

# 転換期にあるプライベート・ エクイティ市場

## ～「冬の時代」でも進化する米国のベンチャー・ エコシステム～

内野 逸勢

### 要 約

プライベート・エクイティ（P E）市場の今後の見通しを、「上場企業よりもユニコーンの冬の時代がもっと続くと思っている」と、孫正義代表取締役会長兼社長執行役員は8月に表現した。確かに悲観させる材料は多い。P E市場でのファンドの資金調達活動の停滞、滞留資金（ドライパウダー）の積み上がり、NAV（純資産価値）の下落などが挙げられる。まさにP E市場はゴールデン・エイジから冬の時代に移っている。

一方、ここ10年間、ユニコーンがイノベーションを創出し、社会・経済構造の変革をもたらしてきた。P E市場はそのようなユニコーンを着実に、かつ多数生んできた。その意味でP E市場の果たしてきた役割は大きい。「ユニコーン冬の時代」を強調して悲観する前に、P E市場の冬の時代の耐性とその将来性を見通すべく、P E市場がこれまで果たしてきた役割と存在意義を客観的に把握し、理解を深めることが重要であろう。P E市場には構造的な課題が多いが米国などでは基盤となるベンチャー・エコシステムを強化し、投資家から信頼を得、また大手資産運用会社を巻き込んで、付加価値の高い新たなプラットフォームを構築する取り組みが行われている。ここにもっと注目すべきだ。

### 目 次

- はじめに プライベート・エクイティ市場の存在意義
- 1章 グローバル・プライベート・エクイティ市場の現状と課題
- 2章 米国プライベート・エクイティ市場の拡大の背景
- 3章 米国プライベート・エクイティ市場で進むプラットフォーム化
- おわりに 今後のプライベート・エクイティ市場の行方

## はじめに プライベート・エクイティ市場の存在意義

「上場企業よりもユニコーンの冬の時代がもっと続くと思っている」と、孫正義代表取締役会長兼社長執行役員は8月の決算説明会<sup>1</sup>において、ソフトバンク・ビジョン・ファンド（SVF）事業<sup>2</sup>の過去最大の赤字の原因を説明する中で、時価総額10億ドル以上の大手未公開企業（＝ユニコーン）の企業評価の厳しい見通しを示した。その一方、同氏はSVF事業の運営コストの削減を明言するとともに「新たに投資しなくてもここに金の卵がたくさんあるということを信じながら、そこをしっかりと育てていくということを今はやるべきだと考えている」とし、新規投資企業の選別を強める姿勢を示している。9月中旬には、SVF 3号の設立を検討しているとの報道もあった<sup>3</sup>。SVF事業の目的<sup>4</sup>は、「テクノロジーの活用により各分野をリードする成長企業への投資を通して、AI革命を推し進め、世界規模のリーチ、比類なきエコシステム、そして長期的視点に立った資金提供により、起業家が革新的なビジネスを展開する起業家を支援」していくこととしている。

これを解釈すればユニコーンが社会・経済のエコシステムを変革させるイノベーションを創出する力に対する孫氏の信頼は揺らいでいないと考えられる。また、既存の大手の上場企業の多くが、ユニコーンが創出したイノベーションによって、デジタル・トランスフォーメーション（DX）の名の下、事業ポートフォリオの見直し、あるいはコア事業の変革まで迫られている。直近の10年間、多数のユニコーンを着実に生んできたプライベート・エクイティ市場（PE市場＝未公開株式市場）の果たしてきた役割は大きい。直近、大手の上場テック企業の株価が大幅に下落しており、それが未公開株式市場に与えるインパクトは大きいと思われるが、そこに焦点を当てて「ユニコーンの冬の時代」を強調して悲観する前に、PE市場の冬の時代の耐性とその将来性を見通すべく、PE市場がこれまで果たしてきた役割と存在意義を客観的に把握し、理解を深めることが重要であろう。既存のPE市場に構造的な課題が多いが、次世代のPE市場を左右する基盤となるベンチャー・エコシステムを着実に強化している取り組みにもっと注目すべきであろう。

1) 2022年8月8日、ソフトバンクグループ株式会社2023年3月期第1四半期決算説明会における孫正義氏の連結業績についての説明。

2) SVF事業は、SB Investment Advisers (UK)、SVF1 (SoftBank Vision Fund リミテッド・パートナーシップ (L.P.))、SB Global Advisers、SVF2 (SoftBank Vision Fund II-2 L.P.)、SBLA Latin America Fund LLC から成り、「ユニコーン」（投資時において企業価値が10億米ドル以上と推定される未公開企業）を中心に投資し、2023年3月期第1四半期末の時価純資産総額（NAV）18.5兆円を目指すファンド。同期末の投資先数は473社で累積利益は2020年度末では7兆945億円まで含み益が拡大したが、同期末では1,122億円まで含み益が縮小。

3) Bloomberg 9月14日

<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2022-09-14/RI784HDWX2PW01>。同記事では、「投資データを提供するプレキンによると、1号ファンドの今年3月までの内部収益率（IRR）は11%、2号ファンドは0%と業界平均の約38%、同45%をそれぞれ下回っている」としており、SVF事業の評価は分かれている。

4) <https://group.softbank/segments/svf>より抜粋。

# 1章 グローバル・プライベート・エクイティ市場の現状と課題

## ユニコーンの世界の誕生数の現状

図表1はユニコーンのグローバルベースでの総数を2018年から四半期毎に示している。総数は2021年第1四半期に前年同期比1.5倍程度に急増して116件となった。その後、2022年第1四半期まで100件の大台を上回り、2022年第2四半期に85と100件を割った。85件の水準でも、2020年第4四半期の47件の倍近い水準である。直近の1年間における主要3セクター別（フィンテック、リテール、デジタルヘルス）にユニコー

