

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)、規制・監督の国際的調和!
米国では私募ファンド(プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等)に個人
が投資してファインダーが勧誘、確定拠出年金でも投資される方向に～

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

窪田 真美

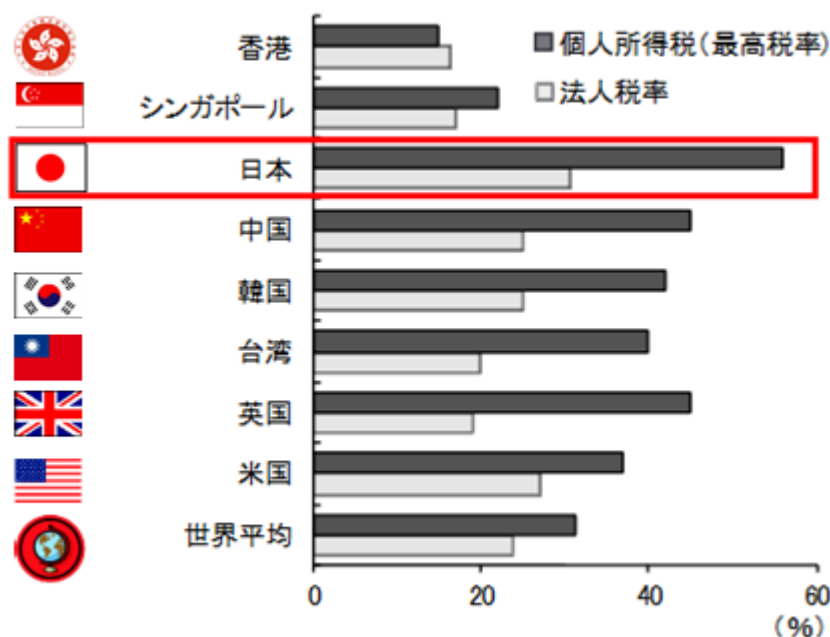
※三菱UFJ国際投信がお届けする、日本版ISAに関する情報を発信するコラムです。

国際金融都市構想～菅政権は香港に代わるアジアの国際金融拠点の設立を目指して、東京・大阪・福岡を競わせる～

日本で国際金融都市構想がメディアを賑わせている。菅政権が香港に代わるアジアの国際金融拠点の設立を目指して、東京・大阪・福岡を競わせると言う。「海外から専門知識を持つ高度人材を呼び込むため、減税措置や在留資格の特例制度を検討している。…(略)…。大阪はネット証券などを手掛けるSBIホールディングスと連携する。同社は香港事業の撤退を決め、大阪・神戸に国際金融都市をつくる計画を持つ。…(略)…。福岡は麻生太郎副総理・財務相の地元でもある。誘致の推進組織の会長には麻生氏の弟で、九州経済連合会会長の麻生泰氏が就いた。大阪を巡っては、自民党内に日本維新の会と首相の関係の深さを指摘する声もある。」(2020年10月13日付日本経済新聞朝刊「国際金融都市構想 首相、東京・大阪/福岡競わせる」～

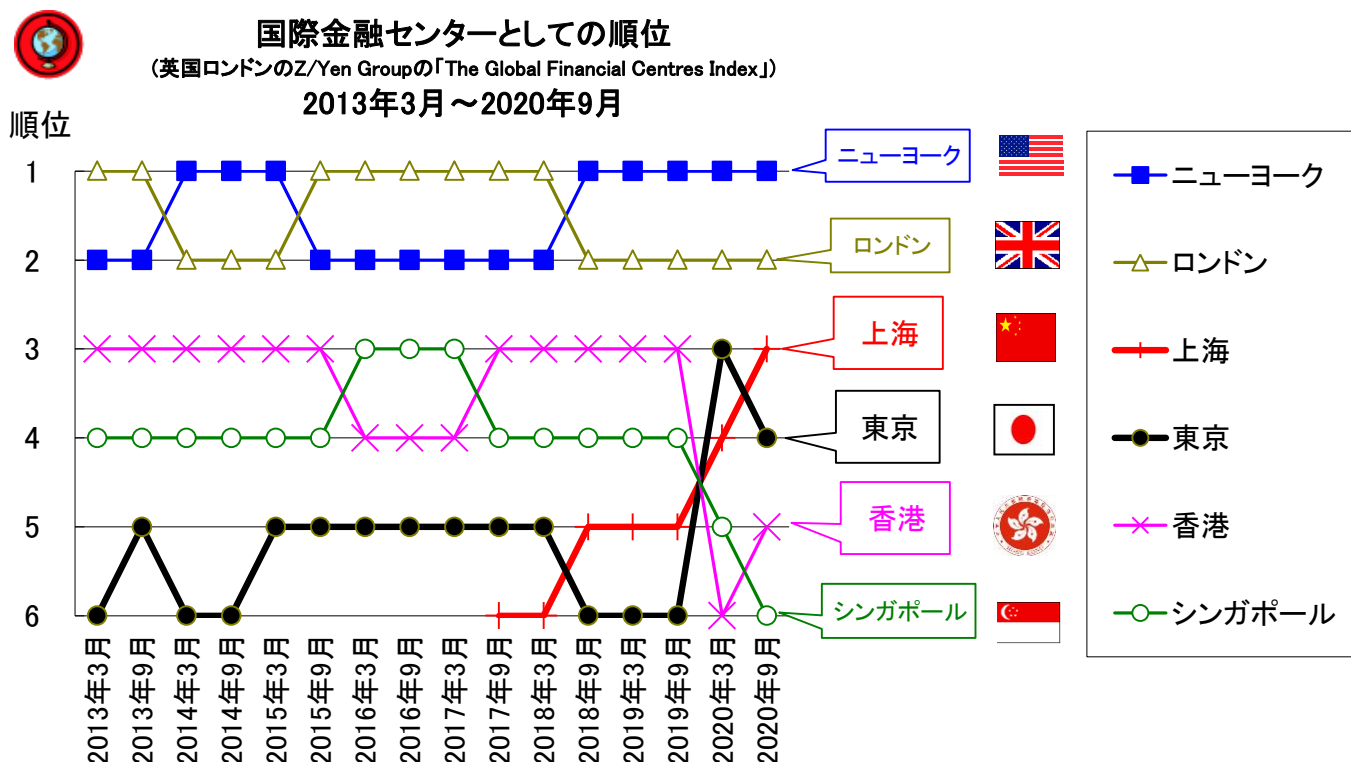
<https://www.nikkei.com/article/DGXMZO64821700Z01C20A0PP8000/>)、「元 JP モルガン証券副社長の中西氏は税制や国際・金融関係担当の財務副大臣に起用された。菅首相は税制上の措置や行政の英語対応などにスピード感を持って取り組む姿勢を示している。金融庁は、来日前の海外資産を相続税の対象外にすることや、非上場企業の業績連動役員報酬を法人税の損金算入の対象にする税制改正要望を提出した。ただ、東京証券取引所のシステム障害による終日売買停止への海外での関心が日本に比べて薄かったことを挙げ、『すごく厳しい現実があるのではないか』との懸念も示した。」(2020年10月9日付 Bloomberg「香港の代わりは日本、国際金融都市へ『メッセージ必要』-財務副大臣」～ <https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-10-08/QHPQTQDWRGG201>)などと報じられている。

＜所得税と法人税の比較(2019年)＞



(出所: 2020年6月26日付日本総研「懸念が高まる国際金融都市としての香港」～ <https://www.iji.co.jp/page/iso?id=36638>)

国際金融拠点として現状はどうか？ 2020年9月17日付NHK「ビジネス特集 最後のチャンス？ 国際金融都市への道」(<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20200917/k10012621201000.html>)で紹介された「イギリスのシンクタンクが半年ごとに発表している『国際金融センター指数』」である英国ロンドンのZ/Yen Groupの「The Global Financial Centres Index」は2020年9月25日に最新順位を発表している。それは「**1位ニューヨーク(←1位)、2位ロンドン(←2位)、3位上海(←4位)、4位東京(←3位)、5位香港(←6位)**」(後述※1参照)、5位シンガポールは(←6位)」である(後述図表及び※1参照、<https://www.longfinance.net/publications/long-finance-reports/global-financial-centres-index-28/>)。



(出所: Z/Yen Group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)

「8月には世界最大級の資産運用会社であるアメリカの『バンガード』が、事業戦略や拠点の見直しを理由に、東京からの撤退を表明したばかり。」(2020年9月17日付NHK「ビジネス特集 最後のチャンス？ 国際金融都市への道」～<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20200917/k10012621201000.html>)と言われている通り、2020年8月27日に米国1位の投信会社で世界2位の資産運用会社のバンガード・グループ/Vanguard Groupが香港及び日本からの撤退を発表、上海に経営資源を振り向けるものだった(後述※1参照、<https://www.vanguardjapan.co.jp/retail/articles/news-from-vanguard/20200827-press-release.htm>)。

その他、前述の中西財務副大臣の指摘通り、2020年10月1日に東京証券取引所が全銘柄の売買を終日停止して(1999年の取引のシステム化以降初めての事)、「個別株や金融商品では世界に見劣りしたとしても、高速取引にも対応した盤石なシステムが売りだったはず。国際金融都市への道はより一層険しく、菅政権にとっても悩みの種が増えた。」(2020年10月1日付日経 QUICK ニュース/NQN「東証、再開後は売りか 国際金融都市構想に暗雲も」～<http://www.nqn.co.jp/>)、「東京証券取引所で全銘柄の売買が終日停止した問題は、世界中から投資マネーを呼び込む使命を負った東京株式市場の信用に傷をつけた。東京を米ニューヨークやロンドンと並ぶ『国際金融都市』にする構想の実現も遠ざかる。」(2020年10月2日付産経新聞朝刊1面「『国際金融都市』信用に傷」～<https://www.sankeibiz.jp/macro/news/201002/eca2010020500004-n1.htm>)と報じられている。

「菅首相は税制上の措置や行政の英語対応などにスピード感を持って取り組む姿勢を示している。」(2020年10月9日付 Bloomberg「香港の代わりは日本、国際金融都市へ『メッセージ必要』-財務副大臣」～
<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2020-10-08/QHPQTQDWRGG201>)についても、高いハードルがあると言う。

2020年9月14日付週刊金融財政事情は「敵失でも現実路線に舵を切る日本の国際金融都市構想」という見出しで「国際金融都市構想は1990年代後半の金融ビッグバンの頃から掲げていながら、これまでに大きな成果を挙げることができていないテーマでもある。自民党は、その背景として指摘されてきた『税制』を抜本的に見直す構えだが、楽観視はできない。例えば、香港で個人所得に課される税率は最大で17%だが、日本では地方税を含めると最大で55%。資産運用などで生じた所得に対する課税も香港は非課税だが、日本では20%と高い。これらを香港と同等にまで下げることは政治的にも相当高いハードルになるとみられ、『税率を多少引き下げただけでは香港に太刀打ちできない』(政府関係者)。…(略)…香港には引き続き中国本土市場への玄関口としての地位があり、中国ビジネスに成長性があれば、香港を離れることは得策ではないからだ。」(<https://kinzai-online.jp/node/6776>)と報じ、2020年9月17日付NHK「ビジネス特集 最後のチャンス? 国際金融都市への道」は「国際金融都市への最大の壁として、常に立ちちはだかるのが『税制』の問題です。…(略)…しかし、財務省の関係者は『特定の人材を対象に減税することは、税負担の公平性に反する』と慎重です。『日本の所得税がシンガポールや香港と比べれば高いのは事実だが、中国や韓国、オーストラリアとはほぼ同等の水準だ』と反論します。さらに、新型コロナウイルスへの対応で財政状況が一段と悪化していることを考慮しますと、『減税』への道はなおさら険しそうです。」

(<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20200917/k10012621201000.html>)と報じている。

アジア各国の所得税率

NHK

	日本	シンガポール	香港	中国	韓国
課税所得 1000万円	33%	15%	17%	30%	35%
課税所得 3000万円	40%	22%	17%	45%	40%
課税所得 1億円	45%	22%	17%	45%	42%
金融所得 1億円	15%	非課税	非課税	20%	(利子・配当) 42% (株式譲渡益) 非課税

(出所: 2020年9月17日付NHK「ビジネス特集 最後のチャンス? 国際金融都市への道」～ <https://www3.nhk.or.jp/news/html/20200917/k10012621201000.html>)

