

米国のスタートアップ・エコシステムを促進するカルタ社

岡田 功太、船津 太佑

■ 要 約 ■

1. 近年、米国のスタートアップ企業の成長を支援する金融機関として、カルタが注目を集めている。同社は、非上場企業向けソリューションとして、キャップテーブル（株主構成表）の管理サービスや企業価値算出サービス等を提供することで、非上場企業のバックオフィス業務を効率化し、同企業の経営陣がビジネスの推進に注力できるよう後押ししている。
2. 他方で、カルタは、ベンチャーキャピタル・ファンド向けのソリューションとして、投資先企業のキャップテーブル等の情報を共有できるポートフォリオ・モニタリングや、オンライン上でキャピタルコール（投資資金の拠出要請）の通知等を行うことができるファンド・アドミニストレーション等の機能も提供しており、ベンチャーキャピタル・ファンドの投資運用業務以外のオペレーションの円滑化を図っている。
3. 更に、カルタは、カルタ X という非上場株式の取引プラットフォームを運営しており、非上場企業の従業員や同企業の株主であるベンチャーキャピタル・ファンドに対して、同社株やストック・オプションの売却機会を提供している。
4. カルタのビジネスモデルは、発行体向け支援、投資家向け支援、取引プラットフォーム運営という 3 つの事業を一元的に提供している点がユニークである。現在、日本の金融機関は、スタートアップ企業やベンチャー型事業承継を行った中小企業の支援をすることが求められている。カルタのような取り組み事例は、日本の金融業界にとって示唆に富むものであるといえよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 岡田功太・加藤貴大「米国 OTC マーケットの活性化に向けた制度改革ー『日本版 OTC マーケット』創設への示唆ー」『野村資本市場クォーターリー』2022 年春号。
- ・ 岡田功太「米国におけるギグワーカーへの株式報酬プラン容認に係る規制改革案」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

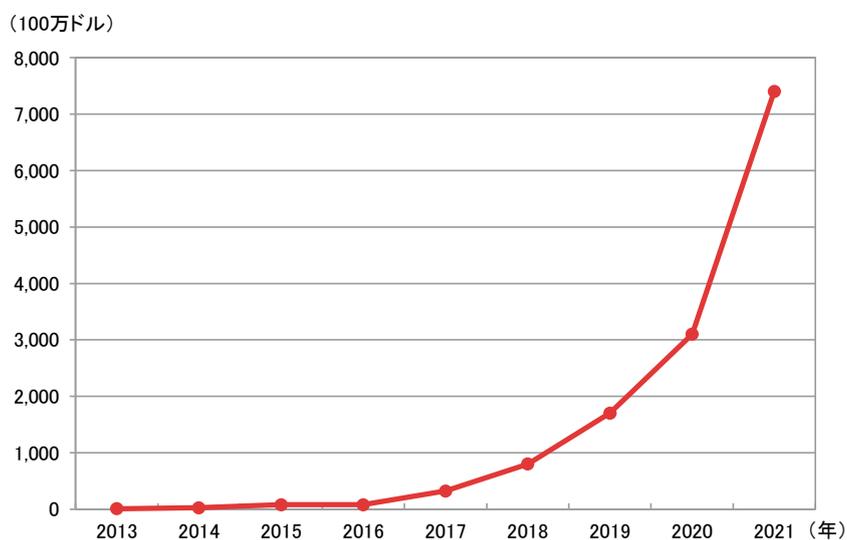
I 米国のスタートアップ企業の成長を支援するカルタ社

近年、米国のスタートアップ企業の成長を支援する金融機関として、カルタが注目を集めている¹。カルタは2012年7月に、現在の最高経営責任者であるヘンリー・ワード氏と会長であるマヌ・クマー氏が設立したフィンテック企業であり、米国、オーストラリア、ブラジル、シンガポールの4地域に10支店を構え、従業員数は約1,600人となっている。

