

非上場REIT・BDC・インターバルファンドの組入投信 ～茂木自民幹事長「新NISAバージョンアップ」、スタートアップ 支援「非上場株投信で」、NISAが参考とする英国ではISA改革 を支持しそうな労働党政権が誕生～

三菱UFJアセットマネジメント株式会社 商品マーケティング企画部 松尾 健治 (kenji-matsuo@am.mufg.jp)
窪田 真美 (mamii-kubota@am.mufg.jp)

※三菱UFJアセットマネジメントがお届けする、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。

●茂木自民幹事長「新 NISA バージョンアップ」、スタートアップ支援「非上場株投信で」 ～NISA が参考とする英国では ISA 改革を支持しそうな労働党政権が誕生～

2024年7月5日に日本最大級のスタートアップカンファレンス「IVS(アイブイエス)」で、「ポスト岸田」候補の一人とも目される茂木敏充・自民党幹事長が、「新 NISA について『非常に今、好評だ』と述べた。その一方で、2024年2月に未上場株も15%までは投資信託に組み込める自主的ルールが制定されたにもかかわらず、『未上場株を組み入れた商品ができていない』と指摘した。」(強調下線



は当コラム筆者、2024年7月5日付フジテレビ「自民・茂木幹事長「新 NISA のバージョンアップが必要」との認識示す」～ <https://www.fnn.jp/articles/-/24492>)。

茂木氏は「**上場しても3年位の企業、3年以内の企業、さらには未上場の株を組み入れた様な商品、こう言うのができていく、そこに投資がされると言う事になると、相当な資金調達ができる。そう言った意味で、新 NISA のバージョンアップが必要だ**と思う。」とも話した(強調下線は当コラム筆者、2024年7月5日付テレビ朝日「グッド! モーニング」YouTube～ <https://www.youtube.com/watch?v=BiaMChyBsk>)。

その後、記者団に「**5兆円ぐらいの調達が十分可能だ**」と発言(2024年7月6日付時事ドットコム「NISA で新興企業支援 茂木氏」～ <https://www.sj.com.jp/article/?a=202407061029&g=1>)、記者団から「**党の総裁選挙を控える中で NISA のバージョンアップは総理大臣になってやりたいことか**」と質問されたのに対し「**いずれにしてもやりたいことだ**」と述べた(2024年7月5日付 NHK「自民 茂木幹事長「スタートアップ企業成長へ NISA 活用」」～

<https://www3.nhk.or.jp/news/html/20240705/140914502631008.html>)。

2024年7月5日付日本経済新聞電子版は「**金融機関に対し、非上場株式を組み込んだ投資信託の組成を促した。…(略)…。投資信託協会は2月、誰でも買える公募投資信託に上限付きで非上場株を組み込めるように自主ルールを改定した。茂木氏は改定後に新しい投信を設定する動きが乏しいとしてスタートアップの推進に弾みがついていないとみる。**」と報じている(強調下線は当コラム筆者、右上写真も含め2024年7月5日付日本経済新聞電子版「自民党の茂木敏充氏、スタートアップ支援「非上場株投信で」」～

<https://www.nikkei.com/article/FK3Z2001A0558WY00C31A7000000/>)。

茂木氏は金融担当相だった2008年8月25日に英国ISA(次頁※1参照)を参考に「**小口で継続的に長期投資を通じて資産形成していただく。(金融庁が求める新制度は)『日本版ISA』になる。**」と発言、2008年8月28日に「日本版ISA(現NISA)」の税制改正を要望、2014年の日本版ISA導入に繋がった人でもある(2021年10月18日付日本版ISAの道 その344「金融所得課税の見直

しはNISAと共に NISAの恒久化と年間投資上限引き上げ、新ジュニアNISA/日本版529プラン(米国の教育資金積立制度)、成長のための新しいNISAを期待!～NISAの本来・英国では今～」～ https://www.am.mufg.jp/text/oshirase/21018_2.pdf)。

※1: NISA が参考とする英国では ISA 改革を支持しそうな労働党政権が誕生…



2024 年 7 月 5 日に茂木敏充・自民党幹事長は「新 NISA バージョンアップ」、「スタートアップ支援『非上場株投信で』」などと話した(前頁参照)。NISA(日本版 ISA)がモデルとした株式型 ISA/ stocks and shares ISA (ISA… Individual Savings Accounts/個人貯蓄口座)を持つ英国においては、4 つの ISA の一つである「イノベーティブ・ファイナンス ISA/innovative finance ISA」が LTAF(エルタフ)/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンドに投資出来る様にする改革案や、英国 ISA 適格企業に投資する新しい ISA「ブリティッシュ・アイサ/British ISA」を創設する改革案などが出ており、これを茂木幹事長は参考にして発言していると思われる(2023 年 12 月 11 日付日本版 ISA の道 その 392「新 NISA は本家英国の

ビジネス(投信評価等)を参考に～英国 ISA では高いレーティングのアクティブファンドが人気、ISA 改革で複数販売会社と端株とイノベーティブ・ファイナンス ISA の非上場株ファンド LTAF 投資が可に～)

https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_211211.pdf、2024 年 4 月 8 日付日本版 ISA の道 その 399「英国の ISA 改革とアドバイス改革～国内株投資を促す新 ISA『ブリティッシュ・アイサ』、コンシューマー・デューティに沿う年金改革、アドバイス評価ツール、ソーシャル・メディア規制～」(https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_210408.pdf)。4 つの ISA は 1.預金型 ISA/cash ISAs、2.株式型 ISA/stocks and shares ISAs、3.イノベーティブ・ファイナンス ISA/innovative finance ISAs、4.ライフタイム ISA/Lifetime ISAs /LISA/人生設計 ISA だ(英国政府/GOV.UK～ <https://www.gov.uk/individual-savings-accounts>、4 つの各 ISA の意味は 2022 年 5 月 30 日付日本版 ISA の道 その 357「資産所得倍増プラン『NISA の抜本的拡充』で NISA 縮小回避?」※2: 英国の ISA ファミリー、多様化する英国の ISA～ https://www.am.mof.go.jp/text/ohhrise_220530_2p.pdf、2021 年 10 月 18 日付日本版 ISA の道 その 344「金融所得課税の見直しは NISA と共に」～ https://www.am.mof.go.jp/text/ohhrise_211018_2p.pdf)

この英国 ISA 改革案は保守党/Conservative(and Unionist) Party 政権の案である。その保守党は 2024 年 7 月 4 日投開票の英総選挙で歴史的な惨敗となり、最大野党・労働党/Labour Party が単独過半数を獲得、保守党が政権を明け渡す事となっている。ISA はそもそも保守党(マーガレット・サッチャー/Margaret Thatcher)政権が「大衆資本主義/popular capitalism」の為、「(金融)ビッグバン改革/Big Bang reforms」の一つとして 1987 年に導入した PEP/Personal Equity Plan/個人持ち株制度が株式型 ISA の前身である。保守党(ジョン・メージャー/John Major)政権が 1991 年に導入した TESSA/Tax-Exempt Special Savings Account/免税特別貯蓄口座は預金型 ISA の前身である(2023 年 12 月 11 日付日本版 ISA の道 その 392「新 NISA は本家英国のビジネス(投信評価等)を参考に～英国 ISA では高いレーティングのアクティブファンドが人気、ISA 改革で複数販売会社と端株とイノベーティブ・

ファイナンス ISA の非上場株ファンド LTAF 投資が可に～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_211211.pdf)。ただ、PEP と TESSA を整理統合、1999 年に ISA/Individual

Savings Accounts/個人貯蓄口座としたのは労働党(トニー・ブレア/Tony Blair)政権のゴードン・ブラウン/Gordon Brown 財務相/Chancellor of the Exchequer(2007 年～2010 年に首相)だ(2024 年 7 月 3 日付 Investors' Chronicle「Lessons from History: What Labour's last

landslide meant for investors」～ <https://www.investorschronicle.co.uk/news/2024/07/03/lessons-from-history-what-labour-s-last-landslide-meant-for-investors/>、2013 年 11 月 25 日付日本版 ISA の道 その 36「米英で個人マネー(家計金融資産)残高過去最大に寄与した米国 IRA と英国 ISA! 日本でも期待される NISA(日本版 ISA)と日本版 IRA の寄与による日本の個人マネー過去最大!」～ <https://www.am.mof.go.jp/text/131125.pdf>)

また労働党政権が誕生する今、「**労働党がブリティッシュ・アイサ/British ISA 案を支持/Labour backs GB ISA proposals。**」(2024 年 6 月 4 日付 Investment Week「AJ Bell: The British ISA is a bad idea 4Simplification is more urgent」～ <https://www.investmentweek.co.uk/news/420755/aj-bell-british-isa-bad-idea>)、「労働党はブリティッシュ・アイサ案に反対している様には見えず、前向きな発言もしている。労働党が勝利すれば、この案を実行する可能性は十分にある。その他、労働党は ISA の枠組みを簡素化するかもしれない事を示唆している。」と言われている(2024 年 6 月 3 日付 Forbes Advisor UK「Household Money: Home Insurance Premiums Rocket By Almost Half In One Year」～ <https://www.forbes.com/uk/advisor/personal-finance/2024/06/03/household-finance-updates/>)。以上からは**新しい労働政権ではむしろ ISA 改革がより進みそう**である。

