

2024年3月12日 全11頁

# 投資信託への非上場株式の組入れ

## 流動性リスク管理と非上場株式の評価に係る米国の先行事例

金融調査部 研究員 森 駿介

### [要約]

- スタートアップ等への成長資金供給策の一環として、投資信託への非上場株式の組入れに係る枠組みを整備する投資信託協会の自主規制規則等の一部改正が2024年2月に実施された。
- 投信への非上場株式の組入れの普及に当たって、実務の蓄積が必要とみられる①流動性リスク管理、②非上場株式の評価の2つの観点から、非上場株式の組入れで先行する米国ミューチュアル・ファンド(MF)を取り巻く規制や実務の動向等を分析する。
- 非上場株式に投資するMFの組入れ比率の中央値は0.5%であり、ほとんどのファンドでは流動性リスクが懸念されるほど組入れ比率は高くない状況である。また、投資する優先株式の設計を通じて流動性などのリスク管理を行っていることが推察される。
- 非上場株式の評価について、米国証券取引委員会(SEC)は、2020年に評価実務の枠組みを規定する規則を採択している。もっとも、MFによる非上場株式の評価状況をみると、見直し頻度が低い、同じ企業が発行する株式でもMF間で評価が分かれることも少なくない、上場する類似企業の株価の動きに評価の見直しが遅行する傾向にある、といった課題も指摘されている。

## 1. はじめに

日本政府における新しい資本主義の実行計画の一環として、スタートアップ等への成長資金供給の活発化のための政策が進められている。2022年6月7日に閣議決定された同実行計画の「[フォローアップ](#)」では、スタートアップ等への円滑な資金供給や投資家への多様な投資機会の提供に資するよう、投資信託(投信)への非上場株式の組入れに係る検討が提言されている。

また、金融庁金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」・「資産運用に関するタスクフォース」が2023年12月12日に公表した[報告書](#)では、成長資金の供給と運用対象の多様化の実現の観点から幅広い提言がなされている。その中に、ベンチャーファンド市場の活性化に向けた規制緩和や非上場有価証券の取引の仲介業務等の参入要件緩和などに加えて、投信への非上場株

式の組入れを行うための枠組み整備も盛り込まれている<sup>1</sup>。投信への非上場株式の組入れに係る枠組み整備については、他の提言に先んじて投資信託協会が自主規制等の見直しを検討され、2023年12月21日に改正内容が公表されている。

投信への非上場株式の組入れは、上場前のスタートアップが（新規株式公開（IPO）以外で）資金調達しやすくなることにより、時価総額が小さいまま上場する小粒上場問題の解決にも繋がり得るほか、投資家にとっても投資対象が拡大し、更なる収益機会や分散投資の機会になり得る。企業からも、機関投資家から出資を受けた実績は上場時の新たな投資家へのシグナリングに繋がる上に、未上場時から上場後まで株式を継続保有してもらうことで上場後に株主構成が個人投資家に過度に偏ることを避けられる、IPO時に株式が大量に売却されるという「オーバーハング」の解消に繋がり得る、といった効果を期待する声もある<sup>2</sup>。

ただし、これまで投信への非上場株式の組入れは、ほとんど行われてこなかった。今後は特に流動性リスク管理や非上場株式の評価方法について、実務の蓄積が必要になるものと思われる。そこで、以下では、自主規制規則等の見直しの内容を概観（2章）した後に、米国のミューチュアル・ファンドにおける非上場株式の組入れに関連する規制と実務、直面する課題を確認（3章）する。ここでは特に、非上場株式への投資を行う上で課題となる流動性の低さと、取引相場がないことによる評価の困難さについて、先行事例としての米国の対応状況をみることで、日本で投信への非上場株式の組入れを進めていく上での示唆を検討（4章）する。

## 2. 「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正

### 日本におけるこれまでの課題

法令上、投信への非上場株式の組入れは従来も禁止されていなかった。しかし、組入れ比率のあり方や非上場株式の評価方法が明確になっておらず、実際には行われてこなかった。

例えば、組入れ比率については、2020年6月の投資信託協会「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正により、全ての投資対象資産について、流動性の程度に応じて4つの階層に分類した上で、最も流動性が高い階層（高流動性資産）の下限保有率と最も流動性の低い階層（非流動性資産）の上限保有比率を個別の投信にて定めることなどが義務付けられている<sup>3</sup>。これは、保有資産の流動性と顧客からの解約頻度との間に生じる流動性ミスマッチの緩和のために、運用会社に流動性リスク管理態勢の整備を促すものである。しかし、非上場株式が含まれる非流動性資産について、組入れ上限に関する一定の数値基準は自主規制等で設定されなかった。