カルタは、ゴールドマン・サックス等の大手金融機関や、アンドリーセン・ホロウィッツ及びメンロ・ベンチャーズ等の大手ベンチャーキャピタルから資金調達したことで知られており、企業価値は、2013年の約700万ドルから2021年には約74億ドルと急拡大している（図表1）²。

カルタは、スタートアップ企業を含む非上場企業約28,000社に対して、ストック・オプションの発行プロセスの効率化や企業価値の算出サービスを提供している。また、新規株式公開（以下、IPO）を実施する以前に、カルタの企業価値算出サービス等を利用して企業に対しては、従業員持株会の運営サービスを提供している。他方、ベンチャーキャピタル約500社に対しては、投資運用業務以外のオペレーションの効率化を目的としたソリューションを提供している。更に、カルタは、非上場株式取引プラットフォームを運営することで、スタートアップ企業の従業員やベンチャーキャピタル・ファンドが保有する非上場株式を売却する機会を創出している。このように、カルタは、米国のスタート

図表1 カルタの企業価値の推移



(注) カルタが実施した資金調達ラウンド時に算出された企業価値。
(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ カルタ社は、ブローカー・ディーラー及びトランスファー・エージェント（名義書換等の事務手続きを担う金融機関）として証券取引委員会に登録している。

² Henry Ward, “Finally, a private stock exchange,” February 3, 2021; Henry Ward, “Price discovery in private markets,” August 13, 2021.

アップ・エコシステムの形成を促進している金融機関であるといえる。

本稿では、カルタの非上場企業向けソリューション、ベンチャーキャピタル・ファンド向けソリューション、非上場株式取引プラットフォームの概要を紹介した上で、日本への示唆を考察する。

II 非上場企業向け株式管理ソリューション

カルタは、非上場企業のキャップテーブルを管理し、シナリオ・モデリングや法定報告書の作成機能等の提供に加えて、非上場企業の企業価値算出も行っている。以下では、非上場企業向け株式管理ソリューションの概要を紹介する。

1. キャップテーブルの管理サービス

カルタは、スタートアップ企業を含む非上場企業約 28,000 社に対して、株式管理ソリューションを提供している。同ソリューションの中核的なサービスは、非上場企業のキャップテーブルの管理である。ここでいうキャップテーブルとは、非上場企業の株主構成表を指す。つまり、カルタは、非上場企業の創業者やベンチャーキャピタルが、どの程度、企業の株式を保有しているのか、あるいはストック・オプションの行使や資金調達によってどのように株主構成が変化したのか等の情報を管理・共有するオンライン・ポータルを運営している。

その上で、カルタの株主管理ソリューションは、キャップテーブルの活用を通じて、シナリオ・モデリングや法定報告書等の作成の機能を提供している。前者は、資金調達が非上場企業の資本構成や株式保有比率等に与える影響を考慮し、自社株式の価値を評価する機能であり、後者は、非上場企業の従業員がストック・オプション等を行行使した際に、内国歳入庁等への報告書をオンライン上で作成する機能である。カルタ社のサービス利用者は、キャップテーブルやシナリオ・モデリング等の閲覧にアクセス権を設定できる。例えば、スタートアップ企業の経営陣だけではなく、当該スタートアップ企業の法務や税務等をサポートする弁護士や会計士に対してもアクセス権を付与することで、サービス利用者である当該企業の最新の財務状況等の情報を共有することが可能である。

更に、カルタの株主管理ソリューションは、非上場企業がルール 701 等に基づく証券募集を行う際に、証券取引委員会（以下、SEC）が義務付けているコンプライアンス要件を満たしているのかチェックする機能も有している。ルール 701 とは、主に非上場企業による従業員や役員に対するストック・オプション等の株式報酬プランの付与に係る証券募集制度である³。ただし、証券募集額は、過去 12 か月において、①100 万ドル、②発行体の総資産の 15%、③発行体の発行済み証券の 15%のいずれか大きな金額を上限とすること

³ ルール 701 に基づく証券募集の詳細は、岡田功太「米国におけるギグワーカーへの株式報酬プラン容認に係る規制改革案」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