※1: 日本(東京)と中国(上海)の国際金融センター構想…



日本(東京)の国際金融センター構想は「1990年代後半の金融ビッグバン」の頃から掲げていながら、これまでに大きな成果を挙げることができていないテーマでもある。」(2020年9月14日付週刊金融財政事情「敵失でも現実路線に舵を切る日本の国際金融都市構想」)とされている。2014年6月24日に政府が「経済財政運営と改革の基本方針2014」で「グローバル人材の育成及び多言語対応の強化等を行うほか、国際金融センターとしての東京市場の地位を確立するための施策を推進する。」と言い(<https://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/2014/decision0624.html>), 2016年11月11日に東京都(小池百合子知事)が「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(<https://www.metro.tokyo.lg.jp/tosei/hodohappyo/press/2016/11/11/06.html>), 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(<https://www.senryaku.metro.tokyo.lg.jp/gfct/>)。

一方、中国(上海)の国際金融センター構想は2006年11月27日に上海市が「上海国際金融センター建設に関する第11次5カ年計画」を発表、2009年4月14日に政府が承認、2019年1月31日に政府は「上海国際金融センター建設行動計画(2018～2020)」を公表、2020年までに国際金融センター整備を完成するとしている(CRI/中国国際放送局「上海市、2020年までに国際金融センターの整備をほぼ完成へ」～
<http://japanese.cri.cn/20190123/74904af8-6f3e-535a-ecce-f235ed43daff.html>)。

中国については、月刊「投資信託事情」2017年10月号<Strategic Vistas>「世界最大のオープンエンドファンド・シェア(除くETF)は中国の投信! 世界最大のMMFも中国籍の投信!! 中国の家計(金融)資産と投信残高から見て今後中国の投信残高が飛躍的に伸びる可能性あり!!!」(<https://ibbotson.co.jp/research/jitr/jitri/>)を参照の事。

こうした中、金融庁は、2020年8月31日に公表した金融行政方針(本文)p.15「市場の国際競争力」にある通り、「許認可や検査・監督プロセスの英語化や登録手続きの迅速化を進める。また、人材育成・税制・予算上の措置、関連するビジネス環境の改善等、海外金融機関等の受入れに係る環境整備の具体的方策を総合的に検討する。…(略)…。規制・監督を十分国際的に調和の取れたものとし、さらに、複数の国・地域当局からの複層的な規制・監督に服することによる弊害があれば、それを解決していくよう、海外当局との連携に取り組む。」(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/200831.pdf>)そうだ。

金融行政方針(本文)p.15「市場の国際競争力」には「国際金融都市は一極集中から多極連携型の道を辿る可能性が高いと考えられ、それぞれの中核的な都市が特色を持ちつつ相互に競争しあい補完しあうことが重要となる。」ともあるが、これについては「新型コロナウイルスの感染拡大により、グローバルに活動する金融機関では国をまたぐ社員の移動が制限された。たとえ現在のコロナ禍が終息しても、再び同様のリスクに備えたリスクマネジメントが不可欠となっており、『機能を集中させてきたビジネス拠点の在り方を見直していく』(金融関係者)という声は多い。多極連携型は、どんな状況でもビジネスが停滞しないよう拠点を分散させる『新常态』の構想といえ、『日本が目指す現実的な国際金融都市のかたち』(同)との評価も聞かれる。政府はこれまで、東京を国際金融都市構想の中核と位置付けてきたが、日本国内においても災害発生時などの『東京一極集中リスク』が懸念されることから、大阪を中心とする関西圏と福岡県も国際金融都市と位置付けて、海外金融事業者を呼び込んでいく構えだ。」(2020年9月14日付週刊金融財政事情「敵失でも現実路線に舵を切る日本の国際金融都市構想」)とされており、冒頭で述べた東京・大阪・福岡を競わせると言う事にも一致する。

投信の国際化～アジア地域ファンド・パスポート/ARFP はニュージーランドで初申請?～

日本(東京・大阪・福岡)の国際金融都市に関わる投信の国際化「アジア地域ファンド・パスポート/Asia Region Funds Passport/ARFP」の現状はどうか? ニュージーランドで初のパスポート・ファンド登録申請の作業中と言う(後述※2 参照)。ただ、「運用会社は全体に慎重で、国内で投信の認証手続きを開始したところはない。…(略)…。統一規格には課題も多い。言語や通貨が多様なアジアでは、目論見書などの説明資料の翻訳に手間がかかる。輸出に際して現地で販売する金融機関を探すことも容易ではない。…(略)…。海外の株式や債券の運用を外資に頼ってきた日本では、グローバルな運用体制を持った国内の運用会社は限られる。日本株投信だけでは大きな需要が見込みにくいなかで統一規格を活用する機運が盛り上がりにくい。」(2019 年 2 月 7 日付日本経済新聞朝刊「投信、アジアで今月から統一規格 運用には慎重、申請ゼロ」

～ https://www.nikkei.com/nkd/industry/article/?DisplayType=1&n_m_code=124&ng=DGKKZ040961100W9A200C1EE9000)とされている。

※2: アジアの 3 つのファンド・パスポート(ARFP, ASEAN CIS, MRF)…

「アジア地域ファンド・パスポート/Asia Region Funds Passport/ARFP」は、2010 年にオーストラリアが



APEC/Asia-Pacific Economic Cooperation/アジア太平洋経済協力(*)の財務大臣代理会合で ARFP 構想を提案した事に始まる(金融庁… <https://www.fsa.go.jp/inter/arfp/index.html>)。*APEC…オーストラリア、日本、韓国、ニュージーランド、タイ、フィリピン、シンガポール、マレーシア、インドネシア、ブルネイの 10 カ国に米国とカナダを加えた 12 カ国で初開催(オーストラリア)、その後、台湾と中国と香港、メキシコとパプアニューギニア、チリ、ペルーとロシアとベトナムが参加、太平洋を取り囲む 21 エコノミー/国・地域からなる(台湾と香港は国ではない)。

2015 年 9 月 11 日にオーストラリア、日本、韓国、ニュージーランド、タイ、フィリピンが参加表明文書に署名、2019 年 2 月 1 日にオーストラリアと日本とタイで開始され、2019 年 6 月 27 日にニュ



ージーランド、2020 年 5 月 27 日に韓国で開始が決まり、現在、オーストラリア、日本、韓国、ニュ

ージーランド、タイの 5 カ国の間でパスポート・ファンド/passport fund の登録申請受付中(韓国は 2020 年末までに受付可能～ <https://fundspassport.apec.org/>)。2020 年 5 月 28 日開催のアジア地域ファンドパスポート第 8 回合同委員会バーチャル会合/8th ARFP Joint Committee Virtual Meeting によると、ニュージーランドで初のパスポート・ファンド登録申請/first applicant for registration as a passport fund の作業中と言う

(<https://fundspassport.apec.org/8th-arfp-joint-committee-virtual-meeting-28-may-2020/>)。フィリピン、シンガポール、インドネシア、ベトナムは ARFP にオブザーバー参加しているが、シンガポールはマレーシアとシンガポールとタイが参加する「ASEAN CIS/Framework for the Cross-border Offering of ASEAN Collective Investment Schemes」を 2014 年 8 月から開始している(<https://www.theacmf.org/initiatives/collective-investment-schemes/framework-for-cross-border-offering-of-asean-collective-investment-schemes>)。

ARFP に中国は参加せず、ARFP とは別のファンド・パスポート制度「中国本土・香港ファンド相互販売制度/Mainland-Hong Kong Mutual Recognition of Funds/MRF」を進めてきた(<https://www.sfc.hk/en/About-the-SFC/Regulatory-collaboration/Mainland-China/Mainland-Hong-Kong-Mutual-Recognition-of-Funds>)。中国籍ファンドを香港で販売して香港の投資家を買ったり、香港籍ファンドを中国本土で販売して中国本土の投資家を買ったり出来るもので、2015 年 5 月 22 日に署名、2015 年 7 月 1 日に解禁され、2015 年 12 月 18 日に初の香港向け中国籍ファンド 4 本が承認されている。

ARFP については、月刊「投資信託事情」2016 年 3 月号<Strategic Vistas「2016 年に世界最大になりそうなアジア・太平洋の富裕層資産! アジア地域ファンド・パスポート/ARFP が中長期の日本の投信動向に大きな影響を与える可能性」を参照の事(<https://ibbotson.co.jp/research/jitr/jitri/>)。

金融行政の焦点は NISA や顧客本位から国際化へ!?

金融行政において国際金融都市構想も含め、国際化に焦点が移っている様に見える(後述※3 参照)。2020 年 9 月 30 日に金融庁が公表した税制改正要望も「1. アジアの金融ハブとしての国際金融センターの確立」が筆頭であった(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/sonota/20200930-2/01.pdf>)。2020 年 9 月 16 日に日本証券業協会等が公表した要望である NISA の拡充・利便性向上等(9 月 25 日付日本版 ISA の道 その 316~ https://www.am-mufj.jp/text/oshirase_200925.pdf)は「NISA 関連等の電子手続の簡素化だけとなり、日本証券業協会等の要望として NISA 関連より低い位置付けだった国際化関連が筆頭になった。」

2020 年 9 月 11 日には金融庁が金融審議会総会(会長: 神田秀樹学習院大院教授)を開催、麻生太郎金融担当相による諮問(「銀行制度等のあり方に関する検討」と「市場制度のあり方に関する検討」)を受けて、「銀行の業務範囲に関するワーキンググループ/WG(座長: 神作裕之東京大院教授)と国際金融センター化に関する WG(座長: 神田秀樹会長)の設定を決めた」(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/soukai/siryou/20200911.html)。「業務範囲 WG は菅首相、国際化 WG は氷見野良三長官のカラーがにじむ。…(略)…。市場 WG は事実上の解散となった。資産運用業界にとっては『重要情報シート』という大きな宿題を与えられたわけだが、これを一つの区切りとして、金融行政の焦点はいったん顧客本位から別の分野に移りそうだ。」(2020 年 9 月 28 日付ファンド情報「新政権の金融行政 地銀再編・国際化が浮上 顧客本位の推進は宿題に」~ https://www.r-ico.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_479633)と言われている(2020 年 10 月 12 日開催の国際化 WG「市場制度ワーキンググループ」及び重要情報シートについては後述)。この 2 つの WG 設定は 2020 年 8 月 31 日に金融庁が公表した金融行政方針にも一致する(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/200831.pdf>)。概要は次の通り(下線は三菱 UFJ 国際投信株式会社商品マーケティング企画部)。



令和 2 事務年度 金融行政方針

1. コロナと戦い、コロナ後の新しい社会を築く

第一に、新型コロナウイルス感染症への対応に取り組む。金融機関が金融仲介機能を発揮して、企業や家計をしっかり支えられるよう、行政としても万全を期す。あわせて、コロナ後の経済の力強い回復と新しい社会の建設に備えられるよう目配りしながら、対応を進める。

【コロナと戦い、経済の力強い回復を支える】

- 金融機関が、継続的に事業者の業況をきめ細かく把握し、資金繰り支援を適切に行えるよう支援するとともに、取組状況を確認していく。
- 金融機関による事業者の経営改善・事業再生支援等の取組状況を確認し、関係省庁とも連携し、必要なサポートを行う。
- 顧客・地域の再生に必要な業務を可能にするため、銀行の業務範囲等を見直す。

【コロナ後の新しい社会を築く】

- 新しい産業構造への転換を支えられる金融のあり方について検討を始める。
- デジタル技術により利用者の課題を解決し、付加価値を創出できるよう、規制上の制約の解消等に取り組む。
- 書面・押印・対面を前提とした業界慣行の見直しや、決済インフラの高度化・効率化を推進する。
- コロナ後の社会にふさわしい顧客本位の業務運営の更なる進展を目指す。
(金融商品を比較しやすくするため、顧客にわかりやすく手数料等の情報を提供する「重要情報シート」の導入等)
- サステナブル・ファイナンスに関する考え方の検討を進める。

2. 高い機能を有し魅力のある金融資本市場を築く

第二に、我が国の金融資本市場の機能を高め、アジアや世界における役割を高められるよう取り組む。地政学的なリスクなどが強まるなかで、日本市場は国際的なリスク分散にも貢献できる。我が国にも世界全体にも役立つ形で日本市場を発展させられるよう、知恵をしぼる。

- 海外金融機関・専門人材の受入れを促進するため、金融行政プロセスの英語化や登録手続きの迅速化を進める。税制を含めたビジネス環境の改善策を検討する。
- 企業がコロナ後の経済社会構造に向けた変革を主導できるよう、コーポレートガバナンス・コードの見直しを行う。
(デジタル・トランスフォーメーションの進展にどう対応するか等、企業と投資家の間での建設的な対話のあり方を検討)
- 成長資金の円滑な供給を図る観点から、取引所における市場構造改革の推進や取引所外の資金の流れの多様化など、我が国資本市場の機能・魅力の向上策を検討する。