<sup>1</sup> 詳細は、横山淳・森駿介・矢田歌菜絵「[資産運用タスクフォースの報告書](#)」、大和総研レポート（2023年12月15日付）を参照。

<sup>2</sup> 日本証券業協会「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」第3回（2021年2月25日）などを参照。

<sup>3</sup> 投資信託等の運用に関する規則 第2条の4。詳細は、鈴木利光「[ファンドの流動性規制案、2022年1月適用](#)」、大和総研レポート（2020年5月13日付）を参照。

また、投信の組入資産の評価は、原則として時価で行うことが求められている<sup>4</sup>。ただし、非上場株式の評価については、上場株式と異なり取引相場がないため、第一種金融商品取引業者等から提示される「気配相場」で基本的に評価することとされていた。しかし、気配相場で評価可能な非上場株式は存在せず、非上場株式の組入れは事実上困難だったとの指摘があった<sup>5</sup>。

## 「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正の内容

投資信託協会は、先述の「フォローアップ」や市場制度ワーキング・グループ（WG）での提言や議論を踏まえ、必要な枠組みを整備するため、2023年12月21日に「投資信託等の運用に関する規則」等の一部改正の内容を公表した。主なポイントは、図表1の通りである。

この改正により、新たに15%という組入れ比率の上限が明記されるとともに、流動性確保の

図表1 投資信託協会の自主規制等の一部改正におけるポイント

事項	概要	該当規則等
組入れ比率の上限	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 非上場株式（投資ビークル等を通じた間接保有分含む）等は、原則として純資産総額の15%が上限。</li> <li>○ 投資家保護の観点から、以下のように、投信の商品特性に応じて、委託会社として必要な措置を講じた場合、15%超の組入れが可能。 <ul style="list-style-type: none"> <li>① 流動性の確保が担保できる措置及び受益者間の平等性に配慮するための措置（解約措置など）を講じた上で、当該措置について目論見書等に記載</li> <li>② 目論見書等の契約締結前開示資料中に非上場株式等への投資に関するリスクについて投資家への注意喚起を記載</li> </ul> </li> <li>○ 組入れ比率を15%以内とする投信においても、委託会社が必要と判断する場合は、同様の措置を講ずる。</li> </ul>	投資信託等の運用に関する規則 第11条第1項第2号（改正）、第11条第2項及び第3項（新設）
非上場株式等の審査	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 非上場株式等について、以下の事項の審査を義務付け。 <ul style="list-style-type: none"> <li>① 非上場株式等の発行会社の経営の健全性確保の状況</li> <li>② 財務諸表や連結財務諸表に継続企業的前提に重要な疑義を抱かせる事象が発生していないか否か</li> <li>③ このほか、委託会社として必要と認められる事項</li> </ul> </li> <li>○ 適正な審査を行うに足る社内管理態勢の構築、審査内容等の記録保存、上記の事項の継続的な審査を義務付け。</li> <li>○ 非上場株式等を間接保有している場合の審査は、当該投資先において適切な審査体制が整備されていることを確認する。</li> </ul>	投資信託等の運用に関する規則 第11条の2（新設）
非上場株式等の要件	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 非上場株式等を間接保有している場合、当該投資先である投資ビークル等が監査を受けていれば、当該投資先が保有する非上場株式等の監査までは求めない。</li> </ul>	投資信託等の運用に関する規則に関する細則 第2条（改正）
評価方法	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 非上場株式の評価については、公正価値測定を用いて時価で評価。</li> <li>○ 上場予定株式の評価について、気配相場の発表が行われないものは、取得価額で評価。ただし、既に公正価値測定を用いて時価で評価している場合は、時価評価を継続できる。</li> </ul>	投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第13条、第14条第1項（改正）、第14条第2項削除等

（出所）投資信託協会より大和総研作成

<sup>4</sup> 投資信託財産の評価及び計理等に関する規則 第3条。

<sup>5</sup> 金融庁金融審議会「市場制度ワーキング・グループ」（第15回）事務局説明資料（2022年2月17日）p. 14。

ための措置や目論見書等での注意喚起など必要な措置を講じた場合は 15%超の組入れも可能とされた。さらに、投資時やその後の継続的な審査、審査のための社内管理態勢の構築、公正価値測定を用いた時価評価を義務付けている。ただし、例えば、2022 年 6 月に公表された市場制度 WG [中間整理](#)で提言<sup>6</sup>されていた非上場株式の評価を更新すべき場合や頻度等については本改正では特段示されていないなど、実務の蓄積が必要な点もあるように思われる。

