

## ゴールドマン・サックスによるフェイスブック出資を巡る議論

関 雄太

### ■ 要 約 ■

1. 2011年1月2日、ゴールドマン・サックス（GS）がロシアの投資家とともに、ソーシャル・ネットワーキング・サイト最大手のフェイスブックに5億ドルの出資を決めたことが報じられた。報道によれば、GSは4.5億ドルを出資するほか、フェイスブックの未公開株式に投資する特別目的ビークルを創設し、GSの富裕層顧客から最大15億ドル相当を調達することにも合意した。
2. 第一の注目点は、フェイスブックの企業価値が500億ドルと評価されたことである。ソーシャルメディア関連のベンチャー企業の急成長が、金融市場からも大きな注目を集めつつある。
3. 第二の注目点は、最近、米国ではオンラインを活用して未公開証券取引を仲介するベンチャー企業が複数登場していることである。こうしたプラットフォームを通じて、フェイスブック株などへの関心が高まっているが、SECなども規制上の関心を抱いていると見られる。
4. 第三の注目点は、GSが自己資金を投じながら同時に資金調達の仲介も行ったことで、投資銀行のビジネスモデルという観点から積極的に評価する声がある一方で、規制との関係や利益相反の可能性などの観点から懸念を表明する動きもあるなど、さまざまな議論を呼び起こしている。
5. フェイスブックの今後の資本政策が注目されると同時に、未公開証券の取引・情報開示規制、公開企業に対する規制、投資銀行の位置づけなど、今回GSやフェイスブックの取り組みが提起した問題に関する議論の行方も注目されよう。

### I 企業価値500億ドルと評価されたフェイスブック

2011年1月2日夜、ニューヨークタイムズ紙の金融情報サイトである「ディールブック」が、ゴールドマン・サックス（GS）がロシアの投資家（デジタル・スカイ・テクノロジーズ：DST）とともに、ソーシャル・ネットワーキング・サイト（SNS）最大手のフェイスブックに5億ドルを出資することを決めたと報じた<sup>1</sup>。報道によれば、フェイスブックに対してGSは4.5億ドルを出資、すでに2009年5月にフェイスブックに2億ドル出資し

<sup>1</sup> Andrew Ross Sorkin & Evelyn M. Rusli “Goldman Invests in Facebook at \$50 Billion”, *New York Times Dealbook*, 1/2/2011

ていた DST も 5,000 万ドルを追加出資する。さらに GS は、フェイスブックの未公開株式に投資する特別目的ビークル (SPV) を創設し、GS の富裕層顧客から最大で 15 億ドル相当を調達することに合意したとされた。GS、フェイスブックとも公の発表やコメントを一切出していないものの、ニュースは大きな注目を集め、その後も米国主要メディアが連日、関連記事を報じている。

この案件が大きな注目を集めた理由の第一は、GS と DST が出資に際し、持分を決めるための根拠として算定したフェイスブックの企業価値が 500 億ドルに達したことである。現在公開しているインターネット企業大手と比較した場合、フェイスブックがすでにイーベイ、ヤフーを上回る企業価値を持っていることになる (図表 1)。

フェイスブックは昨年、アクティブユーザーが全世界で 5 億人を突破、ウェブサイトへのアクセス数でもグーグルを抜いて世界第一位獲得 (エクスペリアン・ヒットワイズ社の調査による)、さらには創業者のマーク・ザッカーバーグ氏がタイム誌の「2010 年パーソン・オブ・ザ・イヤー」に選出されるなど、社会的に大きな注目を集めた。フェイスブックへの大きな期待が、企業価値評価にも反映されていると思われるが、その一方で、2010 年の推計売上高 20 億ドルで、まだ収益獲得モデルが明確でなく、データセンターへの多額の投資も必要なベンチャー企業の評価として妥当なのか、という声もでた<sup>2</sup>。いずれにせよ、2011 年の米国市場において、ソーシャル・メディアのプレゼンス拡大とフェイスブックが、大きな話題となることは間違いない状況となってきた<sup>3</sup>。

