

上場ファンドを通じた非上場企業への資金供給 ー米国 BDC と英国 VCT の事例ー

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 日本では2020年秋頃から、非上場株式市場の活性化を巡る議論が盛んになっている。その中で、上場投資ファンドを通じた非上場市場投資は、ハイリスク・ハイリターンでありながらも、個人投資家にプロの目利きと分散投資機会を提供するものとして期待される。
2. 海外の事例としては、まず、米国の事業開発会社（BDC）がある。BDCは、非上場銘柄もしくは小型上場株に投資するクローズドエンド・ファンドであり、基本的には上場している。実態としては、レバレッジを多用するハイイールド債ファンドであり、投資対象企業への経営支援の機会提供も義務付けられる。
3. また、英国のベンチャー・キャピタル・トラスト（VCT）は、AIM 銘柄を含む英国の非上場企業の証券に投資するクローズドエンドの上場ファンドであり、個人向けの税優遇措置を特徴とする。VCT 株式の新規発行時に投資して5年保有すれば投資額の30%を所得税還付されることに加え、主たるリターンの源泉である配当も非課税となる。
4. 日本における上場ファンドを通じた非上場市場投資の機会拡大という観点では、日本取引所グループのベンチャーファンド市場の見直しなどが議論されており、米国・英国の事例は大いに参考になる。その際、英国VCTの税優遇措置も、個人投資家から中小企業への成長資金供給という意味では検討に値しよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・神山哲也、岡田功太「変貌を遂げる米国の IPO-SPAC 及びダイレクト・リスティング」『野村資本市場クォーターリー』2021年冬号。
- ・岡田功太「私募証券投資の更なる活性化を目指す米国の取り組みー自衛力認定投資家の規制緩和を中心にー」『野村資本市場クォーターリー』2020年秋号。

I はじめに

日本においては 2020 年秋頃から、非上場市場の活性化を巡る議論が盛んになっている。例えば、金融庁金融審議会の市場制度ワーキング・グループでは「成長資金の供給のあり方に関する検討」が柱の一つとして掲げられており、その一環で、日本取引所グループのベンチャーファンド市場の見直しが検討されている。また、日本証券業協会においても自主規制会議の下部機関として 2020 年 11 月、非上場株式の発行・流通の活性化に関する検討懇談会が設置された。背景としては、2020 年 10 月の第 1 回市場制度ワーキング・グループの配布資料に記されたように、「コロナ後の新たな経済社会への変革に向けて、スタートアップ企業等によるイノベーションや既存事業の再編・再生が求められる中、このような企業の挑戦や構造改革を支える資本性資金の必要性が高まっている」ことが挙げられる。

投資家の観点からすると、非上場企業への投資は、上場企業への投資よりもハイリスク・ハイリターンであるが、その一方で、上場企業への投資と組み合わせることで分散投資効果も見込むことができる。個人投資家も含めた広範な投資家に非上場企業投資へのアクセスを提供する仕組みとして、米国や英国では上場投資ファンドの活用が進んでいる。上場投資ファンドを通じて非上場企業に投資することにより、非上場企業投資のリスクを分散することができ、また、上場ファンドであるため、小口の個人投資家も含めた幅広い投資家層の資金を募ることができる。

こうした制度的枠組みとして、米国では事業開発会社（Business Development Company、BDC）、英国ではベンチャー・キャピタル・トラスト（VCT）が存在する。本稿では両者について、関連する制度・税制と市場の概要を紹介する。

II 米国 BDC

1. BDC の制度

BDC は、1980 年小規模事業投資促進法（Small Business Investment Incentive Act of 1980）によって 1940 年投資会社法を改正することで導入された。新興成長企業や破綻企業に対して資金と経営支援を提供し、雇用を創出することが目的とされた。

BDC は、1940 年投資会社法に定められた会社型のクローズドエンド・ファンドの一種と位置付けられる。クローズドエンド・ファンドは、下記にみる BDC の要件を満たす場合、自ら BDC となることを SEC に通知することにより BDC となることができる。伝統的には上場することが前提となっており、現在約 50 本の BDC が米国株式市場に上場している。

税制面では、内国歳入法における規制投資会社（regulated investment company）となることにより、単一銘柄にファンド総資産の 25%以上を投資できない分散投資義務等の要件

の下で、課税パススルーの適用を受けることができる¹。形態としてはクローズドエンド・ファンドであるため、クローズドエンド・ファンドに係るガバナンスや利益相反防止等の規制が適用されるが、BDC 固有の規制としては特に、①投資対象の制限、②重要な経営支援の義務、③レバレッジの制限、の三点が挙げられる。以下では、この三点について概観する。

1) 投資対象の制限

BDC は、ファンド総資産の 70%以上を以下の資産に投資しなければならない。通常のオープンエンドの投資会社（ミューチュアル・ファンド）の場合、流動性の低い証券の組入比率は 15%が上限とされているため、BDC では 70%以上を流動性の低い証券に投資することができる、ということもできよう。