なお、上記の改正は 2024 年 2 月 15 日に実施されており、実施日以後、新たに有価証券届出書を提出したものから適用される。

### 3. 米国ミューチュアル・ファンドにおける非上場株式組入れからの示唆

#### (1) 非上場株式への投資状況とその影響

翻って米国では、ミューチュアル・ファンド (MF) を通じた非上場株式への投資が以前から行われている。MF のうち、非上場株式に投資するファンドの本数・投資額は、2007 年初には 14 本・約 1.1 億ドルに過ぎなかったものが、2022 年 6 月には 113 本・約 150 億ドルまで拡大している<sup>7</sup>。米国株ファンドに占める割合は本数ベースで 6%程度である。また、MF による非上場株式への投資額のうち、8 割強はフィデリティ・インベストメンツとティール・ロウ・プライスの 2 社で占められている (2022 年 6 月時点)。以前は両社以外の運用会社が占める割合も相応に高かったものの、非上場株式の流動性の低さなどを受けて、新規の投資を取り止める運用会社や、銘柄選択を慎重化する運用会社が出てきたことが背景にある。

非上場株式に投資する MF はイグジット手前 (上場する前の 1~2 年間) のレイターステージの企業に投資する傾向にある<sup>8</sup>。もっとも、それよりも早い段階で投資することもある。実際、2011~2016 年には MF による出資の 2 割弱がアーリーステージ向けだった<sup>9</sup>。

また、ベンチャーキャピタル (VC) が投資している企業を、MF が投資しているか否かで 2 つのグループに分けてみると、両者の間にはいくつか明確な違いが現れる (図表 2)。顕著な違いとして、MF が投資している企業にも投資している VC は、そうでない VC に比べて設立年数が長く、投資先の企業数やイグジット済みの企業数が多い。これは、MF が投資先企業の選別に当たり、より豊富な経験を持つ VC が投資している企業を選択する傾向があることを示唆している。背景には、非上場企業と MF との間の情報の非対称性が大きい中で、VC の質の高さのある種の認証としている可能性や、投資先企業のモニタリングを VC に期待している可能性がある。また、MF の投資先企業はイグジットに当たって、M&A よりも IPO で行う傾向も見取れる。

<sup>6</sup> 同中間整理では、「投資信託協会において、非流動性資産である非上場株式の組入れ比率のあり方や、基準価額の算定における非上場株式の評価のあり方 (評価を更新すべき場合や頻度を含む評価方法のあり方、評価体制の整備・検証等) について、適切な枠組みを整備すべきである」との考え方が示されていた。

<sup>7</sup> この段落は、Jack Shannon and Katie Reichart (2022) “Tracking Unicorn Companies in U.S. Mutual Funds”, Morningstar Manager Research を参照。

<sup>8</sup> 日本証券業協会「非上場株式の発行・流通市場の活性化に関する検討懇談会」第 4 回 (2021 年 4 月 23 日)。

<sup>9</sup> S. Kwon, M. Lowry and Y. Qian (2020) “Mutual Fund Investments in Private Firms”, Journal of Financial Economics, 136, pp407-443.

MFによる出資を背景に、MFの投資先企業は、そうでない企業よりも資金調達額が大きくなる傾向にある。別の分析では、MFによる出資額が大きくなるほど企業が非上場に留まる確率が高くなるとの推計結果もある<sup>10</sup>。なお、日本ではレイターステージにおける大口の資金の出し手が不足していることなどを背景に、小粒上場が多くなっている。スタートアップ企業が早期に上場市場にアクセス可能となる面ではメリットがあるものの、新興市場の売買の担い手が個人に偏っており、成長資金の確保のための公募増資等が困難になっているとの指摘もあり、問題視されている<sup>11</sup>。投信による非上場株式組入れが進展すると、上場を急ぐことなく成長投資を行いやすくなる可能性がこれらの分析からは示唆される。

図表2 ミューチュアル・ファンドの投資の有無でみた企業の特徴（1990～2016年）

	(1) 投資するVCの特徴			(2) 企業の資金調達の特徴			(3) イグジットに関する特徴		
	設立 年数	投資先 企業数	イグジット 済みの 企業数	優先株式 による 資金調達 回数	関与 する VC数	資金 調達額 <\$ mil>	イグジット 済み	IPOでの イグジット 済み	M&Aでの イグジット 済み
MFからの 資金供給	17.0	41.0	16.7	4.5	6.7	97.4	49%	31%	18%
MFの投資先企業 それ以外の企業	14.0	32.3	9.9	3.1	3.7	22.0	27%	5%	23%

