



投資信託による未上場株運用の意義と課題

2024年2月8日

レオス・キャピタルワークス株式会社



RHEOS CAPITAL WORKS

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1151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



1. レオス・キャピタルワークスについて
2. 投資信託で未上場株を運用する意義
3. 投資信託協会の検討内容と投信で未上場株運用を行ううえでの課題

エグゼクティブ・サマリー

- 上場後の死の谷を埋めていく機能が社会的に重要であるが、具体的な手段がまだない
- 当社はIPO後の銘柄に投資するファンドを従前から私募投信で運用しているが、このファンドの規模拡大は、死の谷にある銘柄のうち有望なものを支援する機能がある
- しかし、投資信託において未上場から上場へ受け渡すクロスオーバー投資の仕組みはまだなく、この部分の手当てが重要
- これらの点を踏まえ、資産運用立国の観点から、投資信託協会でも未上場株を組み入れて運用する件につき制度整備が進んでいる
- 投資信託市場は326兆円と巨大であり、その3%が未上場株投資に向かえば10兆円の政策目標はクリアする
- 具体的な商品組成には幾つかの難点があり、各社実現に至っていない



1. レオス・キャピタルワークスについて

レオス・キャピタルワークスのご紹介

経営理念

『資本市場を通じて社会に貢献します』

社名	レオス・キャピタルワークス株式会社 Rheos Capital Works Inc.
設立	2003年4月16日
本社所在地	東京都千代田区丸の内1-11-1 パシフィックセンチュリープレイス丸の内27階
事業内容	投資運用業 投資助言・代理業 第二種金融商品取引業
役職員数	133名（2023年8月末現在）
資本金	3億13百万円（2023年4月末現在）
運用資産	1兆2,003億円 運用助言含む（2023年12月末現在）



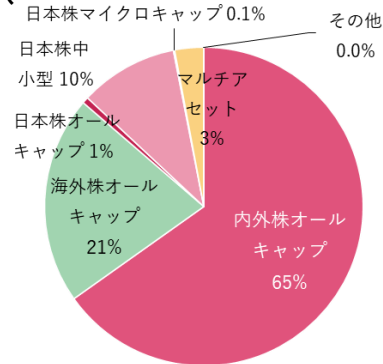
レオス・キャピタルワークス 社名の由来

「レオス＝Rheos」とは古代ギリシャ語で「流れ」という意味の言葉です。

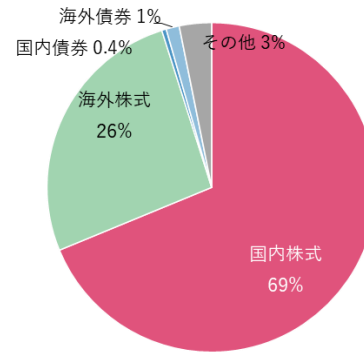
日本にある人財・資本・知恵・技術などたくさんの資産「キャピタル」の「流れ」をつくる工房「ワークス」でありたいという想いが込められています。

