

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～

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、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。

●新しい資本主義は資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも注目！

2022年6月7日閣議決定「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップ(新興企業)への投資の実現～」(内閣官房～ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonyugi/index.html)は「資産所得倍増プラン」に注目が集まっている(2022年5月30日付日本版ISAの道その357「NISAの抜本的拡充～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220530_2.pdf、2022年6月13日付日本版ISAの道その358「iDeCoの改革や子供世代が資産形成を行いやすい環境整備」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220613_2.pdf)。一方、「スタートアップへの投資」は「人への投資の資産所得倍増計画に注目が集まるが、個人的にはスタートアップ支援の本気度に注目している。」(2022年6月28日付週刊金融財政事情「豆電球 成長する気はあるのか」～ <https://kinzai-online.jp/node/9115>)とされるにとどまっている。

2022年1月4日の岸田首相による年頭記者会見では「新しい資本主義は(1)スタートアップ創出元年、(2)デジタル田園都市国家構想、(3)気候変動問題への対応」(首相官邸～ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2022/0104nentou.html)だったが、2022年5月5日の岸田首相による講演(英国)で「人への投資(資産所得倍増プラン等)」、「科学技術・イノベーションへの投資」、「スタートアップ投資」、「グリーン、デジタルへの投資」となった(首相官邸～ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2022/0505kichikoen.html)。ただ、「スタートアップ(新興企業)担当相を置く方向で調整に入った。」(2022年7月2日付産経新聞「スタートアップ担当相新設へ 新興企業支援に本腰」～ <https://www.sankei.com/article/20220702-7NQJ05QVROQVGPAPOLCNOFEL/>)とされている通りで、日本政府はスタートアップをかなり重視している。

企業の成長ステージ別資金提供者の基本的なイメージ図

2022年7月11日作成

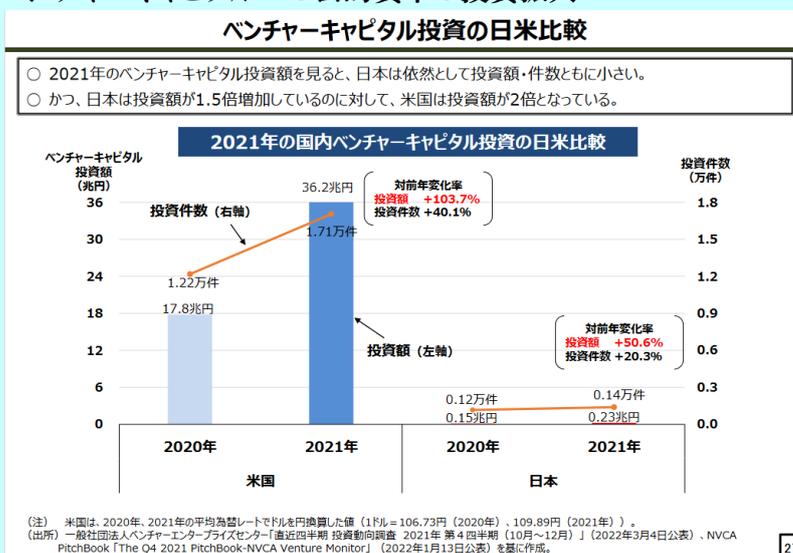
ステージ/Stage	シード/Seed (起業前)	アーリー/Early (起業後、赤字で資金不足の“死の谷”も)	ミドル/Middle (累積赤字、単年度黒字化)	レイター/Later (安定的成長・収益、成長ステージの最終段階)	エグジット/Exit(資金回収、出口) *新規株式公開/Initial Public Offering/IPOで上場企業に、もしくは、M&A等でその他企業に。
企業	未上場企業/Private Company/Unlisted Company(※1)	未上場企業/Private Company/Unlisted Company(※1)	未上場企業/Private Company/Unlisted Company(※1)	未上場企業/Private Company/Unlisted Company(※1)	上場企業/Public Company/Publicly Listed Company
初期投資家	自己、FFF(※3)	エンジェル投資家/Angel investors(※4) ベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC(※5)	PEファンド/Private Equity Fund(バイアウト/Buyout～※1)	プライベート・デット/Private Debtもしくは プライベート・クレジット/Private Credit(※6)	グロース・キャピタル/Growth Capital(※7)
資金提供者/Fund Provider		事業会社(コーポレート・ベンチャー・キャピタル/Corporate Venture Capital/CVC～※5) 個人投資家の株式投資型クラウドファンディング(※8)		クロスオーバー投資家/Crossover Investors(※9) (ヘッジファンド、年金、投信)	機関投資家/Institutional Investors (年金、投信)
レイター以降投資家					個人投資家/Individual Investors (年金、投信)
ノンバンク、銀行等			ベンチャー・デット/Venture Debt/VD(※10)		
銀行等			制度金融		伝統的金融機関融資

※1: プライベート・エクイティ/Private Equity/PE(「未上場企業」という意味がある広義のPE)。この場合、VCを含む。ただし、PEの投資戦略に、企業の経営権を握り企業価値向上をするバイアウト・ファンド/Buyout Fundをプライベート・エクイティ/PEファンド/Private Equity Fundと言う事がある(狭義のPE)。この場合、VCを含まない。バイアウト・ファンドは上場企業に投資して非上場化をする事もある。
 ※2: スタートアップ/Start-up→Start-upは「創業したばかりの」と言う意味だが、ここでは「イノベーションを起こし、起業後数年は赤字となるもののその後急成長する企業」を言う。主目的はイグジット/Exitで株式を売却し資金を回収する事(ユニコーン、デカコンとなる事)。設立10年以内、企業価値10億以上、テクノロジー企業、スタートアップ(未上場)「ユニコーン(Unicorn company)」と言うユニコーンとは一角獣でめったにないもののため。ちなみに、100億以上を「デカコン(Decacon company)」と言う「10」を意味する接頭辞deca)。
 ※3: FFF…家族・友人・目のない人/Family/Friends/Fools。
 ※4: エンジェル投資家/Angel investors…富裕層個人投資家など。
 ※5: ベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC…ゼネラル・パートナー/General Partner/GP(日本では無限責任組合員)となり、ファンドの組成や投資実行、配分や回収などの管理運営をして運用報酬や成功報酬をファンドから受領する。GPであるVCが複数のリミテッド・パートナー/Limited Partner/LP(日本では有限責任組合員)となる富裕層個人投資家や機関投資家を募り、ファンドに出資される。VCは上場後もスタートアップの株式を保有し続ける事もある。なお、VCが事業会社と共同出資して作るVCもあり、その場合、コーポレート・ベンチャー・キャピタル/Corporate Venture Capital/CVCとなる。
 ※6: プライベート・デット/Private Debtもしくはプライベート・クレジット/Private Credit…ノンバンクの未上場企業融資(証券化商品)。中小企業等を主に対象とする場合、ダイレクト・レンディング/Direct Lendingとも言う。
 ※7: グロース・キャピタル/Growth Capital…主にレイターのスタートアップに投資して上場後も投資する。
 ※8: 株式投資型クラウドファンディング…クラウドファンディングには、寄付型、購入型、融資型、株式投資型、ファンド型(匿名組合契約など)、ふるさと納税型の6種類がある。2015年5月29日に創設された株式投資型で未上場企業への投資ができるが、企業は年1億円未満、投資家は1社につき年50万円まで。
 ※9: クロスオーバー投資家/Crossover Investors…従来上場企業投資だったが、(レイター)の未上場企業投資もする様になった投資家。ヘッジファンド、年金、投信(クロスロード・ファンドは100%、ミューチュアルファンドは15%)など。ベンチャー・キャピタルから受け継ぐ事もある。
 ※10: ベンチャー・デット/Venture Debt/VD…ベンチャー・キャピタルと伝統的銀行融資の間を埋める資金提供。ハイブリッドファンド/Hybrid Fundsと言う事もある。
 (出所: 経済産業省および金融庁の資料などより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の「スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進」は下記の通り(下線は当コラム筆者によるもの)。

- ① 公共調達を活用と SBIR(Small Business Innovation Research)制度のスタートアップへの支援の抜本拡充
- ② 海外のベンチャーキャピタルも含めたベンチャーキャピタルへの公的資本の投資拡大

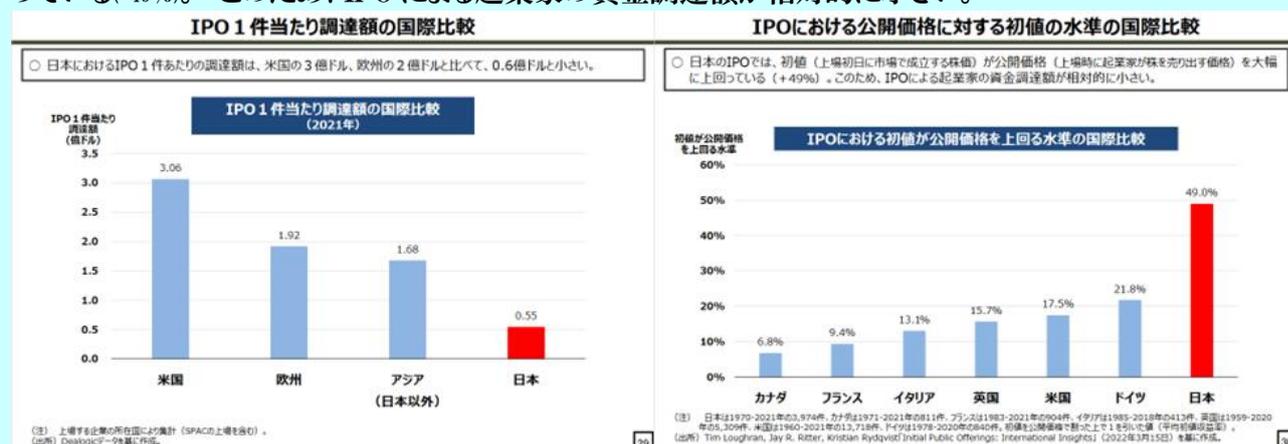
ベンチャーキャピタルの投資を受けた企業はそうでない企業と比較して、雇用の拡大やイノベーションに積極的であることが実証されている。米国では、開業率は減少しているが、ベンチャーキャピタルの投資額は増加しており、有望な起業家へのベンチャーキャピタルの投資は増加している。他方で、ベンチャーキャピタルによる投資額は、米国は36兆円に対し、日本は0.23兆円に過ぎない(2021年)。



このため、国内外のベンチャーキャピタルに対する有限責任投資による資金供給等を抜本的に拡大するとともに、長期的視野を持って、ベンチャーキャピタルと協調した助成の拡大を行う。これにより、国内のベンチャーキャピタルの育成に加えて、海外の投資家・ベンチャーキャピタルからの投資を呼び込む。これらの実施体制を確保するため、産業革新投資機構の運用期限を2050年まで延長する。これにより、ファンドの投資期限に制約があることによって、成長に時間を要するスタートアップへの投資が制限されている課題を解決する。

- ③ 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
2,000兆円に及ぶ日本の個人金融資産がスタートアップの育成に循環するとともに、GPIF等の長期運用資金が、ベンチャー投資やインフラ整備等に循環する流れを構築する。
- ④ 優れたアイデア、技術を持つ若い人材への支援制度の拡大
- ⑤ スタートアップが集積するグローバル・スタートアップ・キャンパス
- ⑥ 創業時に信用保証を受ける場合に経営者の個人保証を不要にする等の制度の見直し
- ⑦ IPO(新規株式公開)プロセスの改革実行と SPAC(特別買収目的会社)の検討

