

# VCマーケット発展に関する研究分析

- 米国の研究（Ronald Gilson コロンビア大学教授）によれば、VCマーケット育成の要素は3つ※：
  - ① リスクマネーの供給 ② 専門的金融仲介者（VC投資家） ③ 起業家
- 上記3要素を政策的達成するためには、①リスクマネーの供給と②専門的金融仲介者（VC投資家）の育成が肝要。③起業家については①②が満たされれば自ずと発展する。
- 各国政府がVCマーケットの発展に取り組んでいる中、顕著な例は以下3つ：
  - 失敗事例：ドイツ（German Venture Financing Foundation）
  - 成功事例：イスラエル（Yozma Program）、  
チリ（Corporation for the Incentive of Production）

※3要素を自然と満たしているのは世界中でシリコンバレーのみ

出典：宍戸委員説明資料及びRonald Gilson (2003), "Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience," Columbia Law School

## ドイツ

(German Venture Financing Foundation, 1975)

**概要：**連邦政府が国内の27の銀行に対してVCキャピタルを供給するも、結果的にリターンは-25%。

### 失敗要因：

#### ①インセンティブを与えなかったこと

失敗の場合は損失補填し、成功の場合も限定的な報酬（0-リスク・0-リターン）

#### ②モニタリングしなかったこと

リード投資家とはならず、投資後は行動せず

#### ③投資先決定機関に責任が無かったこと

銀行、政府職員、学者、コンサル会社等により構成されたボードにより投資先を決定

## イスラエル

(Yozma Program, 1993)

**概要：**政府が9つのVCファンドを創設。海外VCに対して税制優遇措置、投資支援を実施。リターンによって民営化。

### 成功要因：

#### ①インセンティブを与えたこと

失敗の場合も損失補填せず、成功報酬制としたにより、ファンドの責任によりモニタリングも実施

#### ②Yozmaは投資先の決定に無関与

ファンドマネージャーが投資先を決定

## チリ

(Corporation for the Incentive of Production, 2001)