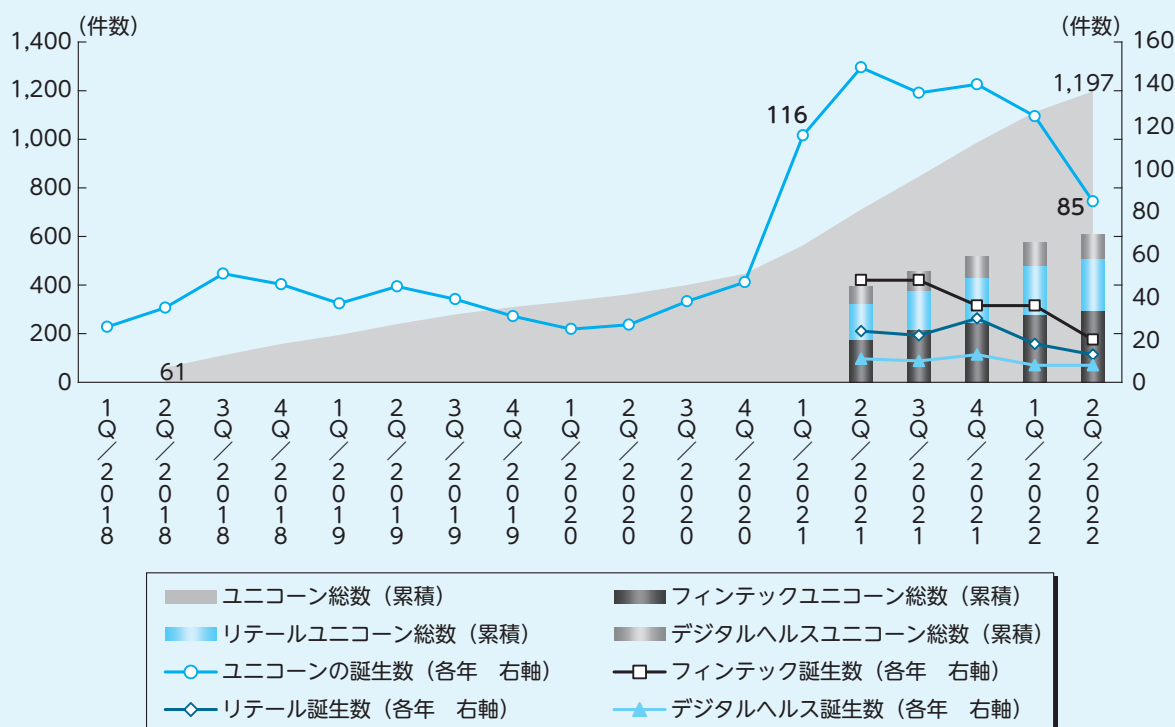
ン誕生数を、やはり四半期毎に見ると、いずれも減少しており特にフィンテックが大幅に減少している。

ユニコーンの累積総数は2018年第2四半期の61件から4年後の1,197件へと大幅に増加してきた。

## プライベート・エクイティおよびVCファンドの調達額の推移

図表2は、プライベート・エクイティ・ファンド（PEファンド）とVCファンドの資金調達額、ファンド数、ドライパウダー（投資家からの投資資金の中で投資が実行されていない滞留資金）<sup>5</sup>の