が求められている。カルタは、非上場企業によるルール 701 のコンプライアンス要件の遵守を支援することで、円滑なストック・オプション等の発行を促している。

2. 非上場企業の企業価値算出サービス

カルタは、非上場企業の 409A 評価も行っている。内国歳入法第 409A 条は、非上場企業が従業員等にストック・オプションを発行する際に、第三者による正当な評価を受けて、公正な市場価値（fair market value）を算出することを求めている⁴。このような企業価値の算出を 409A 評価と呼ぶ。

カルタは 2017 年 9 月に、シリコンバレー・バンクの企業価値評価部門であったシリコンバレー・バンク・アナリティクスを買収し、非上場企業の 409A 評価サービスを開始した⁵。シリコンバレー・バンクは、1983 年創業の新興成長企業向けビジネスに特化した銀行であり、銀行サービスやベンチャーデットと呼ばれる資金調達手段を提供している。

現在、カルタは、アーンスト・アンド・ヤング等の大手会計事務所で勤務した経歴を有する 50 人以上のアナリストを擁しており、非上場企業のキャップテーブルを分析することによって、年間 15,000 件超の 409A 評価を行っている。カルタは、年に一度、もしくは資金調達等の株式評価に影響を与えるイベントが発生した際に 409A 評価を行っているが、同評価を行った際のプロセスを非上場企業に説明するサービスも提供している。加えて、カルタの顧客企業の経営陣は、409A 評価の報告書等について、ボード・マネジメントというツールを活用することで、オンライン上で閲覧・承認することも可能となっている。

足元、カルタは、会計ソフトウェアの開発業者であるクイックブックスやゼロ等と提携し、キャップテーブルと財務データ等をクラウド上で顧客企業の経営陣と共有することで、企業価値評価の精度向上に取り組んでいる。このように、カルタの株式管理ソリューションは、単に非上場企業のキャップテーブルをオンライン上で管理しているだけでなく、非上場企業の企業価値算出サービスも提供しており、同企業の経営陣がビジネスの推進に注力できるよう、後押ししている。

3. 上場企業の従業員持株会の運営サービス

カルタは、ロビンフッドやコインベース等の上場企業に対して、従業員持株会の運営サービスを提供している。カルタは 2013 年 4 月にトランスファー・エージェント、2015 年 5 月にブローカー・ディーラーとして SEC に登録し、2017 年から上場企業の従業員持株会運営事業を開始した。トランスファー・エージェントとは、株式名義書換、帳簿記入、株式分割や併合の事務手続き、配当金の計算等を行う金融機関である。

⁴ 詳細は、岡田功太「米国におけるファンド資産の公正価値評価に関する規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2021 年春号を参照。

⁵ Carta, “Carta acquires Silicon Valley Bank Analytics,” September 15, 2017.

カルタの従業員持株会運営サービスの利用者は、オンライン・ポータル上で、従業員持株会の入会手続きや退会後の持株売却等を行うことが可能である。カルタが従業員持株会の運営を行っている上場企業は、IPO を実施する以前に、カルタのキャップテーブル管理サービスや企業価値算出サービスを活用していた企業である。つまり、カルタは、非上場時から上場後まで継続的に顧客企業の成長を支援している。

Ⅲ ベンチャーキャピタル・ファンド向けソリューション

カルタは、非上場企業に投資するベンチャーキャピタル・ファンドに対して、ファンド・アドミニストレーションやキャピタルコール・ライン等の機能を提供している。以下では、ベンチャーキャピタル・ファンド向けソリューションの概要を紹介する。

1. 投資運用業務以外のオペレーションの円滑化

カルタは、ベンチャーキャピタル・ファンドの運営者（以下、GP）及び投資家（以下、LP）に対するソリューションとして、ポートフォリオ・モニタリング及びファンド・アドミニストレーションを提供している⁶。ここでいうポートフォリオ・モニタリングとは、GP 及び LP が、オンライン・ポータル上で、ベンチャーキャピタル・ファンドの運用実績や、同ファンドの投資先企業のキャップテーブル等の情報を共有できるサービスである。他方で、ファンド・アドミニストレーションとは、オンライン・ポータル上で、LP に対するキャピタルコール（投資資金の拠出要請）の通知を行ったり、GP による投資スケジュール等の情報を共有することができるサービスである。こうしたサービスを提供するべく、カルタには、ブラックロック等でファンドのオペレーション業務等を経験した専門家が約 120 人在籍している。

