

# 国内ファンドビークルの課題・施策案の調査

## -シンガポールVCCと投資法人の比較-

2026年5月

# 目次

I	1. 調査の概要、現状と目指す姿	3
	(1) 調査の背景・目的	4
	(2) 資産運用エコシステムの現状と目指す姿	5
	2. 調査結果サマリー - 投資法人の課題と施策案	6
	(1) 国内ファンドビークルの比較	7
	(2) VCCとの比較分析、投資法人の課題と施策案	8
	3. 投資法人の課題と施策案 - 具体的な施策案の解説	10
	(1) 具体的な施策案の解説	11
	4. APPENDIX - 国内ファンドビークルとVCCの比較表	17

# 1

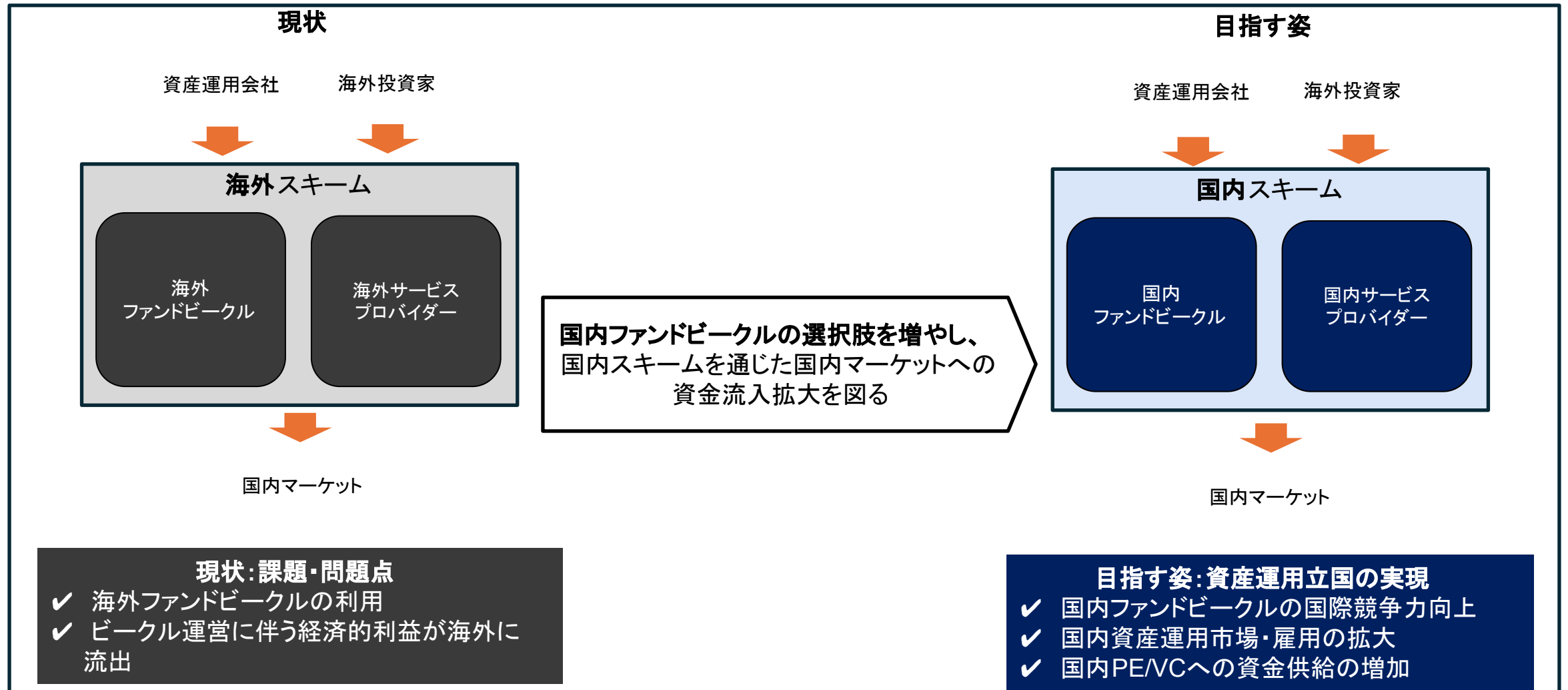
## 調査の概要、現状と目指す姿

# (1) 調査の背景・目的

課題・問題点	現状の理解	今回の調査目的
<ul style="list-style-type: none"><li>海外投資家による国内PE/VCへの投資においては、国内ファンドビークルが選好されず海外ファンドビークルが利用されている。</li><li>海外ファンドビークル利用により、ビークル運営に伴う経済的利益が海外に流出している。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>組合理型(LPS)については、昨年の調査で課題を特定し、一定の改善が図られた。</li><li>国内ファンドビークルには、組合理型その他、契約型・会社型があるが、これらのビークルの検討が不足している。</li><li>海外の成功事例として、組合理型以外にも、シンガポールの会社型ビークル(VCC)が挙げられる。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>国内ファンドビークル(組合理型・契約型・会社型)全体について、その現状を比較整理する。</li><li>国内ファンドビークルの中で特にPE/VC投資における活用可能性が高い投資法人をシンガポールVCCと比較、PE/VC投資における国内ビークルの課題解決に向けた示唆を得る。</li></ul>

## (2) 資産運用エコシステムの現状と目指す姿

- 海外投資家による国内PE/VCへの投資では、海外ファンドビークルの利用が中心となっている。
- その結果、ビークルに付随するサービスプロバイダーを含む資産運用ビジネスのエコシステムが海外に流出している。
- 資産運用立国実現のためには、国内ファンドビークルの課題を解決し、国内外を問わずすべての投資家から選択される選択肢とすることが必要である。



# 2

## 調査結果サマリー 投資法人の課題と施策案

# (1) 国内ファンドビークルの比較

- 組合型(LPS)は、昨年の調査で課題を特定、一定の改善が図られたが、課題が残る。
- 契約型(投資信託)は、国内投資家を想定して主に市場性のある有価証券を投資対象として商慣行が確立、これらを変更するにはハードルが高い。
- 会社型(投資法人)は選択肢になりうるため、使い勝手の向上に向けて、課題解決策(施策案)について検討する。

## ファンドビークル比較

ファンドスキーム	組合型: LPS	契約型: 投資信託	会社型: 投資法人