図表 1 主要インターネット企業の指標とフェイスブック

	収益(10億ドル) 2010年(推計)*1	純利益(10億ドル) 2010年(推計)*1	月間ユニークビジター (ユーザー)数 (100万人) 2010年11月	株式時価総額 (10億ドル)*2	PSR (株価売上倍率) (倍)
グーグル	27.8	4.5	500 *3	192.5	6.9
アマゾン・ドット・コム	28.3	0.6	73 *4	83.0	2.9
<b>フェイスブック</b>	<b>2.0</b>	<b>NA</b>	<b>600</b>	<b>50.0</b>	<b>25.0</b>
イーベイ	8.9	0.9	66	37.0	4.2
ヤフー	6.4	0.7	410 *4	21.6	3.4

\*1: フェイスブック以外の4社については2010年1-9月の収益、純利益を年換算。

\*2: フェイスブック以外の4社については2011年1月4日株価終値を用いて計算。

\*3: google.comのユニークビジター数が開示されていないため、youtube.comのデータを代用。

\*4: 米国サイトのみ。「Amazon.co.jp」のユニークビジター数は3,400万人、「yahoo.co.jp」のユニークビジター数は7,300万人。

(出所) Wall Street Journal 紙 2011 年 1 月 4 日記事、DoubleClick Ad Planner (Google) などより野村資本市場研究所作成

<sup>2</sup> 例えば、Rolfe Winkler “Facebook Set As Public Friend No.1”, *Wall Street Journal*, 1/4/2011 など参照。ただし、後に報じられたところによれば、GS の顧客向けメモランダムに、フェイスブックの 2010 年 1~9 月の収益は 12 億ドル、利益は 3.55 億ドルであったと示されたという。Peter Lattman & Miguel Helft “Facebook Readies Track for I.P.O.; Goldman Faces Questions”, *New York Times Dealbook*, 1/6/2011

<sup>3</sup> 金融機関のソーシャル・メディア活用については、中村仁「米国金融機関におけるソーシャル・メディアの活用」『資本市場クォータリー』2009 年冬号、同「米国で誕生する次世代の金融系ウェブサイト」『資本市場クォータリー』2010 年春号など参照。

## II 未公開証券取引のイノベーションを狙うベンチャーと SEC の関心

実は、フェイスブック、ツイッター、リンクトイン（LinkedIn、ビジネス特化型の SNS）、ジンガ（Zynga、ネットあるいは SNS 上で友人などと交流しながら遊ぶソーシャルゲーム提供事業者大手）など、ソーシャル・メディア関連企業の未公開株に対する注目は、2010 年末から高まっていた<sup>4</sup>。というのは、フェイスブックやツイッターの人気の高まるにつれ、シェアーズポスト（SharesPost）、セカンドマーケット（SecondMarket）、NYPPEX など、オンライン上で未公開証券取引の仲介（セカンダリー・トランザクション）を行う業者がメディアで紹介され、登録者数が急増したり、フェイスブック株の取引やオークションが実施されたりするようになっていたからである。

最近創設されたセカンダリー・トランザクション業者は、それ自体がベンチャービジネス的な性格を有しており、イーベイのようなオンラインコミュニティ、オンラインオークションの仕組みを取り入れながら、未公開証券の取引にイノベーションを起こそうとしているように見える。

例えば、未公開証券取引サイトのひとつ、シェアーズポストは、ナスダック上場のカーズダイレクト・ドット・コム（現インターネット・ブランド）社の創業チームにいたグレッグ・ブローガー氏が創業者兼社長となり、JP モルガンのテクノロジーセクター担当のインベストメント・バンカーだったデイビッド・ワイアー氏を CEO として、2009 年初頭にシリコンバレーのサンブルーノ市に創立した会社である。同社は、ベンチャーキャピタルが支援する有望な未公開企業の普通株・優先株に関心を持つ個人投資家・機関投資家・証券会社をつなぐこと、情報を提供することを目指している。同社のウェブサイトによれば、現在、45,000 以上の個人投資家・機関投資家がシェアーズポストのコミュニティに登録しているという。登録したメンバーは、150 社弱の未公開企業について、提携した独立系リサーチ会社の作成した調査レポートを閲覧できると同時に、買い手（バイヤー）、売り手（セラー）として注文を「ポスト（掲示）」できるようになっている。