●新しい資本主義の目玉である「スタートアップ育成 5 か年計画」が進んでいない? ベンチャーファンド(プライベート資産、オルタナティブ)への投資促進

2024 年 7 月 5 日に茂木敏充・自民党幹事長が「新 NISA バージョンアップ」、「スタートアップ支援『非上場株投信で』」と話したが、政府もスタートアップ支援に熱心だ。これは新しい資本主義の目玉である「資産所得倍増プラン(新 NISA)」が予想以上に好調に進んで、「資産運用立国実現プラン」となっているのに対し(年金改革はこれから～2024 年 4 月 8 日付日本版 ISA の道 その 399「英国の ISA 改革とアドバイス改革～国内株投資を促す新 ISA『ブリティッシュ・アイサ』、コンシューマー・デューティに沿う年金改革、アドバイス評価ツール、ソーシャル・メディア規制～」～ https://www.am.mof.go.jp/report/investigate/column_210408.pdf)、

新しい資本主義の目玉である「スタートアップ育成 5 か年計画」が進んでいない様に見えるからと思われる(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なくスタートアップも! 日本版インターバル・ファンド、日本版 BDC の道～米国 SEC プライベート・ファンド・アドバイザー・ルール」～ https://www.am.mof.go.jp/text/ohhrise_220711_2p.pdf)

2024 年 6 月 21 日に内閣府から「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2024 年改訂版」が閣議決定された(内閣府ホームページ～ https://www.esa.go.jp/ja/seisaku/starashi_sbonsyugi/index.html)。2024 年は 2022 年および 2023 年と比べ、次頁上方の様な違いがある

(2022 年～ https://www.esa.go.jp/ja/seisaku/starashi_sbonsyugi/pdf/sp2022.pdf、2023 年～ https://www.esa.go.jp/ja/seisaku/starashi_sbonsyugi/pdf/sp2023.pdf、2024 年～ https://www.esa.go.jp/ja/seisaku/starashi_sbonsyugi/pdf/sp2024.pdf)

✓「**資産所得倍増プラン**」(NISAの抜本的拡充やiDeCo制度の改革、金融経済教育等)は2024年に「**資産運用立国実現プラン**」となり「**倍増**」は「**家計による投資額(株式・投資信託・債券等の合計残高)の倍増を目指す。**」に。



✓「**資産運用立国**」は2023年に「**資産所得倍増プラン**」の一部として「**資産運用業の高度化やアセットオーナーの機能強化を強力に推進すべく、資産運用立国の実現に向けた取組を行う。**」と出て、2024年には「**資産運用立国実現プラン**」として、NISAの活用、金融経済教育(顧客の立場に立った認定アドバイザー等)の充実、資産運用業の改革、企業年金・個人年金の改革(DB・DC・iDeCoの改革等)、成長資金の供給と運用対象の多様化(スタートアップ企業への資金供給を促進させるための環境整備、非上場株式の流通促進等)等となっている。

✓「**スタートアップ育成5か年計画**」は2022年に「**資産所得倍増プラン**」の下、2023年に「**資産所得倍増プラン**」の上、2024年に「**資産運用立国実現プラン**」の上にある。その「**スタートアップ育成5か年計画**」は2022年に「**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。**」とあって、2023年に以上に加えて「**個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版VCT)の具体化について検討を行う。** 具体的には、**英国及びフランスの事例では投資時の税控除が大きな成功要因の一つとなっていることも踏まえ、エンジェル税制の検討等、優遇税制の投資対象に上場ベンチャーファンドを含めることも含め、個人からベンチャーキャピタルへの投資時の税控除の導入について、必要な措置を検討する。**」もあつたが、2024年には「**個人金融資産がスタートアップの育成に循環**」も「**個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版VCT)**」も無くなった。

当コラムより…

「個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版VCT)の具体化」の「**英国及びフランスの事例**」は下記の通り。

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

(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_220725_2.pdf)。

・フランスのFCPI/Fonds Commun de Placement dans l'Innovation/mutual funds for innovation…2023年5月22日付日本版ISAの道その380「日米首脳会談やG7サミットに登場するイノベーション、その為の投信！ 銀行は投信販売に特化？～フランスのイノベーションの為の投資信託/FCPI、フランス版NISAのPEA、米国のミューチュアル・ファンド・バンキング～」(https://www.am-mufg.jp/text/oshirase_230522_2.pdf)。

2024年6月24日に金融庁(内閣府外局)から「**新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画改訂版(令和6年6月21日閣議決定)における金融庁関連の主要施策**」が発表された(http://www.fsa.go.jp/press/240624_01.pdf)。「**スタートアップ育成5か年計画**」は2022年、2023年、2024年と下記の様になった ((2022年～ <https://www.fsa.go.jp/commo/asset/2021/retail/06.pdf>、2023年～ https://www.fsa.go.jp/press/230522_01.pdf、2024年～ http://www.fsa.go.jp/press/240624_01.pdf)。

✓2022年の「**スタートアップ育成5か年計画**」

- ・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
- ・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
- ・IPOプロセスの改革実行とSPACの検討 ・未上場株のセカンダリーマーケットの整備

✓2023年の「**スタートアップ育成5か年計画**」

- ・株式投資型クラウドファンディングの活用に向けた環境整備
- ・未上場株の取引環境の整備
- ・銀行等によるスタートアップへの融資促進(出資要件の緩和等) ・特定投資家私募制度等の見直し

✓2024年の「**スタートアップ育成5か年計画**」

- ・非上場株式のセカンダリー取引の活性化
- ・東証の上場維持基準等の中長期的な在り方の検討



前頁下方にある金融庁関連主要施策を見ると、2022年にあった「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」が2023年と2024年に無く、内閣府「**新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画 2023年改訂版**」にあった「**個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版 VCT)**」も無い。

金融庁は2023年9月15日の第24回金融審議会市場制度ワーキング・グループの事務局説明資料(今後の検討の進め方)で、冒頭から「個人からベンチャーキャピタルへの投資促進」として「**英国の VCT (Venture Capital Trust) では、一定の要件の下、個人から上場ベンチャーファンドに投資した際に、税優遇措置(投資時の税控除、運用益の非課税、法人税の非課税)が与えられており、年間約1兆円の個人資金が VCT に投資されている。VCT からアーリー期の未上場企業への長期投資という性質を踏まえ、流動性(VCT からの買戻し制度)や情報開示(四半期)にも配慮している。こうした事例も参照し、投資家保護に留意しつつ、個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版 VCT)の具体化について検討を行う。**」と言っていた(強調下線は当コラム筆者、https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinru/market-system/sirou/20230915.html、https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinru/market-system/sirou/20230915/07.pdf)。

その金融庁は2023年12月12日に金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」・「資産運用に関するタスクフォース」報告書で「非上場株式を組み入れた投資信託・投資法人の活用促進」(p.15)で「**①投資信託への非上場株式の組入れ…現在、投資信託に非上場株式の組入れが実務上可能となるよう、投資信託協会において適切な枠組みが検討されているところである。②上場ベンチャーファンド…東京証券取引所のベンチャーファンド市場は、スタートアップ企業への新たな資金供給スキームを確立するとともに、個人投資家に非上場企業への投資機会を提供するなどの観点から、2001年12月に開設された。現在、上場銘柄は存在しないが、リスク許容度のある投資家がベンチャーファンドを通じてスタートアップ企業へ投資できるようになることは、上記①と同様に運用のプロフェッショナルの目利きが活用され、また分散投資の機能が働くものと考えられる。このため、ベンチャーファンド市場の利用活性化に向け、ベンチャーファンドの柔軟な運営を可能とする観点等から、必要な規制等の見直しを検討していくことが重要である。**」と言う様になった(強調下線は当コラム筆者、https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinru/odin/20231212.html、日本にかつて存在したベンチャーファンド市場、上場クローズドエンド型ベンチャー

ファンド投資法人の問題などは2022年7月25日付日本版 ISA の道 その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)〜」https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/220725_2.pdf)。

金融庁の言う「**①投資信託への非上場株式の組入れ**」については、投資信託協会が2023年12月21日に(2024年2月15日実施で)、**「公正価値測定を用いて時価で評価する」などの下、公募投資信託に米国と同じ15%以内の非上場株式組み入れを可能とする自主規制ルール改正を行った**(2023年12月21日付投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正について)〜

<https://www.tosobin.or.jp/static/publiccomment/ishiran/2246/>)。前述の「**投資信託協会は2月、誰でも買える公募投資信託に上限付きで非上場株を組み込めるように自主ルールを改定した。茂木氏は改定後に新しい投信を設定する動きが乏しいとしてスタートアップの推進に弾みがついていないとみる。**」の事である(強調下線は当コラム筆者、2024年7月5日付日本経済新聞電子版「自民党の茂木敏夫氏、スタートアップ支援『非上場株投信で』」〜

<https://www.asahi.com/article/DECADE/140528/1002141000000/>)。公正価値測定は直近の資金調達時の時価や類似企業との比較などで価値を測るもので、米国の「**誠実な公正価値評価/fair value in good faith**」を参考としている(誠実な公正価値評価は2022年7月25日付日本版 ISA の道 その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)〜」〜https://www.am.mof.go.jp/text/oshirase/220725_2.pdf)。