(注1) VCの投資先企業である28,516社が分析対象。うち、MFからの出資を受けた企業は270社。

(注2) (1)については、企業による優先株式を通じた初回の資金調達時におけるVCの特徴。

(出所) Kwon, Lowry and Qian (2020)より大和総研作成

## (2) 流動性リスク管理に関する規制と実務

### 流動性リスク管理に関する規制

米国では1992年3月以降、MFの組入資産のうち非流動資産(illiquid assets)への投資比率を15%以内とすることが米国証券取引委員会(SEC)のガイダンスで求められている<sup>12</sup>。それ以前の上限は10%だったが、市場が不安定な時期でもMFが解約要求に応えられていたこと、間接金融のみでは企業の資金ニーズに応えきれないことなどが当時の上限引き上げの理由として示されていた。

もともと、近年は流動性リスク管理を厳格にする方向に規制の見直しが図られている。2018年12月1日には、10億ドル以上の資産規模のオープンエンド型ファンドに対して、流動性リスク管理を強化する規制の適用が開始された<sup>13</sup>。具体的には、流動性リスク管理プログラムが導入され、オープンエンド型ファンド(MMF除く)は投資資産を4つの流動性区分に応じて分類することやその評価、保有資産の流動性区分や流動性区分ごとの保有割合などについてSECへの月

<sup>10</sup> 脚注9参照。

<sup>11</sup> 例えば、松井優二郎・文谷和磨「わが国ベンチャービジネスの現状と課題」日銀レビュー(2022年6月20日付)参照。

<sup>12</sup> SEC “Revisions of Guidelines to Form N-1A, Investment Company Act Release No. 18612” (1992年3月20日付)

<sup>13</sup> SEC “Investment Company Liquidity Risk Management Program, Investment Company Act Release No. 32315”、SEC “Investment Company Reporting Modernization, Investment Company Act Release No. 32314” (いずれも、2016年10月13日付)。

次の報告、高流動性資産（highly liquid investment）<sup>14</sup>の最低保有比率の設定などが義務付けられた。また、4つの流動性区分のうち、従来は1992年のガイダンスで示されていた「15%以内」という非流動性資産の投資上限が2018年の規制で明文化されている。さらに、流動性リスク管理ツールの一つであるスウィングプライシング<sup>15</sup>の任意での導入が認められている。

なお、SECは2022年11月2日にオープンエンド型ファンドの流動性リスク管理の更なる強化を求める規則改正案を公表している<sup>16</sup>。ここでは、スウィングプライシングの導入義務化のほか、流動性バッファー（純資産10%相当以上の高流動性資産の保有要件）の導入、低流動性資産（less liquid investment）<sup>17</sup>の分類を廃止した上で、同分類に該当する資産を非流動資産に分類、流動性リスク管理に係る報告頻度等の向上などが盛り込まれている。

### MFによる非上場株式の組入れ比率の状況と流動性リスク管理

MFによる非上場株式の組入れ状況を見ると、15%の投資上限付近まで保有するファンドは少ない。2022年6月時点で、非上場株式の組入れ比率が5%超であるMFは9本に限られている上に、非上場株式を少しでも保有するMFのうち、組入れ比率の中央値は0.5%である<sup>18</sup>。

もともと、ファンドの解約に対して流動性の高い上場株式の売却により対応した結果、非上場株式の組入れ比率が上昇した事例や、小規模ファンドが投資するスタートアップ企業の1社が急成長した結果、そのファンドの非上場株式の組入れ比率が12%近くまで上昇した事例がある。流動性リスク管理を確実にするために、組入れ比率の上限を規制上の水準より低い10%と社内規定で定める運用会社も存在する。

非上場株式投資に伴う流動性リスク管理の必要性は、MFの投資行動にも影響している。実際、資産規模が小さいMFや、ファンドへの資金フローのボラティリティが大きいMFほど非上場株式に投資する確率が低下する傾向にある<sup>19</sup>。すなわち、ファンドの負債サイドの流動性リスク（解約リスク）が高いと、資産サイドで流動性リスクを取りづらくなることが示唆される。さらに、非上場株式の組入れ比率上位25%のファンドについては、VCファンドのパフォーマンス指数が悪化している時期において、「対ベンチマークリターン1%の低下に対する資金純流出額の

<sup>14</sup> 米国においては、現金及び現在の市況において、3営業日以内に著しい時価の変動を伴わないで現金化できる妥当性が予見できる資産。

<sup>15</sup> ファンドの大量解約を喚起するような不安定な市場環境下において、解約した投資家に適切な解約コストを負担させるべく、ファンドの純資産価値（NAV）の調整を許容し、その他の投資家の持分希薄化を防止する仕組みをいう。

SEC “Investment Company Swing Pricing, Investment Company Act Release No. 32316”（2016年10月13日付）