<b>主な特徴</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 主にPE/VC投資に利用</li> <li>• ファンドレベルでは課税されず(パススルー)、二重課税を回避できる</li> <li>• 投資先の時価をIFRS等で評価可能</li> <li>• グローバルスタンダードに則したモデルLPAが経産省により公開されている</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ファンドビークルとしての歴史が長く、日本のリテール投資家、機関投資家向けに広く普及</li> <li>• 投資信託は非課税であり二重課税を回避可能</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資主総会の開催、取締役の任命等、ガバナンスの説明がしやすい</li> <li>• 会計がファンドビークルで一旦完結するため、投資家にとって会計処理が簡易</li> <li>• 海外の成功事例としてシンガポールの会社型ビークル(VCC)がある</li> </ul>
<b>現状/課題</b>	<p>昨年調査で課題特定、一定の改善が図られたが、課題が残る</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ PE(恒久的施設)があるとみなされ、PE課税の対象となる(届出により免除特例の適用可能)</li> <li>✓ パススルーのため組合損益の取込の会計処理が他ビークルと比して複雑となる</li> </ul> <p style="text-align: center;">▼</p> <p style="text-align: center;"><b>LPS以外の選択肢の検討も必要</b></p>	<p>国内投資家を想定して主に市場性ある有価証券を投資対象に慣行が確立、変更にはハードルが高い</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 国内販売会社における海外投資家への販売制限</li> <li>✓ 日本基準を前提とした独自の会計計理処理や基準価額計算</li> <li>✓ 本邦通貨での追加解約(外貨での追加解約は一般的ではない)</li> </ul> <p style="text-align: center;">▼</p> <p style="text-align: center;">国内PE/VCを投資対象として海外投資家を受け入れるにはハードルが高い</p>	<p>専ら不動産投資に用いられているが、なぜPE/VC投資には活用されないのか</p> <p>「会社型」ビークルの改革が、国内ファンドビークルの国際競争力向上のための近道となり得るのではないか</p> <p style="text-align: center;">▼</p> <p style="text-align: center;"><b>本調査の検討対象</b></p>

## (2) VCCとの比較分析、投資法人の課題と施策案

- 投資法人について、シンガポールの変動資本会社（VCC）との比較に基づいて課題を洗い出した。
- 投資法人が、より選ばれるビークルとするために以下の施策案が考えられる。

