

資産運用立国へ、資産運用特区とEMP！ VCTとインターバル・ファンドも!!

～その他、投信基準価額の二重計算見直し・一者計算実現等～

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治 (kenji-matsuo@am.mufg.jp)
窪田 真美 (mamii-kubota@am.mufg.jp)

※三菱UFJ国際投信がお届けする、NISAなど内外の資産運用に関連する情報を発信するコラムです。

●首相は「NISAの抜本拡充・恒久化」に続く「資産運用業とアセットオーナーシップの改革 (日本独自のビジネス慣行や参入障壁是正、新規参入者への支援プログラム整備、資産運用特区創設)」に言及

2023年9月21日(13:20、日本時間9月22日2:20)から岸田文雄首相が米ニューヨーク経済クラブ/Economic Club of New York(会長:ウィリアムズNY連銀総裁)で「銀行員であった自分にとっては、経済が私の政権運営の基本の柱である。昨年(2022年)9月、このニューヨークで、我々が直面する社会課題を官民協働により成長のエンジンへ転化していくという“新しい資本主義/New Form of Capitalism”による日本経済の再生を宣言した。…(略)…。NISAの抜本拡充・恒久化/dramatically expand NISA, the tax exemption scheme for small investments, and make it permanentに続き、今後、増加する投資ファンドを運用することになる、**資産運用業とアセットオーナーシップの改革/reform the asset management sector as well as asset ownership**を行っていく。日本における資産運用セクターが運用する資金は800兆円で、足元3年間で、1.5倍に急増している。このパフォーマンスの向上を狙い、運用の高度化を進め

、新規参入を促進する。まず、**日本独自のビジネス慣行や参入障壁/Japan's unique business practices and resolve barriers to entry**を是正し、**新規参入者への支援プログラム/new program to assist new entrants**を整備する。あわせて、バックオフィス業務のアウトソーシングを可能とする規制緩和を実施する/We will also promote deregulation to enable asset management firms to outsource their back-office operations。また、海外からの参入を促進するため、**資産運用特区/special business zones tailored specifically for asset management business**を創設し、英語のみで行政対応が完結するよう規制改革し、ビジネス環境や生活環境の整備を重点的に進める。…(略)…。既に述べた構想を政策パッケージとして具体化し、世界の投資家に賛同いただくため、この秋に、世界の投資家を日本に招聘する“ジャパン・ウィークス/Japan Weeks”を展開する。皆さんにも、ぜひ、参加いただきたい。」と発言した(強調下線は当コラム筆者、2023年9月21日付外務省ホームページ～<https://www.mof.go.jp/mofji/na/na2/na/pages/006008.html>、Economic Club of New York～<https://www.economicclubny.org/web/pages/recent-speakers/>、/blog/fumi-kyohida)。



ニューヨーク経済クラブ主催による講演を行う岸田総理

(写真提供：内閣広報室)



ニューヨーク経済クラブ主催による講演を行う岸田総理

(写真提供：内閣広報室)

✓ 新規参入者への支援プログラム整備～EMP/新興資産運用業者育成(シード拠出)プログラム～

2023年9月21日に岸田首相が話した「新規参入者への支援プログラム/new program to assist new entrants」は「日本の資産運用業に新規参入するよう呼びかけた。特区創設を柱に規制改革を行い、ビジネス環境を整えると表明した。少額投資非課税制度(NISA)の拡充に続く、『資産運用立国』に向けた重要政策と位置付ける。講演で首相は、**日本独自のビジネス慣行や参入障壁を是正し、新規参入者への支援プログラム(EMP)を整備する考えを示した。**特区では英語のみで行政対応が完結できるようにする。」(強調下線は当コラム筆者、2023年9月22日付 Bloomberg「資産運用立国へ特区創設、海外勢の参入呼びかけ—NYで岸田首相」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-09-21/situations-for-emerging-managers-in-domestic>)、**「今回打ち出す新規参入者への支援プログラムとしては、米国やフランス、シンガポールなどで導入されている EMP (Emerging Manager Program) を念頭に置いている。具体的な制度の検討はこれからになるが、海外では、年金基金や政府系ファンドが一定程度新興業者を採用しているという。」**(強調下線は当コラム筆者、2023年9月22日付 Reuters「岸田首相、資産運用業の強化表明 参入促進で年内に政策プラン」～ <https://jp.reuters.com/markets/global-markets/QDZ730G0ENPJKXUPQ0Y0C24-2023-09-21/>)と報じられていることから「EMP/Emerging Manager Program/新興資産運用業者育成プログラム」の事であろう。

1991年に米国で初のEMPを開始したのが米カリフォルニア州の米最大の公的年金基金である CalPERS(カルパース)/California Public Employees' Retirement System/カリフォルニア州職員退職年金基金である。<https://www.calpers.ca.gov/page/investments/sustainable-investments-program/emerg-diverse-manager-program>。また、米ニューヨーク市の NYCERS/New York City Employees' Retirement System/ニューヨーク市職員退職年金制度も1991年にEMPを開始している(1994年にはニューヨーク州職員退職年金基金もEMPを開始)。その他、2009年に米イリノイ州の ISBI/Illinois State Board of Investment/イリノイ州投資委員会もEMPを開始している(2014年にはイリノイ州立大学基金もEMPを開始)。**米国でEMPは青い州/blue state(米民主党支持傾向の強い州)が ESG/Environmental, Social and Governance/環境・社会・企業統治と共に積極的に見える**(2018年10月22日付日本版ISAの道その242「米国で民主党がフィデューシャリーの青い波を起こす!」)

ニュージャージー州統一フィデューシャリー基準案公表! 共和党はSECにKPIでSECルールを最優先させ、DOLに新しいDOLルールを策定させる!!!～ https://www.am.mfca.jp/text/outline_181023.pdf) 2021年5月31日付日本版ISAの道その334「世界のサステナブル投資ファンド(最新のデータと規制)～日本のサステナブルファイナンス有識者会議報告書、欧州のサステナビリティ開示規制/SFDR、米国のESG投資と議決権行使ルールからテキサス州のアンチESG法まで～」～ https://www.am.mfca.jp/text/outline_210531_3.pdf)o



アメリカにおけるEMPの概要を以下紹介する。公的年金のような年金基金がプログラム運営者であるケースが多く、EMPを卒業した運用者を対象にしたプログラムを設けているケースもある。

年金基金	基金全体のAuM	EMPのAuM	EMの運用実績要件		EMの運用資産残高要件 (アセットクラス別)		
			Global equity	Private equity	Public Equity	Private Equity	Real estate
ニューヨーク州 退職年金基金	\$210B (2019/3)	\$7.0B (2019/3)	一定のトラックレコード要 (詳細非公開) 運用会社の代表者は複数年の経験要		Public Equity	Early stage	<\$500M
					Private Equity	Early & Mid stage	<\$1B
					Fixed income	All stages	<\$10B
					Real Asset	All Stages	<\$5B
					Real estate	Early & Mid stage	<\$1～2B
カリフォルニア州 職員退職年金基金 (CalPERS)	\$326B (2017/6)	\$8.2B (2017/6)	Global equity	なし	Global equity	<\$2B	
			Private equity	当該EMの運用第1～3号目の 機関投資家向けファンド	Private equity	なし	
			Real estate	当該EMの運用第1～3号目の Separate Account 又は 機関投資家向けファンド	Real estate	<\$1B	
ニューヨーク市 公務員年金基金 (NYCERC)	\$211B (2020/2)	非公開	Hedge Fundについては トラックレコード3年未満		Public market		<\$2B
					Private Equity		なし
					Real Estate		<\$2B
					Opportunistic Fixed Income		\$500M ～ \$2B
					Hedge Fund		<\$1B
イリノイ州 投資委員会(ISBI)	\$19B (2019/9)	\$389M (2019/9)	非公開			<\$10B	
テキサス州教職員 退職年金基金	非公開 EMP=基金の1%	\$5.7B (時点不明)	一定のトラックレコード要 (詳細非公開)			<\$3B	

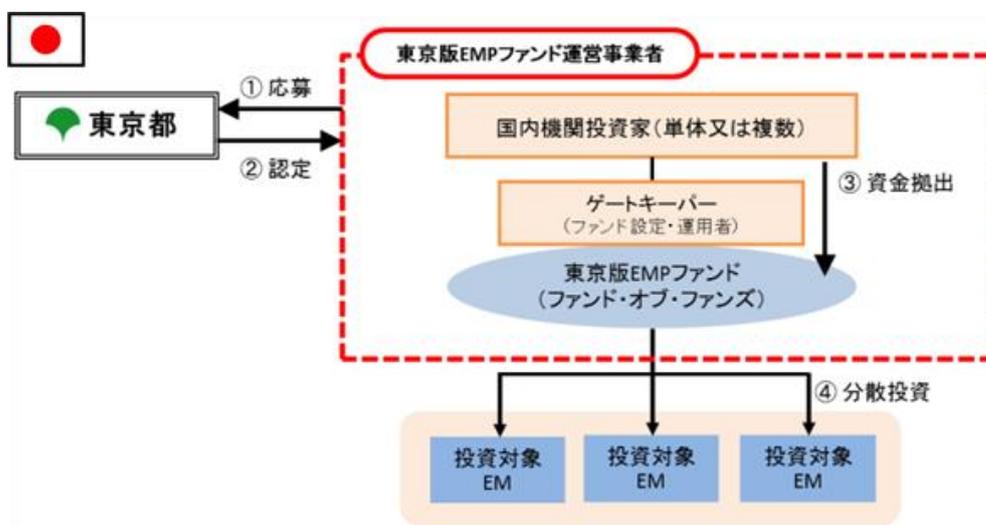
出所：各年金のHPより要約

(出所：2020年10月東京国際金融機構/FinCity.Tokyo「Emerging Managers Program(新興資産運用者シード拠出プログラム)に関する調査報告」)

日本では2017年2月14日に東京都庁で開催された第3回国際金融都市・東京のあり方懇談会(2016年11月25日第1回~2017年10月13日第8回、<https://www.seisakukaku.metro.tokyo.lg.jp/gcs/efct/vison/kondankai.html>)で日本投資顧問業協会・岩間陽一郎会長(当時)が「新興資産運用事業者の育成 ~ シードマネーの供給とEMP~」として紹介している(<https://www.seisakukaku.metro.tokyo.lg.jp/gcs/2021/05/masetsu/20211406emp.pdf>、岩間陽一郎氏…1967年4月から東京海上火災入社、2005年6月から東京海上アセットマネジメント社長、2010年6月から日本投資顧問業協会会長、2018年5月から日興アセットマネジメント社外取締役・取締役会議長、金融庁「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議メンバー」)。