運用資産残高の推移

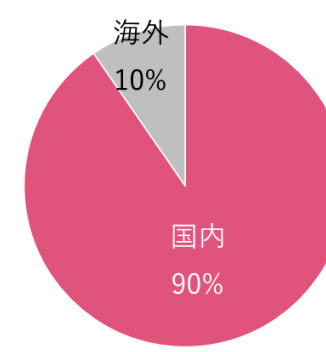
運用戦略内訳



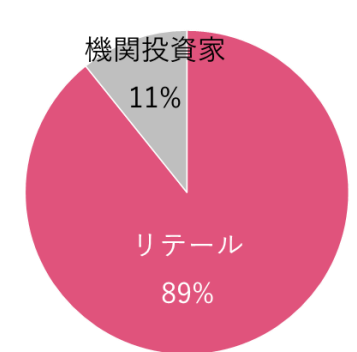
運用資産別内訳



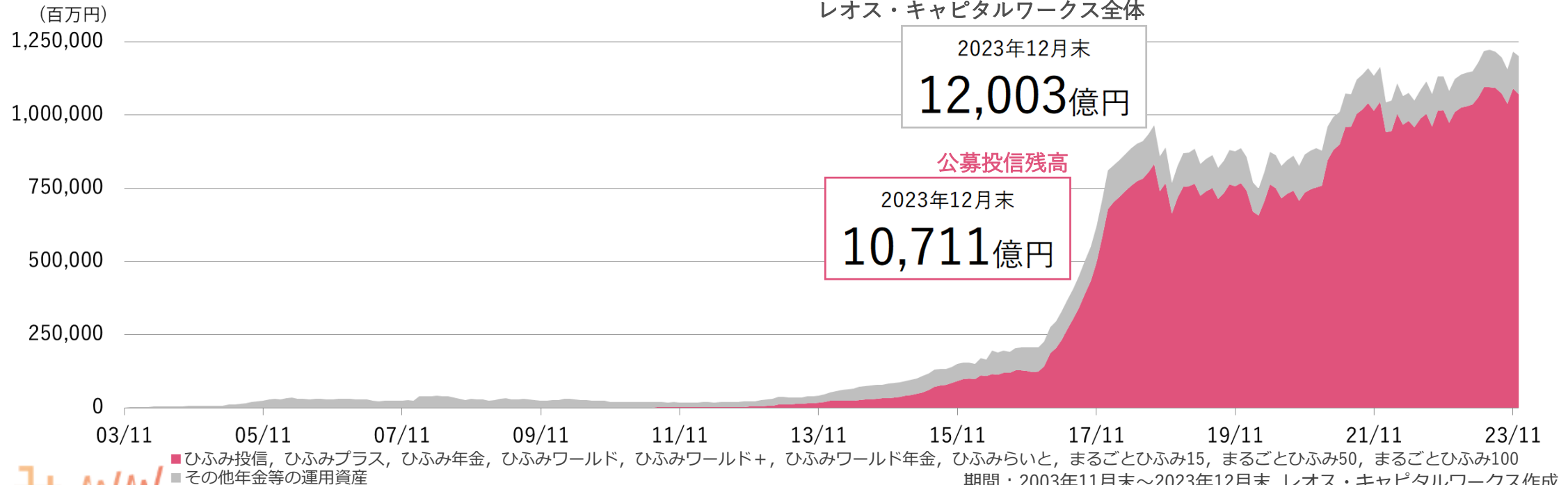
国内外顧客別内訳



顧客属性別内訳



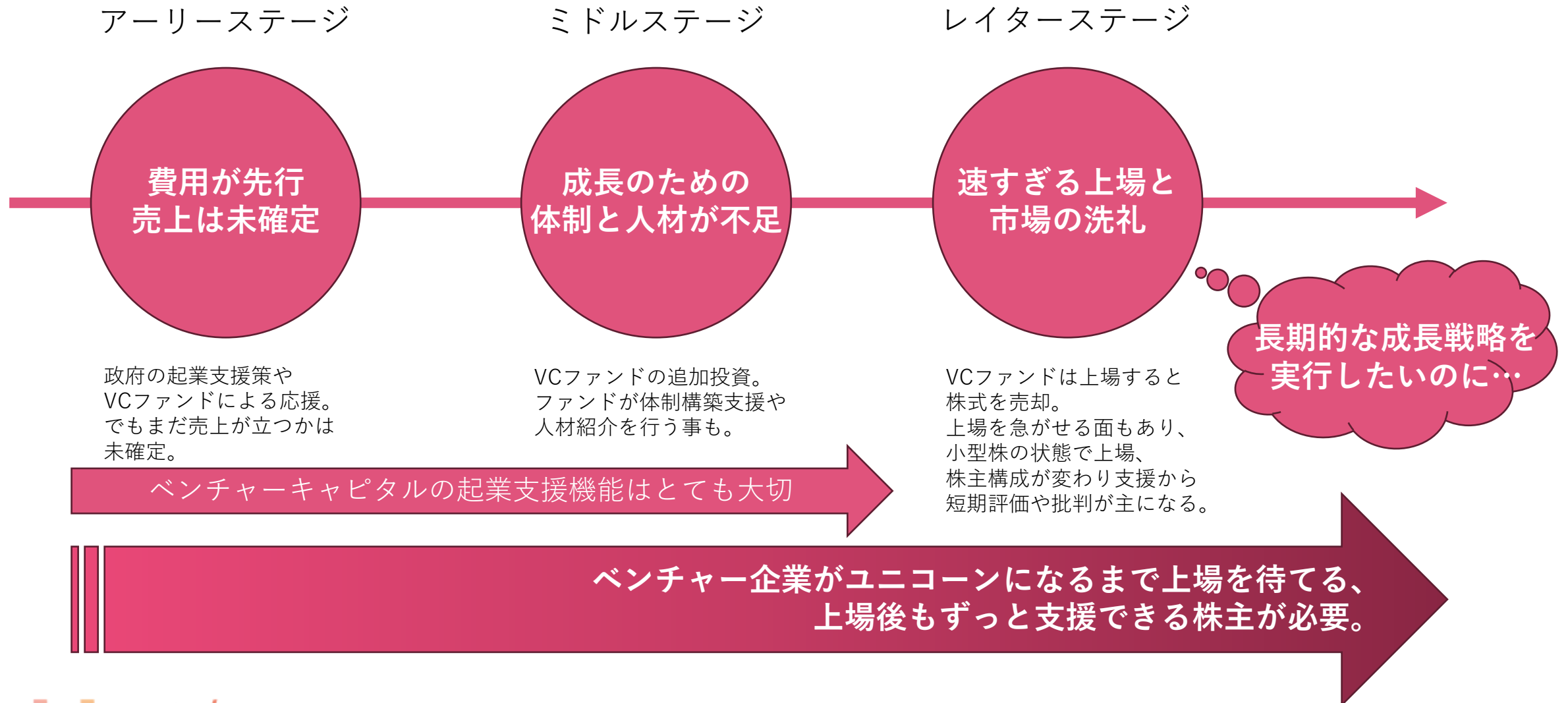
