

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 株式投資の実状—

竹下 智

■ 要 約 ■

1. 上場企業を主な投資対象とするミューチュアルファンドやヘッジファンドによる非上場企業への投資は、上場／非上場の垣根を越えた投資という意味で「クロスオーバー投資」と呼ばれる。近年、米国では非上場企業への投資において、VC 以外のミューチュアルファンドやヘッジファンド等の存在が大きくなってきている。特に、IPO 前のウーバー・テクノロジーには 55 本のミューチュアルファンドが投資を行っていたことが知られている。
2. クロスオーバー投資家は、レイターステージでの大型の資金調達において主要な投資家の一つであるとともに、アーリーステージの投資家（含む従業員）に流動性を供給する役割を担っている。ミューチュアルファンドが非上場企業への投資を行う理由として、①IPO まで待っていると会社の成長サイクルの重要なステージを逃す可能性がある、②イノベーションや創造的破壊が起きている産業セクターの評価をするには上場企業および非上場企業の両方を見しておく必要がある、という点があげられる。
3. 非上場株式は取引所での株価が存在しないため、運用会社毎に投資対象の時価評価を行っている。非上場企業には上場企業に課せられた情報開示等の義務がないため、投資家が独自で情報収集にあたらなければならない、経営状況の監視やバリエーションに費やす時間が必然的に上場企業の場合よりも多くなる。そのため、クロスオーバー投資は分析リソースが豊富な大規模ファンドに適している。
4. 米国ミューチュアルファンドはすでに日本の非上場企業への投資を行っている。日本国内においても今後、イノベーションの促進、ベンチャー支援策の充実を図る上で、クロスオーバー投資の振興も重要な課題となるのではないか。

I ヘッジファンドやミューチュアルファンドによる非上場株式投資

2019年5月10日、米国ライドシェア大手、ウーバー・テクノロジーズ（Uber Technologies Inc. 以下、ウーバー）がニューヨーク証券取引所に上場（IPO）した。米国の投信評価会社モーニングスターによると、実に米国の55のミューチュアルファンド（投資信託）がIPO前にウーバーへの投資を行っていたとされる¹。このように「上場企業」を主な投資対象とするミューチュアルファンドやヘッジファンド等の投資家による「非上場企業（Private companies）」への投資は、上場／非上場の垣根を越えた投資という意味で「クロスオーバー投資（Crossover investment）」と呼ばれる²。

従来、非上場企業のファイナンスを担ってきたのはベンチャーキャピタル（以下 VC）であった。米国では、1979年にERISA法³のプルーデントマン・ルールが見直されたことにより、年金によるVC投資が本格化し、新技術・サービスがビジネスとして成長するためのエコシステム形成につながったとされる。ところが近年では非上場企業への投資において、VC以外の投資家の存在が大きくなってきている。例えば、評価額（推定時価総額）が10億米ドルを超える非上場企業である「ユニコーン」企業に投資している上位の投資家をみると、著名なVCであるクライナー・パーキンス（Kleiner Perkins）等と並んで、ヘッジファンドのタイガー・グローバル・マネジメント（以下タイガーグローバル）やミューチュアルファンドのフィデリティ・インベストメンツ（以下フィデリティ）などが名を連ねている⁴（図表1）。

図表1 ユニコーン企業に投資している上位投資家

	投資家	主なファンド形態	合計評価額 (10億米ドル)	投資社数 (社)
1	ソフトバンクグループ	その他	389	38
2	タイガー・グローバル・マネジメント	ヘッジファンド	269	42
3	フィデリティ・インベストメンツ	ミューチュアルファンド	231	28
4	ウェリントン・マネジメント	ミューチュアルファンド	226	26
5	クライナー・パーキンス	VC	218	30
6	セコイア・キャピタル	VC	208	33
7	セコイア・キャピタル・チャイナ	VC	192	35
8	テンセント	その他	177	40
9	DSTグローバル	その他	139	29
10	アンドリーセン・ホロウィッツ	VC	134	28

(注) 2019年5月5日時点

(出所) CBInsights 資料より野村資本市場研究所作成

¹ Morningstar, “Does Your Mutual Fund Own Uber?” May 7, 2019.

² 「クロスオーバー投資家（crossover investors）」については明確な定義があるわけではなく、レポート等によって対象範囲が異なる。例えば、米国シリコンバレーを中心にスタートアップへの融資等の金融サービスを提供しているシリコンバレーバンク（Silicon Valley Bank）のレポートでは、「主に上場企業を投資対象としつつ戦略的に非上場企業にも投資を行う投資家」をクロスオーバー投資家としている。他方、スタートアップやVC等の動向を調査・分析する米調査会社のCBインサイト（CB Insights）では、VC以外の「投資銀行、ミューチュアルファンド、ヘッジファンドに加え、資産運用会社や多様な金融サービスを提供する会社」を含めてクロスオーバー投資家としている。Silicon Valley Bank, “Trends in Healthcare Investments and Exits 2019” など参照。

³ 米国で1974年に制定された従業員退職所得保証法（ERISA：Employee Retirement Income Security Act of 1974）の通称。企業の退職給付制度を包括的に規制する連邦法。

⁴ CB Insights, “Unicorn Hunters: These Investors Have Backed The Most Billion-Dollar Companies”, May 7, 2019.