東京都(小池百合子知事)は2016年11月11日に「国際金融都市・東京」の実現に向けた検討体制について発表、2017年11月10日に東京都がアジアでナンバーワンの金融都市をめざす「東京版金融ビッグバン」(「国際金融都市・東京」構想)を発表している(2020年10月14日付日本版ISAの道その317「金融行政の焦点はNISAや顧客本位から国際化へ?~国際金融都市、投信の国際化(ファンド・パスポート)~」https://www.ammf.jp/text/ohkura_201014.pdf ※1:日本(東京)と中国(上海)の国際金融センター構想)。

2018年4月27日から国内籍もしくは外国籍私募投信「東京版EMPファンド」を運用する運営事業者(国内機関投資家とゲートキーパーが共同で運営事業者認定を受ける)を募集している。 国内機関投資家が東京版EMPファンドに資金拠出(投資)、東京版EMPファンドが投資対象EM(Emerging Manager/新興資産運用業者)運用ファンドに分散投資、ゲートキーパーはEM育成の為にサポートを行う(令和5年度東京都「東京版EMPファンド創設」に係る「東京版EMPファンド運営事業者」募集要項<https://www.seisakukaku.metro.tokyo.lg.jp/gcs/2021/04/masetsu/20210401empfund.pdf>)。最初認定を受けた運営事業者はLighthouse Investment Partners、三井住友信託銀行、Rogers Investment Advisorsで(2018年10月17日時点、<https://www.seisakukaku.metro.tokyo.lg.jp/kyomu/post.html>)、現在はLighthouse Investment Partnersとキャピタルアセットマネジメントである(2023年3月末時点、<https://www.seisakukaku.metro.tokyo.lg.jp/gcs/efct/nurturing-glassers/post.html>)。



- ① 国内機関投資家とゲートキーパーが共同で運営事業者の認定を受けるべく応募する(ただし、国内機関投資家候補の見込みのあるゲートキーパーは単体での応募も可とする。)
- ② 東京都は応募者の中から運営事業者を認定する。
- ③ 国内機関投資家は東京版EMPファンドに資金拠出を行う。
- ④ 東京版EMPファンドは投資対象EMが運用するファンド等へ分散投資を行う。

(出所: 令和5年度東京都「東京版EMPファンド創設」に係る「東京版EMPファンド運営事業者」募集要項)

以上について、仮に「新興マネージャーが生む高いリターン」があっても、「運用資産規模とリターンとの間には負の関係がある」、「運用資産規模の拡大がアクティブ運用のパフォーマンス低下要因になる」(2017年11月22日付JSDAキャピタルマーケットフォーラム(第2回)「投資信託の運用資産規模とパフォーマンス」一橋大学大学院本多俊毅教授<https://www.jds.or.jp/about/kazuki/chausa/JCMF/hondarobun2.pdf>)。 「EMPの有効性は運用の多様化によるリスクヘッジや超過収益機会の補足との観点で説明されるものの、米国での実例ではかならずしも超過収益の獲得が実現できているわけではないようであり」(月刊資本市場2021年6月号「国際金融センター東京への提言 みずほフィナンシャルグループ村松 健氏」<https://www.comfor.jp/Files/1631/20210630130736667.pdf>)、国民レベルの資産(所得)倍増、資産運用立国の実現には、資産規模を考慮する事が非常に重要となる(2023年9月11日付日本版ISAの道その386「資産運用立国とは? ブラックロックス、バンガード、フィデリティのビジネスと資産倍増~金融行政方針に盛り込まれた「資産運用立国の実現」に向けた施策~」https://www.ammf.jp/report/investgate/_pdf/efct/ohkura_2023_09_11/ohkura_230911_2.pdf)。 新興資産運用者シード拠出プログラムと言う名の通り、後述するVCTと同様、数十億円からの「レイター/Later(安定的成長・収益、成長ステージの最終段階)」や「エグジット/Exit(資金回収、出口)」はカバーする事が難しい。

✓ 資産運用特区創設～金融庁の出先機関で英語の行政手続きは既に実施しているが対応可能な拠点を広げる～

2023年9月21日に岸田首相が話した「資産運用特区/special business zones tailored specifically for asset management business」は2023年9月21日に岸田首相が「英語のみで行政対応が完結するよう規制改革し、ビジネス環境や生活環境の整備を重点的に進める。」(2023年9月21日付外務省ホームページ～https://www.mof.go.jp/mofaj/na/na2/na/page4_006005.html、Economic Club of New York ホームページ～<https://www.ecny.org/web/pages/recent-speakers/>、Blog Tomio Kishida)は「資産運用特区では英語で行政手続きができるようにする。東京・兜町に設けた**金融庁の出先機関で英語の行政手続きはすでに実施しているが、対応可能な拠点を広げる。**」(強調下線は当コラム筆者、2023年9月22日付日本経済新聞「投資される国」へ環境整備「資産運用特区」首相が表明 規制・商慣行を見直し～<https://www.nikkei.com/article/DGXZ00R21E10R20C3A900000/>と報じられている通り。

金融庁は2021年1月12日に「拠点開設サポートオフィス」を開設している(<https://www.fsa.go.jp/policy/marketentry/index.html>)。当時の菅義偉政権(2020年9月16日～2021年10月4日)の時、税制上の措置や行政の英語対応などの積極的な取り組みをしてきた(2020年10月14日付日本版ISAの道 その317「金融行政の焦点はNISAや顧客本位から国際化へ!?～国際金融都市、投信の国際化(ファンドパスポート)～」https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_201014.pdf)。

「ただ、政府の狙い通りに資産運用業界が活性化するかは分からない。金融市場としての国際的な都市間競争は激しい。英国のシンクタンクの発表では、国際金融センターとしての競争力を評価する指数(23年)で、東京は21位。アジアでは香港やシンガポールだけでなく、北京やソウルより下位にある。」(2023年9月23日付朝日新聞「首相、資産運用特区PR NYで講演、企業に日本進出促す」～<https://www.asahi.com/articles/ASPM0513R9Q117A001.html>)とされている。国際金融センターの評価となる英Z/Yen Group「国際金融センター指数/Global Financial Centres Index/GFCI」は「1位ニューヨーク、2位ロンドン、3位シンガポール、4位香港、5位サンフランシスコ、6位上海、10位ソウル、12位深圳、13位北京、15位シドニー、**21位東京(アジア・太平洋8位)、38位大阪(アジア・太平洋13位)**」である(2023年3月23日発表分、2020年9月25日発表分は「1位ニューヨーク、2位ロンドン、3位上海、4位東京、5位香港、6位シンガポール」～<https://www.zyen.com/>)。国民レベルの資産(所得)倍増、資産運用立国の実現には、まずは中国が国際金融センター指数や英語力では高くもないのに投信残高世界4位で運用資産残高成長率世界1位となった事を参考にしたい(2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!中国でも資産運用改革(公募ファンド運用業全面的改革法)米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」～https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_230724.pdf)。

「ただ、政府の狙い通りに資産運用業界が活性化するかは分からない。金融市場としての国際的な都市間競争は激しい。英国のシンクタンクの発表では、国際金融センターとしての競争力を評価する指数(23年)で、東京は21位。アジアでは香港やシンガポールだけでなく、北京やソウルより下位にある。」(2023年9月23日付朝日新聞「首相、資産運用特区PR NYで講演、企業に日本進出促す」～<https://www.asahi.com/articles/ASPM0513R9Q117A001.html>)とされている。国際金融センターの評価となる英Z/Yen Group「国際金融センター指数/Global Financial Centres Index/GFCI」は「1位ニューヨーク、2位ロンドン、3位シンガポール、4位香港、5位サンフランシスコ、6位上海、10位ソウル、12位深圳、13位北京、15位シドニー、**21位東京(アジア・太平洋8位)、38位大阪(アジア・太平洋13位)**」である(2023年3月23日発表分、2020年9月25日発表分は「1位ニューヨーク、2位ロンドン、3位上海、4位東京、5位香港、6位シンガポール」～<https://www.zyen.com/>)。国民レベルの資産(所得)倍増、資産運用立国の実現には、まずは中国が国際金融センター指数や英語力では高くもないのに投信残高世界4位で運用資産残高成長率世界1位となった事を参考にしたい(2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!中国でも資産運用改革(公募ファンド運用業全面的改革法)米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」～https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_230724.pdf)。

「ただ、政府の狙い通りに資産運用業界が活性化するかは分からない。金融市場としての国際的な都市間競争は激しい。英国のシンクタンクの発表では、国際金融センターとしての競争力を評価する指数(23年)で、東京は21位。アジアでは香港やシンガポールだけでなく、北京やソウルより下位にある。」(2023年9月23日付朝日新聞「首相、資産運用特区PR NYで講演、企業に日本進出促す」～<https://www.asahi.com/articles/ASPM0513R9Q117A001.html>)とされている。国際金融センターの評価となる英Z/Yen Group「国際金融センター指数/Global Financial Centres Index/GFCI」は「1位ニューヨーク、2位ロンドン、3位シンガポール、4位香港、5位サンフランシスコ、6位上海、10位ソウル、12位深圳、13位北京、15位シドニー、**21位東京(アジア・太平洋8位)、38位大阪(アジア・太平洋13位)**」である(2023年3月23日発表分、2020年9月25日発表分は「1位ニューヨーク、2位ロンドン、3位上海、4位東京、5位香港、6位シンガポール」～<https://www.zyen.com/>)。国民レベルの資産(所得)倍増、資産運用立国の実現には、まずは中国が国際金融センター指数や英語力では高くもないのに投信残高世界4位で運用資産残高成長率世界1位となった事を参考にしたい(2023年7月24日付日本版ISAの道 その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!中国でも資産運用改革(公募ファンド運用業全面的改革法)米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」～https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_230724.pdf)。

融センターの為の資産運用改革!中国でも資産運用改革(公募ファンド運用業全面的改革法)米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」～https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_230724.pdf)。