日本におけるIPO1件当たりの調達額は、米国の3億ドル、欧州の2億ドルと比べて、0.6億ドルと小さい。また、日本のIPOでは、初値(上場初日に市場で成立する株価)が公開価格(上場時に起業家が株を売り出す価格)を大幅に上回っている(+49%)。このため、IPOによる起業家の資金調達額が相対的に小さい。



今回、スタートアップ企業の成長を積極的に支援していく観点から、本年4月にIPOプロセスの見直しを図ったところであり、これに基づき、証券業界や競争当局による改革を実行する。SPAC(特別買収目的会社)に関しては、導入した場合に必要な制度整備について、グローバル・スタンダードを踏まえて、投資家保護に十分に配慮しつつ検討を進める。

- ⑧ 事業化まで時間を要するスタートアップの成長を図るためのストックオプション等の環境整備
- ⑨ 社会的課題を解決するスタートアップの環境整備として法人形態の在り方の検討
- ⑩ 従業員を雇わない創業形態であるフリーランスの取引適正化法制の整備
- ⑪ **未上場株のセカンダリーマーケットの整備**

スタートアップが拙速に上場(IPO)することを強いられないよう、非上場のまま、時間をかけて成長することもできる環境を整備する。このため、既存株主が容易に発行済み株式を取引(セカンダリー取引)できるようにすることが重要である。米国では、プロ投資家を対象に、民間事業者による発行済み非上場株式の売買をマッチングするオンラインプラットフォームが複数存在する。このため、プロ投資家の対象範囲を拡大するとともに、証券取引所を通さず、証券会社が運営するシステムを使用して取引所のように取引できる私設取引システム(PTS)において、プロ投資家向けに非上場株式を取り扱うことを可能とする等の制度整備を行う。

- ⑫ 海外における起業家育成の拠点の創設
- ⑬ 起業家教育
- ⑭ スタートアップ・大学における知的財産権の戦略の強化

2022年7月1日に全国銀行協会に会長に就任した半沢淳一氏(三菱UFJ銀行頭取)が同日記者会見でスタートアップについて語っていた(下線は当コラム筆者によるもの)。

一岸田文雄政権が示した新しい資本主義の実行計画を銀行界としてどう評価しますか。「イノベーション(技術革新)、スタートアップ、グリーン変革(GX)など銀行界にも関連するテーマが多い。その一つが貯蓄から投資に向けた取り組み。全世代で貯蓄から投資への流れをいかに作り上げていくかが重要だ。資産形成層は1回投資を経験し、成功体験を積まないと大きな流れに結び付かない。投資の一步として、少額投資非課税制度(NISA)や個人型確定拠出年金(iDeCo)のすそ野を広げていきたい。」

一スタートアップ育成支援も不可欠です。「スタートアップ支援を人手から資金、出口の在り方まで“パッケージ”として強化しないとイケない。人手では若手起業家の育成、資金では事業性や将来性を踏まえた融資に取り組まねばならない。スタートアップの出口の在り方として新規株式公開(IPO)があるが、大企業との提携など買収という出口も準備しないとイケない。上場しなくても未上場企業の株式として担保評価を行い、それを売買に結び付けられるような制度設計も必要だ。」

(2022年7月1日付日刊工業新聞「全国銀行協会会長・半沢淳一氏 新体制発足、貯蓄から投資へ」～ <https://www.nikkan.co.jp/articles/view/00641201>)

成長段階にあるスタートアップ企業に積極的に融資する取り組みを加速したり、国内外のベンチャーキャピタルの育成・誘致を進めてリスクマネーの提供元を厚くしたりする。「起業マインドを育て、チャレンジしていく人を銀行界が支援することが必要だ。人材・資金・事業が好循環するシステムを構築していく」と意気込む。

(2022年7月9日付毎日新聞朝刊「ビジネスサロン:全国銀行協会 半沢淳一会長」～ <https://mainichi.jp/articles/20220709/ddm/008/020/066000c>)

ただ、メディアには「内閣府の専門調査会での事前の検討では、『成長のメインエンジンはスタートアップであり既存の大企業はサブエンジンに過ぎない』『日本人による日本人のためという発想では勝負にならない』『大企業中心の経済界のモノトーンな意見に引きずられイノベーションをつぶす傾向が顕著』『政府調達の大企業優遇をまず改善すべき』と、発想の転換を迫る辛口の意見が相次いだ。…(略)…。骨太の方針には経団連が提唱した『スタートアップを5年で10倍増』という数値目標が入った。一見、野心的にみえるが、数を追えば粗製乱造、小粒の似たような企業が増えるだけ。」(2022年6月28日付週刊金融財政事情「豆電球 成長する気はあるのか」～ <https://kinzai-online.jp/node/9115>) などと言う意見もある。

●新しい資本主義「個人金融資産及び GPIF 等のベンチャー投資への循環」 ～日本の投信のスタートアップ投資に存在する課題～

日本政府はスタートアップをかなり重視している。「資産所得倍増プラン」の主役となる個人投資家はどうか？先述した「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の「スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進」には「③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～2,000 兆円に及ぶ日本の個人金融資産がスタートアップの育成に循環するとともに、GPIF 等の長期運用資金が、ベンチャー投資やインフラ整備等に循環する流れを構築する。」と出ている。

「日本の個人金融資産がスタートアップの育成に循環する」時、課題となるのは「日本証券業協会は証券会社が一般の個人投資家向けに非上場株式を取扱うことを原則的に禁じている(例外として、株式投資型クラウドファンディングや株主コミュニティなど)。また、投資信託協会の自主規制により、時価の把握が困難なアセットを組み込む公募投資信託の組成も難しい。」(2022年7月5日付野村総合研究所/NRI「個人による『低流動性資産』投資のトレンド」～ https://www.nri.com/jp/knowledge/publication/fis/kinyu_itt/2022/07/06)である。日本証券業協会のホームページに「株式投資型クラウドファンディング、株主コミュニティなど本協会規則で認められているものを除き、未公開株(非上場株式)の投資勧誘は禁止されています。」(<https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/>)とある(株主コミュニティ…その会社の役員、従業員、その親族、株主、継続的な取引先といった会社関係者のほか、新規成長企業等への資金供給により成長を支援する意向のある投資者等～ <https://market.jsda.or.jp/shijyo/kabucommunity/index.html>)。

株式投資型クラウドファンディング/CF(2015年5月29日創設)は「ベンチャーキャピタル(VC)のように、新規株式公開(IPO)を目指す有望なベンチャー企業にいち早く投資してみたい——。そんな個人投資家にも門戸を開くのが株式投資型クラウドファンディングだ。」(2021年7月11日付日経ヴェリタス「正念場のクラウドファンディング、魅力と注意点」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0UB018CE0R00C21A700000/>)と言われ、実際、実績も増えてもいる(2022年6月15日付日本証券業協会「株式

投資型クラウドファンディングの統計情報・取扱状況」～ <https://www.jsda.or.jp/shiryoshitsu/toukei/kabucrowdfunding/index.html>)。

CFはタイプによりリスクやリターンが異なる			
	投資家が得るリターン	投資家のメリット	想定されるリスク
株式投資型	・投資先企業が上場したり、買収された際の株式売却益	・スタートアップなどに投資できる ・投資先の企業価値が上昇すれば大きなリターンが得られる	・未上場株の流動性が低く、売却が難しい ・投資先企業が破綻すれば無価値に
融資型(ソーシャルレンディング)	・投資額に応じた分配金。投資先企業から優待が受けられる場合も	・預金や社債などに比べて高い利回りが得られる	・原則満期まで解約できない ・投資先企業が破綻すれば元本割れも
購入型	・商品やサービス	・新製品や限定商品が手に入る ・開発者や作り手を直接支援できる	・目標金額を達成できず、商品が完成しない可能性

株式投資型 CF はエンジェル税制の対象であり(<https://www.chusho.meti.go.jp/keiei/chiiki/angel/index2.html>), 投資額の数倍以上と言うリターンになる事もある。ただし、リターンを得るまでに数年、十年以上かかる事もあり、その流動性は低い。流動性については、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」において「⑩未上場株のセカンダリーマーケットの整備」があり、今後に期待したい。また、未上場株式のオンラインマーケット「FUNDINNO MARKET」などは既にある(2022年3月16日付 FUNDINNO「株主コミュニティの参加者数が日本最多に」～ <https://prtimes.jp/main/html/rd/p/000000149.000021941.html>)。

米国と日本のマーケットの比較図



【出所】独立行政法人経済産業研究所 日本の株式市場改革の進めと中堅・中小企業、ベンチャー企業の成長停滞 (https://www.rieti.go.jp/special/special_report/125.html)

しかし、株式投資型 CF は、企業に発行(成約)額の 20%(税抜)などの手数料がかかるほか、「個人株主が多くなるため、ベンチャーキャピタル(VC)などからは抵抗の声も上がる。」(2021年6月16日日本経済新聞「野村 HD、日本クラウドキャピタルに出資～<https://www.nikkei.com/article/DGXZQUC14C8X0U1A610C200000/>)とも言われる。さらに規模もまだまだこれからである。「2,000兆円に及ぶ日本の個人金融資産がスタートアップの育成に循環する」(「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の「スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進」③)するには、やはり、年金や投信の登場が必要となろう。

「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」の「スタートアップの起業加速及びオープンイノベーションの推進」には「GPIF 等の長期運用資金が、ベンチャー投資やインフラ整備等に循環する流れを構築する。」とあり、これについては「年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が国内のスタートアップへの投資に乗り出す。ベンチャーキャピタル(VC)のファンド経由で、投資額は数十億円規模とみられる。」と既に報じられている(2022年7月5日付日本経済新聞「GPIF、国内スタートアップへ初の投資」～<https://www.nikkei.com/article/DGKKZ062317960V00C2A7MM8000/>)。それ以前の2022年4月26日に自由民主党政務調査会デジタル社会推進本部がまとめた「デジタル・ニッポン 2022～デジタルによる新しい資本主義への挑戦～」には「GPIF について、公的年金の安定的な運用の観点からも、積極的なオルタナティブ投資、更には上限見直し等について検討し、例えば、1%程度は国内 VC に振り向けることを通じ、スタートアップに豊富な成長資金が供給されることを期待する。」(<https://www.jimin.jp/news/policy/203427.html>)ともあった。

2021年12月末現在、GPIFのオルタナティブ資産の投資割合は1.1%の2兆1,586億円で、そのうち、PEは0.2%の3,066億円である(<https://www.gpif.go.jp/operation/the-latest-results.html>)。



