⅱ、金融危機を助長する情報開示の問題

情報開示の問題とは、情報の不完全性や非対称性などを総合的に指すものであり、逆選択やモラルハザードの原因となるなど多くの危険をはらんでいる。金融取引においては、すでに確定した情報もあるものの、将来についての不確定な情報も考慮する必要がある。したがって、情報開示の問題は避けて通ることはできない。しかもこの問題は、金融取引に関わるリスクを左右する根本的要素であり、しばしば金融危機の発生を助長する。金融システムが情報開示の問題を解決する道は、各種の制度的措置によって情報を開示する必要性そのものを弱めるか、あるいは有効な情報の提供を増やすことである。金融取引のプロセスとは、このような情報開示の問題に対応するプロセスでもある。

世界銀行は、1997 年のアジア通貨危機の際、不十分な情報開示は資本市場の危機を引き起こし、悪化を招くと指摘した。東南アジアの国や地域では、多くの企業の会計状況は不透明で、監督当局は銀行の資産・負債状況についても十分な情報を得ていなかった。当該国や地域の外貨準備高の正確な額さえ、市場参加者に開示されていなかった。透明性や情報が常に不足しており、外国の投資家は「どの企業・銀行、引いてはどの国・地域が危機を乗り越えることができるか見通しが立たなかったために、すべてを諦めざるを得なかった。危機を受けて大量の資金が引き揚げられ、資産価格が軒並み下落した。危機の影響を最も強く受けた国では、逆流した資金の総額が 1,000 億ドルを超え、GDP の 10% にも達した。資産価格の下落がパニックを激化させ、債務者の担保価値や収益力が低下し、一部の投資家が資産売却を余儀なくされる頃には、資産価格がさらに下落していた。これは、金融危機の典型的なモデルである」と述べている³。

米国のサブプライムローンを発端とする今の市場のパニック心理の蔓延も、情報開示の問題が引き起こしたものである。

サブプライムローンのリスク情報の分解は、個別のリスクの移転や分散に役立っているものの、リスク情報が真実であるかどうか判断のつきにくい状況の中で、むしろ全体のリスクは密かに高まっていた。サブプライムローン市場の急拡大は、サブプライムローン派生商品市場の活況に起因する。投資銀行は、サブプライムローンを信用度合いに応じて分割し、パッケージ化した派生商品を生み出すことでサブプライムローン自体の高いリスクが分散され、同ローンの相当部分が従来の安全志向の投資家（保険会社、年金基金、商業銀行）の投資対象となった。サブプライムローン派生商品を選ぶ投資家が多くなり流動性が高まることで、さらにサブプライムローン商品自体へのニーズが高まったため、サブプライムローンを提供する金融機関は住宅購入者への信用条件を引き下げた。このことが、範囲・程度の両面で、実は住宅ローン自体の信用リスクを高めたのである。

サブプライムローン危機の発生後、情報不足によるパニック心理が世界市場に蔓延した。サブプライムローン派生商品には一本化された取引システムがなく、市場にはサブプライムローン派生商品やその規模に関する全体的な統計データがなかったため、危機による損失がどれほどの規模になるのか確証が得られなかった。一方で、ヘッジファンドなどレバレッジ効果の高い業務を行う機関のレバレッジ取引についても、市場は全体的なリスクがどの程度顕在化するのか正確に予測できなかった。サブプライムローン危機が欧米以外の国や地域の金融市場にまでパニックを

³ 世界銀行『世界発展報告 1998/99』および『知識と発展』中国財政経済出版社、1999 年、p82

もたらしたのは、金融のグローバル化が進む中、損失を受けた欧米金融機関の海外投資にどの程度の影響が及ぶかを、人々が十分に知ることができなかったこととも関係がある。さらに、自国の金融機関が直接的あるいは間接的にサブプライムローン危機に巻き込まれることに対する懸念や、単なる心理的な予想も危機の原因の一つとなっている。

Ⅲ、情報管理は投資信託のリスク管理の基本

証券投資信託は「他者からの委託を受け、他者に代わって資産を運用する」という、資産運用契約の形を取っている。このため、投資信託の保有者（投資家）がアクセスできる運用情報は十分ではない上に範囲も狭いこと、また基金会社との間に情報格差があることは客観的事実である。投資家が投資信託を選ぶ決め手となるのが、ファンドマネジャーに対する信頼感である。