**概要：**政府系機関が民間VCを支援。

### 成功要因：

#### ①LP出資者の構成

20%以上のファンド出資比率を有するリード投資家1社、10%以上の比率を有する投資家5社以上が要件。これによりモニタリングを構造化

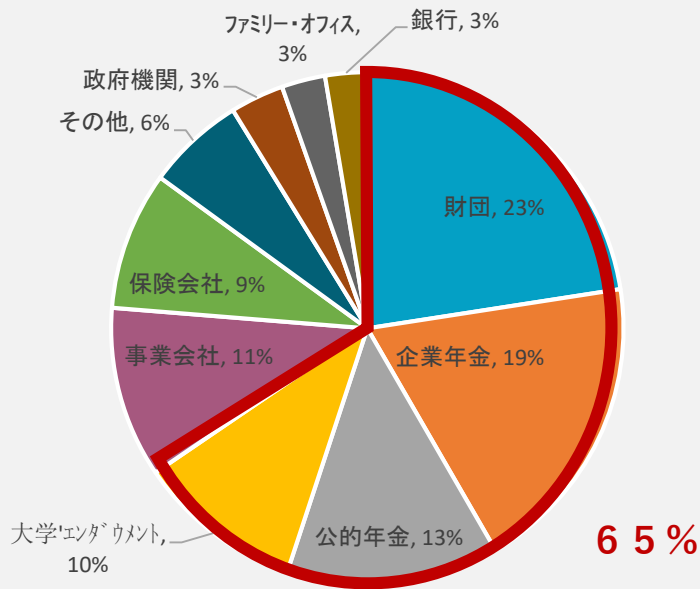
#### ②ファンドマネージャー(GP)への責任付与

投資先に対してGPも1%以上投資。GPの資産の15%以上を投資することを要件化

# (1) 成長資金：LP出資者の構成（日米比較）

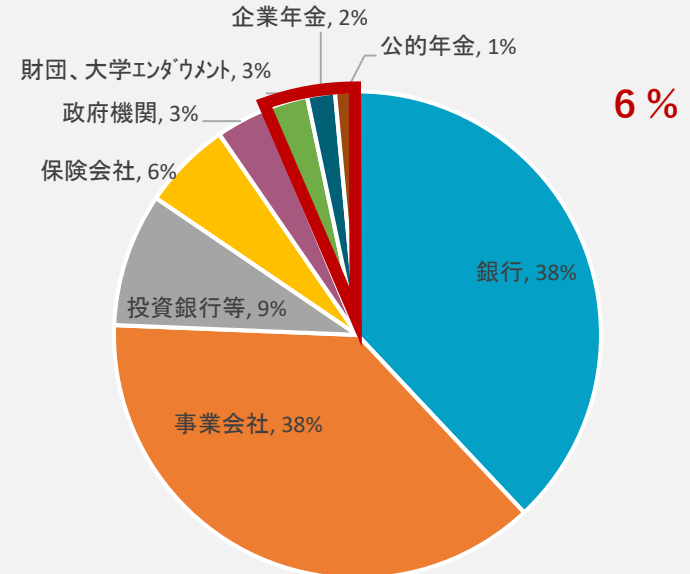
- 米国では大学・財団エンダウメント、年金がLP出資者の65%以上を占める。
- 日本では事業会社、金融機関が9割以上を占めており、機関投資家の割合はごくわずか。

## 米国LP出資者の構成(2021)



※Preqin

## 日本のLP出資者の構成(2021)



※Preqin

# (1) 成長資金：機関投資家の投資状況

- 諸外国では、分散投資によるリスク低減等の観点から、未上場株式投資を積極的に推進。
- 我が国では、債券・株式投資が中心であり、諸外国と比較すると、分散投資を企図したオルタナティブ投資への投資割合は相対的に少ない。

## 諸外国の例

	リターン目標 (年間収益率)	資産 配分構成
CBBIB	4%+CPI (10.8%) (2010-2020)	上場株式 31% 未上場株式 25% 不動産 9% インフラ 8% その他実物資産 4% 国債・現金・絶対収益型 10% その他債券 13%
CalPERS	7%(名目) (8.4%) (過去10年間)	株式 53% 未上場株式 6% 債券 29% 実物資産 11% その他 1%
Stanford 大	7.6%+HEPI+ 諸経費 (8.1%) (過去20年間)	米国株式 6% 海外株式 19% 未上場株式 30% 絶対収益型 21% 不動産 8% 天然資源 6% 債券・現金 10%

## 我が国の例

	リターン目標 (年間収益率)	資産 配分構成
公的 年金 (GPIF)	1.7%+賃金 上昇率 (3.61%) (2001-2020)	国内債券 25% 国外債券 25% 国内株式 25% 国外株式 25% ※オルタナ投資は総資産の5%を上限 (現時点ではコミットベースで1.6%) ※本年1月、「日本特化型」PE戦略の 運用受託機関を選定
企業 年金	2.2%  ※2020年 DB予定比率	国内債券 23% 外国債券 12% 国内株式 11% 外国株式 13.1% オルタナティブ 16% 一般勘定 15% その他 9% ※VC投資は、オルタナティブの1% ※大和総研調べ(2021年 企業年金基金 69社へのアンケート結果調べ)
大学基金 (大学ファ ンド)	3%+物価 上昇率以上 (-)	—

# (1) 成長資金： 諸外国の機関投資家の投資状況

(参考)