<sup>16</sup> SEC “Open-End Fund Liquidity Risk Management Programs and Swing Pricing; Form N-PORT Reporting, Release No. 11130”（2022年11月2日付）。

<sup>17</sup> 米国においては、現在の市況において、7日以内に著しい時価の変動を伴わないで売却または処分できる妥当性が予見できる資産。ただし、当該売却または処分が7日以内に決済される妥当性が予見できること。

<sup>18</sup> 脚注7の文献を参照。

<sup>19</sup> Chernenko., Sergey, Josh Lerner, Yao Zeng (2021) “Mutual Funds as Venture Capitalists? Evidence from Unicorns”, The Review of Financial Studies, 34(5), 2362-2410. 参照。ここでは、5億ドル以上の時価総額を持つVC投資先の非上場企業が発行する株式の投資状況を分析している。

感応度」が平均 0.42～0.68%との推計もある<sup>20</sup>。このような推計値は、日本においても非上場株式の組入れを行う投信の流動性リスク管理の一環として、キャッシュフロー予測を行う上で参考になるかもしれない。

### 償還請求権などの条項を通じた流動性リスク管理

米国のスタートアップの株式による資金調達では、普通株式ではなく優先株式が発行されることがほとんどである。この際に、流動性リスク管理などの観点から、MFが参加する資金調達、もしくは調達額のうちMFの出資分の割合が大きい資金調達の際には、それ以外の資金調達と比べて、償還請求権（買取請求権）やIPOラチェットなどの条項が投資契約に盛り込まれやすい傾向にある（図表3）<sup>21</sup>。

図表3 ミューチュアル・ファンドが選好する優先株式における条項

条項	内容
償還請求権 (Redemption rights)	投資家が保有する優先株式の買戻しを企業に要求する権利。取得価額もしくは優先株式の公正価値評価額に対するマルチプルで買戻される。
IPOラチェット (IPO ratchet)	IPOでの公開価格が特定の株価水準未満となった場合に、その差額の不足分を埋め合わせる形で追加の普通株式が付与される権利。
ダウンラウンドIPO に対する拒否権 (Down-IPO veto)	IPO時に通常行われる優先株式から普通株式への転換を、ダウンラウンドIPO時に拒否する権利。

(注) ダウンラウンドIPOは、IPO時の公開価格がIPO直前の優先株式発行時の発行価格を下回るIPOのこと。  
(出所) Chernenko, Lerner and Zeng (2021)より大和総研作成

例えば、保有する優先株式の買戻しを投資家が企業に対して要求できる権利である償還請求権は、投資家にとって損失防止に繋がるだけでなく、原則として優先株式発行の一定期間後に初めて権利行使が可能になることから、起業家に当該期間までに上場を目指す誘因を与えること、さらには流動性リスク管理にも寄与すると考えられている<sup>22</sup>。基本的には中途解約の仕組みがないVCと比べて、流動性を高め得るこのような条項は、流動性ミスマッチを抱えるMFにとって重要性がより高いとみられる。

なお、流動性リスク管理と直接的な関係は薄いものの、IPOラチェットと呼ばれる希釈化防止条項が設けられるケースも多い<sup>23</sup>。これは、IPO時の公開価格が、IPO直前の優先株式による資金調達時の発行価格より低い場合に、当該優先株式1株を「優先株式の発行価格÷IPO時の公開

<sup>20</sup> Agarwal., Vikas, Brad Barber, Si Cheng, Allaudeen Hameed, and Ayako Yasuda (2023) “Private Company Valuations by Mutual Funds”, *Review of Finance*, 27(2), 693-738.

<sup>21</sup> 脚注19参照。

<sup>22</sup> 脚注19の文献による投資契約に精通した弁護士への聞き取り調査を参照。ただし、日本においては、大手企業やVCによる買取請求権の活用が優越的地位の濫用に当たるケースも少なからず存在することを懸念する指摘もある。詳細は、以下を参照。

公正取引委員会・経済産業省「スタートアップとの事業連携及びスタートアップへの出資に関する指針」(2022年3月31日付)

<sup>23</sup> なお、IPOの申請を行う取締役会決議時点で優先株式が普通株式に転換されていることが求められる日本では、米国のようなIPOラチェットをそのまま導入することは困難である。

価格÷(1-X)株の普通株式に転換するというものである(Xは任意の値)。MFがこの条項をより選好する背景には、MFがVCと異なり投資先企業への取締役派遣を通じてモニタリングを行うことが稀なことがある。仮にMFが投資先企業に取締役を派遣した場合、派遣先の株式を売却するとインサイダー取引に繋がり得ることや、ファンドとしての受託者責任と会社法上の取締役としての受託者責任との間で利益相反が生じ得る。MFがIPOラチェットなどの権利をVCよりも選好するのは、保有する株式の流動性を(市場流動性が低いなりにも)確保しつつ、損失リスクや企業によるモラルハザード抑制を契約により試みていると解釈できる。