- ・適格ポートフォリオ会社（後述）もしくはその関係者から私募形態で取得した証券
- ・BDC が支配し（議決権の 25%以上を保有する場合等）、役員を派遣する適格ポートフォリオ会社の証券
- ・破綻処理等の手続き中の会社が私募発行する証券
- ・現金及び現金同等物、政府債、1 年以内満期の高品質な債務証券
- ・BDC の運営に必要な不動産や各種設備等

適格ポートフォリオ会社とは、投資会社ではない米国籍の会社で、①非上場の会社、もしくは、②上場していて時価総額が 2.5 億ドル未満の会社、を指す。制度創設当初、上場会社は含まれなかったが、2008 年に、小規模事業への資金供給を目的とした 1940 年投資会社法規則の改正が行われたことにより、上場会社も対象に加えられた。また、上記 70%要件以外、すなわち残り 30%部分のポートフォリオについては、ブローカー・ディーラーやアンダーライター等以外の対象であれば自由に投資することができる。

なお、BDC がブラインド・プール（投資対象が不明な状態）として新規株式公開（IPO）を実施することは、以前はしばしばみられたものの、近年では投資家の理解が得られず、困難になってきている。そのため、ほとんどの BDC は、私募調達してポートフォリオを構築した後に IPO を実施するようになっている²。

2) 投資対象企業への経営支援

BDC は上記 70%要件を満たす企業に対して、重要な経営支援（Significant managerial assistance）の機会の提供を義務付けられる³。投資会社法において「重要な

¹ 原則として、収入の 90%以上が投資収益であり、90%以上を配当等として投資家に提供することが導管性要件となる。

² Proskauer Rose LLP “Top 10 Practice Tips: Business Development Companies,” October 2019.

³ 経営支援の提供そのものが義務付けられるのではなく、受け手側が望めば経営支援を受けられるようにすること（making available）が義務付けられる。

経営支援」は主に、①投資対象会社の経営、オペレーション、事業の目的・方針に関する重要なガイダンスと諮問の機会を提供する、もしくは、②BDC が単独もしくは他の投資家と共同で投資対象会社に対して支配権（議決権の25%以上を保有する場合等）を行使する、といった場合が該当すると規定される。

3) レバレッジ要件

BDC は、投資会社法においてアセット・カバレッジと規定されるレバレッジ比率の制限に服する。アセット・カバレッジとは、総資産の債務に対する比率であり、シニア証券で調達（銀行預金を含む）する条件として、アセット・カバレッジを一定水準以下に保つことが求められる。1940 年投資会社法において、BDC のアセット・カバレッジ比率は 200%が下限とされている。つまり、BDC のレバレッジは総資産の 2 分の 1 未満に抑えられている。

トランプ政権下で成立した小規模事業信用利用可能法（Small Business Credit Availability Act）により、2018 年以降、小規模事業への資金供給強化を目的として、アセット・カバレッジ比率の下限は 150%に引き下げられた。150%の適用を受けるには、BDC は取締役会もしくは株主総会の承認を得ることに加え、より多くのレバレッジを利用することのリスクについて開示することが求められる。また、非上場 BDC の場合、投資家に買取請求の機会を提供する必要がある⁴。

4) BDCに係るその他の規制

上記は BDC を特徴づける制度であるが、BDC は他にも様々なファンド規制に服している。まず、投資対象の多くが非上場証券になることから、重要になるのが投資対象資産のバリュエーションに関する規制である。米国会計基準上の区分では、BDC が投資する資産の大部分は観測可能なインプットのないレベル 3 資産と位置付けられるため、四半期ごとの公正価値評価が求められる。なお、外部評価会社の利用、公正価値評価の具体的なフォーミュラは規定されていない。

情報開示については、上場 BDC の場合、上場会社として四半期毎のフォーム 10-Q、年次のフォーム 10-K が求められる。基準価額についても、四半期毎に算定・公表することが求められる。また、基準価額を下回る価格での投資家からの持分買取については、株主総会の承認がある場合等を除いて、原則禁止される。