運用資産残高の推移（運用助言含む）





2. 投資信託で未上場株を運用する意義

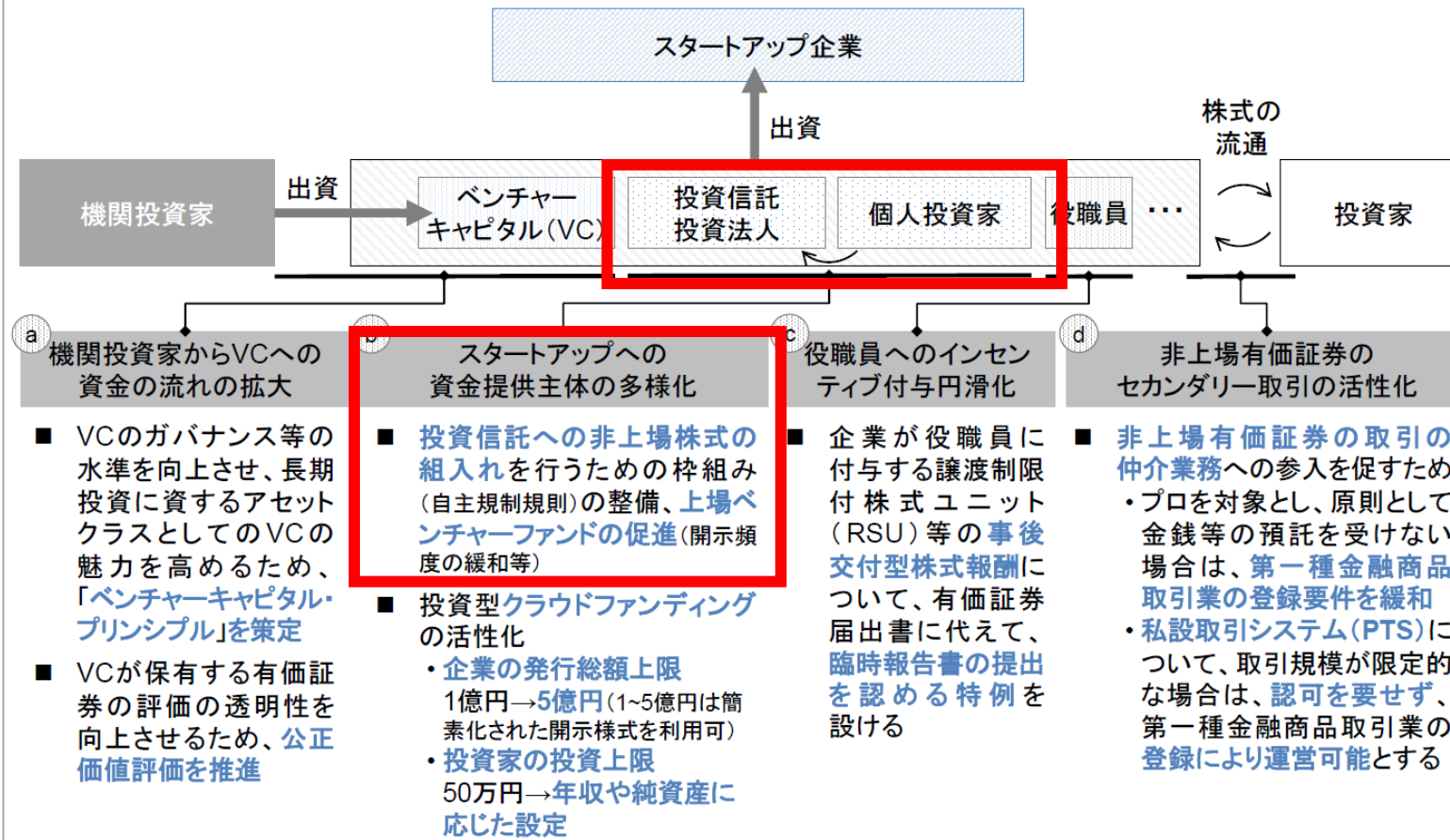
未上場株式が成長する際の「死の谷」とは…



投資信託を通じた国内への成長資金の供給が課題

4

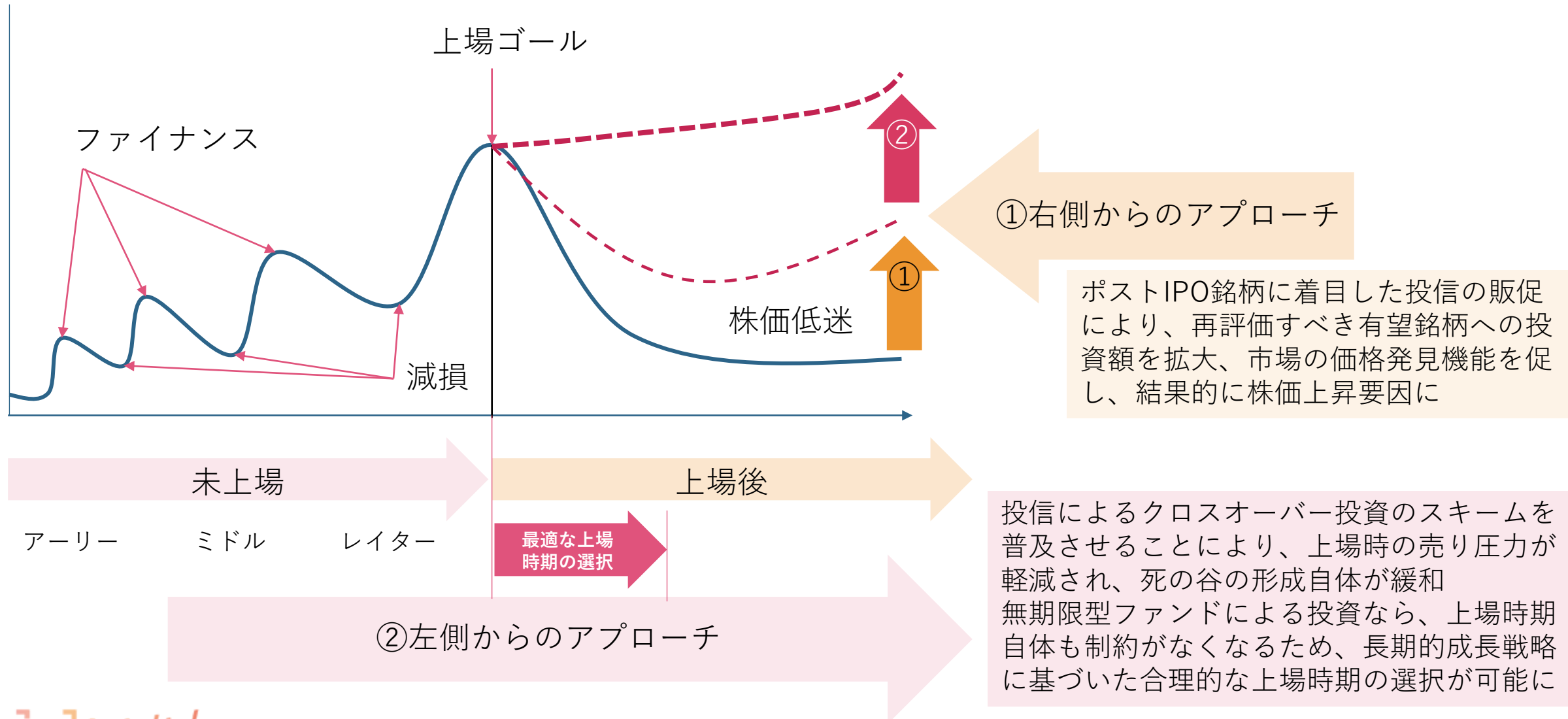
成長資金の供給と運用対象の多様化(⇒スタートアップの活性化、収益機会の拡大)