ミューチュアルファンドによるクロスオーバー投資は 2009 年には始まっていた。米国の大手運用会社である T.ロウ・プライス (T. Rowe Price) が運用するニューホライズンファンド (T. Rowe Price New Horizons) の開示資料をみると、2013 年 1 月に米ナスダックに上場 (IPO) のツイッターの株式を 2009 年 9 月に取得していた。

また、タイガーグローバルは、IPO 前のフェイスブック株式に投資していたことでも有名である⁵。同社は米国の求人口コミサイトを運営するグラスドア (Glassdoor⁶) の 2013 年 12 月の 5,000 万米ドルの資金調達 (シリーズ E) でリードインベスターとなっている。リードインベスターとは、文字通りスタートアップ企業の資金調達を主導し、最大の資金を投資する投資家であり、通常 VC がつとめることが多い。近年では非上場企業の資金調達ラウンドにおいて、ヘッジファンドあるいはフィデリティや T.ロウ・プライスのような大手資産運用会社がリードインベスターとなるケースもみられる。

当時、グラスドアのロバート・ホフマン (Robert Hohman) 共同創業者兼 CEO は「IPO を支持し、IPO 後も株式を保有し続けるクロスオーバー投資家が株主となることは非常に魅力的なことである」とコメントしている⁷。この頃には既に「クロスオーバー投資 (家)」がスタートアップ企業を含め関係者にとっては一般的となっていたことが伺われる。

本稿では、開示情報が取得可能な米国ミューチュアルファンドを取り上げ、クロスオーバー投資の状況およびその影響について考察する。

II 拡大するクロスオーバー投資

1. ユニコーン企業の増加と IPO までの期間の長期化

想定時価総額が 10 億米ドルを超える非上場企業を「ユニコーン」と称するようになった 2013 年以来、ユニコーン企業数は増加の一途を辿り、2018 年末には米国だけで 140 社となった (図表 2)。グローバルではユニコーン企業数は 300 社を超えるとされる。

ユニコーン企業が増加した理由の一つとして、資金調達の拡大、つまり IPO 前であっても多額な資金調達が可能となった点があげられる。スタートアップ企業にとって、必要な投資資金を得ることが出来るのであれば、業績や株価に対して大きなプレッシャーのかかる上場企業になることを急ぐ必要はない。全米ベンチャーキャピタル協会 (NVCA) のデータによると、VC から出資を受けた非上場企業について、VC からの初回の出資からエグジット (IPO/被買収) までの期間は、長期化の傾向にある (図表 3)。企業の高成長ステージが上場前に移動した、という見方も出来よう。

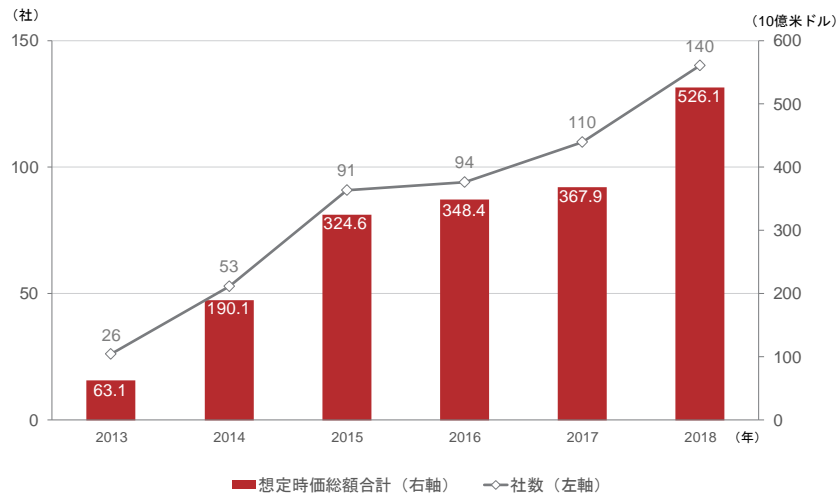
IPO までの期間の長期化により、一部のミューチュアルファンドが非上場企業への投資を積極化していった。一方で、ミューチュアルファンドが投資を積極化したことが IPO

⁵ “Chase Coleman's Tiger Global Management Generated \$1 Billion From Its Facebook Trade”, *Forbes*, February 14, 2013.

⁶ グラスドアは 2018 年 5 月、リクルートホールディングスにより買収された。

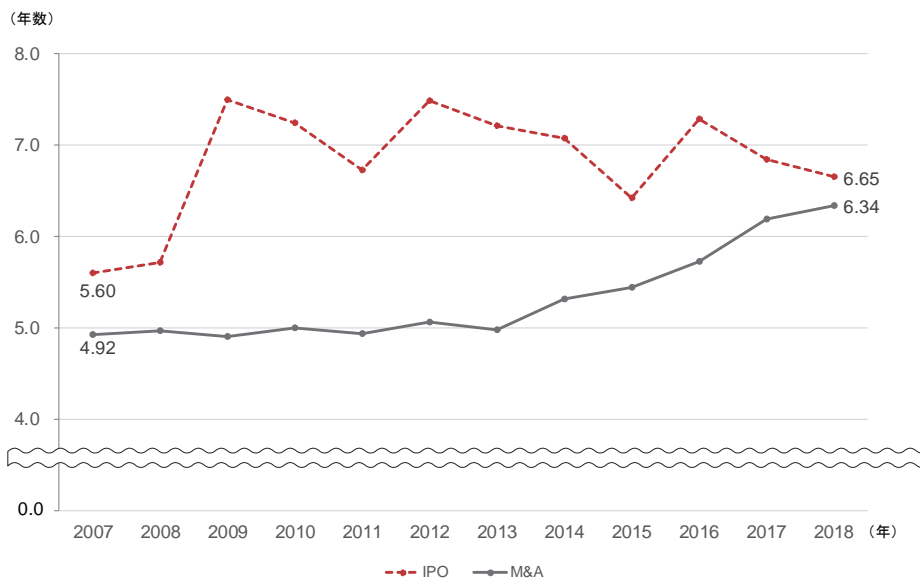
⁷ “In Another Pre-IPO Bet By Tiger Global, Glassdoor Raises \$50 Million”, *The Wall Street Journal*, December 5, 2013.

図表 2 米国のユニコーン企業



(出所) CBInsights 資料より野村資本市場研究所作成

図表 3 VCによる初回出資から IPO/M&A までの平均年数 (米国企業)



(出所) NVCA 2019 Yearbook (元データは PitchBook) より野村資本市場研究所作成

マーケットに影響を与えたという見方もある。例えば「ミューチュアルファンドによるスタートアップ企業への投資が IPO を 1~2 年遅らせることを可能にしている」との研究結果もみられる⁸。

⁸ Sungjoun Kwon, Michelle Lowry, Yiming Qian, “Mutual Fund Investments in Private Firms”, *Journal of Financial Economics*, June 2, 2017.