○ 長期プレミアム獲得と分散投資によるリスク低減の観点から、未上場株式投資を積極的に推進。

	Yale大	Stanford大	Harvard大	Princeton大	Oxford大
リターン目標	6.9% + HEPI	7.6%+HEPI+諸経費	(明記無し)	支出目標 + HEPI	5% + CPI
運用資産	3.4兆円 (2020年)	3.3兆円 (2020年)	4.6兆円 (2020年)	2.9兆円 (2020年)	0.6兆円 (2019年)
年間収益率	9.9% (過去20年間)	8.1% (過去20年間)	7.3% (2020年度)	9.2% (過去20年間)	9.6% (2009年以降)
資産構成	米国株式 2% 海外株式 12% 未上場株式 18% VC 24% 絶対収益型 24% 不動産 10% 天然資源 5% 債券・現金 8%	米国株式 6% 海外株式 19% 未上場株式 30% 絶対収益型 21% 不動産 8% 天然資源 6% 債券・現金 10%	上場株式 19% 未上場株式 23% ヘッジファンド 36% 不動産 7% 天然資源 3% その他実物資産 1% 債券 5% 現金・その他 6%	上場株式 22% 未上場株式 30% 絶対収益型 24% 実物資産 18% 債券・現金 6%	上場株式 53% 未上場株式 23% 不動産 8% クレジット 8% 現金・債券 8%

	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	Alaska Permanent Fund (APF)	NZ Superannuation Fund	University of Texas
リターン目標	(明記無し)	5% + CPI	NZ90日国債+2.6%+ 1%	5% + HEPI
運用資産	(明記無し)	8.2兆円 (2021年2月)	3.5兆円 (2020年)	4.1兆円 (2020年)
年間収益率	4.6% (過去20年)	8.6% (1976-2020年6月)	5.9% (2003-2020年)	6.33% (10年間)
資産構成	上場株式 30% 未上場株式 13% 不動産 7% 債券・現金 50%	上場株式 39% 未上場株式 15% 絶対収益型 6% 不動産 7% 私募債券・インフラ等 9% 債券 21% 現金 2% その他 1%	上場株式 71% 未上場株式 5% 不動産 2% インフラ 2% 森林 5% 債券 7% その他 8%	株式 64% (上場・未上場、ヘッジファンド) 実物資産 15% (不動産、天然資源、インフラ等) 債券等 18% (債券、ヘッジファンド、現金等) その他 3%

# (1) 成長資金： 諸外国の機関投資家の投資状況

(参考)

	Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)	Ontario Teachers Pension Plan (OTPP)	California Public Employees' Retirement System (CalPERS)
リターン目標	4% + CPI	(明記無し)	7% (名目)
運用資産	40.4兆円(2021年)	18.8兆円 (2021年1月)	43.2兆円(2020年6月)
年間収益率	10.8%(2010-2020年)	9.6% (1990-2020年)	8.4% (過去10年間)
資産構成	上場株式 31% 未上場株式 25% 不動産 9% インフラ 8% その他実物資産 4% 国債・現金・絶対収益型 10% その他債券 13%	上場株式 19% 未上場株式 19% VC 2% 絶対収益型 6% コモディティ 8% 不動産 12% インフラ 8% 天然資源 4% 債券・現金 16% その他 6%	株式 53% 未上場株式 6% 債券 29% 実物資産 11% その他 1%

	Howard Hughes Medical Institute (HHMI)	Ford Foundation	Helmsley Charitable Trust
リターン目標	リファレンス・ポートフォリオ(65:35)以下のリスクでのリターン最大化	(明記無し)	(明記無し)
運用資産	2.3兆円 (2020年)	1.4兆円 (2018年)	0.6兆円 (2019年)
年間収益率	(明記無し)	6.6% (過去5年)	(明記無し)
資産構成	上場株式 未上場株式 VC ヘッジ・ファンド リアルアセット 債券・現金 その他	上場株式 1% 未上場株式 26% オルタナティブ* 59% 債券 5% その他 9%	上場株式 16% 未上場株式 29% 私募債券 8% ヘッジ・ファンド* 12% 債券 12% その他 25%

