

スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン

米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ？ 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案！

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

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

●2023年は新しい資本主義を本格起動させていく年

～スタートアップ育成5か年計画(5年間で10倍)と資産所得倍増プラン(5年間で倍増)～

2022年12月30日に岸田文雄首相は日本取引所グループの大納会で次の様に述べた(2022年12月30日付首相官邸ホームページ～ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/actions/202212/30dainoukai.html)。「岸田政権が掲げる新しい資本主義は、様々な社会課題を成長のエンジンに転換し、官民連携して、力強い成長を実現することで、持続可能で、そして包摂的な経済・社会を創り上げていくための包括的な政策パッケージです。中でも、本年11月に決定いたしました**スタートアップ育成計画と資産所得倍増プランは重要な柱**であり、その実行には、資本市場、そして市場に関わる皆様の力が欠かせないと思っています。…(略)…。**スタートアップへの投資額を5年間で10倍、約10兆円規模に増やすことを視野に、5か年計画を策定いたしました。…(略)…。同時に、来年(2023年)は資産所得倍増プラン元年として、貯蓄から投資へのシフトを大胆・抜本的に進めていきます。…(略)…。NISAの口座数は1,700万口座、累計の買付額は28兆円です。政府はこれを5年間で倍増させることを目指していきます。…(略)…。来年(2023年)は新しい資本主義を本格起動させていく年です。」(下線は当コラム筆者、2022年6月7日閣議決定の新しい資本主義は2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf および2022年7月25日付日本版ISAの道その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220725_2.pdf、2022年11月28日正式決定の資産所得倍増プランは2022年11月28日付日本版ISAの道その369「資産所得倍増プランの目玉」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221129.pdf)**



新しい資本主義

✓スタートアップ育成5か年計画

スタートアップへの投資額 8,000 億円規模 → 約 10 兆円規模 ~ 5 年間で 10 倍 ~
スタートアップ 10 万社創出、ユニコーン 100 社創出 ~ 将来 ~

✓資産所得倍増プラン

投資の倍増/NISA 買付額 28 兆円 → 56 兆円 ~ 5 年間で 2 倍 ~
投資経験者の倍増/NISA 総口座数 1,700 万 → 3,400 万 ~ 5 年間で 2 倍 ~

2023年1月4日の岸田文雄首相年頭記者会見でも「防衛力の抜本的強化、エネルギー政策の転換とGXの実行、**スタートアップ育成5か年計画、NISAの恒久化**」(下線は当コラム筆者、2023年1月4日首相官邸ホームページ「岸田内閣総理大臣年頭記者会見」～ https://www.kantei.go.jp/jp/101_kishida/statement/2023/0104nentou.html)と発言している。1年前(2022年1月4日)は「**スタートアップ創出元年(スタートアップ5か年計画)、デジタル田園都市国家構想(デジタル投資倍増)、気候変動問題への対応**」(下線は当コラム筆者、2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)と発言していた。**資産所得倍増プランに比べ言及される事が少ないスタートアップ育成5か年計画であるが、岸田政権はかなり重視している事がわかる**(2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。

新しい資本主義の重要な柱であるスタートアップ育成計画と資産所得倍増プランは2022年11月28日の新しい資本主義実現会議(議長:岸田文雄首相、副議長:新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、構成員:有識者)で決定された(2022年11月28日付日本版ISAの道 その369「資産所得倍増プランの目玉はNISA抜本的拡充(恒久NISA)より中立的なアドバイザー?」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_221129.pdf)。その時、岸田文雄首相は「**本日(2022年11月28日)は、スタートアップ育成5か年計画と資産所得倍増プランを決定いたしました。スタートアップは、社会的課題を成長のエンジンへと転換して持続可能な経済社会を実現する、新しい資本主義の考え方を体現します。今回決定したスタートアップ育成5か年計画は、官民によるスタートアップ育成策の全体像と5年間の具体的なロードマップを示したものです。人材、資金供給、オープンイノベーションの3本柱を一体として推進し、スタートアップへの投資額を5年後の2027年度には10兆円規模と10倍増にすることを目標にします。新しい資本主義が目指す分厚い中間層を形成する上で、家計の賃金所得に加え、金融資産所得を拡大することは、大切です。NISAの拡充・恒久化、iDeCo制度の改革、そして、消費者が信頼できるアドバイスの提供の仕組みの創設を中心に取組を推進します。…(略)…**」(下線は当コラム筆者、2022年11月28日付首相官邸「新しい資本主義実現会議」~ <https://www.kantei.go.jp/jp/101/kishida/actions/202211/28shihon.html>)と発言している。



**新しい資本主義実行計画工程表の「貯蓄から投資への流れの促進」関連部分、
「貯蓄から投資への流れの促進」関連の税制改正プロセス**

現在

2023年1月30日現在

	2022年6月	2022年7月	2022年8月	2022年9月	2022年10月	2022年11月	2022年12月	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月					
新しい資本主義実行計画工程表の「貯蓄から投資への流れの促進」関連部分	III. 新しい資本主義に向けた計画的な重点投資 1. 人への投資と分配 貯蓄から投資のための「資産所得倍増プラン」の策定				11月28日に 資産所得倍増プランを決定 (※1)。											
	VI. 個別分野の取組 金融市場の整備 家計の安定的な資産形成、成長資金の供給(貯蓄から投資への流れの促進)				年内に金融審議会において家計による資産形成のための助言・勧誘に関する制度整備(金融商品取引業者等の助言や勧誘等の制度整備等の検討)。プロダクトガバナンスの推進、資産運用会社等のガバナンス強化について検討、結論(資産運用業等高度化の制度整備の検討)。		金融審議会の市場制度ワーキング・グループ/WG第20回(2022年9月12日)で、 成長・事業再生資金の円滑な供給(VG投資等の拡大、投資信託への非上場株式の組み入れに関する枠組みの整備等)と市場インフラの機能向上(非上場株式や証券トークンの適切な流通の確保、上場株式等の市場間競争の促進) は引き続き市場制度WGにおいて検討を進める事にした(下記参照)。 11月28日に 「スタートアップ育成5か年計画」を決定 (※2)。 金融審議会の市場制度ワーキング・グループ/WG第20回(2022年9月12日)で、顧客本位の業務運営の確保(①適切な助言・助言、顧客への情報提供の充実、②プロダクトガバナンスの確保、資産運用業の高度化)、金融リテラシーの向上は市場制度WGに下部組織の顧客本位タスクフォースを設置、集中的に検討を進める事にした(※3)。									
「貯蓄から投資への流れの促進」関連の税制改正プロセス	「資産所得倍増プラン」など「新しい資本主義」の実行計画案が閣議決定(2022年6月7日)。				関係協会(日証協、全銀協、信託協会、生保協会、投信協会、投資顧問業協会などが金融庁、厚生労働省、文部科学省など関係省庁に税制改正要望を提出。		基本8月末に関係省庁が財務省および総務省に税制改正要望を提出。2022年8月31日に金融庁が「令和5(2023)年度税制改正要望」を公表(※4)。		与党税制調査会(自民党税制調査会および公明党税制調査会)が税制改正要望を踏まえ、小委員会や総会で審議。		12月16日、与党税制調査会が与党税制改正大綱を決定。12月23日、与党税制改正大綱をほぼ踏襲する「税制改正の大綱」を閣議決定。		12月23日に財務省および総務省が「2023年度/令和5年度税制改正関連法案」が国会で成立して公布(3月31日が多い)。		「2023年度/令和5年度税制改正関連法」が施行(4月1日が多い)。	

※1: 「資産所得倍増プラン」の検討の場…資産所得倍増分科会(第1回: 2022年10月17日、第2回: 2022年11月15日、第3回: 2022年11月25日～資産所得倍増プラン(案))。庶務は金融庁の協力を得て内閣官房新しい資本主義実現本部事務局において処理(内閣官房「分科会等開催状況」~ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/index.html)。資産所得倍増プラン…2022年11月28日に日本の新しい資本主義実現本部(本部長: 岸田文雄首相、副本部長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、本部長: 他(の全ての閣僚大臣))が、新しい資本主義実現会議(議長: 岸田文雄首相、副議長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、構成員: 有識者)で資産所得倍増プランを正式決定した(2022年11月25日に最終案は公表されている~ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/gjishidai.html)。2022年11月28日付日本版ISAの道 その369「資産所得倍増プランの目玉はNISA抜本的拡充(恒久NISA)より中立的なアドバイザー?」~ 日米のCPF/サードパーティード ファイナンシャル プランナー比較、米国で注目されるフィードバック・アドバイザー/フィデューシャリー・アドバイザー~」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_221129.pdf)。

※2: 「スタートアップ育成5か年計画」の検討の場…スタートアップ育成分科会(第1回: 2022年10月14日、第2回: 2022年11月7日、第3回: 2022年11月24日～スタートアップ育成5か年計画(案))。庶務は経済産業省の協力を得て内閣官房新しい資本主義実現本部事務局において処理(内閣官房「分科会等開催状況」~ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/bunkakai/index.html)。スタートアップ育成5か年計画…2022年11月28日に日本の新しい資本主義実現本部(本部長: 岸田文雄首相、副本部長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、本部長: 他(の全ての閣僚大臣))が、新しい資本主義実現会議(議長: 岸田文雄首相、副議長: 新しい資本主義担当大臣、内閣官房長官、構成員: 有識者)でスタートアップ育成5か年計画を正式決定した(2022年11月25日に最終案は公表されている~ https://www.cas.go.jp/jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/gjishidai.html)。2022年7月11日付日本版ISAの道 その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インテリバル・ファンド、日本版BDCの道~米国SECプライベート・ファンド・アドバイザー・ルール~」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。