2. ミューチュアルファンドによる非上場企業への投資

1) ミューチュアルファンドを非上場企業への投資に向かわせる理由

ミューチュアルファンドが非上場企業への投資を積極化するようになった理由として、大きく2つの要因があげられる。一つは「IPOまで待っていると会社の成長サイクルの重要なステージを逃す可能性がある⁹⁾」という点と、もう一つは、非上場企業ではイノベーションや創造的破壊が起こることが多く「企業の競争力 (competitive position) を知るためには、その分野のすべてのプレーヤー、上場企業および非上場企業の両方を見ておく必要がある¹⁰⁾」という点である。

2) 非上場企業投資におけるミューチュアルファンドの存在感

米国の投資会社 (open-end management investment companies) は、SEC (米国証券取引委員会) の規定により、非流動性資産 (の公正価値) を純資産 (net assets) の15%以下にしなければならない¹¹⁾。逆にいうと、15%以下であれば非上場企業の株式等を含む非流動性資産に投資することが出来る。

モーニングスターによると、2017年12月時点で1,204の大型株¹²⁾ファンド (large-cap equity funds) のうち70のファンドが非上場企業に投資している¹³⁾。ファンド数で大型株ファンド全体の5.8%、資産額では総額77億米ドルで全体 (5.1兆米ドル) の約0.15%に過ぎない¹⁴⁾。米国の2018年のVCが関与した資金調達 は1,310億米ドル、そのうちレイターステージ (Late stage¹⁵⁾) での資金調達は全体の約3割、410億米ドルであった¹⁶⁾。これは、VCのみの投資金額ではなく、CVC (コーポレートベンチャーファンド) やヘッジファンド、ミューチュアルファンド等の投資を含む金額である。それを考慮すれば、非上場企業の資金調達、特にレイターステージでのミューチュアルファンドの存在感は決して小さくない。

⁹⁾ “Betting on Private Companies”, *Barron's*, March 21, 2015. ビル・ストロムバーグ氏 (Bill Stromberg, T. Rowe Price’s equity head) のコメント。

¹⁰⁾ “There are going to be lots of dead unicorns”, *Financial Times*, April 3, 2016. アンドリュー・ボイド氏 (Andrew Boyd, head of global equity capital markets at Fidelity Management and Research) のコメント。

¹¹⁾ SEC, “Revisions of Guidelines to Form N-1A, Investment Company Act Release No. 18612”, March, 1992.

非流動性資産15%制限については、岡田功太「米国の投信及びETFの流動性リスクを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号 (ウェブサイト版) 参照。非流動性資産とは「7日間 (7 calendar days) 以内に通常通り売却または処分することができない資産」を指す。

¹²⁾ Morningstar の定義では、米国株式市場の時価総額上位70%の株式を大型株 (large-cap)、時価総額下位10%を小型株 (Small-Cap)、その間を中型株 (Mid-Cap) としている。

¹³⁾ Morningstar, “Unicorn Hunting: Large-Cap Funds That Dabble in Private Companies”, June 4, 2018.

¹⁴⁾ 前掲脚注13参照。

¹⁵⁾ レイターステージ (Late stage) とは、非上場企業 (スタートアップ企業) が「キャッシュフローが損益分岐点に近い、もしくは純利益が黒字化」した状態を指す。

¹⁶⁾ National Venture Capital Association, “NVCA Yearbook 2019”, March 2019.

3) ミューチュアルファンドによる非上場企業への投資の拡大

先述のT.ロウ・プライスのニューホライズンファンドは、非上場企業への投資に積極的なミューチュアルファンドの一つである（図表 4）。同ファンドの非上場株式への投資の状況を見ると、評価額およびファンドの総資産に占める比率ともに、近年大きく拡大している（図表 5）。変化の要因をみると、単純に新規投資（取得）だけではなく、評価額の増加も寄与していることがわかる（図表 6）。ミューチュアルファンドでは、取引所の株価のない非上場株式のバリエーションを資産運用会社独自で行っており（後述）、その結果随時ファンドの時価評価に反映させている。その一方で IPO 等による非流動性資産からの除外や売却による減少もある。

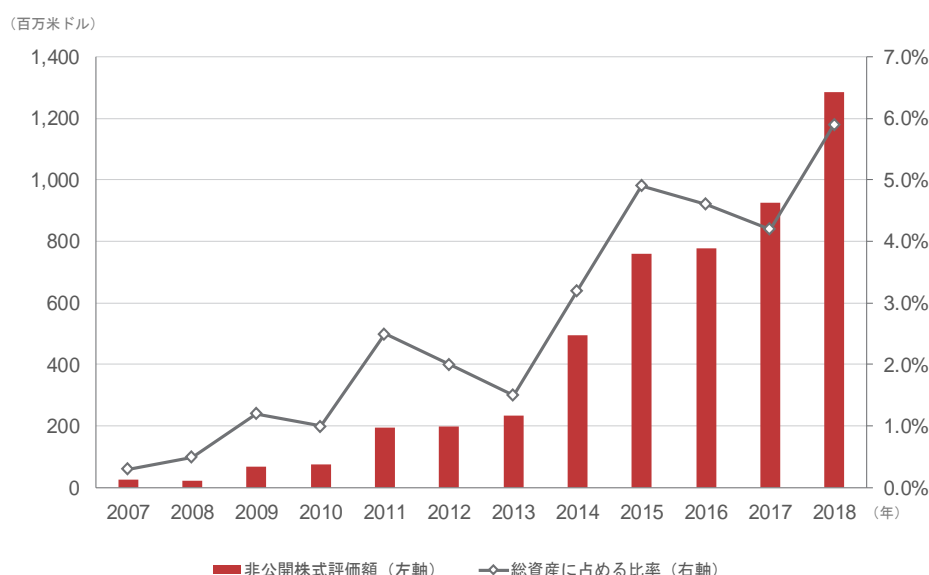
図表 4 非上場企業への投資の多いミューチュアルファンド

	ファンド	ティッカー	社数	AUM 比(%)
1	T. Rowe Price New Horizons	PRNHX	33	4.86
2	Fidelity Growth Company	FDGRX	30	2.27
3	Hartford Capital Appreciation A	ITHAX	29	2.83
4	Fidelity Blue Chip Growth	FBGRX	25	2.69
5	Fidelity OTC	FOCPX	25	2.95