「(2024年2月15日の)改定後に新しい投信を設定する動きが乏しい」のは「**米国投資会社法では組入資産の流動性管理に関し、Net Asset の15%以上を非流動性資産に投資してはならない、という組入比率の上限が定まっている中で、米国の大型のミューチュアルファンドでも実質的には AUM 比で2〜3%程の組入れに留まっている**」(強調下線は当

コラム筆者、2023年12月21日付投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正について)〜<https://www.tosobin.or.jp/static/publiccomment/ishiran/2246/>)別紙 p.4)、「**米国ミューチュアルファンドでは2022年6月時点で、非上場株式の組み入れ比率が5%超である MF は9本に限られる。また、非上場株式を少しでも保有する MF のうち、組み入れ比率の中央値は0.5%と小さい。**」などが理由として考えられる(強調下線は当コラム筆者、2024年6月11日付

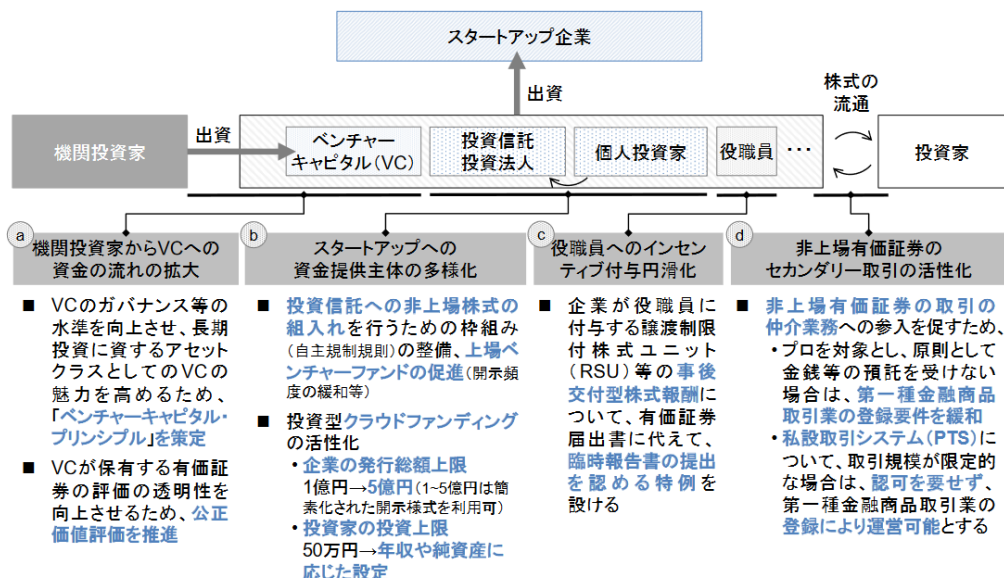
週刊金融財政事情「米国の事例に見る投信への『非上場株組み入れ』の3つの論点〜流動性リスク、投資先のモニタリング、非上場株の評価が課題に」〜<https://kinai-online.jp/node/1172/>)。

ここで金融庁は「②上場ベンチャーファンド」で、「個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版 VCT)」よりも投資信託へのオルタナティブ投資等を行う外国籍投資信託の組入れを優先した可能性が高い。「個人から上場ベンチャーファンドへの投資を促進するスキーム(日本版 VCT)」は今の日本の環境では日本にかつて存在した上場クロードエンド型ベンチャーファンド投資法人と同じ轍を含む可能性が高い(2022年7月25日付日本版 ISA の道その 361「新

しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCT の道も~英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)~ https://www.am.mof.go.jp/text/outline_290725_3.pdf)。 「評価額が 10 億ドルを超える非上場企業(ユニコーン)の企業数とその評価額合計は、日本は 7 社、100 億ドルにとどまる。これは米国の 656 社、2 兆 1000 億ドルに大幅に見劣りする状況である(24 年 3 月時点)。 投信の投資先は国内のユニコーンに限定されるわけではない。しかし、投資先候補を増やすためには、特定投資家(プロ投資家)の認定範囲拡大や、VC ファンド等における公正価値評価の普及促進など、各種施策の推進が期待される。このほかに『個人投資家によるスタートアップへの投資需要がどれだけ期待できるか』という点も重要である。非上場株式を組み入れた投信を販売できたとしても、その後、短い保有期間での解約が続けば、流動性の観点で問題になり得る。』と言う通りである(強調下線は当コラム筆者、2024 年 6 月 11 日付週刊金融財政事情「米国の事例に見る投信への『非上場株組み入れ』の 3 つの論点~流動性リスク、投資先のモニタリング、非上場株の評価が課題に」~ <https://kinmai-online.jp/node/11727>)。

こうして、2023 年 12 月 12 日発表の金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」・「資産運用に関するタスクフォース」報告書では「運用商品の多様化」(p.21)で「投資信託協会において、オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託の組入れに関する枠組みの見直しについて検討が開始されているところである。我が国の家計においても、リスクを理解した投資家層にとっては、良質な外国籍投資信託に対する分散投資が可能となることは資産形成を進める上で有意義であり、こうした取組みが促進されていくことが重要である。ただし、価格透明性に乏しい、あるいは流動性に欠けた資産を主として組み入れる非上場の外国籍投資信託に投資することは、投資家がリスクを負うことになるため、そうした外国籍投資信託を組み入れようとする国内籍投資信託の組成者は、投資家保護に支障がないかより一層適切にデューデリジェンスを行い、投資対象となる外国籍投資信託の価格の算出頻度や売買頻度等を踏まえて、投資家保護や投資家間の公平性の観点から適切な国内籍投資信託の設定を行う必要がある。」となった可能性がある(強調下線は当コラム筆者、https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinryu/tochi/20231212.html)。

4 成長資金の供給と運用対象の多様化(⇒スタートアップの活性化、収益機会の拡大)



(出所: 2023 年 12 月 12 日付金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」・「資産運用に関するタスクフォース」報告書 概要 p.4)

ステージ/Stage	シード/Seed もしくはエンジェル/Angel (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 もしくはエクステンション/Expansion (累積赤字、半年度黒字化) 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
資金提供者 /Fund Provider	スタートアップ/Start-up(※2)				
	ユニコーン/Unicorn Company(※1)				
	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)				
初期投資家	事業会社(コポレートベンチャー・キャピタル/Corporate Venture Capital/CVC~※5)				グロース・キャピタル/Growth Capital(※7)
レイター以降投資家	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(年金や投信など個人金融資産を含む)(※9)
ノンバンク、銀行等	ベンチャー・デット/Venture Debt/VD(※10)				機関投資家/Institutional Investors(年金や投信など個人金融資産を含む)
銀行等	制度金融				個人投資家/Individual Investors(年金や投信など個人金融資産を含む)
米国	BDC(※11)			伝統的金融機関融資	
EU/欧州連合	EuVECA&EuSEF(※12)			インターバル・ファンド(※11)	
英国	VCT(※13)			ELTIF(※12)	
日本(案)	日本版BDC、日本版EuVECA&EuSEFVCT、日本版VCT			日本版インターバル・ファンド、日本版ELTIF、日本版LTAF	
時価総額	<p>「米国では上場までの平均期間が長期化(注)上場前に大きく成長する企業が増える中、ユニコーン等が企業の上場前の成長収益を得る目的等で非上場株にも投資しており、クロスオーバー投資が増加。(注)VCOからの初回の出資からIPOによるエグジットまでの平均期間: 5.2年(2004年)→6.3年(2020年)。</p> <p>スタートアップの成長イメージ</p> <p>日本では投資信託協会は2023年12月21日に(2024年3月18日現在で)、「公正価値測定を用いて時価で評価する」などの下、公募投資信託にと同等15%以内の非上場株を組み入れを可及とする 自主創製ルール改正を行う (2023年12月21日投資信託協会「投資信託等の適用に関する議題」の 第一稿改正について」- https://www.touhin.or.jp/statel/publiccomment/16hkan/22468/)</p>				

※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、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…「スタートアップ」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10億以上、テクノロジー企業、スタートアップ(未上場)を起し、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たえ。ちなみに、100億以上を「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、分配や回収などの管理運営を運用管理報酬や成功報酬をファンドから受領。GPであるVCが複数のミッド/パートナー/Limited Partner/LP(日本では有限責任組合員となる投資家を募り、ファンドに出資。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VCもあり、その場合、コポレートベンチャー・キャピタル/Corporate Venture Capital/CVCと言う。

※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…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出来るが、企業は年1億円未満、投資家は1社につき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。

※11: 米国のBDCはBusiness Development Companyの事で、1980年から開始、米国の未公開企業もしくは時価総額2億5,000万以下、未公開の公開企業の資産に少なくとも70%投資する。BDC時価総額最大級のエアリス・キャピタル/Ares Capital Corporation(ティッカー:ARCO)は2022年12月末現在、時価総額が9,586百万。インターバル・ファンド/Interval fundsは3か月、6か月、12か月に1回などの解約が出来(当該期間の総口数の5%~25%)。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.fuj.jp/text/oshirase_220711_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.fuj.jp/text/oshirase_220725_2.pdf)、2023年1月30日付日本版ISAの道その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン」米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」 https://www.am.fuj.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