※3: 顧客本位タスクフォース…金融審議会の市場制度ワーキング・グループ/WG下部組織…顧客本位タスクフォース(第1回: 2022年9月26日、第2回: 2022年10月24日、第3回: 2022年11月7日、第4回: 2022年11月22日、第5回: 2022年12月6日)。2022年9月26日付日本版ISAの道 その365「顧客本位タスクフォースが新しい資本主義の資産所得倍増プランに具体策を!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220926_2.pdf)。2022年10月11日付日本版ISAの道 その366「米国と英国の「顧客本位の業務運営」」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_221011_2.pdf)。2022年11月14日付日本版ISAの道 その368「顧客本位タスクフォースが資産所得倍増プランに盛り込む具体策」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_221114_2.pdf)、2022年7月25日付日本版ISAの道 その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版LTAf、日本版VCTの道~英国のLTAf(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)~」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220725_2.pdf)。

※4: 金融庁「令和5(2023)年度税制改正要望」…制度の恒久化、非課税保有期間の無期限化、年間投資枠を拡大、非課税限度額の拡大、つみたてNISAの対象年齢を未成年者まで拡大(2023年末で新規買付終了となるジュニアNISAの事実上復活)などだった(2022年9月12日付日本版ISAの道 その364「新しい資本主義に沿う税制改正要望と金融行政方針」~ https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220912_2.pdf)。

(出所: 日本の内閣官房・財務省・金融庁のホームページ等より三菱UFJ国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

●個人金融資産をスタートアップ育成に循環させる為に資産所得倍増プランを推進

政府は「スタートアップ育成 5 年計画」と「資産所得倍増プラン」を関係付けている。「つみたて NISA では海外株式投信が人気を集めており、拡充されても日本株式へ資金がそれほど回らない可能性がある。これは日本ではベンチャー投資が遅れており、急成長する魅力的な企業が少ないためとして、国は NISA 改革と同時にスタートアップ税制を大幅に改革。」(下線は当コラム筆者、2022 年 12 月 27 日付日本証券新聞「金融庁、新しい NISA の概要発表—生涯投資枠は再利用可能—新旧 NISA 併設時期も」～ https://www.nsjournal.jp/金融庁_新しいnisaの概要発表%E3%80%80生涯投資枠は再利用/#google_vignette)、スタートアップ育成 5 年計画には「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。このため、エンジェル投資家等によるベンチャー投資の促進や年金等の国内ベンチャーファンドへの投資を通じて、個人金融資産をスタートアップの育成に循環させるためにも、資産所得倍増プランを推進する。」(下線は当コラム筆者、2022 年 11 月 28 日付「新しい資本主義実現会議」第 13 回資料 1「スタートアップ育成 5 年計画」～ https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/gijsida.html、https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/shiryoi.pdf)と言われている。

先述した通り、「スタートアップ育成 5 年計画」と「資産所得倍増プラン」の目指しているのは「スタートアップへの投資額 8,000 億円規模→約 10 兆円規模～5 年間で 10 倍～、スタートアップ 10 万社創出、ユニコーン 100 社創出～将来～」と「投資の倍増/NISA 買付額 28 兆円→56 兆円～5 年間で 2 倍～、投資経験者の倍増/NISA 総口座数 1,700 万→3,400 万～5 年間で 2 倍～」である(2022 年 11 月 28 日付「新しい資本主義実現会議」第 13 回資料 1「スタートアップ育成 5 年計画」～ https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/gijsida.html、https://www.cas.go.jp/seisaku/atarashii_sihonsyugi/kaigi/dai13/shiryoi.pdf、ユニコーンは一角獣でめったにないもののためとて評価額 10 億^円、約 1300 億円以上の未公開企業/非上場企業～2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_220711_2.pdf)

企業の成長ステージで見ると、スタートアップはシード/Seed(起業前)とアーリー/Early(起業後、赤字で資金不足の“死の谷”)とミドル/Middle(累積赤字、単年度黒字化)とレイター/Later(安定的成長・収益、成長ステージの最終段階)をまたぐイメージ、ユニコーンはアーリーとミドルとレイターをまたぐイメージである。一方、個人金融資産はレイターとエグジット/Exit(資金回収、出口)をまたぐイメージである。

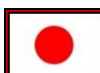
企業の成長ステージ別資金提供者の基本的なイメージ図 2023年1月30日作成

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 シリーズA	ミドル/Middle (累積赤字、単年度黒字化) シリーズB	レイター/Later (安定的成長・収益、成長ステージの最終段階) シリーズC、シリーズD	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)				上場企業/Public Company/Publicly Listed Company	
		✓ スタートアップ/Start-up(※2)	✓ ユニコーン/Unicorn Company(※1)			
資金提供者 /Fund Provider	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)	
	レイター以降 投資家		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) (年金や投信など個人金融資産を含む)	✓ 機関投資家/Institutional Investors (年金や投信など個人金融資産を含む)
		ノンバンク、銀行等		ベンチャー・デット/Venture Debt/VD(※10)	✓	✓ 個人投資家/Individual Investors (年金や投信など個人金融資産を含む)
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」と言う意味がある(広義のPE)。この場合、VCを含む。ただ、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。主な目的はエグジット/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、企業評価額10億^円以上、テクノロジー企業、スタートアップ(未上場)を「ユニコーン/Unicorn company」と言う(ユニコーンは一角獣でめったにないもののため)。ちなみに、100億^円以上を「デカコン/Decacorn 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、分配や回収などの管理運営をして運用管理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以上、テクノロジー企業、スタートアップ(未上場)を「ユニコーン/Unicorn company」と言う(ユニコーンは一角獣でめったにないもののため)。ちなみに、100億^円以上を「デカコン/Decacorn company」と言う(10)を意味する接頭辞deca)。
 ※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ようになった投資家でヘッジファンド、年金や投信など。ベンチャー・キャピタルなど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)

スタートアップ(およびユニコーン)と個人金融資産をつなぐのはレイトーのステージであり、クロスオーバー投資家や機関投資家がベンチャー・キャピタル/VCから受け継ぐ事が鍵となる。「日本はIPOに至るまでの数億円レベルのリスクの高い資金についてはベンチャーキャピタル(VC)などのプロの投資家や事業会社が供給するという流れが浸透している。ユニコーンを生み出すのに必須となる未上場のスタートアップへの数十億から百億円超の巨額投資はレアケースだ。」(2023年1月16日付日経産業新聞および1月18日付日本経済新聞電子版「スタートアップ戦略の本質」～

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQJUC253G30V21C22A200000/>)、「日本のVCにとって機関投資家からの資金調達は悲願」(下線は当コラム筆者、2022年12月30日付日刊工業新聞「スタートアップの資金調達、22年過去最高9500億円に 機関投資家の参入加速」～ <https://www.nikkan.co.jp/articles/view/00658932>)などである。



スタートアップ(およびユニコーン)投資 ベンチャー・キャピタルから機関投資家(年金や投信など)へ

「欧米ではスタートアップ投資を行うベンチャー・キャピタル(VC)への資金供給に、年金基金や大学基金等の長期運用のアセットオーナーが中心的な役割を果たしている。…(略)…。他方、国内の年金基金等のアセットオーナー等による資金供給は限定的である。これが、国内スタートアップへの資金供給の規模が欧米に比べて小さい要因となっているとの指摘がある。…(略)…。米国では、上場前に大きく成長する企業の増加に伴い、ミューチュアルファンド等による上場前後を跨いだクロスオーバー投資が増加している。こうした投資は、レイトーステージのスタートアップの大規模な資金需要を満たすとともに、スタートアップが上場前後の市場の分断を乗り越えて持続的に成長することに資するものとされている。我が国では現行法令上、投資信託への非上場株式の組み入れは禁止されていないが、投資信託の健全な運用を確保する観点から必要な枠組みを整備する必要がある。具体的には、投資信託協会において、非流動性資産である非上場株式の組み入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方(評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等)について、適切な枠組みを整備すべきである。」(下線は当コラム筆者、2022年6月22日付金融審議会市場制度ワーキング・グループ中間整理～ <https://www.fsa.go.jp/singi/singy/tosin/20220622/houkoku.pdf>)。

以上にある通り、米最大のエンダウメントであるハーバード・マネジメント・カンパニー/Harvard Management Company/HMCのアセット・クラス別配分を見ると、2020年度(2019年7月～2020年6月)で1位ヘッジファンド/Hedge Funds 36.4%、2位の未上場株/プライベート・エクイティ/Private Equity 23.0%、3位上場株/Public Equity だ(2021年6月28日付日本版ISAの道その336「米国ハーバード大エンダウメントのCIOはヘッジファンドやプライベート・エクイティ/PEに投資!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_210628_2.pdf)。また、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%以下と言う制約があるものの、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で上場前後を跨いだクロスオーバー投資をしている投信会社がある(2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも!」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。さらに米国では(英国でも)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、政府中心に年金や投信で投資させようとする動きもある(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」～ 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)。

その中、日本では「現行法令上、投資信託への非上場株式の組み入れは禁止されていないが、投資信託の健全な運用を確保する観点から必要な枠組みを整備する必要がある」(2022年8月31日公表の金融庁「2022事務年度金融行政方針」も「スタートアップ等への成長資金の供給拡大に向けて、国内の年金基金等のアセットオーナー等によるベンチャーキャピタルへの資金供給の拡大を促すとともに、投資信託への非上場株式の組み入れに関する枠組みを整備する。」(https://www.fsa.go.jp/news/r4/20220831/220831_main.pdf)とある。日本の投信は非上場株式を「気配相場」で基本的に評価するが、現状「気配相場」で評価可能な非上場株式は存在せず、一般の公募投信としてPEファンドは販売されてはいない(2021年8月30日付日本版ISAの道その340「投資ビッグバン! 欧米で長期のVC・PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供!」～ 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)。