カルタは、ベンチャーキャピタル・ファンド向けのシナリオ・モデリング機能も提供している。この機能は、ベンチャーキャピタル・ファンドの投資先企業のキャップテーブルを活用し、同企業が資金調達等を行った際にキャップテーブルがどのように変化するのか、その結果として同ファンドの運用実績にどのような影響を及ぼすのか等について分析できるものである。更に、カルタは、ベンチャーキャピタル・ファンドの投資先企業の公正価値（fair value）の評価を行っている。ここでいう公正価値とは、財務会計基準審議会が定める会計基準（ASC: Accounting Standards Codification）第 820 号に基づいて算出された企業価値を指す。例えば、GP は、自身が運営するベンチャーキャピタル・ファンドの運用報告書等を作成する際に、カルタの公正価値評価サービスを利用できる。

このように、カルタは、非上場企業に投資するベンチャーキャピタル・ファンドの投資運用業務以外のオペレーションの円滑化を促している。現在、インデックス・ベンチャー

⁶ Carta, “The legal structures of venture capital funds,” November 11, 2021.

ズやフライブリッジ・キャピタル・パートナーズ等約 500 社のベンチャーキャピタル（運用資産残高は計 5,300 億ドル超）が、カルタのソリューションを活用している。

2. GP による迅速な投資活動の促進

カルタは、GP に対してキャピタルコール・ラインを提供している。一般的に、GP は、自身が運用するベンチャーキャピタル・ファンドの資金（投資原資）を調達する際、LP に対して同ファンドへの投資に係るコミットメントを求める。その後、GP が優良な非上場企業を発掘した場合、LP に対して資金の拠出を要請するが、キャピタルコールの手続きには 10 日から 14 日間の時間を要する⁷。そのため、GP は、キャピタルコールの手続きが完了するまでの期間、非上場企業への投資を行うことができないことから、キャピタルコール・ラインを活用する場合がある。キャピタルコール・ラインとは、キャピタルコールの手続きが完了するまでの期間に銀行が GP に対して提供する短期融資を指し、GP による迅速な投資活動の促進を目的としている。

カルタは、キャピタルコール・ラインを提供するにあたって、コストル・コミュニティ・バンクと提携している⁸。コストル・コミュニティ・バンクが、カルタのベンチャーキャピタル・ファンド向けソリューションを利用する GP に対して、短期融資を行うというスキームである。キャピタルコール・ラインの利用要件は、①ベンチャーキャピタル・ファンドの運用資産総額が 650 万ドル以上であること、②ベンチャーキャピタル・ファンドの LP が 3 社以上であること等である。キャピタルコール・ラインの利用可能額は 100 万ドルから 300 万ドルであり、キャピタルコール・ラインの金利はウォール・ストリート・ジャーナル・プライムレート（大手銀行 10 行のプライムレートの平均値）より 0.75%低い水準となっている。上記要件を満たす GP は、オンライン・ポータル上でキャピタルコール・ラインの利用申請が可能である。

なお、1997 年に創業したコストル・コミュニティ・バンクは、米国ワシントン州に約 15 の支店を構える地域金融機関であるが、2017 年に創設された CCBX 部門は、フィンテック企業等との協業に注力しており、バンキング・アズ・ア・サービス（BaaS: Banking as a Service）と呼ばれる事業を展開している⁹。コストル・コミュニティ・バンクの CCBX 部門は、カルタの他に、デジタル・バンキングを提供しているグリーンウッド及びフェアを含むフィンテック企業約 29 社¹⁰と提携（2022 年 6 月末時点）している。CCBX 部門は、カルタを含む提携先フィンテック企業を通じて、同企業の顧客に融資を提供しているが、その融資額は 2021 年 6 月末の約 1 億ドルから 2022 年 6 月末に約 8 億ドルに拡大している。

⁷ Carta, “What is a capital call?,” May 6, 2022.