株価の大暴落や危機が起これば、投資信託の純資産価額は軒並み下落し続ける。しかし、成熟した市場であれば、投資家が資金を引き揚げるとは限らない。多数の解約が投資信託に対する壊滅的打撃になりうるかどうかは、①ファンドマネジャーが投資家と積極的な意思疎通を図り、理解を得ているか、②投資家が市場環境の全体像やファンドマネジャーの実績を客観的に把握できているか——に左右される。これらの基礎になるのが、金融市場や投資信託が有効な情報開示により培ってきた透明性や信用である。このため、有効な情報開示は危機そのものの防止にはならないが、市場のパニック心理の沈静化や、事態の悪化の回避においては決定的な意味を持つ。有効な情報開示こそ、証券投資信託の危機管理の基本なのである。

有効な情報開示が行われることによって、情報開示制度の枠組みが整備され、開示制度が効果的に機能するようになるだけではない。より重要なのは、開示された情報が投資家にとって意思決定の貴重な参考資料になることである。これは、金融市場や投資ファンドの透明性を確保し、投資家の信頼を獲得する上で極めて重要になる。

投資信託はもちろん、「解約権の一時停止」という合法的措置で、大量解約に伴う清算を免れることもできる。ただし、この措置によってさらに大きなパニックに発展し、ドミノ現象につながる恐れがある。サブプライムローン危機では、米国のヘッジファンドで解約が相次ぎ、次第に欧州や日本、オーストラリアなどの地域や国に拡大した。ヘッジファンドの解約権の一時停止（例えば、仏 BNP パリバ銀行は 2007 年 8 月 9 日、傘下の資産担保証券ファンド 3 商品について、契約・解約業務の凍結を突如宣言した）は、再びローン市場のパニックを引き起こし、世界市場は一夜にして流動性の過剰から流動性の不足に転じ、米国、欧州、日本、カナダ、オーストラリアなどの国や地域の中央銀行は、市場への記録的な流動性資金の供給を余儀なくされた。注目すべきは、相次いで解約されたのはヘッジファンドが中心であり、従来型のファンドには投資意欲が減少するという危機は波及しなかったことである。このことから、ヘッジファンドには資産構成の違いのほか、透明性の面でも従来型商品と違いがあったと考えざるをえない。

しかし、ヘッジファンドも「解約権の一時停止」という非常措置の危険性は熟知しており、投資家の理解と信頼関係を維持するために、可能な限り迅速かつ有効な情報開示を行っている。2007 年 8 月には、サブプライムローンへの投資による損失、資産評価額の変化、責任者の解任などに関するヘッジファンドの声明が中国メディアにも次々と掲載され、取引の一時停止に対する説明もなされた。

中国の基金会社にとって、危機管理に対する意識を強化し、先進国の運用会社の有効な情

報開示や投資家との意思疎通の経験やノウハウに学ぶことは、資産運用のテクニックと同様に重要である。中国の証券投資信託の情報開示をめぐる問題は、市場でも大きな議論を呼んでいる。2007年9月下旬、ポータルサイト「新浪網」のファイナンス情報コーナーと日刊紙「成都商報」が共同企画したコラム「投資信託の活況に潜む懸念」は、「情報開示を避けている」ことを投資信託の三大問題の一つと指摘し、投資信託保有者からの強い非難を浴びた事件として、有名なファンドマネジャーの辞職事件、上海電力転換社債の権利行使失念事件を取り上げている。また、これより先に、ファンドマネジャーによる市場操作およびインサイダー取引⁴がスクープされた上投摩根基金管理会社が、その場しのぎの無責任な対応で大きな波紋を呼んだ事件があり、投資信託保有者の間で信用危機が広がっていた。