3. 金融庁の改革を進める

第三に、「金融育成庁」として力を発揮できるよう、金融庁自身の改革を進める。コロナ対応を契機とした働き方改革を更に進化・定着させる。職員が自由闊達に議論し、イニシアティブを発揮できる庁風を築く。実態把握力や政策的な構想力の水準を高める。

- 行政手続きの電子化等を進めるとともに、金融行政の実効性・適時性を確保するため、データ分析力を向上させ、データ活用を推進する。

(出所: 2020年8月31日付金融庁の令和2事務年度金融行政方針 概要、下線は三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部)

～ https://www.r-i.co.jp/pension/products/fund/backNumber.html/#htmlContentId_479633)と言う。過去の「金融行政方針・金融レポート(過去の金融モニタリング基本方針、金融モニタリングレポートを含む)」を見ると、長官交代と共に様式もポイントも大きく変わっている。NISA、フィデューシャリー・デューティー、顧客本位の登場回数の変化もそれを示している様だ。

(出所: 金融庁のホームページより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

巻末の「本資料に関してご留意頂きたい事項」を必ずご覧下さい。

昨年の金融行政方針は 2019 年 9 月 9 日付日本版 ISA の道 その 279「金融庁の『金融行政のこれまでの実践と今後の方針』と税制改正要望には共に NISA 恒久化! その NISA でどのようなものに投資されてきたか～既存投資家(投信全体)、新規投資家(NISA 向けファンド)、そして、つみたて NISA 適格投信の投信フロー～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190909.pdf)を参照の事。

「(金融庁長官の)氷見野氏は国際的な金融規制の交渉に長く携わった国際派。 昨年には各国の金融当局などでつくる金融安定理事会(FSB)の常設議長に日本人として初めて就任した。」(2020 年 7 月 8 日付朝日新聞朝刊「金融庁長官に氷見野氏起用」～ <https://www.asahi.com/articles/DA3S14541000.html>)と言われていることから、「国際化 WG は氷見野良三長官のカラーがにじむ」(2020 年 9 月 28 日付ファンド情報)であり、「国際金融センターの確立」が金融庁の税制改正要望で筆頭となっているのであろう。

海外当局と連携、規制・監督の国際的調和!

2020 年 8 月 31 日に金融庁が公表した金融行政方針(本文)p.15「市場の国際競争力」には「規制・監督を十分国際的に調和の取れたものとし、さらに、複数の国・地域当局からの複層的な規制・監督に服することによる弊害があれば、それを解決していくよう、海外当局との連携に取り組む。」ともあった。これは現在既に進んでいる。

金融行政方針(本文)の p.12「顧客本位の業務運営」の「顧客本位の業務運営の更なる進展を目指す。 金融事業者には、金融商品の手数料や投資リスク、利益相反等を簡潔に記載した『重要情報シート』の活用により、商品を比較しながら顧客にわかりやすく提供することを促す。」とあるが、この「重要情報シート」は 2020 年 8 月 5 日に公表された金融審議会「市場ワーキング・グループ」(座長: 神田秀樹学習院大学大学院法務研究科教授)報告書(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20200805.html)に示される通り、欧州の「PRIIPs KID」と米国の「Form CRS」が参考となっている(後述※4 参照)。

また、「金融庁は金融機関による手数料目当ての回転売買を規制するよう監督指針に明記する。 近く意見公募を実施し、2020 年中にも改正する。 監督上の目線を明確にし、違反が見つかれば行政処分も含めて直ちに改善を求められるようにする。…(略)…。新しい指針では、手数料狙いの回転売買のほか、顧客の年齢や投資目的に対してリスクや手数料が高すぎる金融商品の購入を勧誘する行為なども不適切だと明示する。」(2020 年 9 月 24 日付日本経済新聞朝刊「回転売買規制を明記、金融庁、監督指針改正へ」～

<https://www.nikkei.com/article/DGXMZ064136690T20C20A9EE9000/>)と言うが、これは米国の「レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI」が参考となっていると思われる(後述※5 参照)。今後、連携をさらに強めるのであれば、英国のシェアクラス移換や米国の SCSD イニシアティブの様な事も日本で考えられる(後述※4 参照)。

※4: 海外当局との連携…



日本の「重要情報シート」は欧州の「PRIIPs KID」と米国の「Form CRS」を参考に行っている。 2020 年 5 月 18 日付日本版 ISA の道 その 305「日本の金融庁が検討する米国の投資アドバイザー(含む証券会社)向け「顧客関係の概要書面/フォーム CRS」! - 欧州の投信・保険会社向け「PRIIPs KID」は欠点があってミスリードと投信協会は言う - 米国の証券会社向け「レグ・ビー・アイ/Reg BI」は来月 6 月末が遵守日だが、訴訟も… - 米国の年金向け DOL/労働省フィデューシャリー・ルール、州フィデューシャリー・ルールは今」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200518.pdf)を参照の事。

2020年9月25日に金融庁が「顧客本位の業務運営に関する原則(2017年3月30日策定)」の改訂案で、【重要な情報の分かりやすい提供】に「顧客に対して販売・推奨等を行う金融商品の組成に携わる金融事業者が販売対象として想定する顧客属性」及び「(複雑又はリスクの高い商品の販売・推奨等を行う場合には、)顧客において同種の商品の内容と比較することが容易となるように配意した資料を用いつつ」を加えたが(p.5～6、

<https://www.fsa.go.jp/news/r2/singi/20200925.html>)、これは「(欧州の)MiFID II プロダクトガバナンス規制では、投資サービス会社/investment firms が投資プロダクトを組成する段階から始まる。まず潜在顧客属性の特定/potential target market identification である。」を参考になっている。2020年6月22日付日本版ISAの道 その309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国 VFM(AOV)評価と欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf)を参照の事。

尚、英国で投資家の同意無く投資家を同じファンドの、より安いコストのシェアクラスへ移換/conversion する Share classes conversions/シェアクラス移換と言うものがあり、これは米国 SEC/証券取引委員会の「シェアクラス・セレクション・ディスクロージャー・イニシアティブ/Share Class Selection Disclosure Initiative/SCSD イニシアティブ」に近く、「米国と英国の英金融監督当局は連携している様にも思われる。」(2020年9月17日付日本版ISAの道 その315「英資産運用会社のバリュー・アセスメント・レポート(AoV)」～https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200917.pdf)。詳細は、2020年6月22日付日本版ISAの道 その309「日本版資産運用業高度化の道～日本の金融庁が参考にする英国 VFM(AOV)評価と欧州 MiFID II プロダクトガバナンス規制の概要と影響・課題～」～https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200622.pdf)。

※5: 米国 SEC の回転売買/チャージング規制…



日本の金融庁が参考とする米国 SEC/証券取引委員会の「最善の利益規制/レギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI」は2020年6月30日に遵守だが、日本の証券会社や銀行にとっても重要な所は「限定的な期間で特定の証券もしくは特定の種類の証券を販売する事をベースにした営業コンテスト/sales contests や販売割当/sales quotas(日本のノルマ/norma～ロシア語～)、賞与や賞品/bonuses, and non-cash compensation が利益相反として禁じられている。」であろう(2020年5月18日付日本版ISAの道 その305 https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_200518.pdf)。

「販売目標が回転売買を誘発する可能性」(2020年9月28日付ファンド情報「オトナの『七五三』」)と言う通り、Reg BI は営業コンテストや販売割当(日本のノルマ)を禁じており、回転売買も禁じている。Reg BI には「既存の適合性義務/suitability obligation を強化した注意義務/duty of care を課し、ブローカー・ディーラー(証券会社や IFA 等)が個人投資家の最善の利益にならない一連の取引推奨(報酬)となる、いわゆる“回転売買/チャージング/churning”も含む。」とある(全 771 ページの 61 ページ～<https://www.sec.gov/rules/final/2019/34-86031.pdf>)。

回転売買/チャージング/churning は、ブローカー・ディーラー(証券会社や IFA 等)が顧客のアカウントで過剰な取引をしてトランザクション(取引)・ベース報酬/transaction-based compensation を増やす取引である。ただ、SEC はフィー・ベース報酬/fee-based compensation ならば良いとも言っていない。「フィー・ベース報酬が、“リバース・チャージング/Reverse Churning”の時もある。」とある(全 771 ページの 473 ページ)。リバース・チャージングは、チャージングの反対である。

「取引が(ほとんど)無いのにアドバイザー・フィーがかかるリバース・チャurning/Reverse Churningを増やす危険性があるかもしれない。 エドワーズ・ジョーンズ/Edward Jones は顧客の口座をフィー・ベース・アカウントにシフトしたのだが、同社は『ほとんど取引していない』と言う事で顧客から集団代表訴訟/class action suit をされた。」(2018 年 4 月 4 日付 InvestmentNews「DOL fiduciary rule sparks charges of reverse-churning」～<http://www.investmentnews.com/article/20180404/FREE/180409966/dol-fiduciary-rule-sparks-charges-of-reverse-churning>)と言う事もあるからだ。 禁止する利益相反を見つけると、SEC 及び FINRA/米国金融取引業規制機構は罰金や取引停止などの執行/enforcement をする。

さらなる詳細は 2019 年 12 月 16 日付日本版 ISA の道 その 291「金融庁が参考とする米国のレギュレーション・ベスト・インタレスト/Reg BI! 日本に同様の規則が適用されたら、衝撃度は米国の比ではない? 鍵は『執行(enforcement)による規制/ルール策定!!! 保険版フィデューシャリー・ルール『ベスト・インタレスト・レギュレーション 187』適用!!!」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_191216.pdf)を参照の事。

リバース・チャurningについては 2019 年 4 月 22 日付日本版 ISA の道 その 263「アドバイザーのフィーにサブスクリプション(リタイナー)・フィー!? 革新を生んだ『ウォール街のメーデー』に匹敵するシュワブの戦略～バンガード vs フィデリティ vs シュワブ～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_190422.pdf)を参照の事。

金融行政方針「資産運用の高度化」に「国際的に見て我が国における投資が進んでいないプライベート・エクイティ」とあり、日証協・自民党が非上場株・私募の投資規制緩和を

2020 年 8 月 31 日に金融庁が公表した金融行政方針(本文) p.15「市場の国際競争力」の次、p.16「資産運用の高度化」には「国際的に見て我が国における投資が進んでいないプライベート・エクイティ等のオルタナティブ資産や、我が国の資産運用業界における SDGs・ESG のあり方等についても幅広く調査・研究していく。」(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/200831.pdf>)とある。

その後、2020 年 9 月 16 日付日本経済新聞朝刊には「投資勧誘の自主規制緩和、日証協、非上場株で対象拡大。」と言う見出しで「日本証券業協会は非上場株式の発行や流通に関する自主規制の緩和に向け、証券会社が『プロ』の機関投資家以外にも投資を勧誘できる条件をまとめた。 **勧誘が可能な対象は上場会社や外国法人などとし、投資先の企業価値の評価ができる会社であることを条件とする。** 一定の知見がある企業に勧誘を可能にすることで、成長企業にリスクマネーを供給しやすくする。 日証協は証券業界の自主規制団体。 **現在、非上場株については証券会社が投資を勧誘する行為は原則として禁止し、銀行、保険など金融商品取引法が投資のプロと定める適格機関投資家への勧誘などだけを例外的に認めている。これを年内にも金商法などが定める『特定投資家』にも拡大する。**」(下線は三菱 UFJ 国際投信株式会社商品マーケティング企画部、

https://www.nikkei.com/nkd/industry/article/?DisplayType=1&n_code=122&ng=DGXMZO63879920V10C20A9EE9000)と出ていた。 2020 年 9 月 16 日に日本証券業協会がオンライン形式で開催した記者会見で、記者が「非上場株式の投資について伺いたい。 日証協では今回、一定の方針を示したと思うが、今後、金融庁でも議論していくことになっている。 現在は機関投資家やいわゆるプロ投資家が対象になっているが、今後、例えば中小企業のオーナーや、個人投資家に対象を広げていこうという意見や考え方が協会の中にあるのか。」と言う質問をして、鈴木茂晴会長(大和証券グループ本社顧問)は「非上場株式については、機関投資家だけでなく、自分である程度デューデリジェンスのできるような人は加わってもよいのではないかという議論を行っているところである。 そういった部分が、非上場株式の流動性に寄与してくるのではないのかということで、対象に加える検討を行っている。」と回答し、森本学副会長(2013 年まで金融庁総務企画局長)は「非上場株式の取引については、プロ投資家の市場を構築していくことが重要だと思う。 アメリカではプロ