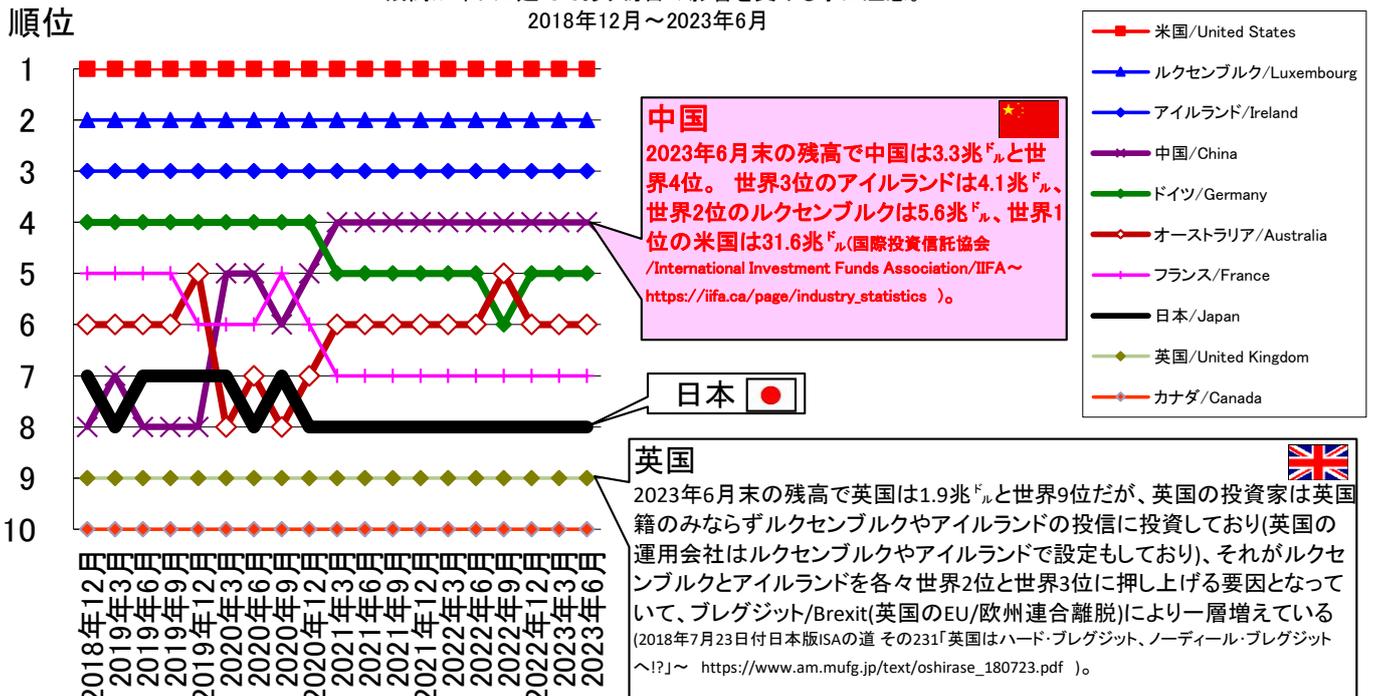


世界の投資信託国籍別残高順位(米ドル建て)の推移

(規制オープンエンド投資信託～ミューチュアルファンド、上場投信、機関投資家向けファンドを含む～)

*残高が米ドル建てであり為替の影響を受ける事に注意。

2018年12月～2023年6月



(出所: 国際投資信託協会/International Investment Funds Association/IIFA等より三菱UFJ国際投信株式会社が商品マーケティング企画部が作成)

経済財政諮問会議(議長:岸田首相)と並ぶ重要政策会議である総合科学技術・イノベーション会議(議長:岸田首相)のイノベーション・エコシステム専門調査会(2022年2月21日~5月18日の全5回)で **VCTは仏国FCPIと登場する**(FCPI/Fonds Commun de Placement dans

Innovation/mutual funds for innovation/イノベーションのための投資信託...1997年から開始で会社型オープンエンド・ファンド/open-end funds だが、購入は限定期間以外に出来ず解約はクローズ期間~5年や7年、10年が多く、10年を超える場合もある~もあり運用会社が投資先企業の証券を売却出来ない場合は償還延長もあるが、個人投資家は5年以上保有すれば、年間投資額の25%所得税還付は受けられ運用益非課税、2023年5月22日付日本版ISAの道その380「日米首脳会議やG7サミットに登場するイノベーション、その為の投信! 銀行は投信販売に特化?~フランスのイノベーションの為の投資信託/FCPI、フランス版NISAのPEA、米国のミューチュアル・ファンド・バンキング~」~ https://www.ammf.jp/text/oshirase_290223_2.pdf)。

2023年8月31日に経済産業省が公表した来年度税制改正要望にも「**個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促すための税制措置について検討を行う。**」、「**(参考)英国・VCT(Venture Capital Trust)制度**」とある。<https://www.meti.go.jp/main/press/2023/08/31/index.html>)。

個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促す税制措置の創設 (所得税・個人住民税) 新設

- スタートアップへの資金供給を更に強化するため、諸外国の事例を参考にしつつ、**非上場株式に投資する上場ベンチャーファンドへの個人からの投資等に対する、税制上の優遇措置を創設する。**

要望内容

○非上場株式に投資する上場ベンチャーファンドへの個人からの投資等に対する、税制上の優遇措置を創設する。



(参考) 英国・VCT(Venture Capital Trust)制度

①投資時の優遇	投資額の 30% をその年の 所得税から還付 (投資上限や保有期間などの制限あり)
②保有時の優遇	インカムゲイン(分配金)は 非課税
③売却時の優遇	キャピタルゲイン(売却時の利益)は 非課税

19

(出所: 2023年8月31日付経済産業省「令和6年度経済産業省税制改正要望」p.19)

日本版 VCT が参考とした英国 VCT/Venture Capital Trust/ベンチャー・キャピタル・トラストは国内未上場スタートアップ企業への投資促進を目的とした税制優遇制度のある会社型(上場)クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs(EIS/Enterprise Investment Scheme や SEIS/Seed Enterprise Investment Scheme は税制優遇制度のある個別銘柄投資)。

VCT は 1995 年からの開始で、ファンド経由の間接投資、80%以上(2019年4月6日以前は70%)が非上場会社投資である必要(非上場会社

は投資前総資産1,500万ポンド未満&投資前後資産1,600万ポンド未満&フルタイム従業員基本250人未満&設立7年基本以内など、2022年7月25日付日本版ISAの道その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も~英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)~」~ https://www.ammf.jp/text/oshirase_290725_2.pdf)。

個人投資家は VCT を 5 年以上保有すれば、新規発行 VCT 投資額(年 20 万ポンド/約 3,700 万円まで、取引所投資は除く)の 30%所得税還付が受けられて運用益非課税にもなる(損益通算なし、相続税控除なし)。後述する米国 BDC や EU の EuVECA および EuSEF に比べかなり魅力的に見える。



VCT /Venture Capital Trust ベンチャー・キャピタル・トラスト

英国 VCT は米国 BDC/Business Development Company/ビジネス・デベロップメント・カンパニーに近い部分がある^(所)

得税還付は無い、2022年7月11日付日本版 ISA の道 その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！ 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」

https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_202111_2.pdf)。米 BDC は 1980 年から開始、70%以上を国内民間企業(適格ポートフォリオ企業/eligible portfolio companies、投資会社ではない企業)、米国の未公開企業もしくは時価総額 2 億 5,000 万ドル未満の公開企業の資産に投資する会社型(上場)クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs。2009 年から非上場 BDC/Non-traded BDCs/Non-traded business development company も登場、インターバル・ファンド構造(後述)で四半期ごとの流動性を認めている(2022年7月11日付日本版 ISA の道 その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！ 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_202111_2.pdf)。

英国 VCT は EU/European Union/欧州連合(2020 年 1 月 31 日に英国が離脱して 27 か国)の EuVECA(ユーベッカ)/European Venture Capital funds/欧州ベンチャー・キャピタル・ファンドや EuSEF(ユーセフ)/European Social Entrepreneurship Funds/欧州社会起業家ファンドにも近い部分がある(米国 BDC 同様所得税還付は無い)。

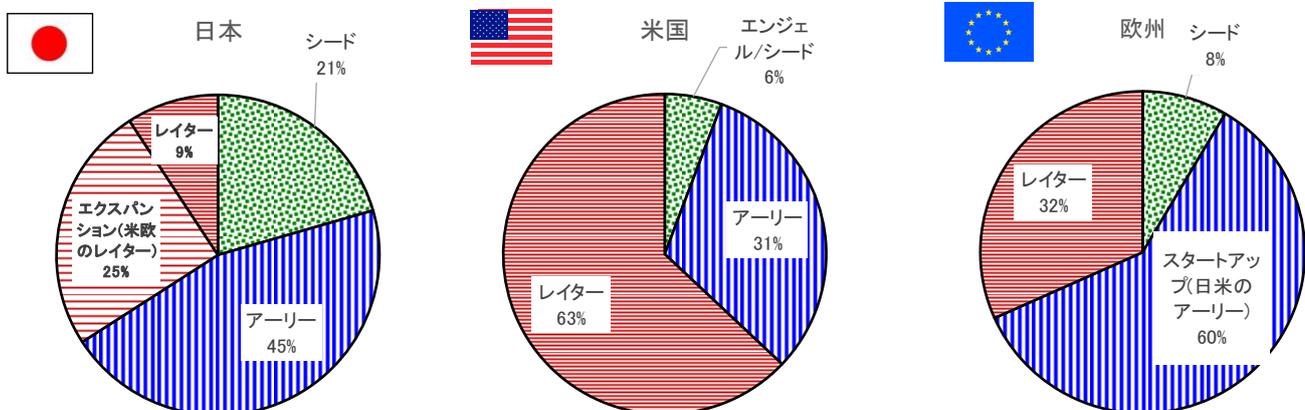
近いのは、**企業の成長ステージで、数億円の「アーリー/Early(起業後、赤字で資金不足の“死の谷”も)」を中心としている事である**(EuVECA や EuSEF は最小購入単位 10 万ユーロのプロ投資家/professional investors だけが投資出来るファンドで ELTIF の投資先にもなる、2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その340「投資ビッグバン」)

https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf 、2023 年 3 月 13 日付日本版 ISA の道 その376「欧州長期投資ファンドから考える日本版 ELTIF の道～スタートアップ株式会社を含む非上場株式組入れ投信『エルティフ』の大幅改善案“ELTIF 2.0”を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決！～」 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230313_2.pdf)。

英国 VCT は米国 BDC や EU の EuVECA や EuSEF と同様、数十億円からの「レイター/Later(安定的成長・収益、成長ステージの最終段階)」や「エグジット/Exit(資金回収、出口)」はカバーする事が難しい。日本では既にアーリーの割合が最も多く、一方でレイターが最も小さい。(2023 年 1 月 30 日付日本版 ISA の道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化で ETF やインターバル・ファンドへ、非上場 REIT 不安で上

場 REIT へ？ 欧州では ELTIF 人気、英国では LTAF を個人に解放する案！」 https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

日米欧におけるベンチャーキャピタルによる投資金額のステージ構成(2018年)