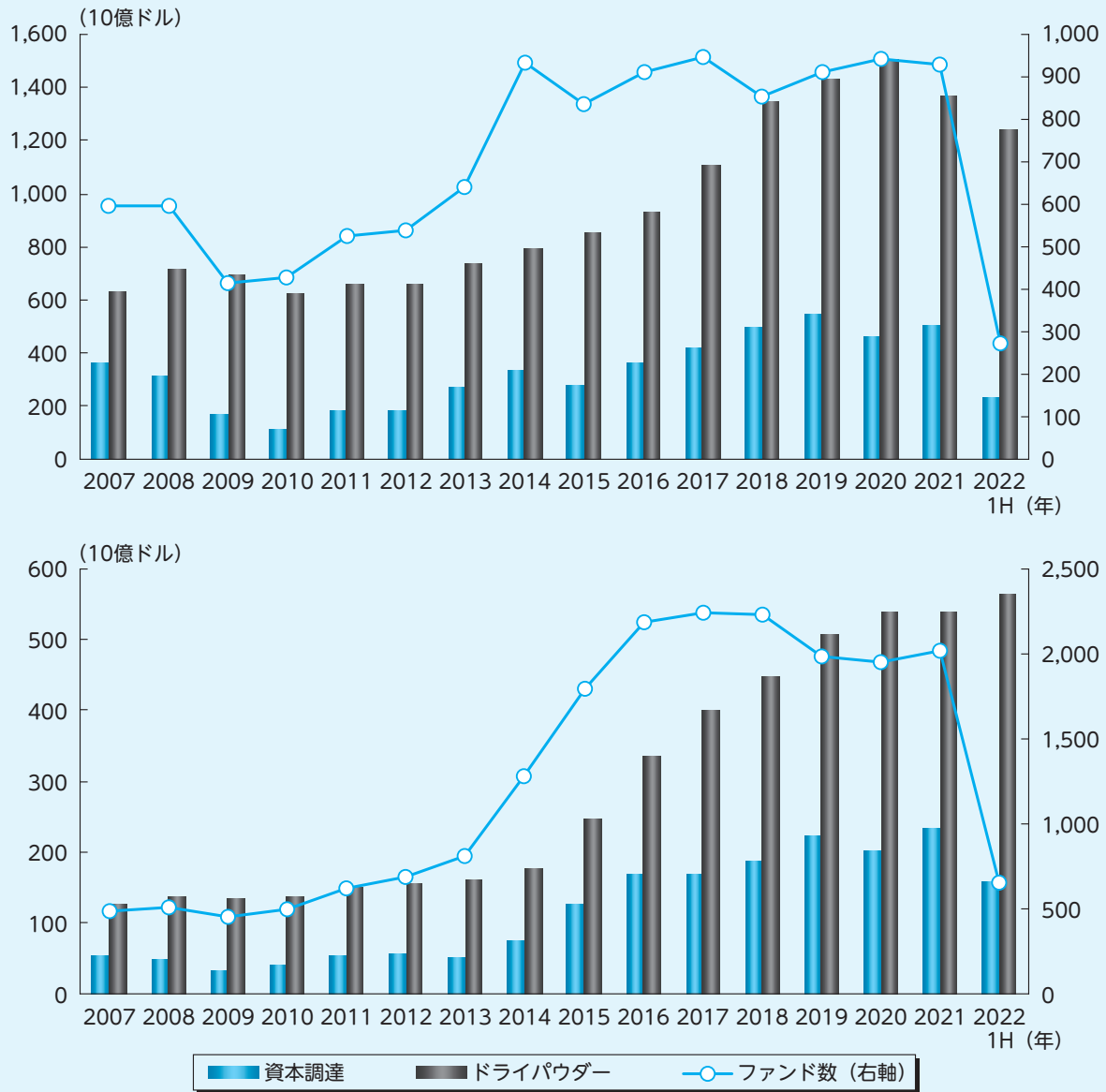
図表1 ユニコーンの総数（累積）と誕生数（四半期毎）の推移（グローバルベース）



(出所) CB INSIGHTS “State of Venture Global / Q2 2022” 掲載のデータから大和総研作成

5) ファンドがリミテッド・パートナーシップ（≒投資事業有限責任組合）であれば、ファンド運営者であるGPと投資家であるLPとの組合契約の間で結ばれる。すなわち、LPは組合契約を締結したときには実際の出資は実施せず、一定の上限額の範囲で出資を行う義務のみを負担する仕組みである。具体的な投資案件が絞り込まれたときにGPはLPにキャピタル・コール（出資履行請求）を行い、LPがそれに沿って出資する。

図表2 プライベート・エクイティ・ファンド（上）とVCファンド（下）の活動状況



(出所) PitchBook “Global Private Markets Fundraising Report / Q2 2022” 掲載のデータから大和総研作成

推移を 2007 年から 2022 年第 2 四半期まで表している。世界の PE ファンド、VC ファンドの資金調達額は、金利が大幅に上昇した 2022 年上半期になっても、高い水準を維持している。例えば PE ファンドでは、資金調達額が 2,320 億ドルと、半期で前年の 5,040 億ドルの半分近い水準に達している。ただし、資金調達を実施したファンド

数は上半期では 274 と前年の 930 の 3 割に満たない。これは、PE ファンドでは 50 億ドル以上のメガファンドが増加したことが背景にあると考えられる。逆に、2021 年は大小合わせて 930 のファンドが資金調達活動を行ったため、投資家は、長期の取引実績があり確立した地位にあるファンドマネージャーを優先することが必要であったと

思われる。これらを踏まえると、今後、メガファンド以外は資金調達活動が困難になることが想定される。VCファンドも同様のことがいえる。

今後は高金利が続くと筆者は考えている。滞留している資金は、プライベート・エクイティ市場を買い支えし、値崩れを妨げる可能性がある。これは売り手にとっては恩恵となるのだろうが、逆に、買い手にとってはプライベート・エクイティの価格が割高に保たれる可能性でもあり、逆に厄難であるともいえる。投資家は質の高いPEファンド、つまり有能なGPを見極める必要がある。そのためには、これまでのPEファンドへの投資実績に基づくGPとのネットワークが重要となる。

現在、プライベート・エクイティのドライパウダーは2020年の1.5兆ドルのピークから2022年上半期末の1.2兆ドルへと減少しているものの、10億ドル超の大手のPEファンドのドライパウダーの全体に占める比率が上昇している。大手のPEファンドは優秀なGPを抱えているため、投資コミットメントもなされ、エグジット（投資回収）の機会も多く、ドライパウダーが減少していると想定される。

ただし、今後、このドライパウダーが減少し続けるかは不透明である。例えばファンドの組成年ごとに、GPの能力に応じて、キャピタル・コールの多寡があるため、ドライパウダーの水準が異なる。このため、今後、PE市場の不安定な時期を迎える中で順調に投資が実行に移されるかは明確には見通せない。

その一方、VCファンドのドライパウダーは、増加率は低いものの2022年上半期末に5,624億ドルと新たなピークに到達している。この背景に

は、金利上昇、景気の下振れ等の投資環境の悪化に伴い、ベンチャー企業への投資機会が大幅に減少し、少ない質の高い投資機会で成果をあげる戦略にシフトせざるを得ないことから、ファンドの運営者であるGPの投資のスピードが落ちていることが挙げられる。

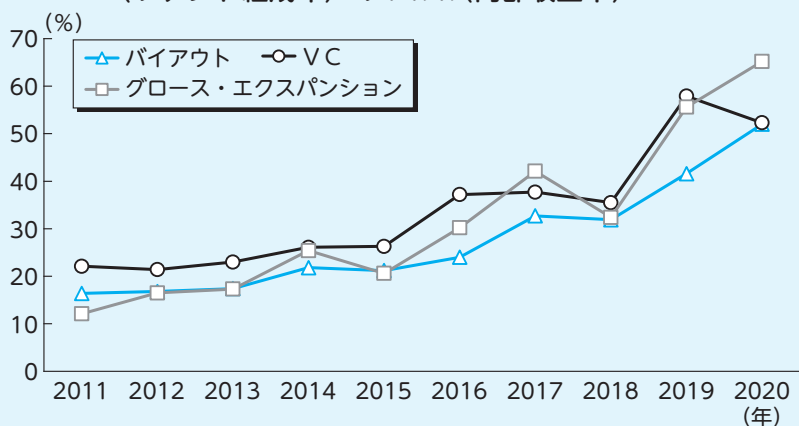
これらのVCファンドの特性を踏まえると、景気の悪化に伴い、VCファンドはより優れた能力を備えた質の高いスタートアップを求める可能性が高くなる。つまり量よりも質である。その一方、量よりも質を重視としながらも投資機会が見つけれず、結果的に魅力の低いスタートアップを投資対象とすることにもつながりかねず、リミテッド・パートナー（LP）は高金利が続く環境を考慮して別のアセットクラスを狙い、質の低いVCファンドから資本を引き出すリスクが高まる。ミューチュアル・ファンド、ヘッジファンドのといったクロスオーバー投資家から、IPO直前のベンチャー企業へと戦略的な投資資金が流入する可能性も低いだらう。今がVCファンドの正念場ともいえる。