(参考)上記の他、外貨建国内債(いわゆるオリガミ債)の発行を円滑化(外貨によるDVP(Delivery Versus Payment)決済を可能とするための制度整備)

- 投資信託を通じたクロスオーバー投資家が存在すると、新たに大きな資金供給ルートが成立
- 投資信託は零細投資家の投資資金を糾合して大規模な資金とし、合同運用する制度。投資家保護が尤も盤石な制度であり、関係者の倒産からも隔離されているため、広く国民に未上場株投資のリターンを提供していく上では最適
- ただし、日々設定解約が可能な、標準的な投資信託の場合、時価算定の合理性・妥当性や、流動性の確保が必要。このため公正価値評価の導入が必須

投資信託による「死の谷」解消への戦略的アプローチ



国内籍投資信託市場の全体像

投資信託の全体像(純資産総額・ファンド本数)

2023年12月末(Table End of December 2023)

(単位：百万円； ¥ million)

タイプ TYPES	項目 ITEMS	純資産総額 Total Net Assets	ファンド本数 Number of Funds
投資信託合計		325,772,568	14,430
公募投信		208,907,030	5,976
契約型投信		196,906,961	5,913
証券投信		196,906,961	5,913
株式投信		181,345,496	5,823
単位型		624,735	92
追加型		180,720,760	5,731
ETF		74,939,338	284
その他		105,781,422	5,447
公社債投信		15,561,465	90
単位型		739	5
追加型		15,560,726	85
MRF		15,072,446	11
MMF		0	0
その他		488,281	74
証券投信以外の投信		0	0
投資法人		12,000,069	63
不動産投資法人(※)		11,858,632	58
インフラ投資法人(※)		141,437	5

タイプ TYPES	項目 ITEMS	純資産総額 Total Net Assets	ファンド本数 Number of Funds
私募投信		116,865,538	8,454
契約型投信		113,365,079	8,393
証券投信		113,363,652	8,392
株式投信		109,944,121	6,987
公社債投信		3,419,531	1,405
証券投信以外の投信		1,427	1
委託者非指図型投信		1,427	1
投資法人		3,500,459	61
証券投資法人		18,520	1
不動産投資法人(※)		3,481,939	60
インフラ投資法人(※)		0	0