投資家の間での非上場株式市場が相当発達している。日本の場合は適格機関投資家という制度があるが、これは非常に大きな投資家であり、いわゆるエンジェル投資家も入らないため、それ以下のところをどううまく切り取ってプロ投資家として区分し、適切な投資家保護を図った上で市場を形成していくのかがやはり課題だろうと思う。」と回答している(2020年9月16日付日本証券業協会「会長記者会見－2020年－」p.5・6～

https://www.jsda.or.jp/about/kaiken/kaiken_2020.html、<https://www.jsda.or.jp/about/kaiken/files/200916youshi.pdf>)。

また、2020年9月23日付日本経済新聞朝刊に「機関投資家向け金融商品、個人取引の要件緩和 自民提言」という見出しで「党経済成長戦略本部の新金融立国・金融機能再生プロジェクトチーム(小倉将信主査)が提言をまとめた。23日に麻生太郎財務相に手渡す。不特定多数が対象の公募に対し、私募は機関投資家などプロの適格機関投資家のみや50人未満の少人数などを対象に社債や株式などを扱う。個人が適格機関投資家になるには有価証券残高が10億円以上であることなど範囲が限られる。自民党はこうした要件を弾力的に運用できるように具体策を検討する。…(略)…ベンチャー企業が上場の選択肢を採らなくても投資家から幅広く資金を集めて企業の成長に結びつけられるよう、個人投資家に開かれた金融市場を目指す。非上場のベンチャー企業に1社あたり年50万円以下をインターネットで小口投資できる株式投資型クラウドファンディングについても、投資額上限の緩和を探る。」(<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ064116670S0A920C2PE8000/>)と出ている。

自民党も、日証協も、非上場株投資・私募投資の規制緩和と言う意味で一致するが、日証協は企業(適格機関投資家に該当しない大規模投資家)による非上場株投資・私募投資とある一方、自民党は個人による非上場株投資・私募投資とある所が違う。これについて日証協は「対象投資家の範囲に個人を含めることについて、賛成又は異論なしとの意見が多く寄せられた一方で、個人についてはデュー・ディリジェンス(以下「DD」という。)が可能かどうかの見極めが難しいことから現時点では対象に含めるべきでないとの慎重な意見も複数寄せられた。」(2020年4月15日付「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ第14回」～

https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/200415_gaiyo.pdf)と言っている。

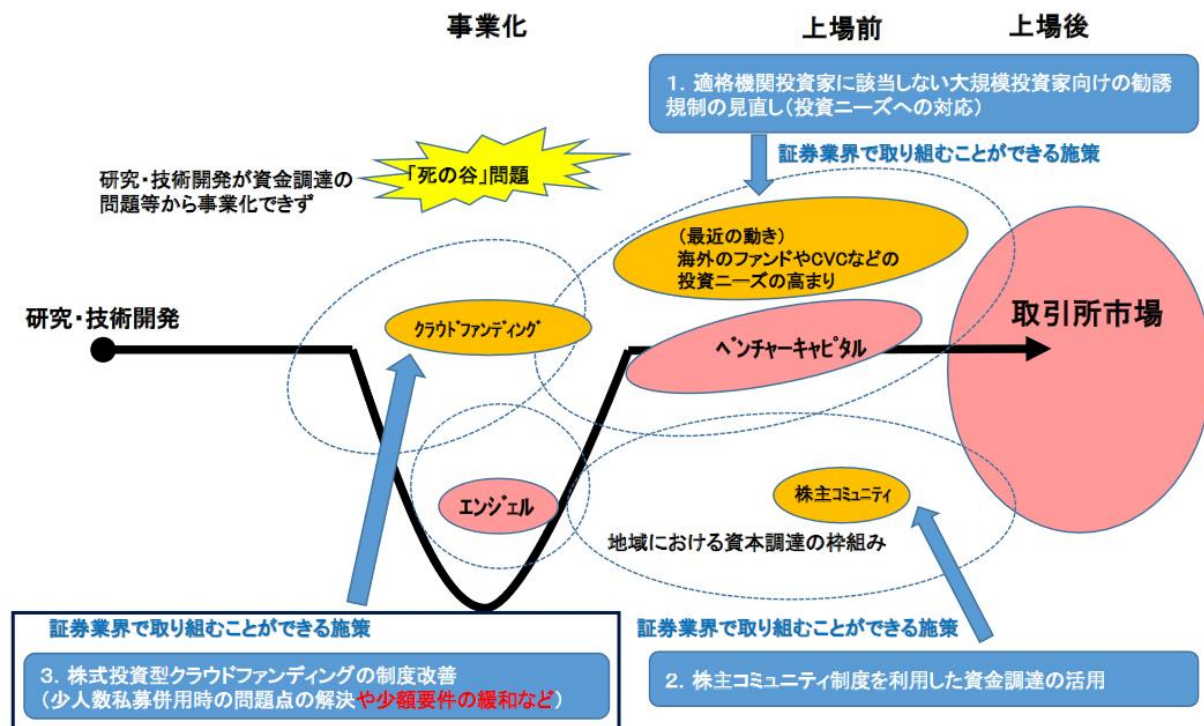
そして、2020年10月12日に開催された国際化WG「市場制度ワーキンググループ」(座長: 神田秀樹学習院大院教授)第1回の事務局説明資料2部はプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等に深く関わるものであった(後述※6 参照、https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20201012.html)。

どうして非上場株式投資なのかと言うと、「世界的に非上場株式投資への興味が急上昇 背景 1: 上場株式は競争が激しく+αの利益が取りにくい背景、2: ユニコーン銘柄のIPO成功事例が増加。」(2020年4月15日付「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ第14回」～ https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/200415_gaiyo.pdf)である。

非上場株投資と上場株式について日証協は次頁のイメージ図を作っている。これは2020年10月12日開催の「市場制度ワーキンググループ」第1回事務局説明資料(市場制度を巡る諸課題に関する検討)p.17でも使われている。会社のライフサイクルを示し、時間は左から右に向かっている。事業化で「死の谷」問題(*研究・技術開発が資金調達の問題等から事業化できず)が起きる事に対し「クラウドファンディングの制度改善」で対応していると言う事である。2015年5月29日に株式投資型クラウドファンディングは解禁されており、個人は非上場株に投資出来る(*年50万円までならば株式投資型クラウドファンディングも投資出来る～

<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucrowdfunding/seido/gaiyou/index.html>)。上場前から上場後に向かう所の「海外のファンドや

CVC(Corporate Venture Capitalists、企業の新規事業立ち上げ)などの投資ニーズの高まり」を「適格機関投資家に該当しない大規模投資家向けの勧誘規制の見直し(投資ニーズへの対応)」で対応していると言う事である。



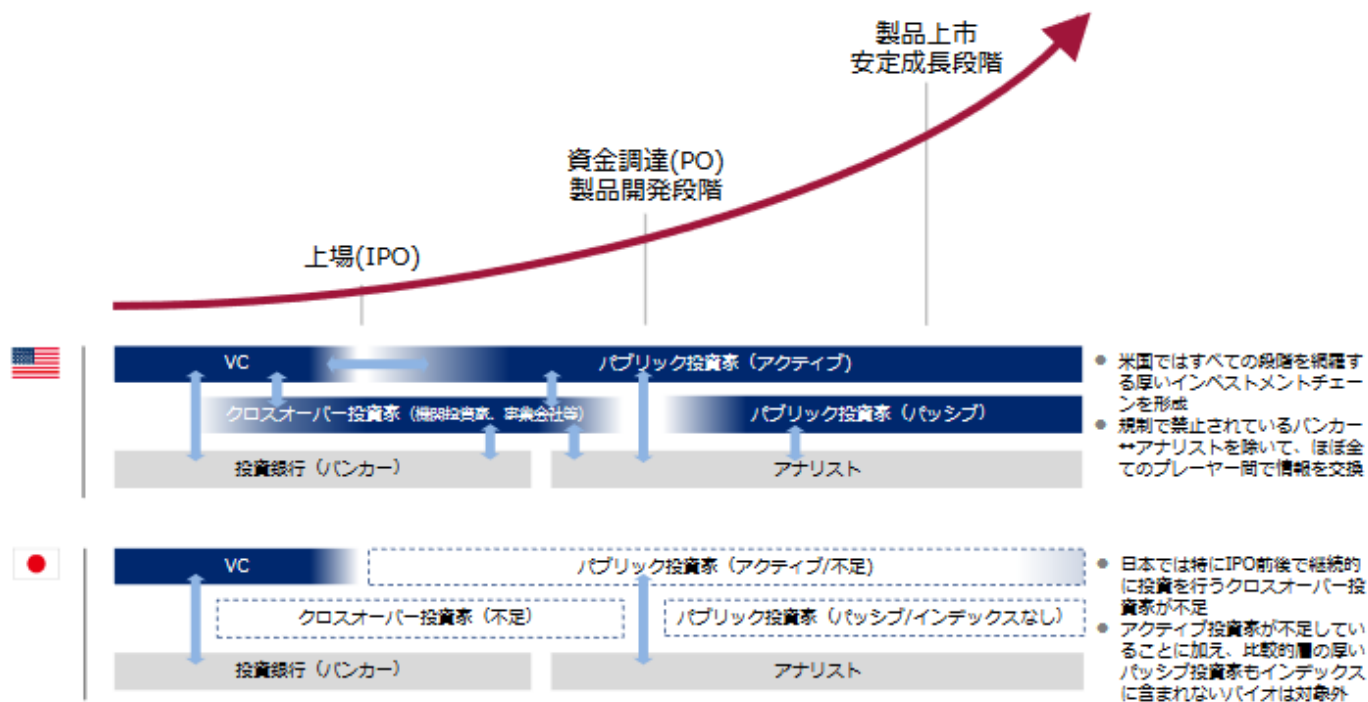
(出典) 第4回産業競争力会議・麻生金融担当大臣提出資料(平成25年3月15日)を参考に一部加筆

(出所: 2020年2月7日付「非上場株式の取引等に関するワーキング・グループ」第10回 p.2~ https://www.jsda.or.jp/about/kaigi/jisyukisei/gijigaiyou/200207_shiryo.pdf)

非上場株投資と上場株式については経済産業省も良いイメージ図を作っている(2018年4月27日初版・2019年7月18日付改訂版経済産業省「伊藤レポート2.0～バイオメディカル産業版～」～

<https://www.meti.go.jp/press/2019/07/20190718008/20190718008.html>)。

会社のライフサイクルを示し、時間は左から右に向かっている。

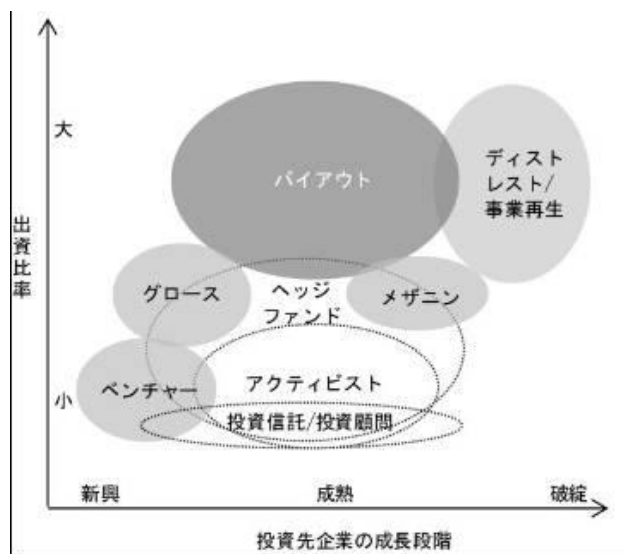


(出所) 経済産業省作成

(出所: 2018年4月27日初版・2019年7月18日付改訂版経済産業省「伊藤レポート2.0～バイオメディカル産業版～」～ <https://www.meti.go.jp/press/2019/07/20190718008/20190718008.html>)

米国ではすべての段階を網羅する厚いインベストメントチェーン(VC/ベンチャー・キャピタルから投信などのパブリック投資家まで)を形成している。日本ではVCの規模や投資額が大幅に小さい事に加え、新規株式公開/Initial Public Offerings/IPO 前後で継続的に投資を行うクロスオーバー投資家、アクティブ運用を行う機関投資家が不足していると言う事を示している。