(注) AUM：運用資産残高 (Assets under management)

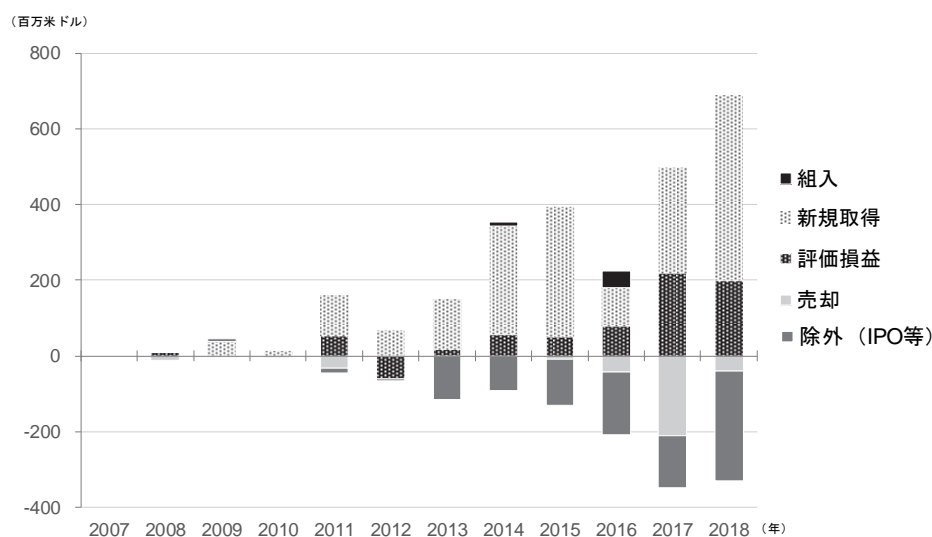
(出所) モーニングスター資料 (2016 年 2Q 時点) より野村資本市場研究所作成

図表 5 T.ロウ・プライス ニューホライズンファンド保有非上場企業株式の推移



(出所) T. Rowe Price New Horizons Fund 開示資料より野村資本市場研究所作成

図表6 T.ロウ・プライス ニューホライズンファンドの保有非流動性資産の変化要因



(出所) T. Rowe Price New Horizons Fund 開示資料より野村資本市場研究所作成

4) ミューチュアルファンドによる非上場企業の評価

非上場企業への投資では、上場企業に課せられた情報開示等の義務がないため、投資家が独自で情報収集にあたらなければならない。ミューチュアルファンドが投資する非上場企業はレイターステージ以降であることが多いが、市場での価格（株価）がないため、経営状況の監視やバリエーションに費やす時間が必然的に上場企業の場合よりも多くなる。したがって、このような投資スタイルはフィデリティやT.ロウ・プライスのような、分析リソースが豊富な大規模ファンドに適しているといえる。ちなみに、フィデリティでは「四半期報告や決算説明会を投資の条件」としているとされる¹⁷。

一方、投資を受ける非上場企業からすると、IPO前に大手ミューチュアルファンドが株主に名を連ねていることは、会社運営、情報開示が一定水準をクリアしていることをアピール出来るというメリットもある。

3. 既存株主のIPO前の売却

必要な資金が確保出来た上で非上場企業にとどまる期間が長期化することは、経営者にとってメリットが大きい。問題は、初期の段階から投資してくれたVCのエグジットや従業員の保有する株式の売却の機会が先延ばしとなることである。

優秀な人材の確保、IPOへのプレッシャー緩和などの目的で、従業員の株式売却を条件付きで認めるスタートアップ企業もある。一方、機関投資家等は成長の見込まれるスタートアップ、特にユニコーン企業の株式への投資を望んでいる。

¹⁷ “Betting on Private Companies”, *Barron's*, March 21, 2015.

このような需要と供給の結果、米国ではいくつかの未公開株式取引プラットフォームが登場している¹⁸。2009年に設立されたシェアーズポスト（SharesPost）をはじめ、フォージ・グローバル（Forge Global、旧 Equidate）、エクイティー・ゼン（EquityZen）、ナスダック・プライベート・マーケット（NASDAQ Private Market）が代表的なプラットフォームである。2017年には、上記4社だけで40億米ドルを超える非上場株式の取引が実行されている¹⁹。

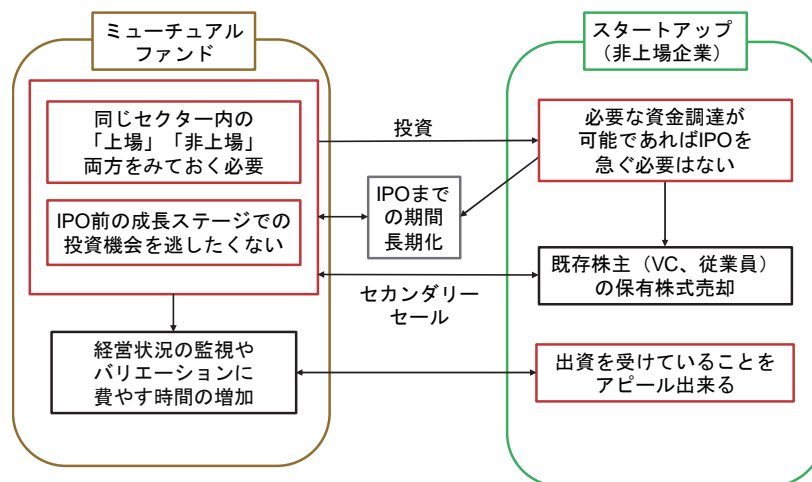
IPO前に既存の株主（役員・従業員、VC等）が保有する持ち分を売買することを「セカンダリーセール（Secondary sales）」と呼ぶが、ユニコーン企業の想定時価総額の増大に伴い取引の規模が大きくなっている。これに伴い、主要な投資家がコンソーシアムを組み、既存の株主から大量の株式を取得する「テnder オファー（tender offer、公開買い付け）」のような取引もみられる。2017年12月のウーバーのケースでは、ソフトバンク・ビジョン・ファンドが主導するコンソーシアムが最大で全株式の約20%を対象としたオファーをおこなったとされる²⁰。