※ Yale, Stanford, Princetonの資産構成は基本ポートフォリオ。その他は実際の資産構成。

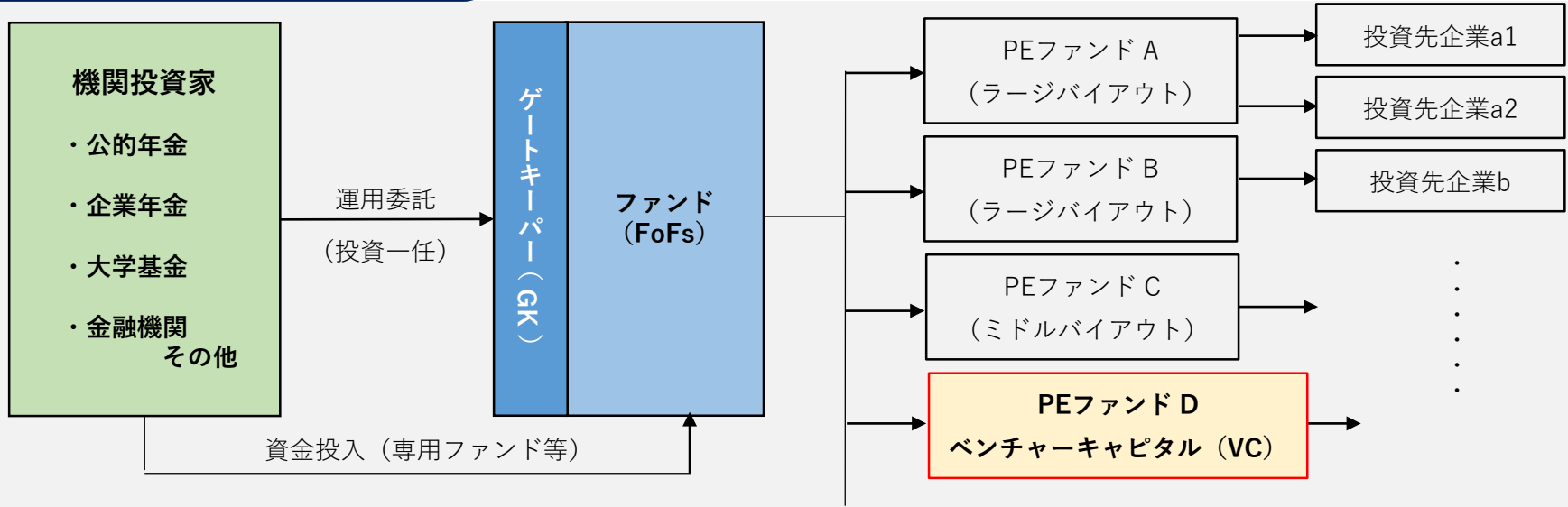
※ 資産構成は四捨五入のため合計値が100%にならない場合がある。

※ 各機関の財務レポート、ウェブサイト、税務書類等より。\$1=¥110、£1=¥150、1CAD=¥85として計算。年間収益率は名目値。

# (1) 成長資金： 機関投資家からの国内VC投資に向けた環境整備

○ 機関投資家からの国内VC投資に向け、種々の課題が存在。

## 一般的に見られるスキーム



## 指摘された課題

※国内有識者等十数名のヒアリングをとりまとめたもの

① 分散投資を企図したオルタナティブ投資の割合は相対的に少ない

② GPIF以外の公的年金は体制整備途上でありVC投資のハードルが高い

③ 運用規模が小さい年金基金が多数でVC投資を行える運用体制がない

④ 運用期待収益率（予定利率）が低くVC投資へのインセンティブが低い

⑤ GKのVC投資の経験・実績が乏しく、VCをカバーしていないことが多い

⑥ VC投資規模がGKでの管理（デューデリジェンス等）のコストに見合わないとしてGKが組入を断るケースが多い

⑦ 公正価値評価は一部のファンドで導入

⑧ 時価でのパフォーマンスが不明確

⑨ ベンチマークが確立されていない

⑩ 国内VCファンドの規模が小さい

⑪ トラックレコードが短い

⑫ 流動性が低い（解約停止期間長い）

# (1) 成長資金： VC投資の資産評価について

- グローバル標準のガイドラインでは、市場価格がない場合でも公正価値評価を求めている。
- 我が国では、市場価値のない株式等は取得原価の適用も妨げないこととしている。