日本の年金積立金管理運用独立行政法人/GPIFのオルタナティブ資産

2021年12月末現在

分野	銘柄名	時価総額 (億円)	時価総額 (億円)
1	インフラストラクチャー ステップストーン・G・インフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルビ	3,992	0.2%
2	インフラストラクチャー パンセオン・G・インフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルビー	2,621	0.1%
3	インフラストラクチャー グローバル・オルタナティブ・コインベストメントファンド1号	1,864	0.1%
4	インフラストラクチャー トラノモン・インフラストラクチャー・1号 エルビー	1,000	0.1%
5	インフラストラクチャー DGインフラストラクチャー・オポチュニティーズ エルビー	617	0.0%
6	インフラストラクチャー DGインフラストラクチャー投資事業有限責任組合	474	0.0%
7	インフラストラクチャー トラノモン・インフラストラクチャー・2号 エルビー	218	0.0%
インフラストラクチャーの運用資産計		10,788	0.5%
1	プライベート・エクイティ トラノモン・プライベート・エクイティ・1号 エーアイビー エルビー	1,642	0.1%
2	プライベート・エクイティ トラノモン・プライベート・エクイティ・2号 エーアイビー エルビー	1,059	0.1%
3	プライベート・エクイティ グローバル・オルタナティブ・コインベストメントファンド2号	365	0.0%
4	プライベート・エクイティ トラノモン・プライベート・エクイティ・3号投資事業有限責任組合	0	0.0%
プライベート・エクイティの運用資産計		3,066	0.2%
1	不動産 シービーアールイー・G・リアルエステートインベストメンツ エルビー	5,564	0.3%
2	不動産 MUTB・G・不動産ファンド	2,087	0.1%
3	不動産 トラノモン・リアルエステート・1号 エルビー	80	0.0%
不動産の運用資産計		7,731	0.4%
オルタナティブ資産(インフラストラクチャー+プライベート・エクイティ+不動産)計		21,586	1.1%
年金積立金管理運用独立行政法人/GPIFの運用資産合計		1,965,926	100.0%

(注1) 銘柄名は2022年3月末時点のものを用いています。

(注2) 時価総額の大きい順に並べられています。

(出所: 年金積立金管理運用独立行政法人/GPIF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)

日本の民間年金では一般の個人投資家の非流動性資産投資には、まだ遠いものの、近づく兆しはある。「海外のプライベートエクイティ(PE=未公開株)ファンドが日本の年金基金に照準を合わせて資金調達に動いている。スイスのパートナーズ・グループは通常10億円とされる最低投資額を1億円程度に引き下げて提供する。…(略)…一般的なPEファンドのように運用期間が10年程度で途中解約できないものと一線を画した。…(略)…英シュローダーも2021年から信託銀行を通じ、オープン型のPEファンドを販売している。最低投資額は5億円程度で、購入は毎月、解約は毎四半期受け付ける。…(略)…もともと、オープン型でも実際には1回当たりの解約額の上限が設定されており、いざというときに売れないリスクは残る。」(2022年6月15日付日本経済新聞「海外の未公開株投資ファンド、年金基金に照準

最低額下げ需要取り込み」～<https://www.nikkei.com/nkd/industry/article/?DisplayType=2&n.m.code=124&ng=DGKKZ061717110U2A610C2EE9000>)、

「三井住友トラスト・ホールディングスは未公開株や不動産といった機関投資家向けだった金融商品を個人にも提供の方針だ。(2022年7月7日に米大手投資ファンドのアポロ・グローバル・マネジメントと資産運用などでの業務提携を発表した。…(略)…。海外では未公開株や不動産といった非上場の資産に活発に資金が流れ込み、ユニコーン(評価額10億ドル以上の未公開企業)育成に役立っているとされる。日本は未公開株投資の規模が海外に比べると小さく、ユニコーンが誕生しにくい要因の一つとなってきた。三井住友トラストと米アポロの提携は家計に眠る金融資産と未公開企業をつなぐ動きとして注目される。…(略)…。『オルタナティブ資産の民主化』という動きで、最低投資額を数百万円に引き下げ、毎月や毎四半期に購入や解約を受け付けるといったものだ。」(2022年7月8日付日本経済新聞朝刊「未公開株投資、個人にも 三井住友トラスト、米アポロと提携 眠る家計資産に選択肢」～ <https://www.nikkei.com/article/DGXZQ0UB077QD0070202200000/>)。

日本の投信による非流動性資産投資については、課題がある(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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_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?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。 **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こととされる。しかし現状は「気配相場」で評価可能な非上場株式は存在せず、非上場株式を組み入れることが事実上困難**(2022年2月17日付金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第15回事務局説明資料～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf)。 **「途中解約ができないという流動性の低さがあるため、国内では一般の公募投信としてPEファンドは販売されてはいない。…(略)…。海外ETFや外国籍投信にはPEに投資するファンドもある。」**となる(2021年5月20日付モーニングスター・ジャパン「機関投資家に関心高まるPE(未公開株)FOF、SPACなどで投資効率が向上」～ https://www.morningstar.co.jp/market/2021/0520/fund_01282.html)。

米国(や英国)ではスタートアップを支援すると共に個人資産を増加させる為、年金や投信で投資させる動きがあるがどうしているのか?(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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_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?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。

米国の投信(現物交換ETF/In-Kind ETFsを除くオープンエンド・ファンド/open-end funds)では「組入資産のうち非流動性資産の比率を15%以内に収めることが米当局(SEC)の規則で求められている。市場価格のない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こととされている。」(2022年2月17日付

金融庁・金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」第15回事務局説明資料～ https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market-system/siryou/20220217/01.pdf、米国について詳細は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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)。 **オープンエンド・ファンド/open-end funds(ミューチュアルファンド/mutual funds、現物交換ETF/In-Kind ETFsを除くは15%以下なら非流動性資産に投資出来る**(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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)。

ただ、解約殺到で対応出来ない不安定

な市場環境/unstable market conditions で15%を超える恐れもある。この様な場合は「スウィング・プライシング/Swing Pricing」も選択出来る(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を避けるもので欧州では導入例も

多い～2016年7月25日付日本版ISAの道 その150「英国のEU離脱ショックで英国不動産ファンドに解約停止が続出!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160725.pdf)。

2022年7月11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)

	Highly Liquid Investments	Moderately Liquid Investments	Less Liquid Investments	Illiquid investments /売却が難しい投資
「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/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(パブリックに決定)	通常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	通常市場環境で価格に大きな影響を与えず 7日以内 に売却や処分約定が出る資産	通常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 *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
「流動性分類」については各々 2019年8月1日施行で、2019年12月1日施行とする ～ 2018年2月21日	*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 に現金化する事に 3営業日以内 の資産	通常市場環境で価格に大きな影響を与えず 7日以内 に売却や処分約定が出る資産	
スウィング・プライシングは2018年11月19日施行	「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)に近づいたらスウィング・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がある
 ※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)

●日本版インターバル・ファンドの道～米国でクローズドエンド・ファンド、インターバル・ファンドが伸びている～

前頁の通り、米国ではオープンエンド・ファンド/open-end funds(ミューチュアルファンド/mutual funds)による非流動性資産投資は15%以下という制約がある。Tロウ・プライス/T. Rowe Priceの社長であるロバート・シャープス/Rob Sharps氏は「10年以上前にプライベート・エクイティとプライベート・クレジットをミューチュアルファンドに組み込んだが、ミューチュアルファンドは非流動性資産の比率を15%以内に収める必要があり、**超大型企業/mega cap companiesのフェースブック/Facebook、グーグル/Google、ドアダッシュ/DoorDash(オンデマンド・フード・デリバリーサービス)の様に上場前に資金を調達したが、我々はこうした投資機会を活かせるようにしていきたい。**」(2021年11月4日付 ThinkAdvisor「Trendspotter: Asset Managers Expanding Access to Private Markets」～ <https://www.thinkadvisor.com/2021/11/04/asset-managers-expanding-access-to-private-markets/>)と云う。

そこで期待がかかるのが、**クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs**である。CEFによる非流動性資産投資には**15%以下という制約は無い場合がある**(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!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)。大規模資金需要のあるレイターのスタートアップでも資金提供がしやすい(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?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。課題があり、CEFは「**新規株式公開時に一度だけ設定、その後はセカンダリー市場で売買され、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)がある。需要増加から利益を得る事が出来ない。**」(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/>)。コロナ禍などでCEFは大幅ディスカウントとなっている(そうではないクローズドエンド・ファンドはインターバル・ファンド～後述)。

米国で販売されているPE・VCファンドの純資産上位10クラス 2022年6月末現在
*ファンド名に「Private Equity」、「Venture Capital」、「Private Credit」、「Start-up」など含むものとして推計。外国籍を含むオープンエンドファンドとCEとETF、FOFを含む。

ファンド名	ファンド形態	運用会社名	設定日	純資産(クラス)(百万円)最新月末	純資産(クラス)(百万\$)最新月末	トータルリターン3年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)	トータルリターン5年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	トータルリターン10年(年率)(月末ベース)(各通貨ベース)(※1参照)	プレミアム/ディスカウント(%)	初期最小購入単位(米\$)	ティッカー	経費率/エクステンション(%)、※2参照	
1 HarbourVest Global Priv Equity Ord	クローズドエンドファンド	Harbourvest Partners LLC	2007/12/6	496,487	3,655	+24.17	+20.60	+17.79	-44.53		HVPE	1.25	
2 abrdn Private Equity Opportunities Ord	クローズドエンドファンド	abrdn Capital Partners LLP	2001/5/29	179,879	1,324	+19.14	+16.18	+14.53	-40.63		APEO	6.14	
3 NB Private Equity Partners Class A Ord	クローズドエンドファンド	NB Alternatives Advisers LLC	2009/6/30	179,201	1,319	+20.03	+16.97	+15.95	-35.42		NBPE	1.96	
4 Princess Private Equity Ord	クローズドエンドファンド	Partners Group AG	2007/11/1	143,393	1,055	+12.57	+11.29	+10.62	-16.78		PEY	5.41	
5 Carlyle Tactical Private Credit N	クローズドエンドファンド	Carlyle Group	2020/8/3	113,285	834	—	—	—	—	25,000	TAKNX	4.19	
6 NBI Private Equity Master Pooled Fund PW	オープンエンドファンド	National Bank Securities	2013/8/19	105,842	779	—	—	—	—	—		0.00	
7 The Private Shares Fund I	クローズドエンドファンド	SharesPost 100	2017/11/17	105,727	778	+17.60	—	—	—	1,000,000	PIIVX	2.26	
8 MCP Secured Private Debt II	オープンエンドファンド	Metrica Credit Partners Pty Limited	2018/4/16	101,421	747	+6.60	—	—	—	—	0	43430	0.00
9 CT Private Equity Trust Ord	クローズドエンドファンド	Centuria Trustee Investments Business Limited	1999/3/22	75,973	559	+22.43	+16.87	+13.84	-32.13	—	CTPE	2.93	
10 ASR Private Debt Funds I	クローズドエンドファンド	ASR Vermogensbeheer N.V.	2021/1/1	75,235	554	—	—	—	—	—	0	0.45	
480本 *純資産は合計、他は平均(blank除く)			2017/5/10	2,660,124	19,581	+7.08	+6.95	+9.79	+63.92	7,005,220		1.84	
最新もしくは最大(blank除く)			2022/6/9	496,487	3,655	+59.67	+33.77	+17.79	+2,903.87	300,000,000		7.89	
最ももしくは最小(blank除く)			1999/3/22	0	0	-39.99	-21.75	-37.14	-58.94	0		0.00	