IPO前の段階では株主構成（誰を株主にするか、保有比率をどの程度にするか）をコントロールしておきたい企業側にとっても、このような取引は利用価値が高い。

ただし、通常セカンダリーセールでの取引価格は、流動性が低い（再売却が難しい）ためにその時の評価額に比べ低くなる。上記のウーバーのケースでは、直前の資金調達時の想定時価総額680億米ドルに対して480億米ドルの評価で取引された²¹。

本章で述べた、ミューチュアルファンドによる非上場企業への投資の背景と影響をまとめると、図表7のようになる。

図表7 ミューチュアルファンドによるスタートアップ企業への投資の背景と影響



(出所) 野村資本市場研究所作成

¹⁸ 齋藤芳充、吉川浩史「米国のスタートアップから注目される未公開株式取引プラットフォーム」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号参照。

¹⁹ David F. Larcker, Brian Tayan, and Edward Watts, “Cashing It In: Private-Company Exchanges and Employee Stock Sales Prior to IPO”, Stanford Closer Look Series. Corporate Governance Research Initiative, September 12, 2018.

²⁰ “SoftBank Succeeds in Tender Offer for Large Stake in Uber”, *The Wall Street Journal*, December 28, 2017.

²¹ 前掲脚注20参照。

Ⅲ ミューチュアルファンドによる IPO 前のウーバーへの投資

本章では、ミューチュアルファンドによる非上場企業への投資の事例として、IPO 前のウーバーへの投資を取り上げる。

1. ファンドの株式スタイル—ほとんどが大型株ファンド

IPO直前のウーバーに投資していた55本のミューチュアルファンドをモーニングスターの投資スタイル分類で見ると、図表8のようになる。ほとんどのファンド(51ファンド)が主に大型株を投資対象とするファンドである。ウーバーは2013年6月の3億6,300万米ドルの資金調達時、すでに想定時価総額が10億米ドルを超える「ユニコーン企業」となっていた。

図表8 IPO前にウーバーを保有していたファンドの投資スタイル

1	6	44	大型株 Large-Cap
-	2	2	中型株 Mid-Cap
-	-	-	小型株 Small-Cap

バリュー ブレンド グロース
Value Blend Growth

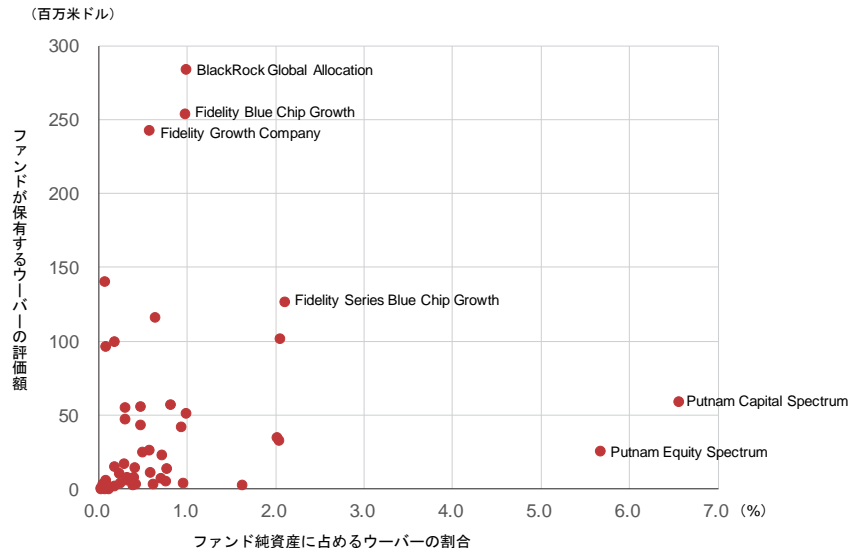
(注) 2019年5月7日時点

(出所) Morningstar 資料より野村資本市場研究所作成

2. ファンド純資産に占めるウーバー株の比率—ほとんどが 1%未満

ファンドの純資産に占めるウーバー株式の比率をみると、55 ファンド中 48 ファンドが 1%未満であった（図表 9）。一方、5%をこえているファンドは 2 つあり、ともにパトナム・インベストメンツ（Putnam Investments）のファンドであった。両ファンドともにウーバーが組入銘柄上位 4 位となっていた。また、2.1%のフィデリティシリーズブルーチップグロスファンド（Fidelity Series Blue Chip Growth Fund）でもウーバーが組入銘柄上位 8 位となっていた（図表 10）。

図表 9 ファンドが保有するウーバーの評価額とファンド純資産に占める割合



(出所) Morningstar, “Does Your Mutual Fund Own Uber? ”, May 7, 2019 より
野村資本市場研究所作成

図表 10 フィデリティシリーズブルーチップグロスファンド保有上位 10 株式 (2019 年 1 月 31 日)