※12: EUのEuVECA(ユーベカ)/European Venture Capital funds/欧州ベンチャー・キャピタル・ファンドとEuSEF(ユーセフ)/European Social Entrepreneurship Funds/欧州社会起業家ファンドは2018年3月1日から可能(2013年7月22日公布)で初期最小購入単位/Minimum Initialは10万ユーロ。適格投資資産/eligible investment assets比率70%で適格投資資産はEuVECAが従来より250名以下の非上場企業で年間売上高5,000万ユーロ以下もしくは年間貸付対照表合計4,300万ユーロ以下等の事業体株式等、EuSEFが非上場かつ社会的目的に適用する事業体により発行された株式等。ELTIF(エルティフ)/European Long-Term Investment Funds/欧州長期投資ファンドは2015年12月9日から可能(2015年6月8日に発効)。2023年3月13日付日本版ISAの道その376「欧州長期投資ファンドから3つの日本版ELTIFの道~スタートアップ株式を含む非上場株を組入れ投信「エルティフ」の大幅改善案「ELTIF 2.0」を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決!」 https://www.am.fuj.jp/text/oshirase_230313_2.pdf)、2023年6月5日付日本版ISAの道その381「資産運用高度化プログラムレポート EUバージョン、欧州の資産運用業抜本的改革(貯蓄から投資へ)~資本市場同盟行動計画/CMUアクション・プラン「個人投資総合対策」、欧州・米国・日本の投信コスト(総経費率)~」 https://www.am.fuj.jp/text/oshirase_230605_3.pdf)。

※13: 英国のVCTはVenture Capital Trustsの事で、1995年から開始、ファンド経由の間接投資、80%以上が非上場会社、最低保有5年、上限20万ポンドの税制優遇がある英国のクロズドエンド会社型ファンド。LTAF(エルタフ)/Long-Term Asset Fund/長期資産ファンドは2021年11月15日から開始、VC、PE、PD、不動産、インフラストラクチャーなど長期の非流動性資産投資を可能にするオープンエンド・ファンド。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)・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.fuj.jp/text/oshirase_210830_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.fuj.jp/text/oshirase_220725_2.pdf)、2023年1月30日付日本版ISAの道その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン」米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」 https://www.am.fuj.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)、2023年6月5日付日本版ISAの道その381「資産運用高度化プログラムレポート EUバージョン、欧州の資産運用業抜本的改革(貯蓄から投資へ)~資本市場同盟行動計画/CMUアクション・プラン「個人投資総合対策」、欧州・米国・日本の投信コスト(総経費率)~」 https://www.am.fuj.jp/report/investigate/_icFiles/afidfile/2023/09/25/oshirase_230925_2.pdf)。

(出所: 金融庁および経済産業省の資料などより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

2024年6月7日の投資信託協会発表によれば、「オルタナティブ投資等を行う非上場の外国籍投資信託」は米国非上場REIT、米国非上場BDC、米国クロズドエンド・ファンド(インターバルファンド、テンドーオファーフンド)、EU/European Union/欧州連合のELTIF、英国のLTAF、ルクセンブルク法の適用を受けたUCI part II (RAIF/Luxembourg Reserved Alternative Investment Fund等)が主に該当する

非上場REITと非上場BDCは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~マルチリン2-4-2ルール(スーパーヴァ・モデル)、アメリカライズのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィリシティ・シュワブ・バンガード・モニングスター・エンベストネット・ラッセルの付加価値」 https://www.am.fuj.jp/text/oshirase_220131_2.pdf)および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.fuj.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)、

インターバルファンドとテンドーオファーフンドは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ス?~世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープンエンド・ファンドよりクロズドエンド・ファンド/CEF? 米国で上場PEファンドのSPACや機関投資家が関心を持つCEF、英国ではインベストメント・トラストやLTAF(オープンエンド・ファンド)だがCEFに近い、EUではクロズドエンド型ELTIF」 https://www.am.fuj.jp/text/oshirase_211227_2.pdf)および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.fuj.jp/text/oshirase_220711_2.pdf)、

ELTIFとLTAFとUCI part II (RAIF等)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)・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.fuj.jp/text/oshirase_210830_2.pdf)およびALFI/Association of the Luxembourg Fund Industry「UCI part II funds」 <https://www.alfi.lu/en/cas/pages/setting-up-in-luxembourg/alternative-investment-funds-legal-vehicle/uci-part-ii-fund>)

投資信託協会は『投資信託等の運用に関する規則』等の一部改正等の案を2024年6月7日に発表、本日2024年7月8日まで意見募集をしていたので近く規則が施行されると思われる(2024年6月7日付投資信託協会～

<https://www.ioshin.or.jp/itatic/publiccomment/ichiran/22463/>)。 「時価の算出頻度が一ヶ月乃至四半期に一回などの頻度でしか算出されないことが想定されるため、日次などで設定・解約が出来る国内籍の投資信託に当該投資信託証券を組入れる際に、その割合が国内籍の投資信託の基準価額に相応の影響度を与える場合」(強調下線は当コラム筆者)、①信託財産留保額、②設定・解約の頻度が時価の算出頻度を超えない事、③解約制限と言った措置を案として出していた(下記※2参照)。

※2: 信託財産留保額…



「リクイディティ・フィー/liquidity fee」は国際金融規制において、希薄化防止ツール/anti-dilution toolの一つで、そのファンドに直接戻す/directly back into the fundものである(2023年2月27日付日本版ISAの道その375「世界のファンド(含むMMF)流動性管理 米国の投信改革案も英国の資産運用制度改革案も スウィング・プライシング! 非上場株/VC-PE投資は流動性管理と共に」～ https://www.ammf.jp/next/whitewave_230227_2.pdf)

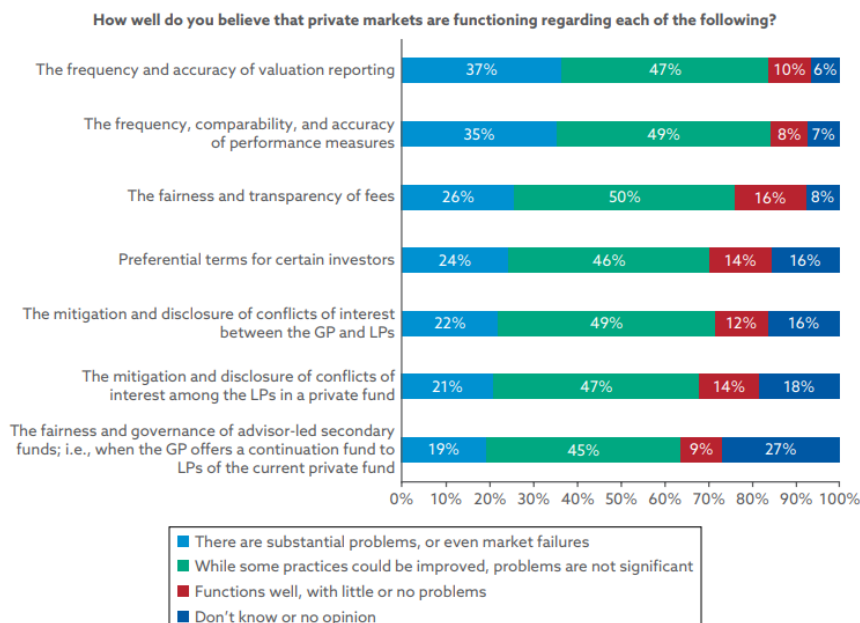
日本のメディアや専門家は「liquidity fee」を「流動性手数料」と和訳している事が多いが、誤解を生みやすい。そこで当コラムではかねてより「信託財産留保額」と和訳してきた(2023年7月24日付日本版ISAの道その384「資産運用立国、国際金融センターの為の資産運用改革! 中国でも資産運用改革(公募ファンド運用業全面的改革法) 米国では投信改革の前にMMFの抜本的改革」～ https://www.ammf.jp/next/whitewave_230724_2.pdf)

なお、米国SEC/証券取引委員会はオープンエンド・ファンド流動性ルールにおいてスウィング・プライシング/swing pricing 案より信託財産留保額/liquidity fees 案を選択する可能性が高くなっている(2024年5月27日付日本版ISAの道その402「米国のインデックスファンド! バンガードとフィデリティ、ブラックロックとステートストリートのミューチュアルファンド、ETF、CIT/合同運用信託」～ https://www.ammf.jp/report/investigate/column_240527.pdf)