## VC投資に関する会計ルール比較

	グローバル		日本		
規 準	IFRS（グローバル会計基準）第13号  USGAAP（米国会計基準）ASC Topic820	International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline（IPEVガイドライン）	企業会計基準第10号：金融商品に関する会計基準（第19項、20項）	中小企業等投資事業有限責任組合会計規則（第7条）  ※ 中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律 第八条第一項にかかる記載方法	投資資産時価評価準則（例1）  ※ 投資事業有限責任組合契約（例）及びその解説（平成30年3月 経済産業省）第24条（別紙3）
適 用	企業会計一般	PEやVCの会計（資産価値評価）  ※投資資産時価評価準則でも例示（例2）	企業会計一般	有責組合の会計（ファンドの期末評価）	有責組合の決算（ファンドの期末評価）
投 資 資 産 の 価 値 評 価	公正価値  ※公正価値とは、「測定日において市場参加者間で秩序ある取引が行われた場合に、資産の売却によって受け取るであろう価格、または負債の移転のために支払うであろう価格（IFRS13号）」（市場価格が無い場合も、様々な情報を基に合理的な見積りを求める）	公正価値（IFRS、USGAAPに準拠）  ※公正価値の算定のため、マーケット・アプローチ、インカム・アプローチ、再調達原価アプローチといった評価手法を提示	<b>市場価格のない株式等は取得原価</b>  実質価額が著しく悪化した場合は相当の減額を行い差額を当期の損失とする  ※別途、時価のあるものについてはIFRS第13号と整合的な会計基準あり	組合で定める評価基準に従った時価  時価が取得価額を上回る場合は <b>取得原価を採用することも妨げない</b>	事業年度期末時点の評価額  評価増の場合は直近ファイナンス時の評価額、評価減の場合は直近ファイナンス時の評価額または投資先の状況に応じた回収可能価額のうちいずれか低い方

# (1) 成長資金： スタートアップIPOのその後

- 国内スタートアップの多くはマザーズ(現在のグロース市場)への上場がエグジットとなっているが、その後に成長し続けるスタートアップは限定的との指摘が多い。
- スタートアップ成長のためには、マザーズ上場をゴールとしないクロスオーバー投資家(機関投資家、海外VC等)の更なる参入必須。

上場時の時価総額上位スタートアップの株価推移



※上場時の時価総額トップ10のうち、2020年にマザーズに上場した9社の株価推移をグラフ化 (Initial「Startup Finance 2020」より)。  
※9社の上場時株価を100とし2021年12月末31日までのデータを使用して指数化、平均したもの。TOPIX/マザーズは各月末の終値ベース (2020/7末=100)



## (2) VCの質・量：米国VCの実績

- 「成長スタートアップの量産 = VCの質・量の充実」
- 米国ではグローバルに成長するスタートアップを輩出するVCが相当数存在。
- 我が国VCは質・量ともに向上しているものの、グローバル市場で活躍するスタートアップを輩出した経験が圧倒的に少ない/分野の専門性が不十分との指摘。

### 米国VCによるユニコーン輩出例

#### Sequoia Capital



#### Accel



### 日米比較

	米国	日本
VC総額	35兆円	0.8兆円
チケット・サイズ※ アーリー シード	13億円 1億円	1億円 6千万円
ファンド規模	Sequoia: 7,700億円/Fund Khosla: 1,100億円/Later 440億円/Seed Accel: 2,000億円/Later 700億円/Early	ジャコフ: 800億円/Fund グローバル: 400億円/Fund グローバルブレイン: 200億円/Fund
業務	投資+ハンズオン	投資 (一部ハンズオンも)
給与体系	業績連動	独立系: 業績連動 その他: 固定
ファンド評価	公正価値評価	簿価評価許容

※ チケット・サイズ: 一件当たりの投資額