●米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ？

日本の手本となる米国の投信(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)は組入資産のうち**非流動性資産の比率を15%以内に収める事がSEC/証券取引委員会規則で求められ、非上場株式については取締役会が定めた評価手法/fair value methodologiesにより算出された公正価値で評価する**(2021年8月30日付日本版ISAの道その340

「投資ビッグバン! 欧米で長期のVC・PE投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830_2.pdf)。 **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を避けるのも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日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも!」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220711_2.pdf)o

その米国で、**2022年11月2日にSEC/証券取引委員会が「オープンエンド・ファンドの流動性リスク管理およびスウィング・プライシング; フォームN-PX報告/Open-End Fund Liquidity Programs and Swing Pricing; Form N-PORT Reporting」案を承認した**(2022年11月2日付「SEC Proposes Enhancements to Open-End Fund Liquidity Framework」~ <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-199>)。 **ゲイリー・ゲンスラー/Gary Gensler 委員長(現与党の民主党)は「オープンエンド・ファンドの決定的特徴は投資家が平常時も緊張時も日々解約出来る事であるが、原資産との間に流動性のミスマッチ/underlying structural liquidity mismatchがある。今回の案はその時の投資家保護と回復力の課題に対処する。」**と言う。現在、MMFおよび多くのETF以外、オープンエンド・ファンド/open-end funds other than money market funds and most exchange-traded fundsは流動性の高いものから低いものまでの4つのカテゴリーに分類する必要があるが(2016年10月13日の案から「スウィング・プライシングとする事が出来る」)、今回、下記の様にする。



2022年11月2日現在


米国SEC/証券取引委員会の投信流動性管理プログラム(1940年投資会社法 規則22e-4/Rule 22e-4、規則22c-1/rule 22c-1)

<p>●(2015年5月20日公表当初案に続く)2015年9月22日公表改正案は「流動性分類は6分類(営業日、2営業日~3営業日、4営業日~7営業日、8営業日~15営業日、16営業日~30営業日、30日以上)」。●2016年10月13日公表最終案は「流動性分類は4分類(Highly Liquid Investments, Moderately Liquid Investments, Less Liquid Investments, Illiquid investments)」、「スウィング・プライシング/Swing Pricingを選択出来る」、「現物交換出来るETF/“in kind” exchange-traded fund(多くのETFが該当)を除く」、「流動性スコアを公表する」であり、純資産10億ドル以上の会社は2018年12月1日施行、純資産10億ドル未満の会社は2019年6月1日施行。●2018年2月21日に施行が純資産10億ドル以上の会社は2019年6月1日に1年延期、純資産10億ドル未満の会社は2019年12月1日施行に半年延期。2018年3月14日に流動性スコアは非公表に(バブコメ後決定)。●2022年11月2日公表改正案は「Highly Liquid Investmentsの10%維持」、「流動性分類は3分類(Less Liquid InvestmentsとIlliquid investments)に含める」、「スウィング・プライシングを義務付ける」、「ハード・クローズ/hard closeを要求する」など。</p>	<p>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)~</p>		
	Highly Liquid Investments	Moderately Liquid Investments	Less Liquid Investments =>(改正案では右のIlliquid investments) Illiquid investments /売却が難しい投資
	<p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず3営業日以内に現金化出来る資産 *(改正案では)10%以上維持(デリバティブ取引の証拠金・担保を除く) *下限/Minimum(%)を設定、下限を下回った時の方針や処理を決定、下限を下回った時はファンド取締役会に報告</p>	<p>通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず現金化する事に3営業日超かかるが、7営業日以内の資産</p>	<p>通常市場環境で価格に大きな影響を与えず7営業日以内に売却や処分の約定が出来るもの現金化に7営業日超かかる資産 =>(改正案では)右のIlliquid investments</p>
	<p>・ミューチュアルファンド(除くMMF、除くETF)は不安定な市場環境/unstable market conditionsで「スウィング・プライシング/Swing Pricing)を選択出来る(2016年10月13日) =>(改正案では)義務付ける。設定・解約をする投資家の基準価額に売買コスト等を転嫁、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=>(改正案では)しなければならない。純流入の場合はスウィング・ファクター/Swing Factorを加えて基準価額を引き上げ、純流出の場合はスウィング・ファクターを引いて基準価額を引き下げる。スウィング・ファクターは最大値である2%以下で決め開示する =>(改正案では)2%以下は撤廃。この閾値は毎年見直し、ファンド取締役会がその方針・手順を認可する必要がある。</p>		

※1: NAV/Net Asset Value...純資産総額で一株当たり純資産総額の基準価額は「per share NAV」だがNAVだけで基準価額を指す場合が多い。
 ※2: ストレストスト/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ト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)

以上の SEC 流動性リスク管理規制強化案は 2022 年 12 月 16 日に官報/Federal Register に掲載され、2023 年 2 月 14 日までのパブリックコメント/パブコメ受付期間がある (<https://www.federalregister.gov/documents/2022/12/16/2022-24376/open-end-fund-liquidity-risk-management-programs-and-swing-pricing-form-n-port-reporting>)。

<https://www.federalregister.gov/documents/2022/12/16/2022-24376/open-end-fund-liquidity-risk-management-programs-and-swing-pricing-form-n-port-reporting>)。

- (1) **オープンエンド・ファンド(MMF および多くの ETF 以外)に「Highly Liquid Investments(通常の市場環境で価格に大きな影響を与えず 3 営業日以内に現金化出来る資産)」の 10%以上維持(デリバティブ取引の証拠金・担保を除く)、毎日の流動性分類/daily liquidity classifications を要求する。** 
- (2) **「Less Liquid Investments(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が出来るものの現金化に 7 暦日超かかる資産)」と言う分類を無くし、それらの資産を「Illiquid investments(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)」とする。**
- (3) **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するスウィング・プライシングを義務付ける /mandatory swing pricing。**
- (4) **(スウィング・プライシング実行の為に)“ハード・クローズ/hard close(決算手続の前倒し)”を要求する(設定・解約は基準価額算出時刻である米国東部標準時午後 4 時までに投信会社が受け付けた分とする)。**

2016 年からスウィング・プライシングが可能なのに米国では一度も実行されてこなかった大きな理由として米国の設定・解約の注文時刻の問題がある。基準価額算出時刻/pricing time である米国東部標準時午後 4 時現在の価格を使用して保有原資産を評価すべく、**投資家は午後 3 時 59 分までに、ファンドのトランスファー・エージェント/transfer agent(*)もしくは仲介業者/intermediaries(**)に設定・解約の注文を出す。** 午後 3 時 59 分以前の注文は通常その日の基準価額、午後 4 時より後の注文は翌日の基準価額となる。直接販売は投資家がファンドのトランスファー・エージェントに口座を開設、設定・解約の注文を出す為に良いのだが、間接販売は投資家が午後 3 時 59 分までに仲介業者に設定・解約の注文を出す事となり、午後 6 時～8 時にベンダー・メディア・仲介業者に基準価額が提供され、トランスファー・エージェントおよび決済機関が受け取るのは深夜もしくは翌日の事もある。これは、スウィング・プライシングを実行する為に必要なフロー情報/flow data が、基準価額算出時刻である午後 4 時までに投信会社が持つフロー情報と不一致となる原因である。午後 6 時までで実際のフローの 70%しか受け取っていないと言う調査結果がある(ある投信は東部標準時午後 6 時までに約半分の注文しか受け取っていないと言う)。つまり、スウィング・プライシングを実行する事が難しく、米国では一度も実行されてこなかった。そこで、今回、**早い受付終了時間/cut-off time を設ける事で、投信会社が適切な設定・解約情報の受取(receipt of timely flow information)をし、スウィング・プライシングの決定を行う。** これは、儲かる事が判明した時点で行われる取引/late trading を防ぎ、運営リスク/operational risk を減らす事にもつながる。

*トランスファー・エージェント/transfer agent…投信の入出金・分配金・手数料などを管理する(投信会社のインハウスの場合もあるが、投信会社が外部のトランスファー・エージェントにアウトソースする場合もある)。間接販売の場合は投信の販売会社等が「ファンド・サーブ(Fund/SERV)」に投信保有者の情報を送った後、「ファンド・サーブ」がトランスファー・エージェントに情報を送る事となる(2018 年 6 月 18 日付日本版 ISA の道 その 226「日米新規設定ファンド最新動向」～

https://www.am.mufg.jp/text/oshrase_180618.pdf)。

**仲介業者/intermediaries…ブローカーディーラー/broker-dealers、銀行/banks、レコードキーパー/記録関連運営管理機関/retirement plan recordkeepers(最大手はフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investments)など。

- (5) **フォーム N-PX 報告/Form N-PORT Reporting をする。**
ファンドの流動性とスウィング・プライシングの実行に関する透明性を促進する為、オープンエンドファンド(MMF 以外)、クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs、ETF(ユニット・インベストメント・トラスト/Unit investment trusts/UITs として登録された ETF)は**フォーム N-PX 報告/Form N-PORT Reporting をして、流動性の分類とスウィング・プライシングの頻度・金額を月末から 30 日以内に SEC に月次報告書を提出、月末の 60 日後に公開する。**