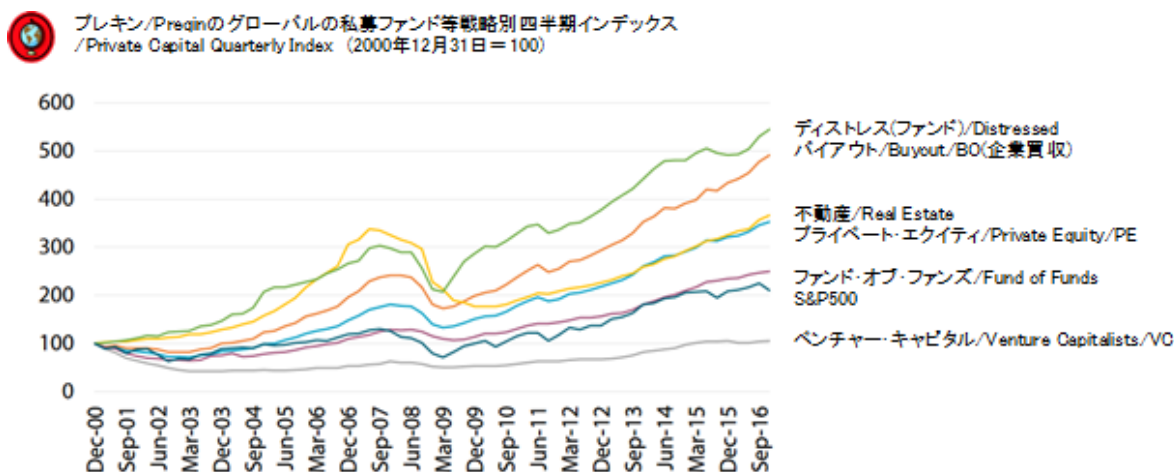
ベンチャー・キャピタル/Venture Capitalists/VC(*企業の新規事業立ち上げで使うCVC/Corporate Venture CapitalistsはVCの一種)は出ているが、金融行政方針(本文) p.16「資産運用の高度化」にあったプライベート・エクイティ/Private Equity/PEが出ていない。VCもPEも非上場株投資をし、投信などのパブリック投資家より積極的な経営関与をする所は似る。ただ VCが高い将来性や成長性を持った多くのベンチャー企業(創業期から成長期の段階の企業)を対象とするのに対し(高いリスクも伴う)、PEは少数の大手企業(成長期から成熟期の段階の企業)を対象とする事が多い(2015年10月10日付Key Differences「Difference Between Private Equity and Venture Capital」～ <https://keydifferences.com/difference-between-private-equity-and-venture-capital.html>)。PEは株主から過半数の株式を買い企業を買収、株主として積極的に経営に関与するバイアウト/Buyout/BO(企業買収)が多いが、経営破綻した企業の株式や債券を買い保有資産等を売却するディストレス(ファンド)/Distressed(Fund)もある。ただ、「Private Equity = Venture Capitalists + Buyout + Distressed 等」でもある。



(出所: 日銀レビュー「最近のプライベート・エクイティ・ファンドの増勢について」)

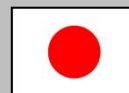
～ https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2018/data/rev18j01.pdf)

リターンを見たい。下記は英調査会社プレキン/Preqinのグローバルの私募ファンド等戦略別四半期インデックスで、PEのリターンの高さがわかる(VCはS&P500を下回る)。プレキンは2018年4月5日付日銀レビュー「最近のPEファンドの増勢について」でも引用されている(https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2018/rev18j01.htm/)。最新データ等さらなる詳細についてはプレキンのホームページを参照の事(2019年に日本オフィス開設～ <https://go-preqin.com/japan>)。



(出所: プレキン/Preqin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)

※6:「市場制度ワーキンググループ」とプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル…



2020年10月12日に開催された国際化WG「市場制度ワーキンググループ」

(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20201012.html)についてメディアは次の様に報じている。

「金融庁は12日の金融審議会『市場制度ワーキング・グループ(WG)』で、海外ファンドを日本に誘致する制度づくりの議論に着手した。従来よりも簡単な行政手続きで日本での業務を可能とする新たな仕組みを創設する案を示した。アジアの金融センターの香港が政情不安で揺れるなか、日本の国際金融都市としての地位向上を目指す。」(2020年10月13日付日本経済新聞朝刊「海外ファンド参入を促進、金融審、手続き簡素化議論。」
～ https://www.nikkei.com/nkd/industry/article/?DisplayType=1&n_m_code=126&ng=DGKKZ064897490S0A011C2EE9000)。

「金融庁は12日、金融審議会(首相の諮問機関)『市場制度作業部会』の初回会合を開催し、海外ファンド(資産運用会社)の誘致策などについて議論した。金融庁は、ファンドの顧客が主に外国の企業や海外在住の個人投資家である場合、参入手続きを簡素化する案を提示。政治情勢が不安定な香港からの受け皿となることを想定し、集中的に移転を促す。…(略)…。海外ファンド誘致に関しては、今後顧客に一部日本の投資家が入ることを認めるかどうかや、金融知識の豊富なプロ投資家に限定するかなど詳細を詰める。また、海外での活動実績や当局の監督状況を踏まえ、本登録前でも一定期間国内での活動を認める措置も検討する。」(2020年10月12日付時事通信「海外ファンドの誘致簡素化=銀行・証券連携に慎重論—金融審部会
<https://www.jiji.com/jc/article?k=2020101200803&g=eco>)。

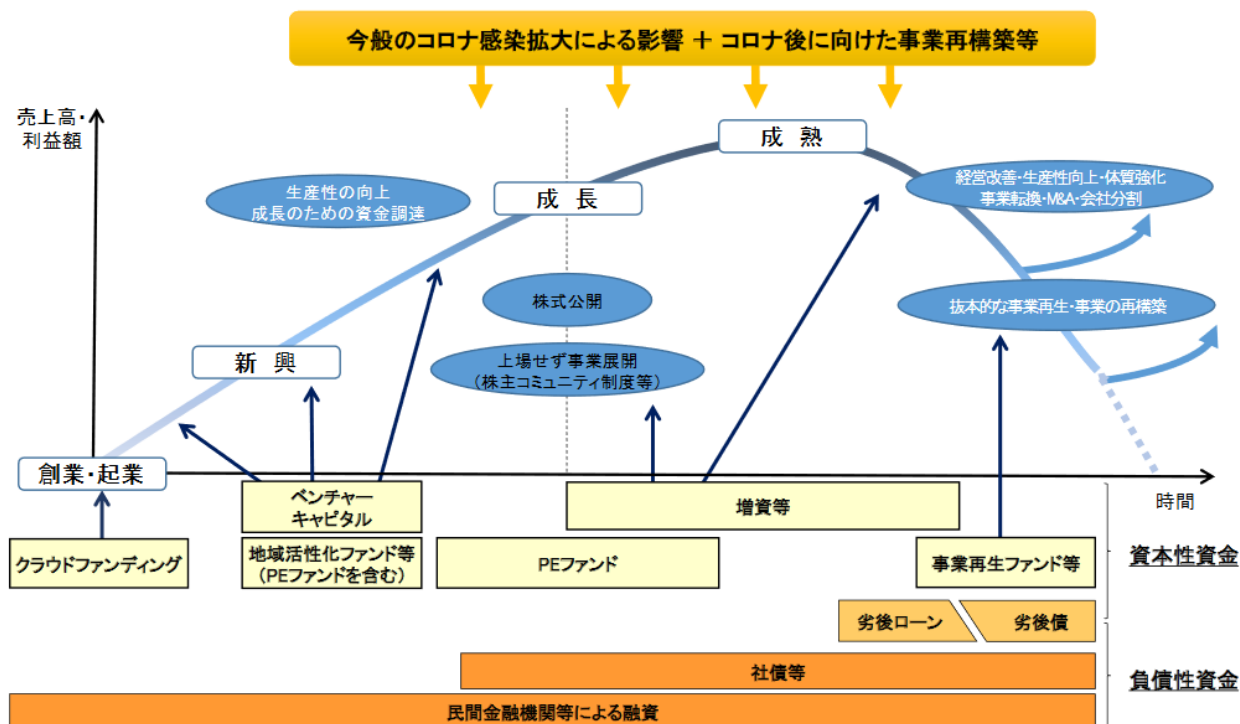
「金融庁の有識者会議は12日、金融市場の機能強化のための検討に着手した。銀行と証券会社との間の顧客情報の共有を制限する規制の存廃や、国際金融拠点の確立に向けた海外金融機関の誘致促進に必要な方策を議論する。…(略)…。現行の金融商品取引法は、同一グループ内の銀行と証券が顧客情報を共有することを、原則として事前に同意がある場合を除いて禁じている。…(略)…。日本が参考とした米国では規制緩和が進んで銀行業務と証券業務の区分はなくなっており、こうした制限はない。規制は日本独自のものとして残っており、欧米の金融グループと比べて競争条件が不利になっているとの指摘がある。」(2020年10月12日付KYODONEWS「銀証の規制、存廃議論へ 金融庁、競争力強化目指す」～ <https://www.kyodonews.jp/>)。

プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等とあまり関係無い様に見える。だが、「市場制度ワーキンググループ」第1回の事務局説明資料2部はプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等に深く関わるものである(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20201012.html)。

事務局説明資料(市場制度を巡る諸課題に関する検討)のp.7～13、15～17はプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等に深く関わるもので、メディアで報じられているものはp.18～20である
(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryu/20201012/03.pdf)。

資本性資金・負債性資金の供給

- コロナ後の経済社会の変化に応じた構造変革が、各企業にとって重要な経営課題となる。
- 企業の資金ニーズに応じて、**資本性資金と負債性資金のそれぞれが適切に活用されるよう、上場企業及び非上場企業にとって多様な資金調達手段が用意されている必要がある。**



9

(出所: 2020年10月12日付「市場制度ワーキンググループ」事務局説明資料(市場制度を巡る諸課題に関する検討)～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20201012.html)

事務局説明資料(主として海外の資金のみを運用する事業者の受入れ)のp.1～8、つまり、全体が私募の話である(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20201012/04.pdf)。

「市場制度ワーキンググループ」のオブザーバーは全国銀行協、会国際銀行協会、日本証券業協会、日本取引所グループ、野村證券、財務省、経済産業省、日本銀行、そして、日本プライベート・エクイティ協会と日本ベンチャーキャピタル協会が参加している(https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20201012/02.pdf)。

尚、事務局説明資料(市場制度を巡る諸課題に関する検討)のp.20にあるファイアーウォール規制については2016年11月14日付日本版ISAの道その163「トランプ大統領誕生による金融規制への影響～ドッド・フランク法(中核のボルカー・ルール)、グラス・スティーガル法、MMF規制改革、労働省(DOL)フィデューシャリー・ルールはどうなる?～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_161114.pdf)を参照の事。

米国では私募ファンド(プライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタル等)に個人が投資してファイnderが勧誘、確定拠出年金でも投資される方向に

先述した通り、日本で2020年8月31日に金融庁が公表した金融行政方針(本文)p.16「資産運用の高度化」に「国際的に見て我が国における投資が進んでいないプライベート・エクイティ等のオルタナティブ資産や、我が国の資産運用業界におけるSDGs・ESGのあり方等についても幅広く調査・研究していく。」(<https://www.fsa.go.jp/news/r2/200831.pdf>)

とあった。その後、日証協と自民党が非上場株投資・私募投資の規制緩和に向かう姿勢を示しており、日証協は企業(適格機関投資家に該当しない大規模投資家)、自民党は個人に言及していた。



(出所: 2015年10月10日付 Key Differences [Difference Between Private Equity and Venture Capital])

~ <https://keydifferences.com/difference-between-private-equity-and-venture-capital.html>)

実は米国では2020年8月26日、SEC/証券取引委員会はプライベート・エクイティ、ヘッジファンド、スタートアップ(新興)企業株式、その他の私募債・株式/private equity, hedge fund and start-up company shares, as well as other private placements に投資出来る「公認投資家/accredited investor」の定義を拡大する公認投資家ルール/accredited investor rule を3対2(*反対が2票で民主党委員の2人)で承認した(2020年8月26日付 SEC「Statement on Modernization of the Accredited Investor Definition」~ <https://www.sec.gov/news/public-statement/clayton-accredited-investor-2020-08-26> 、本文… <https://www.sec.gov/rules/final/2020/33-10824.pdf>)。

米国のSEC/証券取引委員会の委員/Commissioners 2020年8月17日現在

クレイトン/Clayton委員長(共和党寄り無党)	ロイズマン/Rolman委員(共和党)	ピアース/Pearce委員(共和党)
*1993年ロー・スクール卒の弁護士。	*米上院銀行委員会常務顧問で、その前は NYSE Euronextの弁護士。	*1997年ロー・ルール卒の弁護士。ジョージ・メイソン大学シンクタンク勤務。
		