(出所: 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)
※1: 米国では過去10年間の年別リターンを表示すると共に過去1年、5年、10年の年平均リターンを表で記載。指数のリターンを併記する事を求めている。
※2: エクステンション... Expense RatioもしくはTotal annual operating expensesの事。日本の信託報酬・投資信託に相当するManagement Fees(成功報酬調整後)とTransfer agent Fees and expense、日本の信託報酬・販売会社分(代行手数料)に相当するDistribution (12b-1)Fees、日本の信託報酬・受託会社分(相当するCustodian Fees、日本の監査報酬に相当するAudit Fees、そして、投資対象ファンドの信託報酬等であるAcquired Fund Fees and Expenses/AFFE等の総額を、目録見書のProspectusもしくは運用報告書の(Semi-)Annual Reportから抜き出し、平均純資産で割って年率としたものである。尚、日本の販売手数料もしくは解約手数料に相当するInitial Sales Fee (Front-end Load)もしくは(Deferred Sales Fee (Back-end Load)は含まず、日本の売買委託手数料に相当するTrading Costs(Brokerage Commissions、Market Impact、Spread Cost)も含まない。値引き(Fees Waiver and/or Expense Reimbursement)前をGross Expense Ratioと言ひ、値引き後をNet Expense Ratioと言ひ。ちなみに、欧州ではTotal Expense Ratio/TERと言ひがあるが、2012年6月からはOngoing Charges/OCSと言ひに移行している(*TERもOCSも代行手数料やDistribution Feesに相当するTrail Commissionを含まず、TERとOCSの大きな違いはTERは成功報酬を含みOCSは成功報酬を含まない事)。

純資産最大の「HarbourVest Global Priv Equity Ord」はバンガード・グループ/Vanguard Groupが2020年2月5日にプライベート・エクイティ/Private Equity/PEの戦略的提携を発表したハーバーベスト/HarbourVestのファンドである。世界最大の個人投資家向けミューチュアルファンド会社のバンガードは「**インデックス・ファンドで業界変革の先駆けとなったが、今、3つの業界変革への先駆けをしようとしている。それは、①より多くのアドバイス提供/offering more advice、②アクティブ運用株式ファンド強化/enhancing its actively managed stock funds、③プライベート・エクイティ/PEへのアクセス拡大/expanding access to private equity**である。①は2015年5月のバンガード・パーソナル・アドバイザー・サービス/Vanguard Personal Advisor Services/PASと2020年5月のバンガード・デジタル・アドバイザー/Vanguard Digital Advisor/VDAの開始である。②はPASでアクティブなオプションを作っている事で、ベイリー・ギフォード/Baillie Giffordで成功を取っている。③はプライベート・エクイティPEの民主化であり、2020年2月にハーバーベスト/HarbourVestと提携、2021年5月に適格顧客・投資家/qualified client/qualified investors(2021年8月16日から預り残高110万ドルで純資産220万ドル)にアクセスを拡大、PASの顧客が近い将来適格になると予想している。」(2021年6月28日付日本版ISAの道 その336「バンガードのOCIOもPEに投資」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210628_2.pdf)と言っていたものである。

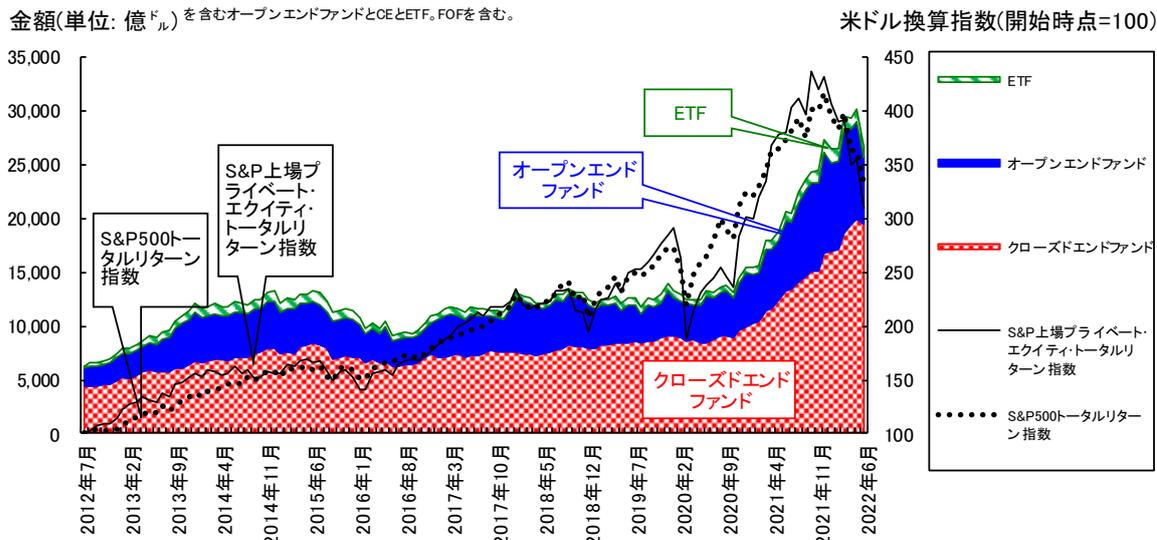
ここで、**米国で販売されているPE・VCファンドの純資産と純設定(2022年6月30日まで10年間の推移を見る。クローズドエンド・ファンド/CEFの純資産が急増、純流入も堅調である。なぜだろう？非流動性資産投資にフルインベストが出来、CEFにありがちなプレミアムやディスカウント/premium and discount(上場価格と基準価額の乖離)は無く基準価額で設定・解約が可能、そして、運用会社が需要増加から利益を得る事も出来るファンド、インターバル・ファンド/Interval fundsである**(2021年8月30日付日本版ISAの道その340「投資ビッグバン」欧米で長期のVC・PE投資信託を設定(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!!~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)。



米国で販売されているPE・VCファンドの 形態別純資産(推計)の推移

(2012年7月31日 ~ 2022年6月30日 、月次)

*ファンド名に「Private Equity」、「Venture Capital」、「Private Credit」、「Start-up」など含むものとして推計。外国籍を含むオープンエンドファンドとCEとETF、FOFを含む。



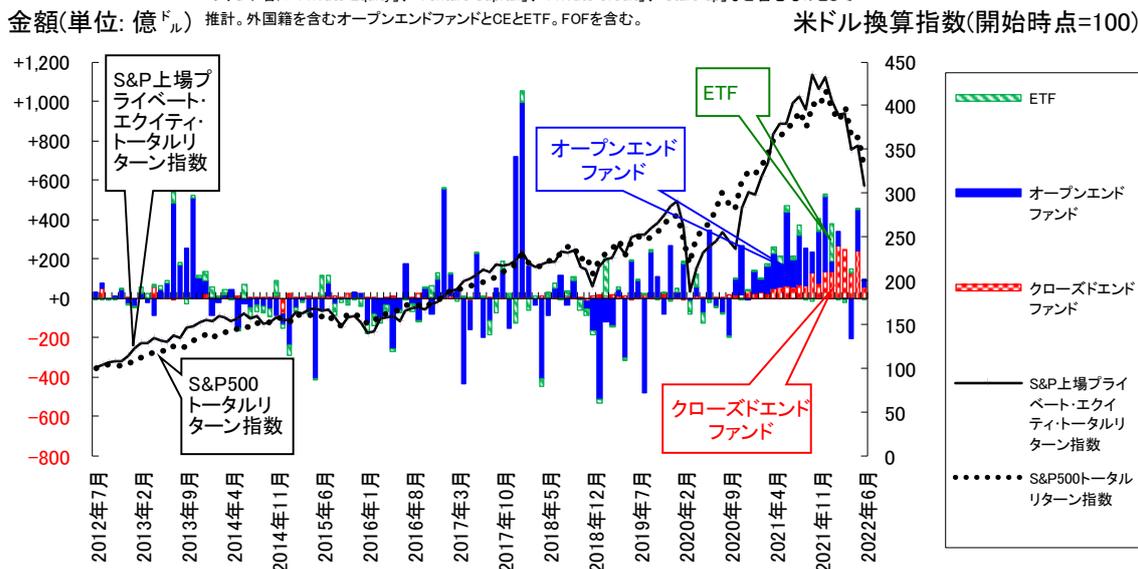
(出所: プルムバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)



米国で販売されているPE・VCファンドの 形態別純設定(推計)の推移

(2012年7月 ~ 2022年6月、月次)

*ファンド名に「Private Equity」、「Venture Capital」、「Private Credit」、「Start-up」など含むものとして推計。外国籍を含むオープンエンドファンドとCEとETF、FOFを含む。



(出所: プルムバーグ、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推計・作成)



<インターバル・ファンドの解約頻度>

インターバル・ファンドの名前は、解約の一定間隔を示している。解約頻度は、3 か月に 1 回の定期解約ほか、6 か月に 1 回、12 か月に 1 回の定期解約、2 年に 1 回を超えない任意解約の場合がある。解約出来る金額は、クラス発行残高の 5%が多いが、クラス発行済株式の 25%まで可能だ(2020 年 9 月 25 日付 SEC「Investor Bulletin: Interval Funds」～ <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/investor-bulletin-interval-funds>)。解約が総発行残高の 5%などを超える場合、比例配分/Pro Rata 方式となる(2020 年 3 月 12 日付 ICI/Investment Company Institute/米国投資信託協会～ <https://www.sec.gov/comments/s7-25-19/s72519-6949729-212280.pdf>)。「インターバル・ファンドは総発行残高の 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>)と言われている。

<インターバル・ファンドの解約額、解約期限、解約価格>

インターバル・ファンドは解約期限日/Repurchase Offer Deadline の 21～42 日前に投資家に解約通知日/Repurchase Offer Notice Date を持つ必要がある。解約価格は解約期限日後 14 日以内に決定、少なくとも毎週、解約期限日までの 5 営業日間は毎日基準価額を計算する必要がある。その他、上限 2%の留保額/Repurchase Fees/amount of fees charged for repurchasing のある場合がある(あまりない様ではあるが～2020 年 9 月 25 日付 SEC「Investor Bulletin: Interval Funds」～ <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/investor-bulletin-interval-funds>)。換金スケジュール/repurchase and Distribution Calendar を事前に発表、それを賄う十分な現金を確保する必要がある。

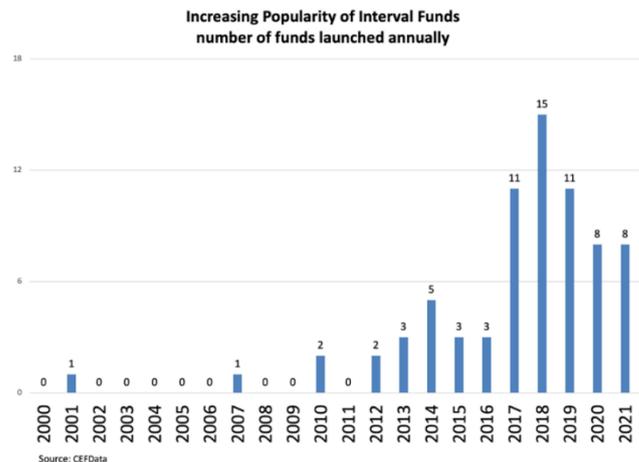
<インターバル・ファンドの問題>

「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総資産額の 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に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。インターバルとい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。そのこと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。」(2016 年 11 月 4 日付 WSJ「The Trendiest Investment on Wall Street…That Nobody Knows About」～ <https://www.wsj.com/articles/BL-MBB-55224>)と言う意見もある。ただ、こうした問題と関係無く、現状、インターバル・ファンドは拡大している。