主な相違点		VCC	投資法人		施策案の提案
			現状	課題	
会計	適用可能な会計基準	Local GAAP US GAAP <b>IFRS</b>	J-GAAP (投資法人計算規則)	①会計基準に国際基準と乖離がある	①IFRSの選択適用を認める
法律	種類持分・投資口の発行	<b>可</b>	不可	②異なるニーズを持つ投資家層へのアプローチが難しい	②種類投資口(シェアクラス)の発行を可能とする
税制	課税制度	Sec.13に基づき (一定の要件を満たすことで) <b>非課税</b>	ペイスルー税制 (※) (非課税制度ではない)	③ <b>90%超配当要件</b> 導管性要件(※)を満たすために利益の90%超の配当が必要であり、利益配当額が課税所得より少ない場合、ファンドレベルでの課税が生じる。	③90%超の投資主への分配要件を見直すとともに、投資法人に一定の非課税措置を入れる
税制/法律				④ <b>機関投資家要件</b> 投資家が50人未満の場合、機関投資家のみ出資が可能。私募の場合、一般投資家(個人富裕層、海外投資家等)による投資が進まない。	④投資家数が50人未満の私募投資法人においても一般投資家の投資を可能とする
税制/法律				⑤ <b>他法人株式保有規制要件</b> 他法人への50%以上の投資ができない。PE・VC投資等にあたってSPC設立による投資やハンズオン投資ができない。	⑤(投信法改正とともに)他法人へ50%以上の投資を可能とする

(※)ペイスルー税制／導管性要件の説明は次スライド参照

## ペイスルー税制／導管性要件と課税所得の関係

- 日本の投資法人税制は、投資法人における課税所得の計算上、投資家への利益配当の損金算入を認める制度となっている(ペイスルー税制)。投資法人が所得の全額を配当することで、投資法人レベルでは課税されず、投資家が配当を受領した段階で課税がなされる。
- 投資法人においてペイスルー税制の適用を受けするため(利益配当の損金算入が認められるため)には、税法上の導管性要件(\*)を満たす必要がある。
- なお、導管性要件を満たしたとしても、**利益配当が課税所得に満たない場合には**、投資法人に課税所得が残り、投資法人での課税が生じる。

### (\*)主な導管性要件

(1)**90%超配当要件**: 投資法人における配当可能利益の90%超の配当を行うこと

(2)(期末投資主要件のうちの)**機関投資家要件**: **投資法人の計算期末において** 投資家が50人以上または機関投資家のみであるとする要件がある。期末投資家数が50人未満の私募投資法人の場合等では、投資家は機関投資家のみである必要がある。

(3)**他法人株式保有規制要件**: **他法人の株式・出資の 50%以上を有さないこと**(投信法上も同様の規制あり)

⇒これらファンドレベルで課税および税法上の導管性要件が、投資法人の拡大を妨げていると考えられるため、改善のための提案を行う。

# 3

## 投資法人の課題と施策案 具体的な施策案の解説

# (1) 具体的な施策案の解説

## 施策案①

### IFRSの選択適用を認める

(前提) X0年末に投資不動産を1,000で取得。X1年(当期)の減価償却費が200、公正価値(Fair Value)が1,200の場合

#### J-GAAP適用の場合

BS		PL	
<b>資産の部</b>		<b>営業収益</b>	...
...		<b>営業費用</b>	...
投資不動産	1,000	賃貸事業費用	
減価償却累計額	200	減価償却費	200
投資不動産(純額)	800	...	
...		<b>当期利益</b>	...

JGAAPにおいては不動産を「取得原価-減価償却費」で計上するため、当期のBSにおける簿価は1,000-200=800。PLは減価償却費200を費用計上する。

#### IFRS適用の場合

BS		PL	
<b>資産の部</b>		<b>営業収益</b>	
...		<b>評価益</b>	200
投資不動産	1,200	<b>営業費用</b>	...
...		<b>当期利益</b>	...
		<b>(FVTPLを前提)</b>	