もちろん、証券投資信託が重大事件を受けて積極的な情報開示を図り、市場の支持を勝ち得ているケースもある。例えば、2003年の招商銀行転換社債事件で、基金管理会社連合は非公式の折衝や株主総会での採決に敗れたが、その後共同声明を発表し、監督当局に対し、制度的な欠陥を補う暫定的な政策を制定し転換社債の発行を承認しないよう訴えとともに、社会の関心を促し、非難と反対を呼びかけた。こうした行動は複数のメディアから支持され、社会からも賛同を集めた。2005～2006年の非流通株改革では、正式な情報開示を行った投資信託こそ見られなかったが、一部の基金管理会社はメディア報道を積極的に活用し、投資家の利益保護を図っているという好印象をアピールすることに力を入れている。たとえば、易方達基金管理会社の投資信託は、西山煤電の非流通株改革に対し、揃って反対票を投じた。その後、易方達基金管理会社の投資総責任者（CIO）である江作良氏は、メディアに対し「投資信託とは保有者に奉仕するものであり、投資信託の採算ラインが、ファンドマネジャーによる非流通株改革への賛否を分ける最低ラインになる」と述べ、投資家の権利確保に力を入れているという好印象を人々に植え付けた。

資産を投資信託の購入に回す投資家が増加中という追い風が吹く中で、ファンドマネジャーは好況の中にあっても危機を想定して行動を取る必要がある。また、時機を見て有効な情報開示制度の構築や運用を進め、証券投資信託の信用を構築し、好印象を確立し、危機管理の土台づくりを図る必要がある。

IV. 証券投資信託の有効な情報開示推進のための提案

証券投資信託の有効な情報開示を推進するためには、監督当局やファンドマネジャーが、自らの発展のために情報開示の基盤を構築するという戦略的な視点で認識することが先決である。その上で、現行の法律法規の運用を強化しながら、関連法規の整備を図り、投資家がより全体的に、素早く、参考にできる意味のある情報を入手できるようにする必要がある。

1. 戦略的視点から見た有効な情報開示

株式市場の高騰や投資信託での運用の急拡大を受け、監督当局は投資家向け教育を重視し、基金管理会社が商品の販売を通じて投資家教育を行うよう求めている。投資家教育は成果を上げており、投資家は驚くべき成長ぶりや学習能力を示している。投資家は投資信託を受け入れるだけ

⁴ 機関投資家に所属するトレーダーが、まず個人資金で安値の株を購入したあと、会社の資金で同銘柄の株を大量に買い入れ、株価の値上がりを待って個人で買い入れていた株を売り抜け、会社に多大な損失を与えるという証券犯罪（以上、訳者注）。

でなく、プロによる資産運用や長期運用の理念を理解しリスク意識を高めているほか、投資信託の研究などにも余念がない。このことは、上海電力の転換社債事件の中でも、はっきりと見て取ることができる。ある投資家は、事件発覚直後に、上海電力や投資信託の半期報告から事件に係った投資信託を割り出し、ネット上で発表した。また、「投資信託保有者の知る権利」、「基金管理会社の情報の透明性、適時開示」、「保有者の投資信託に対する信頼感」といった言葉がネット上を飛び交った。ネット上の言論を見る限り、多くの投資信託保有者は経験こそ短いながらもはや烏合の衆ではなく、基金管理会社側に真剣な対応が求められていることは想像に難くない。

このほか、投資信託での運用ブームにより、専門の記者や研究者、アナリストの数が増加しており、重大な事件に際し、基金管理会社による事実の隠蔽は難しくなっている。投資信託の重大情報がメディアから次々と発覚した場合、投資信託側が情報開示を逃れたり、開示を遅らせたりするケースが続けば、投資家に対する情報開示の効果は大幅に損なわれる。かつて、公告による重大事件の事後説明で人々の信頼を失った上場企業があったが、基金管理会社はこうした轍を踏まないよう、注意が必要である。

2. 重大事件をめぐる臨時公告への監督当局による指導の強化

「証券投資基金管理暫行弁法（証券投資信託の管理にかかる暫定方法）」（1997 年）に始まり、中国の投資信託監督部門は、証券投資信託の情報開示に関する法律法規の枠組み作りを続けている。2004 年には「証券投資基金法（証券投資信託法）」が公布・施行され、これに関連する「証券投資基金信息披露管理弁法（証券投資信託の情報開示の管理にかかる弁法）」（以下、「弁法」）や一連の「証券投資基金信息披露内容与格式準則（証券投資信託の情報開示の内容と書式に関するルール）」が発表され、施行されている。

