資料３

スタートアップ・ファイナンス研究会
（事務局説明資料）

2024年2月8日

経済産業政策局 産業資金課

目次

1．問題意識

2．資産運用会社の新規参入（エコシステムの形成）

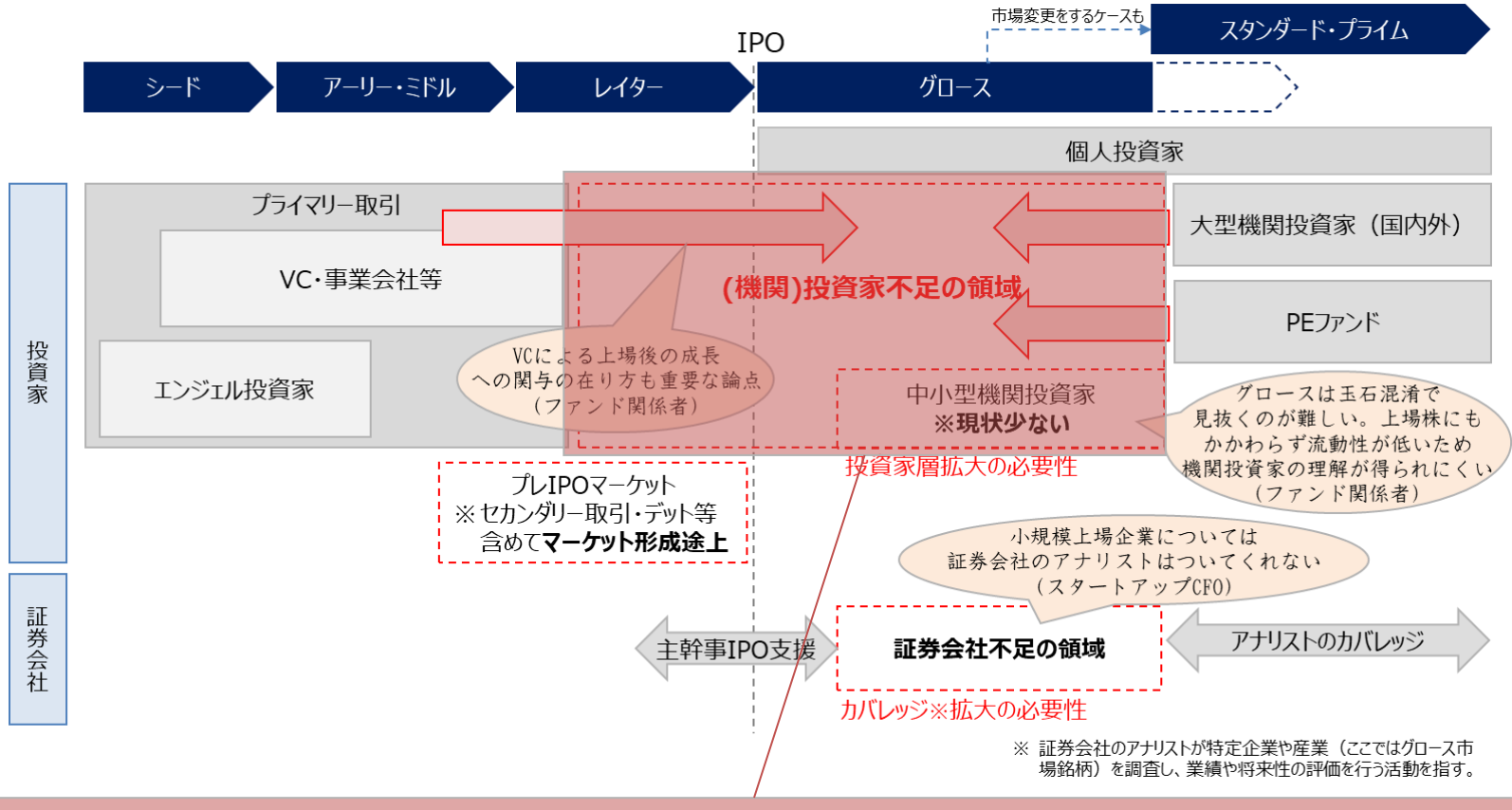
3．既存プレイヤー（VC/PE/投資信託等）の投資領域伸長

4．ご議論いただきたい事項

背景（第二回研究会との関係性）

問題意識

- 第二回研究会においては、スタートアップが上場後も持続的に成長する観点で、（未上場段階後期～グロース市場上場後にかけて）投資家層が薄いことを議論させていただいた。第三回研究会においては、投資家層を厚くしていくために、**「投資家・資産運用業のエコシステムの強化」**について議論を行う。



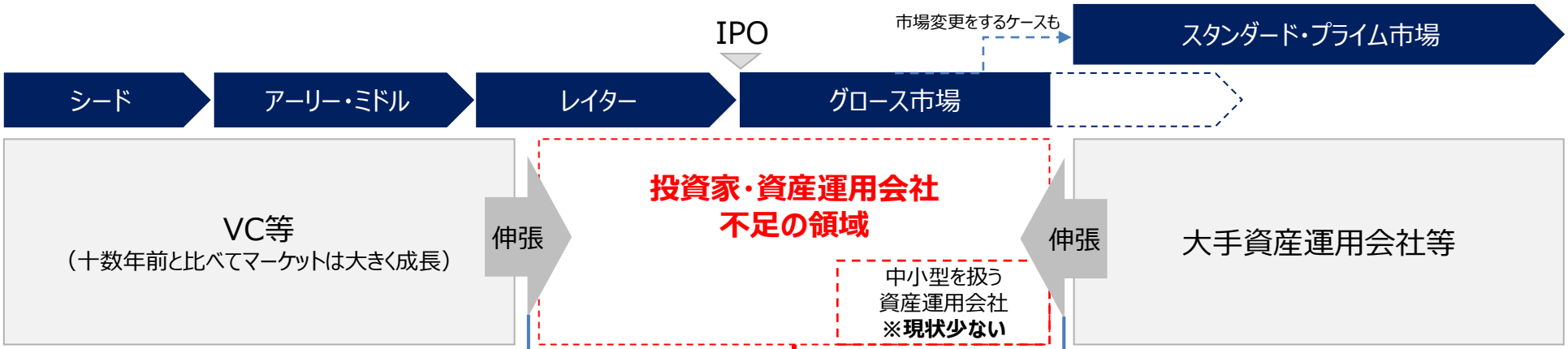
（上記の層が薄いことが問題であるとして）
投資家・資産運用業のエコシステムはどうあるべきか

投資家・資産運用業のエコシステムに関する問題意識

問題意識

- 投資家層が不足する領域に層が拡大しにくい事情もそれぞれ存在する中、**当該領域を含めて扱う資産運用会社の新規参入拡大がひとつの重要なテーマ**となるのではないか。

※前提として、**「投資家層の厚み」**と**「魅力あるスタートアップの増加」**は両輪で必要不可欠と認識。今回は前者にフォーカス。



状況・問題意識

進捗はあるが広がりは不十分

未上場側からの投資家層拡大

- VC等のプレゼンスは伸張しているが、現状ではLP投資家から上場後のマーケットリスクを取れる主体として認識はされるに至らず。
- スタートアップ側も流動性の観点から、VC等にIPO時売出しを求めることも。

（新規）増大の必要性

★資産運用会社の新規参入の拡大

- 上場基準の引上げではなく上場維持基準の引上げにより高い成長を促す中においては、（仮に専業ではないとしても）当該領域を取り扱うような新興を含む資産運用会社の新規参入が促進される必要性。
- 資産運用会社の新規参入の現状やエコシステムの在り方をメインイシューとして議論。