ICI/Investment Company Institute/米国投資信託協会主導でインターバル・ファンドの業務近代化を続けており、それもあり、資産運用会社はより多くのインターバル・ファンドを立ち上げている(米国上場プライベート・キャピタル/The biggest listed US private capital 最大手のブラックストーン/Blackstoneも GSO/Blackstone Debt Funds Management LLC「Blackstone GSO Floating Rate Enhanced Income Fund」と言うインターバル・ファンドを設定している～ <https://bgf.bk.blackstone.com/#invest>、<http://connect.rightprospectus.com/BGPREL/SPCD/>)。ICI のオペレーション&ディストリビューション担当ディレクターであるジェフ・ネイラー/Jeff Naylor 氏は「コロナ禍の間でさえ、インターバル・ファンドの純資産は成長した。過去 18 か月間を見ると、インターバル・ファンドの 15%が、その期間に設定されたことがわかる。引き続き申請されてもいる。ファンド投資家と投資顧問業者の双方がポートフォリオにインターバル・ファンドの場所があると判断した。」(2020 年 10 月 2 日付 ICI「Focus on Funds: Interval Funds Become an Easier and More Popular Investor Choice」～ https://www.ici.org/ops/ta/mmfs/201002_fof_interval)と言っている。

「インターバル・ファンドはプライベート(未公開企業投資)ファンドとミューチュアルファンドのハイブリッド/hybrid between private funds and mutual funds で、投資家がオルタナティブ投資にアクセスする方法として、ますます一般的になっている。SEC/証券取引委員会は 1992 年にインターバル・ファンドを正式に承認したが、その発行が一般的になるまでにさらに 20 年かかった。しかしその後は大きく拡大、2017 年 6 月 30 日に 27 本で約 150 億ドルだったが、それから 5 年も経たない現在 75 本となり、そのほとんどは複数のクラスを持ち、600 億ドル弱となった。インターバル・ファンドは法的にクローズドエンド・ファンド/CEF として分類される。ただ、未上場である為、上場価格はなく、CEF の様なプレミアムやディスカウントは無く、設定・解約は全て基準価額で行う。設定はほとんどの場合、毎日出来る。ミューチュアルファンドとの大きな違いとして、ミューチュアルファンドでは Illiquid investments/売却が難しい投資を資産の 15%以下にする必要があるものの、インターバル・ファンにはそれがなく、フル・インベスト出来る。…(略)…。CEF アドバイザーズ/CEF Advisors では、顧客に伝統的 CEF、BDC(コラム筆者より: BDC/Business Development Company については後述)、インターバル・ファンドのポートフォリオを提供している。伝統的 CEF とインターバル・ファンドについては、伝統的 CEF のディスカウントが小さい場合はインターバル・ファンドを増やし、伝統的 CEF のディスカウントが著しく大きくなる場合はインターバル・ファンドを減らしている。投資家はインターバル・ファンドで様々なオルタナティブ投資にアクセスする選択肢を持っている。」(2022 年 4 月 25 日付 CAIA Association(Alternative Investment Management Association/AIMA と Center for International Securities and Derivatives Markets/CISDM)「Interval Funds are a Fast-Growing Alternative Investment Vehicle」～ <https://caia.org/blog/2022/04/25/interval-funds-are-fast-growing-alternative-investment-vehicle>)。



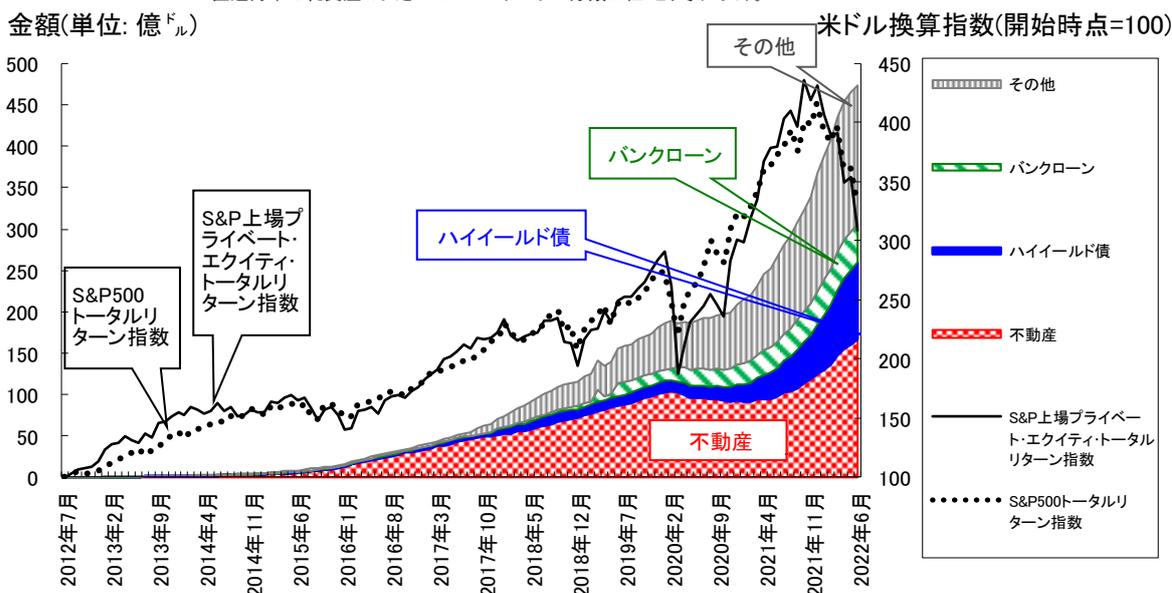
2022 年 5 月 30 日に発表されたセルリー・アソシエイツ/Cerulli Associates(MMI を買収)のレポート「米国マンスリー・プロダクト・トレンド/U.S. Monthly Product Trends」にも資産運用会社がインターバル・ファンドの関心を高めている事に注目している。「日々の流動性は迅速に売買出来るエクスポージャーを保有しなければならないが、主に四半期の流動性にする事で、流動性のある上場証券/liquid public securities と流動性のないリミテッド・パートナーシップ/illiquid limited partnerships(ベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC やプライベート・エクイティ/Private Equity/PE など使われる)を組み合わせる投資出来る。ここ数年、複数の著名資産運用会社がインターバル・ファンドを展開しており、数も 2013 年の 11 ファンドから 2019 年に 55 ファンドに増加しており、純資産は 389 億ドルとなっている。」(2022 年 5 月 30 日付 Cerulli「Monthly U.S. Asset and Wealth Management Product Trends」～ <https://www.cerulli.com/edge/us-monthly-product-trends-edge>、2020 年 6 月 1 日付 ThinkAdvisor「Mutual Fund Assets Bounced Back in April, but Outflows Continued: Cerulli」～ <https://www.thinkadvisor.com/2020/06/01/mutual-fund-assets-bounced-back-in-april-but-outflows-continued-cerulli/>)と言う。

以下は米国籍米ドル建てインターバル・ファンドの純資産の純資産と純設定(2022年6月30日まで10年間の推移だが、不動産を中心に伸びが大きく堅調だ。不動産のインターバル・ファンドで純資産最大(インターバル・ファンドの純資産2位)はBluerock Fund Advisors, LLC「Bluerock Total Income+ Real Estate I/TIPWX」82億ドル/1兆1,140億円。2014年4月1日設定、初期最小購入単位100万ドル、経費率1.81%、解約は3か月に1度で限度は発行残高の5%未満、留保額/Repurchase Feesは無く、今なら2022年6月27日が解約通知日/Repurchase Offer Notice Dateで、2022年8月8日が解約期限日/Repurchase Offer Deadline、解約期限日の7日以内に現金が支払われる(<https://bluerock.com/bluerock-total-income-plus-real-estate-fund/>)。

米国籍米ドル建てインターバル・ファンド/Interval fundsの純資産(推計)の推移

(2012年7月31日 ~ 2022年6月30日、月次)

*直近月末の純資産の大きいモーニングスター分類上位3と、それ以外。

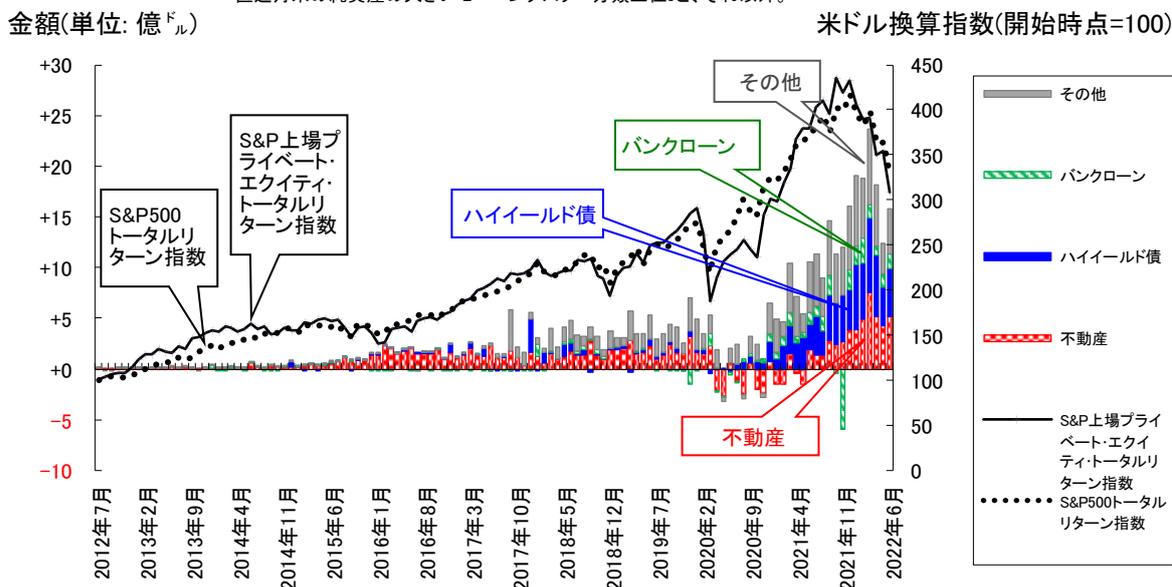


(出所: ブルームバーグ、Morningstar Directより三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が推計・作成)

米国籍米ドル建てインターバル・ファンド/Interval fundsの純設定(推計)の推移

(2012年7月 ~ 2022年6月、月次)

*直近月末の純資産の大きいモーニングスター分類上位3と、それ以外。



(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推計・作成)

●日本版 BDC の道～米国のインターバル・ファンドと BDC～

米国のインターバル・ファンド/Interval funds に続いて、米国の BDC/Business Development Company/ビジネス・デベロップメント・カンパニー についてである。BDC をインターバル・ファンドと共に理解するのに、2022 年 7 月 6 日付日本経済新聞朝刊「米ブラックストーン、日本で個人向け代替投資拡充 金利上昇で資金退避」と言う見出しの記事が良い(下記で下線は筆者、<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOUB271H80X20C22A600000/>)。下記はその一部を引用したものだ。