同案に批判的な共和党(現野党)の SEC 委員 2 人(全 5 人で残る 3 人は現与党の民主党)は次の様に言う。 2022 年 11 月 2 日にヘスター・ピアース/Hester Peirce 委員は「スウィング・プライシングの義務化は“石の様に冷たい反応を考えると驚くべき事”/swing-pricing mandate was “stunning in light of the stone cold reception”。」

(<https://www.sec.gov/news/statement/peirce-statement-open-end-funds-110222>)、マーク・ウエダ/Mark Uyeda 委員は「追加コストにより、ミューチュアルファンド/mutual funds(ETF 以外)から低コストの ETF へのシフトが加速するだろう。」(<https://www.sec.gov/news/statement/uyeda-statement-open-end-funds-110222>)と言った。 ICI/Investment Company Institute/米国投資信託協会の CEO であるエリック・パン/Eric Pan 氏は「SEC のスウィング・プライシング案は、ファンドに投資する 1 億人以上の米国人、特に退職後の貯蓄者に多大な悪影響を与える可能性がある。 401(k)プランの資産の 63%はミューチュアルファンドに保有されており、これらのプランは SEC のハード・クローズ案によって深刻な被害を受け、401(k)プランが参加者に取引注文を出す事が不可能になる可能性がある。 スウィング・プライシングを義務付ける提案は不要である/proposal to mandate swing price is unnecessary。 義務付ける根拠は希釈を最小限に抑える事と言うが、SEC の主張には詳細や裏付けとなる証拠が欠けている。 スウィング・プライシング案は、乗り越えられないハードルに直面、投資家を混乱させ、ミューチュアルファンドの長年にわたる公平な基準価額設定法を覆すリスクに直面している。」(下線は当コラム筆者、2022 年 11 月 2 日付「ICI Swing Pricing Proposal From SEC Could Severely Harm Savers」~ <https://www.ici.org/news-release/22-news-pan-swing-pricing>)。と言う。

2022 年 11 月 2 日に米国の SEC/証券取引委員会が承認した「オープンエンド・ファンドの流動性リスク管理およびスウィング・プライシング; フォーム N-PX 報告」案が施行されれば、ミューチュアルファンド/mutual funds(ETF 以外)への非上場株式など非流動性資産の組み入れは抑制されるだろう。 さらに、SEC(現野党の共和党)委員の予想通りに、ミューチュアルファンド(ETF 以外)から低コストの ETF へのシフトが加速する可能性がある。

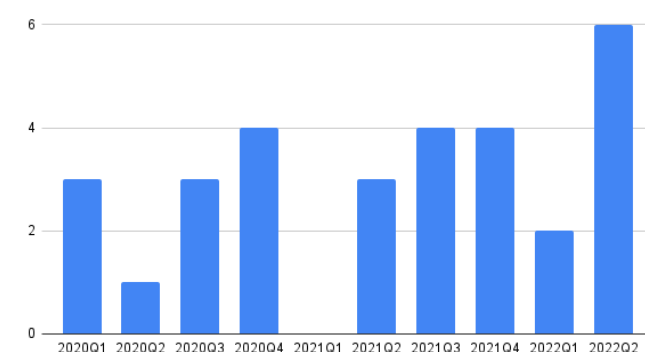
ただ、ETF に非上場株式など非流動性資産を組み入れても、取引時間中の基準価額推定価値/インディカティブ NAV/Intraday Indicative Value/IIV の無い ETF になる以上、ETF の指定参加者/Authorized Participant/AP の ETF 裁定取引/ETF arbitrage が難しい。 つまり、クローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs と同じ様な大きなディスカウントやプレミアム/discount and premium to NAV(上場価格が基準価額を大きく下回ったり上回ったりする事)が起き、ビッドアスク・スプレッド/bid-ask spread(売値と買値の差)も加わり、よりボラタイルとなる可能性がある(ディスカウントやプレミアムやビッドアスク・スプレッドについては 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、クローズドエンド・ファンドについては 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)。

そうすると、「クローズドエンドファンド/closed-end fund の一種で四半期に 1 度の換金に限られて(非上場の)個人にも販売されているインターバル・ファンド/Interval funds は SEC/米証券取引委員会)の新しい流動性規則に該当しない。」と言うインターバル・ファンド/Interval funds に注目が集まる(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、2022 年 7 月 11 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道~米国 SEC プライベート・アドバイザー・ルール」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。



New Interval Fund Launches



2022 年 1~6 月にかけて米国のインターバル・ファンドの設定は急増している(2022 年 7 月 22 日付 Interval Fund Tracker

「Interval Fund Launches Accelerate in 2022」~

<https://intervalfundtracker.com/2022/07/22/interval-fund-launches-accelerate-in-2022/>)。

(出所: 2022 年 7 月 22 日付 Interval Fund Tracker「Interval Fund Launches Accelerate in 2022」)

●米国では非上場 REIT 不安で上場 REIT へ？

米国の SEC 流動性リスク管理規制強化案により、ミューチュアルファンド(ETF 以外)の非流動性資産組み入れは抑制され、ETF もクローズドエンド・ファンド同様のディスカウント・プレミアムとビッドアスク・スプレッドで悩まされるとするならば、注目されるのがクローズドエンドファンドの一種であるインターバル・ファンドだ。 **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、一般的になっている**(2022年7月11日付日本版 ISA の道その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220711.2.pdf>)。

ロバート.A.ストレンジャー/Robert A. Stanger の 2022 年 12 月 19 日付レポートによると、「**2022 年はオルタナティブ投資にとって素晴らしい年であった。2022 年 1～11 月で計 987 億ドル、2021 年の同時期に比べ+38%増。非上場 REIT/nontraded REITs が 321 億ドルと+8%増、非上場 BDC/nontraded business development companies BDCs が 230 億ドルと+88%増、インターバル・ファンド/Interval funds が 223 億ドルと+45%増、デラウェア籍法定トラスト/Delaware Statutory Trusts/DSTs が 86 億ドルと+41%増だった。**」(下線は当コラム筆者、2022 年 12 月 20 日付 InvestmentNews

「Plenty of nontraded REIT liquidity to go around: Report」～ <https://www.investmentnews.com/plenty-of-nontraded-reit-liquidity-to-go-around-report-220533>、BDC やデラウェア籍法定トラストなどについては、2021 年 8 月 30 日付日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」～英国の LTAF、EU の ELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型 CEF(DST、インターバル、エバーグリーン)～」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)。

非上場 REIT の 1 位は、純資産総額 680 億ドルの「ブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト/Blackstone Real Estate Income Trust/BREIT」(後述※1「上場 REIT vs 私募 REIT vs 公募非上場 REIT～前世代 vs 新世代の BREIT や SREIT 等」参照)。クローズドエンド・ファンドではないが、インターバル・ファンド構造/interval fund structure を持つオープンエンド・ファンド/open-end funds ある。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 が 2017 年に設定した非上場 REIT で、主に倉庫と住宅/logistics and multifamily US residential real estate に投資する。**投資家は毎月または四半期ごとに解約請求が出来るものの月次で純資産総額の 2%、四半期で 5%の上限あり。**

「ブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト/Blackstone Real Estate Income Trust/BREIT」



1. **クラス/Class S(ティッカー: BREITIS)は販売手数料 3.5%、マネジメント・フィー年 1.98%、12b-1 フィー0.85%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。** 基準価額は 2017 年 1 月 31 日から月末。
2. **クラス/Class T(ティッカー: BREITTT)は販売手数料 3.0%、マネジメント・フィー年 1.25%、12b-1 フィー0.85%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。** 基準価額は 2017 年 6 月 30 日から月末。
3. **クラス/Class D(ティッカー: BREITD)は販売手数料 0.0%、マネジメント・フィー年 1.25%、12b-1 フィー0.25%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。** 基準価額は 2017 年 5 月 31 日から月末。
4. **クラス/Class I(ティッカー: BREITI)は販売手数料 0.0%、マネジメント・フィー年 1.25%、12b-1 フィー0.00%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。** 基準価額は 2017 年 1 月 31 日から月末。

初期最小購入単位は 100 万ドルだったが、2022 年 12 月から 2,500 ドルにする選択肢を設けた。

その **BREIT が 2022 年 10 月に解約請求が殺到し、純資産総額(負債を除く)の 2.7%と純資産総額の 2%(四半期の解約制限は純資産総額の 5%)と言う月次解約制限/redemption limit を超えた。** この時は特例として全額の解約を認めた **が、翌 2022 年 11 月にも月次解約制限を超えた為、解約請求の 43%のみ解約、つまり、解約制限(「ゲート/gates もしくはゲーティング/gating」とも言う)を実施した**(2022 年 12 月 1 日付ブラックストーン/Blackstone)。2022 年 12 月には四半期の解約制限の 5%を超え、解約制限を実施した。

BREIT が問題を起こした訳ではない。「**契約/contracts で解約上限を月次で純資産総額の 2%まで、または四半期で同 5%までとしていた。解約を求める投資家が多くなり、制限が発動された。理由は下記が考えられる。**

1. **換金の計画のある人は早く解約しよう。解約制限が長引くほど、多くの投資家を参加させる必要がある。**
2. **上場 REIT は価値に対し大幅ディスカウントで取引されており、推定資産価値/estimated value of its holdings が高止まりしている BREIT を売却、推定資産価値よりも割安な上場 REIT を購入するかもしれない。**
3. **BREIT は投資家の出資 1 ドルに対し、約 1 ドルの借入れがある/BREIT borrows about \$1 for every \$1 of investor value。投資家が解約すると、負債の比率が高まり、損失は増幅される。**
4. **BREIT は 93 億ドルの現金と借入枠で成り立っているので今は全く問題無いが、解約が続けば、現金が減るばかりのファンドとなる。安売りなどで取引を手早く決める事、将来の解約を満たす事の柔軟性が失われるだろう/less flexibility to snap up bargains in the markets or to satisfy future withdrawals。」**(下線は当コラム筆者、2022 年 12 月 12 日