出所：投資信託協会データに基づきレオス・キャピタルワークス作成

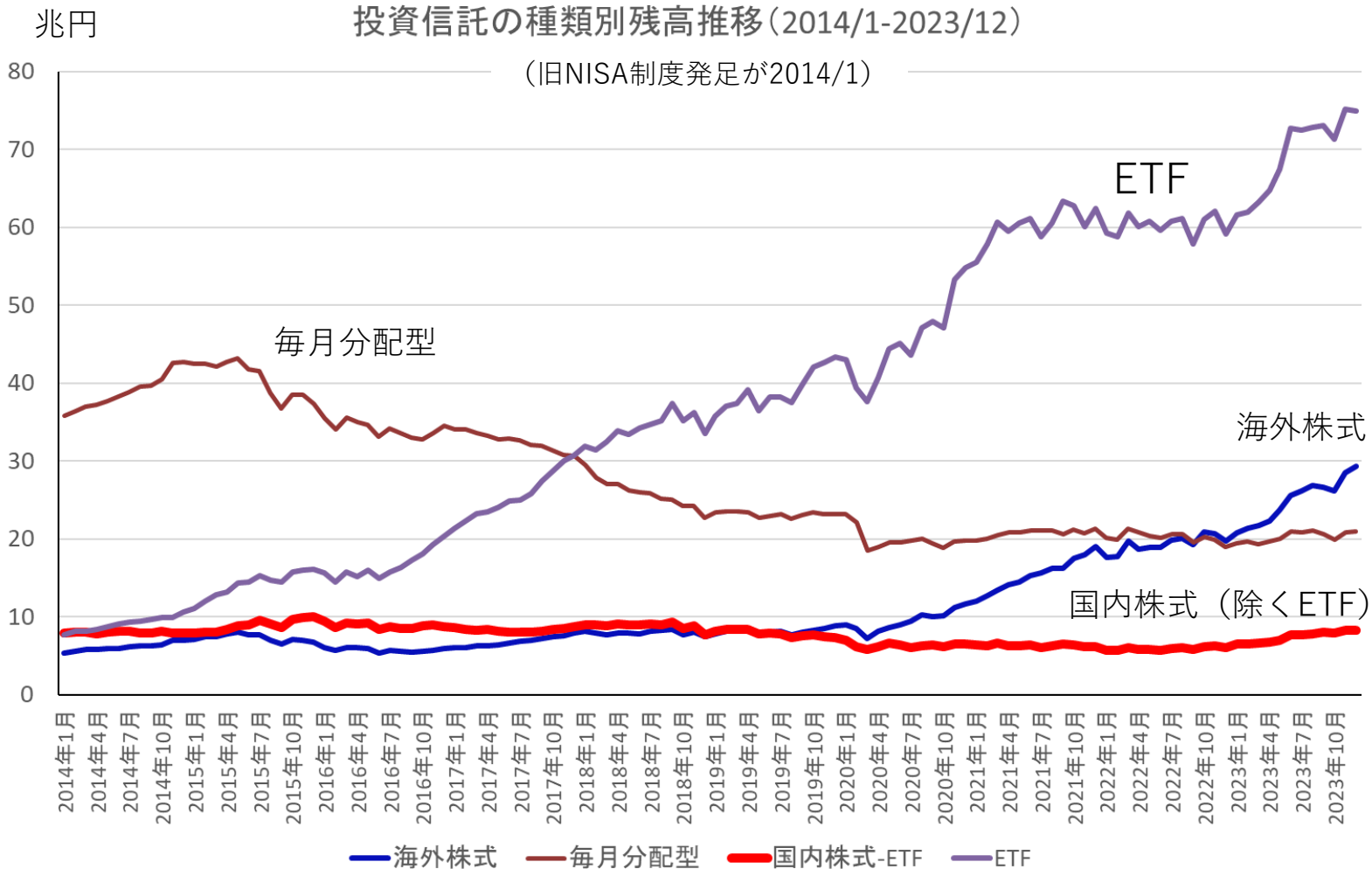
投資信託市場の現状

- 国内籍の投資信託市場の残高は約326兆円
- スタートアップ市場目標10兆円はその3%
- 投資信託市場の内訳
 - 公募投資信託は209兆円
 - 私募投資信託は117兆円
- 公募投資信託のうち
 - ETFは日銀買付で残高伸長して75兆円
 - 公社債投信は証券顧客の待機資金16兆円
 - 主戦場となるのは「その他」106兆円
これが一般的なイメージの投資信託
- 私募投資信託の多くは機関投資家向け
- いずれのカテゴリーでも未上場株式を組み入れた投資信託はほぼなく、間接的に組み入れる可能性があるファンドが数本
- 公募株式投信追加型「その他」の106兆円は、新NISAの主戦場でもあり、この領域で未上場株運用を行う投資信託が普及すれば政府目標10兆円達成が自然に視野に入る
- また、DC等の年金性の投資分野でも着実な資金供給が期待される



3. 投資信託協会の検討内容と投信で 未上場株運用を行ううえでの課題

新NISAにおける初動は海外株式に投資するファンドが中心



※毎月分配型には内外の株式で運用するファンドもあるため、上記区分には重複計算が含まれている。

出所：投資信託協会データに基づきレオス・キャピタルワークス作成

「NISA投信」1月に1.3兆円流入 対象外ファンドと明暗

出所：日経電子版2024年2月3日 17:00

インデックス型の海外株投信に流入		
順位	ファンド名	流入額
新NISA対象ファンド流入上位		
1	eMAXIS Slim全世界株式（オール・カントリー）	3439億円
2	eMAXIS Slim米国株式（S&P500）	2090
3	NEXT FUNDS日経225連動型上場投信	548
4	楽天・S&P500インデックス・ファンド	400
5	<購入・換金手数料なし>ニッセイNASDAQ100インデックスファンド	395
新NISA対象外ファンド流入上位		
1	インベスコ 世界厳選株式オープン<為替ヘッジなし>（毎月決算型）	515
2	アライアンス・バーンスタイン・米国成長株投信Dコース毎月決算型（為替ヘッジなし） 予想分配金提示型	450
3	NEXT FUNDS日経平均ダブルインバース・インデックス連動型上場投信	394
4	キャピタル・グローバル・アロケーション・ファンドF	155
5	日経平均ベア2倍上場投信	153
新NISA対象外ファンド流出上位		
1	NEXT FUNDS日経平均レバレッジ・インデックス連動型上場投信	-336
2	キャピタル・グローバル・アロケーション・ファンドF（限定為替ヘッジ）	-145
3	キャピタル・グローバル・ハイインカム債券ファンドF（米ドル売り円買い）	-129
4	iFreeレバレッジ NASDAQ100	-127
5	ピクテ・グローバル・インカム株式ファンド（毎月分配型）	-107