通常、ベンチャー企業の未公開株には制限条項が付いており、また情報開示が少なくリスクが高いため、シェアーズポスト上では、買い手が自衛力認定投資家（Accredited Investor）であれば、売り手との直接交渉で取引を成立させることができるが、そうでない場合にはトランザクション・スペシャリスト（ブローカー）の仲介によって、売り手・買い手の条件を確認したうえでコントラクトを締結して売買が成立するというプロセスが設定されている。一方、登録したメンバーは、興味のある企業について、過去のコントラクトで成立した株価、株価から推定される企業価値（インプライド・バリュエーション）についてもチェックすることができる。コントラクトの発生頻度は少なく変動も激しいが、

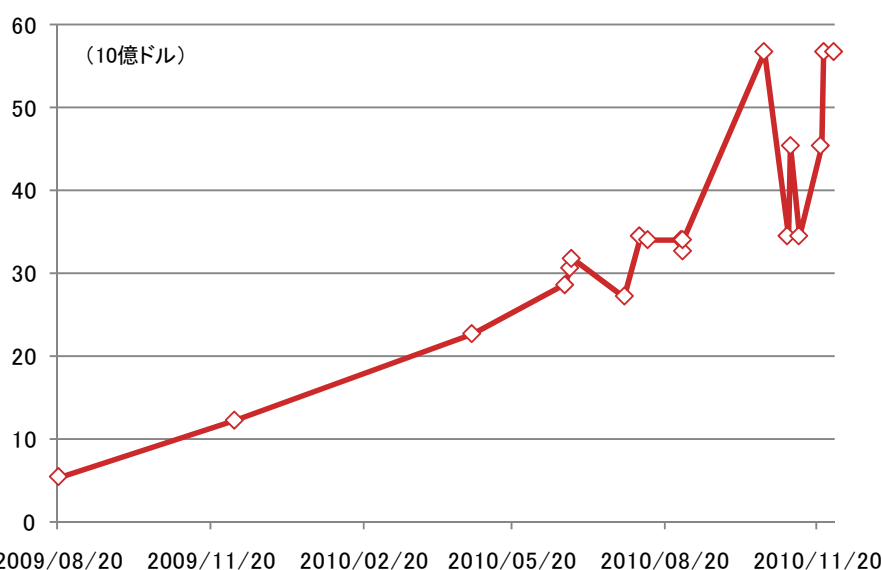
<sup>4</sup> Peter Lattman “Stock Trading in Private Companies Draws S.E.C. Scrutiny”, *New York Times Dealbook*, 12/27/2010, Pui-Wing Tam & Geoffrey Fowler “Hot Trade in Private Shares of Facebook”, *Wall Street Journal*, 12/28/2010, Justin Scheck & Jean Eaglesham “SEC Probes Private Trades in Facebook, Other Firms”, *Wall Street Journal*, 12/29/2010, David Gelles & Kara Scannell “SEC investigates private tech stock market”, *Financial Times*, 12/28/2010, David Galles “Opening doors on private companies”, *Financial Times*, 12/29/2010 など参照。

フェイスブック株の場合、シェアーズポスト上で示唆される企業価値は、昨年 10 月頃にすでに GS と DST の評価である 500 億ドルに達していたことになる（図表 2）。

このように、一見するとオンライン証券会社と同じような仕組みに見えるシェアーズポスト社のプラットフォームを活用すれば、ベンチャー企業の情報を手に入れたり、未公開株の取引が容易にできるのだが、一方で、同社がサイト上に示したディスクレイマーによれば、シェアーズポストのプラットフォームは、米国 SEC（証券取引委員会）が言うところの「パッシブなブリテンボード」に該当し、したがって SEC に登録が必要な取引所でも証券会社でもないという<sup>5</sup>。

SEC は、上記のようなオンラインを活用した未公開証券取引の状況に対して、いくつかの観点から関心を抱いていると見られている。ひとつは、いわゆる「500 人ルール」からの関心で、オンライン・プラットフォームを通じて未公開証券取引が活発化した時に、投資家の数が 500 人以上となったときに私募証券の発行体が公開企業として SEC に登録しなければならないという規制（1934 年証券取引所法 12 条(g)項）に触れるケースが出てくるのではないかという問題意識である<sup>6</sup>。もうひとつは適合性の観点で、リスクの高い未公開証券の取引に際し、適格機関投資家（Qualified Institutional Buyers: QIB）や自衛力認定投資家（Accredited Investors）以外の投資家への勧誘が行われていないかという