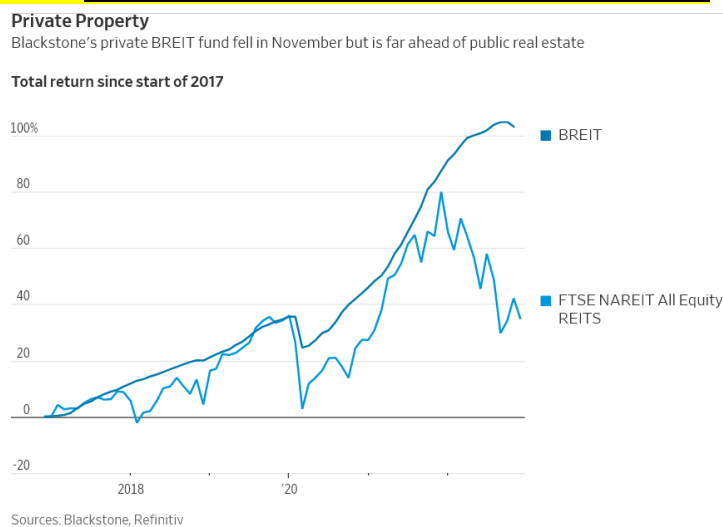
付 WSJ「Blackstone's BREIT Highlights Looming Dangers of Private Funds - WSJ」<https://www.wsj.com/articles/blackstones-breit-highlights-looming-dangers-of-private-funds-11670847230>)。

BREIT の解約理由として大きそうなのは、解約する投資家が BREIT の推定資産価値が高い、評価が市場の変化へ適応せず遅れている、含み損があると考えており、その評価損が実現する前に資金を引き出そうとしている事。

「**BREIT の解約請求額が四半期の上限である 5%となる状態が 2023 年 7~9 月まで続くと予想する。比較対象となる上場 REIT の株価が年初来で約 30%下落しているのに対し、BREIT は 9%上昇している為、投資家には解約するインセンティブ/incentive がある。**」(下線は当コラム筆者、2022 年 12 月 10 日付 Barron's「The Lesson of Blackstone's Retail Real Estate Fund: Liquidity Matters.」<https://www.barrons.com/articles/blackstone-retail-real-estate-fund-breit-liquidity-51670632249>)、

「**上場 REIT は-25%前後、BREIT の年初来リターンは+8.4%、機関投資家が所有する商業用不動産のデータを集計した NCREIF 不動産インデックス/NCREIF Property Index は 2022 年のリターンが+16%である。上場 REIT と非上場 REIT のギャップ、米不動産投資の一物二価/Same Building, Different Prices がいつまでも続く事は無い。…(略)…。不動産調査会社グリーン・ストリート/Green Street によると、米国の住宅用不動産の REIT は現在、純資産価値に対し 26%の割安水準にあり、オフィス用不動産株は 39%の割安水準にあると言う。…(略)…。上場 REIT 価格は新情報にリアルタイムで反応するが、非上場 REIT 価格は推定査定額に基づき月次または四半期ごとにしか価格の見直しは行われな可能性**がある。さらに、不動産会社トレップ/Trepp のロニー・ヘンドリー/Lonnie Hendry 氏は『不動産鑑定人が算定に用いる直近の取引データは期限切れのものである。今日行われる取引はおそらく最大 6 カ月前に合意されたもので、いま想定される価格を反映していない。』と言う。現時点で行われている建物の売買は非常に少なく、価格動向の把握は一段と難しくなっている。」(2022 年 12 月 28 日付 WSJ「Same Building, Different Prices: a

Two-Speed Property Market Can't Last」<https://www.wsj.com/articles/same-building-different-prices-a-two-speed-property-market-cant-last-11672153936>)とされている。



(2023 年 1 月 4 日付 WSJ「Blackstone's Hefty Concession Is a Warning to Investors」)

2023 年 1 月 3 日にブラックストーンは、米カリフォルニア大学の投資部門 UC インベストメンツが BREIT に 40 億ドル/約 5100 億円投資すると発表した(<https://www.blackstone.com/news/press/uc-investments-creates-strategic-venture-with-blackstone-to-invest-4-billion-in-breit-common-shares/>)。6 年間解約できず、その後 2 年間限定で資金を引き出せる。ロックアップ/lock-up 期間(売却出来ない期間)が平均 6 年と言う事だが、その代わりに+11.25%の基準リターンが契約に定められており BREIT の年間リターンがこれを上回った場合にブラックストーンは 5%のインセンティブ・フィーを追加で受け取り下回った場合はブラックストーンが差額(最大 10 億ドル)を補填する。

「UCの投資は、BREITの不安に、ある程度の安心感を提供するはずだ。不安とは投資対象の不動産に高過ぎる評価を与えているのではないか、取り付け騒ぎの様な事が起きるのではないかというものである。…(略)…。2023年1～3月もほぼ間違いなく解約が制限され、リターン見通しが悪化すれば、解約する人も増え、制限が何か月も続く恐れがある。何年もBREITに資金を預ける事を厭わない投資家は、+11.25%のリターンの一部を保証するというUCに与えられた特権を得る事は出来ないが、解約上限に関して心配はしないだろう。だが、2023年、資金が必要になるかもしれないと考える人なら、すぐに解約できないかもしれない事を心配するのは当然の事である。」

(2023年1月4日付WSJ「Blackstone's Hefty Concession Is a Warning to Investors」～ <https://www.wsj.com/articles/blackstones-hefty-concession-is-a-warning-to-investors-1167284068>)。

BREITが解約制限を実施した2022年11月は米スターウッド・キャピタル・グループ/Starwood Capital Group「スターウッド・リアスステート・インカム・トラスト/Starwood Real Estate Income Trust/SREIT」の解約請求も純資産総額の3.2%と純資産総額の2%(四半期解約制限は5%)と言う月次解約制限を超え、解約請求の63%のみ解約を認めている(SREITは純資産総額146億ドルで非上場REIT2位、2017年12月設定、マネジメント・フィー年1.25%、パフォーマンス・フィー12.5%～2022年12月4日付Barron's)。さらに、2023年1～3月には米コールバーグ・クラビス・ロバーツ/KKR「KKRリアル・エステート・セレクト・トラスト/KKR Real Estate Select Trust/KREST」の解約請求が純資産総額の8.1%と四半期解約制限5%を超え、解約請求の62%のみ解約を認めている(KRESTは純資産総額16億ドルで2020年7月設定～2023年1月20日付Bloomberg「KKR Caps Withdrawals on Real Estate Trust in Latest Pullback」～ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-19/kkr-caps-withdrawals-on-real-estate-trust-following-blackstone>、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.mufj.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)。2023年1月26日には「ブラックストーン・プロパティ・パートナーズ/Blackstone Property Partner/BPP」も純資産総額の7%と言う解約請求があったが「新規資金が流入するまで解約請求を免れる」規定で解約請求は受けていないと発表している。

非上場BDC/nontraded business development companies BDCsにも同様の事が起きている(BDCについては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.mufj.jp/text/oshirase.211227.2.pdf>、2022年7月11日付日本版ISAの道その360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも!」～ <https://www.am.mufj.jp/text/oshirase.220711.2.pdf>)。2022年9～11月にブラックストーン/Blackstone「プライベート・クレジット・ファンド/Blackstone Private Credit Fund/BCRED」の解約請求が純資産総額の約5%と四半期解約制限である純資産総額の5%となり100%解約を認めている(BCREDは純資産総額500億ドルの非上場BDCで、中規模企業向け融資やレバレッジドバイアウト/LBOに資金提供を行うクローズドエンド・ファンド～2022年12月6日ブラックストーン発表)。

この様に、非上場REITと非上場BDCに解約が急増、不安を投資家に与えている中、2023年1月9日にフィデリティ・インベストメンツ/Fidelity Investmentsは初のBDC(初の非上場BDC)「フィデリティ・プライベート・クレジット・ファンド/Fidelity Private Credit Fund」を設定した(2023年1月9日付ThinkAdvisor「Fidelity Expands Alts Lineup With Private Credit Fund」～ <https://www.thinkadvisor.com/2023/01/09/fidelity-expands-alt-lineup-with-private-credit-fund/>、<https://institutional.fidelity.com/app/proxy/content?literatureURL=/9906294.PDF>)。四半期での解約が純資産総額の5%まで出来る。適格個人投資家/eligible individual investors(年収7万ドル以上かつ純資産7万ドル以上、もしくは、純資産25万ドル以上の投資家)が利用出来、ファイナンシャル・アドバイザーおよび仲介業者を通じ販売される(後述※2:「公認投資家/accredited investor vs 適格購入者/qualified purchaser」参照)。

「フィデリティ・プライベート・クレジット・ファンド/Fidelity Private Credit Fund」



1. クラス/Class Sは、販売手数料3.5%、マネジメント・フィー年1.25%、12b-1フィー0.85%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。基準価額は2023年1月31日から月末。
2. クラス/Class Dは、販売手数料1.5%、マネジメント・フィー年1.25%、12b-1フィー0.25%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。基準価額は2023年1月31日から月末。
3. クラス/Class Iは、販売手数料0.0%、マネジメント・フィー年1.25%、12b-1フィー0.00%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。基準価額は2023年1月31日から月末。