（出所）日興リサーチセンター

※後述の「当資料のお取扱いにおけるご注意」をご確認ください。

投資信託で未上場株式を運用する際の問題点

スキームごとの問題点

既存の大型投信のスキーム変更	• 重大な約款変更が必要 • 従来の顧客が適合性に叶うか
新規の専用公募投信	• 少なくとも当初はファンド規模が小さい • 高い比率で低流動性資産を組み入れる危険性
新規の上場投資法人	• 設定自体が機動的にしにくい • 上場した株式を一定期間後に売却しなければならない
従来型の投資事業組合を組み入れた ファンド・オブ・ファンズ	• LPSは受益者の権利が投信や上場投資法人より脆弱 • 運用会社が直接コントロールできない

投資家保護上の問題点

- 時価がないことによる価格計算の妥当性
- 売却時価格の理論価格との乖離リスク
- 未習熟零細投資家に対する営業推進上の適合性リスク
- 日本にはプロ成り出来る個人はほぼいない

左記の問題を解決するために

- 政府の「資産所得倍増」「資産運用立国」両政策に基づき、投信協会で未上場株組入が可能となるよう規則類の新設を行い、制度整備中
- 公募株式投信追加型において、以下の二つのパターンの商品が許容される流れ
 - 未上場株上限15%の商品は通常の投資信託として設定可能
 - 未上場株を15%以上組み入れるファンドはそれに相応した解約制限やリスク表示等を行うことで設定可能
- 組入比率15%以下のファンドであれば、NISAやiDeCo等でも採用が可能と考えられる
- 組入比率15%以上のファンドの場合の顧客適合性等の基準の一般化が必要
- 現在、国際証券規制の枠組み（FSBおよびIOSCO）において、低流動性資産（小型株や未上場株を含む）を組み入れて運用するファンドにつき、流動性ミスマッチ（ファンドの解約と組入資産の売却のミスマッチ）を解消するための規制強化を検討中

投資信託協会での未上場株組入への検討状況

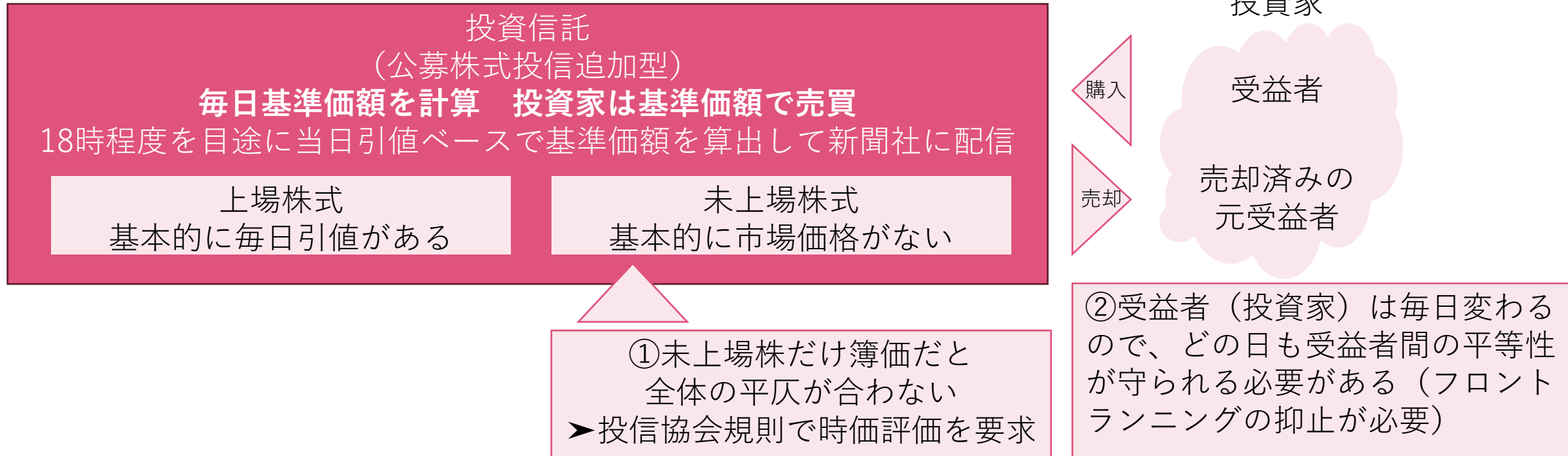
- 投資信託における未上場株式の組入は、法的には従前から可能であったが、具体的な基準等の欠缺により実務上困難であった
- 資産所得倍増プランから資産運用立国への流れの中で、未上場株投資を投資信託で行うことにつき、投信協会の運用専門委員会等複数の検討部会で協議が行われ、右記の規則改正に至った
- これにより投資信託で未上場株式の運用が今後可能になると考えられるが、実務面で解決すべき課題はまだ多い