2017年5月4日に就任。 2021年5月3日に任期終了だが 2022年12月まで延長可。	2018年9月11日に就任。 2023年5月3日に任期終了だが 2024年12月まで延長可。	2018年1月11日に就任。 2020年5月17日に再任。 2025年5月3日に任期終了だが、 2026年12月まで延長可。
総じて 規制緩和 (共和党的)	リー/Lee委員(民主党)	クレンショー/Crenshaw委員(民主党)
	*1997年ロー・ルール卒の弁護士。 2005年2月から2018年1月までSEC。	*1997年ロー・ルール卒の弁護士。 2013年からSEC。
		
2019年3月5日に就任。 2023年3月5日に任期終了 だが2023年12月まで延長可。	2020年8月17日に就任。 2024年8月5日に任期終了だが 2025年12月まで延長可。	
総じて 規制強化 (民主党的)	*大統領指名で上院承認(2013年11月21日以降、上院本会議の過半数で可)だが、その前に上院委員会での採決が必要で、採決は野党議員が少なくとも1人参加しないと成立しない。 *定員5人。同政党から選出出来る委員は3人まで。 -新たな規則を導入する時の採決で少なくとも3委員が賛成する必要がある。 *5年の任期終了(毎年8月3日)後も後任が来るまでの18ヵ月まで招かれてよい。	

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

*赤は共和党の党としてのカラー、青は民主党の党としてのカラー。

FINRA/Financial Industry Regulatory Authority/米国金融取引業規制機構の一般証券登録外務員試験「シリーズ 7」、統一投資顧問法試験「シリーズ 65」、私募証券外務員試験「シリーズ 82」に合格した人(*投信等だけの「シリーズ 6」は含まないが、将来、資格を再評価、追加の可能性)、ファンドに投資する民間ファンドの従業員、有限責任会社、家族事務所の従業員、少なくとも 500 万ドルの資産、インドの部族、認定投資家の配偶者を含むように拡大される。現在の規則では、個人の住宅を除いた純資産 100 万ドル以上または年収 20 万ドル以上だけであった(今後残るがインフレ調整せず)。認定された投資家ルールは、連邦登録簿に掲載されてから 60 日後に発効する。

SEC のクレイトン/Clayton 委員長(共和党寄り無党派)は「**個人は初めて収入や純資産に基づくだけでなく、確立された明確な金融の高度な知識/established, clear measures of financial sophistication に基づいて、私募マーケットに参加が認められた。**」と言った。SEC のピアース/Peirce 委員(共和党)は「**少なくとも‘あなたはリッチではないのでダメ/no, unless you’re rich’でなく、少なくとも教育に基づいて許可を求める道を人々に提供する。**」と言った。SEC のリー/Lee 委員(民主党)とクレンショー/Crenshaw 委員(民主党)が反対した。彼女達 2 人は「1982 年来 38 年間、個人の住宅を除いた純資産 100 万ドル以上または年収 20 万ドル以上と言う要件のインフレ調整をしておらず、将来、普通の投資家、特に高齢者が加わり、投資家の保護を侵食する。多くの私募は不透明で流動性が低く、詐欺行為が頻発している/opaque and illiquid and where fraud frequently occurs。」と言った。

下記は公認投資家/accredited investor として、FINRA のシリーズ 7、65、82 に合格した人に加えて、将来、追加の可能性があると思われる資格のアンケート調査結果である。「CFA 協会認定証券アナリスト/CFA…59.9%、公認会計士/CPA…19.4%、公認ファイナンシャルコンサルタント/ChFC…15.9%、税理士/Enrolled Agent(IRS)…4.8%」となっている(2020 年 9 月 17 日付 ThinkAdvisor「Who Should Be an Accredited Investor? Advisors Weigh In」～ <https://www.thinkadvisor.com/2020/09/17/who-should-be-an-accredited-investor-advisors-weigh-in/>)。



ThinkAdvisor
@ThinkAdvisor



QUICK POLL: Which title should be added to qualify as an accredited investor under @SEC_News' new definition?



227 votes · Final results

11:47 AM · Sep 9, 2020 · Twitter Web App

専門家の意見は次の通り。「米有力シンクタンクのケイトー研究所/Cato Institute(共和党寄り無党派)のシュルプ Schulp 女史は『SEC は、CFA、FINRA 試験/FINRA exams、その他の教育資格情報など、他の資格等を追加出来る事を考えている。ただ、私は近い将来、追加されるとは思わない。証券ライセンスを保有する人のアドバイスに頼る顧客/clients who rely on the advice of those professionals を締め出し続けている。』と言った。

IAA/Investment Adviser Association/米投資顧問業協会は、『拡大を喜んでいる。だが、SEC に登録する RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者と契約している自分の判断で出来る顧客/discretionary clients が含まれなかった事に失望している。』と言った。Exponential ETFs のバク/Bak 氏は『なぜシリーズ 7 とシリーズ 65 とシリーズ 82 が公認で、CFA や CAIA は公認でないのか?』と不満を口にした。CAIA 協会/CAIA Association のボウマン/Bowman 氏は『時代遅れの資産と所得と言う 2 つの要件から、教育を中心としたアプローチへの移行/shifting from the dated binary wealth and income test to a multi-factor approach centered on education は正しい。しかし、慣れていない個人投資家/unsophisticated retail investor を、適切な知識・技能無しに、大きな変動、不透明さ、高い手数料、特有の環境/wide dispersion, opaque, high fee, idiosyncratic bullpen without proper education に投げ込む事は、真のフィデューシャリー・デューティーの放棄と不均等である/derelict and at odds with true fiduciary duty。それゆえ、不明瞭で曖昧かつ穴の多い Reg BI/minted ambiguous and porous Reg BI の注意義務/standard of care を引き上げ、CAIA の様な専門職資格称号/professional designations をリストに追加する事を引き続き嘆願する。』と言っている。』(2020 年 8 月 26 日付 ThinkAdvisor「SEC's New Accredited Investor Definition Gets Mixed Response」～

<https://www.thinkadvisor.com/2020/08/26/secs-new-accredited-investor-definition-gets-mixed-response/>)。

「2020 年 8 月 26 日、SEC/証券取引委員会はプライベート・エクイティ、ヘッジファンド、スタートアップ(新興)企業株式、その他の私募債・株式/private equity, hedge fund and start-up company shares, as well as other private placements に投資出来る『公認投資家/Accredited Investor』の定義を拡大した。新しいルールでは、証券関連資格を保有しているか、その他の専門知識や経験を持つ人は、必要な資産や所得の基準を満たしていない場合でも公認投資家となる。SEC は公認投資家の追加にオープンと言う。IAA/Investment Adviser Association/米投資顧問業協会は、SEC に登録する RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者と契約している自分の判断で出来る顧客/discretionary clients を含める事を提唱している。IAA のバーンスタイン/Bernstein 氏は『RIA の顧客に対するフィデューシャリー・デューティー/fiduciary duty は顧客が私募マーケットに参加する良いシェルパ/Sherpas(ヒマラヤ登山者の道案内)になる事を保証する。アドバイザーによる啓蒙/sophistication で、顧客は自身の最善の利益と(RIA が考える)投資が出来る。未登録有価証券は公開に必要な開示を欠いていて、多くの場合、通常の投資よりも流動性が低く、リスクが高い。だが、ポートフォリオに追加する事で分散とリターンを追加出来る。』と言う。ライズ・ファイナンシャル・パートナーズ/Rise Financial Partners, のフロヒネック/Hlohinec 氏は『アドバイザーは自分の顧客が私募マーケットを航行する事を助ける/help their clients navigate the private markets 良い立場にある。アドバイザーは、競技場をならし、より多くのデュー・デリジェンスを行う必要がなされる事は必要ではある/require more due diligence be performed。アドバイズ・ウェルス・マネジメント/Advise Wealth Management のオーバーウェグ/Overweg 氏は『自宅に加え 100 万ドルの資産を持っている人や現在の要件である年間 20 万ドル以上を稼ぐ人を超えて私募マーケットへの参加を拡大する事を支持する。ほとんどの場合、顧客が私募を購入する事を勧めるだろう。その機会を持たせたい。必ずしも使用しなくても、より多くの選択肢を好む。』と言う。ただ、IPI ウェルス・マネジメント/IPI Wealth Management のホフ Hoff 女史は『私募マーケットへの参加決定は、ケースバイケースで行われるべき。答えは多くが‘いいえ/no’で、時々‘はい/yes’となろう。』と言っている。』(2020 年 9 月 2 日付 InvestmentNews「Advisers wary of becoming gatekeepers to private markets」～ <https://www.investmentnews.com/advisers-wary-becoming-gatekeepers-private-markets-196685>)。

公認投資家/accredited investor に関し、2020 年 10 月 7 日に SEC は公認投資家に対してのみ勧誘出来る「ファインダー/Finders」と言う仲介業者を創る案を 3 対 2(*反対が 2 票で民主党委員の 2 人)で承認した(2020 年 10 月 7 日付 SEC「SEC Proposes Conditional Exemption for Finders Assisting Small Businesses with Capital Raising」～ <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-248> 、本文… <https://www.sec.gov/rules/exorders/2020/34-90112.pdf>)。連邦官報に正式に公開されてから 30 日コメント期間/30-day comment period がある。

ファインダーは登録ブローカー要件/broker registration requirements～最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI を含む～が免除され、SEC 登録無しに中小企業資金調達をアシスト出来、取引ベースの報酬/transaction-based compensation が認められる。ティア I ファインダー/Tier I Finders とティア II ファインダー/Tier II Finders と 2 種類あって、資金調達の大きさで、ティア II ファインダー<ティア II ファインダー<登録ブローカーとなる。

注意義務/standard of care については、2019 年 3 月 25 日付日本版 ISA の道 その 260「米国では最善の利益、フィデューシャリー・デューティーの論争真只中!～SEC・共和党・証券業界・商工会議所等 vs 下院・民主党・民主党寄りの州(ニュージャージー州、ネバダ州、メリーランド州)～」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_190325.pdf)を参照の事。

ところで、2020 年 6 月 3 日に米国 DOL/労働省は確定拠出年金の 401(k)に PE を分散投資の選択肢として認めている(2020 年 6 月 3 日付 U.S. Department of Labor「Information Letter 06-03-2020」～

<https://www.dol.gov/agencies/ebsa/about-ebsa/our-activities/resource-center/information-letters/06-03-2020>)。

DOL は 2020 年 6 月 23 日に年金基金など受託者/フィデューシャリー/fiduciaries が ESG 投資を慎重に検討すべきと言う「インベストメント・デューティー・レギュレーション/investment duties regulation」提案を出している。

SEC も ESG ファンドの実態調査をし、「投資対象と合致したファンド名を義務付ける既存ルールを ESG ファンドが守る必要があるかどうか検討中だ。」と言って、DOL と共に ESG を推進しない事で連携している(2020 年 7 月 20 日付日本版 ISA の道 その 311「『資産運用業高度化プログ्रेसレポート 2020』～日本のパフォーマンスとファンド数と専用ファンド、欧州のプロダクトガバナンス規制、米国のインベストメント・デューティー・レギュレーション(DOL の ESG 規制)～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200720.pdf)。



(出所: 2020 年 6 月 24 日付 InvestmentNews「DOL proposal could chill the use of ESG in retirement funds」～ <https://www.investmentnews.com/dol-proposal-esg-retirement-funds-194444>)

以上は共和党主導のSECとDOLの話であり、**2020年11月3日の大統領・議会選挙で、民主党のバイデン/Biden 前副大統領が勝利、さらに、民主党が上院で過半数を奪回すれば、2021年以降、DOLもSECも民主党主導となっていくので、その時、見直される可能性は高い。**

個人はプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタルに投信を通じて投資出来る？

先述通り、日本では非上場株については投資のプロと定める適格機関投資家だけだが(緩和を検討中)、米国では従来より個人の住宅を除いた純資産 100 万ドル以上または年収 20 万ドル以上の個人が投資出来る。更に先述した通り、個人がプライベート・エクイティ/PE 及びベンチャー・キャピタル/VC など非上場株に投資出来るようになる。ただ日本でも個人は PE 及び VC に投信を通じて投資出来る(*年 50 万円までならば前述した株式投資型クラウドファンディング(2015 年 5 月 29 日に解禁)も投資出来る～ <https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucrowdfunding/seido/gaiyou/index.html>)。