### (3) 非上場株式の評価に関する規制と実務

#### 非上場株式の評価に関する規制

SECは2020年12月に、オープンエンド型ファンドやクローズドエンド型ファンド等による投資対象資産に係る公正価値評価に関する規則を採択している<sup>24</sup>。それまでは、約50年前に作成されたガイダンスに基づき評価がなされていたが、それらを1940年投資会社法にルール2a-5を新設することで置き換える規則となっている。

同規則では、ファンドの取締役会等に対して、①公正価値の決定に伴う重要なリスク(バリュエーション・リスク)の定期的な評価・管理、②公正価値の評価方法の選択・適用・検証、③活用しているプライシング・サービス(情報ベンダー等)の監督・評価、④評価に係る社内規定の策定を義務付けている。なお、①におけるバリュエーション・リスクについては、重要な利益相反に加えて、SECは以下の内容が含まれ得ると例示している。

- ・ 実施している、または実施予定の投資の種類とその特性(例:市場需要に対する規模)
- ・ 公正価値測定を決定する代理人(後述)などの能力に影響を与える可能性のある市場やセクターのショックや混乱、その他の種類の障害(例:短期的なボラティリティ、流動性、または取引量の大幅な変化、取引停止の急増、システム障害やサイバー攻撃)
- ・ 公正価値の評価方法において、観測不可能なインプット情報(unobservable inputs)<sup>25</sup>がどの程度使用されているか
- ・ 公正価値で評価する投資分の割合とファンドのリターンへの寄与度
- ・ 関連する資産クラスにおける経験が限られているサービスプロバイダーへの依存、第三者提供のインプット情報に依存する公正価値の評価方法の使用、およびサービスプロバイダーが他のサービスプロバイダーに依存する程度
- ・ 不適切な公正価値評価の使用、またはその評価方法の一貫性のないまたは誤った適用

さらに、取締役会に対して、公正価値評価を決定する代理人(valuation designee)の任命を

<sup>24</sup> SEC “Good Faith Determinations of Fair Value. Release No. 34128” (2020年12月3日付)

<sup>25</sup> 公正価値を測定する際に用いるインプットのうち、市場データが入手可能ではなく、当該資産等の価格決定に用いられる仮定となる情報のこと。非上場株式の場合は、例えば、上場している同業他社をもとにしたマルチプル(例:株価売上高倍率、EBITDA倍率)、企業の売上成長率などに対する仮定などが例として挙げられる。

容認している。同代理人は、ファンドの一部または全ての投資の公正価値評価の決定、取締役会への定期的な報告や適時の報告、年次の公正価値決定プロセスの適切性や有効性の評価と報告などの役割を担う。もっとも、取締役会には、懐疑的かつ客観的な視点を持って同代理人による評価等のモニタリングを行うことを要請している。また、利益相反管理の観点から、公正価値決定プロセスからポートフォリオマネジャーなどを合理的に分離することを求めている。もっとも、ポートフォリオマネジャーが投資対象資産について最も知見を有する可能性は相応にあるため、彼らの意見などを公正価値決定プロセスにおけるインプット情報として活用することは妨げられていない。

### 非上場株式の評価状況

SECによる上記の規則採択により、公正価値に係る評価実務の枠組みは規定されたものの、具体的な評価方法の中身は各社に委ねられている。通常は、市場環境や上場している同業他社をもとにしたマルチプル（例：株価売上高倍率、EBITDA 倍率）、企業固有の事象（例：売上成長率、ビジネスモデル、優先株式の条項によるプレミアム/ディスカウント）など様々な要因が考慮されている。体制としては、日々のモニタリングを行う人員を配置しつつ、会計・コンプライアンス・トレーディングなど様々な専門性を有する社員が参加する委員会を構成し、評価の変更に当たってはアナリストや外部コンサルタントの意見も参考に決定するのが一般的である。

