

個人による「低流動性資産」投資のトレンド

大手金融機関による個人投資家向けの低流動性資産関連の金融商品が目立つようになった。低流動性資産は、流動性の高い資産との連動性が低いこともあり、個人投資家に一定のニーズが見込まれる。金融機関による小口投資を可能にする商品設計が期待される。

機関投資家が低流動性資産への投資を活発化

近年、投資リターン追求やリスク分散の観点から、機関投資家の非上場株式（PE）や不動産、インフラ開発といった低流動性資産に対する投資が進んでいる。例えば、海外では、年金運用のポートフォリオのうち13～15%にも上る。また、個人投資家（運用資産100万～5,000万米ドルの富裕層）も、運用資産のうち3～5%を低流動性資産に投じているとされる¹⁾。国内では、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は、インフラや不動産、PE投資の領域に1兆3,149億円を振り向けている。GPIFの資産全体から見ると、0.7%に過ぎないものの、金額ベースでみると決して無視できない額となっている。

国内個人投資家の低流動性資産投資における壁

一方、国内の個人投資家については、低流動性資産投資が広がっているとはいえない状況にある。低流動性資産を投資対象とする金融商品を大手金融機関がその制約の厳しさゆえに積極的に取り扱ってこなかったことに一因がある。低流動性資産は投資判断の材料となる情報が乏しく、また換金が困難であるといった特性があり、流動性資産にくらべ強固な投資家保護が必要とされているため、業界団体が一定の自主規制を設けている。例えば、日本証券業協会は証券会社が一般の個人投資家向けに非上場株式を取扱うことを原則的に禁じている（例外として、株式投資型クラウドファンディングや株主コミュニティなど）。また、投資信託協会の自主規制によ

り、時価の把握が困難なアセットを組み込む公募投資信託の組成も難しい。

取引インフラが整備された伝統的な金融商品と比べ、金融機関側の業務コストが高いということもあり低流動性資産固有の業務フローを整備していなかったことも普及を妨げていたと思われる。

クラウドファンディングによる投資機会の拡大、大手金融機関による取り組みの活性化

そうした中、2014年の金融商品取引法改正により、クラウドファンディングに関する規制が緩和されたことで、個人投資家による低流動性資産への投資が徐々に浸透し始めている。例えば、非上場株による資金調達に使われる株式投資型クラウドファンディングは2021年に79件が成立し、発行価格は25億円となった。また、個人投資家から募った資金をファンド形態で運営するスキームでは、貸付型クラウドファンディングの残高が2,287億円、その他のクラウドファンディングが57億円となっている（金額は2021年9月末時点）。

2021年に入り、クラウドファンディング以外の領域でも大手金融機関が関与する低流動性資産の個人向け販売が目立つようになった。以下、①不動産STO（セキュリティ・トークン・オファリング）、②外国非上場株に投資する組合型ファンド、③非上場資産を投資対象とする投信の主要3商品の動向について説明する。

①不動産STOは、個別の不動産を裏付け資産とした受益証券をブロックチェーンを活用したセキュリティ・トークン形態で発行するものである。2021年7月にSBI証券が東京・渋谷区の賃貸マンションを小口化した商品を個人投資家向けに最低投資額200万円で販売した案件

NOTE

- 1) <https://www.oliverwyman.com/our-expertise/insights/2021/jun/competing-for-growth.html>
 2) 正式名称は、BLACKSTONE REAL ESTATE INCOME TRUST, INC.

をきっかけに、同年11月には神戸市の物流施設を裏付け資産とする商品も同社から販売されている。さらに、SBI証券以外でも、2022年2月に野村證券が群馬県の温泉旅館を投資対象とする不動産STOを扱っている（最低投資額は500万円）。

従来、個人投資家が小口資金（数十万円～数百万円程度）を不動産に投資する方法として、上場不動産投資信託（J-REIT）がある。しかし、J-REITは金融商品市場全体の値動きに連動する傾向が課題として指摘されていた。また、不動産特定共同事業法や資産流動化法なども規制色の濃い制度設計となっている。こうした状況下で、不動産STOという手法が開発され、大手金融機関が取り扱うようになったことは注目されよう。

②外国非上場株に投資する組合型ファンドについては、マネックス証券が2021年9月に米国非上場ベンチャー企業1社に間接的に投資するファンドを個人投資家に販売し（最低投資額100万円）、2021年11月に2号案件が出ている。本スキームでは、個人投資家から匿名組合出資の形態（組合型ファンド）で集めた資金を、1社のみの非上場ベンチャー株式に投じることに特色がある。なお、本商品は同社が独自に開発したものではなく、従来から非上場株ファンドを手掛けてきたHiJoJo Partnersが組成した商品を販売したものである。金商法上の少数私募の枠組みを活用することで開示負担を抑えつつ、契約手続きをインターネット上で完結させるなどの工夫がみられる。

③非上場資産を投資対象とする投信については、2021年11月に三菱UFJモルガン・スタンレー証券が新興国のインフラ開発を投資対象とする私募投信を販売したことが報じられた。

さらに、野村證券も2022年4月にブラックストーングループが米国で運用する非上場REITであるBREIT²⁾を投資対象とする投資信託の販売を始めている（最低投資額は5万ドル）。BREITは米国では証券取引委員会（SEC）に登録された公募形態のREITであるものの、非上場であることから日本の個人投資家が購入することは難しかった。そこで、野村ホールディングスのグループ企業が組成した外国籍投信を経由して、野村證券の顧客である個人投資家がBREITに投資できるようにしたものである。一般的な投資信託は、日次で購入・解約が可能であるのに対し、本商品は月に1回のみに限定されているなど、やや特殊な商品設計である。

ここまで述べた事例は、各社のニュースリリースや金商法に基づく開示資料、報道情報をベースにしているが、情報公開を限定した私募形態でも複数の事例が出ているとみられる。

低流動性資産は、流動性の高い資産との連動性が低く分散効果が働きやすいこと、また期待収益率も高いといったこともあり、個人投資家の投資対象候補となろう。岸田文雄首相が2022年5月に英国の講演で「資産所得倍増計画」を打ち出すなど、個人による投資促進が期待されている。こうした政策の流れに沿って、低流動性資産への小口投資を加速させるような大手金融機関の取り組みが求められる。

Writer's Profile



堀 洋祐 Yosuke Hori

金融デジタルビジネスデザイン部
シニアコンサルタント
専門はデジタルを活用した金融領域における新規事業の企画
focus@nri.co.jp