「米大手投資ファンドのブラックストーンは日本国内で提供する個人投資家向け商品を拡充する。4 月に野村ホールディングスを通じて非上場の不動産ファンドの販売を開始したが、プライベートクレジット(非上場企業向け融資)など他の資産に広げる。金利上昇で金融市場が大きく変動するなか、上場株や債券などに代わるオルタナティブ(代替)分野に資金を退避したい投資家の需要に応える。…(略)…。ブラックストーンは海外で、毎月や毎四半期に購入・解約できるファンドを複数運用しており、このうち非上場の不動産投資信託(REIT)である『BREIT』を 4 月から日本で提供し始めた。(ブラックストーンのプライベート・ウェルス・ソリューションズ部門でグローバルヘッドを務める)ソロター氏は『クレジットなど他の資産のファンドも近い将来、提供したい』と述べた。主に米欧では個人が非上場資産に投資する動きが広がる。ブラックストーンが米国市場に上場した 2007 年当時は運用資産総額約 880 億^{ドル}(約 11 兆円)のうち、個人から預かった分は 11%。22 年 3 月末時点で運用総額は 10 倍の 9150 億^{ドル}に増え、このうち個人は 25%にのぼる。オルタナティブ投資はまだ個人に浸透しきっておらず『個人の比率は今後さらに伸びる』(ソロター氏)とみる。」

上記記事の中に「ブラックストーンは海外で、毎月や毎四半期に購入・解約できるファンドを複数運用しており、このうち非上場の不動産投資信託(REIT)である『BREIT』を 4 月から日本で提供し始めた。ソロター氏は『クレジットなど他の資産のファンドも近い将来、提供したい』と述べた。」とある。記事にそれ以上の詳細は無いが、Blackstone Credit BDC Advisors「ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド/Blackstone Private Credit Fund (BCRED)」と思われる(<https://www.bcred.com/about-bcred/>)。

同ファンドについては、2022 年 2 月 23 日付 Barron's「Blackstone Private Credit Fund Balloons to \$33B in First Year」がわかりやすい(<https://www.barrons.com/advisor/articles/blackstone-bcred-private-credit-51645648337>)

「2022 年 2 月 23 日、米ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド/BCRED は設定以来+12.4%、2021 年で 8.5%のリターンを報告した。金利が上昇、伝統的な債券が軟調になる中、過去 1 年、プライベート・クレジット/private credit はアドバイザーに人気のあるインカム志向のオルタナティブ資産クラスだった。BCRED は変動金利ローンのみを保有する事で、金利が上昇するにつれてより多くの利回りが得られる。95%は優先担保付きローンである。BCRED は Business Development Company/BDC であり、投資家に四半期ごとの償還のみを提供している。これは、プライベート・デット/private debt の流動性が低い為である。多くのオルタナティブ・インカムファンドは他の制約も含むかもしれないインターバル・ファンド構造/interval fund structure, which may include other restrictions as well を通じて四半期ごとの流動性のみを許可している。…(略)…。5 年前、米ブラックストーンは非上場 REIT である BREIT を作ったが、これは現在、500 億^{ドル}を超え、米ブラックストーン最大のファンドとなった。今回の BCRED はその成長を大幅に上回っている。共にファイナンシャル・アドバイザーを通じてのみ投資可能で、投資家は資格を得る為に一定の年収と純資産を満たす必要があるかもしれない。」(2022 年 2 月 23 日付 Barron's

「Blackstone Private Credit Fund Balloons to \$33B in First Year」~ <https://www.barrons.com/advisor/articles/blackstone-bcred-private-credit-51645648337>)。

BCRED は主として米国優先担保付き未公開企業ローン/U.S. senior secured private loans に投資する非上場 BDC/Non-traded BDCs/Non-traded business development company であり、投資家に四半期ごとの償還のみを提供している(<https://www.bcred.com/about-bcred/> 下方の Key Terms)。

さらに、インターバル・ファンド構造/interval fund structureを通じて四半期ごとの流動性のみを許可している (<https://www.bcred.com/about-bcred/> 下方の Key Terms)。BCRED は 3 クラスあって、RIA/Registered Investment Advisers/投資顧問業者のフィー・ベース(ラップ)プログラム/fee-based (wrap) programs 向けの Class I(初期最小購入単位 100 万ドル、販売手数料と代行手数料無し)と Class D(初期最小購入単位 2,500 ドル、販売手数料最大 1.5%、代行手数料年 0.25%)、ブローカー口座向けの Class S(初期最小購入単位 2,500 ドル、販売手数料最大 3.5%、代行手数料年 0.85%)。3 クラス全て、運用管理費用/management fee は年 1.25%。その他、成功報酬/incentive fee 12.5%がある。設定は毎月基準価額で行う一方、解約は 3 か月に 1 回、四半期末に基準価額で行う。3 か月に 1 回、クラスの総資産残高の 5%まで解約可能。(1)純資産/net worth 25 万ドル以上。または、(2)年収 7 万ドル以上かつ純資産/net worth 7 万ドル以上ある人を対象とする。

BDC は Business Development Company/ビジネス・デベロップメント・カンパニーで、1980 年 5 月 24 日に中小企業投資奨励法/Small Business Investment Incentive Act of 1980 と 1940 年投資会社法改正によって創設され、資本を必要とする中小企業と、高い金利と成長可能性と引き換えに資金調達リスクを引き受けようとする個人投資家との間のギャップを埋める事が意図された (<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-11865/pdf/COMPS-11865.pdf>、2021 年 5 月 26 日付 IntervalFunds.org「Interval Funds vs. Business Development Companies」~ <https://intervalfunds.org/insights/interval-funds-vs-bdes>)。中小企業投資奨励法により、**BDC は少なくとも 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している**(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?」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)。

REIT/Real Estate Investment Trust/不動産投資信託と同様、会社型投資信託(投資法人)である。だが、**BDC や REIT は一般的な投資信託(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)とは違い、債券発行などレバレッジを多用する**(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」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200424.pdf、SEC「Investor Bulletin: Publicly Traded Business Development Companies (BDCs)」<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/investor-bulletin-publicly-traded-business-development-companies>)。その為、SEC/証券取引委員会や投資信託評価機関などは一般的な投資信託とは違う(規制や分析とする)扱い、一般的な株式などと同じ様な(規制や分析とする)扱いにする事が多い。一般的な投資信託に適用されている登録投資会社/Registered Investment Companies/RIC としての税制優遇を受ける為には年 90%以上の分配をしている。

INTERVAL FUNDS vs. BUSINESS DEVELOPMENT COMPANIES

	REGISTRATION & INVESTOR SUITABILITY	SHARE REDEMPTION	SHARE PURCHASING	MANAGEMENT & FEE STRUCTURE	MINIMUM INVESTMENT	TYPICAL HOLDINGS
INTERVAL FUNDS	Registered with the SEC - can be publicly listed or require accreditation	Sold back to fund periodically - usually every 3, 6, or 12 months	Offered continuously and directly from the fund at NAV	Active management - total fees usually 1-4% of net assets	Low, and upfront	Alternative, illiquid securities like project debt, private equity, and real estate
BUSINESS DEVELOPMENT COMPANIES	Registered with the SEC - can be publicly listed or require accreditation	Depending on listing status, shares are either sold back to fund or on a secondary market	Depending on listing status, shares are purchased at IPO or continuously from the fund	Active management - total fees usually 1-2% of net assets plus 15-20% of profits	Low and upfront for listed structure, high and at-will for private structure	Debt and stock from small- to mid-sized companies

(出所: 2021 年 5 月 26 日付 IntervalFunds.org「Interval Funds vs. Business Development Companies」~ <https://intervalfunds.org/insights/interval-funds-vs-bdes>)

証券会社などからすれば BDC(も REIT も)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 の 4 種類)も同じプロダクトとなる。それも、SEC/証券取引委員会は「最善の利益規制/Regulation Best Interest/Reg BI」などの規制で証券会社などを規制する場合に同じ様に扱う。

顧客満足度が高く預り資産も過去最大を記録した大手独立ブローカー・ディーラー/Independent Broker-Dealers/IBD のアメリプライズ・ファイナンシャル/Ameriprise Financial は「最善の利益規制と顧客のアメリプライズ・ファイナンシャルとの関係/Regulation Best Interest and your brokerage relationship with Ameriprise Financial」と言うテーブルを出している(2022年1月31日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)。

2021年6月30日現在

投資シェアクラス/Share Class(※1参照)	Aクラス /Class A shares (購入時手数料付)	Oクラス /Class O shares (O/SO付)	Mクラス /Class M shares (大口でAクラスより低い購入時手数料もし 〈は別途掲載〉)
1 株式ファンド最大販売手数料/Maximum sales charge range for equity funds	4.00%-5.75%(平均:5.55%)	N/A	3.50%
2 債券ファンド最大販売手数料/Maximum sales charge range for fixed income funds	2.00%-5.50%(平均:3.75%)	N/A	2.75%-4.00%(平均:3.91%)
3 短期債ファンド最大販売手数料/Maximum sales charge range for short term fixed income funds	0.00%-4.00%(平均:2.13%)	N/A	2.75%
4 CDSC/Contingent deferred sales charge(※1参照)	N/A	1.00%	N/A
5 年間12-1手数料/Annual 12-1 fees(日本の代行手数料に相当)	0.25%	1.00%	0.15%-0.50%(平均:0.44%)
6 全ファンド経費率/Total annual operating expense ranges(平均、年率)	0.44%-2.34%	0.94%-3.09%	0.63%-1.71%
7 株式ファンド経費率/Average total annual operating expenses for equity funds(平均、年率)	1.24%	1.98%	1.38%
8 債券ファンド経費率/Average total annual operating expenses for fixed income funds(平均、年率)	0.88%	1.61%	0.86%
9 短期債ファンド経費率/Average total annual operating expenses for short term fixed income(平均、年率)	0.74%	1.36%	0.71%
オルタナティブ投資プロダクト/Alternative Investment Product			
	最大販売手数料 /Maximum Sales Charge	経費率 /Ongoing Management Fee	受益者サービス手数料 /Shareholder Servicing/Distribution Fees
10 非上場REIT/Non-traded REITs(※2参照)	3.50%	0.75%-1.25%	0.85%-1.00%
11 非上場BDC/Non-traded BDCs(※3参照)	3.50%	0	0
12 非上場クローズドエンド・ファンド/Non-traded CEFs(※4参照)	3.50%	1.00%-1.25%	0.50%-0.85%
13 ヘッジファンド/Hedge Funds	3.00%	1.00%-2.00%	0.00-0.75%
14 マネージド・フューチャーズ/Managed Futures	2.00%	1.50%-2.50%	0.00-0.75%
15 上場ファンド/Exchange Funds	1.50%	0.60%-0.70%	0.00-0.25%
16 私募不動産/Real Estate Private Placements	4.00%	1.50%-2.00%	N/A
17 不動産エクステンジ/1031 Exchange Offerings(※5参照)	6.25%	0.05%-1.10%	0
18 プライベート・エクイティ/Private Equity(※6参照)	3.50%	0.75%-1.50%	0.00%-0.75%
その他			
	最大販売手数料 /Maximum Sales Charge	経費率 /Ongoing Management Fee	受益者サービス手数料 /Shareholder Servicing/Distribution Fees
20 ユニット・インベストメント・トラスト/Unit investment trusts/UIT(※7参照)	1.85%-3.50%	0.45%-1.87%	N/A
21 仕組み商品/Structured Products(仕組みCD/structured CDs, 仕組み債/structured notes)	0.75%-3.00%	N/A	N/A
22 変額年金/Variable annuities	契約サービス費年0.95%-1.35%、特約関連費年0.10%-1.80%、投信経費年0.15%-2.41%、その他、契約管理費や解約違約金あり。		
23 変額ユニバーサル生命保険/Variable Universal Life Insurance/VUL	最大販売手数料6%-7%程度、最大契約サービス費年1.15%、最大契約管理費年30%程度、投信経費年0.08%-2.27%、その他、解約違約金あり(最大100%)。		