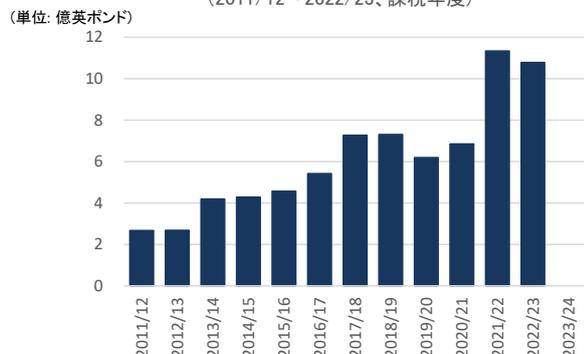
(出所: 2019年11月中小企業庁/みずほ情報総研「令和元年度中小企業実態調査事業報告」より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

英国 VCT は最新 2022/23 課税年度における資金調達額が 10.8 億英ポンドと 2 年連続 10 億英ポンド超えて、2023 年 8 月末の残高が 63 億英ポンド/約 1.1 兆円となっている(2022 年に VCT は非公開中小企業と新興企業に 7 億英ポンドを投資、英国投資会社協会/AIC/The

Association of Investment Companies ~ <https://www.aic.co.uk/aic/news/commentary/industry-trends>)



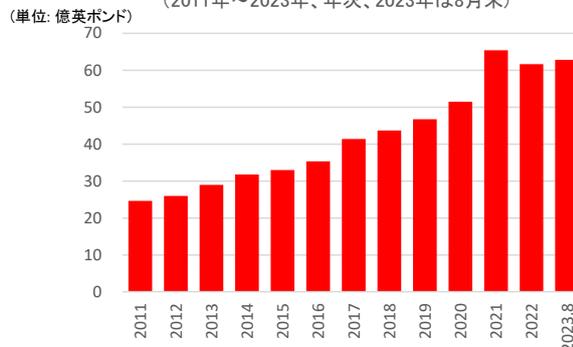
英国VCT/Venture Capital Trustの資金調達額推移
(2011/12~2022/23、課税年度)



(出所: AICより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)



英国VCT/Venture Capital Trustの残高推移
(2011年~2023年、年次、2023年は8月末)



(出所: AICより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「VCT は英国のスタートアップにとって重要な資金源となっており/VCTs have become a key source of funding for UK start-ups、ベンチャー・キャピタル・トラスト協会/Venture Capital Trust Association によると、現在、1,100 社を超える企業を所有する約 80 のファンドを通じて 61 億英ポンドを管理している/currently managing £6.1bn through around 80 funds owning over 1,100 companies。」(強調下線は当コラム筆者、2022 年 12 月 2 日付 Financial Times「Venture capital trusts: overpriced or time to buy?」~

<https://www.ft.com/content/d118d810-4588-4b20-9c35-1907d70d283>)と報じられている。

しかし「年間マネジメント・チャージ/Annual Management Charge/AMC/運用管理費用(運用会社分でアドバイザー・フィーは除く)は通常 2%~3.5%、取引手数料/transaction charges、パフォーマンス・フィー/performance fees、そして購入時手数料/entry fees がかかる。これら**手数料により、30%所得税還付の約 3 分の 2 は、所得税還付に必要な 5 年間保有で食い尽くされる可能性がある。**…(略)… VCT は上場しているが、取引が非常に少ない為/very thinly traded、換金が難しい事があり、その為、投資家は取引所で売却せず、**基準価額からディスカウントされた価格で/at a discount to the net asset value VCT に売却する**(VCT の買い戻しファシリティ/buyback facility)。」(強調下線は当コラム筆者、2022 年 12 月 2 日付 Financial

Times「Venture capital trusts: overpriced or time to buy?」~ <https://www.ft.com/content/d118d810-4588-4b20-9c35-1907d70d283>)とも報じられている。

手数料について、VCT 最大のオクトパス・インベストメント/Octopus Investments「Octopus Titan VCT(OTV2)」の 2023 年 1 月 31 日付 KID/Key Information Document/重要情報書類によると(日本の重要情報シートはモデル~2021 年 3 月 22 日付日本版 ISA の道 その 330「『欧州

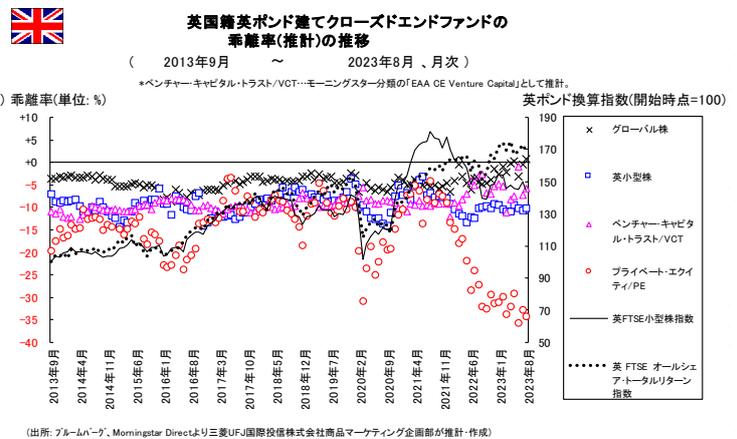
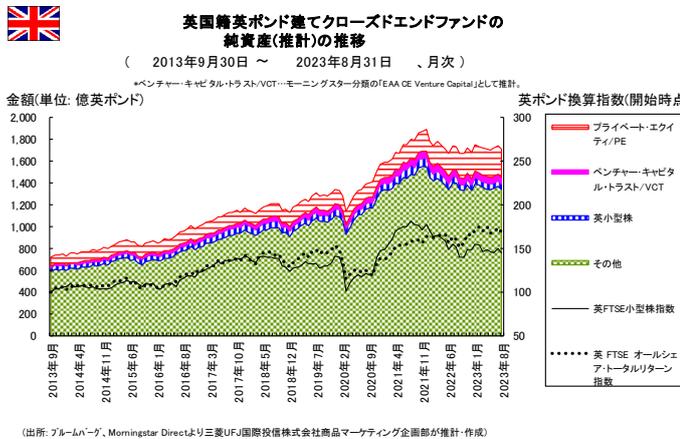
資産運用業界最新動向』日本の金融庁『重要情報シート』が参考にする欧州の『PRIIPs KID』は欧州の投信協会やアナリスト協会等の反対を押し切り来年 2022 年から?」~ <https://www.am.mifc.jp/text/ohiraee-210322-2.pdf>)、**購入時手数料/entry costs は 5.9%(KID 上の「1.18%」は 5 年間保有時年換算)、継続コスト/ongoing charges 年 2.10%、パフォーマンスフィー/performance fees が 2.81%、取引コスト/portfolio transaction costs 0.20%**となっている。フィデューシャリー・デューティー先進国の英国で購入時手数料が 6%や 7%、ロードファンドの購入時手数料が 10 年で米国の 4.62%より高い 4.71%へ上昇している。これが英国の現実であって、代表的な国際金融都市を抱える国なのである(2023 年 7 月 10 日

付日本版 ISA の道 その 383「新 NISA で投信ビジネス変化、資産運用改革が起こる!?~NISA 抜本的拡充・恒久化のモデルである「株式型 ISA」を持つ英国の資産運用業(証券会社、銀行、保険会社、ウェルスマネジメント、運用会社)~」~ <https://www.am.mifc.jp/text/ohiraee-200710-3.pdf>)

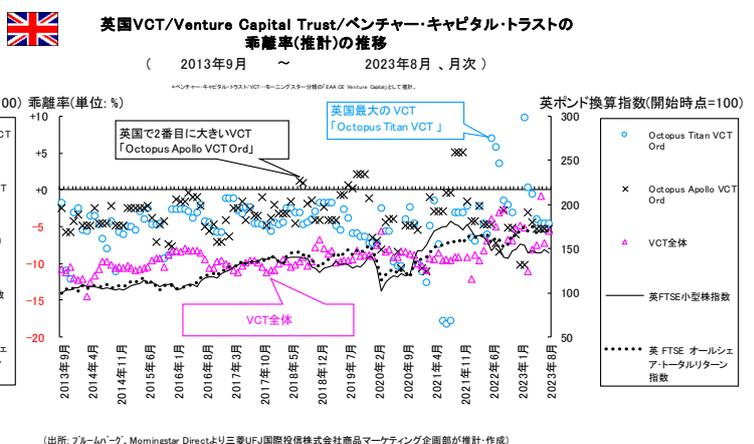
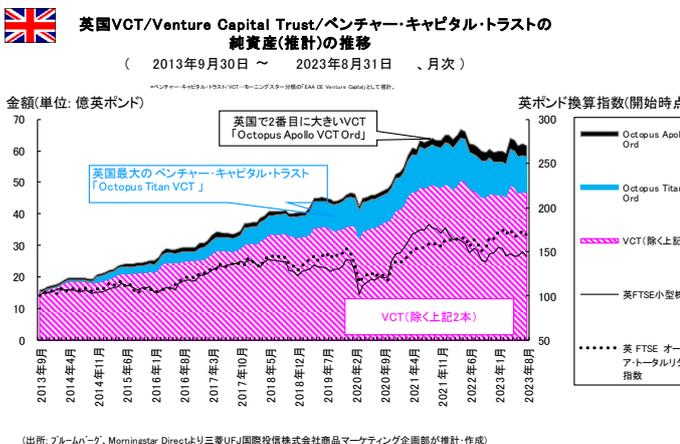
ディスカウントについて、2023 年 8 月現在のディスカウントは VCT 最大のオクトパス・インベストメント/Octopus Investments「Octopus Titan VCT(OTV2)」が 5%で VCT 平均 6%(2022 年 7 月 25 日付日本版 ISA の道 その 361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には

日本版 LTAF、日本版 VCT の道も~英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)~」~ <https://www.am.mifc.jp/text/ohiraee-220725-3.pdf>)

下記は左が英国籍英ポンド建てクローズドエンド・ファンドの純資産(推計)の推移で、右がその乖離率、つまりプレミアムやディスカウント/premium and discount(推計)の推移である。クローズドエンド・ファンドには VCT も含まれている。VCT の純資産は拡大しているものの、まだクローズドエンド・ファンドに占める割合は小さい。乖離率/ディスカウントは 2023 年 8 月時点で、**プライベート・エクイティ/PE が 34%のディスカウント、英小型株が 10%のディスカウント、VCT が 6%のディスカウント**となっており、VCT のディスカウントは低い方である。



下記は左が英国 VCT/Venture Capital Trust/ベンチャー・キャピタル・トラストの純資産(推計)の推移で、右がその乖離率、つまりプレミアムやディスカウント/premium and discount(推計)の推移である。VCT が 6%のディスカウントである事は前述通りだが、英国最大のベンチャー・キャピタル・トラスト「Octopus Titan VCT」も英国で 2 番目に大きい VCT「Octopus Apollo VCT Ord」も 5%のディスカウントであり、共にプレミアムの時があった。ただ、傾向的にはこの 2 本もディスカウントとなっている。