## プライベート・エクイティ・ファンドおよびVCファンドのパフォーマンス

PE・VCファンドのパフォーマンスを測る指標に内部収益率（IRR）がある。これは正味現在価値（NPV）をゼロにする割引率と定義される。NPVとは、投資案件から将来得られる全てのキャッシュフローの現在価値から全ての投資額の現在価値を差し引いた差額である。図表3は、2011年から2020年の各年をビンテージ・イヤーとするPEファンド（バイアウト・ファンド<sup>6</sup>と

6) バイアウト・ファンドは成熟企業の再生を目指す大型投資を行うファンド。マジョリティ投資（議決権100%を目指す投資）、セカンダリー取引（既発行された他者が有する株式を買収する取引）、レバレッジの活用（デット（負債性資金）を活用したレバレッジド・バイアウト（LBO））という特性を持つ。

図表3 PEファンドとVCファンド別の各ビンテージ・イヤー  
(ファンド組成年)のIRR(内部収益率)



(出所) PitchBook “GLOBAL FUND PERFORMANCE REPORT (AS OF Q4 2021)” 掲載  
のデータから大和総研作成

先に挙げた最近10年の水準に比べると大きく見劣りする水準にとどまる可能性が高い。

以上をまとめると、ユニコーンの総誕生数、PE・VCファンドの資金調達と滞留資金の状況、IRRの水準には、PE市場がゴールデン・エイジから「冬の時代」へ移行していることが見て取れる。

グロース・エクспанション・ファンド<sup>7)</sup>とVCファンド<sup>8)</sup>のIRRを示したものである。10年間の平均はバイアウト・ファンドが17.4%、グロース・エクспанション・ファンドが20.3%、VCファンドが17.8%となっている。

しかしながら、金利の上昇とグローバル経済の不確実性の高まりにより、今後IRRは低くなる可能性が高い。一般的にPE・VCファンドは、資金調達のたびにNAVを再計算する。そうしたNAVは、これまでより高い金利とリスクプレミアムに基づく、これまでより高い割引率で将来のキャッシュフローを割り引いて求めることになり、そうして産出された企業価値は、従来よりも低くなると予想できるためだ。期末価値はIRRに非常に大きく影響するため、低い企業価値を期末価値に使用すればIRRは大幅に下がることになる。こうしたことから、今後公表されるIRRは

## 2章 米国プライベート・エクイティ市場の拡大の背景

ただし、冒頭で触れたようにPE市場の「冬の時代」をこれ以上深掘りしても、不安のみを助長するだけで、あり建設的ではない。PE市場のバブルは調整されていくと想定されるが、ここまで拡大を牽引してきた米国のPE市場の構造を分析することで、公開株式市場とは異なるあるいは公開株式市場を補完するPE市場の役割を見ていくこととする。

### 米国のPE市場が拡大してきた背景

米国のPE・VC市場は世界全体の中で、直近4年間のVC市場の調達金額、ディール数で各々約5割、約4割を占めてきた(図表4上)。さらにPE・VC市場のAUMでは各々約6割、約4