⁴ アセット・カバレッジ要件はクローズドエンド・ファンド全般に適用されるものであり、BDC についてはその中で特則が設けられているという建付けになる。

2. BDC の実態

1) 商品特性の実態

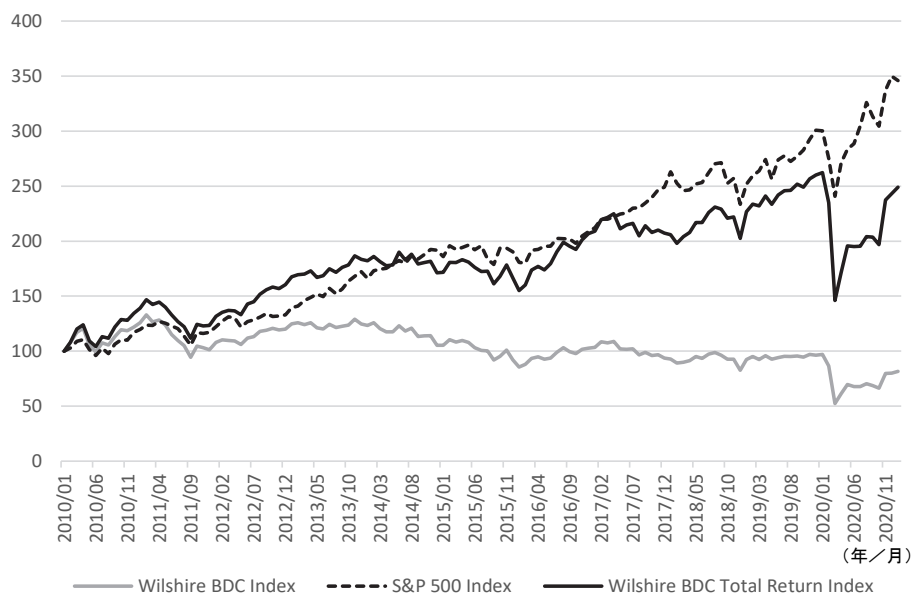
米国のクローズドエンド・ファンドに特化した投資サービス会社であるクローズド・エンド・ファンド・アドバイザーズは、48 本の上場 BDC に関するデータベースを構築している。同データベースによると、BDC について、以下の特徴が読み取れる⁵。

第一に、現存の BDC は債券ファンドであり、実質的にハイイールド債ファンドと言える。ポートフォリオに占める債券比率は平均 83.5%であり、50%を割り込んでいるファンドは 2 本しかない。特にシニア有担保債が多く、平均でポートフォリオの 64%を占める。結果的に、投資家へのリターンの源泉もキャピタルゲインよりも金利収入がメインになっている。S&P500 と 35 銘柄の BDC から成る Wilshire BDC Index を比較すると BDC は市場平均に大きく負けているものの、配当益を込みにしたトータルリターンの Wilshire BDC Index との比較では、より近似したパフォーマンスを記録している（図表 1）。

第二に、レバレッジの多用である。総資産に対する債務の比率としてのレバレッジ比率は、前述の通り規制上は 50.0%もしくは 66.6%が上限となっている。BDC 平均では 45.9%となっており、規制上の上限値に近い BDC も多い。

第三に、大部分のファンドが基準価額に対して株価がディスカウント状態にある。平均値で見ると 5.75%のディスカウントになっており、本数では 48 本中 33 本がディ

図表 1 BDC 指数の市場平均比の推移



(注) 2010 年 1 月末を 100 として指数化。各月末値を採用。

(出所) Bloomberg より野村資本市場研究所作成

⁵ データは何れも 2021 年 3 月 2 日時点。

スカウント状態にある。これは、見方によっては、投資家にとっての投資機会ということもできる。上記のクローズドエンド・ファンド・アドバイザーズも個人投資家への提案において、ディスカウントでクローズドエンド・ファンドに投資することを出発点としている。

なお、上記は上場 BDC を前提としているが、BDC が上場するか否かは BDC の運用会社⁶に委ねられている。後述するように、近年は非上場 BDC も増加している。非上場 BDC であっても、1940 年投資会社法の BDC に係る規制（投資対象、レバレッジ、経営支援等）は適用される。非上場 BDC の場合、プライベート・エクイティ（PE）ファンドやベンチャー・キャピタル（VC）ファンドと類似した存在になる。例えば、資金調達は PE・VC ファームや金融機関が自衛力認定投資家の顧客から私募形態で行う。また、一定期間での満期による償還を定めたり、投資家のコミットメントを前提としたキャピタル・コールによって追加調達を行うこともできる。

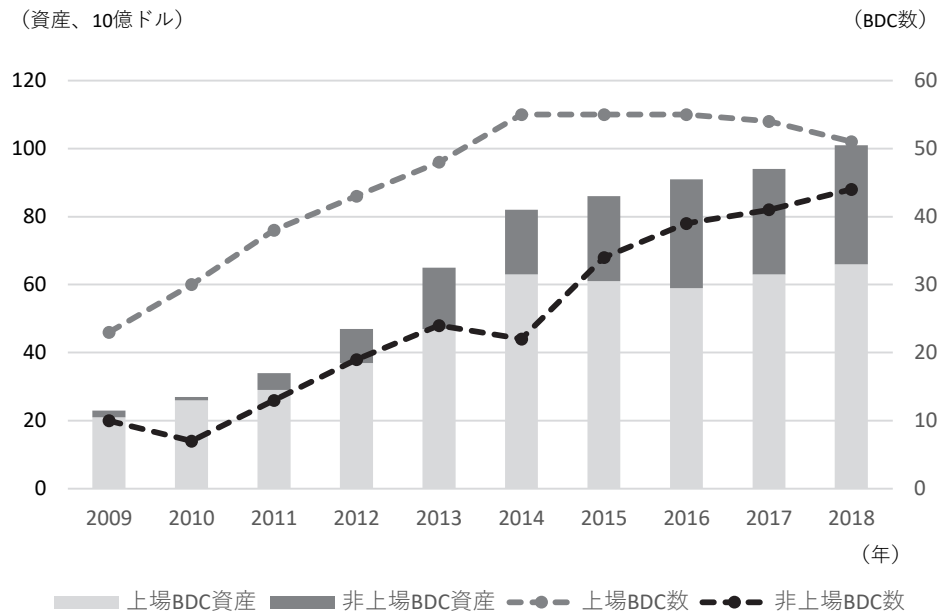
2) 市場規模の推移

BDC が制度上導入されたのは 1980 年であるが、そこからしばらくの間、BDC は金融資本市場においては目立たない存在であったと言える。BDC が本格的に拡大し始めたのはグローバル金融危機後であり、2018 年末には総資産規模で約 1,010 億ドルに達している（図表 2）。BDC 拡大の要因としては、金融危機後の財務の弱体化と規制強化で銀行による中小企業への融資余力が減退したことが挙げられる。また、世界的に金利が低下し、利回りの高い商品が求められる中、高い利回りを追求でき、PE・VC ファンドと異なり取引所での売買機会のある BDC が選好されたことも要因として指摘できよう。