流入は限定的

上場側からの投資家層拡大

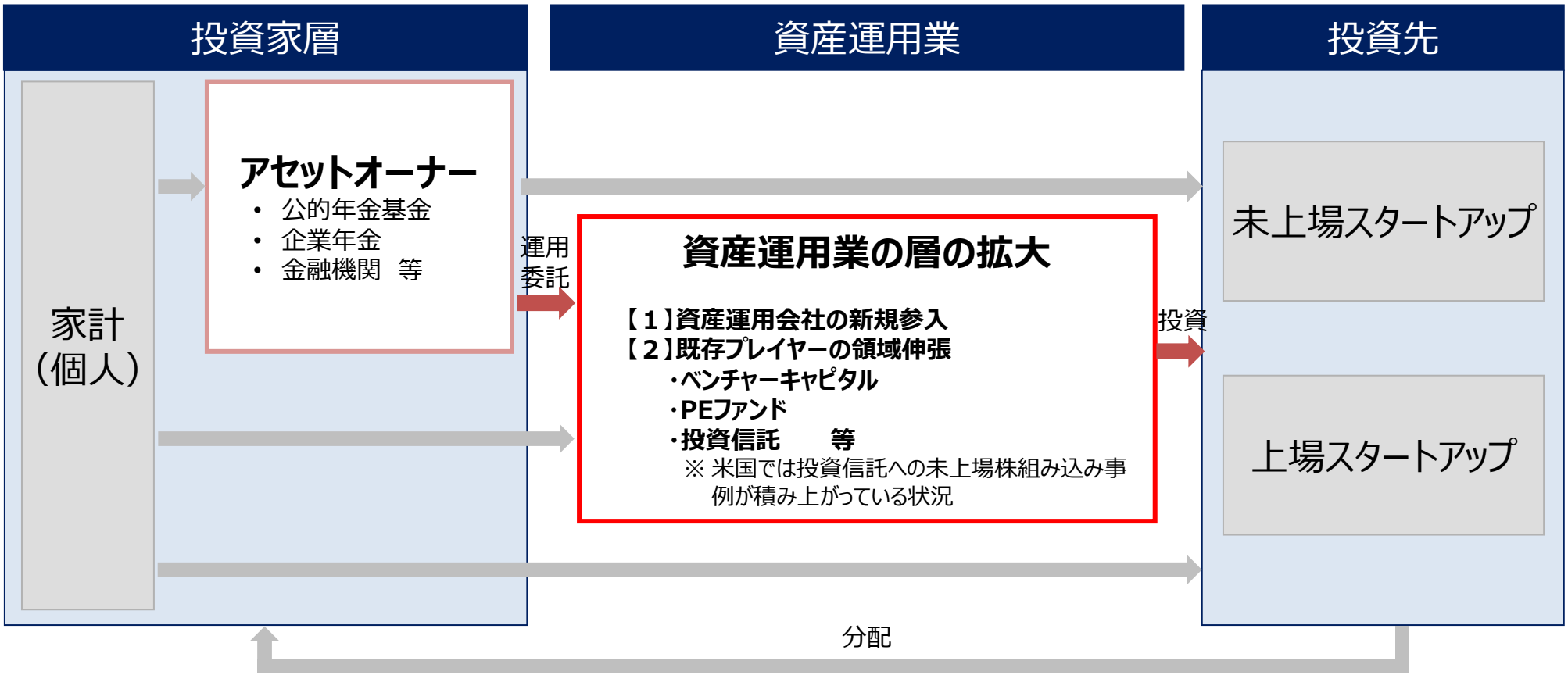
- 一定の時価総額規模・流動性がない場合は投資対象になり得ない。
- （グロース市場の低調状況も相まって）敢えて投資対象に組み込む等のリスクの取れるプレイヤーは現状では限られる状況。

第三回研究会での議論対象

問題意識

- 前頁で触れた**新興を含む資産運用会社の新規参入をどう増やすかといった論点をメインテーマ**として議論【１】。その他、**既存のプレイヤー（VC・PE・投資信託等）が未上場～上場後のマーケットにどのように伸張するかといった点もサブテーマ**【２】として議論。

※　特に【１】については、**スタートアップに限らない資産運用エコシステムの強化という観点からも重要**。



目次

1．問題意識

2．資産運用会社の新規参入（エコシステムの形成）

3．既存プレイヤー（VC/PE/投資信託等）の投資領域伸長

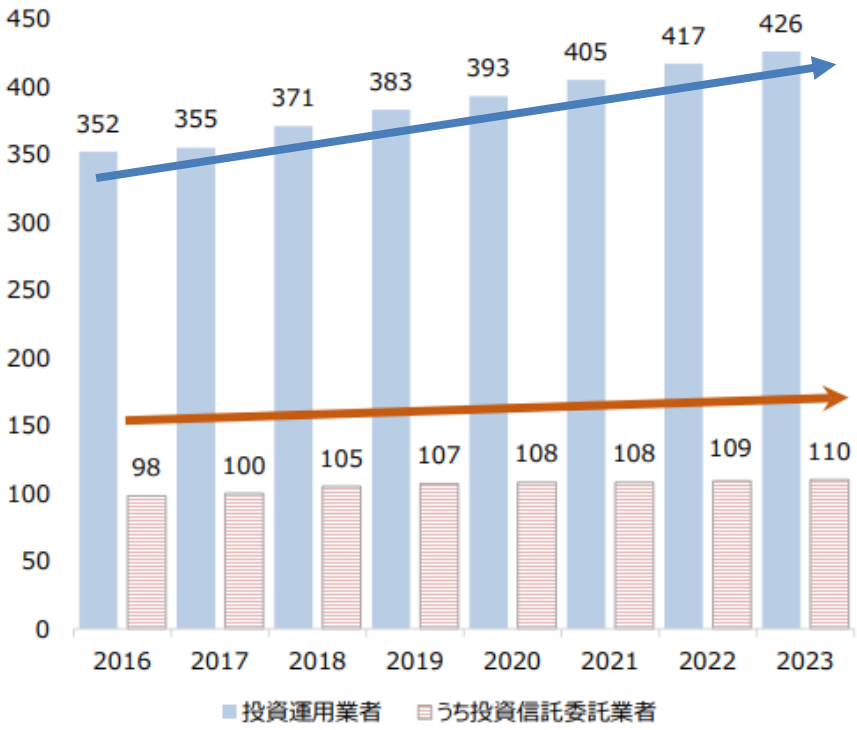
4．ご議論いただきたい事項

資産運用業の状況

資産運用業の現状

- 我が国における資産運用会社数について、**長期的な傾向としては微増**しているが、新規参入数が多いとは言えない。また、**諸外国と比較すると資産運用会社の数は少ない**（家計金融資産の規模に対する資産運用会社の数の観点からも限定的（右表））。