日本版 VCT が成功する為には英国の VCT とクローズドエンド・ファンド/closed-end funds(英国では一般的にインベスメント・トラスト/Investment trusts として知られている)をしっかりと理解したい。そして、日本の東証ベンチャーファンド市場になぜ今銘柄が存在していないか、かつて存在していた銘柄、例えば、「ベンチャービジネス証券投資法人/8720」がどうして上場廃止で解散したか、しっかりと理解しておきたい。

簡単に紹介しておく、2001年7月17日の設立で、25の証券会社が募集、42億6000万円を集め、初値は5%のプレミアムで出来高活況。しかし、その後取引価額がどんどん下がり、2002年1月30日に28%のディスカウントとなつて、出来高も急減、2002年2月22日に32%のディスカウント、2003年4月10日に61%のディスカウント、2014年12月11日に解散を可決、2015年1月26日に5%のディスカウントで取引を終え、2015年1月27日に上場廃止、2015年1月31日に解散となった(詳細は2021年8月30日付日本版ISAの道その340「投資ビッグバン! 欧米で長期のVC-PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年

金)へ高リターンを提供へ!!~英国のLTAF、EUのELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型CEP(DST、インターバル、エバークリーン)~ https://www.ammf.co.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)o

●投信協会は投信への非上場株式組入れに向けた日本版インターバル・ファンドを検討

2023年9月15日に金融庁が金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」を開催したその日に投資信託協会が「『投資信託等の運用に関する規則』等の一部改正に関する意見募集」を実施した(2023年10月16日まで~ <https://www.ioshin.or.jp/staff/publiccomment/shiran/23157/>)。2022年6月22日付市場制度ワーキング・グループ中間整理で「投資信託協会において、非流動性資産である非上場株式の組入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方(評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等)について、適切な枠組みを整備するべきである」との考え方が示された事を受けて、2023年3月31日に投資信託協会が「投資信託への非上場株式の組入れに関する検討の方向性について」で「遅くとも本年(2023年)7月の意見募集実施を目指す」としていたもの(<https://www.ioshin.or.jp/topics/2023/23057/>、2023年2月13日付日本版ISAの道 その374「投資信託への非上場株式

組入れと認定アドバイザーが新しい資本主義の残る課題！ 英国の(日本のNISAが手本とする)株式型ISA限定アドバイザーはプロダクトガバナンス遵守!! ~ https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase_230213_2.pdf)。

今後、投資信託協会は意見に対する修正事項等の検討を行い、**2023年12月開催予定の自主規制委員会・理事会において規則等の一部改正を附議**する事を目標とする(既存で運営されている投資信託への影響などがあつた場合には、理事会において規則等の一部改正を決定した実施日より起算して6か月以上の期間で適切な経過期間を附す措置を講ずる事を併せて検討~【別紙1】「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正に関する意見募集について)。

2023年9月15日付投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」等の主な改正(強調下線は当コラム筆者)

(1)「投資信託等の運用に関する規則」の一部改正(案)

✓(新設)実質的に「**未上場株式等**」の持ち分に相当すると考えられるものを合算して、**投資信託財産の純資産総額の15%を超えてはならない。ただし、投資者保護の観点から、流動性の確保が担保できる措置及び受益者間の平等性に配慮するための措置(解約制限など)を交付目論見書又は投資信託約款へ記載することに加えて、交付目論見書をはじめとする契約締結前の開示資料中に未上場株式等への投資に関するリスクについて投資者への注意喚起を記載することなど、投資信託としての商品の特性に応じて、委託会社として必要と認められる措置を講じた場合(これらの措置については、投資信託の商品の特性により、15%以内で組み入れを行う投資信託においても、その必要性を委託会社において検討の上、委託会社が必要と判断する場合は措置を講ずるものとする。)**には、**15%を超えて組入れることができるものとする。**

(2)「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」の一部改正(案)

✓(新設)未上場株式等を間接保有する場合には、当該投資先が監査を受けていれば、この限りではない。

(3)「投資信託等の運用に関する委員会決議」の一部改正(案)

✓(現行「米国におけるピンク・シート銘柄、米国におけるOTCブリテンボード銘柄」を削除)未上場株式の範囲として指定されていた特定の銘柄に関する規定を削除。

(4)「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」の一部改正(案)

✓(現行「第一種金融商品取引業者等から提示される気配相場で評価し、計算日に気配相場が提示されない場合には、計算日の直近の日に提示された気配相場で評価するものとする。」などを削除)**未上場株式(上場予定株式を除く。以下同じ。)**の評価については、**公正価値測定を用いて時価で評価**するものとする。

✓日本版インターバル・ファンド

日本の投資信託協会は米国のオープンエンド・ファンド(ミューチュアルファンド)とインターバル・ファンドを参考に行っている様である。2022年7月11日付日本版ISAの道 その360で「『スタートアップへの投資』及び『個人金融資産及び

GPIF 等の長期運用資金のベンチャー投資への循環』を言う日本の政府も、ぜひ、米国のインターバル・ファンドや BDCなどを参考に、日本版インターバル・ファンド、日本版 BDCを検討してほしいものである。」(2022年7月11日付日本版 ISA の道 その

360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_290711_2.pdf)と期待していたものでも

米国の投信規則では、ミューチュアルファンドで非流動性資産(の公正価値)を純資産の 15%以下にしなければならない。

これは、「米国のミューチュアルファンド(除く MMF)及び ETF(除く現物交換 ETF)に対する流動性管理プログラム/Liquidity Risk Management Programs/LRMPs」にある「**通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず 7 暦日以内に売却や処分の出来ない可能性がある資産(illiquid investments/売却が難しい投資)は 15%以下**」にも一致する(現在 SEC が検討している投信改革案/mutual fund reform proposal「オープンエンド・ファンドの流動性リスク管理およびスウィング・プライシング; フォーム N-PX 報告/Open-End Fund Liquidity Programs and Swing Pricing; Form N-PORT Reporting」案でも 15%以下、2023年7月24日付日本版 ISA の

道 その 384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革!中国でも資産運用改革!公募ファンド運用業全面的改革法」米国では投信改革の前に MMF の抜本的改革」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_290724_3.pdf))

15%は米国の SEC/証券取引委員会が 1969 年に 10%としていたものを 1992 年に 15%へ引き上げたもの(クローズドエンド・ファンド

は公認投資家/accredited investors が 25,000 以上を投資する純資産の 100%まで非上場株式投資が可能であるが、それ以外はミューチュアルファンドと同様、15%以下、2021年8月30日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の

VC-PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!～英国の LTAF、EU の ELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型 CEF(DST、インターバル、エバークリーン)～」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_210830_2.pdf)) **15%**

を利用、未上場株式など非流動性資産をミューチュアルファンドに組入れ上場前後を跨いだクロスオーバー投資をする

る(2022年7月11日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_290711_2.pdf))

2022年11月2日現在

米国SEC/証券取引委員会の投信流動性管理プログラム(1940年投資会社法 規則22e-4/Rule 22e-4、規則22c-1/rule 22c-1)			
<p>●(2015年5月20日公表当初案に続く)2015年9月22日公表改正案は「流動性分類は6分類(1営業日、2営業日～3営業日、4～7日、8～15日、16～30日、30日以上)」。</p> <p>●2016年10月13日公表最終案は「流動性分類は4分類(Highly Liquid Investments, Moderately Liquid Investments, Less Liquid Investments, Illiquid Investments)」、「スウィング・プライシング/Swing Pricing」を選択出来る、「現物交換出来る ETF/「in kind」 exchange-traded fund(多くのETFが該当)を除く」、「流動性スコアを公表する」であり、純資産10%以上、以上の会社は2018年12月1日施行、純資産10%未満の会社は2019年6月1日施行。</p> <p>●2018年2月21日に施行が純資産10%以上、以上の会社は2019年6月1日に1年延期、純資産10%未満の会社は2018年12月1日施行に半年延期。2018年3月14日に流動性スコアは非公表に(プロコム決定)。</p> <p>●2022年11月2日公表改正案は「Highly Liquid Investmentsの10%維持」、「流動性分類は3分類(Less Liquid Investments&Illiquid Investmentsに含める)」、「スウィング・プライシングを義務付ける」、「ハード・クローズ/hard closeを要求する1)など(2023年2月27日付日本版ISAの道 その375「世界のファンド(含むMMF)流動性管理 米国の投信改革案も米国の資産運用制度改革案も、スウィング・プライシング! 未上場株/VC-PE投資は流動性管理と共に」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_290227_2.pdf))。</p>			
<p>Highly Liquid Investments</p>	<p>Moderately Liquid Investments</p>	<p>Less Liquid Investments ⇒(改正案では)右の Illiquid investments</p>	<p>Illiquid investments /売却が難しい投資</p>
<p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず3営業日以内に現金化出来る資産</p> <p>※(改正案では)10%以上維持(デリバティブ取引の証拠金・担保を除く)</p> <p>*下限/Minimum(%)を設定、下限を下回った時の方針や処理を決定、下限を下回った時はファンド取締役会に報告</p>	<p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず現金化する事に3日超かかるが、7日以内の資産</p>	<p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず7日以内に売却や処分の約定が出来るもの現金化に7日超かかる資産</p> <p>⇒(改正案では)右の Illiquid investments</p>	<p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず7日以内に売却や処分の出来ない可能性がある資産</p> <p>⇒(改正案では)現金化に7日超かかる資産</p> <p>*15%以下⇒(改正案でも)15%以下</p> <p>*上限/Limitation(%)を設定</p> <p>上限を上回った時はファンド取締役会に報告(方法も含め)、30日以内に解決しない場合はファンド取締役会が判断</p>
<p>*ミューチュアルファンド(除くMMF、除くETF)は不安定な市場環境/unstable market conditionsで「スウィング・プライシング/Swing Pricing」を選択出来る(2018年10月13日)⇒(改正案では)義務付ける。設定・解約をする投資家の基準価額に売却コスト等を転嫁、既存投資家の希薄化/Dilutionを避ける(欧州では導入例も多い)。著しく影響を与える純流入・純流出の量～Swing Threshold/閾値/しきい値(いき値)～になったらスウィング・プライシングとする事が出来る⇒(改正案では)しなければならない。純流入の場合はスウィング・ファクター/Swing Factor を加えて基準価額を引き上げ、純流出の場合はスウィング・ファクターを引いて基準価額を引き下げる。スウィング・ファクターは最大値である2%以下で決め開示する⇒(改正案では)2%以下は撤廃。この閾値は毎年見直し、ファンド取締役会がその方針・手順を認可する必要がある。</p>			