7) バイアウト・ファンドとVCファンドの中間に位置するスタートアップの最後の段階にある成長企業を投資対象とするファンド。

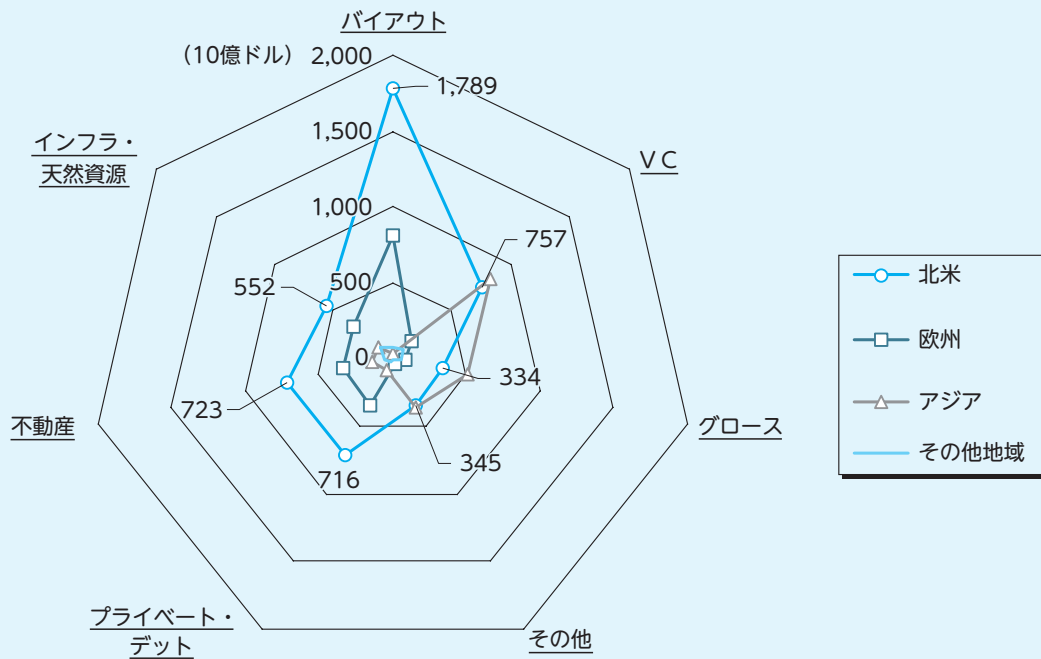
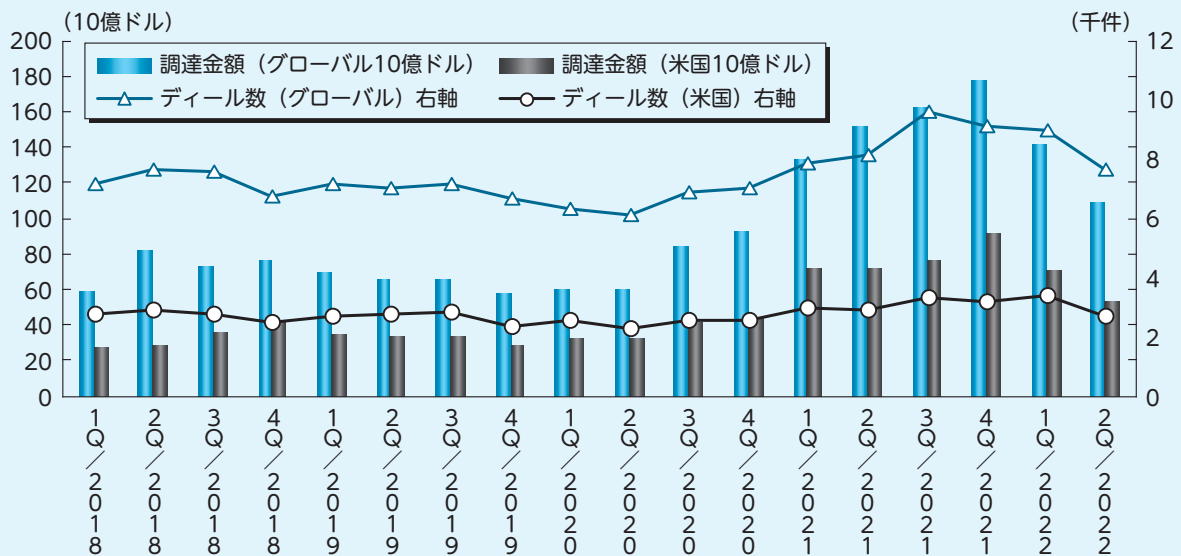
8) VCファンドは、ベンチャー企業(成長期ごとにシード(創業期)、スタートアップ(事業化期)、ミドル(成長初期)、レイター(成長期)に区分)を投資対象とするファンド。マイノリティ投資、プライマリー取引、フルエクイティという特性を持つ。マイノリティ投資では、議決権シェアが低いため、対象会社と自らの利害調整だけではなく、他の株主との利害調整が重要となる。ただし、バイアウト・ファンドと比較して、1件当たりの投資金額が少額となる。

割を占める（図表4下）。グローバルなPE・VC市場の成長のエンジンともいえる。

この米国のPE・VCの成長のエンジンの背後にはスタートアップする起業数の多さ＝イノベー

ションの多さが挙げられる。つまり起業数とそれに伴うイノベーションのシードの“母数”が多く、イノベーションを創出して社会・経済の変革につなげるユニコーン誕生の確率が高まってきたと

図表4 米国のVCファンドの活動状況（上）とPE・VCファンドの2022上半期末のAUM（下）のグローバル比較



(出所 上) CB INSIGHTS “State of Venture Global / Q2 2022” 掲載のデータから大和総研作成  
 (出所 下) McKinsey & Company “Private markets rally to new heights, McKinsey Global Private Markets Review 2022” P8 Exhibit3のデータ（オリジナルの出所元はPreqin）から大和総研作成

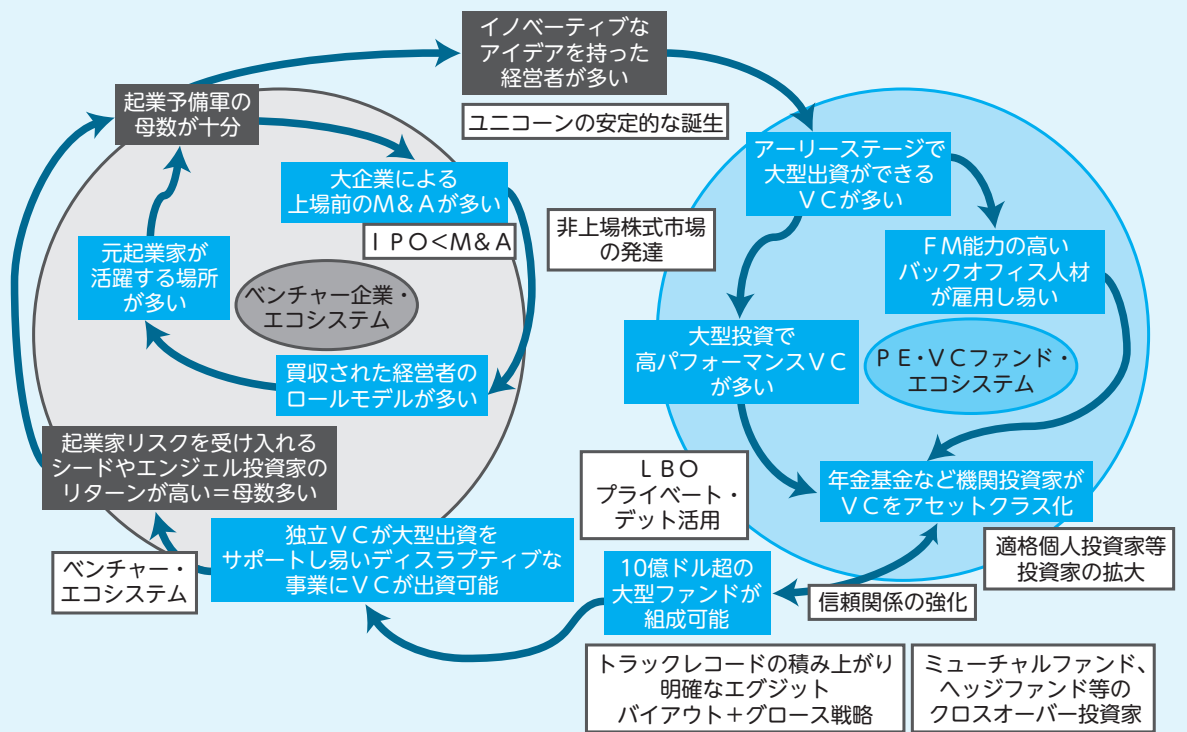
考えられる。この“母数”の多さを維持するベンチャー・エコシステムが重要な役割を果たしてきた（図表5）。