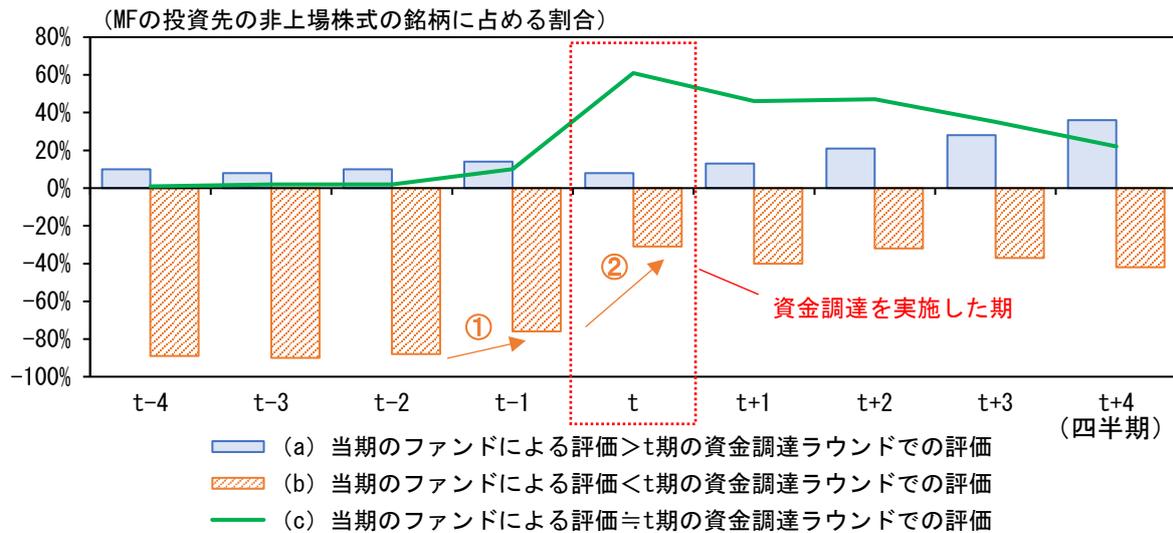
非上場株式の評価は資金調達ラウンドでの評価額が共通の基準となる。ただし、その後の評価の見直し頻度は低い。四半期ごとの開示資料より明らかになる米国のMFによる非上場株式の評価状況（2010～2018年のデータ）をみると、平均して42%の株式は前四半期から評価が変わっていない上に、出資後に株価が見直されるまでには平均2.33四半期も費やしている<sup>26</sup>。

また、資金調達ラウンドの間の非上場株式の評価は、MFごとでバラツキが生じることも少なくない。保有する優先株式の種類や投資ホライズンの違い、市場や類似企業群の株価の変化などの各要素を非上場株式の評価に織り込む上での評価ウェイトの違いなどが背景にあるようだ。ただし、企業の経営陣などつながりが強く、内部情報へのアクセスが強固なファンドは、より正確な評価が可能となっていることを示唆する研究も存在する<sup>27</sup>。具体的には、非上場株式の保有額が大きいファンドほど、評価の更新頻度が高い、他のファンドの評価変更に影響されにくい、当該企業に関する報道があっても見直しを行いにくい、といった特徴がある。さらに、図表4で示されているように、MFは資金調達ラウンド時に評価を引き上げる傾向（図表内・②）があるものの、非上場株式の保有額が大きいファンドはその傾向がより小さいという特徴がある。また、図表4において、資金調達ラウンドが含まれる四半期（t期）の半年前から3か月前（t-2期からt-1期）に一部で評価を切り上げる動き（図表内・①）がみられる。これは、資金調達があることを私的情報から事前に察知したファンドが評価を更新したものと推察される。

<sup>26</sup> 脚注20参照。

<sup>27</sup> 脚注20参照。ただし、pp.6-7でもふれたように、非上場株式の保有額が大きいファンドほど、バリュエーションが切り下がった時に投資家からの解約が増加する傾向にあり、流動性リスクとのトレードオフが存在することも指摘されている。

図表4 資金調達前後のミューチュアル・ファンドの非上場株式評価



(注1) t期は、優先株式による資金調達の実施日が含まれる四半期。分析期間は、2010～2018年。

(注2) (a)は、非上場株式のうち、当期のファンドによる評価が、t期の資金調達ラウンドでの評価を1%超上回る銘柄数の割合。(b)は、当期のファンドによる評価が、t期の資金調達ラウンドでの評価を1%超下回る銘柄数の割合。(c)はそれ以外。