資産運用会社数の推移



家計金融資産と資産運用会社数

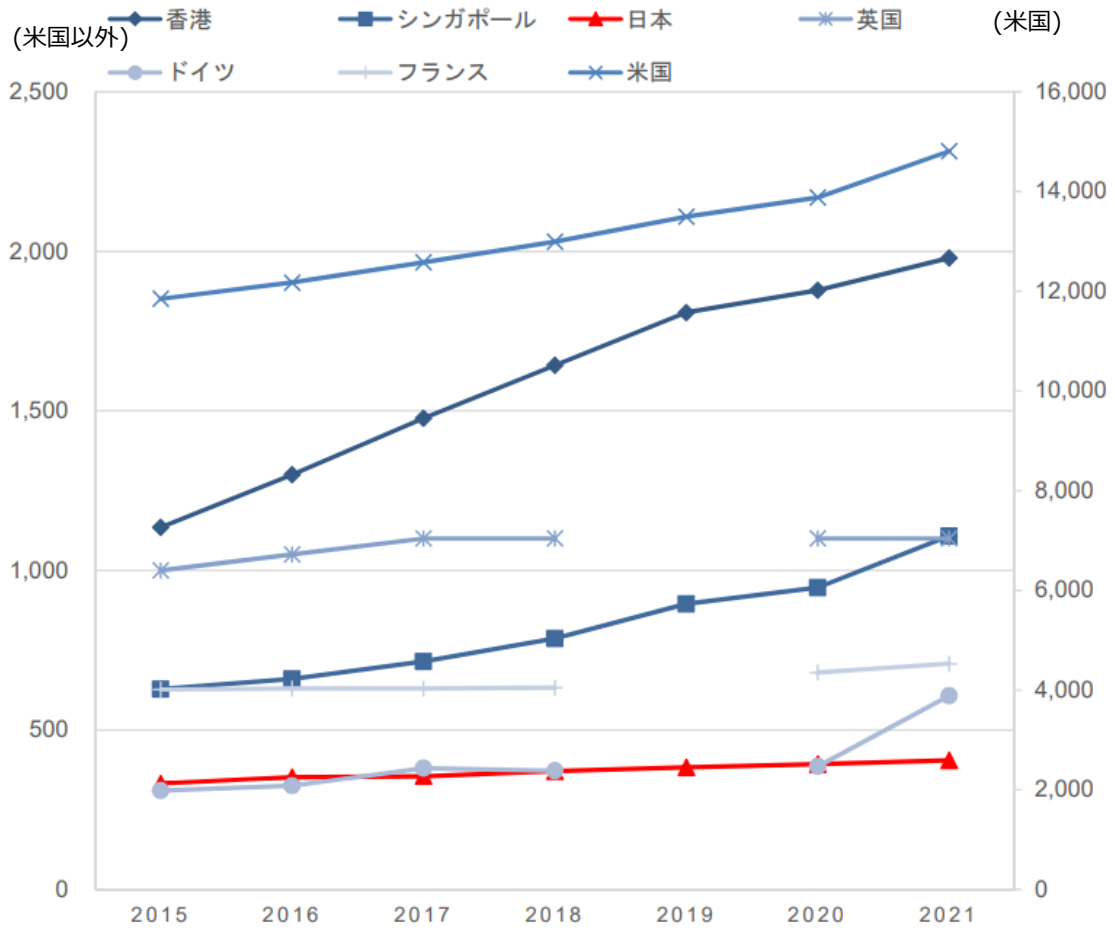
	家計金融資産額（兆円）	資産運用会社数（社）	家計金融資産/資産運用会社数（兆円/社）
米国	14,517	15,114	0.96
香港	458	2,106	0.22
シンガポール	212	1,175	0.18
英国	1,191	1,100	1.08
フランス	909	708	1.28
ドイツ	1,087	607	1.79
日本	2,115	426	4.96

出所：内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局「資産運用立国に関する基礎資料（資産運用業関係）」をもとに経産省加筆（左図青の矢印、右図の赤枠）

（参考）各国の資産運用会社の状況

- 日本と諸外国を比較すると、資産運用会社の伸びについて、アメリカ、シンガポール、香港等を下回っており、差は拡大している。

各国の資産運用会社数の推移



出所：金融庁 金融審議会 資産運用に関するタスクフォース（第一回）事務局説明資料から抜粋

（参考）資産運用会社の運用規模の国際比較

- 日本の大手資産運用グループの運用資産規模についても、諸外国と比較すると小さい。

世界の資産運用会社の規模比較

（兆ドル）

1	BlackRock	米国	10.0
2	Vanguard Group	米国	8.5
3	Fidelity Investments	米国	4.2
4	State Street Global	米国	4.1
5	J.P. Morgan Chase	米国	3.1
6	Allianz Group	ドイツ	3.0
7	Capital Group	米国	2.7
8	Goldman Sachs Group	米国	2.5
9	BNY Mellon	米国	2.4
10	Amundi	フランス	2.3
11	UBS	スイス	2.1
12	Legal & General Group	イギリス	1.9
13	Prudential Financial	米国	1.7
14	T. Rowe Price Group	米国	1.7
15	Invesco	米国	1.6

（兆ドル）

16	Northern Trust	米国	1.6
17	Franklin Templeton	米国	1.6
18	Morgan Stanley Inv. Mgmt.	米国	1.5
19	BNP Paribas	フランス	1.4
20	Wellington Mgmt.	米国	1.4

28	Sumitomo Mitsui Trust HD	日本	1.1
34	Mitsubishi UFJ FG	日本	0.9
40	Nippon Life Insurance	日本	0.7
52	Daiichi Life HD	日本	0.6
54	Nomura Asset Mgmt	日本	0.6
57	Asset Management One	日本	0.5

（出所）WTW(ウイリス・タワーズワトソン) The world's largest 500 asset managersより金融庁作成
（注） 2021年末時点

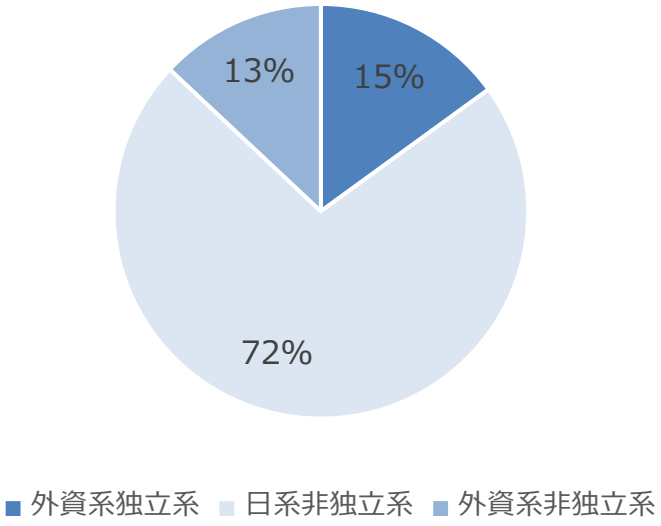
出所：内閣官房 新しい資本主義実現本部事務局「資産運用立国に関する基礎資料（資産運用業関係）」から抜粋

独立系資産運用会社の状況

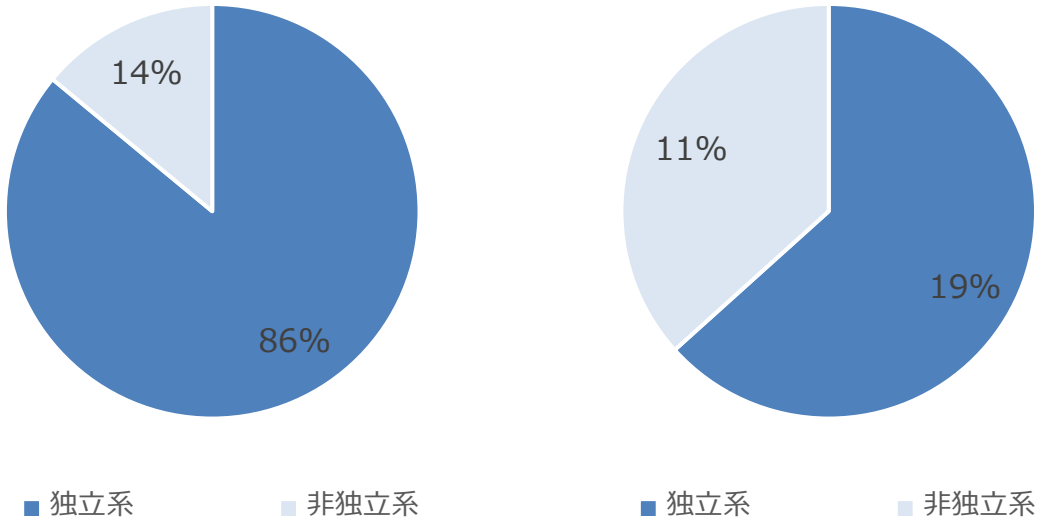
資産運用業の現状

- 我が国の運用資産残高上位20社のうち、日系の会社は全て金融機関グループに属する非独立系である一方、**世界の大手30社においては独立系が残高ベースで86%を占めており、社数ベースでも独立系が多数派を占める**。
- 独立系資産運用会社のパフォーマンスについて、**独立系資産運用会社の株式のアクティブマネージャーは過去20年（1998年～2018年）で、非独立系資産運用会社の競合をトータルリターンで16%上回っている**とするデータも存在※。