個人がプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタルに投信を通じて投資する事については、日本では経済産業省の「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」資料(p.18 以降)がわかりやすい

(https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/bio_venture/011.html)。そこに、新規株式公開/Initial Public Offerings/IPO 前後で継続的に投資を行うクロスオーバー投資家について「(公募)投資信託中の非流動性資産として非上場株組入れ(非流動性資産制限:米国 SEC15%、日本規制無し)」と出ている。

「非流動性資産制限:米国 SEC15%」は SEC が純資産 10 億ドル以上の会社は 2019 年 6 月 1 日施行で、純資産 10 億ドル未満の会社は、2019 年 12 月 1 日施行とする「Illiquid investments/売却が難しい投資は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出来ない可能性がある資産は 15%以下」の事である(2020 年 5 月 26 日付日本版 ISA の道 その 306「コロナ禍でも日米投信の命運を握る金融当局 -日本: 日銀買入で ETF が投信の純流入や純資産の 4 分の 3 超! 金融庁の銀行開示変更も手伝い私募投信が減少!! -米国: FRB 買入でハイイールド債ファンドに過去最大の純流入! SEC の流動性管理で ETF 流入、ミューチュアルファンド、私募投信流出!!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200526.pdf)。



2016年10月13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年投資会社法に規則22e-4/Rule 22e-4を新設)				
「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」(2015年5月20日公表、2015年9月22日改正、2016年10月13日最終案で 現物交換ETF/In-Kind ETFsを除く 、純資産10億ドル以上の会社は2018年12月1日施行で、純資産10億ドル未満の会社は2019年6月1日施行 →「 流動性分類 」については各々 2019年6月1日施行で、2019年12月1日施行とする～2018年2月21日) スウィング・プライシング は2018年11月19日施行	流動性分類/Classification of the Liquidity(4分類/Four Liquidity Categories) *少なくとも毎月見直す～価格に大きな影響を与えず現金化出来るまでの日数による分類が基本(アセットクラスによる分類も可)～ 流動性スコアは2016年10月13日最終案は公表だったが、2018年3月14日に非公表に(パブコメ後に決定)。			
	Highly Liquid Investments	Moderately Liquid Investments	Less Liquid Investments	Illiquid investments /売却が難しい投資
	通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず 営業日以内に 現金化出来る資産 *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	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暦日超かかるが、7暦日以内 の資産	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 に売却や処分の約定が出来るものの現金化に7暦日超かかる資産	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 *15%以下 *上限/Limitation(%)を設定 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
	・ミューチュアルファンド(除くMMF、除くETF)が不安定な市場環境/unstable market conditionsで「スウィング・プライシング/Swing Pricing」を選択出来る。設定・解約をする投資家の基準価額に売買コスト等を転嫁、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。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・ファクターの最大値(基準価額の2%以下)を決めて開示する。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。			

※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だけで基準価額を指す場合は
※2: ストレステスト/健全性審査(市場激変時の換金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/金融安定理事会是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。

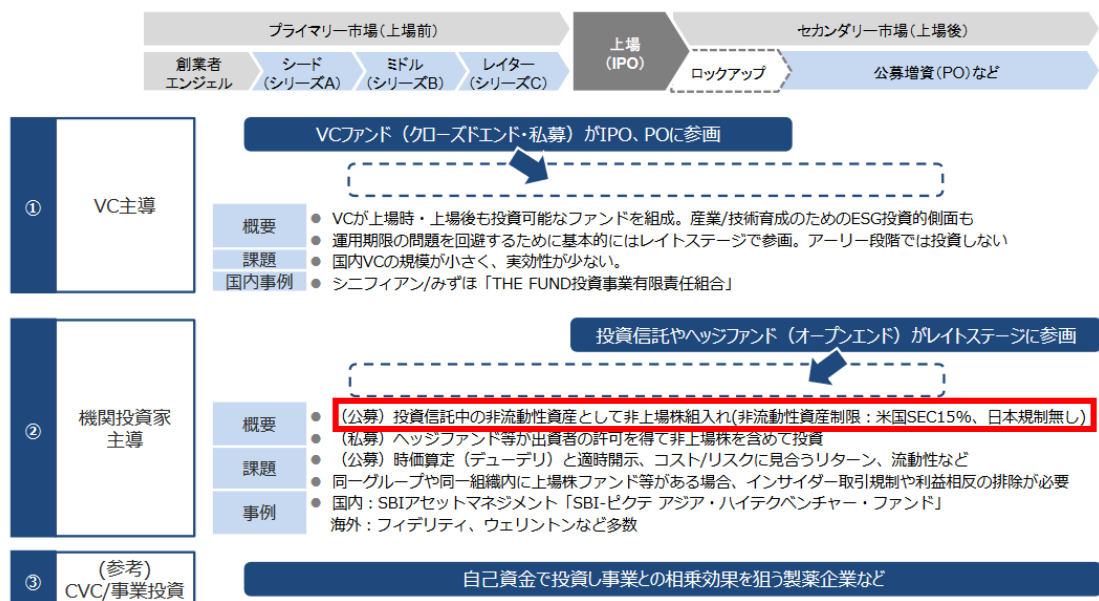
(出所: SEC/証券取引委員会より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「非流動性資産制限:日本規制無し」は以上の米国の規制に似た「IV 非流動性資産:売却可能日数が8営業日以上かかり、かつ顕著なマーケットインパクトが生じると合理的に判断されるもの」(非流動性資産…「未上場、未公開企業の株式で、売却先が容易に見つからないもの等を想定」)についての「投資信託等の運用に関する規則」が2022年1月1日から適用が開始される見込みである(<http://www.toushin.or.jp/publiccomment/ichiran/21920/>)。

クロスオーバー投資について

ファンドの組成過程によるクロスオーバー投資の類型化

- 米国などの例を踏まえると、クロスオーバーファンド組成については主に①～③の3つの形式が存在しているとみられる。日本でも一部のファンドで事例が存在する



出所: 各種ヒアリング・資料を基に経産省作成

18

クロスオーバー投資について

投資信託(オープン・私募)の過去の実施状況

- 日本においても投資信託(オープン・私募)型で、クロスオーバー投資家として機能するファンドが過去に組成されたが、様々なハードルからいずれも当初の目論見通りには機能しなかった背景がある

これまで日本でバイオ含む未上場株式への投資を実施(を検討)した投資信託(公募)

	商品例	概要
鎌倉投信	結い2101	・ 鎌倉投信が考えている「いい会社」であれば、上場・非上場を問わず投資 ・ 非上場会社に対して株式を通じた当時に試みたものの、流動性・投資家保護の観点で断念し、結果的に社債を通じて投資していると考えらる
イー・トレード証券(現: SBI証券)	SBI グローバル・セレクション・ファンド/SBI ボンド&プライベート・エクイティ・ファンドIII	・ 50%超は、固定および変動金利グローバル債券ならびに証券化商品、30%以下を国内外の未上場未公開株、20%以下を国内外の上場株式に投資 ・ 未公開株式運用部分は、主に、直接、またはSBIアセットマネジメントが運用する日本の私募投資信託を通じて間接的に取得される日本および外国会社のレイター・ステージ未上場未公開株式に投資 ・ 公募の投資信託資金に資金調達を求める未公開企業を見つけることが困難で、運用の継続が受益者にとって最大の利益とはならないと判断し、2017年に早期償還(償還価格: 6,537円47銭)
SBIアセットマネジメント	トランスサイエンス未公開株ファンド	・ 主にバイオテクノロジー、ヘルスケア・医療領域における未公開会社のうち、レイター・ステージの未公開会社への株式投資を行い、キャピタルゲインを追求するファンド(8銘柄を組み入れ) ・ 特定のベンチマーク及び参考指数等は不採用 ・ 2017年繰り上げ償還(償還価格: 3,803円10銭)

日本での過去事例を踏まえた課題

時価算定(デューデリ)と適時開示、コスト/リスクに見合うリターン 等

出所: 各社HP等を基に経産省作成

19

(出所: 2020年8月6日付経済産業省「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会事務局資料」～ https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/bio_venture/pdf/010_05_00.pdf)

日本では上記に関連して「SBI アセットマネジメントはピクテ投信投資顧問と組み、日本やアジアの未公開株を組み入れた公募投資信託の運用を始める。クレディ・スイスを通じ、外国籍投信として7月29日に設定する。SBIによると、同様の商品は国内ではこの投信だけになっているとしている。…(略)…。未公開株を組み入れた投信はかつて存在したが、償還などで現在は残っていないとしている。購入時期は7月7日から10月29日まで。未公開株の選定や組み入れには時間がかかるため、2021年10月末までは原則として売却できない。」(下線は三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部、2020年6月24日付日本経済新聞電子版「未公開株組み入れの投信設定 SBI、ピクテと共同で」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXMZ060728190U0A620C2EE9000/>)と報じられている。

米国では個人がプライベート・エクイティ及びベンチャー・キャピタルに投信を通じて投資出来る事については、5年以上前の報道であるが、次の報道がわかりやすい。「有望だがプライベートな企業への投資機会をうかがっているのはベンチャー・キャピタル/Venture Capitalists/VCだけではない。新規株式公開/Initial Public Offerings/IPOを待たずに後期末未公開株投資/late-stage private investmentsを選択するミューチュアルファンドが増えている。非上場企業持ち分を有するファンド/funds with stakes in privately held companiesはフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investmentsが『フィデリティ・コントラファンド/Fidelity Contrafund(ティッカー: FCNTX)』等40本、T.ロウ・プライス/T. Rowe Price Group(ティッカー: TROW)が『T.ロウ・プライス・グロース・ストック・ファンド/T. Rowe Price Growth Stock fund(ティッカー: PRGFX)』等10本強。その他、ブラックロック/BlackRock(ティッカー: BLK)、フランクリン・リソーシズ/Franklin Resources(ティッカー: BEN)、バンガード・グループ/Vanguard Group等も非上場企業を持っている。…(略)…。全米ベンチャー・キャピタル協会/National Venture Capital Association/NVCAによると、ベンチャー資金調達/venture financingからIPOを実施するまでの期間中央値は2000年に3.1年だったが2013年には7.4年となっている。その為、現在の非上場新興企業/private start-upsの多くは実証されたビジネスモデルと経験豊かなリーダー、監査済み財務諸表、そして、多くの場合、収益の実績がある。…(略)…。『T.ロウ・プライス・ニュー・ホライズン・ファンド/T. Rowe Price New Horizons fund(ティッカー: PRNHX)』を運用するエレンボーゲン/Ellenbogen氏は、2009年にツイッター/Twitter(ティッカー: TWTR)に投資した。2013年11月6日のIPO(26ドル)の4年近く前。…(略)…。T.ロウ・プライス/T. Rowe Priceの株式部門ヘッドのストロムバーグ/Stromberg氏は『IPOまで待っていると会社の成長サイクルの重要なステージを逃す可能性がある。』と言う。…(略)…。もちろん、流動性の欠如と言った問題はある。評価価格の決定も課題の一つである。ストロムバーグ氏は『保有銘柄の評価価格の決定を日々行うにはしっかりしたシステムを持っていないといけない。』と言う。…(略)…。ベンチャー・キャピタルと異なり、投資先の経営に介入しないが、多額の資金に加えて何がしかの意見は持ってくる。フィデリティは四半期報告や決算説明会を投資の条件としており、これは大舞台に立つ前のリハーサルに当たる。」(2015年3月21日付Barron's「Betting on Private Companies」～ <https://www.barrons.com/articles/SB52018153252431963983004580522112949590150>)。

ツイッター/Twitter(ティッカー: TWTR)株は2013年11月6日に新規株式公開/Initial Public Offerings/IPOを26ドルでしている。2013年10月24日の届け出時点予想は17～20ドルだった。過去最高値は2013年12月27日の74.73ドル。ただその後下落、2016年5月27日に13.725ドルまで付けている。そして、2020年9月30日現在44.50ドル。

また、去年2019年、「バンガード・グループ/Vanguard Groupがプライベート・エクイティ/PE数社と提携に向けて協議している。ここ1年間で米国のハーバーベスト・パートナーズ/HarbourVest Partnersや英国のパンテオン/Pantheon等と予備的協議を行った。自社の顧客向けに共同PEファンドの立ち上げを検討しているという。公募市場が縮小し続けるにつれて、ソブリン・ウェルス・ファンド/sovereign-wealth fundsから超富裕層個人まで、こ