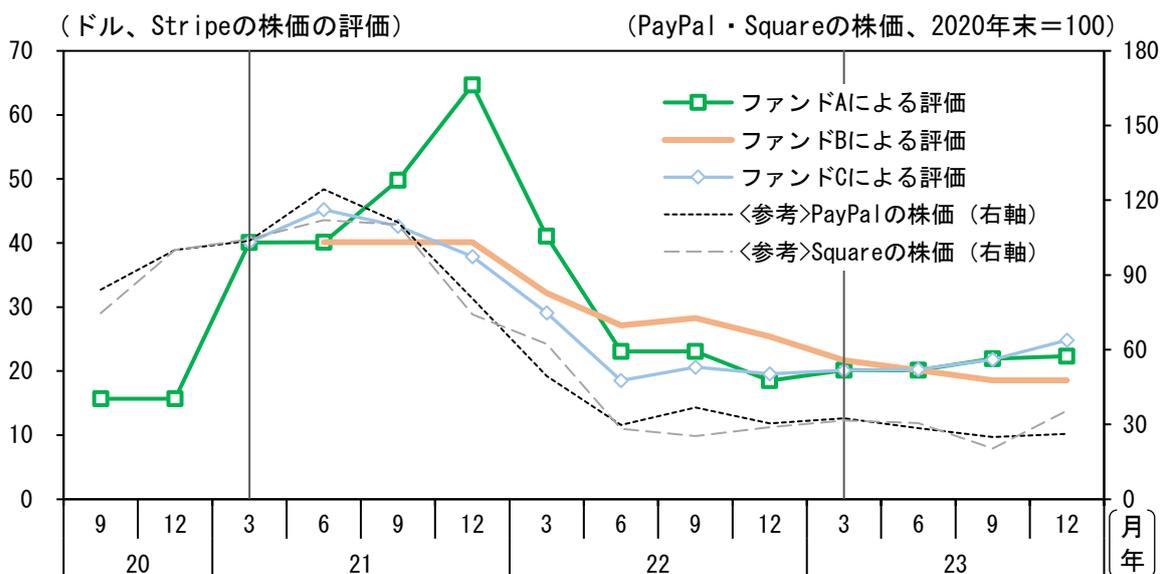
(出所) Agarwal, Barber, Cheng, Hameed and Yasuda (2023)より大和総研作成

#### 事例：Stripeのバリュエーション

最後に事例として、決済サービスを提供する米国の非上場企業 (Stripe) の株価に対する複数のMFの評価状況を確認しよう。同社は、2021年3月にシリーズHの資金調達 (6億ドル)、2023年3月にはシリーズIの資金調達 (65億ドル) を行っている。図表5は3つのMFにおける同社の株価の評価を示している。ファンドAはシリーズH以前から投資しており、ファンドB・CはシリーズHから投資している。

ここからは、資金調達ラウンド時にはMF間の評価のバラツキは小さい一方、資金調達ラウンドと次の資金調達ラウンドの間の時期 (2021年6月～2022年12月) はバラツキが大きくなっている。さらに、既に上場している類似企業 (PayPal・Square) における2021年10月下旬以降の株価下落の動きに比べて、ファンドAやファンドBでは評価の見直しが遅れているようにみえる。もちろん、上場する類似企業とは異なるStripe固有の要因をもとに、これらのファンドが株価を評価していた可能性は否定できない。しかし、評価の変更を行う委員会は毎日開催されることはなく、通常は月次または四半期ごとと言われており、機敏な見直しは困難という事情もある。図表5からは、市場で形成される上場株式の株価と比べて、公正価値評価によるMFの非上場株式の評価は、その信頼性が問題になり得るリスクや、保守的または遅行的になるリスクが示唆される。

図表5 ミューチュアル・ファンドによる Stripe の評価



(注1) 縦線は、優先株式による資金調達を実施された月。

(注2) ファンドBのみ基準月が2月・5月・8月・11月であり、横軸の表示より1か月前にずれている。

(出所) 各ミューチュアル・ファンドの開示資料、Bloombergより大和総研作成

#### 4. 日本への示唆

本稿では、日本での投信への非上場株式の組入れの普及に当たって実務の蓄積が必要とみられる①流動性リスク管理、②非上場株式の評価の2つの観点から、米国の先行事例をみてきた。

流動性リスク管理においては、規制上限である15%付近まで組入れ比率を高めているMFは稀なことや、優先株式の投資契約に盛り込む条項を通じたリスク管理を行っている傾向が窺えた。日本においても、投信とVCは抱える流動性リスクや投資先企業のモニタリング手段が異なるため、投資契約を通じたリスク管理手段の検討も一考に値するかもしれない。さらに、オープンエンド型ファンド等の流動性リスク管理に係る規制は、米国のみならず世界的に厳格化する方向で議論されており、その動向は注視すべきだろう。

非上場株式の評価については、日本には米国と異なり規制枠組みやガイドラインがない。その中で、SECが2020年12月に採択した規則の内容（非上場株式の評価に当たって考慮すべきバリュエーション・リスクや評価プロセスにおける利益相反管理など）やMFの対応状況は、評価体制を検討する上で参考になるとみられる。もっとも、米国でも評価に当たっての課題は指摘されているところであり、投資先企業への情報アクセス・モニタリング方法や、既に上場する類似企業の株価の動きに遅行するリスクを軽減するための評価体制の構築が必要になると考えられる。