日本国内の資産運用残高上位20社の独立系・非独立系比率



世界の運用資産残高上位30社の独立系・非独立系比率（左：残高ベース、右：会社数ベース）

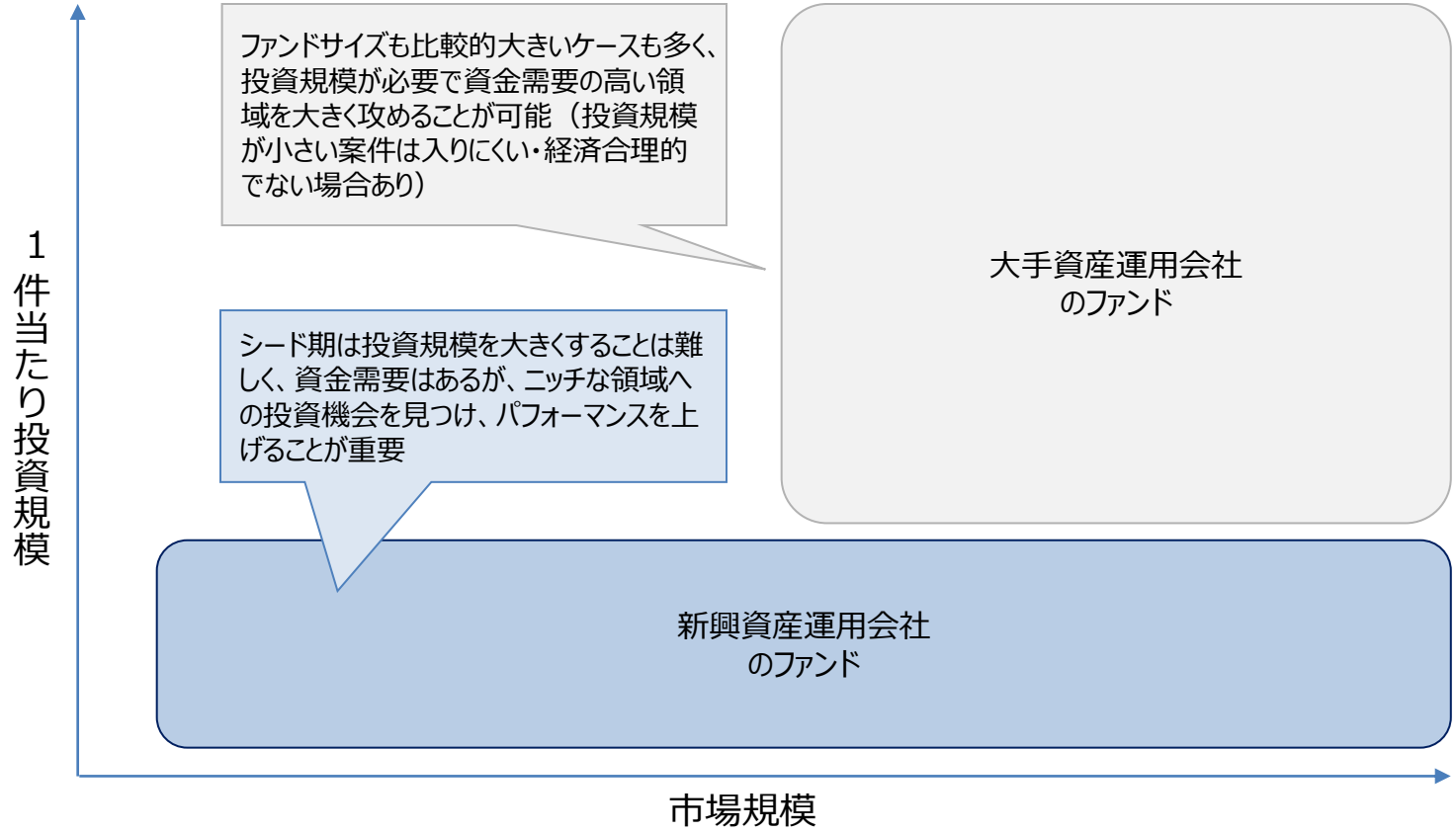


出所：金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」を参考に経産省作成
※Affiliated Managers Group “The Boutique Premium – The Boutique Advantage In Generating Alpha”

新興資産運用会社の位置付け

- 企業の資金需要自体はあるが、**市場規模が現時点では大きくないニッチなマーケット（例：グロース市場）**について、**新興資産運用会社が市場開拓の担い手**の一つになるのではないか。

新興資産運用会社の市場開拓のイメージ※

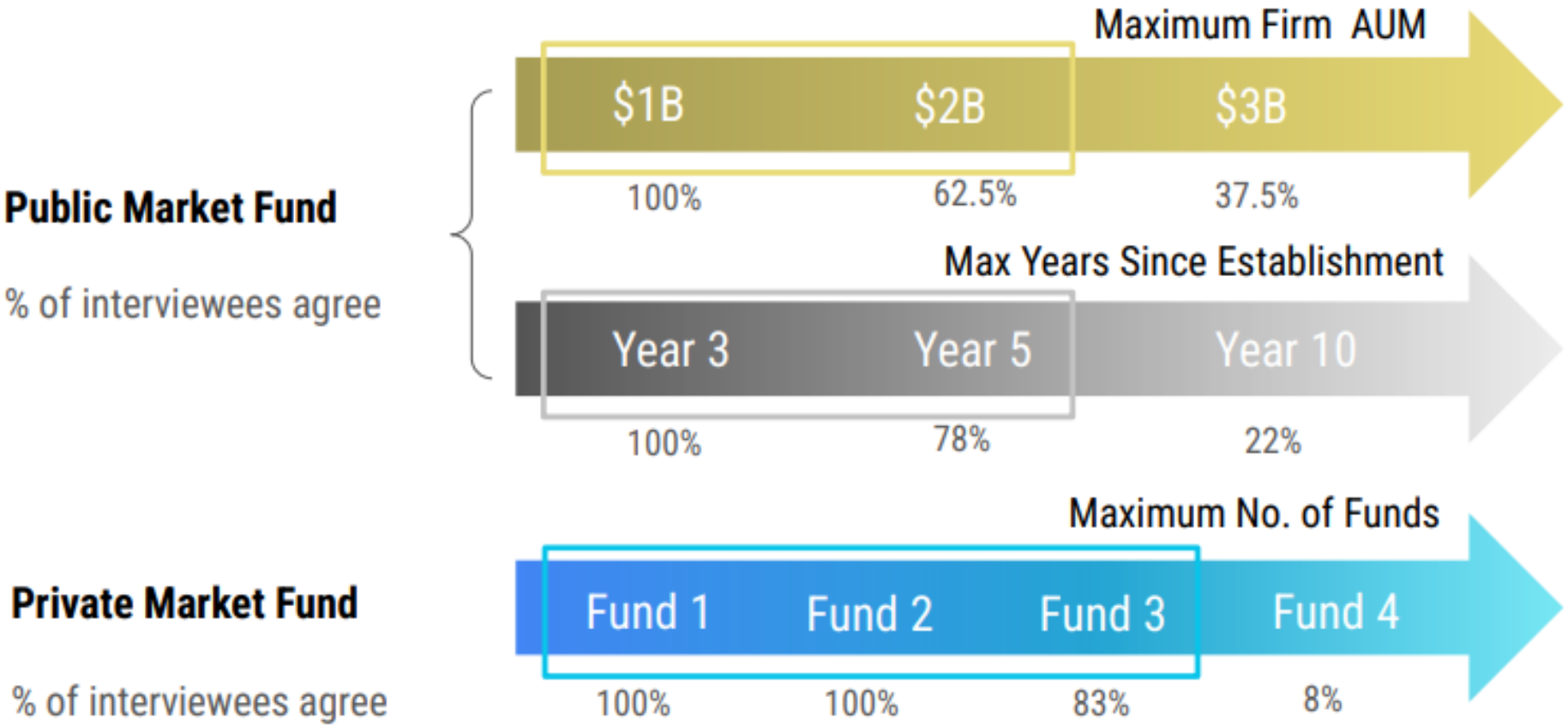


※ ヒアリングをもとに作成。実際には各ファンドの戦略は多種多様であるため、大手資産運用会社と新興資産運用会社の狙う領域が重複するケースも存在すると認識。新興であっても投資規模の大きな案件を手掛けることの出来るファンドも存在し得る。