また、近年は非上場 BDC も増えている。非上場 BDC は一般的に、機関投資家や富裕層投資家等の自衛力認定投資家（accredited investor）を対象に私募で資金調達を行い、また、キャピタル・コール方式により、投資案件が発生する都度、投資家に資金供給を呼び掛けることができる。このように、PE・VC ファンドと似た性質を持ちつつ、投資会社法の規制枠組みの下で、ガバナンスや利益相反防止、その他上記にある条件が満たされているファンドとなることが、投資家としては一つの品質保証になる。こうした非上場 BDC は、既に一定の自衛力認定投資家の顧客層を持つ金融グループや PE・VC ファンドによって選好されている。

⁶ 制度導入当初は BDC 自体が投資意思決定等を行う自己運用の形態が主流であったが、近年では BDC とは別エンティティの運用会社が投資意思決定等を行う外部運用が主流になっている。

図表 2 BDC 市場規模の推移



(出所) Deloitte “Opportunity rises for business development companies”より野村資本市場研究所作成

3) BDC の運用会社と販社の概況

時価総額上位の BDC とその運用会社の顔ぶれは図表 3 の通りである。最大の BDC である Ares Capital Corp は 2004 年に NASDAQ に上場し、以後、平均年率リターンは 11% となっている。2020 年 6 月末時点の投資対象企業は 352 社で、セクターはヘルスケアやソフトウェア等となっている。運用会社の Ares Management Corp は 1997 年設立のオルタナティブ運用会社で、運用資産残高は約 1,650 億ドルとなっている。クレジット、PE、不動産等を専門とするが、主力はクレジット投資であり、BDC の Ares Capital Corp も有担保ローンがポートフォリオの 7 割を占めている。

こうしたクレジット中心の運用は上位 BDC で何れも共通しており、その運用会社もクレジット運用に強みを持つオルタナティブ運用会社というケースが多い。例えば、第 2 位の BDC を運用する Owl Rock Capital Advisors もプライベート・クレジット専門の運用会社であり、ピークルについては BDC のみ 5 本運用している。FS/KKR Advisor も、PE ファームの KKR のクレジット投資部門 KKR Credit とフィクストインカム専門のオルタナティブ運用会社 FS Investments の合併運用会社として、クレジット投資を専門とする。Sixth Street Specialty Lending Advisors も、元は PE ファームの TPG のクレジット投資部門であり、2020 年に分離・独立した経緯がある。

上位 10 本には登場していないが、PE ファームでは他にも、Apollo Global Management や Bain Capital などが BDC に参画しており、PE・VC 投資と BDC との親和性が伺われる。他方、銀行・証券グループの BDC への参画は少なく、大型 BDC ではゴールドマン・サックスのものを数えるのみとなっている。

図表 3 BDC 時価総額上位 10 本

名称	ティッカー	時価総額	運用会社
Ares Capital Corp	ARCC	78.3億ドル	Ares Management Corporation
Owl Rock Capital Corp	ORCC	54.4億ドル	Owl Rock Capital Advisors
FS KKR Capital Corp II	FSKR	32.3億ドル	FS/KKR Advisor
Prospect Capital Corp	PSEC	28.3億ドル	Prospect Capital Management
Main Street Capital Corp	MAIN	25.3億ドル	自己運用
Golub Capital BDC Inc	GBDC	25.0億ドル	Golub Capital
FS KKR Capital Corp	FSK	24.4億ドル	FS/KKR Advisor
Goldman Sachs BDC Inc	GSBD	19.3億ドル	Goldman Sachs Asset Management
Hercules Capital Inc	HTGC	18.8億ドル	自己運用
Sixth Street Specialty Lending Inc	TSLX	14.8億ドル	Sixth Street Specialty Lending Advisors

(注) 2021 年 3 月 4 日時点。

(出所) Closed-End Fund Advisors より野村資本市場研究所作成

BDC のディストリビューションについては、上場株式会社であるため、個人投資家・機関投資家いずれにとってもアクセスしやすいものとなっている。個人投資家向けには、アドバイザーを通じた販売のほか、チャールズ・シュワブやフィデリティなどのオンライン証券を通じた販売も行われている。また、大規模 BDC の平均パフォーマンスをトラックする指数としては、前掲図表 1 の Wilshire BDC Index・Wilshire BDC Total Return Index や MVIS US Business Development Companies Index があり、それらに連動する ETF や ETN も存在する。例えば、VanEck Vectors BDC Income ETF は、MVIS US Business Development Companies Index に連動することを目指すものであり、純資産 3.5 億ドルと米国最大の BDC ファンドと目される。なお、日本においても、米国 BDC に投資するファンドが個人投資家に販売されている。