⁸ Carta, “Why fintechs partner with community banks,” June 17, 2020.

⁹ バンキング・アズ・ア・サービスとは、アプリケーション・プログラミング・インターフェース（API）で、銀行ライセンスを持たない企業に預金や融資等の銀行機能を提供するサービスである。詳細は、佐藤広大・富永悠「ECB のフィンテック銀行ライセンスに係る指針案と銀行業務に進出するフィンテック企業」『野村資本市場クォーターリー』2018 年冬号参照。

¹⁰ “The Unbankey Bank: Coastal Financial’s Evolution,” *BankDirector.com*, August 9, 2021.

3. サービス利用者の拡大を促進するパートナーシップ制度

カルタは、ベンチャーキャピタル向けにパートナーシップ制度を設けている。この制度を利用するベンチャーキャピタルは、自身が運用するベンチャーキャピタル・ファンドの投資先企業に対して、カルタの株式管理ソリューションをディスカウント価格で提供できる。例えば、米国を代表するベンチャーキャピタルであるアンドリーセン・ホロウィッツは、カルタのベンチャーキャピタル・ファンド向けソリューションの利用者である。アンドリーセン・ホロウィッツの投資先企業が、パートナーシップ制度の利用を通じて、カルタの株式管理ソリューションを活用した場合、アンドリーセン・ホロウィッツは、投資先企業のキャップテーブル等の情報を効率的に収集することができる。結果として、アンドリーセン・ホロウィッツは、自身が運用するベンチャーキャピタル・ファンドのシナリオ・モデリング等をより高い精度で実施することが可能になる。

現在、カルタのパートナーシップ制度の利用者は、アンドリーセン・ホロウィッツ以外に、メンロ・ベンチャーズ、トライブ・キャピタル、メリテック・キャピタル、ピアー、ミッション・バイオキャピタル、ビレッジ・グローバル等、数多くのベンチャーキャピタルが名を連ねている。パートナーシップ制度は、株式管理ソリューション及びベンチャーキャピタル・ファンド向けソリューションの利用者拡大に寄与しているといえよう。

なお、アンドリーセン・ホロウィッツ及びメンロ・ベンチャーズは、カルタの株主でもある。そのため、パートナーシップ制度を通じて、カルタのサービス利用者が拡大すれば、アンドリーセン・ホロウィッツ及びメンロ・ベンチャーズが運用するベンチャーキャピタル・ファンドの価値向上にも寄与する。

IV プラットフォームを通じた非上場株式等の売却機会の提供

カルタは、非上場企業の従業員及びベンチャーキャピタル等が、保有する株式及びストック・オプションの売却機会を創出すべく、非上場株式の電子取引プラットフォームを運営している¹¹。以下では、カルタ X という電子取引プラットフォームの概要について紹介する。

1. 急拡大する電子取引プラットフォームの運営事業

カルタは2019年6月に、カルタ X の運営を開始していたが2020年2月に、マーケットグリッド・システムを買収して以降、非上場株式の電子取引プラットフォームの運営事業

¹¹ 非上場株式の電子取引プラットフォームの詳細は、岡田功太・加藤貴大「米国 OTC マーケットの活性化に向けた制度改革—『日本版 OTC マーケット』創設への示唆—」『野村資本市場クォーターリー』2022年春号、岡田功太・片寄直紀「米国株式市場の競争を促す OTC マーケット」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号、経済産業省「ベンチャー・ファイナンスの多様化に係る調査」2021年3月31日を参照。