諸外国における新興資産運用会社の定義

- 海外のアセットオーナーが投資するEmerging Manager（新興資産運用会社）については、**ファンド設立3~5年程度**、**ファンド規模としては$1B~$2B程度**のプレイヤーを指すことが多いとされる。

新興資産運用会社の定義（諸外国事例）※

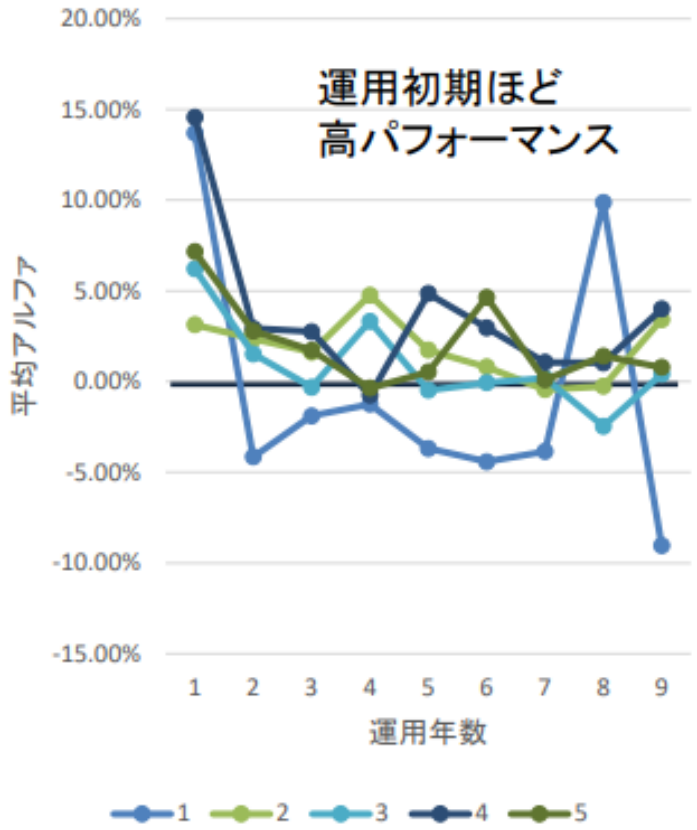


※ 上記の「%」は、当該調査の中での機関投資家へのインタビューでの回答状況を示すもの
出所：Fincity Tokyo, “Global Asset Allocator Survey Report for Emerging Manager Allocation”より抜粋

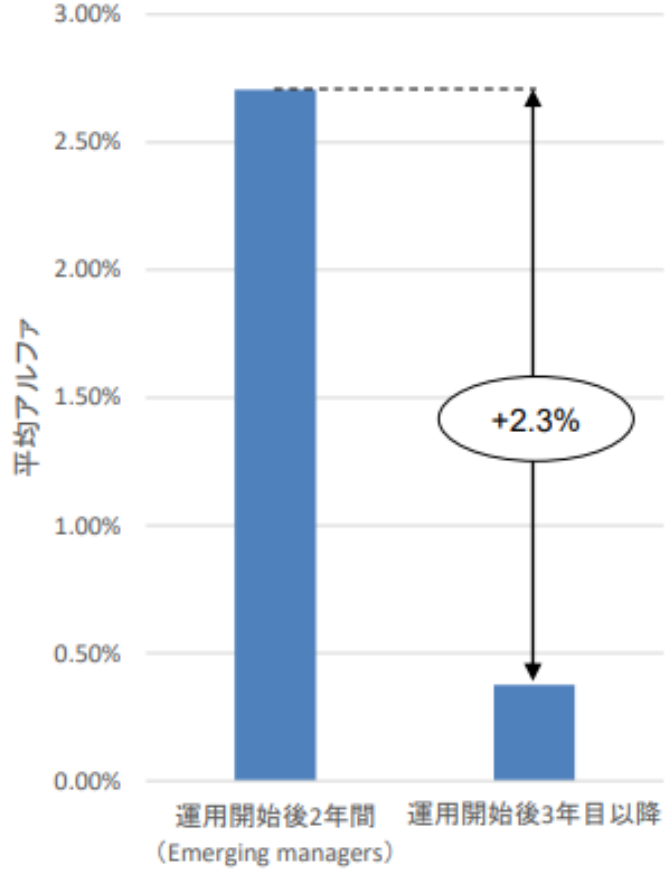
新興資産運用会社のパフォーマンス

- **新興運用業者は、運用初期ほど投資パフォーマンスが高く、特に運用初期の2年間は、その後と比較して、もよりパフォーマンスが高いとする調査も存在。**

新興資産運用会社の運用年数と投資パフォーマンス



（注）ファンドサイズが小さい順に1～5と区分けしたもの。



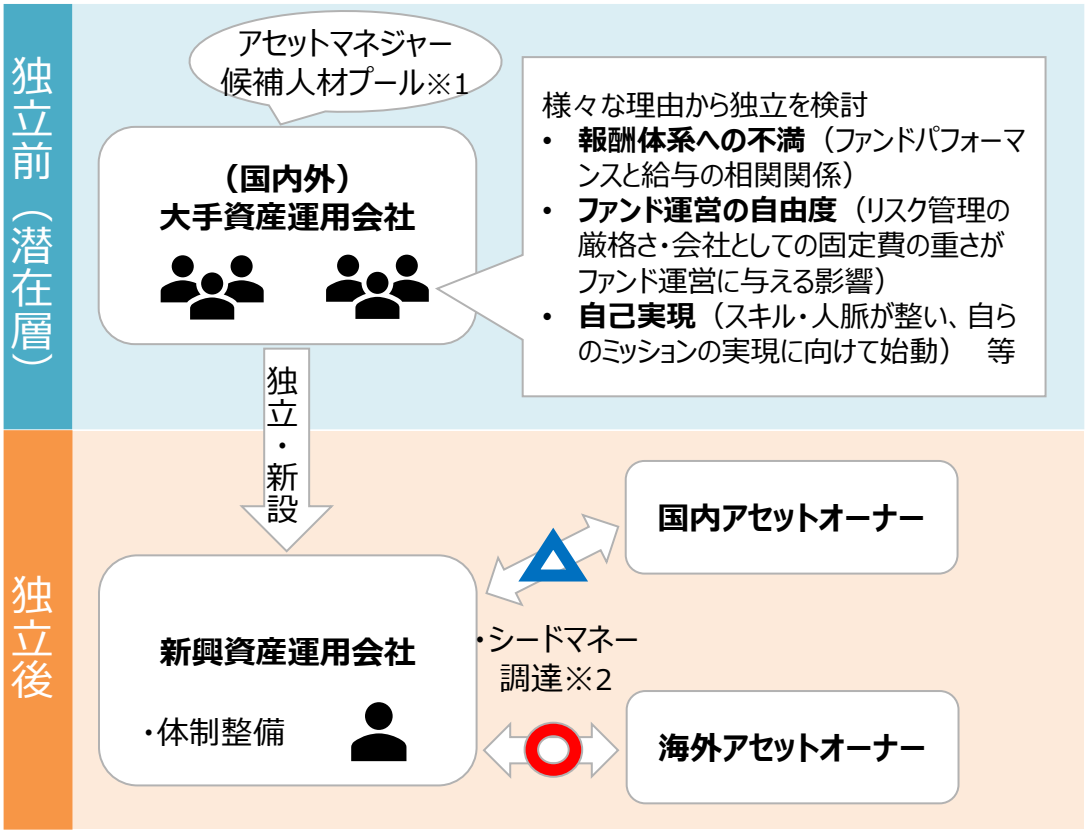
出所：金融庁　第2回 金融審議会 資産運用に関するタスクフォース 事務局説明資料より抜粋