	株 式	対純資産比 (%)
1	アルファベット (グーグル) Alphabet, Inc. Class A	8.2
2	アマゾン・ドット・コム Amazon.com, Inc.	7.4
3	アップル Apple, Inc.	5.7
4	マイクロソフト Microsoft Corp.	4.5
5	ジュール・ラプス JUUL Labs, Inc. Series C	4.1
6	フェイスブック Facebook, Inc. Class A	3.5
7	セールスフォース Salesforce.com, Inc.	2.6
8	ウーバー Uber Technologies, Inc. Series D	2.1
9	ブロードコム Broadcom, Inc.	2.1
10	テスラ Tesla, Inc.	2.1
	上位 10 株式合計	42.3

(出所) Fidelity Series Blue Chip Growth Fund, Semi-Annual Report, January 31, 2019 より
野村資本市場研究所作成

3. ウーバーへの投資時期

ミューチュアルファンドによるウーバーへの投資が始まったのは、2014年6月の資金調達ラウンド以降である（図表 11、図表 12）。アーリーステージでの投資はみられない。

2014年6月の資金調達ラウンド（シリーズ D）は、フィデリティがリードインベスターとなっていた。

図表 11 ウーバーによる資金調達と企業価値評価額

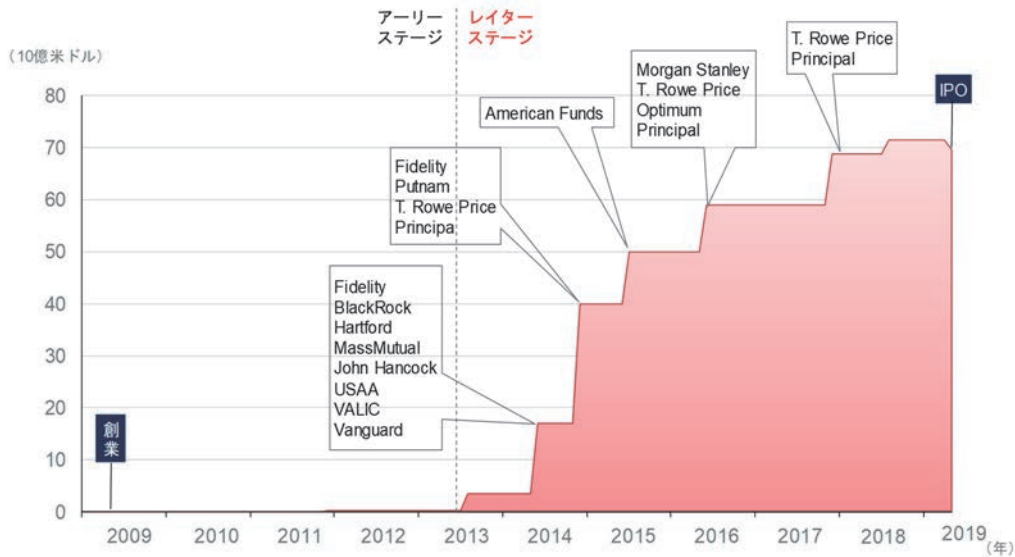
公表時期	調達ラウンド	ステージ	調達金額 (100 万米ドル)	評価額 (10 億米ドル)	投資したミューチュアルファンド
2009年3月	(創業)				
2011年2月	シリーズ A	アーリー	11	0.049	
12月	シリーズ B	"	37	0.3	
2013年8月	シリーズ C	レイト	363	3.5	
2014年6月	シリーズ D	"	1,400	17.0	Fidelity (16) BlackRock (6) Hartford (6) MassMutual (1) John Hancock (1) USAA (1) VALIC (1) Vanguard (1)
12月	シリーズ E	"	1,200	40.0	Fidelity (5) Putnam (5) T. Rowe Price (2) Principal (1)
12月	"	"	600		
2015年2月	"	"	1,000		
7月	シリーズ F	"	1,000	50.0	American Funds (1)
2016年6月	シリーズ G	"	3,500	59.0	Morgan Stanley (3) T. Rowe Price (3) Optimum (1) Principal (1)
2017年12月	-		1,250	68.8	
(2018年1月)	※セカンダリーセール				T. Rowe Price (4) Principal (4)
2018年8月	-		500	71.5	
2009年3月	(IPO)				

(注) 1. ファンドの右のカッコ内の数字は出資したファンドの数。

2. IPO時の時価総額は、2019年5月10日の初値（42米ドル）より算定したもの。

(出所) Crunchbase のデータおよび各ファンドの開示資料より野村資本市場研究所作成

図表 12 ウーバー企業価値評価額とミューチュアルファンドによる投資



(出所) Crunchbase のデータおよび各ファンドの開示資料より野村資本市場研究所作成

4. セカンダリーセールを利用した売買

セカンダリーセールを利用して、IPO 前に保有するウーバー株式を売却したミューチュアルファンドもあった。図表 13 は、T.ロウ・プライスのファンドが保有するウーバー株のリスト（2019年3月31日時点）である。シリーズ G 以外の保有分については、セカンダリーセールで購入したものとみられる。初期の資金調達以降各調達ラウンドの転換優先株式（Convertible Preferred Stocks）があることから、多様な投資家の保有分がセカンダリーセールで取引されたことが分かる。

図表 13 T. Rowe Price Growth Stock Fund の保有するウーバー株式（2019年3月31日）

普通株式 (Common Stocks)	取得日	取得額 (千米ドル) (a)	1株当たり 価格(ドル) (a)/(b)	株数 (b)	評価額 (千米ドル) (c)	1株当たり 価格(ドル) (c)/(b)
Uber Technologies, Class A,	2018/1/16	\$31,221	33.0	94,698	4,619	48.8
転換優先株式 (Convertible Preferred Stocks)	取得日	取得額 (千米ドル) (a)	1株当たり 価格(ドル) (a)/(b)	株数 (b)	評価額 (千米ドル) (c)	1株当たり 価格(ドル) (c)/(b)
Uber Technologies, Series A	2018/1/16	445	33.0	13,498	658	48.7
Uber Technologies, Series B	2018/1/16	1,193	33.0	36,200	1,766	48.8
Uber Technologies, Series C-1	2018/1/16	316	33.0	9,572	467	48.8
Uber Technologies, Series C-2	2018/1/16	256	33.0	7,754	378	48.7
Uber Technologies, Series C-3	2018/1/16	3	33.0	91	5	54.9
Uber Technologies, Series D	2018/1/16	284	33.0	8,606	420	48.8
Uber Technologies, Series E	2018/1/16	136	32.9	4,139	202	48.8
Uber Technologies, Series G	2015/12/3	93,311	48.8	1,913,210	93,312	48.8
Uber Technologies, Series G-1	2018/1/16	1,013	48.8	20,775	1,013	48.8
Uber Technologies, Series Seed	2018/1/16	1,139	33.0	34,554	1,685	48.8