図表 2 シェアーズポストで取引されたフェイスブック株の価格から見たインプライド・バリュエーション（予想時価総額）の推移



（出所）SharesPost (<http://www.sharespost.com/>) のコントラクトより野村資本市場研究所作成

<sup>5</sup> シリコンバレーのサンマテオに創設されたエキスパート・フィナンシャル（Xpert Financial）は最近、100%子会社のエキスパート証券（Xpert Securities）を通じて未公開証券の ATS（代替的取引システム）を運営する認可を SEC から得たと発表している。ATS としての正式な認可と電子取引システムによって、セカンドマーケットやシェアーズポストとの差別化を図りたい意向と見られている。Chris Nicholson “Xpert Financial Starts New Trading System for Private Firms”, *New York Times Dealbook*, 1/4/2011

<sup>6</sup> Peter Lattman “Share Rules Could Prompt an Offering by Facebook”, *New York Times Dealbook*, 12/28/2010, Azam Ahmed “500-Investor Threshold Debated for Its 47-Year History”, *New York Times Dealbook*, 1/5/2011 など参照。

ものである。さらには、プラットフォーム上で未公開証券の売り手となる投資家が役職員などインサイダーに相当するケースが多いことや、今回のように SPV を介して資金調達をするような場合に募集 (Offering) が一般的な宣伝・勧誘行為に該当しているかどうか (該当していないことが SEC への発行登録を免除されるための要件となる) なども SEC の関心となりえる。

もともと、米国では 1933 年証券法規則 144A を活用して、公募証券の発行に課される開示規制を避けながら未公開証券の発行・流通市場を活性化しようという動きがあった<sup>7</sup>。セカンドマーケットやシェアーズポストも、規則 144A を活用した私募の発行 (Private Placement) の仲介を手がけるとしており、大まかに言えば、米国の発行体や証券会社が公募・公開市場の規制を回避する取り組みの延長線上に位置づけられるが、SNS への期待が高まったことで、公募と私募のいわば中間領域における規制上の課題に改めてフォーカスが当たったのは興味深いことといえる。実際に、有力な未公開証券取引プラットフォームのひとつであるセカンドマーケットは、2010 年末に SEC から情報の請求があったことを明らかにしており、今後の展開が注目される<sup>8</sup>。

### III ゴールドマン・サックスのビジネスモデル

こうした状況の中で表面化した、GS によるフェイスブックへのプリンシパル出資および資本調達の媒介は、さまざまな議論を呼び起こした。特に、上記のように 500 人ルールがすでに注目されていた中で、GS が SPV を活用しようとしていることは、500 人ルールのすり抜け、潜脱行為ではないかという批判的な意見につながった<sup>9</sup>。報道によれば、GS の顧客メモで当 SPV への最低コミットメントは 200 万ドルとされており、SPV の投資家数は数百人に達しえる。GS 側は、当 SPV はベンチャーキャピタルファンドであり、一人の株主とカウントすべきと主張しているともされるが、ブラインドプール型 (ファンド組成の時点で投資先を特定していないファンド) でもなく、分散投資もしないこの SPV を、一社の機関投資家とみなすというのはやや無理があるようにも思われる。GS はノーコメントを貫いているが、この問題についても、SEC が調査を始めたと報じられている。

一方、SPV への参加を勧誘された GS の顧客の間では、あまり詳細な資料、財務情報が与えられなかったにも関わらず、相当の人気を博し多数の申し込みを得た模様である<sup>10</sup>。

こうした状況から、フェイスブックが GS の顧客だけに一定の情報を開示したこと、GS

<sup>7</sup> 岩谷賢伸「米国規則 144A 証券市場において相次ぐ取引プラットフォームの開設」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。

<sup>8</sup> “SEC sends info request to SecondMarket”, *Reuters* 1/3/2011, Kevin Kelleher “The SEC’s challenge in the secondary market”, *Fortune.com*, 1/4/2011 など参照。