III 英国 VCT

1. VCT の税制

英国の VCT は、個人投資家に対して成長性の高いベンチャー企業への投資機会を提供し、そうしたベンチャー企業に成長資金を供給することを目的に、1995 年財政法 (Finance Act 1995) によって導入された。制度導入初年度は 10 本の VCT が設立され、今日では 60 本以上を数えるに至っている。

VCT はロンドン証券取引所のメインマーケットに上場するクローズドエンド・ファンドであり、英国非上場企業が発行する証券に投資する。類型としては、特に投資対象を定

めないジェネラリスト VCT、特定セクターに投資するスペシャリスト VCT、AIM 銘柄⁷に投資する AIM VCT がある。また、5 年以上の一定期間でクローズするもの、無期限のものに分かれる。投資対象としてはジェネラリストが最も多く、次いで AIM となっている。ファンドの期限は無期限のものが一般的となっている。

VCT の最大の特徴は個人投資家に対する税優遇制度であり、ファンドの要件も税優遇措置を受けるための要件として位置付けられている。そこで以下では、VCT に係る税制を、①個人投資家に係る税優遇措置、②そのために VCT 投資対象企業が満たすべき要件、の二つに分けて解説する。

1) VCT の税優遇措置

投資家向けの税優遇措置としては、まず、課税年度あたり 20 万ポンドまでの新規発行 VCT 株式への投資について、投資家は投資額の 30%を所得税還付の形態で受け取ることができる。新規発行株式が対象であり、セカンダリー市場で VCT 株式に投資した場合は、所得税還付の恩恵を享受することはできない。なお、投資額の 30%が所得税を上回る場合、還付額は所得税額となる。

手続きとしては、英国においては原則として確定申告が求められるため、同手続きを年度末に行う際に申請する。この税優遇措置を受けるには、5 年以上の保有が条件となっており、5 年未満で売却した場合、還付金を返納しなければならない。また、20 万ポンドまでの投資については、保有年数に関わらず、配当・キャピタルゲイン課税は非課税となる。なお、キャピタルロスについては、他の投資案件との損益通算は認められていない。

このように、個人に係る所得税還付を最大の投資インセンティブとしていることから、VCT は個人投資家を対象とした投資ビークルと言える。また、所得税還付の条件として 5 年以上の保有が求められていることから、長期投資を促進する仕組みになっている。

2) VCT が税優遇措置を受けるための投資対象企業の要件

VCT の投資家が上記税優遇措置を受けるには、VCT が AIM 銘柄を含む「適格非上場企業」に総資産の 80%以上を投資する必要がある⁸。また、VCT 設立初年度に、新規株式発行で調達した金額の 30%以上を適格非上場企業に投資する必要がある。適格非上場企業の要件は税法上、下記の通り定められている。

- ・英国籍の企業であること

⁷ ロンドン証券取引所の新興企業向け市場である AIM は、制度上は上場市場とはされていないため、AIM 銘柄は非上場銘柄となる。なお、英国のアクイーズ証券取引所も AIM 同様、非上場市場と位置付けられており、AIM VCT の中には AIM と並んでアクイーズ証券取引所銘柄も投資対象とするものもある。但し、アクイーズ証券取引所の規模は AIM と比べると僅少であり、アクイーズ証券取引所銘柄を組み入れる VCT においても、実態はほとんどが AIM 銘柄となっている。

⁸ 2019 年 4 月に 70%から 80%へ引き上げられた。

- ・ 上場していないこと。但し、VCTが投資した企業が上場した場合、上場後5年間は継続保有が認められる
- ・ 投資時点の総資産が1,500万ポンド以下であること
- ・ 証券発行時点のフルタイム従業員が250人未満であること
- ・ 原則、設立7年以内であること
- ・ 投資対象企業のVCTを通じた調達上限は、年間で500万ポンド、通算で1,200万ポンド

セクターについては、政府が税優遇による資金調達支援が不要とするビジネスが事業全体の主要部分を成す企業は除外される。何を以て主要部分とするかは規定されておらず、総合的に判断されるが、歳入・関税庁（HMRC）によると、利用資本や売上で20%以上占める場合は主要部分を成すものとみなされる。除外されるビジネスとして具体的に規定されているのは、銀行、保険、証券、リース、法務、会計、不動産、農業・園芸、林業、造船、製鉄、ホテル、養護施設、発電などとなっている。

他方、VCTによって、一層成長を促進すべきセクターと位置付けられているのが知識集約型企业（Knowledge Intensive Companies、KIC）であり、2018年には、VCTにおけるKICに係る優遇措置が設けられた。KICとされるには、①証券発行時に知的財産の創出に努めており、10年以内に事業の過半が同資産に由来するようになることを想定していること、もしくは、②投資時点から3年以上にわたって従業員の20%以上が修士以上の学位が求められる研究職に就いていること、が要件となる。