こ数年、PEに数兆ドルを注ぎ込んでいる。多くの運用会社にとってPEファンドは、長い期間の資金を固定しフィーを獲得するチャンスである。また、新規株式公開/Initial Public Offerings/IPOの数が1990年代のピークから大幅に減少、小規模の運用会社や平凡な投資家が急成長する富の源から取り残されているのではないかという疑問を提起している。これまでの所、株式ファンドや債券ファンドと同じ規模のPEファンドを拡大する事には苦勞してきたが、バンガードは長年にわたり(2001年)からPEを調査してきた。』(2019年6月23日付WSJ「Indexing Giant Vanguard Examines a Push Into Private Equity」～ <https://www.wsj.com/articles/indexing-giant-vanguard-examining-a-push-into-private-equity-11561287602>)と報じられている。

投信の全体像が見たい。ただ、「フィデリティが『フィデリティ・コントラファンド等40本、T.ロウ・プライスが『T.ロウ・プライス・グロース・ストック・ファンド等10本強。その他、ブラックロック、フランクリン・リソーシズ、バンガード・グループ等も非上場企業を持っている。』(2015年3月21日付Barron's「Betting on Private Companies」～

<https://www.barrons.com/articles/SB52018153252431963983004580522112949590150>)と言う通りデータの抽出が難しい。そこで今回はモーニングスター・ダイレクト/Morningstar Directを使い、オープン・エンドとETFを対象とし(大きな存在のクローズド・エンドを除き)、ファンド名に「プライベート・エクイティ」を使っているものを抽出した(VC等も除いた)。それが下記図表で規模はかなり小さくなったが(純資産最大手はS&P上場プライベート・エクイティ・トータルリターン指数に連動するETF「iシェアーズ上場プライベート・エクイティ/iShares Listed Private Equity」)、イメージは掴めよう。米国で銀行の私募ファンド投資を制限するボルカー・ルール最終規則が2013年12月に成立し2015年7月から全面適用されている事(2020年1月から限定的緩和)、オープン・エンド(現物交換ETFを除く)の非流動性資産15%が純資産10億ドル以上の会社は2019年6月から(10億ドル未満の会社は2019年12月から)施行されている事から、純資産もリターンも低迷したままである。

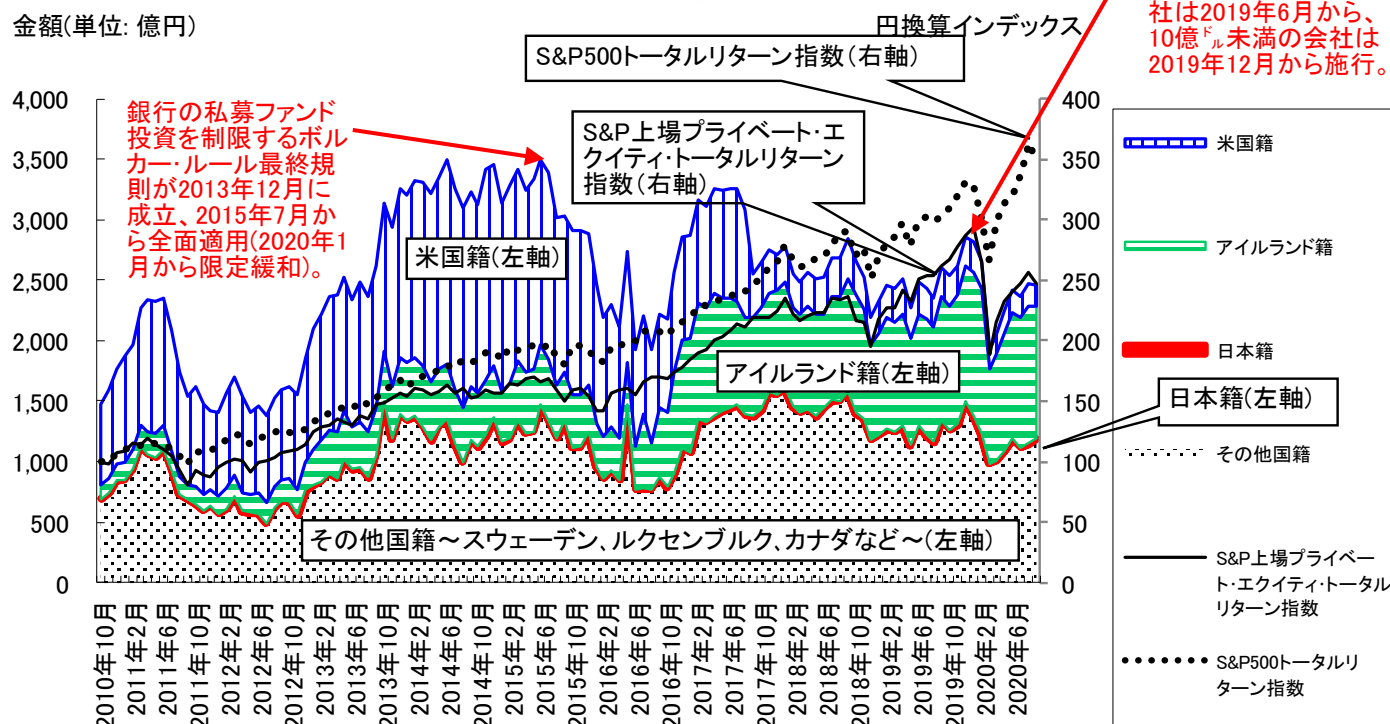


世界のPEファンド(オープン・エンドとETF、MMFを除く)の純資産推移

*プライベート・エクイティ/Private Equity/PEファンド…ファンド名で判断している。

2010年10月29日～2020年9月30日

金額(単位: 億円)

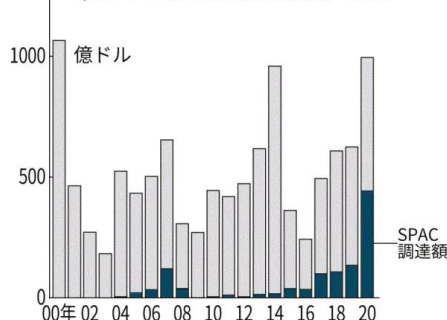


(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

ただ米国で共和党政権が続くのであれば、規制は緩和傾向にあり、先述通り、米国では SEC がプライベート・エクイティ等私募債・株式の投資家及び勧誘者を拡大すべく規制緩和をしている。

また、2020 年 10 月 11 日付日本経済新聞朝刊「米株公開、5 割が『空箱』 緩和マネーで過熱、既存株の直接上場も」に「米国の新規株式公開(IPO)市場が様変わりしてきた。2020 年 7～9 月に市場から調達した 630 億ドル(約 6 兆 6 千億円)のうち半分は、SPAC(特別買収目的会社)と呼ばれる上場時には事業の実体を持たない『空箱』が占めた。…(略)…。上場時には事業の実体を持たない『空箱』で、有望な会社を将来見つけて買収することだけが目的だ。著名アクティビスト(物言う株主)として知られるビル・アックマン氏など有力者による設立が相次いでいる。…(略)…。米証券取引委員会(SEC)は上場企業が減少する危機感から、株式公開を促す政策をとってきた。SPAC も伝統的な IPO の代替手段として認める立場だ。…(略)…。緩和マネーは未上場株投資にも向かい、未公開企業の多くが、上場前に VC などから十分な資金を確保できることが直接上場につながっている。上場によって幅広く資金を調達するという資本市場が変質してきている。」(下線)

20年はSPACによる調達が増えている
(米IPO市場の資金調達総額、年間)



(注) 20年のみ9月末まで。SPACは特別買収目的会社
(出所) ディールロジック

は三菱 UFJ 国際投信株式会社商品マーケティング企画部～

<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO64866120Q0A011C2EA1000/>と出ていた通り、米国では SPAC(スパック)/Special Purpose

Acquisition Companies/特別買収目的会社と言う、「PE ファンドの代替投資商品」、「第 2 の PE ファンド」が大人気である(※7 参照)。

以上、日本で金融行政の焦点が NISA、FD&顧客本位から国際化に移り変わっている様に見える事、金融庁が「海外当局との連携に取り組む」などと言っている意味が理解出来たと思われる。

その上で、日本の「重要情報シート」が参考とする米国の「Form CRS」や日本の回転売買・手数料関連規制が参考とする米国の最善の利益規制/Reg BI 及び SCSD イニシアティブ、日本の投資信託等の運用に関する規則が参考とする米国の信流動性管理プログラム(非流動性資産制限 15%)を理解する事が日本の金融行政にとって重要である事がわかったと思われる。

そして今、米国で私募ファンド(プライベート・エクイティ/PE 及びベンチャー・キャピタル/VC 等)に個人が投資しファインダー(最善の利益規制免除)が勧誘、確定拠出年金でも投資される方向にある事(ESG には慎重である事)を理解する事も日本の金融行政社にとって重要である事もわかったと思われる。これまで金融行政の焦点だった NISA や顧客本位も元は欧米のもので、国際化でもある。国際化は国際金融都市やファンド・パスポートに留まらず、行政全体に深く関わる重要な焦点なのである。

※7: SPAC は「PE ファンドの代替投資商品」、「第 2 の PE ファンド」、「投資先を知らないままベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティに出資するのに近い」と言われている…



SPAC(スパック)/Special Purpose Acquisition Companies/特別買収目的会社は特定の事業を持たず未公開会社・事業を買収する事を目的とする会社である。1980 年代からあるブランク・チェック・カンパニー/Blank Check Companies/白紙小切手会社の進化したもので、SEC/証券取引委員会の登録における分類は現在でもブランク・チェック・カンパニーだ。2005 年にアメリカン証券取引所/AMEX が SPAC 上場を認めたのが始まり。

SPAC は設立者(通常、著名投資家)が出資する形で株式会社を設立、その株式会社を上場させるが、IPO/新規株式公開で、投資家(ヘッジファンド、投信会社など他の機関投資家、個人投資家)から多額の資金を調達する。この時点で買収先は業界や地理的範囲程度しかわからない(ブラインド・プール/Blind Pool)。調達資金の80%以上はブラインド・トラスト/Blind Trustと言う(第三者である金融機関の)預託口座/Escrow Accountに預けられ、買収が完了するまで引き出せない事となる。尚、ブラインド・トラストに入らなかった20%未満はSPACの運営費用になる。

その後、設立者、経営陣が買収先を決定すると、投資家の20%以上の賛成を得た上で(反対する投資家には資金を返還)、ブラインド・トラストにある資金を使い、特定の(通常1社の)未公開会社・事業を買収する。そして、その未公開会社・事業を上場する事となる。

SPACにより買収される未公開会社・事業からすれば、時間やコストがかかる伝統的IPOよりも迅速で簡単に上場が出来る。SPACの投資家からすれば、プライベート・エクイティ・ファンド/PEファンド/未公開株ファンドより短期間で投資回収の機会が出来るほか、上場している事から透明性が高く、個人投資家も投資が出来る。PEファンド(VCファンドやバイアウト・ファンド等)は通常パートナーシップとして組成され、複数の銘柄に投資し、その投資の回収は5~10年かかる。それがSPACは通常1年半から2年の期間内に他社買収が出来なければ解散、ブラインド・トラストの資金は投資家に返還される。

SPACは1社のみを買収する短期の上場PEファンドというイメージで、「PEファンドの代替投資商品」、「第2のPEファンド」とも言われている。

「2020年、SPAC(スパック)/Special Purpose Acquisition Companies/特別買収目的会社は過去にないペースで資金を集め、買収を成立させている。今年のSPACの新規株式公開(IPO)は一般的なIPOのペースを上回る。…(略)…IPOに参加出来ず、スポンサーと直接会う事も出来ない個人投資家はSPACにどう関わるべきか。その答えは、『しっかりと下調べをする気がない限り、一切関わるべきではない』。SPACへの投資には、警戒心、複雑な取引の詳細に関する知識、そして証券取引委員会(SEC)への提出書類を分析する意欲が必要だ。それでも、次の人気株になり得る銘柄に最初から投資出来るチャンスは魅力的だ。個人投資家にとって、SPACに投資するのは、投資先を知らないままベンチャーキャピタルやプライベートエクイティに出資するのに近いかもしれない。」(2020年7月31日付Barron's「SPACs Are All the Rage, but These Private-Equity-Like Vehicles Are Complicated. Here's What You Need to Know.」~ <https://www.barrons.com/articles/spacs-are-the-new-hot-thing-on-wall-street-51596240193>)とも言われている。

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/market/report/investigate.html> 」、

「 <https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」

～Google等で「投信調査コラム」もしくは「日本版ISAの道」と検索～

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注意ください。
- 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。