※1: NAV/Net Asset Value...純資産総額で一株当たり純資産総額の基準価額は「per share NAV」だがNAVだけが基準価額を指す場合が多い。

※2: ストレステスト/健全性審査(市場激変時の機会に対して流動性が十分確保されているか)→2016年6月22日にFSB/金融安定理事会は欧米の規制当局に対し、資産運用会社を対象としたシステム全体のストレステストを実施する事や流動性が低い資産の保有を制限する新たな規則の策定を検討する事を求めている。

(出所: SEC/証券取引委員会より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

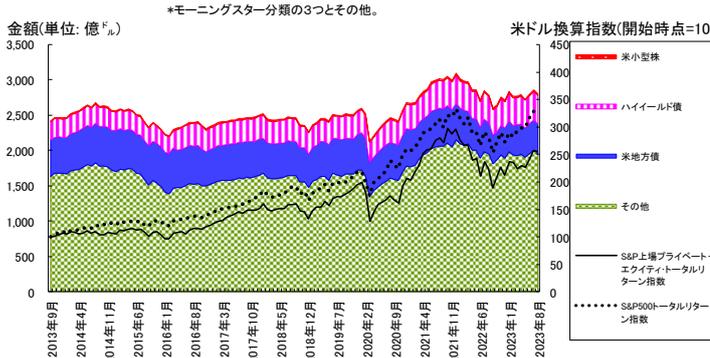
ただ、大規模資金需要のあるレイターのスタートアップで資金提供をよりたくさんするべく **15%を超えて非流動性資産(の公正価値)を組入れるなら、クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs を活用し、条件を満たす事で可能となる**(2021年8月30日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC-PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!～英国の LTAF、EU の ELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型

CEF(DST、インターバル、エバークリーン)～」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_210830_2.pdf)) **課題があり、CEF は新規株式公開/Initial Public Offering/IPO に一度だけの設定で、その後は上場する事で流動性の確保をするが、プレミアムやディスカウント/premium and discount(上場価格と基準価額の乖離)があり大幅ディスカウントもありえる**(2022年7月11日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！日本版インターバル・ファンド、日本

版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール～」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_290711_2.pdf))、(2022年7月25日付日本版 ISA の道 その 361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道

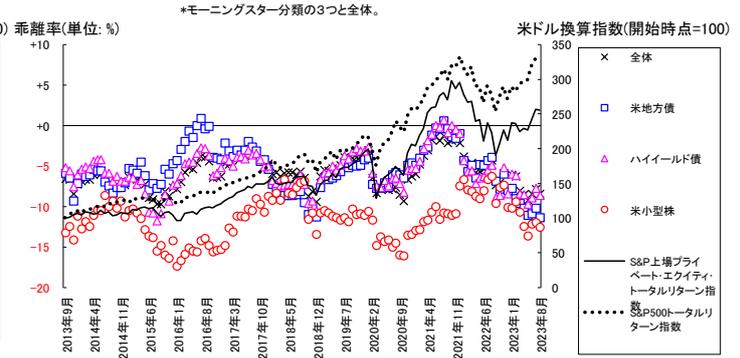
も～英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」(https://www.am.mf.jp/text/ohsiraes_290725_2.pdf))

米国籍米ドル建てクローズドエンドファンド/closed-end fundsの純資産(推計)の推移
(2013年9月30日 ~ 2023年8月31日、月次)



(出所: プルムハーフ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)

米国籍米ドル建てクローズドエンドファンド/closed-end fundsの乖離率(推計)の推移
(2013年9月 ~ 2023年8月、月次)

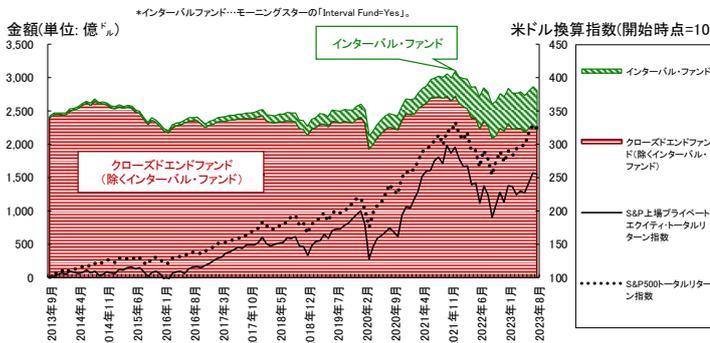


(出所: プルムハーフ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)

ここで非流動性資産投資にほぼフルインベストが出来(※四半期5%以上の解約を提供する事から最大95%)、クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs など上場ファンドで問題となるプレミアムやディスカウント/premium and discount(上場価格と基準価額の乖離)を無くして基準価額での設定・解約を可能とし、運用会社がファンドの需要増加から利益を得やすくするファンド、インターバル・ファンド/interval funds となり、拡大する事となる(2021年8月30日付日本版ISAの道 その340「投資ビッグバン! 欧米で長期の

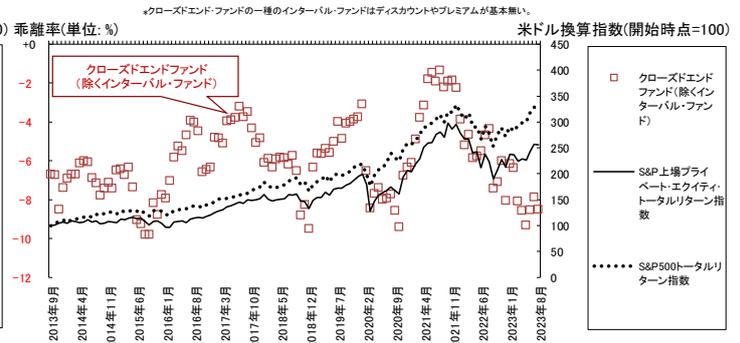
VC・PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!~英国のLTAF、EUのELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型CEF(DST、インターバル、エバークリーン)~」
日付日本版ISAの道 その348「プライベートはオープンよりクローズ?~世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズドエンド・ファンド/CEF? 米国では上場PEファンドのSPACや機関投資家が関心を持つCEF、英国ではインベスメントトラストやLTAF(オープンエンド・ファンドだがCEFに近い)、EUではクローズドエンド型ELTIF~」

米国籍米ドル建てクローズドエンドファンド/closed-end fundsの純資産(推計)の推移
(2013年9月30日 ~ 2023年8月31日、月次)



(出所: プルムハーフ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)

米国籍米ドル建てクローズドエンドファンド/closed-end fundsの乖離率(推計)の推移
(2013年9月 ~ 2023年8月、月次)



(出所: プルムハーフ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)

インターバル・ファンド /interval funds

ちなみに、インターバル・ファンド/interval funds とテnder・オファー・ファンド/tender offer funds(両者を合わせリテール・オルタナティブ・ファンド/Retail alternative funds)は1992年からクローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs とBDC/Business Development Company/ビジネス・デベロップメント・カンパニーに認められた。BDC/Business Development Company/ビジネス・デベロップメント・カンパニーは1980年から開始された中小企業と個人投資家との間のギャップを埋める会社型 CEFs であり、少なくとも70%を、投資会社ではない国内の民間企業(適格ポートフォリオ企業/eligible portfolio companies)、米国の未公開企業もしくは時価総額2億5,000万ドル未満の公開企業の資産に投資する事を要求されている(2021年12月27日付日本版ISAの道 その348「プライベートはオープンよりクローズ?~世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズドエンド・ファンド/CEF? 米国では上

場PEファンドのSPACや機関投資家が関心を持つCEF、英国ではインベスメントトラストやLTAF(オープンエンド・ファンドだがCEFに近い)、EUではクローズドエンド型ELTIF~」
道 その360「資産所得倍増プランだけでなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版BDCの道~米国SECプライベート・ファンド・アドバイザー・ルール~」

BDCはREIT/Real Estate Investment Trust/不動産投資信託と同様、債券発行などレバレッジを多用しており、ここが一般的な投資信託(ミューチュアルファンド、ETF、クローズドエンドファンド、ユニット・インベストメント・トラスト/Unit investment trusts/UIT)と違う(2020

年4月24日付日本版ISAの道 その303「新型コロナの中、米国でレバレッジ投信に史上最大の純流入! SECは「最善の利益規制」維持とレバレッジ投信の精査を発表! - SECも投信協会も個人投資家を保護する堅固な保護策が必要で一致。 - 投信のレバレッジ上限は旧来の1.5倍か、共和民主党SECの厳しいデューデリジェンス付きの3倍か。」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/obh/raae/300321.pdf>)o **テンダー・オファー・ファンドは裁量で解約が出来て**

(定期的でなくとも良くて、四半期5~25%などという制限も無く、解約の為に十分な現金確保も不要であり(後述のインターバル・ファンドを参照)、基準価額算出は通常、毎月もしくは毎四半期で良く(インターバル・ファンドは毎日もしくは毎週)、当初はインターバル・ファンドより拡大していたが、インターバル・ファンドよりもコスト高等であり、インターバル・ファンドが拡大していった

(2021年12月27日付日本版ISAの道 その348「プライベートはオープンよりクローズ? ~世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズドエンド・ファンド/CEF? 米国では上場PEファンドのSPACや機関投資家が関心を持つCEF、英国ではインベストメント・トラストやLTAF(オープンエンド・ファンドだがCEFに近い)、EUではクローズドエンド型ELTIF~」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/obh/raae/311227.pdf>)。2022年7月25日付日本版ISAの道 その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCTの道も~英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)~」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/obh/raae/220725.pdf>)o

インターバル・ファンドは3か月、6か月、12か月に1回などの解約が出来る(当該期間において発行済み投資口の5%~25%)。

SECの流動性管理でもクローズドエンドファンド/closed-end fundの一種で四半期に1度の換金に限られて(非上場の個人にも販売されているインターバル・ファンド/Interval fundsはSEC/米証券取引委員会の新しい流動性規則(p.13

の上の図表)に該当しない(2022年7月11日付日本版ISAの道 その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版BDCの道~米国SECプライベート・ファンド・アドバイザー・ルール」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/obh/raae/220711.pdf>)o

インターバル・ファンドのメリットは「**インターバル・ファンドは四半期などで発行済み投資口の5~25%までしか引き出せない為に解約殺到を抑制、希薄化を防ぎ、解約に間隔がある事で投資家が長期にリスクを平滑化する事を促す。**」

(2021年4月23日付IntervalFunds.org「Interval Funds vs. Closed-End Funds」~ <https://intervalfunds.org/insights/interval-funds-vs-closed-end-funds>)、**「投資家は、他の人が資金を引き出しているのを見ると、同じ事をしたくなり、結果、価値が低下し、より多くの売却が引き起こされる。インターバル・ファンドはパニックに陥った投資家全員が一気に解約する事を抑制する。」**(2021年5月28日付IntervalFunds.org