この図表5において、最も重要な要素は「起業予備軍の母数が十分」であり、これによって「イノベティブなアイデアを持った経営者が多い」ことにつながっていく。この背景には、様々な“しがらみ”がある大企業が自らイノベーションを創出するのではなく、スタートアップのイノベーション創出力を高く評価し、「大企業による上場前のM&Aが多い」こととなる。これにより「買収された経営者のロールモデルが多い」こととなり、たとえ失敗したとしても、「元起業家が活躍する場所が多い」ことから暗黙のセーフティネットが設けられているため、起業家は安心して起業できる。ベンチャー企業エコシステムが確立

されているため、「起業予備軍の母数が十分」となる。

ベンチャー企業エコシステムの中で経験豊富な「イノベティブなアイデアを持った経営者が多い」ことから、「アーリーステージで大型出資できるVCが多い」となる。イノベティブなことを事業化できる道筋を心得ている経営者が多く「大型投資で高パフォーマンスVCが多い」結果となる。これにより、「FM（ファンドマネージメント）能力の高いバックオフィス人材を雇用し易い」こととなり、コンプライアンスを含めたガバナンスの強化につながり、大型投資でも対応できるような組織力の向上が図れる。高パフォーマンスと組織力で機関投資家への対応力も強化され、機関投資家はPE・VCファンドをアセットクラス化することができる。これらを繰り返して

図表5 PE・VCファンドとベンチャー企業のエコシステムの経営資源の好循環





いき、PE・VCファンドのエコシステムが強化されることで、メガファンドの組成が可能となる。これにより、独立VCファンドが、既存の上場大手企業にとってはディスラプティブ（破壊的）なイノベーションでも中立的・客観的な立場から、ベンチャー企業への大型出資を実施しやすくなる。さらに、中立的な立場からイノベーションを評価することで、ベンチャー・ビジネスの目利きが向上し、創業初期段階の起業家リスクを受け入れるシード専門の投資家やエンジェル投資家のリターンが高くなる。これが起業家のインセンティブを高め、起業予備軍の母数を増やすことに貢献している。

これらのベンチャー企業の優秀な起業家予備軍を増やすエコシステムとPE・VCファンドの質の高いファンドを増やすエコシステムの相乗効果と経営資源の好循環が米国のイノベーションを高い確率で創出するベンチャー・エコシステム全体の強化につながっている。

### ベンチャー・エコシステムの信頼向上と規制緩和

上記のベンチャー・エコシステムの強化により、プライベート・エクイティ市場に対する投資家の信頼が向上すると、ベンチャー企業の資金調達を促進するような目的で規制緩和がなされたり、これまでの機関投資家中心の投資家層を、投資家保護を維持しながらも、個人の富裕層に拡大する規制緩和がなされてきた。

前者の「新興企業、中小企業の資本形成を促

進する制度改革」<sup>9</sup>では2012年に成立した新規産業活性化法<sup>10</sup>（通称JOB S (Jumpstart Our Business Startups) 法）を始めとして、2016年には株式投資型クラウド・ファンディング制度が創設された。さらに2019年にはSEC（米国証券取引所委員会（U.S Securities and Exchange Commission））にOffice of the Advocate for Small Business Capital Formationが設置された。これは2016年の“SEC Small Business Advocate Act”を根拠法として、資本市場における中小企業とその投資家の利益を促進するために、2019に設立された。

他方、ベンチャー企業や中小企業等の発行体は多様な私募（private placement）を活用できる制度が整備され、さらにその私募への投資家に対しては適格投資家制度（自衛力認定投資家（Accredited Investor））が拡充され、両制度が非上場株式の発行・流通を支えている。

前者は2020年11月、SECが、改正1933年証券法に基づく登録募集制度の枠組みの免除規定であり、同規定での私募証券とは、非上場企業が発行する非上場株式や、私募ファンド（PE・VCファンド等）が発行する株式等が該当する。この新たな枠組みでは、主にレギュレーションA、レギュレーション・クラウドファンディング、およびルール504 オファリングに基づく募集制限を緩和する。ただし、そのために明確で一貫した当該募集に関する投資家とのコミュニケーション規則を設け、さらに既存のオファリング規制との開示要件、投資家の適格要件、および悪意のある

9) 関雄太「米国・英国における非上場株式の発行・流通市場の活性化と適格投資家制度」野村資本市場研究所 2021年3月29日

10) Regulation 144A等に係る募集・販売において、一定の条件の下、広範囲な広告と一般勧誘を許容する、インターネットサイト等を通じた「クラウド・ファンディング」と呼ばれる資金調達に関する制限を緩和する、「Emerging Growth Companies (EGC)」という新しい発行体区分として創設し、サーベンス・オックスリー法404(b)条を一定期間免除する、等の期限付き規制緩和措置。

人物の資格剥奪条項を設定している。

上記の私募証券への投資に関する制度が整備されてきたことで、私募証券への投資家層が金融機関、機関投資家に加え、個人富裕層等に拡大してきている。前述したベンチャー・エコシステムが健全に強化されてきたことを踏まえ、政府が幅広い個人に非上場株式市場における投資機会を提供するために、自衛力認定投資家 (Accredited Investor) の範囲拡大を目指していることも、この拡大に貢献していよう。2020年8月にSECが自衛力認定投資家 (法人と個人両方) を定義しているレギュレーションDのルール501を改正した。個人に関しては純資産基準・所得基準に加えて、専門的知見 (認定教育機関からの資格取得など) を追加している。参考までに所得基準では、直近2年間の総収入が20万ドルを超える個人、または配偶者あるいはパートナーとの共同収入が当該年で30万ドルを超え、今年の収入水準が同じであると合理的に期待できる個人と規定されている。純資産基準では、個人の純資産、または配偶者やパートナーとの共同純資産が100万ドルを超える個人 (主な居住地を除く) と規定されている。さらに専門知識とは、特定の専門家または特定の専門的資格を持つ個人、プライベートファンドの「知識のある従業員」、およびSECおよび州に登録された投資顧問免許を有する個人 (法人はファミリー・オフィス) とされている。参考までに、銀行、ブローカー・ディーラー、保険会社、ミューチュアル・ファンド等SECに登録する投資会社等の法人も同法により自衛力認定投資家に定義されている。その中で1940年投資会社法に基づくクローズド・エンド・ファンドの事業開発会社 (BDC: business development company) も該当する。純資産の7割まで私募