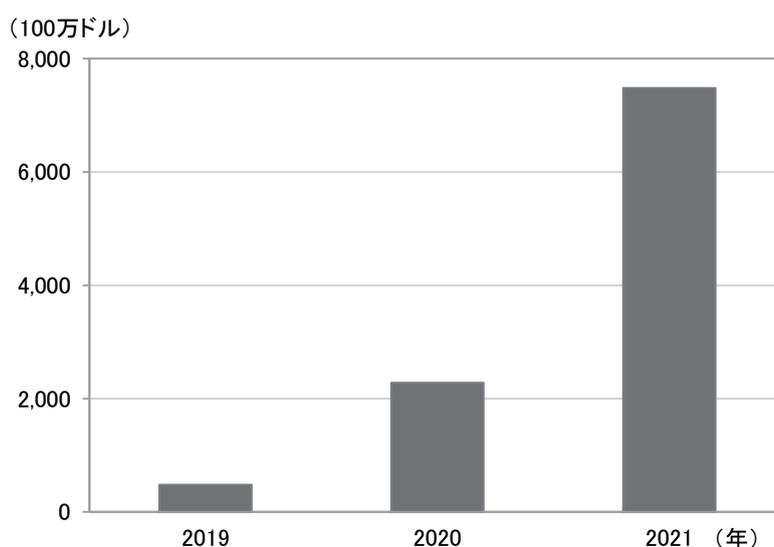
を本格化した¹²。マーケットグリッド・システムは、株式や債券等の取引を執行する電子取引プラットフォームの運営者であり、米国においては代替取引システム（ATS: Alternative Trading System）として、SECに登録していた。ATSとは、注文を集めて、一定のルールに基づいて取引を執行する組織のうち、自主規制機能を持たないものを指す。

マーケットグリッド・システムを買収したカルタは2020年9月に、ATSとしてSECに登録し、非上場株式の電子取引プラットフォームの運営を本格的に開始した。実際に、カルタ Xにおける非上場株式の取引執行件数は、2019年に26件、2020年は32件、2021年は129件となっており、2020年から2021年にかけて急増している。また、カルタ Xにおける非上場株式の取引額も急増している（図表2）¹³。カルタによると、主に非上場企業の従業員が、カルタ Xを通じて、非上場株式やストック・オプションを売却しており、カルタ Xの取引執行件数及び取引額が増加しているという。

2021年4月から2022年3月にかけて、カルタ Xを利用した非上場企業の業種別内訳は、SaaSソリューション・セクターが約53%、フィンテック・セクターが約16%、ヘルスケア・セクターが約12%、インターネット・メディア・セクターが約12%であった。また、同期間において、カルタ Xを利用した非上場企業のうち、シリーズC調達ラウンドを完了した企業は約24%、シリーズD調達ラウンドを完了した企業は約20%、シリーズE調達ラウンドを完了した企業は約31%であった。

すなわち、主にレイターステージのテクノロジー企業が、カルタ Xを活用しており、同社の従業員あるいは同社の株主であるベンチャーキャピタル・ファンドに対して、同社株やストック・オプションの売却機会を提供しているものと言える。

図表2 カルタ Xにおける非上場株式の取引額



(出所) カルタ社より野村資本市場研究所作成

¹² Carta, “Building the CartaX ATS with MarketGrid technology,” February 18, 2022.

¹³ Carta, “The Carta liquidity report: Q1 2022,” May 3, 2022.

2. 従業員への利益還元機会の提供事例

次に、エクイップメントシェアによるカルタ X の活用事例を示す。本件は、「人材第一 (People first)」という経営理念を掲げているエクイップメントシェアが、カルタ X を活用することでストック・オプションを売却する機会を創出し、従業員に対して利益を還元することに成功した事例である。

エクイップメントシェアは 2015 年に、ジャボック・シャラックス氏とウィリー・シャラックス氏が創業したスタートアップ企業である。同社は、デジタル技術を活用した建設業向けのレンタル事業を営んでおり、建設機械を運営・管理するアプリケーション等を開発することで、建設現場の作業効率の向上を目指している。