「Understanding Interval Fund Liquidity」~ <https://intervalfunds.org/insights/understanding-interval-fund-liquidity> <https://intervalfunds.org/insights/interval-funds-vs-hedge-funds>)である(2022年7月11日付日本版ISAの道 その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版BDCの道~米国SECプライベート・ファンド・アドバイザー・ルール」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/obh/raae/220711.pdf>)o

だが、メリットはデメリットともなる。「**インターバル・ファンドは長期的な資産保有に焦点を絞るという利点があるが、多くの投資家にとってなじみのない方法で資金を閉じ込める商品でもある。…(略)…。投資家は全体として、投資額の25%を超える資金を一度に回収することはできない。多くのファンドはインターバルごとに発行済み投資口の5%まで換金出来る。他の投資家が上限まで換金しなければ一度に全額を回収する事も可能だが、そうでなければ換金は何年もかかる可能性がある。…(略)…。インターバル・ファンドは次の換金スケジュールを発表すると同時に、それを賄うのに十分な現金を確保しなければならないが、そうした現金を確保する為に必要な日数は最低21日だ。だが金融市場が暴走すれば、数週間で多くのことが起こり得る。インターバルと言う言葉は中世の城壁の頂上に開いている亀裂を意味するラテン語からきている。その事を念頭に置く必要がある。亀裂の向こうへ足を踏み出す前に、リスク認識の武装を怠らないようにすべきだ。**」(強調下線は当コラム筆者、2016年11月4日付WSJ「The Trendiest Investment on Wall Street...That Nobody Knows About!」~

<https://www.wsj.com/articles/III-3008-5524>)となる。

このインターバル・ファンドのデメリットは、インターバル・ファンド構造(月次で純資産総額の2%、四半期で5%の上限あり)を持つ非上場REIT1位の「ブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト/Blackstone Real Estate Income Trust/BREIT」に今も起きている事が参考となる(公正価値測定/Fair Value Measurements等が出ている目論見書/prospectus等は <https://www.breit.com/non-us-investor/>)、2023年1月30日付日本版

ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」~ <https://www.am.mof.go.jp/text/obh/raae/220130.pdf>)o

BREITは2022年10月に解約請求が殺到(月次解約が2%を超えたが特例として全額の解約を認めた)、2022年11月30日以降は解約制限(“ゲート/gatesもしくはゲーティング/gating”)を実施、2023年8月まで10か月連続の解約制限をしている

(Notice to Stockholders - September 1, 2023 ~ <https://www.breit.com/non-us-investor/>)。BREITが問題を起こした訳ではなく、大きな解約理由として考えられているのは「**推定資産価値が高い、評価が市場の変化へ適応せず遅れている、つまり含み損がある**」と考える投資家が増え、その損が実現する前に資金を引き出そうとしている事である。

ブラックストーンは2023年1月3日に米カリフォルニア大学の投資部門 UC インベストメンツからの投資を受けるなど安心感を提供したが、解約制限時にどのような対応を取るか事前に準備しておく事が必要であろう(2023年1月30日付日本版ISAの道その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」~

https://www.ammf.jp/text/ohiraee_230130_3.pdf)。解約制限は米国のオープンエンド・ファンドでは対応不可だが、インターバル・ファンド構造は対応可となる(2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版BDCの道~米国SECプライベート・ファンド・アドバイザー・ルール」~ https://www.ammf.jp/text/ohiraee_220711_2.pdf)。

オープンエンド・ファンドも含め、解約制限や解約停止、スウィング・プライシング/swing pricing など流動性管理ツール/Liquidity Management Tool/LMTを利用する際の対応や準備を怠らない様にした

(2023年2月27日付日本版ISAの道その375「世界のファンド(含むMMP)流動性管理 米国の投信改革案も英国の資産運用制度改革案も スウィング・プライシング! 非上場株/VC・PE投資は流動性管理と共に」~ https://www.ammf.jp/text/ohiraee_230227_2.pdf)。「**非上場株/VC・PE投資は流動性管理と共に**」である。

✓インターバル・ファンドの評価の問題について

BREITの解約殺到の大きな理由である「推定資産価値が高い、評価が市場の変化へ適応せず遅れている」と投資家が考えてしまう事に深く関係するのが評価の問題である。日本では「**現行法令上、投資信託への非上場株式の組み入れは禁止されていないが、投資信託の健全な運用を確保する観点から必要な枠組みを整備する必要がある**。具体的には、投資信託協会において、非流動性資産である非上場株式の組み入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方(評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等)について、適切な枠組みを整備すべきである。」(2022年6月22日付金融審議会市場制度ワーキング・グループ中間整理~ https://www.fsa.go.jp/singi/singei_kinyu/tosh/20220622/houkoku.pdf)の通りである。

日本の投信は非上場株式を「気配相場」で基本的に評価するが、現状「気配相場」で評価可能な非上場株式は存在せず、一般の公募投信としてPEファンドは販売されていない

(2021年8月30日付日本版ISAの道その340「投資ビッグバン! 欧米で長期のVC・PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」~英国のLTAF、EUのELTIF(RAIF、SCSP)、米国の新型CEF(DST、インターバル、エバークリーン)~ https://www.ammf.jp/text/ohiraee_210830_2.pdf、2021年12月27日付日本版ISAの道その348「プライベートはオープンよりクローズ?」~世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクローズド・ファンド/CEF? 米国では上場PEファンドのSPACや機関投資家が関心を持つCEF、英国ではインベストメントトラストやLTAF(オープンエンド・ファンドだがCEFに近い)、EUではクローズド・エンド型ELTIF~ https://www.ammf.jp/text/ohiraee_211227_2.pdf)。そこで2023年9月15日に投資信託協会は「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」の一部改正(案)で「**未上場株式(上場予定株式を除く。以下同じ。)の評価については、公正価値測定を用いて時価で評価**」(2023年10月16日まで~ <https://www.toushin.or.jp/taitei/publiccomment/ichiran/22437/>)とした。

これも米国などを参考としており、米国の投信は非上場株式については取締役会が定めた評価手法/fair value methodologiesにより算出された公正価値で評価する

(2021年8月30日付日本版ISAの道その340「投資ビッグバン! 欧米で長期のVC・PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」~英国のLTAF、EUのELTIF(RAIF、SCSP)、米国の新型CEF(DST、インターバル、エバークリーン)~ https://www.ammf.jp/text/ohiraee_210830_2.pdf)。さらに米国では、2021年3月8日に施行されたSECの「**ファンド評価実務のフレームワークを近代化する/SEC Modernizes Framework for Fund Valuation Practices**」において、**市場価格/market quotationsを取引出来ない場合、ファンドの取締役会が「誠実な公正価値評価/fair value in good faith」を決定するが、これを(公正価値)の評価決定者/valuation determinationsに委託する事を認めた**(ファンドの取締役会が評価の責任を負う事を望まない)。

ファンドの取締役会に指名される評価決定者は、ファンドの運用をしている(フィデューシャリー・デューティーのある)投資顧問業者であるが(スポンサー/Sponsorとしてファンドを設立/資金を拠出、SECに投資顧問業者として登録、ファンドに受託者責任を負う業者でポートフォリオ・マネージャー/portfolio manager やサブ・アドバイザー/sub-adviser ではない者)、公正価値の評価をする場合に、プライシング・サービス/pricing services、ファンド・アドミニストレーター/fund administrators(一般的に投資顧問業者が兼任、バックオフィスとして事務所の提供、幅広い事務、SECや税金の報告などをする)、サブ・アドバイザー/sub-advisers、会計士/accountants、弁護士/counsel 等から助言を受ける事も可能である

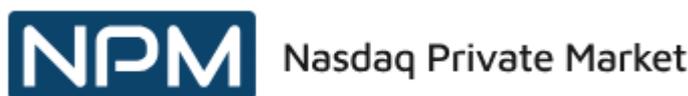
<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220725.2.pdf> , 2022年7月25日付日本版ISAの道 その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCTの道〜英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)〜」
<https://www.altimusfundsolutions.com/blog/best-practices-for-retail-alternative-funds-in-light-of-rule-2a-5/>)

米国にはミューチュアルファンド/mutual funds やETFと共にインターバル・ファンドのサポート(fund administration, fund accounting, transfer agent, and investor servicing solutions)をするUltimus Fund Solutions(<https://www.altimusfundsolutions.com/about-us/>)やiCapital(<https://www.icapitalnetwork.com/newsroom/press-releases/icapital-expands-product-set-and-global-footprint-ends-year-with-more-than-100-billion-in-assets-on-the-platform/>)の様な会社がある((2021年8月30

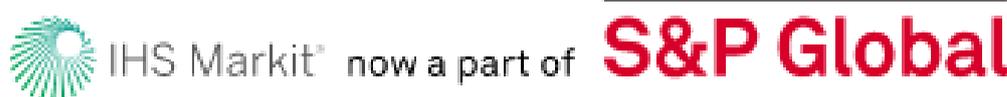
日付日本版ISAの道 その340「投資ビッグバン! 欧米で長期のVC・PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!〜英国のLTAF、EUのELTIF(RAIF、SCSP)、米国の新型CEF(DST、インターバル、エバークリー)〜」
<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)。ミューチュアルファンドのトランスファー・エージェント米最大であるSS&C Technologiesもインターバル・ファンドのサポートをしている(トランスファー・エージェントは2018年6月18日付日本版ISAの道 その226「日米新規設定ファンド最新動向〜米国でDOLフィデューシャリー・ルール向け投信のTシェア&クリーン・シェアは今? 次はSECルール向け投信へ、規制当局の動向が投信の新規設定に大きな影響を与えている。〜」の※2〜
<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.180818.pdf>)



最近では、ナスダック・プライベート・マーケット/Nasdaq Private Market/NPMも出来た。2021年7月20日に米取引所運営ナスダック/Nasdaqはテnderオファー/株式公開買い付け、オークション、ブロック取引など未公開株を取引出来るプラットフォームを分離・独立、シティグループ、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーなどからも出資を受けて独立企業とした(<https://www.nasdaqprivatemarket.com/>)。「機関投資家はユニコーン企業やそれより小規模な企業の株式を多額のコストを払う事なく売買出来るが、一般個人投資家はそうはいかない。プライベート・マーケットの為の独立プラットフォームとして、2年前にナスダックから分離独立したナスダック・プライベート・マーケット/NPMが機甲隊/cavalryになるかもしれない。NPMのトム・キャラハン/Tom Callahan 最高経営責任者/CEOは『数十億ドルを運用するベンチャー・キャピタリストなら、取引相手との交渉で有利な条件を引き出すだけの知識と資金を持っている。しかし、一般の個人投資家には、こうしたマーケットのメカニズムを理解する事は出来ないであろう。株式を売却する際に、覚悟しなければならぬ値引きや課される手数料は本当にとんでもない水準である/commissions that they're charged are really egregious.』と言う。」(2023年9月18日付Barron's「Private Markets Are Going Mass Market. Is That a Good Thing?」
<https://www.barrons.com/articles/private-markets-going-mass-market-9389789?mod=Searchresults>)