※1: CDSC(Contingent deferred sales charge)購入時手数料が0%、12-1 フォーが1%(上限)、当初換金時手数料がかかるものの、毎年減額して0%になり、A に転換する。 投資シェアクラスについては2020年2月17日付日本版ISAの道 その297「米投資のアンバンドリング(クレーン・シェア)、セミバンドリング、バンドリング(シアー・シェア)」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200217.pdf)参照。
 ※2: 非上場REIT/Non-traded REIT-SEC 証券取引委員会に登録、非上場で最小投資額は1,000~2,500 万、前年の個人投資家も投資可能なREIT。 2020年1月27日付日本版ISAの道 その294「ネット証券手数料無料化で先行する米国で進んだ機関投資家・アドバイザー(クラウドファンディング)向け投資、ETF、債券、そして、非上場REITへのシフト」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200127.pdf)参照。
 ※3: BDC/Business Development Company「BDCは1980年から開始、米国の未公開企業もしくは時価総額2億5,000万、米国の未公開企業に少なくとも70%投資する。 非上場のBDCについては「レップ/rep」外務員は一般的に7%の手数料を請求する。(2021年2月3日付InvestmentNews「BDC sales tank in 2020 after product performs poorly」) <https://www.investmentnews.com/bdc-sales-tank-in-2020-after-product-performs-poorly-202270> と言われている。
 ※4: 非上場クローズドエンド・ファンド/Non-traded CEFs「定期的に条件付きで基準価額での株式公開買付をして投資家に流動性を与えるテンドーファンドが主流だったが、定期的に条件付きで基準価額での解約を受け付け投資家に流動性を与えるインターバルファンドが拡大。 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)参照。
 ※5: 不動産エクステンジ/1031(テリタリー)交換/1031 Tax Deferred Exchangeの事で投資不動産所有者が240日以内に売却し、180日以内に売却し同等の不動産投資を完了すると売却益課税を繰り延べる事が出来る。
 ※6: プライベート・エクイティ/Private Equity「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)及び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・クローズド」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)参照。
 ※7: ユニット・インベストメント・トラスト/Unit investment trusts/UIT「一定の固定的な有価証券ポートフォリオを一定期間保有する収益権を有する投資法人。 ミュチュアルファンドの様にLTIは払戻しに応じる一方、クローズドエンドファンドの様に一定数の株式が発行しない。 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・クローズド」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)参照。
 (出所: Ameriprise Financial「Working in your best interest」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)

一般的な投資信託などと共に非上場 REIT/Non-traded REITs、非上場 BDC/Non-traded BDCs、非上場クローズドエンド・ファンド/Non-traded CEFs(インターバルファンド)が並んで出ている。 なお、株式ファンドの最大販売手数料が 4.00%-5.75%(平均:5.55%)と高く見えるかもしれないが、米国の手数料ありファンドでは低い方である(2020年2月3日付日本版 ISA の道 その 295「日本の証券手数料は海外に比べ割高?」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200203.pdf)。 非上場 REIT や非上場 BDC の最大販売手数料 3.50%も同様である(先述の Blackstone Credit BDC Advisors「ブラックストーン・プライベート・クレジット・ファンド/Blackstone Private Credit Fund (BCRED)」のブローカー口座向け Class S の販売手数料は最大 3.5%)。 非上場 REIT は 7%の販売手数料、非上場 BDC は一般的に 7%の手数料とも言われている(2022年1月31日付日本版 ISA の道 その 350「アドバイスの付加価値」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)。

「BDC 市場はインターバル・ファンド市場の約 2 倍の規模で、2020 年には 98 の BDC が稼働し、1,210 億ドルが運用されている(インターバル・ファンドは 67 で 494 億ドルである)。 上場 BDC/Traded BDCs は 51%を占め、最初に資本を調達し、その後は取引所で取引される。 非上場 BDC/Non-Traded BDCs は 14%を占め、インターバル・ファンドの様に、継続的に資本を調達し、定期的な解約を受け付ける。 **プライベート BDC/Private BDCs は 35%を占め、公認投資家/accredited investors から資本を調達、解約は裁量で行われ、プライベート・エクイティ・ファンドと区別する事はほとんど無い。** BDC は少なくとも 70%を適格ポートフォリオ企業/eligible portfolio companies に投資する事が義務付けられている所がインターバル・ファンドとの違いである。 **インターバル・ファンドは純資産の 1.5 倍の投資が出来るが、BDC は純資産の 2 倍の投資が出来る為、BDC のボラティリティとリスクを高める。ただ、高いリターンと課税所得の 90%を配当の形で分配する為、BDC の年平均リターンは 7.75%で、ほとんどのインターバルファンドを上回っている。…(略)…。 BDC はインターバル・ファンドより高い手数料となる傾向がある。 BDC の多くは運用管理手数料に加えて成功報酬もあり、経費率は平均 11.28%にもなる。 BDC は中小企業のデットに焦点を当て、インターバル・ファンドは戦略の柔軟性と多様化性を高めている。」(2021年5月26日付 IntervalFunds.org「Interval Funds vs. Business Development Companies」～ <https://intervalfunds.org/insights/interval-funds-vs-bdcs>)。**

●米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール

前頁で「プライベート BDC/Private BDCs は 35%を占め、公認投資家/accredited investors から資本を調達、解約は裁量で行われ、プライベート・エクイティ・ファンドと区別する事はほとんど無い(BDC は 1940 年投資会社法下にあると言う違いはある)。」(2021 年 5 月 26 日付 IntervalFunds.org「Interval Funds vs. Business Development Companies」～

<https://intervalfunds.org/insights/interval-funds-vs-bdcs>)とした。米国の公認投資家/accredited investors とは 2020 年 8 月 26 日に SEC/証券取引委員会が、(1)直近 2 年の年収が年 20 万ドル/約 2200 万円以上(もしくは夫婦で 30 万ドル/約 3300 万円以上)の個人、(2)100 万ドル/約 1.1 億円以上の純資産(個人住宅を除く)を持つ個人もしくは夫婦、(3)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」のどれかに合格した金融専門家に拡大する事を承認している(2020 年 12 月 17 日付日本版 ISA の道 その 324「米国のフィデューシャリー・デューティー・ルールや ESG ルール」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201217.pdf)～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_201217.pdf)。

公認投資家はプライベート・ファンド市場/private fund markets への投資が出来る。ヘッジファンドもプライベート・デット/Private Debt Funds(プライベート・クレジット/Private Credit Funds とも言う)にも、ベンチャー・キャピタル/Venture Capital/VC がゼネラル・パートナー/General Partner/GP(日本では無限責任組合員)として作るリミテッド・パートナー/Limited Partner/LP(日本では有限責任組合員)にも投資出来る。共和党主導 SEC/証券取引委員会による SEC 私募ファンド公認投資家ルール(2020 年 8 月 26 日承認)だが、民主党主導 SEC になっても、そのまま破棄されずにいる。

ただ、民主党主導 SEC も黙認していたわけではない。2022 年 2 月 9 日に民主党主導 SEC は 1940 年投資顧問法/Investment Advisers Act of 1940 に基づく新しい規則と改正を提案、プライベート・ファンド投資家を保護する事を投票、承認したのである(2022 年 2 月 9 日付 SEC「SEC Proposes to Enhance Private Fund Investor Protection」～ <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-19>)。連邦官報/Federal Register に 2022 年 3 月 24 日に公開され (<https://www.federalregister.gov/documents/2022/03/24/2022-03212/private-fund-advisers-documentation-of-registered-investment-adviser-compliance-reviews>)、その 30 日後の 2022 年 4 月 25 日にパブリックコメント期間は終わった。下記の通り。

<開示義務>



プライベート・ファンド・アドバイザーは、投資家に対してファンドの手数料や経費、パフォーマンスに関する情報が詳述された四半期報告/quarterly statements detailing certain information regarding fund fees, expenses, and performance、登録監査人による年次財務諸表監査、アドバイザー主導の取引について独立したオピニオンを投資家に提供する必要がある。プライベート・ファンドにアドバイスをしないアドバイザーを含む全ての登録アドバイザーに、コンプライアンス・ポリシーとその手順の年次レビュー/annual review of their compliance policies and procedures を書面で義務付ける事とした。

<特定手数料禁止>

プライベート・ファンド・アドバイザーは、実行されていないサービスに対する手数料/fees for unperformed services、アドバイザーの審査や調査に関連する手数料/fees associated with an examination or investigation of the adviser の徴収やポートフォリオ投資関連の比例配分/Pro Rata 方式ではない手数料や経費の徴収などが禁止される。

パブリックコメントには、プライベート・ファンド・アドバイザーへの負荷増加と共に、「公認投資家/accredited investors に制限されているのに、なぜ小売の様な保護が必要なのか?」(2022 年 2 月 21 日付 New York Venture Hub

「Protecting the Protected: SEC Proposes New Safeguards for Private Fund Investors」～ <https://www.nyventurehub.com/2022/02/21/protecting-the-protected-sec-proposes-new-safeguards-for-private-fund-investors/>)と言う意見が出ていると思われる。

民主党主導 SEC はプライベート・ファンド市場への投資が出来る公認投資家の拡大を黙認した様である。一方、2020年10月7日に共和党主導 SEC が承認したの SEC 私募ファンド・ファインダー/Finders ルールはどうか？公認投資家のみ勧誘出来る「ファインダー/Finders」と言う仲介業者を創るもので、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(2020年10月14日付日本版 ISA の道 その317「米国では私募ファンド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」~ https://www.am.mufjc.jp/text/oshirase_201014.pdf)。

今、「ファインダーのブローカーディーラーとしての登録は非常に流動的である。SEC はノーアクションレターを発行したが、非常に近い将来変わる可能性がある。SEC は登録を必要とするファインダーは投資条件の交渉における関与によるとしている。ファインダーが潜在投資家リストを発行体に提供、それ以上何もしない事で登録は必要ない。」(2022年7月6日付「Finders Explained - Be Careful」~ <https://www.seclaw.com/finders083101/>)と言われている。

民主党主導 SEC により、プライベート・ファンド市場への投資拡大が抑えられたようにも見える。だが、「2021年9月下旬、SEC の資産運用諮問委員会/Securities and Exchange Commission's Asset Management Advisory Committee は、個人投資家のプライベート(未上場企業)投資/private investments へのアクセスを拡大する為の勧告/recommendation を全会一致で承認、2021年11月初め、SEC のゲイリー・ゲンスラー/Gary Gensler 委員長は現在約 22 兆ドルのプライベート・ファンド市場/private fund markets に透明性を高める方法を検討するようスタッフに求めた。」(2021年11月4日付 ThinkAdvisor「Trendspotter: Asset Managers Expanding Access to Private Markets」~ <https://www.thinkadvisor.com/2021/11/04/asset-managers-expanding-access-to-private-markets/>)と言っていた。民主党主導 SEC は、投資拡大を抑えると言うより、個人投資家のプライベート(未上場企業)投資へのアクセスを拡大すべく、透明性を高めていると言う事とも言えよう。

インターバル・ファンドも BDC も、既に SEC/証券取引委員会による厳しい規制を受けており、非公認投資家つまり一般個人投資家にも開放されている。 その意味で、個人投資家のプライベート(未上場企業)投資へのアクセス拡大はインターバル・ファンドや BDC にかかっている。今後のインターバル・ファンドや BDC に期待するところである。