エクイップメントシェアは 2021 年 7 月に、シリーズ D 調達ラウンドを実施し、外部投資家から約 2.3 億ドルの出資を受けた。この資金調達ラウンドの成功を受けて、ジャボック氏とウィリー氏は、更なる事業の拡大を推し進めるために、優秀な従業員の採用や定着が必要であると考え、カルタと共に、従業員のストック・オプションを売却する機会を設けて利益還元することを決定した¹⁴。カルタは 2021 年 8 月に、エクイップメントシェアの従業員に対して、カルタ X の利用方法に関する説明会を開催し、同年 9 月には、エクイップメントシェアのビジネスモデルや財務内容に関する投資家向け説明会 (インベスター・デー) を開催した。このインベスター・デーには、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャーキャピタル・ファンド等の投資家が参加した。

その後、カルタは 2021 年 9 月 16 日に、カルタ X においてエクイップメントシェアの株式売買注文の受付を開始し、同年 10 月 7 日に同株式の取引を執行し決済した。カルタ X は、エクイップメントシェアの株式の売り注文の約 93%、買い注文の約 83% を成約させた。更に、カルタは、カルタ X による取引執行完了後にエクイップメントシェアのキャップテーブルを更新し、シナリオ・モデリング等を実施できる体制を整備した。エクイップメントシェアは、従業員のストック・オプション等に対する流動性を供給することができただけでなく、同社の成長ストーリーを多くの投資家に周知することに成功し、今後、新たな資金調達や非上場株式やストック・オプションの売却を行う際には、より円滑に投資家にアクセスすることが可能となった。

なお、カルタのワード CEO によると、現在、同社の収益の大半は株式管理ソリューション及びベンチャーキャピタル・ファンド向けソリューションの利用料であるが、今後は、カルタ X の取引手数料が占める割合が増加する可能性が高いという¹⁵。

¹⁴ Carta, "EquipmentShare Carta Cross," November 2021.

¹⁵ "The Future Of Wall Street Fintech 50 2022," *Forbes*, June 7, 2022.

V 日本への示唆

本稿で論じた通り、カルタは、キャップテーブルの管理サービス等を提供することで、非上場企業やベンチャーキャピタル・ファンドのバックオフィス業務の効率化を図り、ビジネスの推進に注力できるようサポートしている。また、カルタは、従業員持株会の管理やカルタ X の運営を通じて、従業員に利益還元する機会を提供したり、顧客企業による優秀な人材の確保を促している。このように、カルタのビジネスモデルは、発行体向け支援、投資家向け支援、取引プラットフォーム運営という 3 つの事業を一元的に提供している点がユニークであるといえる。

日本では、政府が 2022 年 6 月に、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画～人・技術・スタートアップへの投資の実現～」を公表し、日本のスタートアップ・エコシステムの形成を促進する方向性を示した¹⁶。そうした中、日本の金融機関においても、発行体向け支援、投資家向け支援、取引プラットフォーム運営という 3 つのサービスを一元的に提供することによって、スタートアップ企業、ベンチャー型事業承継¹⁷を行った中小企業、ベンチャーキャピタル等の支援をするようなプレーヤーの存在は重要であろう。例えば、企業価値算出サービスやファンド・アドミニストレーションを提供することで日本のスタートアップ企業等の資金調達活動を支援したり、取引プラットフォームを運営することによって同企業が得た利益の一部を従業員に還元する機会を創出する必要性が、従来以上に高まっているのではないだろうか。カルタの取り組みは、日本の金融業界にとって示唆に富むものといえよう。

¹⁶ 例えば、非上場株式のセカンダリーマーケットの整備、日本国外のベンチャーキャピタルを含めたベンチャーキャピタルへの公的資本の投資拡大、個人金融資産及び公的年金等の長期運用資金のベンチャー投資への循環、スタートアップが集積するグローバル・スタートアップ・キャンパスの推進、事業化まで時間を要するスタートアップの成長を図るためのストック・オプション等の環境整備、起業家育成等を推進する政策の必要性が示されている。

¹⁷ ベンチャー型事業承継を行った中小企業とは、若手経営者が家業の経営資源を活用して新たなビジネスに挑戦することを目指す企業である。