英国に本社を持つ情報サービス・プロバイダーのIHS マーケイト/IHS Markit(2022年2月28日に米国に本社を持つ、格付けやインデックス算出で有名な金融サービス企業であるS&P グローバル/S&P Globalと合併を完了、S&P グローバル傘下となっている)などもいる(2022年7月25日付日本版ISAの道 その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCTの道〜英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)〜」
<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220725.2.pdf>)



未上場企業の評価については、「International Private Equity and Venture Capital Valuations Guidelines」(IPEV ガイドライン)がある。これは未上場企業を評価するベストプラクティス(最良の事例)のガイド/best practice guideとされる。2005年12月に世界40か国のベンチャー・キャピタル協会により承認され、国際会計基準/International Financial Reporting Standards/IFRS や米国会計基準/Generally Accepted Accounting Principles/GAAP とも整合する内容(詳細は <https://www.privateequityvaluation.com>、2022年7月25日付日本版ISAの道 361「新しい資本主義における長期運用資金の

IPEV

International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines

ベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCTの道も～英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」 <https://www.ammf.co.uk/text/whitree-220725-2.pdf>)

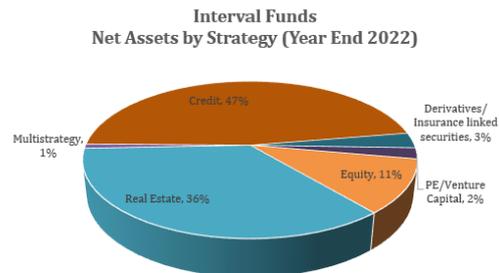
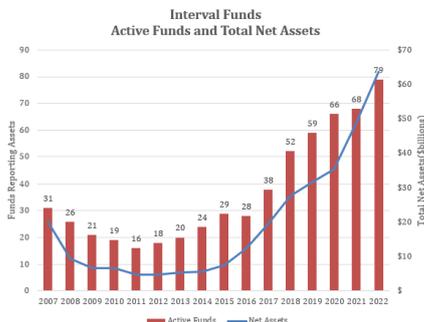
英国の例だが、次が参考となる。「英国籍の上場クローズドエンド・ファンドであるスコティッシュ・モーゲージ/Scottish Mortgage のプライベート資産保有および(スコティッシュ・モーゲージを運用する)ベイリー・ギフォード/Baillie Gifford のファンドの非上場エクスポージャーの評価は、独立した第三者のIHSマークイット/IHS Markitからの意見を取り入れる内部委員会/internal committeesによって実施されている。プライベート資産保有は3か月ごとに再評価され、非上場保有の3分の1は30日ごとに再評価される/private holdings are re-valued on a rolling-three-month cycle, with a third of the unlisted holdings valued every 30 days。価格のモニタリングはベイリー・ギフォードのプライベート・バリュエーション・チーム/Baillie Gifford's private valuations teamによって毎日されている。評価委員会/valuation committeeは、未上場企業を評価するベストプラクティス(最良の事例)のガイド/best practice guideであるIPEV『International Private Equity and Venture Capital Valuations Guidelines』2018年版を適用している。」(強調下

線は当コラム筆者、2022年7月25日付日本版ISAの道 361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAF、日本版VCTの道も～英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」

<https://www.ammf.co.uk/text/whitree-220725-2.pdf>)

✓米国のインターバル・ファンドの具体例

2023年2月14日付Interval Fund Trackerに次の様に出ていた。一部を引用する。「インターバル・ファンド/Interval fundsの純資産は2022年末に前年末比+29.8%増の635億ドル/約8兆3,261億円(1ドル=131.12円)となった。本数は前年末比+11本の79本。クレジットと不動産が最も急速に成長、クレジットの純資産は2022年末に前年末比+63.7%増の299億ドルと全体の47%を占め、不動産の純資産は2022年末に前年末比+61.3%増の226億ドルと全体の36%を占めている。



クレジットで(インターバル・ファンド)最も純資産が大きい『クリフウォーター・コーポレート・レンディング・ファンド/Cliffwater Corporate Lending Fund』は2022年末に前年末比+183%増の93.48億ドル、不動産で最も純資産が大きい(インターバル・ファンド)で2番目の『ブルーロック・トータル・インカム(プラス)REファンド/Bluerock Total Income (plus) RE Fund』は2022年末に前年末比+127%増の71.76億ドル。」(強調下線は当コラム筆者、2023年2月14日付Interval Fund Tracker「Interval Fund Market Keeps Setting New Records」～

<https://intervalfundtracker.com/2023/02/14/interval-fund-market-keeps-setting-new-records/>)

クリフウォーター/Cliffwater 社「クリフウォーター・コーポレート・レンディング・ファンド/Cliffwater Corporate Lending Fund/CCLFX」は 2018 年 3 月 21 日の設定で、初期最小購入単位/minimum initial investment は 1000 万^{ドル}/約 15 億円(1^{ドル}=145.54 円)、追加最小投資単位/minimum additional investment は 5000 ^{ドル}/約 73 万円、経費率/Total Fees & Expenses は年 1.63%で販売手数料/initial sales charge の無いプライベート・デット・ファンドである(2023 年 3 月 27 日

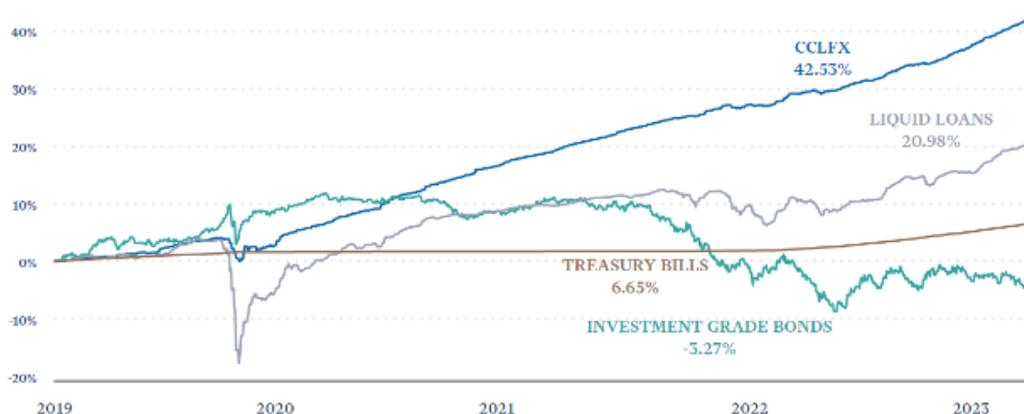
付 CLIFFWATER CORPORATE LENDING FUND PROSPECTUS Class I Shares CCLFX ~ https://cliffwater.com/files/cliffwaterfunds/data/pdfs/literature/CCLF_Prospectus.pdf)

投資は、**適格投資家が決められた時期に適切な方法で申し込んだ場合に認められるが、ファンドが拒否する権利を持つ。** 販売会社/financial intermediaries 経由の場合は、販売会社の口座/omnibus account の中の保有となり、別途、販売会社の手数料がかかる可能性がある(同)。ポートフォリオ・マネージャーはスティーブン・ネスビット/Stephen Nesbitt 最高経営責任者/CEO 兼最高投資責任者/CIO で(1953 年生まれの 69~70 歳、https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1733864/00013834420005717/j0005859_nesr.htm)、設定来年平均リターン+8.72%と言う好リターンもあり、2023 年 8 月末で 132 億^{ドル}/約 1 兆 9,211 億円(1^{ドル}=145.54 円)まで大きくなっている(<https://www.cliffwaterfunds.com/cclfx>)。

Historical Performance

Total Return Since Inception of CCLFX (as of August 31, 2023)

[PRINT PDF](#) [EXPORT DATA](#)



基準価額は毎日算出、分配は四半期。**四半期ごとの解約はファンドの総口数/fund shares outstanding の 5%以上 25% 以下(*25%より多い場合は比例配分/pro rata)で、解約申込/Notices of each repurchase offer は四半期ごとの解約要求締切日/Repurchase Request Deadline の少なくとも 21 日前までに行う必要がある。ファンドは解約要求締切日の 14 日後までに解約する基準価額を決定する。** 米国インターバル・ファンドは、一般的に解約は総口数の 5%~25%までで(*超える場合は比例配分/Pro Rata)、解約要求締切日の 21~42 日前である(2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなく

スタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道~米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール~ (https://www.am.mfci.jp/text/outline_200711_2.pdf)。クリフウォーター社は 2004 年に米カリフォルニア州創業で、120 人超の従業員、純資産は 960 億^{ドル}/14 兆円(1^{ドル}=145.54 円)のプライベート・エクイティ、プライベート・デット、ヘッジファンド、実物資産、不動産の会社である。

以上

三菱UFJ国際投信【投信調査コラム】日本版ISAの道 バックナンバー：
「 <https://www.am.mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱UFJ国際投信株式会社 商品マーケティング企画部 企画グループ
松尾 健治(kenji-matsuo@am.mufg.jp)、
窪田 真美(mami1-kubota@am.mufg.jp)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 当資料は日本版ISA(少額投資非課税制度、愛称「NISA/ニーサ」)に関する考え方や情報提供を目的として、三菱UFJ国際投信が作成したものです。当資料は投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料中の運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の実績であり、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、税金、手数料等を考慮しておりませんので、投資者の皆様の実質的な投資成果を示すものではありません。市況の変動等により、方針通りの運用が行われない場合もあります。
- 当資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 当資料に示す意見等は、特に断りのない限り当資料作成日現在の筆者の見解です。
- 投資信託は、預金等や保険契約とは異なり、預金保険機構、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券を投資対象としているため、当該資産の価格変動や為替相場の変動等により基準価額は変動します。従って投資元本が保証されているわけではなく、基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- 投資信託は、販売会社がお申込みの取扱いを行い委託会社が運用を行います。
- 投資信託をご購入の場合は、販売会社よりお渡しする最新の投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- クローズド期間のある投資信託は、クローズド期間中は換金の請求を受け付けることができませんのでご留意ください。
- 投資信託は、ご購入時・保有時・ご換金時に手数料等の費用をご負担いただく場合があります。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404号
加入協会：一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会