

## ノーベル経済学者も注目 “最後の非効率市場”の高収益

2017/11/21 5:23/日本経済新聞 電子版

【ニューヨーク=伴百江】ウォール街で“最後の非効率市場”と呼ばれ、高収益を上げる金融商品として注目されている市場がある。クローズド・エンド・ファンド（C E F）だ。今年のノーベル経済学賞受賞者のリチャード・セイラー・シカゴ大学教授も行動経済学の見地から研究対象にしたこともあり、米国でにわかに投資家から脚光を浴びている。米大手C E F専門運用会社のトーマス・J・ハーツフェルド・アドバイザーズ創業者のトーマス・ハーツフェルド氏に、その魅力や独自の運用戦略について聞いた。



米資産運用会社トーマス・J・ハーツフェルドの  
創業者兼社長トーマス・ハーツフェルド氏

——C E Fの金融商品としての特徴を教えてください。

「C E Fは普通株としてニューヨーク証券取引所やナスダックで上場する商品で、上場投資信託（E T F）や不動産投信（R E I T）と似ている。だが、ファンドの中身の資産が多様な証券で構成され、しかもパッシブ運用のE T Fと違い、アクティブ運用するファンドという点で異なる。一般的な投信との大きな違いは、純資産価格ベースの基準価格で売買するのではなく、取引所で売買するので株式として取引されるという点だ」

「C E Fは中身の資産の種類に応じて、株式ファンド、地方債ファンドや債券ファンドがある。ピムコやブラックロックなどの大手運用会社もファンドの中身の保有資産をアクティブ運用し、証券取引所にC E Fとして上場させている」

——C E F市場の規模は。

「C E F市場全体の時価総額は約 2400 億ドルで、10 年前のR E I T市場に匹敵する。意外かもしれないが、米国では上場株の7銘柄に1つがC E Fだ。コリア・ファンド、ジャパン・エクイティ・ファンドなどのカントリーファンドやピムコ・インカム・ファンド、ブラックロック・コアボンド・トラストなどがC E Fとして上場している」

——最後の非効率市場と呼ばれる理由は何ですか。

「ファンドの中身の株式などの資産の時価総額を反映する純資産価格に対して、証取での取引価格が大幅にかい離する状態が瞬時に解消されないことが理由だ。C E Fを保有する投資家の7割は個人投資家で、残りが当社を含む機関投資家だ。これが非効率市場になる主因だ」

「個人投資家は一般的にニュースに過剰反応しやすい。仮に株式相場にマイナス要因になるニュースが出た場合、個人投資家はファンドの中身の債券の資産価値が上がっている C E F でさえも、一般的な株式と同じように売る傾向がある。すると C E F の純資産価格は上昇する一方で、C E F の証取での取引価格は下落し、そこに価格の差ができる。これが C E F のディスカウント状態を起こし、非効率市場と呼ばれるゆえんだ」

——今年のノーベル経済学賞を受賞したリチャード・セイラー・シカゴ大学教授の訪問を受けたそうですね。

「セイラー教授との馴れそめは 1990 年に C E F 市場の非効率性の研究をしているので協力してほしいとの連絡を受け、私の著書や当時業界で唯一の C E F 月次分析レポートの内容について意見交換し、情報提供をさせてもらった。大変光栄なことだ。C E F が理論的な純資産価格からかい離れたディスカウントで取引されることが、行動経済学の理論を追求するセイラー教授の格好の研究対象だった。91 年に教授がジャーナル・オブ・ファイナンスに寄稿した『投資家センチメントと C E F の不思議』でも C E F が個人投資家の非合理的行動によって純資産価格からかい離して取引される要因の研究を発表している」

——非効率市場をどうやって投資に生かすのですか。

「C E F は、株式市場のファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）の好転や C E F の増配、自社株買い、市場心理の向上などの要因によっていずれはディスカウント状態が解消される。我々は 500 銘柄以上ある C E F の中で、短期的にディスカウントで取引されている優良の C E F を見つけ出し、独自開発モデルを利用してディスカウ

トが解消される可能性が高い銘柄を選別して投資している。その結果、C E F 投資から得られる配当収入に加え、ディスカウントが解消して市場での取引価格が正常化した時点でC E F を売却する時の売却益という2階建ての収益確保を狙っている」

——独自開発モデルでディスカウント銘柄を発掘する際の分析材料は。

「C E F の運用実績、価格のボラティリティ（変動率）、運用担当者や会社の評判、物言う株主への対応能力など約 20 のファクターで選別する。C E F 専門の証券アナリストが非常に少なく、詳細な分析情報が市場には流通していない。その結果、我々のような独自のリサーチ、分析ができる機関投資家にとってC E F は有利な市場だ」

——C E F 投資の運用利回り実績は。

「2000 年以降今年 9 月末までの運用手数料を除いた年換算総収益率は、債券型 C E F 投資で 8.3%、米国株式型で 7.0%、地方債型で 6.4%と、それぞれの指標の 5.2%、5.1%、5.1%を上回った。比較的安定的に高利回りを確保してきたので、最近では日本の金融機関からも米国の C E F 市場に関する問い合わせが増えている」

——アクティビストがC E F 投資をする狙いは。

「アクティビストはディスカウント状態のC E F を大量に購入した後、C E F の経営に関与し、保有銘柄の売却やコーポレートガバナンス（企業統治）の向上、C E F の清算や通常の投信への転換などを要求して、C E F の価格好転で売却益を狙ってい

る。我々はリサーチベースにC E Fに純投資するのでヘッジファンドやアクティビストとは一線を画す」

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。また、本サービスに掲載の記事・写真等の無断複製・転載を禁じます。

**NIKKEI** Nikkei Inc. No reproduction without permission.