証券投資信託もここ数年、平時の情報開示では、きちんと関連規定に基づいた対応をしており、営業活動と合わせて大量の情報開示がなされている。一方、問題は非常時における臨時の情報開示である。上述の情報開示に関する「弁法」（2004 年）の第五章では、投資信託の臨時の情報開示についてかなり詳細な規定を設けているが、実際の理解や運用では、やはり不備が目立つ。例えば、「弁法」第二十三条では、重大事件を「投資信託保有者の権利や利益、あるいは保有する投資信託の価格に重大な影響を及ぼしうる事件」と定義しているが、具体的にどの程度が重大な影響であるのかは明記されていない。一年余りに及ぶ非流通株改革では、流通株主（民間投資家）への「対価」をめぐる交渉・意思決定への参加について、正式な情報開示を行った投資信託はなかった。しかし、こうした活動の結果は投資信託の資産価値の変化に直接関係するだけでなく、投資信託の保有者の利益に直接かかわる問題でもある。なぜなら、「対価」は、非流通株保有者（国）から流通株株主である投資信託に与えられる補償に直接関係するためである。「対価」には決まった計算方式や基準はなく、非流通株と流通株の保有者間の交渉、駆け引き、または「分類表決」⁵で決定される。また、「対価」プランや「分類表決」の結果は株価に影響するため、投資信託の時価にも影響が及ぶ。前述の情報開示に関する「弁法」第二十三条では、情報開示を行うべき重大事件について、27 項目にわたり例示した上で、さらに第 28 項目として「中国証券監督管理委員会の規定するその他の事情」を挙げている。しかし、投資信託が純資産価額

⁵ 新株発行など、流通株株主の利益に大きくかわる 5 つの重要事項については、株主総会の採決で流通株株主の過半数の賛成を得なければならない。その採決を分類表決と呼ぶ（以上、訳者注）。

の変動に直接かかわる重大事項の非流通株改革に関与していたにもかかわらず、監督当局は証券投資信託に情報開示の指導を行わず、定期的財務報告の中でも関連情報は公告されなかった。

さらに、情報開示に関する「弁法」第二十五条は、「投資信託の契約期間中、メディア報道や市場の風説が投資信託の資産価値に誤った影響を与え、大きな価格変動を引き起こす恐れがあれば、情報開示義務者は事情を知り得た後、同情報を速やかに公開の上説明し、同時に関連状況を中国证券监督管理委员会、および投資信託上場先の証券取引所へ報告しなければならない」と定めている。2007年9月上旬、一部の投資信託による「上海電力転換社債事件」が報道によって明らかになり、3つの基金管理会社が投資信託5商品で計2,200万元の損失を出したことが判明した。投資信託の総資産に占める割合は極めて小さく、監督当局も調査を経て投資家の權益を守るための損失補填方法を明示したが、基金管理会社の相次ぐ初歩的ミスに対し、ネット上では、投資家から強い抗議と疑問の声が上がった。しかし、それでも投資信託業界は一様に沈黙を続け、投資家との積極的な意思疎通を図った基金管理会社は1社もなく、投資信託業界に危機管理が欠落していることが明らかになった。事件を起こした基金管理会社は、2007年10月下旬に発表した第3四半期報告でようやく関連情報を開示したが、人々には「最初に市場からあれほど激しい反応が起きなければ、投資信託は情報を開示したのだろうか」という疑念が残った。

もちろん、基金管理会社の非常時の情報開示について、上述のような問題が多数存在することは認めざるを得ないが、監督当局が責務を果たさなかった訳ではない。問題は、未成熟な市場への懸念があったほか、有効な情報開示の意味を十分認識していなかったために起こったと見られる。市場の発展に合わせ、監督当局は基金管理会社の重大事件時には臨時公告によって指導を強化するとともに、市場の監督によって得られる効果の拡大も促す必要がある。米国の著名な裁判官ルイス・ブランダイス（Louis Brandeis）にこのような名言がある。「情報公開とは、現代社会および工業を弊害から救う最善の良薬である。太陽は最も優れた検察官であり、電球は最も優れた消毒薬である」。