初期最小購入単位はクラス/Class Iが25,000ドル。

●欧州では ELTIF 人気～ブラックロック 2 番目の ELTIF が目標を上回り成功～

米 SEC/証券取引委員会は「**欧州のスウィング・プライシング/swing pricing も参考とした。欧州は下記の選択だった。**」と言う 2022 年 12 月 16 日付 Federal Register/SEC「Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs and Swing Pricing; Form N-PORT Reporting」～

<https://www.federalregister.gov/documents/2022/12/16/2022-24376/open-end-fund-liquidity-risk-management-programs-and-swing-pricing-form-n-port-reporting>)o

(1) **パーシャル・スウィング・プライシング/partial swing pricing**…

純流入または純流出がスウィング閾(しきい)値/swing threshold を超えた場合にのみ基準価額調整をする、

(2) **フル・スウィング・プライシング/full swing pricing**…

純流入または純流出があるたびに基準価額調整をする、

(3) **スウィング・プライシングを使用しない**

さらに SEC は「**欧州では実際、まず多くがパーシャル・スウィング・プライシングを実行するものの、その後取引コストが増加、スウィング閾(しきい)値を引下げたり、スウィング・ファクター/swing factor を増やしたりする投信会社があった(UCITS/ユーシツ/EU 登録の個人投資家向けファンドの平均スウィング・ファクターは 100bp 以上にもなった)。**そして、その後、フル・スウィング・プライシングに移行する投信会社もあった。」とも言っている。スウィング・プライシングは設定・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 日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも！」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.220711.2.pdf>)o

米国 SEC が参考とする欧州では ELTIF/European Long-Term Investment Fund/欧州長期投資ファンドが増えている。EU/European Union/欧州連合(2020 年 1 月 31 日に英国が離脱して 27 カ国)が 2015 年 12 月 9 日から可能となった **ELTIF は非上場企業/unlisted companies に 70%以上(1 銘柄 10%以下)を投資する機関投資家も個人投資家も投資出来るクローズドエンド・ファンド/closed-end funds/CEFs** である(ファンドの下にクローズドエンド・サブファンドとする場合もある～2021 年 8 月 30 日付

日本版 ISA の道 その 340「投資ビッグバン! 欧米で長期の VC・PE 投資信託を設定(活用)、未公開企業の成長を促して、個人(年金)へ高リターンを提供へ!」～英国の LTAF、EU の ELTIF(RAIF、SCSp)、米国の新型 CEF(DST、インターバル、エバークリーン)～」～ <https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.210830.2.pdf>)o **ELTIF のファンドのライフ・サイクル最終日(償還日)まで解約**

出来ない為、換金したい場合は、取引所で売買する、もしくは、第三者に譲渡する事となる。追加設定は出来るものの、純資産を下回る設定は既存投資家の承認が必要となる。英国の LTAF(後述)が意識している制度である。

ただ伸び悩み(2021 年央で総額 15 億ユーロ/約 2000 億円)、2021 年 1 月 25 日に EFAMA/European Fund and Asset Management Association/欧州投資信託・資産運用協会は制度改善についての見解を発表した(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>)o

ELTIF/European Long-Term Investment Fund **欧州長期投資ファンド**

しかしここ最近、ELTIF が人気となっている。2022 年 12 月 6 日に**ブラックロック/BlackRock は同社 2 番目の ELTIF(後述)「プライベート・インフラストラクチャー・オポチュニティ ELTIF/Private Infrastructure Opportunities ELTIF」で目標を上回る 4 億 1500 万ユーロの資金調達に成功**、これで ELTIF の調達総額は約 10 億ユーロ/約 1430 億円となった(2022 年 12 月 6 日付 Investment Week「BlackRock to launch two new PE funds after ELTIFs raise almost €1bn €415m on recent ELTAF」～

<https://www.investmentweek.co.uk/news/4061258/blackrock-launch-pe-funds-eltifs-raise-eur1bn>)o 2021 年 4 月に 5 億 900 万ユーロを調達した「プライベート・エクイティ・オポチュニティ ELTIF/Private Equity Opportunities ELTIF」に続くもので、2023 年はプライベート・エクイティに焦点を当てた ELTIF2 本を投入する予定。ブラックロックは「**ブラックロック・プライベート・インフラストラクチャー ELTIF の資金調達成功はプライベート・マーケット、特にインフラストラクチャーに対する顧客の意欲が高まっている事の証である。個人投資家のオルタナティブへのアクセスを拡大する上で重要な役割を果たせる。**」と言う。

ブラックロックの ELTIF「プライベート・インフラストラクチャー・オポチュニティ ELTIF」は、ルクセンブルク /Luxembourg 籍のオープンエンド・ファンド会社型「BlackRock Alternative Funds SCA SICAV」の下にある(クローズド・エンド)サブファンド/sub-fund だ。ブラックロックの ELTIF「プライベート・インフラストラクチャー・オポチュニティ ELTIF Class G EUR」の PRIIPs KID(日本の重要情報シートが手本としている開示資料)を見る(<https://www.blackrock.com/kid/en-gb/document/documents/eltifs/kid-blackrock-private-infrastructure-opp-eltif-g-eur-gb-lu2189946101-en.pdf>)。

想定顧客属性は、(1)同タイプ・プロダクトの知識・経験がある事、(2)適切な投資アドバイスを得ている事、(3)投資の損失を負担出来る個人投資家で、初期最小購入単位は 125000 ユーロ/約 1800 万円となっている(PRIIPs KID については 2022 年 11 月 14 日付日本版 ISA の道 その 368「顧客本位タスクフォースが資産所得倍増プランに盛り込む具体策」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_221114_2.pdf)。コストは、「一回限りコスト/One-off costs」の「エントリー・コスト/Entry costs」は 0.3%だが、推奨保有期間/recommended holding period が 10 年なので、10 で割り、年換算 0.03%となる。経費率/Ongoing costs は年 1.73%(うち 0.02%は portfolio transaction costs で変わる可能性)で、成功報酬/carried interests は 0.82%(+7%超の時)、総経費率/total costs(10 年保有後換金)は年 2.57%と言う予想となっている。

Composition of costs

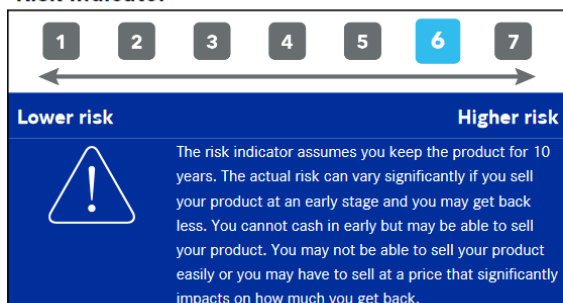
This table shows the impact on return per year			
One-off costs	Entry costs	0.03%	The impact of the costs you pay when entering your investment.*
	Exit costs	0.00%	The impact of the costs of exiting your investment when it matures.*
Ongoing costs	Portfolio transaction costs	0.02%	The impact of the costs of us buying and selling underlying investments for the product.**
	Insurance costs	None	The impact of the amount you are paying to buy insurance protection.
	Other ongoing costs	1.71%	The impact of the costs that we take each year for managing your investments.
Incidental costs	Performance fees	0.00%	The impact of the performance fee.
	Carried interests	0.82%	The impact of the carried interests. We take these when the investment has performed better than 7%.

This table shows the impact each year of the different types of costs on the investment return you might get at the end of the recommended holding period and the meaning of the different cost categories.

- * Please refer to your broker, financial adviser or distributor for the actual charges (including any taxes).
- ** This figure is based on estimated costs, often referencing historic data, and therefore the actual costs paid by an investor may differ.

そして、換金については日本の重要情報シートが手本としている PRIIPs KID に大きく「**解約は出来ないが、売る事は出来る。(10 年待たず)早期に売った場合、換金額が少なくなるかもしれない。売る事が簡単に出来ない」と換金額に大きな影響を受けるかもしれない。」と出ている。**

Risk Indicator



- The summary risk indicator is a guide to the level of risk of this product compared to other products. It shows how likely it is that the product will lose money because of movements in the markets or because we are not able to pay you.
- We have classified this product as 6 out of 7, which is the second highest risk class. This classification rates the potential losses from future performance at a high level, and poor market conditions are very likely to impact our capacity to pay you. This classification is not guaranteed and may change over time and is not a reliable indication of the future risk profile of the Fund. The lowest category does not mean risk free.

- **Be aware of currency risk. The currency of this share class may be different from that of your country. As you may receive payments in the currency of this share class and not that of your country, the final return will depend on the exchange rate between these two currencies. This risk is not considered in the indicator shown above.**
- The insolvency of certain institutions providing services such as safekeeping of assets or acting as counterparty to derivatives or other instruments, may expose the Fund to financial loss.
- This product does not include any protection from future market performance so you could lose some or all of your investment.
- If we are not able to pay you what is owed, you could lose your entire investment.