<sup>9</sup> Jean Eaglesham & Aaron Lucchetti “Facebook Deals Spurs Inquiry”, *Wall Street Journal* 1/5/2011, Dan Primack “What does Goldman’s investment in Facebook mean?”, *Fortune.com*, 1/3/2011, Peter Lattman “S.E.C. Questions Goldman Sachs on Offering”, *New York Times Dealbook*, 1/6/2011 など参照。

<sup>10</sup> Gregory Zuckerman, Liz Rappaport and Aaron Lucchetti “Facebook Orders Flood Into Goldman”, *Wall Street Journal*, 1/6/2011 など参照。その後、GS は規制への配慮から、今回のオフERING対象を米国外の投資家に限定することにしたと報じられている。Andrew Ross Sorkin “Goldman Limits Facebook Investment to Foreign Clients”, *New York Times*, 1/17/2011 など参照。

の顧客だけがフェイスブック株の投資機会を与えられたことについての批判も多い。

なお、ここで「GS の顧客」と言った場合、ゴールドマン・サックスのプライベート・ウェルス・マネジメント (PWM) 部門の顧客をさすものと見られる。PWM 顧客のほとんどは、GS が IPO や M&A を助言した企業の創業者、役員などであり、部門では投資可能資産 1,000 万ドル以上の富裕層個人投資家のアカウントをグローバルで約 25,000 件管理しているとされる (GS の 2009 年アニュアルレポートによる)。PWM は、GS ではアセットマネジメント部門に属し、全社収益に占めるシェアは低いが、最近、拡大する方針が決まっており、現在約 600 名のファイナンシャル・アドバイザー数を 800 名に引き上げること、米国に加えてブラジル・中国・中東などで PWM のファイナンシャル・アドバイザーを採用することが 2010 年末に報じられたばかりである<sup>11</sup>。フェイスブック案件は、PWM にとっての差別化戦略、拡大路線の一環ととらえることもできよう。

そもそも、かつてのクライアントに投資機会を提供しながら、有望な新興企業の IPO や M&A の引受・アドバイザープロジェクト獲得、あるいはその起業家個人の資産管理を受託することを目指すというのは、投資銀行にとっては常套手段のビジネスモデルともいえる。今回の場合には、GS が、フェイスブックが将来的に目指すであろう IPO の引受や、今回調達した資金で行うかもしれない M&A の助言、さらにはフェイスブックの約 24% の持分を保有している創業者ザッカーバーグ氏個人の資産管理といったビジネスをすべて獲得しようとしていることは明らかといえる。

GS がさらに特徴的なのは、そこに自己勘定による投資を絡めて、顧客とのリレーションシップもしくは自らの特別なポジションをより強固・確実なものにする手法であろう。フェイスブック案件に似た過去の事例としては、90 年代のラルフ・ローレン (1994 年に 1.35 億ドルを出資、同社は 1997 年に IPO) やイーベイ (メグ・ホイットマン元 CEO は GS の取締役にも就任。個人口座の管理も GS が担当したとされる)、2006 年の中国工商银行 (ICBC。GS は同社 IPO の 9 ヶ月前に 25.9 億ドルを出資、引受等の案件を獲得すると同時に巨額のキャピタルゲインも得た) などがあげられ、さらに GS は今回の共同出資者である DST との間でも、創業時に出資をしていたことなどで特別なつながりを持っているという<sup>12</sup>。

今回のディールについて、GS の収益獲得モデルは健在であり、特に金融規制改革によりトレーディング業務の縮小もしくは収益性低下が懸念される中で、高いリターンをあげるにはこうしたビジネスを手がけていくしかない、フェイスブック案件で GS はそれが可能なことを証明したとの評価がある一方、潜在的な利益相反の可能性に対する懸念もある。さらに、GS が、2011 年前半に詳細な規則策定が予想されるボルカー・ルールが、企業に対する長期の直接投資を禁止していないという前提で本案件を進めていることに異論を唱

<sup>11</sup> “Goldman Sachs seeks bigger wealth management unit”, *Financial News (Dow Jones Newswire)*, 12/17/2010 など参照。