●ベンチャーファンドへの投資促進の鍵を握る公正価値/バリュエーション

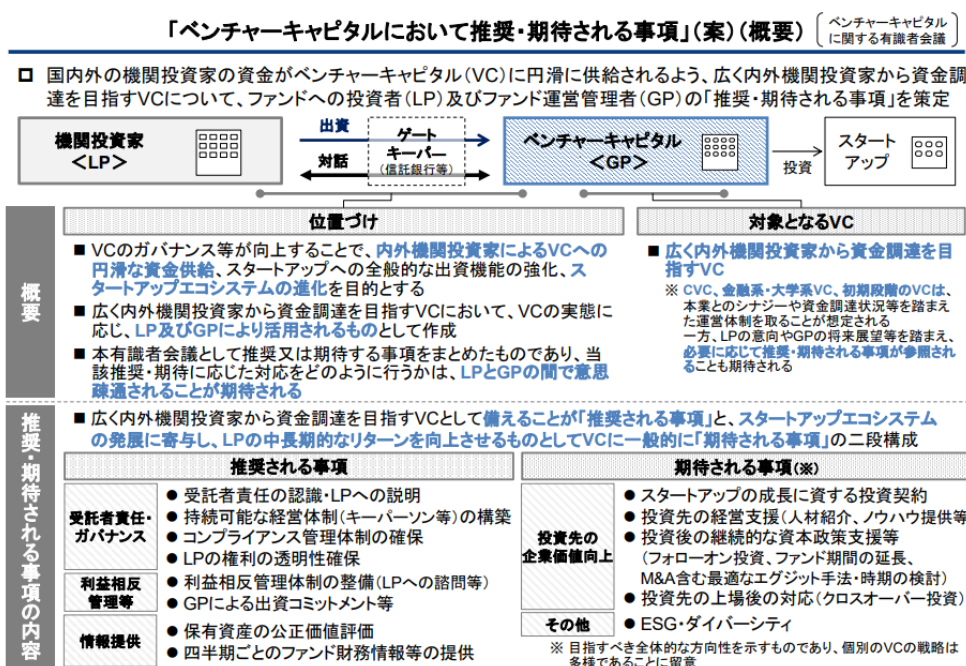
ベンチャーファンドへの投資促進の鍵を握るのが公正価値評価/バリュエーション/valuationと思われる。2024年6月12日に米国CFA協会/CFA Institute.(証券アナリスト/CFA認定)が「プライベートマーケット:ガバナンス問題が表面化」と言うレポートで「プライベートマーケットに関する主な懸念事項」1位がバリュエーションの頻度と正確性/frequency and accuracy of valuation reporting で、2位がパフォーマンス測定 of frequency and accuracy of valuation reporting で、2位がパフォーマンス測定の頻度と比較可能性と正確性、3位が手数料の公平性と透明性だった(2024年6月12日付CFA「Private Markets:Governance Issues Rise to the Fore」～ <https://www.cfainstitute.org/en/about/press-releases/2024/private-markets-global-survey-2024> p.46)

Exhibit 13. Top Issues



(出所: 2024年6月12日付CFA「Private Markets:Governance Issues Rise to the Fore」p.46)。

欧米等海外では上場価格等市場価格の無い場合は公正価値評価を求めるが、日本の企業会計基準・中小企業等投資事業有限責任組合会計規則等では取得原価で良い。金融庁と経済産業省は「ベンチャーキャピタルに関する有識者会議」を開催、「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項(案)」を2024年7月4日に発表、2024年8月3日まで意見募集をしているが(2024年7月4日付金融庁～ https://www.fsa.go.jp/news/15.html/20240704_2.html)、その「情報提供」に「保有資産の公正価値評価」がある(下記「概要」の左下の「推奨される事項」)。



(出所: 2024年7月4日付ベンチャーキャピタルに関する有識者会議「ベンチャーキャピタルにおいて推奨・期待される事項(案)」概要)

(1) 成長資金: VC投資の資産評価について

- グローバル標準のガイドラインでは、市場価格がない場合でも公正価値評価を求めている。
- 我が国では、市場価値のない株式等は取得原価の適用も妨げないこととしている。

VC投資に関する会計ルール比較

	グローバル		日本		
規 準	IFRS (グローバル会計基準) 第13号 USGAAP (米国会計基準) ASC Topic820	International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline (IPEVガイドライン)	企業会計基準第10号: 金融商品に関する会計基準 (第19項、20項)	中小企業等投資事業有限責任組合会計規則 (第7条)	投資資産時価評価準則 (例1)
適 用	企業会計一般	PEやVCの会計 (資産価値評価) ※投資資産時価評価準則でも例示 (例2)	企業会計一般	有責組合の会計 (ファンドの期末評価)	有責組合の決算 (ファンドの期末評価)
投資資産の価値評価	公正価値 ※公正価値とは、「測定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われた場合に、資産の売却によって受け取るであろう価格、または負債の移転のために支払うであろう価格 (IFRS13号)」 (市場価格が無い場合も、様々な情報を基に合理的な見積りを求める)	公正価値 (IFRS、USGAAPに準拠) ※公正価値の算定のため、マーケット・アプローチ、インカム・アプローチ、再調達原価アプローチといった評価手法を提示	市場価格のない株式等は取得原価 実質価額が著しく悪化した場合は相当の減額を行い差額を当期の損失とする ※別途、時価のあるものについてはIFRS第13号と整合的な会計基準あり	組合で定める評価基準に従った時価 時価が取得価額を上回る場合は取得原価を採用することも妨げない	事業年度期末時点の評価額 評価増の場合は直近ファイナンス時の評価額、評価減の場合は直近ファイナンス時の評価額または投資先の状況に応じた回収可能価額のうちいずれか低い方

(出所: 2022年4月25日付内閣府 科学技術・イノベーション推進事務局「スタートアップ・エコシステムの現状と課題」)

欧米等海外におけるベンチャーファンドが会計基準として採用するのが**国際財務報告基準/International Financial Reporting Standards/IFRS**であり、上場価格など市場価格の無い場合は公正価値測定をする。この公正価値測定には欧州の VC 協会が中心になって作った「**IPEV ガイドライン/International Private Equity and Venture Capital Valuations Guidelines**」がある(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～英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」- https://www.ammf.co.uk/text/ohbrase_220725_2.pdf)o



 **IFRS**
/International Financial Reporting Standards/国際財務報告基準
IPEV ガイドライン
/International Private Equity and Venture Capital Valuations Guidelines

米国では(1)**FASB/Financial Accounting Standards Board/米国財務会計基準審議会**の GAAP/Generally Accepted Accounting Principles/一般に公正妥当と認められた会計原則ガイダンスの中の **ASC820/Accounting Standards Codification 820/会計基準コード化体系 820**、(2)1940 年投資会社法ルール 2A-5/rule 2a-5 under the Investment Company Act of 1940「**ファンド・バリュエーション実務フレームワーク近代化ルール 2a-5/Modernizes Framework for Fund Valuation Practice rule 2a-5**」がある(ルール 2A-5…2020年12月3日に SEC/証券取引委員会により採択され、2021

年3月8日に施行された～ <https://www.federalregister.gov/documents/2021/01/06/2020-20971/good-faith-determinations-of-fair-value> 、2022年7月25日付日本版 ISA の道 その361「新しい資本主義における長期運用資金のベンチャー投資には日本版 LTAF、日本版 VCTの道も～英国の LTAF(長期資産ファンド)と VCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」- https://www.ammf.co.uk/text/ohbrase_220725_2.pdf)o

SEC ルール 2a-5 は市場価格を取得出来ない場合、ファンドの取締役会が「誠実な公正価値評価/fair value in good faith」を決定する事について(公正価値の評価決定者/valuation determinations に委託する事を認めたもの。評価決定者はファンドの運用をする投資顧問業者(スポンサー/Sponsorとしてファンド設立/資金拠出、SEC に投資顧問業者として登録、ファンドに受託者責任を負う)だが、公正価値評価をする場合、**プライシング・サービス/pricing services、ファンド・アドミニストレーター/fund administrators**(一般的に投資顧問業者が兼任、バックオフィスとして事務所の提供、幅広い事務、SEC や税金の報告等をする)、**サブ・アドバイザー/sub-advisers、会計士/accountants、弁護士/counsel** 等から助言を受ける事を認めた。

米国運用会社が公正価値評価/バリエーションをする場合、「(1)FASB ASC820」と「(2)SEC ルール 2a-5」に基づく事となる。各種情報から標準的な例をまとめると、次の様な感じで運営されている様だ。運用会社は運用チームと独立した公正価値評価委員会/fair value committee やバリュエーションチーム(などという様な名前の組織)を作って、後者のバリュエーションチームが、**(1)類似企業分析/Comparable Companies Analysis/CCA や M&A 事例等マーケット・アプローチ、(2)ディスカントキャッシュフロー/Discounted Cash Flow/DCF モデル等インカムアプローチ、(3)純資産から株価を算出する等コストアプローチ等を使い、公正価値評価を月次で(対象やイクスポージャー次第で四半期や半年、イベント発生時には随時)行う。** 助言やソフトウェア/モデルの提供を受ける場合は、助言やソフトウェア/モデルを参考にし(バリュエーションチームが検証・管理)、その後、評価を公正価値評価委員会に提供し、監査も受けて、公正価値を決定、それに基づく基準価額でファンドの設定・解約をする。

助言やソフトウェア/モデルの提供を行う**外部のバリュエーションサービス業者は、(1)キャピタル IQ/Capital IQ** (1998年～、2004年に S&P Global が買収)、**(2)プレキン/Preqin**(2003年～、2024年にブラックロック/BlackRock が買収)、**(3)ピッチブック/PitchBook**(2007年～、2016年にモーニングスター/Morningstar が買収)、**(4)クランチベース/Crunchbase**(2007年～)等がある。



 **FASB ASC820**
/Financial Accounting Standards Board's Accounting Standards Codification 820
/米国財務会計基準審議会による会計基準のコード化体系 Topic820
SEC ファンド・バリュエーション実務フレームワーク近代化ルール 2a-5
/SEC Modernizes Framework for Fund Valuation Practice rule 2a-5