新興資産運用会社を取り巻く状況と障壁

課題

- 新興の資産運用会社が立ち上がる上では、どのような課題がボトルネックとなっているか（**シードマネー調達、体制整備等が想定**される）。

新興資産運用会社を取り巻く状況



独立・新設の障壁を高くする要因

■ファンドのシードマネー調達が困難

- **トラックレコードの外部開示が困難**
  ⇒ 独立前の資産運用会社からデータ等を開示する許可を受ける必要があるが、その協力が得られにくい（業界慣行）。
- **マーケットの魅力が示しにくい**
  ⇒ (例えばグロース市場は)成長企業が限定的で、マーケット全体として市況が良い状況でなければ投資家に説明がしにくい。
- **国内アセットオーナーの保守的な運用**
  ⇒ 国内アセットオーナーは低金利・デフレといった市場環境の下では、運用リターン等の面でも安定的な運用を行う傾向が強かったのではないか。
  ⇒ 諸外国のアセットオーナーは卓越したマネジャーを新興時から発掘する競争環境に置かれる一方、国内アセットオーナーはそうした競争環境での運用を求められていないことから、新規性・独自性の高い戦略を持ったマネジャーへの出資が進まない一因となっているのではないか。

■(仮にシードマネーが得られても)体制整備等が困難

- **ミドル・バック体制の整備が困難**
  ⇒ 初期段階では人数や処理出来る業務のキャパシティが限度がある中で、ミドル・バック体制の整備まで回らない。

※1 独立に至るキャリアパスは多様に存在。例えば大手資産運用会社を経て、独立系資産運用会社を経て独立するケース、金融機関や公的年金基金を経て独立するケース等様々。
※2 ヒアリング調査の中では、シードマネーについてはアセットマネジャーのコネクション等により、国内での一部協力者から拠出を受けつつ、新興資産運用会社に対して積極的に投資を行う海外アセットオーナーへの営業を行ったという声が多く聞かれた。国内アセットオーナーはリスク・リターンプロファイルの保守性が高いという声も存在。
出所：ヒアリング結果をもとに経産省作成

アセットオーナーの状況

アセットオーナー

- アセットオーナーの分類、資金拠出者、資産の性質は以下の通り。資金拠出者や資産運用の目的によって、運用の方針にも違いが現れるか。

アセットオーナーの分類

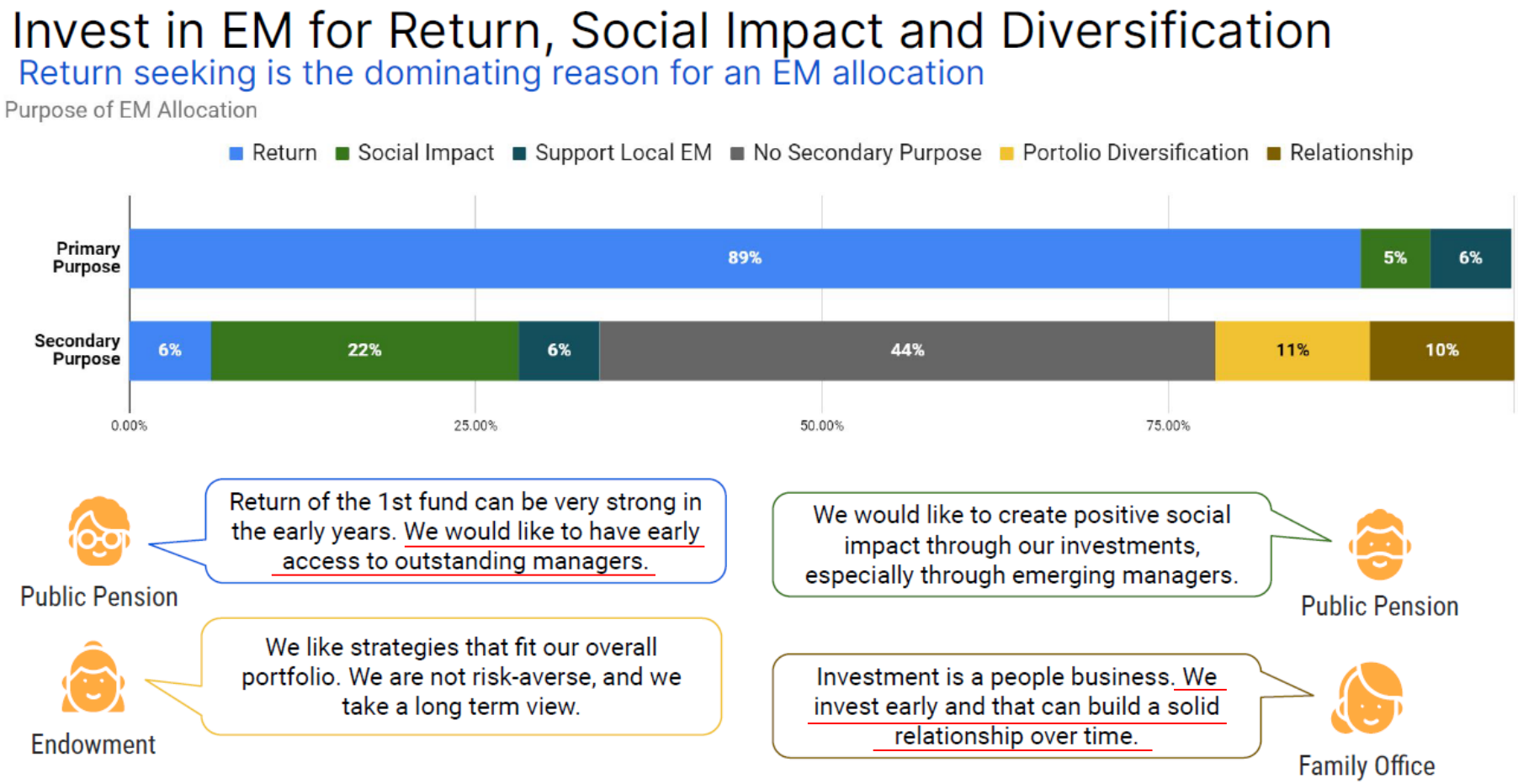
種別	代表機関例	資金拠出者	性質・備考	（参考）資産運用規模
公的年金基金	GPIF 地方公務員共済連合会 企業年金連合会	• **年金加入者による保険料**及び**国庫負担**	• 将来の年金給付に備える必要があり、物価状況・賃金上昇状況等の多岐の経済指標を踏まえて、基本ポートフォリオやオルタナティブへのアロケーション上限などを決定。	• GPIF：200.1兆円（2022年度末） • 地方公務員共済連合会：約28.6兆円（2022年度）※ • 企業年金連合会：約12.1兆円（2022年度末時点）
企業年金（DB）		• **各企業による拠出**	• 給付額が決まっているため給付原資の確保が重要。 • これまでの低金利・低インフレの状況下、積立比率を低下させないよう、予定利率を2%台として安定的ポートフォリオを維持。	• DB合計運用残高：約68兆円（2021年時点）
金融機関	保険会社(生保・損保) 信託銀行 銀行(メガ・地銀)	• 金融機関（**保険・銀行・信託**） • 個人契約者（**保険・預金・他**）	• 金融機関によって資金運用の方針は千差万別。 • 「資産運用立国実現プラン」を受けて、国内の金融機関各社は資産運用力強化に向けた戦略を発表。	ー
大学基金	―	• 大学自身による拠出 • 民間**寄付金・助成金** • 中央・地方政府**補助金・助成金**	• 寄付基金の規模が大きい海外大学では、プライベートエクイティを含めたオルタナ資産などへの積極投資が見られる。 • 国内大学は授業料収入の割合が高く、寄付基金の財源としてのプレゼンスは諸外国と比べると高くない（一部東大がオルタナ資産への配分比率を6割に拡大する等の動きも存在）	ー