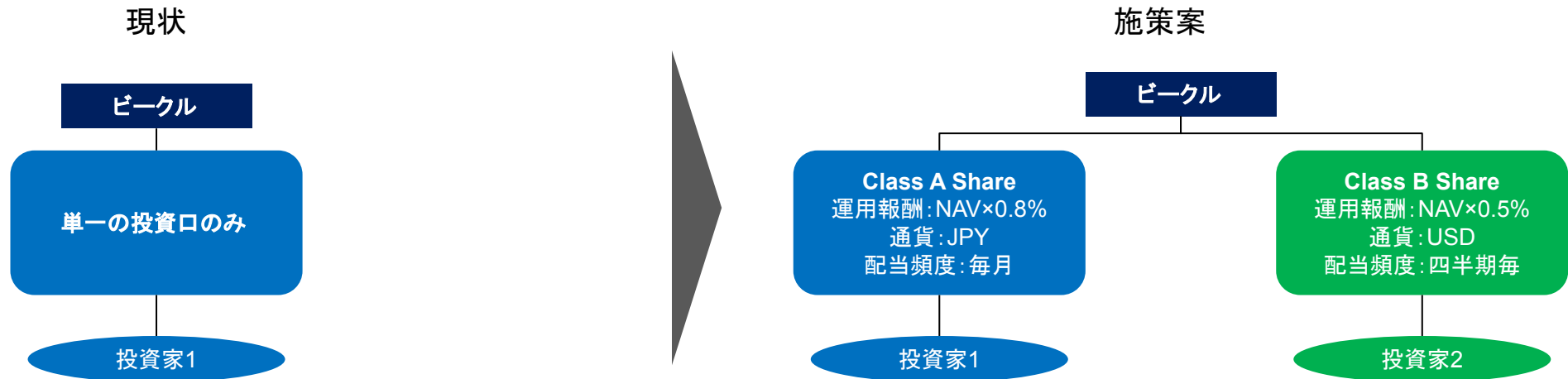
FVTPLを前提とした場合、IFRSにおいては不動産を公正価値(FV)評価するため、BSでは公正価値1,200で計上。PLでは評価益200を計上する。

現状と課題	施策案の提案	期待される効果
<ul style="list-style-type: none"> <li>投資法人はJGAAPのみを認めているが、投資の評価に関して、グローバル・スタンダードであるIFRSとは大きな差異がある。</li> <li>シンガポールVCCにおいてはLocal GAAPの他にUSGAAP、IFRSの適用が認められている。</li> </ul>	<p>投資法人においてもIFRSの選択適用を認めることを提案する。</p>	<p>IFRS適用によって海外投資家にとっての透明性・比較可能性が向上し、より多くの投資を引き付けることが可能となる。</p>

# (1) 具体的な施策案の解説

## 施策案②

### 種類投資口(シェアクラス)の発行を可能とする



※Class毎の条件等は一例。例のように報酬割合、通貨、配当頻度でシェア毎に区分することが考えられる。

現状と課題	施策案の提案	期待される効果
<ul style="list-style-type: none"> <li>単一の投資口のみが発行が認められ、種類投資口(シェアクラス)の発行は認められていない。(投信法上の規制)</li> <li>シンガポールVCCにおいては種類投資口(シェアクラス)の発行が可能</li> </ul>	<p>投資法人において種類投資口(シェアクラス)の発行を認めることを提案する。</p>	<p>ファミリーの各構成員のニーズに応じた投資口の発行等、投資家の属性・ニーズ(居住国、為替ヘッジの必要有無、配当頻度、投資通貨等)に応じた投資口の発行を認めることで、ファミリーオフィス、個人富裕層や、異なるニーズの投資家層の呼び込みを可能とする。</p>

# (1) 具体的な施策案の解説

## 施策案③

### 導管性要件のうち、90%超の配当要件を緩和し、一定の非課税措置を導入



現状と課題	施策案の提案	期待される効果
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 当期利益の90%超を配当する必要がある。</li> <li>• 利益のほぼ全額を配当する必要があるため、利益の再投資が行いづらく、投資戦略が限られる。</li> <li>• 配当しきれない残余部分(課税所得)に対して課税が生じる</li> </ul>	<p><b><u>導管性要件のうち、90%超の配当要件を緩和し、投資法人に一定の非課税措置を導入</u></b></p> <p>90%超の投資主への分配要件を見直すこと、買換え等一定の要件を満たす金額についての非課税措置を提案する。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 新規の増資や借入をすることなく、インカムゲインやキャピタルゲインを活用した資産の入替え、新規投資、再投資等の多様な投資戦略を取ることが可能となる</li> <li>• 投資家やファンドマネージャーにとっても魅力的な税制インセンティブとなり、日本における会社型ファンドが海外投資家にとって選ばれる存在となり得る。</li> </ul>

# (1) 具体的な施策案の解説

## 施策案④

私募投資法人への一般投資家の投資を可能とする(導管性要件(期末投資主要件)のうち、機関投資家要件を緩和)