(出所) T. Rowe Price Growth Stock Fund N-PORT, March 31, 2019 より野村資本市場研究所作成

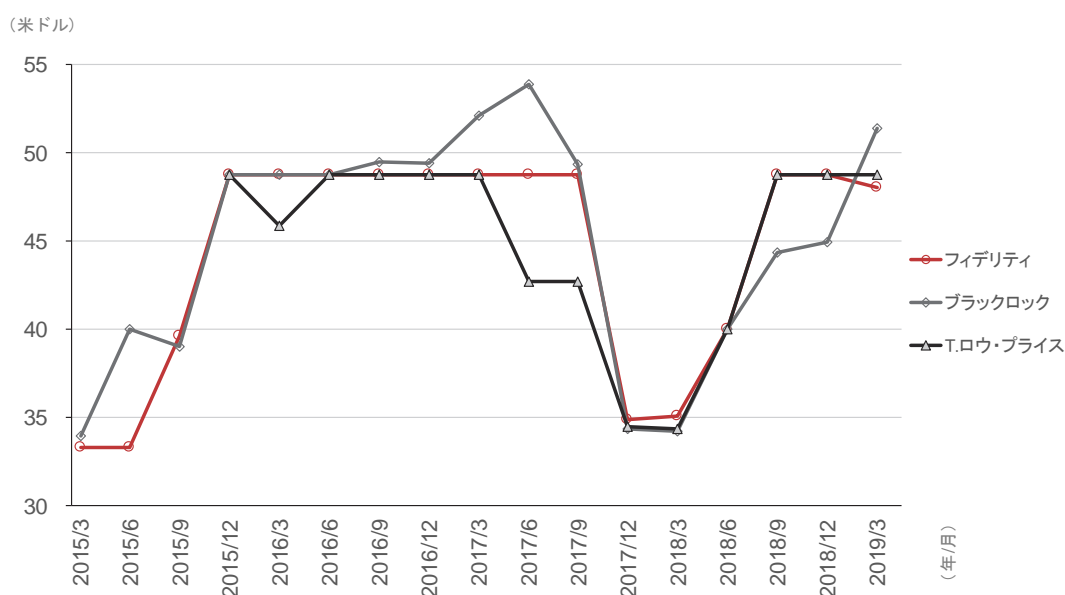
5. 資産運用会社によって異なるバリュエーション

先述のように、上場株式と異なり非上場株式は取引所での株価が存在しないため、運用会社毎に投資対象の時価評価（Valuation）と開示を行っている。ウーバーについても、各社での評価が異なる（図表 14）。非上場企業の株式の時価評価については、4 半期毎の開示資料で確認することが出来る²²。

通常、資産運用会社では会計、コンプライアンス、トレーディング、株式、債券等各分野のバックグラウンドを持つメンバーからなる委員会を組織し、適正価値（Fair Values）を決定している²³。なお、ファンドの担当ポートフォリオマネージャーやアナリストは委員会メンバーには入らないのが通常である²⁴。

バリュエーションの出発点は最新の資金調達ラウンドでの企業評価である。その際には、各資産運用会社のバリュエーション（株価）が揃う。ただし、資金調達ラウンドは頻繁にあるわけではない。したがって、各資産運用会社は、出資者として非上場会社の経営陣、取締役会、および企業評価に必要な財務情報へのさまざまなレベルのアクセスを活用し、それぞれの手法により適正価値の算出を行うこととなる。適正価値については、各運用会社が修正の必要があると考える要因の発生に応じて適時変更を行っていると思われる。

図表 14 運用会社別にみたウーバー株式の 1 株当たり評価額の推移



(出所) 各社開示資料より野村資本市場研究所作成

²² 非上場企業の株式（普通株、転換優先株式等）については、株数、評価額に加え、取得日および取得金額が記載されている。

²³ 例えば、フィデリティでは「Fair Value Committee」、T.ロウ・プライスでは「T. Rowe Price Valuation Committee」等、各運用会社によって名称が異なる。

²⁴ Morningstar, “Unicorn Hunting: Mutual Fund Ownership of Private Companies is a Relevant, but Minor, Concern for Most Investors”, December 5, 2016.

6. ミューチュアルファンドによる非上場企業投資の意味

これまでみてきたように、クロスオーバー投資家としてミューチュアルファンドはスタートアップエコシステムの中で重要なプレーヤーとなっている。特に「IPO 前のレイターステージ (ultralate-stage)」での大型の資金調達において主要な投資家の一つであるとともに、初期投資家 (含む従業員) に流動性を供給する役割を担っている。資金調達ラウンドでミューチュアルファンドがリードインベスターをつとめるケースもあるが、同じクロスオーバー投資家でもヘッジファンドのように、投資先の非上場企業に取締役を派遣するような直接的な経営への関与はしない。しかしながら、成長に必要なエクイティ資金を必要な時に提供することで、結果として、非上場企業の IPO 前の成長を促進し、自らのファンドのリターンを向上させることが出来る。また、ミューチュアルファンドに投資している個人等に対して、間接的に非上場企業への投資機会を提供することにもなっている。