●ベンチャーファンドへの投資促進の鍵を握るインターバルファンド構造 ～米国の非上場REIT・BDC・インターバルファンド、欧州のELTIF・LTAF～

前述の通り、ベンチャーファンドへの投資促進の鍵を握るのが公正価値評価/バリュエーション/valuationである。だが、米国CFA協会「**プライベートマーケットに関する主な懸念事項**」1位が**バリュエーションの頻度と正確性であり、米国でさえまだ改善の余地がある**。また、**運用会社が公正価値評価をする際に、最も有力であるバリュエーションサービス業者の助言やソフトウェア/モデルを使っても、せいぜい月次**(対象やイクスポージャー次第で四半期や半年、イベント発生時には随時)。頻度が、これより多ければ運用会社の公正価値評価委員会/fair value committeeやバリュエーションチーム(などと言う様な名前の組織)も困難で、何よりもファンドのコスト高につながる可能性が高い。「**インターバルファンドのプライベート資産の調達、評価、監視にはコストがかかる**。」(2024年6月24日付Morningstar「Interval Funds: Are They Worth What You Give Up?」～

<https://www.morningstar.com/alternative-investments/morningstar-define-interval-fund>)。こうなると、**解約の頻度と制限をどうするかという「インターバルファンド構造/interval fund structure」が鍵を握る**(下記参照)。



2024年7月8日作成

米国の非上場REIT・BDC・インターバルファンド・テnderオファーフンド、欧州のELTIF・LTAF

ファンドの種類	米国で一般的なオープンエンドファンド (ミューチュアルファンド)	米国非上場REIT (BREIT等、下記※1参照)	米国非上場BDC (プライベート・クレジットに投資するBCRED等、下記※1参照)	米国インターバルファンド (下記※2参照)	米国テnderオファーフンド (下記※2参照)	EUのELTIF (エルティフ)/欧州長期投資ファンド (下記※3参照)	英国のLTAF (エルタフ)/長期資産ファンド (下記※3参照)
1 法的形態	オープンエンドファンド	クローズドエンドファンド(英国の場合、インベストメントトラスト) ～借入の純資産倍率/レバレッジがオープンエンドファンドは低く、クローズドエンドファンドは高い、インターバルファンドは銀行借入が純資産の50%まで、優先株式が純資産の100%まで(日本版ISAの道 その360、欧州はその376)～				オープンエンドファンド	
2 対象	低流動性資産は純資産の15%以内	不動産75%以上	米国未公開企業等70%以上(日本版ISAの道その360)	解約の為の流動性確保(年最大20%)が必要	解約の為の流動性確保は不要(裁量あり)	非上場企業70%以上(銘柄10%以下)	非流動性資産(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)
3 設定の頻度	日次	月次	月次	日次、週次	月次	基準価額未滿は要承認(日本版ISAの道その373)	月次
4 解約の頻度と制限	日次	月次で純資産の2%、四半期で純資産の5%等	四半期で純資産の5%等	四半期で通知21～42日、純資産の5%がほとんど(日本版ISAその360&361)	運用期間中解約不可、期間前はセカンダリーマーケットで譲渡	月次以下の頻度、通知90日以上(日本版ISAその361)	
5 手数料	販売手数料は0～6%(日本版ISAその350)	販売手数料3～7%(0%もある～日本版ISAその350&373)、一般的に1年未滿の解約への信託財産留保額あり		販売手数料は0～6%(日本版ISAその350)	年1.36%、総経費率年3.19%等(2024年6月末現在の単純平均)	年1.73%、成功報酬0.82%、総経費率年2.57%等(日本版ISAの道その373)	年1.25%、成功報酬無し等(初のLTAF、2023年3月29日設定の英国確定拠出年金向け)
6 成功報酬の制限	値上がり時だけは基本禁止(下記)	値上がり時だけ可	値上がり時だけ可	値上がり時だけ可	値上がり時だけ可	値上がり時だけ可	値上がり時だけ可
7 投資家適合性/想定顧客属性	制限無し	低流動性資産に15%超を投資する場合または値上がり時報酬を課す場合は公認投資家/accredited investorまたは適格購入者/qualified purchaser(日本版ISAの道その373の※2)			適格投資家/Eligible investors(日本版ISAその373&376)	適格投資家/Eligible investors(日本版ISAその361)	

※1: 非上場REITと非上場BDCは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～メリリントン12-4-2ルール(スーパードラッグ・モデル)、アメリカのバーンスタインのパーソナライズされたアドバイスの価値、フィデリティ・インベストメント・グループ・エンベスタメント・ラッセルの付加価値～」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220131_2.pdf) および2022年7月11日付日本版ISAの道 その360「資産所得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.mufj.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には日本版LTAF、日本版VCTの道も～英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220725_2.pdf) および2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)。

※2: インターバルファンドとテnderオファーフンドは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・ブレイク・ワールド?～世界で急成長するプライベート・マーケットへの投資はオープン・ブレイク・ワールド? クローズド・ブレイク・ワールド?」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_210830_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には日本版LTAF、日本版VCTの道も～英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220725_2.pdf) および2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)、2023年3月13日付日本版ISAの道 その376「欧州長期投資ファンドから考える日本版ELTIFの道～スタートアップ株式を含む非上場株式組入れ投資「エルティフ」の大幅改善案「ELTIF 2.0」を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230313_2.pdf)。

※3: ELTIFとLTAF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.mufj.jp/text/oshirase_210830_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には日本版LTAF、日本版VCTの道も～英国のLTAF(長期資産ファンド)とVCT(ベンチャー・キャピタル・トラスト)～」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_220725_2.pdf) および2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)、2023年3月13日付日本版ISAの道 その376「欧州長期投資ファンドから考える日本版ELTIFの道～スタートアップ株式を含む非上場株式組入れ投資「エルティフ」の大幅改善案「ELTIF 2.0」を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決!」(https://www.am.mufj.jp/text/oshirase_230313_2.pdf)。

(出所: 日本版ISAの道やMorningstar等より三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

なお、オープンエンドファンド/open-end fundsかクローズドエンドファンド/closed-end funds/CEFsかについては、一見関係ありそうだが、実際は借入の純資産倍率/レバレッジがオープンエンドファンドは低くクローズドエンドファンドは高いと言う事等の違いである(インターバルファンドは銀行借入が純資産の50%まで、優先株式が純資産の100%まで、米国は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


ターゲットアップも！ 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.mfz.jp/text/ohiraec-20111_2.pdf、欧州は2023年3月13日付日本版ISAの道 その376「欧州長期投資ファンドから考える日本版ELTIFの道～スタートアップ株式会社を含む非上場株式組入れ投信『エルティフ』の大幅改善案“ELTIF 2.0”を欧州投資信託協会と欧州委員会が進め欧州議会が可決！～」 https://www.am.mfz.jp/text/ohiraec-202311_3.pdf)

公正価値評価が最頻の月次としても、解約の頻度が四半期であれば、対象となる低流動性資産価格が急落した場合、もしくは、下落し続けると、公正価値は含み損を抱え、投資家に公正価値に基づく基準価額でファンドを解約するインセンティブ/incentiveが働く事となる。非上場と上場の間で、裁定取引の様な事も起こる。

このインセンティブ/incentiveや裁定取引は、公正価値評価が正しく、明らかに好リターンを持つファンドであっても起こる。その代表例が世界最大の不動産投資家であるブラックストーン/Blackstoneが運用する純資産総額590億ドル/10兆円弱の非上場REIT 1位「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」であろう(2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバル・ファンドへ、非上場REIT不

安で上場REITへ？ 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAPを個人に解放する案！ https://www.am.mfz.jp/text/ohiraec-20113_1.pdf)

BREITはクローズドエンドファンドでなく、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、ブラックストーンが2017年に設定した非上場REITである。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%の上限がある。

「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」
の米国国内投資家向け

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)。 2017年1月1日から。
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)。 2017年6月1日から。
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)。 2017年5月1日から。
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)。 2017年1月1日から。

設定は月次、解約は月次または四半期、1年未満の解約への信託財産留保額/early repurchase deductions on the repurchase of shares あり。初期最小購入単位はS・T・Dが2,500ドル、Iが100万ドルで一般的にラップ口座として知られるフィーベース・プログラム/fee-based programs, also known as wrap accounts。

(出所: 2024年6月30日付 Blackstone Real Estate Income Trust「Why BREIT」 <https://www.breit.com/why-breit/>)

そのBREITが2022年10月に解約請求が殺到、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%)という月次解約制限/redemption limit を超えた。この時は特例として全額解約を認めたが、翌2022年11月にも月次解約制限を超えた為⁴に解約請求の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)。

解約制限となったのは、「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。」(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-5167063224>)、「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。」(2022年12月12日付WSJ「Blackstone's BREIT Highlights Looming Dangers of Private Funds - WSJ」~ <https://www.wsj.com/articles/blackstone-breit-highlights-looming-dangers-of-private-funds-11670847230>)、「上場REITは-25%前後、BREITの年初来リターンは+8.4%。上場REITと非上場REITのギャップ、米不動産投資の一物二価がいつまでも続く事は無い。…(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られない可能性がある。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か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。」(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>)とされている為だ(2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバルファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」~ https://www.am.mf.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)