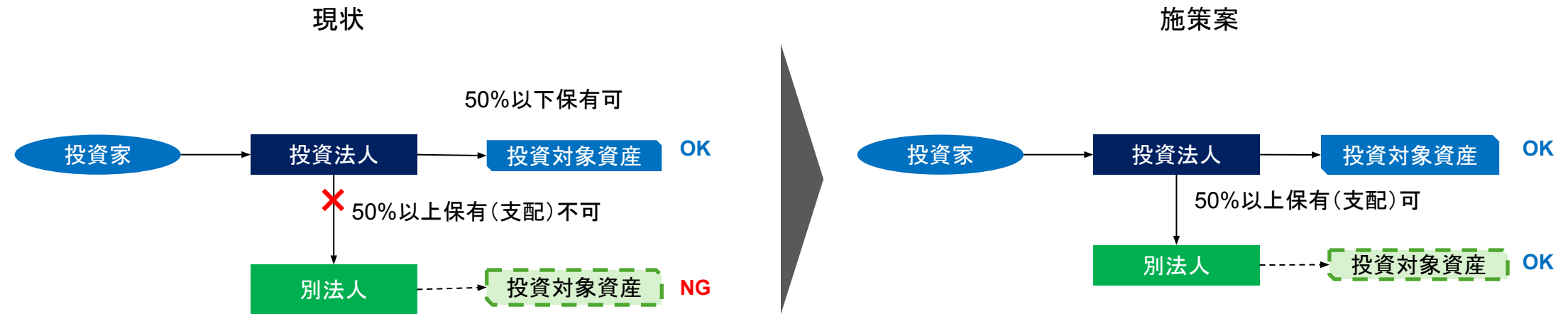


現状と課題	施策案の提案	期待される効果
<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家数が50人未満の私募投資法人の場合、投資家全員が機関投資家であることが必要(税法上の導管性要件の一つ)</li> <li>シンガポールVCCでは、同様の制限はない。</li> </ul>	<p><b>導管性要件のうち、機関投資家要件を緩和</b> 投資家数が50人未満の私募投資法人においても一般投資家の投資を可能とすることを提案する。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファミリーオフィス、個人富裕層等(一般投資家・海外投資家)の資産運用ビークルとしての活用、投資の拡大が期待される。</li> </ul>

# (1) 具体的な施策案の解説

## 施策案⑤

他法人の株式・出資への 50%以上の投資を可能とする(投信法改正とともに導管性要件のうち、**他法人株式保有規制要件を緩和**)



現状と課題	施策案の提案	期待される効果
<ul style="list-style-type: none"> <li>投資法人は他法人(SPC等含む)に対し50%以上の出資を行うことを認められていない。(投信法上の規制および税法上の導管性要件の一つ)</li> <li>シンガポールVCCにおいて、投資対象に関する持分割合に制限はない。</li> </ul>	<p><b>投信法改正とともに導管性要件のうち、他法人株式保有規制要件を緩和</b></p> <p>他法人へ50%以上の投資を行えるようにすることを提案する。</p> <p>また併せて投信法の改正も必要となる。</p>	<p>以下のような柔軟な運用が可能となる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>PEファンドにおけるハンズオン投資(50%以上を出資し、投資先のマネジメントに深く関与しバリューアップを目指す)</li> <li>SPCを経由した各種資産への分散投資</li> <li>特定の資産に対する第三者との共同投資等</li> </ul>

# 4

## APPENDIX 国内ファンドビークルとVCCの比較表

# (1)国内ファンドビークルとVCCの比較

	投資事業有限責任組合	投資信託	投資法人	シンガポール VCC
根拠法	投資事業有限責任組合契約に関する法律	投資信託及び投資法人に関する法律		Variable Capital Companies Act
形態	組合理	契約型	会社型	会社型
所管官庁	経済産業省(LPS法) 金融庁(金融商品取引法) 法務省(商法・民法)	金融庁		金融管理局(MAS) 企業会計規制庁(ACRA)
課税制度	パススルー	一定要件の下、課税なし	導管性要件を満たせば配当損金算入が可能(ペイスルー)。利益配当額が課税所得より少ない場合は差額は投資法人に課税。	Sec.13に基づき非課税
投資対象の制限	現物不動産、デリバティブ、国外企業への50%以上への投資はできない	他法人への50%以上への投資はできない		制限なし
種類持分・投資口の発行	不可	不可	不可	可
アンブレラ構造	不可	不可	不可	可
社員の雇用	不可	不可	不可	可
会計基準	投資事業有限責任組合契約に関する法律施行規則(投資評価についてIFRS採用可)	J-GAAP (投信会計規則)	J-GAAP (投資法人計算規則)	Local GAAP US GAAP IFRS