VCTによるKICへの投資の場合、前述の適格非上場企業の一部が緩和される。具体的には、①設立後7年の要件が12年となる、②フルタイム従業員250人の要件が500人となる、③投資対象企業としての調達上限の通算1,200万ポンドの要件が2,000万ポンドとなる。即ち、KICのVCTを通じた資金調達に係る制限を緩和することを通じて、より長期にわたってより多くの資金を調達できるようにし、研究開発型企業のイノベーション促進を図ったものと言えよう。

なお、分散投資義務として、一銘柄当たりの投資について、前述の一銘柄当たりの投資上限額に加え、VCT総資産の15%までとされている。

3) EISとSEIS⁹

実は、上記のVCTに係る税優遇制度はVCT単体で定められているものではなく、企業投資スキーム（Enterprise Investment Scheme、EIS）及びシード企業投資スキーム（Seed Enterprise Investment Scheme、SEIS）とのセットになっている。VCTが集団投資スキームを通じたベンチャー企業投資を促進するものであるのに対し、EIS及びSEISは個別銘柄投資の促進を図る税優遇制度である。また、SEISはEISに比べて、よりアーリーステージの企業を対象とする。前述の投資対象企業の調達上限は、

⁹ 詳細については、齋藤芳充、吉川浩史「英国の株式投資型クラウドファンディングー拡大の背景にある政府・業者の取り組みー」『野村資本市場クォーターリー』2018年冬号。

VCT・EIS・SEIS の合計となる。

EIS は VCT と同時期に導入された制度であり、投資対象企業の要件は VCT に準じる。年間投資額の上限は、VCT の 20 万ポンドに対して EIS では 100 万ポンドとなっている¹⁰。投資家に係る税優遇の内容も VCT に準じるが、EIS 及び SEIS では最低保有期間が 3 年に設定されており（VCT は 5 年）、また、相続税非課税措置がある点が異なる。

SEIS は 2012 年に導入され、2014 年に恒久化された、比較的新しい制度である。よりアーリーステージの企業を対象とするため、フルタイム従業員要件は 25 人、総資産用件は 20 万ポンドと、VCT・EIS と比べて小さくなっている。また、投資家に係る税優遇も、より少額の投資により高いインセンティブを付与するべく、年間の上限 10 万ポンドに対して所得税還付率は 50%に設定されている（VCT・EIS では 30%）。

4) その他 VCT の規制

VCT は、税制以外では、基本的に集団投資スキームとしての規制を受ける。例えば、目論見書の発行や重要情報書面（Key Information Document）の発行等が求められる。ファンド資産の評価については、少なくとも半期毎に公正価値評価が求められる。但し、AIM 銘柄の株式の場合、上場市場と同様の市場価格を利用することになる。また、後述するように、投資家から基準価額を下回る価額での持分買戻しも任意で行われている。なお、米国 BDC と異なり、規制上のレバレッジ制限はない。

2. VCT の実態

1) 商品特性の実態

HMRC によると、2019 年度末時点で 62 本の VCT が存在している。VCT によって大きく異なるが、組入れ銘柄数は少ないもので 20 ほど、多いもので 80 ほどとなっている。

投資対象のアセットクラスはデットとエクイティの組み合わせになっているが、投資家へのリターンの中心は非課税の配当となっている。そのため、VCT が非上場企業に投資する際、ローンや債券等のデットへの投資により安定的なインカムを確保した上で、エクイティ投資を行うことも多い。また、エクイティより返済順位の高いデット形態への投資とすることにより、企業破綻時のリスクもより抑えることが可能となる。英国オンライン証券大手のハーグリーブス・ランズダウンも、VCT の説明として、キャピタルゲインは副次的なものと位置づけ、10 年以上の期間で長期投資することにより、配当非課税のメリットを最大限生かすべきだとしている。但し、AIM VCT の場合は、組入れ銘柄の大部分が AIM で取引される株式という事例も見受けられる。

¹⁰ KIC については 200 万ポンド。

また、VCT の特徴として、投資家からの VCT 株式の買戻し（パイバック）が行われていることが挙げられる。VCT は上場しているものの、流動性が低い場合がほとんどである。そのため、換金機会を確保することで投資を促進する狙いで、VCT の運用会社が任意で行うものとなっている。一般的には、基準価額に対して 5%や 10%といったディスカウント率で買い戻すことが多いようである。