※「厚生年金保険給付調整積立金」、「経過的長期給付調整積立金」、「退職等年金給付調整積立金」の資産運用残高を合算した金額
出所：各社ウェブサイトを参考に作成

新興資産運用会社への投資の意義（海外アセットオーナーの目線）

アセットオーナー

- 海外のアセットオーナーによる新興資産運用会社への**投資の主な目的はリターンの獲得**であるとされるが、**卓越したマネジャーを早期に発掘すること**や、**そうしたマネジャーとの強固な関係構築を行うこと**も念頭に置いている。



※上記の「%」は、当該調査の中での機関投資家へのインタビューでの回答状況を示すもの
出所：Fincity Tokyo, “Global Asset Allocator Survey Report for Emerging Manager Allocation”より抜粋。赤字下線は経産省加筆。

（参考）アセットオーナーの投資状況の具体事例

アセットオーナー

- 国内のアセットオーナーでは、一部を除いてオルタナ資産へのポートフォリオアロケーションは微小だが、海外のアセットオーナーには最大30%の資産をオルタナ資産に配分しているものが存在。

	国内機関投資家（例）		海外機関投資家（例）	
	年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）	かんぽ生命	California Public Employees' Retirement System (CalPERS)	Yale University
分類	年金基金	保険会社	年金基金	大学基金
リターン目標	1.70%+賃金上昇率	1.69%	7.0%（名目）	6.9% + HEPI
運用資産	200.1兆円 （2022年度末）	67.2兆円 （2021年末）	58.1兆円 （2020年6月）	4.8兆円 （2020年）
年間収益率	3.59% （2001年度～2022年度平均）	1.82% （2017.3末～2021.3末平均）	8.4% （2011年～2020年平均）	9.9% （2001年～2020年平均）
資産構成	外国株式 24.32% 国内株式 24.49% 外国債券 24.39% 国内債券 26.79% オルタナ 1.38% **インフラ 0.70%** **不動産 0.45%** **PE（一任） 0.21%** **PE（自家） 0.02%** ※2022年度末時点	公共債・貸付金 76.3% 国債 54.9% 社債 7.4% その他 14.0% 収益追求資産 16.9% 内外株式 4.8% 外国債券 9.7% **オルタナ 0.97%** その他 8.3% ※2021年12月時点	株式 53% **未上場株式 6%** 債券 29% 実物資産 11% その他 1% ※2020年6月時点	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% ※2020年時点

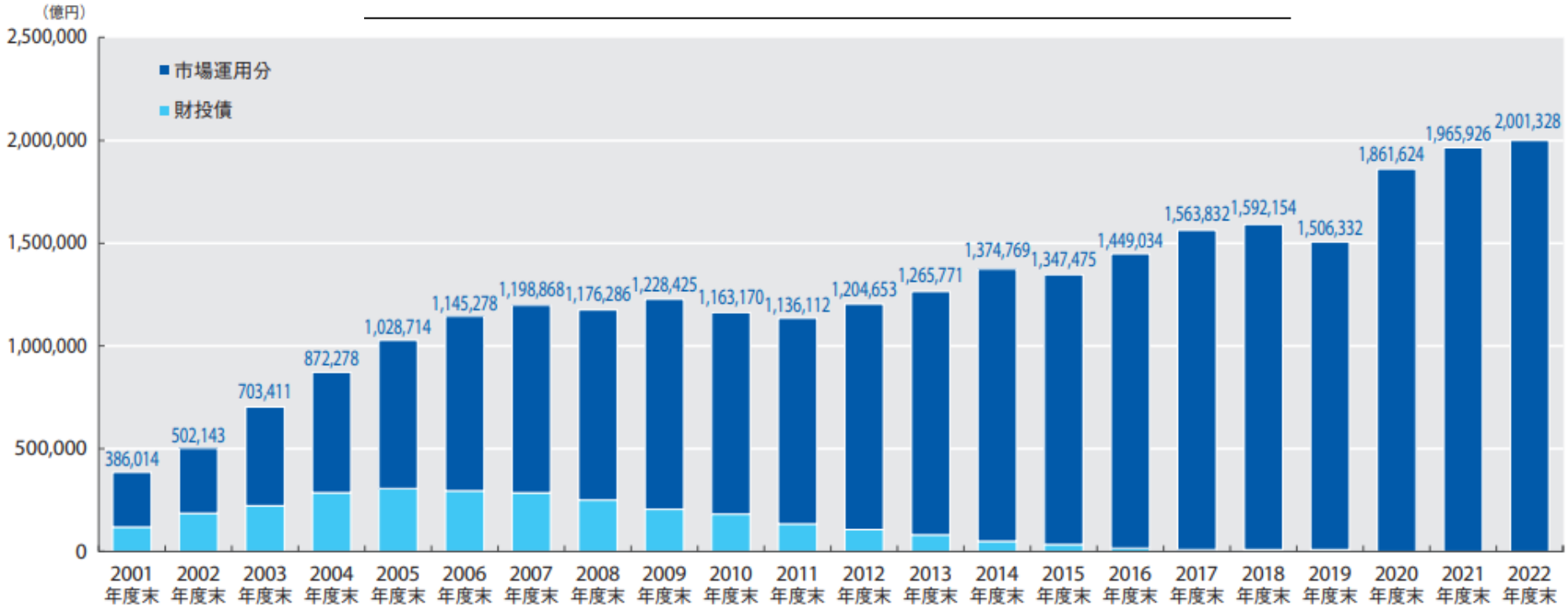
※ 資産構成は四捨五入のため合計値が100%にならない場合がある
※ 各機関の財務ﾚﾎﾟｰﾄ、ｳｪﾌﾞｻｲﾄ、税務署類等より。＄1=¥110 として計算。年間収益率は名目値
出所：内閣府「イノベーションエコシステム専門調査会」（2022.4.4）よりNRI作成

GPIFの状況

アセットオーナー

- GPIFでは、年金積立金の長期的な運用を行っており、運用目標等については、厚労大臣が定める「中期目標（5年間）」で決められる。中期目標において、**長期的に積立金の実質的な利回り**（積立金の運用利回りから名目賃金上昇率を差し引いたもの）**1.7%を最低限のリスクで確保することを目標に長期的な観点から基本ポートフォリオ（基本ポートフォリオを定める際に参照されるモデルポートフォリオは5年に一度の財政検証年度で見直しが行われる）を策定し、管理する**とされている。
- この中期目標を踏まえて、**GPIF経営委員会で「中期計画」が定められ、オルタナティブ投資の上限（資産の5%）等もその中で定められている**。