BREITは2022年11月から2024年1月まで15か月にわたり解約請求額が上限を上回っていた。2024年2月に解約請求が月次解約制限を下回り全額解約した。 2024年4月にまたも解約制限をしたものの、2024年5月にまた全額解約した。2024年6月6日にブラックストーンは「プライベート市場に流動性が戻りつつある/Liquidity is coming back into the private market. 解約構造/redemption structureを変更する予定はない。」と言ってる(2024年6月6日付

Bloomberg「Blackstone Real Estate Executive Says Bidders Are Returning」~ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2024-06-06/blackstone-real-estate-executive-says-bidders-are-returning>)

ただ、100億ドルで非上場REIT 2位のスターウッド・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」は2022年11月から解約制限をし、2024年5月も解約制限しており(19か月)、スターウッドは「制限が6~12か月続く」と予想する。BREITはかなり良い方である事がわかると共に、**非上場REITはいったん大量解約が始まると2~3年継続する可能性のある事**がわかる。

繰り返し、公正価値評価が最頻の月次としても、解約頻度が四半期以上であれば公正価値に基づく基準価額でファンド解約インセンティブ/incentiveが働き続ける事がある「**インターバルファンド構造/interval fund structure**」の**特性でもある。ただ、だから、米国の非上場REIT・BDC・インターバルファンド・テNDERオファーファンドは公認投資家/accredited investorまたは適格購入者/qualified purchaser向けとなる**(2023年1月30日付日本版ISAの道 その373「スタートアップ育成計画と資産所得倍増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバルファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」~ https://www.am.mf.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)

増プラン 米国では流動性リスク管理規制強化でETFやインターバルファンドへ、非上場REIT不安で上場REITへ? 欧州ではELTIF人気、英国ではLTAFを個人に解放する案!」~ https://www.am.mf.jp/text/oshirase_230130_3.pdf)

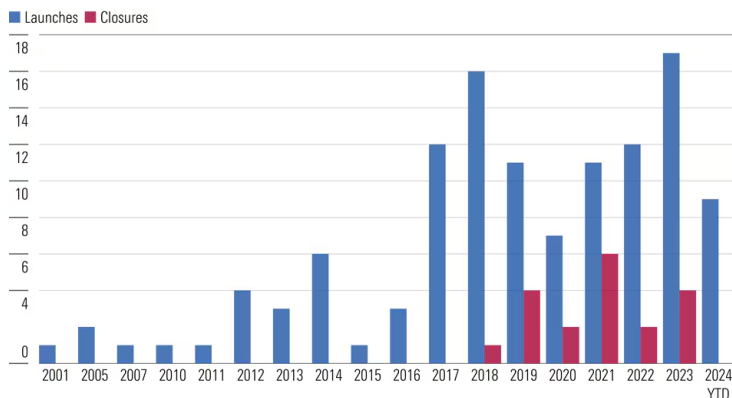
●米国のインターバルファンドは大きく拡大、さらなる拡大する余地は大きい

以上で「インターバルファンド構造」を持つ非上場REIT・BDCの特性を述べ、躊躇する人間もいよう。ただ、米国でインターバルファンドは2024年5月末現在、808億ドル/約13兆円に拡大している。米国ミューチュアルファンドの純資産26兆7803億ドル/4212兆円の0.3%でしかないが、これはさらに拡大する余地の大きさを示している。

米国モーニングスター/Morningstarの参事/Associate Directorであるブライアン・モリアーティ/Brian Moriarty氏は「有名な資産運用会社であるキャピタル・グループ/Capital GroupとKKRが2025年に共同して2本のインターバルファンドを設定する事は、**インターバルファンド構造の人気の高まっている事**を示している。…(略)…。インターバルファンドは、オープンエンドファンドとクローズドエンドファンドの両方の特徴を組み合わせ、一般投資家やアドバイザーが通常は手の届かない資産や戦略にアクセス出来る様にする。現在活況を呈しているプライベートクレジット市場はその一例である。**債券と株式の発行はどちらも公開市場から非公開市場へと移行しており、公開のみの戦略(ほとんどの投資信託と上場投資信託)の機会**は大きく拡大しておらず、場合によっては縮小している。」と言う(強調下線は当コラム筆

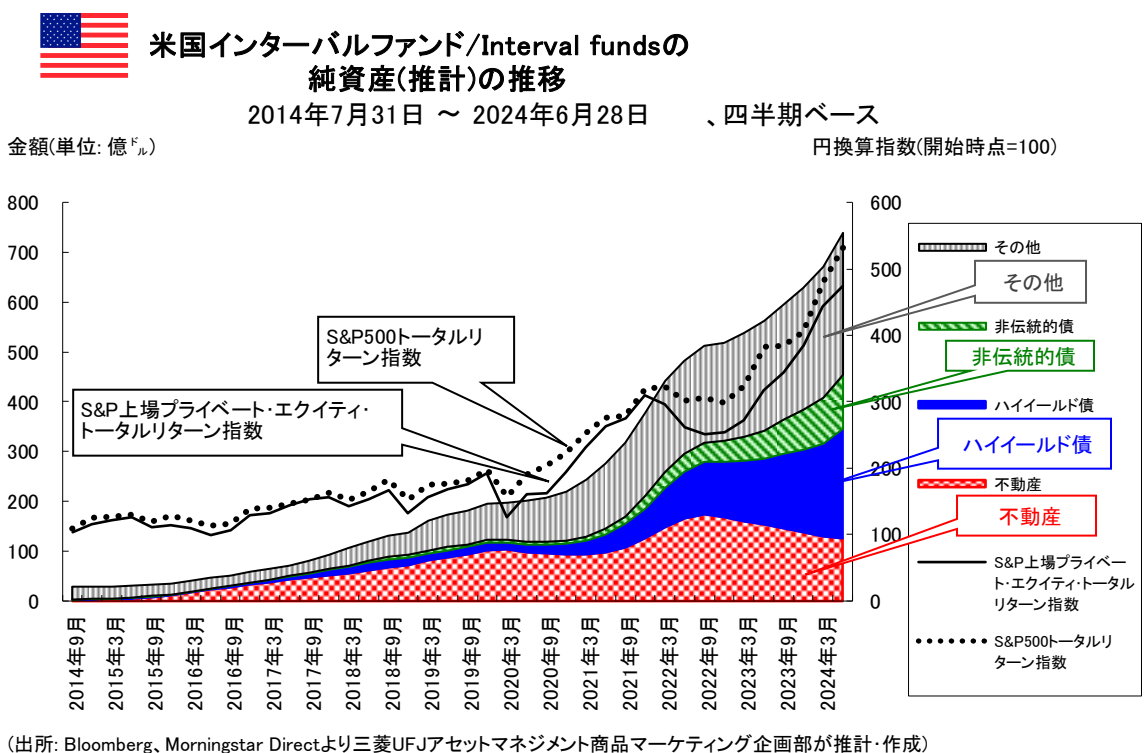
者、2024年6月24日付Morningstar「Interval Funds: Are They Worth What You Give Up?」~ <https://www.morningstar.com/alternative-investments/morningstars-guide-interval-funds>)

米国モーニングスターのブライアン・モリアーティは続けて言う。「**インターバルファンドの手数料/Interval fund feesは、インターバルファンドの全シェアクラスにおける現在の平均目論見書調整後の経費率は2.49%で、利益の20%を差し引かれる事もある。ETFと 뮤チュアルファンドは各々0.58%と0.99%である。ただ、ほとんどのプライベートエクイティファンドやクレジットファンドに比べれば競争力がある。インターバルファンドのプライベート資産の調達、評価、監視にはコストがかかるが、 뮤チュアルファンドの世界にあるパッシブとの価格競争を回避している。…(略)…。2017年にインターバルファンドの新規設定数は2桁、それ以降2023年まで年平均12本が設定されており、2024年は過去最多の設定数を記録する見込みだ。…(略)…。四半期ごと5%とすると、インターバルファンドのファンドマネージャーは毎年最大20%の潜在的解約に備える計画を立てる必要がある。その為、債券や変動金利ローンなど定期的収入を生み出す資産、数週間または数か月で売却出来る資産が最も効果的である。100のインターバルファンドのうち64が債券カテゴリに分類されている。セクターエクイティには22ファンド、アロケーションには9ファンド、地方債には6ファンド、オルタナティブには4ファンドとなっている。幾つかのインターバルファンドは、プライベートエクイティ、ベンチャーキャピタル、美術品などのニッチ市場に投資している。プライベートエクイティおよびベンチャーキャピタルへの投資は、直接行かプライベートファンドを通じて行かにかかわらず、成果が出るまでに何年もかかることがあり、通常、特別な状況または活発な二次市場以外ではまったく売却出来ない。要求に応じて将来追加投資を行う義務を負う事がよくあるが、このキャピタル・コール/capital callsは、インターバルファンドの現金に追加の要求を課す可能性があり、多くの場合、投資家が解約の引き出しを求めているのと同時に、損害(清算)をもたらす可能性がある。…(略)…。」**(強調下線は



当コラム筆者、2024年6月24日付Morningstar「Interval Funds: Are They Worth What You Give Up?」
<https://www.morningstar.com/alternative-investments/morningstar-guide-interval-funds>)o