●英国では LTAF を個人に解放する案！

～リスク警告、知識・経験、10%までと言う制限で幅広い個人投資家へ解放～

英国であるが、2022年10月上旬、英国の運用会社であるシュローダー/Schroders、コロンビア・スレッドニードル/Columbia Threadneedle、ブラックロック/BlackRock は、年金基金などの機関投資家向けのオープンエンド不動産ファンド/UK open-ended property funds からの解約を制限した(四半期ごとに可能だった解約を遅らせたと言う事)。2020年にも新型コロナウイルス感染症のパンデミックで一部のファンドが解約を制限している。

格付け会社フィッチ・レーティングス/Fitch Rating は「英国で最近起きているオープンエンド不動産ファンド/UK open-ended property funds の清算や解約、流動性ミスマッチへの不安が、英金融監督当局の FCA/Financial Conduct Authority/金融行為規制機構の LTAF/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンドの構造採用を加速させる可能性がある。ただ、解約は投資家が投資を決定する重要な要因であり、長い解約期間/long redemption periods は投資を思いとどまらせる可能性がある。」と言っている(2022年10月11日付 Investment Week「Fitch: UK property

funds liquidity pressures could accelerate LTAF adoption」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4057862/fitch-uk-property-funds-liquidity-pressures-accelerate-ltaf-adoption>)。

「FCA は LTAF の解約通知は少なくとも 90 日間の通知期間内で通知すると言う案を出している。しかし、英国クローズドエンド・ファンド協会/Association of Investment Companies /AIC は「LTAF を個人投資家に販売する事は事故が起こる事を待つ事/selling LTAFs to retail investors is 'an accident waiting to happen'.」と警告している。IMF/国際通貨基金は非流動資産を保有するオープンエンド・ファンド/open-end funds の緊迫時の損失拡大を指摘した。」(2022年10月11日付 Investment Week「Fitch: UK property funds liquidity pressures could accelerate LTAF adoption」～

<https://www.investmentweek.co.uk/news/4057862/fitch-uk-property-funds-liquidity-pressures-accelerate-ltaf-adoption>)。

LTAF/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンドは英国のリシ・スナック/Rishi Sunak 首相(当時財務大臣)が進めてきたもので、英国のプロ投資家と高度な個人投資家/professional investors and sophisticated retail investors(後述※2:「公認投資家/accredited investor vs 適格購入者/qualified purchaser」参照)が非流動性資産/illiquid assets(プライベート・エクイティやベンチャー・キャピタル、インフラや不動産等)に投資をするオープンエンド・ファンド/open-end funds の事で、2021年11月15日に導入された(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/oshrase.210830_2.pdf)、非流動資産や評価が困難な資産の評価/valuation of illiquid and hard-to-value assets は、最低でも月1回が重要かつ適切である(2022年7月25日付日本版 ISA の道 その361「新しい資本主義における長期運用

資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshrase.220725_2.pdf)。



LTAF/Long-Term Asset Fund 長期資産ファンド

2022年8月1日に FCA は LTAF への投資をプロ投資家と高度な個人投資家だけでなく、幅広い個人投資家/wide range of retail investors にも出来る様に「LTAF への幅広い個人投資家のアクセス/Broadening retail access to the long-term asset fund」と言う意見募集/コンサルテーション・ペーパー/Consultation Paper/CP(2022年10月10日までの意見募集を開始(<https://www.fca.org.uk/publications/consultation-papers/cp22-14-broadening-retail-access-long-term-asset-fund>), その中で幅広い個人投資家/wide range of retail investors に LTAF 投資をしてもらおうべく、リスク警告/risk warnings、知識・経験のチェック/knowledge and experience checks、LTAF を購入する人に対し個人投資家の投資可能資産の10%まで/up to 10% of their investible assets in total certain assets と言う制限を付ける案などを提示した。2023年初めに最終規則を確認する。

「プラットフォーム会社最大手ハーグリーブス・ランズダウン/Hargreaves Lansdown のネイサン・ロング/Nathan Long氏は『投資決定時点で投資家の理解を向上させる事に注意が向けられている。投資可能資産の10%までなどの制限は、非常に賢明な措置で、損害を減らす事と投資機会を提供する事との適切なバランスを取っている。』(2022年8月1日付 Investment Week「FCA launches consultation to broaden access to LTAF」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/4054119/fca-launches-consultation-broaden-access-ltaf>)と

ただ、英国のクローズドエンド・ファンド協会/Association of Investment Companies/AICは「FCAがしようとしているLTAFを個人投資家に販売する事は事故が起こる事を待つ事/selling LTAFs to retail investors is 'an accident waiting to happen'。」と警告している。さらに同協会は「LTAFのルール導入から1年経ったが、設定されたプロダクトは無い/A year since the rules for LTAFs were introduced, no product has been launched。『幅広い個人投資家/wide range of retail investorsは投資可能資産の10%まで/up to 10% of their investible assets in total certain assetsと言う制限をしても、問題発生時の深刻な損失を防ぐ事は出来ない。AICは2段階のLTAF導入を提案する。1つは現行通り、幅広い個人投資家/wide range of retail investorsに販売しないもので、もう1つは追加の投資家保護が組み込まれたもので幅広いリテール販売に適したものだ。FCAは流動性のミスマッチを防ぐ為に十分な通知期間を設定出来ているかどうか、流動性ツールをどの様に使用したかを検討するべきである。』(2022年10月10日付AIC「Broadening access to LTAFs is "an accident waiting to happen"」～ <https://www.theaic.co.uk/aic/news/press-releases/broadening-access-to-ltafs-is-an-accident-waiting-to-happen>)。

2022年10月4日にはIMF/国際通貨基金も次の様に言っている。「流動性が低い資産に投資するオープンエンド・ファンド/open-end fundsからの資金流出が市場のショックを増幅する恐れがある。オープンエンド・ファンドは過去20年で大幅に成長、その純資産は世界全体で41兆ドル/約5900兆円と銀行以外の金融セクターが保有する資産の5分の1である。投資家は毎日解約出来るが、流動性が低い資産を売却するのに数日かかる場合がある。この流動性ミスマッチ/liquidity mismatchによるリスクを軽減、ストレス時に市場をより堅固なものにする必要がある。解約する投資家に取引コストを転嫁する事がある。例えばスウィング・プライシング/swing pricingと呼ばれる慣行により、投資家が他の人よりも先に解約するインセンティブが低下、流出圧力や、強制的な資産売却の可能性が緩和される。しかし、スウィング・プライシングをする為に適切に調整する必要があり、現時点ではない。各国規制当局は十分な調整をさせ、実行を監視する必要がある。不動産などの流動性の低い資産を保有するファンドの場合、スウィング・プライシングの調整が普通の時でも難しい場合がある。この様な場合、解約頻度を制限する/limiting the frequency of investor redemptions等を検討する必要がある。スウィング・プライシングを実行出来ないファンドにも適している可能性がある。また、流動性管理のより厳格な監視/tighter monitoring of liquidity management practices by supervisorsを検討、オープンエンド・ファンドのさらなる開示を要求/requiring additional disclosures by open-end fundsする必要がある。」(2022年10月4日付IMF Blogs「How Illiquid Open-

End Funds Can Amplify Shocks and Destabilize Asset Prices」～ <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2022/10/04/how-illiquid-open-end-funds-can-amplify-shocks-and-destabilize-asset-prices>)。



流動性の低い資産を保有するファンド

- ✓スウィング・プライシング
- ✓解約頻度の制限
- ✓流動性管理のより厳格な監視
- ✓オープンエンド・ファンドのさらなる開示

以上だが、米欧では、個人金融資産でスタートアップなど流動性の低い資産に投資することについて議論を重ね、試行錯誤を繰り返している。日本では、こうした米欧の事例を手本にしつつも、日本に合ったやり方を考慮し、より良いスタートアップ育成5か年計画と資産所得倍増プランを考え実行して欲しいものである。



2023 年 1 月 23 日付米 InvestmentNews に「新世代の非上場 REIT は本当に前世代よりも優れているのか?/Is the new generation of nontraded REITs really any better than the last?」と言う見出しの記事があった

(<https://www.investmentnews.com/is-the-new-generation-of-nontraded-reits-really-any-better-than-the-last-23288>)。以下にその一部を引用する。

「米ウォール街は非上場 REIT を活性化したが、今、投資家が流動性を要求していると言う古い問題に直面している。

2016 年に非上場 REIT の販売は僅か 45 億ドルにまで減少した(その 3 年前に約 200 億ドルだったのに)。2016 年に非上場 REIT の販売が落ち込んだのは DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOL ルール)により、非上場 REIT を主に販売していた IBD/independent broker-dealers/独立ブローカーディーラーを規制した事が大きい。2016 年まで数十年、非上場 REIT は高コミッション・プロダクトとして IBD やファイナンシャル・アドバイザーに 7%の販売手数料/high-commission product, routinely paying brokers and financial advisors an upfront load of 7%、関連業者にさらに 2~3%をもたらしてきた/another 2% to 3% to various links in the chain of sales。販売手数料等が 10%に達し、投資家に実質的な利益をもたらす事をほとんど不可能にして、DOL ルールで規制された。

ここにブラックストーン/Blackstone やスターウッド・キャピタル・グループ/Starwood Capital Group などウォール街の巨人/Wall Street giants が運用する(販売手数料等が下がった)新しい非上場 REIT が登場、2022 年の 11 か月で前年比+8%増の 321 億ドルと言う販売額に達している。

しかし、今、これら新しい非上場 REIT は解約と言う問題にぶつかっている。ロバート・A・スタンガー/Robert A. Stanger のケビン・ギャノン/Kevin Gannon は『ブラックストーンとスターウッドの REIT は、それまでの非上場 REIT が流動性を欠いている批判があった為、限定的だが、流動性を提供する能力を備えた。解約が年 3%程度だった旧世代の非上場 REIT に対し、新世代の非上場 REIT は解約を月 2%、四半期 5%まで認めており、これまでに見た事の無いかなり大きな流動性である。』と言う。…(略)…。ブラックストーンは『BREIT は透明性の向上、手数料の引き下げ、投資家に合わせたインセンティブで非上場 REIT 市場に革命をもたらし個人に高品質の機関投資家不動産を提供した。米国の投資家の僅か 3%が流動性を求めている。』と言っている。ただ、上場株と異なり、非上場 REIT・BDC は投資家が心配したり撤退する時が来たと考えたりした場合にすぐに売却する市場は無い。それで解約増加となるが、2017 年の設立以来、年 4%強のリターンを誇った BREIT から、2022 年にひどいパフォーマンスだった上場 REIT に移そうとしている可能性がある。」