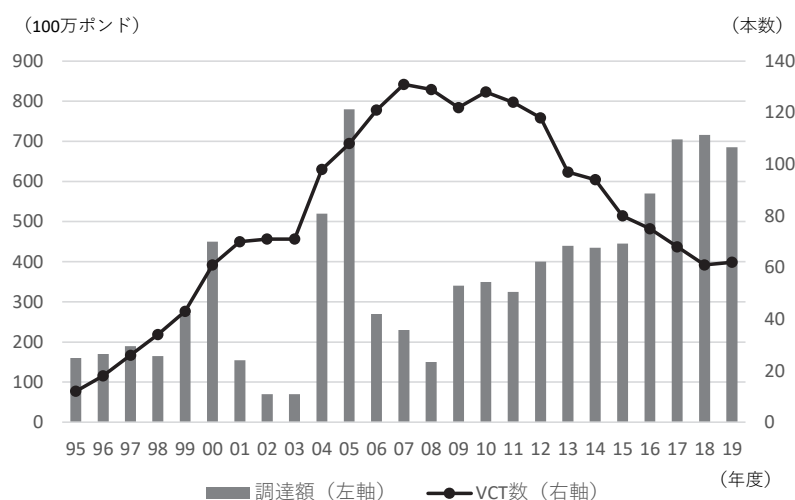
なお、米国 BDC と異なり、レバレッジはさほど利用されていない。ファンドの投資方針でレバレッジの利用が認められている事例も見受けられるが、少なくとも米国 BDC のようにファンド運用の重要部分を占めることは一般的ではないようである。

2) 市場規模の推移

VCT の調達額及び本数の推移は図表 4 の通りである。特に目立つのが 2004 年度と 2005 年度の急増であるが、これは、所得税還付率が従前の 20%から 40%に引き上げられたことによるところが大きい。その後、所得税還付率が 30%へ引き下げられたことにより、調達額は減少している。また、市況の好不調も調達額の多寡に影響しているように見える。他方、VCT の本数は、上記所得税還付率の引き上げを受けて急増した後、低下に転じ、足元では下げ止まっているように見える。データはいずれも 2020 年 3 月までのものであるため、新型コロナウイルス感染症拡大が本格化した後の状況はみえてきていない。

図表 5 は 2018 年度末に税還付を申請した人数を投資金額別に示したものである。これを、VCT への投資金額別の人数の代理変数としてみると、5,000～1 万ポンドのレンジ及び 2.5 万～5 万ポンドのレンジで、投資している層が多いことがわかる。大まかに言えば 75 万～150 万円、375 万～750 万円というレンジであり、イメージとしてはマス富裕層クラスの投資家向けの商品になっていると考えられる。

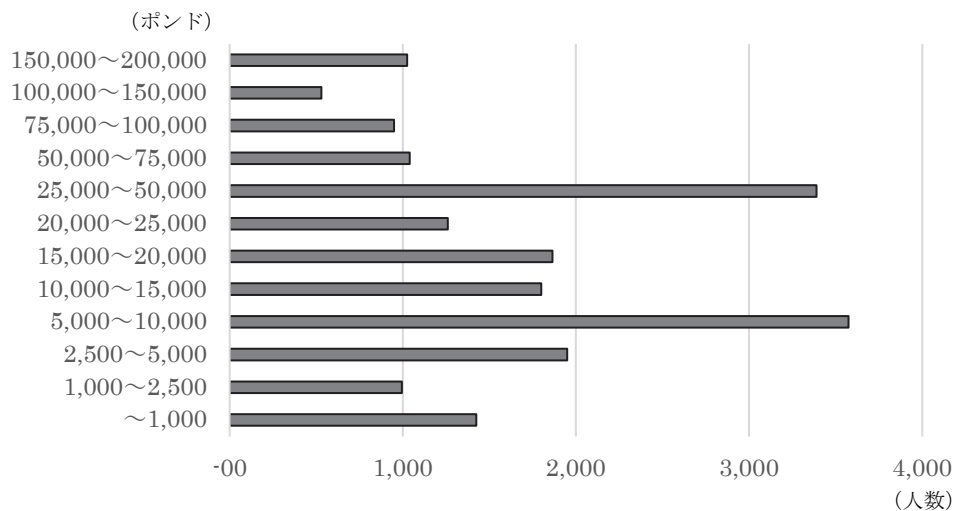
図表 4 VCT 調達額と本数の推移



(注) 2019 年度は暫定値。

(出所) HMRC より野村資本市場研究所作成

図表 5 投資金額別の所得税還付申請者数（2018 年度）



(出所) HMRC より野村資本市場研究所作成

3) VCT の運用会社と販社の概況

英国 VCT の業界団体である VCT 協会 (Venture Capital Trust Association) によると、同協会には英国の VCT 運用会社上位 10 社が加盟しており、VCT 運用資産残高は 33 億ポンドで業界全体の 75% に相当するという。図表 6 の通りだが、いずれも金融業者としては、どちらかと言えばニッチ・プレイヤーで占められている。

その中で、VCT 最大手と目されるのがオクトパスである。オクトパス・グループの中核会社として 2000 年に設立され、相続税対策の投資サービス、EIS 関連サービス、VCT 運用等を提供する¹¹。オクトパスが運用する VCT は 4 本となっている (図表 7)。このうち、Octopus Titan VCT は最大の英国最大の VCT とされている。なお、いずれのファンドにおいても、基準価額から 5% のディスカウントでの VCT 株式の買戻しをサービスとして提供している。

リターンについては、例えば、2 本の AIM VCT についてみると、メインマーケットとの相関は抑えつつ、AIM 全体と比べてボラティリティが低い様子がうかがえる (図表 8)。理由としては、オクトパスの AIM VCT が AIM 銘柄の中でも成熟した企業に投資することを方針としていることが考えられる。