IV 日本への示唆

1. 米国ミューチュアルファンドによる日本企業への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クロスオーバー投資において、日本の非上場企業も既に投資対象となっている。例えば、2016年8月、フィデリティ投信はインターネットによる印刷・広告事業を行うラクスル (2018年5月東証マザーズ上場) に出資している²⁵。また、2018年12月、T.ロウ・プライスジャパンファンド (T. Rowe Price Japan Fund) はクラウド名刺管理サービスを展開する Sansan (2019年6月東証マザーズ上場) に出資している²⁶。同ファンドの開示資料 (2019年6月) には、約600万米ドルの出資が記載されており、当時の調達額 (約30億円) の2割程度を同ファンドが引き受けたものと推察される (図表15)。

図表15 T.ロウ・プライスジャパンファンドのポートフォリオ

Portfolio of Investments	Shares	\$ Value
(Cost and value in \$000s)		
JAPAN 99.3%		
COMMON STOCKS 98.8%		
Sansan	29,300	1,594
Sansan, Acquisition Date: 12/4/18, Cost: \$3,519	117,647	6,082
Net Assets 100.0%		734,304

(出所) T. Rowe Price Japan Fund 開示資料 (NPORT-EX, July 31, 2019) より抜粋

²⁵ ラクスル株式会社「BtoB 領域でシェアリング・エコノミーを牽引する「ラクスル」が総額 20.5 億円の資金調達を実施」2016年8月4日。

²⁶ Sansan 株式会社「約 30 億円の資金調達を実施～企業ミッションを「出会いからイノベーションを生み出す」に～」2018年12月6日。

2. 日本におけるクロスオーバー投資の必要性

一方、日本国内においても、クロスオーバー投資の必要性に対する意見が出始めている。2018年4月に公表された「伊藤レポート 2.0」では、日本の創業型ベンチャーの資金調達における課題の一つとして、「クロスオーバー投資家」が日本にはほとんどおらず、IPOするとVC（ベンチャーキャピタル）からの支援が受けられなくなる点をあげている²⁷。また、経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会」のなかで、新興企業の経営支援を手がけるシニフィアンの朝倉祐介氏から「上場か非上場かという形式的な制度の区分によって、狭間にある上場直後の会社に対するリスクマネーの提供者、事業知見の提供者が手薄な状況にある。このゾーンにだけプロの投資家がないことが、新産業創出のボトルネックになっているのではないか」という指摘がなされている²⁸。

具体的な動きもみられる。2019年6月、みずほフィナンシャルグループ（FG）とシニフィアンは、「新たな産業創出を目指す株式上場前のスタートアップ企業に対して出資を行い、株式上場後も経営面、財務面での継続的な支援を行っていく」ことを目的に総額200億円のファンドの設立を発表した²⁹。

IPO前から投資し、IPO後も保有し続ける「クロスオーバー投資家」としては、年金も重要な投資主体となりうる。米国において年金基金はVC経由でベンチャー投資を行う主要な主体の一つであったが、近年パフォーマンスの改善を目的にインハウスでの投資を志向し始めている。例えば、米国最大の公的年金基金であるカリフォルニア州職員退職年金基金（CalPERS、カルパース）は、テクノロジー、ライフサイエンスおよびヘルスケアへのレイターステージへの投資に焦点をあてた新たな投資ビークルの計画を進めていると報じられている³⁰。

日本においても、機関投資家、特に年金基金によるクロスオーバー投資を積極化するための施策を検討すべきではないだろうか。ファンド期間がなく長期投資を行える年金基金等の機関投資家がベンチャー投資に入ってくることで、スタートアップ企業育成のためのリスクマネーに厚みが増すことが期待される。

ただし、米国のミューチュアルファンドの事例でみたように、非上場企業への投資は上場企業に比べ得られる情報も少なくビジネスリスクも高いため、多くのリソースが必要となる。単独での投資あるいはファンド設立が可能な年金基金は少ないと思われるため、共同でクロスオーバー投資のためのファンドを設立することなども検討に値しよう。

²⁷ 経済産業省「伊藤レポート 2.0～バイオメディカル産業版～「バイオベンチャーと投資家の対話促進研究会」最終報告書」2018年4月27日。

²⁸ 経済産業省「第四次産業革命に向けたリスクマネー供給に関する研究会（第7回）」2018年3月12日。

²⁹ みずほフィナンシャルグループ「新たな産業創出を目指すスタートアップ企業をハンズオンで支援するグロースファンド「THE FUND」の設立について」2019年6月26日。

³⁰ “CalPERS Moves Forward on Private Equity Revamp”, *Institutional Investor*, March 18, 2019.

3. IPO 前の売買プラットフォーム

日本においても IPO の目的の一つとして、従業員に割り当てた株式等の現金化がある。優秀な人材を引き留めておくために、IPO を急ぐスタートアップもあると思われる。IPO 前の資金調達が多様化したとしても、従業員や VC 等の初期投資家の保有する株式等の現金化の機会を作ることもあわせて検討する必要がある。

そのためには、米国での事例のように非上場株売買を仲介する仕組みが必要となってくる。ただし、当初は広く個人投資家等を対象とするのではなく、長期保有を前提とした年金基金等の機関投資家に限定し情報開示等の規制や各種制限を軽減することで議論のスピードアップをはかることも必要であろう。

2018 年 6 月にとりまとめられた「未来投資戦略 2018」のなかで、「企業価値又は時価総額が 10 億ドル以上となる、未上場ベンチャー企業（ユニコーン）又は上場ベンチャー企業を 2023 年までに 20 社創出」がベンチャー支援強化の KPI として設定された³¹。数値目標はともかく、ベンチャー企業（スタートアップ企業）の規模拡大のためには、IPO 前であっても必要な資金を調達出来る環境、つまり必要な資金を供給出来る投資家が必要となる。既存の国内の VC からの投資では十分とはいえない。日本のスタートアップエコシステムの中に、リスクマネーの供給者としてクロスオーバー投資および非上場株式の流動性を組み込むための施策が求められる。

³¹ 日本経済再生本部「未来投資戦略 2018－「Society 5.0」 「データ駆動型社会」への改革－」2018年6月15日。