証券に投資できる等の法的特性を持つBDCは、米国の大手金融機関・PEファンドで組成され、ニューヨーク証券取引所にも上場し、投資家に高い流動性を提供しているという特徴も持つ。

以上のように、ベンチャー・エコシステムが強化されてきた直近10年間で米国のプライベート・エクイティ市場に係る規制緩和は進められおり、その相乗効果により、プライベート・エクイティ市場が拡大してきたといえよう。

### 3章 米国プライベート・エクイティ市場で進むプラットフォーム化

規制緩和によってプライベート・エクイティ市場が拡大していけば、未公開株式市場の活用が増え、流動性が高まっていく。その一方、プライベート・エクイティ市場の拡大は上場株式市場の縮小につながることもあり得る。さらにPE市場の拡大によって、PE・VCファンドが抱える課題を解決するソリューション・サービス提供者であるプラットフォームが台頭してくる。さらにPE市場に注力していなかった大手資産運用会社がPE市場に強い資産運用会社を買収するなどの戦略の変化が見えてくる。

#### 非上場株式市場の台頭

一般的にプライベート・エクイティとは「未公開株式」であり、その「プライベート」とは「公開」「上場」 (=パブリック) の対義語であり、法的には流通市場 (=セカンダリー・マーケット) が存在しない特性を持つ。つまり、ニューヨーク証券取引所などの金融商品取引所において取引の対象となっていないという法的特性を有する。この

ため、その取得あるいは発行に関して、上場株式等であれば適用される様々な規制の一部が適用されない。

このような特性を持つP Eではあるが、ここに来て新たな動きがみられ始めている。将来の成長期待が高いベンチャー企業等の株式にフォーカスした参加者が限定された非上場株式市場が台頭してきている。その代表例としては、Nasdaq Private Market が挙げられる。2013年に先述したJ O B S法への直接的な対応として、未公開企業に流動性の提供を支援することを目的として設立された。2021年にNasdaqの完全子会社からパートナー（ゴールドマン・サックス、モルガンスタンレー等）からの出資を受け入れることで独立した。2021年には146社の非上場株式について計130億ドルの売買が行われ、設立以来の累積売買代金は420億ドル（2021年末）となった。その他にも非上場株式市場<sup>11</sup>として、CartaX、Republic、Forge Global等がある。特に、CartaXは将来的にはブロックチェーン技術を活用し、未公開株式市場のスマートコントラクトによるマーケットプレイスを目指している。

会社が未上場であることを選好する理由は、上場に伴うコスト及びリスクと比較した、1) 資金調達手段の多様化、2) 流通市場が提供する価格発見機能、3) 流動性の獲得という相対的な上場のメリットが低下していることがある。特に、2) については近年、適正な価格発見のための情報発信の中心的な役割を担うアナリストの中小型株のカバレッジが低下し、中小型株の適正な価格発見の機能が低下していることが挙げられる。さらに個人投資家のオンライン取引がスマホ等で爆発的

に普及し取引所へのアクセスビリティが飛躍的に向上しているため、投資コミュニティ及び主要メディアの短期志向化に拍車がかかり、ファンダメンタルよりもテクニカル偏重の投資になっていることも中小型の上場株式の価格発見機能を歪めている要因として挙げられる。

3) の流動性の観点では、非上場特権制度の導入により、上場株式は上場する取引所以外でも売買が可能となり、1998年のレギュレーションA T S（代替取引システム）、2006年のレギュレーションN M S（ナショナル・マーケット・システム）の導入により執行市場間の競争が加速して市場の細分化が発生してきた。これにより、中小型株では、各市場の板の厚みが薄くなることで、大口注文執行時のマーケット・インパクト・コストが上昇し、売買が困難になっている傾向にある。

### ファンドの業務アウトソースによるベンチャー・エコシステムの強化

V Cファンドは、マイノリティ投資という特性を持ち、そこでは議決権シェアが低いいため、対象会社と自らの利害調整だけではなく、他の株主との利害調整が重要となる。バイアウト・ファンドと比較して、1件当たりの投資金額が少額であるため、ファンドレベルでは分散が効くが、案件数が増えてポートフォリオが拡大するほど、管理業務が煩雑化する。他方、追加の資金調達（＝追加のファンドレイズ、追加ラウンド）を前提にしているため、自社の持分は希薄化（ダイリューション）する可能性がある。追加ラウンドの際には、各々のラウンドで、米国では、会計規則上、対象会社のNAVが算出されるため、NAVの評価

11) 同市場の運営者はA T S（代替取引システム）やブローカー・ディーラー等でS E C登録し、複数のマーケットメーカー等を参加させ、それら参加者から非上場株式の気配値の提示を得ることで流動性を創出する役割を担う。

=企業価値の評価方法<sup>12</sup>に影響を受けることとなる。ベンチャー企業においても、キャップテーブル（株主構成表）の管理業務や、企業価値算出業務等のバックオフィス業務が煩雑になり、ビジネスに集中できない環境に置かれる。

これらの管理業務をワンストップで提供する Carta や Fidelity Investments が出資する Shoobx などがサードパーティとして管理業務の請負先となり、プラットフォームを形成しはじめています。これによって、ベンチャー企業の成長段階に合わせた資金調達<sup>13</sup>の実施が効率的になり、P E市場の拡大を促進しているといえよう。