VCT の販売については、上場株式として、広範な個人向け投資サービス業者によって取り扱われている。前述のハーグリーブス・ランズダウンなどのオンライン証券、セント・ジェームズ・プレイスなどのウェルスマネジメント会社は、VCT を品ぞろえの一つとして提供している。また、個人経営の独立フィナンシャル・アドバイザー (IFA) 事務所でも、ウェブサイトで提示する品ぞろえの一つに VCT を並べるところもある。

¹¹ グループとしては他に、再生可能エネルギー投資会社、VC を有する。

図表 6 大手 VCT 運用会社

Abion Capital
Beringia
Downing
Foresight Group
Gresham House
Maven Capital Partners
Mobeus Equity Partners
NVM Private Equity
Octopus Investments
YFM Equity Partners

(出所) VCT 協会より野村資本市場研究所作成

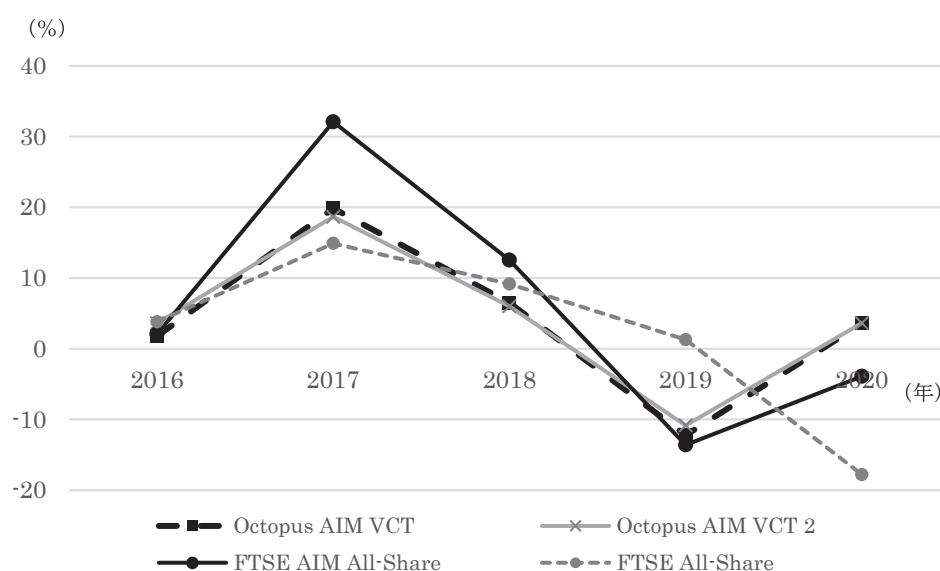
図表 7 オクトパスの VCT の概要

VCT名称	設立年	運用資産残高	保有銘柄数	投資対象
Octopus AIM VCT	1997	1.26億ポンド	81	AIMの中でも成熟した企業に投資。セクター縛りはなし。
Octopus AIM VCT 2	2005	0.87億ポンド	79	同上。
Octopus Apollo VCT	2008	1.4億ポンド	40+	既に商品・サービスを市場化している企業に投資。セクター縛りはなし。
Octopus Titan VCT	2007	9.1億ポンド	80+	テクノロジーを中心に斬新なアイデアを持つ企業に投資。

(注) 2021年3月12日時点のウェブサイト情報に基づく。

(出所) Octopus Investments より野村資本市場研究所作成

図表 8 オクトパス AIM VCT のパフォーマンス



(注) 何れも配当込みのトータルリターン・ベース。各年7月までの12か月間。

(出所) Octopus Investments より野村資本市場研究所作成

IV おわりに

冒頭で述べたように、日本においても非上場市場の活性化が重要課題となっている。今後大きく前進するには、個人投資家の非上場市場への参画が一つの重要ファクターになるものと考えられるが、個人投資家の場合、非上場企業投資においては目利きやリスク分散の観点から、集団投資スキームを利用することが現実的である。

一つには、公募投資信託の枠組みを利用することが考えられる。実際、米国では公募投資信託（ミューチュアルファンド）がプレ IPO 銘柄に投資している事例も多い¹²。他方、非上場株式の評価手法や流動性管理がハードルになる可能性もある。そこで、公募投資信託とは別の枠組みの集団投資スキームを活用することも考えられよう。日本には、日本取引所グループのベンチャーファンド市場があるが、かつての上場ファンドは何れも上場廃止となっており、現状、上場ファンドは存在しない。冒頭で述べたように、金融審議会市場制度ワーキング・グループにおいて同市場の見直しが議論されており、米国 BDC・英国 VCT は大いに参考になる事例である。特に英国 VCT の税優遇措置は、足元の日本の財政事情を考えると難しい面もあるだろうが、個人投資家の投資促進という意味では大きなインセンティブになり得る。中小企業の成長資金供給に繋げることができれば、社会・経済へのメリットは非常に大きなものとなるだろう。

¹² 米国におけるミューチュアルファンドによる非上場企業投資については、竹下智「上場・非上場の垣根を飛び越えるクロスオーバー投資―米国ミューチュアルファンドによるプレ IPO 株式投資の実情―」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号参照。