(下線は当コラム筆者、2023 年 1 月 23 日付 InvestmentNews「Is the new generation of nontraded REITs really any better than the last?」~ <https://www.investmentnews.com/is-the-new-generation-of-nontraded-reits-really-any-better-than-the-last-23288>)。

DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOL ルール)によつて販売手数料 7%、関連業者にさらに 2~3%、販売手数料等 10%だった非上場 REIT は 3.50%となっている(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>)。

米国の REIT 主要 3 種類

- ①上場 REIT/publicly traded REITs...SEC 登録、上場、取引所経由で個人投資家も投資可能。
- ②私募 REIT/private REITs...SEC 未登録、非上場、最小投資額 1,000~25,000 ドル前後で適格投資家向け。
- ③公募非上場 REIT/public non-traded REITs(public non-listed REITs/PNL-REITs/PNLRs とも言う)...SEC 登録、非上場、最小投資額は 1,000~2,500 ドル前後で個人投資家も投資可能。

(出所: Nareit/全米不動産投資信託協会等より三菱 UFJ 国際投信株式会社商品マーケティング企画部が作成)

上記③が非上場 REIT で、①の上場 REIT と違い、取引所で売買されない為、流動性がほとんど無い(投資額の数%まで解約可など)。ただ株式市場が大きく下げても投資家をあまり不安にさせないとも言える。それより利回りが上場 REIT より年 1%前後高くなる事が投資家のメリットとなる。対面証券会社や独立系ファイナンシャル・アドバイザー/IFA にとって「非上場 REIT の購入時手数料/front-end fees は 12~15%で、さらに投資期間中にわたり別の手数料/trail fees がある。」(2014 年 6 月 15 日付 WSJ「Nontraded REITs Offer High Returns, But Critics Cite Fees and Illiquidity」~

<http://online.wsj.com/articles/nontraded-reits-offer-high-returns-but-critics-cite-fees-and-illiquidity-1402670733>)が大きい。

非上場 REIT(や後述する保険)へのシフトは個人投資家向け投信等への手数料押し下げ圧力、規制強化の高まりが背景にある。2010年7月21日に民主党のオバマ前大統領が署名して成立した「ドッド・フランク法」は「SECにブローカー・ディーラーとアドバイザーに対するフィデューシャリー・デューティー・ルールを制定する権限を与える。」とあったのである。これでまず一般の公募投信/ミューチュアルファンドの様に、手数料が完全に開示され、モーニングスターなどからしっかり評価されている金融商品に手数料押し下げ圧力が強く働いた。その為、対面証券会社やIFAは、一般の公募投信を避け、保険や非上場 REIT に向かう事になった。

ただ、非上場 REIT 人気も長くは続かなかった。民主党主導の規制当局は、もし問題があれば、新しいルールで細かく規制すれば良いと言うルール・ベースの考え方を持つ。その為、民主党主導の規制当局は非上場 REIT の規制にも乗り出し、2015年4月14日に出された DOL/労働省フィデューシャリー・デューティー・ルール(以下、DOLルール)の当初案で「退職口座に投資出来る資産のリスト」を提示、そこに非上場 REIT を入れなかった。退職者向けに急増していた非上場 REIT の人気はこうした規制当局動向で急低下していった。

しかし、ブローカー・ディーラー等の業界や共和党の反対があり、2016年4月6日の DOL ルール最終案ではそのリスト自体が無くなり、非上場 REIT の人気急低下は下げ止まる(2016年4月18日付日本版 ISA の道 その 138「米国の退職口座(IRA・401k 等 DC)の投資アドバイスが大きく変わる」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_160418.pdf)。さらに、DOL ルール自体が2018年6月21日に無効確定となり、非上場 REIT に人気復活の兆しが出ている(図表参照)。12~15%あった非上場 REIT の手数料だが、その後、「非上場 REIT でブローカーには 7%の販売手数料/sales commission」(2016年4月6日付 InvestmentNews 「DOL fiduciary rule a big win for nontraded REITs」~ <http://www.investmentnews.com/article/20160406/FREE/160409949/dol-fiduciary-rule-a-big-win-for-nontraded-reits>)、「非上場 REIT の手数料には 3~5%と言うものもある。」(RealtyMogul.com「Traded vs. Non-Traded REITs」~ <https://www.realtymogul.com/knowledge-center/article/traded-vs-non-traded-reits>)と、かなり低下している(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できた機関投資家・アドバイザー(ラップ口座/SMA 等)向け投信、ETF、保険、そして、非上場 REIT へのシフト」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_200127.pdf)。



そして2017年設定で現在、純資産総額680億ドルと非上場 REIT1位の「ブラックストーン・リアル・エステート・インカム・トラスト/Blackstone Real Estate Income Trust/BREIT」である。インターバル・ファンドではないが、インターバル・ファンド構造/interval fund structure を持つオープンエンド・ファンド/open-end funds で、主に倉庫と住宅/logistics and multifamily US residential real estate に投資する。投資家は毎月または四半期ごとに解約請求が出来るものの月次で純資産総額の2%、四半期で5%の上限あり(インターバル・ファンドは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、2022年7月11日付日本版 ISA の道 その 360「資産所得倍増プランだけではなくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道~米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール」~ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)。

1. クラス/Class S(ティッカー: BRETTIS)は販売手数料 3.5%、マネジメント・フィー年 1.98%、12b-1 フィー0.85%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。基準価額は2017年1月31日から月末。
2. クラス/Class T(ティッカー: BRETTT)は販売手数料 3.0%、マネジメント・フィー年 1.25%、12b-1 フィー0.85%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。基準価額は2017年6月30日から月末。
3. クラス/Class D(ティッカー: BRETTD)は販売手数料 0.0%、マネジメント・フィー年 1.25%、12b-1 フィー0.25%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。基準価額は2017年5月31日から月末。
4. クラス/Class I(ティッカー: BRETTI)は販売手数料 0.0%、マネジメント・フィー年 1.25%、12b-1 フィー0.00%、パフォーマンス・フィー12.5%(5%超の利益に対して)。基準価額は2017年1月31日から月末。

初期最小購入単位は100万ドルだったが、2022年12月から2,500ドルにする選択肢を設けた。



2023年1月10日付 ThinkAdvisor に「公認投資家 vs 適格購入者/: 何が違う? Accredited Investor vs. Qualified Purchaser: What's the Difference?」と言う見出しの記事があった(<https://www.thinkadvisor.com/2023/01/10/accredited-investor-vs-qualified-purchaser-whats-the-difference/>)。以下にその一部を引用する。

「公認投資家/accredited investor と適格購入者/qualified purchaser は SEC/証券取引委員会に登録されていない証券に投資する事が出来るが両者には違いがある。

公認投資家は金融において洗練されていると見なされ、当局の保護の必要性が少ない人である /financially sophisticated and has less of a need for protections。ここには富裕層の個人/high-net-worth individuals、銀行、保険会社、ブローカーなどの機関投資家が含まれる。個人が公認投資家として資格を得るには、(1)直近2年の年収が年20万ドル/約2600万円以上(もしくは夫婦で30万ドル/約3900万円以上)の個人、(2)100万ドル/約1.3億円以上の純資産(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などがある。

一方、適格購入者は次の基準のどれかである。(1)500万ドル/約6.4億円以上の投資をしている個人投資家または同族会社、(2)1人以上の適格購入者によって後援または管理される信託あるいは兄弟・配偶者など2人以上の近親者によって管理されている500万ドル/約6.4億円以上の投資をしている信託、(3)2,500万ドル/約32億円以上の投資をしている個人または団体、(4)オーナー全てが適格購入者である法人。

公認投資家と適格購入者の両方とも一般投資家が利用出来ない未公開企業に投資出来る。 投資機会には、プライベート・エクイティ・ファンド、ヘッジファンド、SECに登録する必要のないその他の投資が含まれる場合もある。

ただ、違いもある。公認投資家は年収や純資産のハードルを満たす必要があるが、適格購入者は保有する投資額で判断され、純資産は含まれていない。ほとんどの適格購入者は公認投資家とよく言われるが、その逆は当てはまらない。適格購入者となる閾(しきい)値は公認投資家の閾(しきい)値よりも高くなる。適格購入者になる基準の500万ドル/約6.4億円以上の投資は多くの公認投資家を排除する可能性があるものの、適格購入者のほとんどは公認投資家に必要な年収または純資産の要件を満たしている可能性がある。**適格購入者は公認投資家の投資出来る3(c)(1)ファンドおよび3(c)(7)ファンドに投資出来る。」**

(下線は当コラム筆者、2023年1月10日付 ThinkAdvisor「Accredited Investor vs. Qualified Purchaser: What's the Difference?」

~ <https://www.thinkadvisor.com/2023/01/10/accredited-investor-vs-qualified-purchaser-whats-the-difference/>)。

公認投資家/accredited investors 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、最善の利益規制/Reg BIやフォームCRS、私募ファンド」~

<https://www.am.mufg.jp/text/oshirase.201217.pdf>)。

掲載した和訳は、筆者が作成した英文記事の参考抄訳であり、英語の原文と抄訳内容に相違がある場合には原文が優先します。

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>」。

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

本資料に関してご留意頂きたい事項

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