モーニングスター・ダイレクト/Morningstar Directで確認した所、米国インターバルファンドの2024年6月末まで10年間の純資産の推移、2024年6月まで10年間の純設定の推移、2024年6月末の上位20本は次の通りとなっている。



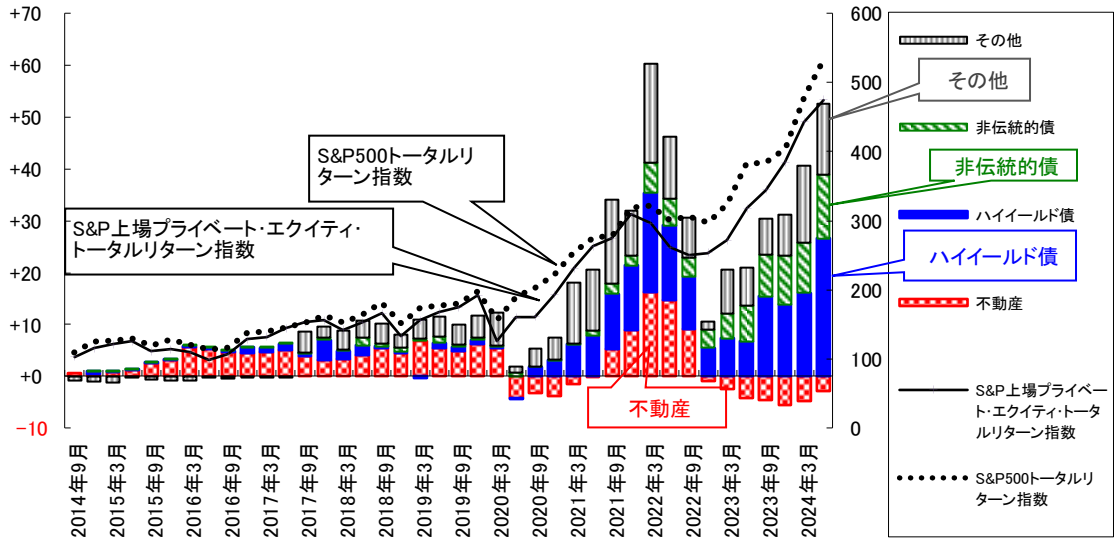


米国インターバルファンド/Interval fundsの純設定(推計)の推移

2014年7月31日 ~ 2024年6月28日、四半期ベース

金額(単位: 億ドル)

円換算指数(開始時点=100)



(出所: Bloomberg, Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が推計・作成)

米国インターバルファンド/interval fundsの純資産の大きい順20クラス
*モーニングスターにデータが収録されているファンドのみ(米国の非上場REIT・BDC等は含まない)。

2024年6月末現在

ファンド名	グローバル分類 (モーニングスター分類)	分類 (モーニングスター分類)	運用会社名	設定日	純資産 (クラス) (百万円)	純資産 (クラス) (百万米ドル)	初期最小 購入単位 (米ドル)	総経費率/エ クスレン ション (%)	販売 手数料 料税 抜最大 (%)	解約 手数料 料税 抜最大 (%)	信託 財産 留保 額(%)	信託 報酬・ 販売 会社 分(%)	信託 報酬・ 投資 会社 分(%)	分配 回数/ 年	解約 頻度 (回数/ 年)
1 Cliffwater Corporate Lending Fund	米国債券	米国ハイールド債	Cliffwater LLC	2019/6/5	3,319,965	20,639	10,000,000	3.42					1.00	4	4
2 Cliffwater Enhanced Lending Fund	債券その他	非伝統的債(絶対収益型など)	Cliffwater LLC	2021/6/30	552,826	3,437	10,000,000	1.87					0.95	4	4
3 BlueRock Total Income+ Real Estate Fund	不動産セクター株	グローバル&インターナショナルREIT	BLUEROCK	2014/4/1	547,190	3,402	1,000,000	2.88					1.50	4	4
4 CION Ares Diversified Credit Fund	米国債券	米国バンクローン	CION Investments	2017/7/12	475,336	2,955	1,000,000	6.75					1.82	12	4
5 Variant Alternative Income Fund	多種オルタナティブ	マルチストラテジー	Variant	2018/9/28	463,790	2,883	1,000,000	1.12					0.95	4	4
6 Versus Capital Real Assets Fund	アロケーションその他	グローバル・アセットアロケーション	Versus Capital	2017/9/18	451,172	2,805	10,000,000	1.31					1.15	4	4
7 Apollo Diversified Real Estate Fund	不動産セクター株	米国REIT	Apollo Global Management Inc	2015/8/10	380,768	2,367	1,000,000	1.78					1.50	4	4
8 PIMCO Flexible Credit Income Fund	米国債券	ストラテジック・インカム	PIMCO	2017/2/22	359,382	2,234	1,000,000	2.22					2.20	12	4
9 Versus Capital Mlt+Mgt Rl Est Inc Fd LLC	不動産セクター株	グローバル&インターナショナルREIT	Versus Capital	2012/7/9	327,108	2,033	10,000,000	1.25					1.04	4	4
10 The Relative Value Fund	多種オルタナティブ	マルチストラテジー	Vivaldi	2017/6/12	282,271	1,755	1,000	1.36			0.11		0.95	12	4
11 Carlyle Tactical Private Credit Fund	米国債券	非伝統的債(絶対収益型など)	Carlyle Group	2019/4/18	279,536	1,738	250,000	6.22					1.44	4	4
12 Lord Abbett Credit Opportunities Fund	米国債券	ストラテジック・インカム	Lord Abbett	2019/2/21	194,777	1,211	1,000,000	1.40					1.25	12	4
13 Apollo Diversified Real Estate Fund	不動産セクター株	米国REIT	Apollo Global Management Inc	2016/11/16	163,426	1,016	25,000	2.53			0.75		1.50	4	4
14 Cascade Private Capital Fund	アロケーションその他	グローバル・アセットアロケーション	Cliffwater LLC	2024/2/27	155,196	965	25,000,000	0.00					1.00	4	2
15 Carlyle Tactical Private Credit Fund	米国債券	非伝統的債(絶対収益型など)	Carlyle Group	2018/9/4	128,119	796	250,000	6.32					1.44	4	4
16 The Private Shares Fund	株式その他	その他セクター株	SharesPost 100	2017/11/17	125,702	781	1,000,000	2.35					1.90	1	4
17 Apollo Diversified Credit Fund	米国債券	ストラテジック・インカム	Griffin Capital	2017/4/3	122,066	759	1,000,000	4.36					1.50	4	4
18 PIMCO Flexible Municipal Income Fund	米地方債	米国全米地方債	PIMCO	2019/3/15	119,767	745	1,000,000	2.40					0.98	12	4
19 Lord Abbett Credit Opportunities Fund	米国債券	ストラテジック・インカム	Lord Abbett	2019/9/13	118,260	735	2,500	2.15	2.50	1.50		0.75	1.25	12	4
20 First Eagle Credit Opportunities Fund	米国債券	米国バンクローン	First Eagle	2020/9/15	117,914	733	1,000,000	3.39					1.55	Daily	4
233本 *純資産は合計、他は平均(ブランク除く)				2019/7/18	11,874,479	73,819	1,590,918	3.19	3.85	1.15	1.82	0.49	1.36	7.39	4
最新もしくは最大(ブランク除く)				2024/6/18	3,319,965	20,639	100,000,000	8.91	5.75	2.00	2.75	1.00	2.75	12.00	12
最古もしくは最小(ブランク除く)				1989/10/4	0	0	0	0.00	0.00	0.50	0.05	0.00	0.05	1.00	1

(出所: Morningstar Directより三菱UFJアセットマネジメント商品マーケティング企画部が作成)

また、米国以外でもプライベートアセットは拡大しそうで「**アイルランドのファンドの規制とガバナンスの会社であるカルネ・グループ/Carne Groupによると、世界のプライベートアセット資産総額が2030年までに21兆800億米ドルに達する**と言う。最新の業界データ13兆米ドルから+8兆米ドル増加となる。確定拠出型年金/DC制度や資産運用会社からの配分増加に示される通り、**プライベートマーケットの民主化/democratisation of private marketsが成長の大きな原動力だ。**」と言う(強調下線は当コラム筆者、2024年7月2日付FundEuro「Private assets set to top \$21tn by 2030」~ <https://www.funds-europe.com/private-assets-set-to-top-21tn-by-2030/>)

以上、内閣府、金融庁、経済産業省、投資信託協会等には、最善の規制・制度、環境作りを期待する。そして、その上で、茂木敏充・自民党幹事長の言う「新NISAバージョンアップ」、スタートアップ支援「非上場株投信」の拡大に寄与していきたいものである。

以上

三菱 UFJ アセットマネジメント【投信調査コラム】日本版 ISA の道
バックナンバー: 「 <https://www.am-mufg.jp/report/investigate/> 」。

三菱 UFJ アセットマネジメント株式会社 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)。

本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料はNISA(少額投資非課税制度)など内外の資産運用に関する情報提供のために、三菱UFJアセットマネジメントが作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。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。
- 本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。
- 本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。
- 本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。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本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。



三菱UFJアセットマネジメント

三菱UFJアセットマネジメント株式会社
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