主な改正の内容

- (1) 「投資信託等の運用に関する規則」の一部改正
投資信託財産への未上場株式の組入に当たっては、原則として純資産総額の15%を超えてはならないとする閾値を新たに設定する他、当該未上場株式に対する審査の実施について規定することとする。
(第11条第1項第2号の改正)
(第11条第2項、第11条の2の新設)
- (2) 「投資信託等の運用に関する規則に関する細則」の一部改正
未上場株式を間接保有する場合、投資信託の投資先が監査を受けていれば、当該投資先が保有する未上場株式の監査までは求めないこととする他、その他所要の整備を行うこととする。
(第2条本文及び第1号～第3号の改正)
(第2条第4号の新設)
- (3) 「投資信託等の運用に関する委員会決議」の一部改正
未上場株式の範囲として指定されていた特定の銘柄に関する規定を削除することとする。(3の削除)
- (4) 「投資信託財産の評価及び計理等に関する規則」の一部改正
未上場株式の評価については、公正価値測定を用いて時価で評価するものとする他、その他所要の整備を行うこととする。
(第3条第3号、第13条、第14条第1項、第15条第5項第1号及び同項第3号の改正)
(第14条第2項、第15条第6項の削除)

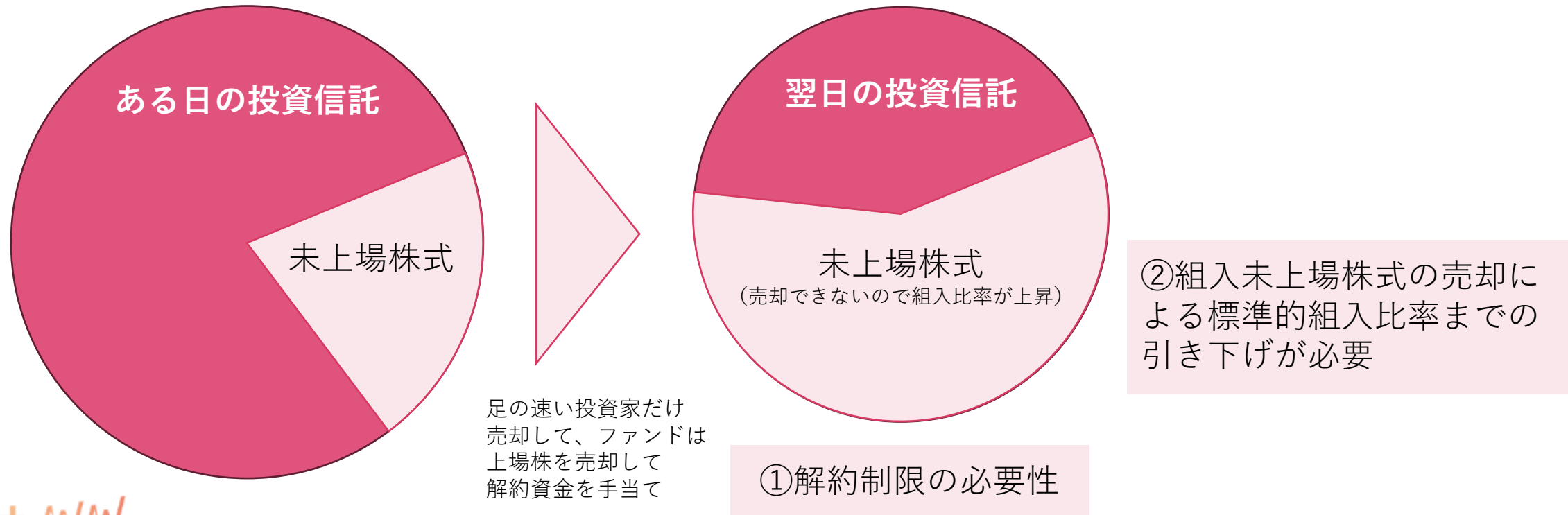
時価評価

- 公募の追加型株式投信（最も標準的な投信）の場合、日々の設定解約があり、受益者間の公平性を担保するには、毎日時価評価をおこなうことが必要
- 未上場株式の評価において、時価の再評価が必要な事案と再評価のタイミングにずれがある場合、フロントランニングが可能になってしまう
- ファンドの決算時には簿価評価が原則、基準価額計算では時価評価が原則となり、決算時の財務諸表には注記が必要



流動性の確保

- リーマンショックのような株式市場の変動や、高組入比率の未上場株式に悪い噂が出た場合、足の速い投資家は即刻売却して難を逃れるが、積立投資を行っているなど、随時の売買を意識していない投資家は未上場株のリスクを濃縮して負うことになる
- このような状況を避けるため、FSBおよびIOSCOでは国際的な流動性マッチングの規制強化を実施（パブコメが終了し今後2-3年程度を目途に各国の規制当局が規制強化）
- ファンドに組み入れた未上場株式の売却、投資家のファンド売却の抑止の二つの流動性問題の解消が必要



※後述の「当資料のお取扱いにおけるご注意」をご確認ください。

投資信託の受益者と未上場株投資の適合性

- 投資信託は、比較的未習熟の零細投資家が少額から投資できる集合投資の仕組みとして普及
- 投資信託の購入目的は、老後のための資産形成が多い
- NISAのなかでも特に旧つみたてNISAでは若年層の長期運用のツールとしての活用が認められる
- NISAやDC、iDeCoといった制度下での投資信託による未上場株投資は、投資する側、される側双方にメリットがある
- 販売時には未上場株投資特有のリスクにつき、十分な顧客説明が必要

未上場株投資が適合する要素

- 投資と資産成長の好循環
未上場時点から上場後まで保有することによる高い期待リターン
- 足の長い投資スタイル
十年以上に渡る腰の据わった投資資金でクロスオーバー投資が可能に
- 集合投資の仕組みによる分散投資
個々の投資家が個別銘柄について知悉していなくても、専門家による分散投資やリスク管理が徹底される
- 少額からの投資が可能