<sup>12</sup> Peter Lattman “Facebook Is Such a Crucial Friend for Goldman”, *New York Times Dealbook*, 1/3/2011, Douglas MacMillan & Olga Kharif, “Facebook Bucker Helps Lure Goldman Sachs, Morgan Stanley to Silicon Valley”, *Bloomberg*, 1/4/2011, Christine Harper, “Goldman Invest-and-Advise Model Thrives With Facebook Deal”, *Bloomberg*, 1/4/2011 など参照。

える声もある。例えば、金融危機に関する著書やブログで有名なサイモン・ジョンソン教授（マサチューセッツ工科大学）は、「4.5 億ドルの出資金がゼロにもなりえるこのディールが、単に短期目的のトレーディングではないから、GS のバランスシートから直接出資されたものだからという理由で規制されないというのは理解できない」としている<sup>13</sup>。自身の財務情報の開示についても色々な議論がある GS だが、フェイスブック案件は、投資銀行のビジネスモデルという観点から GS の一挙手一投足が引き続き注目されていることを示唆しているともいえよう<sup>14</sup>。

## IV 今後の注目点

上記のような状況を見ていると、結局のところ、このディールを巡る議論には、以前であればなるべく早く公開したい（公開させたい）と考えていた米国ベンチャー企業（投資銀行）が、今ではできれば公開したくない（しかしビジネス上のリレーションを有したい）と考えるようになったという米国資本市場における大きな思想の変化が影響しているような気がしてならない。

今回のケースで、フェイスブックの経営者が絶対に公開をしたくないと考えているかどうかは明確ではないが、公開を避ける理由があるとすれば、例えばサーベンス・オクスレー法などさまざまな規制の存在を指摘できよう。一方で、フェイスブックが、変化が早く競争も厳しいシリコンバレーのインターネットビジネス、SNS ビジネスの世界で成長戦略を実現し続けるには、M&A の軍資金としての資本は必須であり、また役職員の採用、目標設定や報酬という観点からも、株式の活用は避けて通るのは難しい<sup>15</sup>。諸般の情勢から、フェイスブックの株主数は今年末までには 500 人を突破することは確実で、IPO を実施するかどうかはともかく、2012 年には同社は公開企業として財務情報を SEC にファイリングすることになるだろうとの見通しも出てきた<sup>16</sup>。グーグルの 2004 年の IPO も、株主数の増加が大きな引き金になったといわれている。

フェイスブックの今後の資本政策が注目されると同時に、未公開証券の取引、未公開企業の情報開示規制と投資家保護、公開企業に対する規制、IPO の重要性、投資銀行の位置づけといった、今回 GS やフェイスブックの取り組みが提起した問題に関する議論の行方も注目されよう。

<sup>13</sup> Francesco Guerrera & Tom Braithwaite “Facebook move lucrative for Goldman”, *Financial Times* 1/4/2011

<sup>14</sup> GS は、CDO に関する SEC の提訴など外部の批判を受け、2010 年 5 月に内部に設置したビジネススタンダード委員会の提言に基づき、利益相反に関するルールを見直すとともに、財務報告の方法を変更した。関雄太「ゴールドマン・サックスにおけるガバナンス改革の取り組み」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号参照。

<sup>15</sup> フェイスブックと並ぶ有力な SNS プレイヤーであるリンクトインは、今年第 1 四半期にも IPO を計画していると報じられた。Teils Demos “LinkedIn planning IPO in first quarter”, *Financial Times*, 1/6/2011 など参照。また、2010 年 12 月初にグーグルからの買収提案を拒否したグルーポン（割引クーポン共同購入サイト運営大手）は、クライナー・パーキンス・コーフィールド・アンド・バイヤーズなど複数のベンチャーキャピタルから 9.5 億ドルの資本調達（増資ラウンド）に成功した。Douglas MacMillan “Groupon Gets \$950 Million in Funding to Expand, Pay Back Earlier Investors”, *Bloomberg*, 1/10/2011 など参照。

<sup>16</sup> Anupreeta Das, Geoffrey Flower & Liz Rappaport “Facebook Sets Stage for IPO next year”, *Wall Street Journal*, 1/7/2011, Brian Womack “Facebook Is Said to Plan to Start Reporting Finances by 2012”, *Bloomberg*, 1/7/2011 など参照。