### 大手資産運用会社の戦略の変化（富裕層向け個人の販売への規制緩和）

大手の資産運用会社がプライベート・エクイティに強い中堅の資産運用会社を買収している動きが見られる。これが一時的な動きか、明確なトレンドか見極める必要がある。

その中の一つとして、2021 年末のティー・ロウ・プライスによる大手オルタナティブ・クレジット・マネージャーの Oak Hill Advisors, L.P. (OHA) の約 42 億ドルでの買収が挙げられる。ティー・ロウ・プライス(2021 年アニュアルレポート)の目的は、機関投資家および個人に投資意欲が高い急成長するプライベート・エクイティ、プライベート・クレジットを含む「プライベート・マーケット・プラットフォーム」を「既存のグローバル・プラットフォーム」に補完させ、新たなプラットフォームを構築することとしている。そ

の中には、OHAの独自の規律あるファンダメンタル・リサーチが含まれており、新たなプラットフォームにシームレスな移行を可能にする文化的適合性も見られたとしている。これらを踏まえると、ティー・ロウ・プライス、OHA双方とも既存のプラットフォームに新たな付加価値を加えることが目的であると考えられる。さらに規制緩和に伴い個人向けにプライベート市場の商品を販売する機会が増えることが想定され、これによるコンプライアンスの負担も増え、ファンド運営コストの削減のためには、ワンストップで規模を大きくする必要があると考えられる。ブラックストーンでさえ、プライベート市場では規模の経済を更に働かせる必要があるとしている。

他方、プライベート・エクイティ市場の場合、GPの目利き機能は、ファンドの期間が10年であるため、その持続性が問題となる。スタートアップ企業のビジネスモデルの最低10年間の持続可能性と成長可能性の両方を判断する必要がある。その両方の判断能力をもっている、経済構造、社会構造の変化により成長産業が大きく変化していく中で、GPの目利き機能は時代遅れになることがあり得る。このため、例えばPEに強い中堅のブティック型の資産運用会社は、GPとしての優秀な人材を組織として抱えておくことは難しく、ビジネスモデルの限界が見えてくる。このため単独でのIPOが難しくなる。加えて投資家とのつながりが弱ければ、大手の資産運用会社に買収される。

これらを踏まえると、プライベート市場のプ

12) 評価手法としては、回収額が投資額の何倍になったかを見る投資回収倍率 (Multiple of Cost; MOC) や、借入や金利水準に関わらず企業本来のキャッシュフローの創出力を示す EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization; 営業利益+減価償却費) がある。EV (企業価値) が EBITDA の何倍かという指標も重要視される。

13) 前述の成長ステージごとに、先述した資金調達の段階 (投資ラウンド) として、シリーズA (アーリー)、シリーズB (ミドル)、シリーズC (レイター) がある。

プラットフォームという新たな付加価値を加えながら、大手資産運用会社間でのプラットフォームの競争が激化していく可能性が高くなっていると考えられよう。この意味で、米国のPE市場はプラットフォーム化による規模の拡大が将来的にも有効か否かの転換点を迎えているともいえよう。

## おわりに 今後のプライベート・エクイティ市場の行方

今後のプライベート・エクイティ市場の見通しを、第1章のようにPE市場でのPE・VCファンドの資金調達活動の停滞、ドライパウダーの積み上がり、NAVの下落など、悲観させる材料は確かに多い。

しかし、米国のプライベート・エクイティ市場には、過去のイノベーションに安住せず、将来の

イノベーションを見出す目利き力を強化するベンチャー・エコシステムが根付いているため、将来の見通しはそれほど悲観的ではない。ここでの目利き力とは、成長が確実なスタートアップ企業やアイデアを見極める力を指す。そんな力を構成するのは、多数のスタートアップ企業に関する情報を収集し、投資できるだけのネットワークを持つ力と、そうしたスタートアップ企業の中から成功する企業を選別し、さらに育てる力である。これらを強化し、投資した企業のうち成功する企業の割合を高めることで、目利き力は強化される。米国のベンチャー・エコシステムでは、ビジネスアイデアを世界規模で収集することができ、その結果投資対象のユニバースも世界規模で考えることができる。つまり米国にはスタートアップを育てる環境が整備されていることから、目利き力、つまり成功確率は自ずと高くなる。今回の新型コロ



ナの影響による供給制約が残る中、ロシアのウクライナ侵攻によって米欧を中心に物価は高騰し、同時に景気の先行きは不透明なものとなっている。そのような環境はスタートアップの資金調達に影響を与えるが新たなビジネスモデルの創造が左右されることはない。むしろ今の環境で、創造性が乏しいにもかかわらず安易に資金調達が可能であったスタートアップは淘汰され、投資対象のユニバースは健全化すると予想する。

創造性よりも資金ありきのベンチャー・エコシステムの持続可能性は、今回のような経済的な逆風が吹くとたちまち低下してしまう。これは日本のベンチャー・エコシステムを強化していく上で、非常に重要なインプリケーションを持つのではないか。

【参考文献】

- ・幸田博人(著、編集)「プライベート・エクイティ投資の実践」中央経済社 2020年3月
- ・CB INSIGHTS “State of Venture Global / Q2 2022”
- ・PitchBook “Global Private Markets Fundraising Report / Q2 2022”
- ・McKinsey & Company “Private markets rally to new heights, McKinsey Global Private Markets Review 2022”
- ・関雄太「米国・英国における非上場株式の発行・流通市場の活性化と適格投資家制度」野村資本市場研究所 2021年3月29日
- ・後藤潤一郎「J P Xワーキング・ペーパー 変貌する米国上場市場におけるマーケットの浄化作用」株式会社日本取引所グループ 2020年1月30日

[著者]

内野 逸勢 (うちのはやなり)



金融調査部  
 主席研究員  
 担当は、金融機関経営、  
 グローバル金融課題