3. 情報開示に関する法規制の整備

証券投資信託に関する現行の法規制は、国際的な枠組みを参考にしており、投資信託の投資機能を中心に規定している。一方で、投資信託のガバナンス機能に対する明確な言及はなく、実施細則もない。しかし、投資信託と上場企業の関係が、投資信託の運用実績に影響を及ぼす重要な要素となっていることに疑いはない。米国では、投資信託が上場企業のガバナンスに積極的に関与し、上場企業の全体的な価値が向上することによって巨額の収益を上げている。監督当局や市場の間でも、こうした機能への評価が高まっている。

中国では、こうした機能がさらに重要になる。上場企業と大手機関投資家は、これまで同様、今後も密接な関係を保つだろう。証券投資信託も例外ではない。証券投資信託の誕生は、単なる金融仲介機構のイノベーションではなく、制度面からも中国の特色を考慮して生み出されたものである。証券监督管理委员会は、証券投資信託の発展に向けた支援を、上場企業と投資家との関係を発展させ規範化するための重要な措置と考えている。つまり、証券投資信託が機関投資家として上場会社のガバナンスに関与し、証券市場の健全な発展を促すよう望んでいるのである。

証券投資信託は、實際上その役割を果たしている。証券投資信託は、当初、バリュー投資の概念で相場動向をリードし、上場会社と証券会社からの妨害を打ち破った。2003年下半期には、前述の招商銀行転換社債事件が、中国の証券投資信託が積極的に企業の意思決定に関与しようと

する「アクティビズム」の先駆けとなった。非流通株改革では、改革案をめぐる幅広い意思疎通や「分類表決」のメカニズムにより、証券投資信託のガバナンス機能がさらに発揮され、隠蔽体質からの脱却を果たした。投資信託は、ルールに基づく開かれた形で、中国の資本市場に登場した。しかし、投資信託のガバナンス機能の発揮を系統的に考えると、諸刃の剣であることも明らかで、投資信託のガバナンス機能を規範化する必要がある。

投資信託のガバナンス機能は、情報開示の強化という基本部分から着手する必要がある。これは、監督コストや投資信託のガバナンス機能の拡大、投資信託の優れた社会的印象を確立する上で役立つ。投資信託のガバナンス機能を強化する情報開示には、少なくとも次の二つの作業が必要になる。第一に基金管理会社に全体方針の明確化を求めること、第二に基金管理会社による上場会社に対する重大なガバナンス活動について臨時の情報開示や定期報告での説明を行うこと、である。前者については、証券監督管理委員会は既に証券投資信託の募集説明書に「ファンドマネジャーが投資信託を代表して株主としての権利を行使する場合の対応原則および方法」を盛り込むよう指示している。実際の募集説明書では「上場企業に対する株式支配を追求せず、投資する上場企業の経営には関与しない」などの4条項として反映されている。改善すべき点は、投資信託の定期報告の中で実際の活動状況をいかに開示するかである。特に強化が必要なのは、前述の二つの作業のうち後者、つまり重大事項に関する発表である。投資信託の定期報告や臨時の情報開示については、すでに関連規定が設けられており制度上の障害は存在しないものの、具体的なケースに対する明確な規定がなく、特別に実行を促す必要がある。今後は、非流通株改革や招商銀行転換社債事件に見られるような上場企業への重大なガバナンス活動について、基金管理会社に臨時の情報開示や定期報告での個別説明を求めていく必要がある。

著者紹介

季 冬生 (Ji Dongsheng)

中国人民大学財政金融学院 教授

1963年生まれ。1985年中国人民大学経済学部卒業。2004年経済学博士。

1985年より、中国人民大学財政金融学院で教育、研究に従事。1993～1994年カナダ・モントリオール大学ビジティングフェロー、1999～2003年中国人民大学金融証券研究所研究員（兼任）など経て、現職。

主要著書に『信息技術与金融發展』、『股指期货：中国金融市場新品種』、『証券投資学』、『貨幣銀行原理』などがある。

・中国人民大学財政金融学院は中国の重点大学の一つである中国人民大学内に設置された財政金融専攻コースである。



Chinese Capital Markets Research