未上場株投資が適合しない要素

未上場株投資特有のリスク ⇔ 未習熟な投資家

- 低流動性
- 業績変化の突発性
- 価格の不明朗性
- 開示情報の少なさ など

適合しない要素を解決できる可能性

- ファンド内での設定・解約の打ち消しあい
- ファンドでの分散投資による業績リスクの平準化
- 運用会社による公正価値測定
- ファンドの運用状況の法定開示

**金融審議会
で、販売時
のリスク説
明の重要性
が指摘**

**運用会社と
販売会社の
十分な連携
が、必要と
される**

当社が運用する公募投資信託のリスク / 費用

価格変動リスク	国内外の株式や公社債を実質的な主要投資対象とする場合、一般に株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動し、また、公社債の価格は発行体の信用力の変動、市場金利の変動等を受けて変動するため、その影響を受け損失を被るリスクがあります。
流動性リスク	有価証券等を売却あるいは取得しようとする際に、市場に十分な需要や供給がない場合や取引規制等により十分な流動性のもとでの取引が行なえない、あるいは不利な条件で取引を強いられたり、または取引が不可能となる場合があります。これにより、当該有価証券等を期待する価格で売却あるいは取得できない可能性があります、この場合、不測の損失を被るリスクがあります。
信用リスク	有価証券等の発行者や有価証券の貸付け等における取引先等の経営・財務状況が悪化した場合またはそれが予想される場合もしくはこれらに関する外部評価の悪化があった場合等に、当該有価証券等の価格が下落することやその価値がなくなること、または利払いや償還金の支払いが滞る等の債務が不履行となるおそれがあります。投資した企業等にこのような重大な危機が生じた場合には、大きな損失が生じるリスクがあります。また、実質的に投資した債券の発行体にデフォルト（債務不履行）が生じた場合またはそれが予想される場合には、債券価格が下落する可能性があり、損失を被るリスクがあります。
為替変動リスク	外貨建資産を組み入れた場合、当該通貨と円との為替変動の影響を受け、損失が生じることがあります。また、一部の資産において、為替ヘッジを行なう場合に円の金利が為替ヘッジを行なう通貨の金利より低いとき、この金利差に相当するヘッジコストが発生します。
カントリーリスク (エマージング市場に 関わるリスク)	当該国・地域の政治・経済情勢や株式を発行している企業の業績、市場の需給等、さまざまな要因を反映して、有価証券等の価格が大きく変動するリスクがあります。エマージング市場（新興国市場）への投資においては、政治・経済的不確実性、決済システム等市場インフラの未発達、情報開示制度や監督当局による法制度の未整備、為替レートの変動、外国への送金規制等の状況によって有価証券等の価格変動が大きくなる場合があります。また、新興国の公社債は先進国の公社債と比較して価格変動が大きく、債務不履行が生じるリスクがより高いものになる可能性があります。

したがって、お客様（受益者）の投資元本は保証されているものではなく、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。

詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）の「投資リスク」をご覧ください。

お客様の負担となる費用について

- ◆ お客様に直接ご負担いただく費用
 - ・ 購入時手数料 上限 **3.30%**（税抜3.00%）※当社が直接販売している投資信託は購入時手数料はありませんが、「スポット購入」に際しての送金手数料はお客様負担となります。 ※販売会社を通じて購入できる投資信託につきましては、購入時手数料は各販売会社ごとに定める料率となりますので、各販売会社までお問い合わせください。
 - ・ 換金（解約）時手数料・信託財産留保額 ありません。
- ◆ お客様に間接的にご負担いただく費用
 - ・ 信託報酬 信託財産の純資産総額に対して 上限 **年率1.6280%**（税抜1.4800%）
 - ・ 監査費用 信託財産の純資産総額に対して **年率0.0055%**（税抜0.005%）以内を乗じて得た額
 - ・ その他の費用 組入有価証券の売買の際に発生する売買委託手数料（それにかかる消費税）、先物取引・オプション取引等に要する費用、外貨建資産の保管等に要する費用、租税、信託事務の処理に要する諸費用および受託会社の立替えた立替金の利息など。これらの費用については、運用状況等により変動するものであり事前に料率、上限額等を表示することができません。
- ◆ ご注意
 - ・ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、レオス・キャピタルワークスが運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）、目論見書補完書面等をご覧ください。

投資信託説明書（交付目論見書）のご請求・お申込みは各販売会社まで。

当社が直接販売する投資信託の詳細情報の照会先：コミュニケーション・センター 03-6266-0123（受付時間 営業日の9時～17時） <https://hifumi.rheos.jp/>

当資料のお取り扱いにおけるご注意

- 投資信託のお取引は、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として損失が生じることとなるおそれがあり、基準価額の下落により元本欠損が生じる可能性があります。信託財産に生じた利益および損失は、すべて投資者に帰属します。投資信託は、預金等や保険契約とは異なります。
- 当資料は、投資信託による未上場株運用の意義をご理解いただくための情報提供資料としてレオス・キャピタルワークスが作成したものです。
- 当資料は作成日における信頼できる情報に基づき作成しておりますが、内容の正確性・完全性を保証するものではなく、また記載されている内容は予告なく変更される場合があります。
- 当社の許可なく、当資料を加工、複製および再配布することはできません。