米国のブローカーディーラー(証券会社)及びアドバイザー(投資顧問業者)等に対するDOL/労働省およびSEC/証券取引委員会の規制 2022年7月11日現在

省庁名	規制名	規制対象	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
			共和党政権			民主党政権	
DOL / 労働省	ファイデューシャリー・デューティ・ルール(以下、DOL FDルール)	ERISA/1974年従業員退職所得保障法下、退職口座にアドバイスをするブローカー・ディーラー(証券会社)及び投資顧問業者及び保険ブローカー(株指指数連動年金/FIAを含む保険プロダクツのルールを策定するのは州)	民主党主導DOL FDルール無効判決(2018年3月15日)、無効確定(2018年6月21日)、2019年7月1日完全実施も無効に。		共和党主導DOL FDルール当初案公表(2020年6月29日)。 共和党主導DOL FDルール最終案公表(2020年12月15日)、2020年12月18日に公布。	共和党主導DOL FDルール施行(2021年2月16日)。	DOL FDルール・PTEでローラーオーバーのアドバイザーは民主党主導DOLのガイダンス「顧客の最善の利益になる」という理論的根拠を裏面で開示義務(2021年4月13日にガイダンス、2022年6月30日まで(に遵守))
	DOL長官、DOL EBSA(従業員利益保障局)次官の就任・辞任	ERISA法下、退職プランの証券プロダクツ(ミューチュアルファンドと変額年金/variable annuitiesを含む)、退職プランの保険プロダクツ(株指指数連動年金/FIAを含む保険プロダクツのルールを策定するのは州)		アスタ労働長官辞任(2019年7月19日)。 スカリア長官指名(2019年7月18日)。 スカリア長官就任(2019年9月30日)。	ラトラジ次官辞任(2020年5月31日)。	スカリア長官辞任(2021年1月20日)。 ウォルシュ労働長官指名(2021年1月7日)。 ウォルシュ労働長官就任(2021年3月23日)。 リサ・ゴメス次官指名(2021年7月28日)。	リサ・ゴメス次官指名(2021年7月28日)。 2022年6月8日に上院本会議で採決が行われたが、反対51票と賛成49票で承認を失った。本会議採決があれば承認可能性は高いが、その採決がいつになるの不明。
SEC / 証券取引委員会	最善の利益規制(以下、SEC Reg BI)及びフォームCRS(以下、SEC CRS)	1933年証券法、1934年証券取引法下、全てのブローカー・ディーラー(証券会社)	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS当初案公表(2018年4月18日)。	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS最終案公表(2019年6月5日)、同施行(2019年9月10日)。	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRS遵守(2020年6月30日)。	公布・施行されており、2021~2022年の停止や破壊は難しく、情報収集、パフォーマンス評価をすべしと言う意見。	共和党主導SECのSEC Reg BI及びSEC CRSに関する執行措置/enforcement actionsを課す事に民主党主導SECが積極的に2022年6月16日に初の罰金。
	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」に投資出来る公認投資家/accredited investor rule/ルール、公認投資家を勧誘出来るファインダー/Findersルール		共和党主導SECのSEC 私募ファンド公認投資家ルール案承認(2020年8月26日)。 共和党主導SECのSEC 私募ファンド・ファインダー/Findersルール案承認(2020年10月7日) (2019年11月15日付「ブローカー・ディーラー」にて登録を必要とするオプション・インベスティブに適用のみ)	共和党主導SECのSEC 私募ファンド公認投資家ルール適用(2020年8月26日)。 民主党主導SECのSECプライベート・ファンド・アドバイザー/ルール/Private Fund Advisers Rules案承認(2022年2月9日)。		
	SECの構成等(定員5人) 民主党・民 共和党・共	1933年証券法、1934年証券取引法、1940年投資会社法、1940年投資顧問法下、証券プロダクツ(ミューチュアルファンドと変額年金/variable annuitiesを含む)	5人(民2、共3) 1月11日~ 4人(民2、共2) 7月7日~ 5人(民2、共3) 9月11日~	4人(民1、共3) 1月2日~ 5人(民2、共3) 7月8日~	4人(民1、共3) 2月15日~ 5人(民2、共3) 8月17日~ 4人(民2、共2) 12月24日~	4人(民2、共2) 2020年12月24日~ ゲンズラー委員長就任 5人(民3、共2) 2021年4月17日~	4人(民3、共1) 2022年2月1日~ 3人(民2、共1) 2022年6月6日~ 4人(民2、共2) 2022年6月30日~ 5人(民3、共2) 2022年7月7日~ *2022年6月16日に上院本会議で承認された民主党のサララ委員長が就任すれば定員5人に。

(出所:米DOL/労働省及び米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)

以上、「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。

最後に、2022 年 7 月 5 日から始まった TBS 系ドラマ「ユニコーンに乗って」(毎週火曜日午後 10 時)は、永野芽郁演じるスタートアップ企業「ドリームポニー」CEO が「IT の力で教育格差をなくしたい」と言う夢に向かい西島秀俊演じる地方銀行元支店長の部下と奮闘する話だ(https://www.tbs.co.jp/unicorn_ni_notte_tbs/)。今は老若男女関係無く、まさにスタートアップの時代になりつつあるのかもしれない。



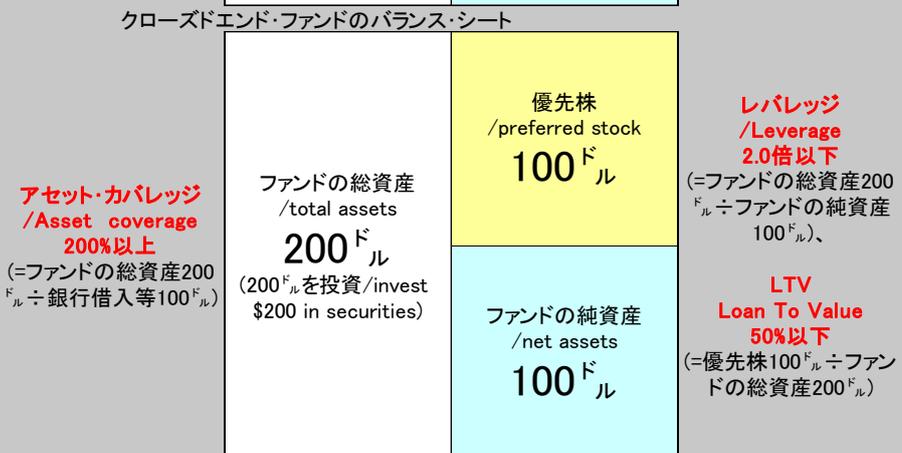
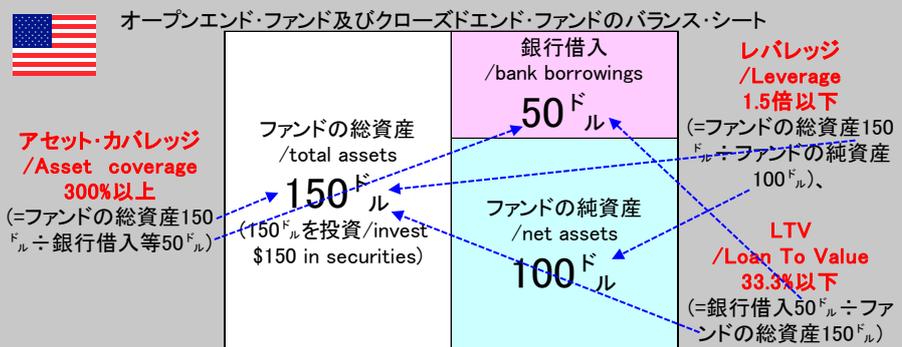
※:1 米国のオープンエンド・ファンドやクローズドエンド・ファンドのレバレッジ…



米国では、オープンエンド・ファンド(ミューチュアルファンド)は銀行借入のレバレッジは 1.5 倍以下、LTV/Loan To Value33.3%以下、アセット・カバレッジ/Asset coverage300%以上で可能だ(投資会社法 18 条)。

米国で最も古いレバレッジ投資信託がミューチュアルファンドで、それが株式 1.5 倍、債券 1.2 倍である事も納得出来るだろう(株式は 1993 年 7 月 12 日設定のオープンエンド「Rydex Nova Inv」(RYNVX)で S&P500 の 1.5 倍をめざすもの、債券は 1994 年 1 月 3 日設定「Rydex Government Long Bd 1.2x Strat Inv」で米国長期国債インデックスの 1.2 倍をめざすもの)。

クローズドエンド・ファンドは優先株/preferred stock のレバレッジは 2.0 倍以下、LTV/Loan To Value50%以下、アセット・カバレッジ/Asset coverage200%以上で可能である。



*分別勘定にレバレッジ相当額の流動資産を保持する、もしくは、レバレッジを相殺する取引があれば投資会社法18条に抵触しない。(出所: 投資会社法18条及びSEC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)

重要なのが、現在のレバレッジ投資信託が最も使っているスワップ、その他、先物、フォワード等である。これらは「上位証券の発行」と見なされ、投信では禁じられている事である。

「SEC の詳細な調査・分析に基づいて 1940 年に制定された投資会社法は、それまで主流であったクローズドエンド型だけでなく、オープンエンド型 4 ファンドを法の枠組みに取り込んだ。そしてオープンエンド型ファンドにおいては社債発行(レバレッジ投資)を禁止するとともに、投資家が常時ファンドの純資産価値で換金できるよう義務付けた。元 ICI/米国投資信託協会理事長フィンク氏は、その著書「Matthew Fink “ The Rise of Mutual Funds ” Oxford University Press, 2011 pp 17」の中で、オープンエンド型ファンド(一般的にミューチュアルファンドとはオープンエンド型ファンドを指す)の『レバレッジなし、いつも純資産価値で換金可能』という特性は投資家に安心感を与え、米国投信発展の大きな原動力となったと指摘している。」(2015 年 1 月 19 日付日本証券経済研究所・杉田浩治氏「米国投信 4 分の 3 世紀の歴史から何を学ぶか」～ http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf)とされている。

歴史から何を学ぶか～ http://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/1501_01.pdf)とされている。

だが SEC は条件を満たせば「上位証券の発行」と見なさないで、認める解釈を発表している。「上位証券の利用は、本来、投資会社法第 18 条(f)(1)のもとでは認められていないが、証券取引委員会は、いくつかの条件を満たせば、これらの取引を認める解釈を発表していた。これらの条件とは、目論見書で明確に認められていること、銀行貸付に必要とされた 300%の資産カバレッジを守ること、そのファンドは、創り出された債務と同価値の証券を分離勘定で保有し、その債務は、日々、市場で値付けがされていることがあげられている。」(名城論叢 2003 年 11

月「アメリカ金融市場の発展と投資信託システム」三谷進氏～ http://www.biz.meiji-u.ac.jp/SEBM/ronso/no4_2/MITANI.pdf)。

さらなる詳細は、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、共和党主導 SEC の厳しいデューデリジェンス付きの 3 倍か。」(https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200424.pdf)。

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:
「各年… <https://www.am.mufg.jp/market/report/investigate.html> 」、
「2013 年 2 月 1 日付日本版 ISA の道 その 1 から一気に見る/検索する…
<https://www.am.mufg.jp/smp/market/report/investigate.html> 」もしくは
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。



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