市場運用開始（2001年度）後の運用資産額



出所：GPIF「2022年度 業務概況書」より抜粋

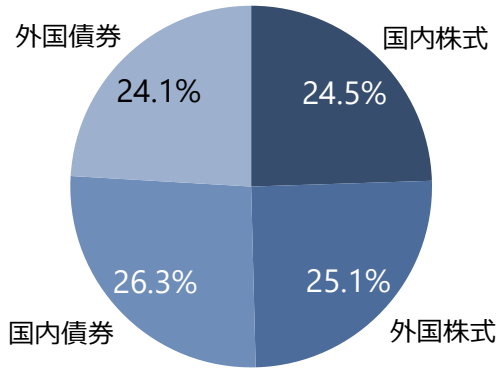
（参考）海外アセットオーナーの動向

アセットオーナー

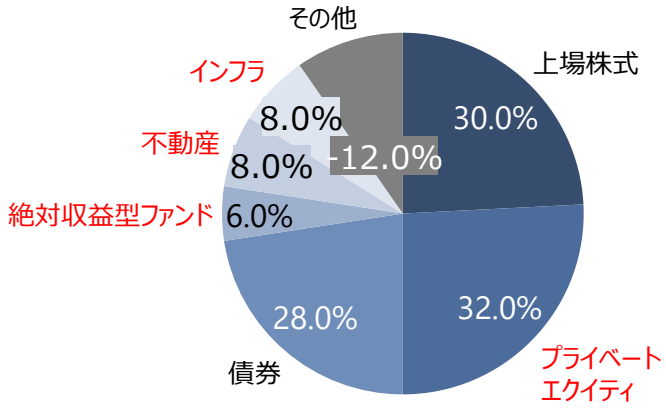
- 長期投資が可能な年金基金においては、欧米の基金を中心に、非流動性プレミアムを超過リターンの源泉とみなし、**半分以上の運用資産をオルタナ資産で運用するものもある**。

世界の主要公的年金基金の資産構成割合※

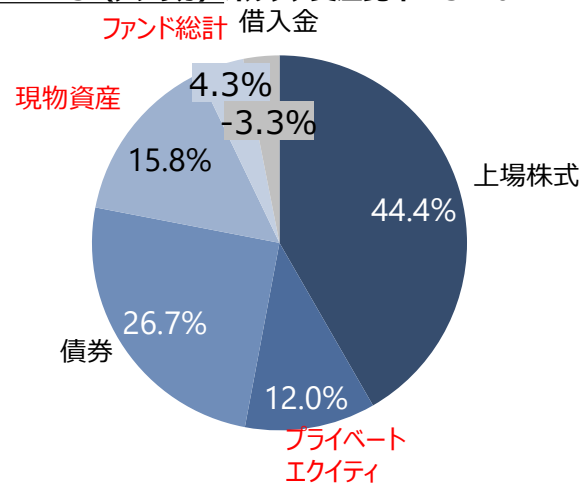
GPIF（日本）



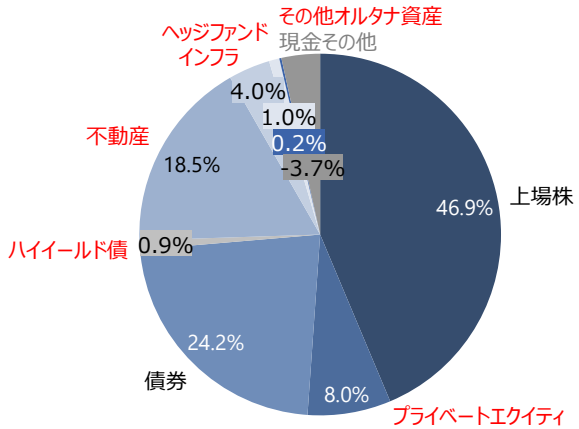
CPPIB（カナダ）オルタナ資産比率：54%～



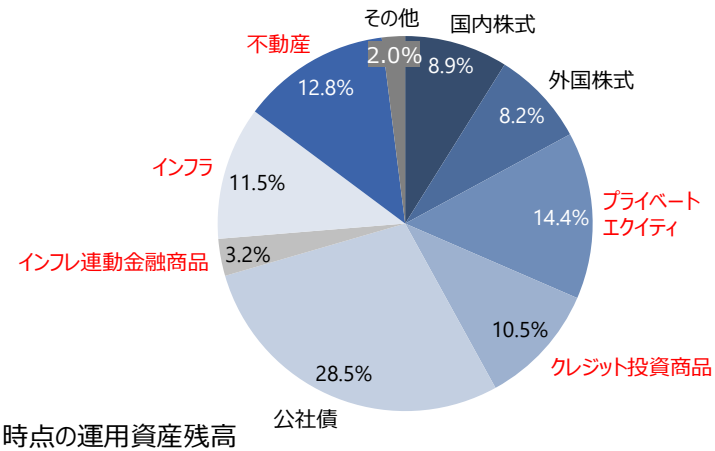
CaIPERS（アメリカ）オルタナ資産比率：32%



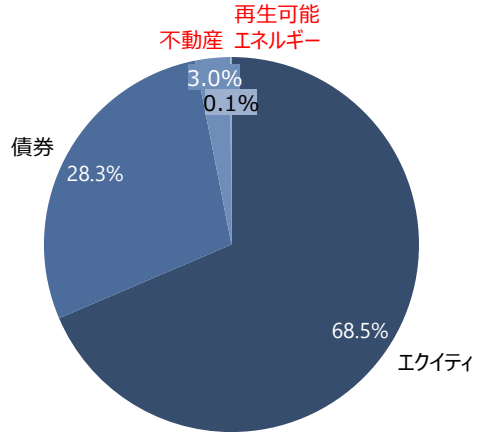
AP-1（スウェーデン）オルタナ資産：32.6%



ATP（デンマーク）オルタナ資産：52.4%～



GPF-Global（ノルウェー）オルタナ資産：3.1%～



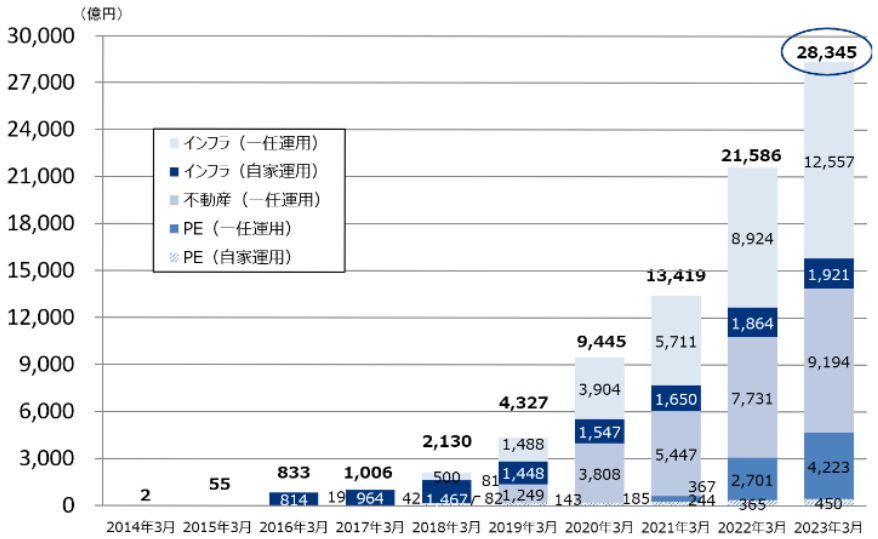
※GPIF、CPPIBは2022年3月時点、その他は2022年6月時点の運用資産残高
出所：厚生労働省「社会保障審議会企業年金・個人年金部会」よりNRI作成

GPIFのオルタナティブ資産運用

アセットオーナー

- GPIFは、**運用の効率性の向上及び超過プレミアムの獲得を目的に、あえて流動性の低いオルタナティブ資産を運用資産の5%を上限として組み入れ**ており、オルタナティブ資産全体の時価総額は、年々増加しており2023年3月末時点で2兆8,345円（総資産の1.38%）。
- 2022年1月には、はじめて日本特化型のプライベート・エクイティの運用受託機関を選定し、国内VCを含む投資を開始した。

GPIFのオルタナティブ資産の時価推移



出所：GPIFホームページより抜粋

日本特化型プライベート・エクイティ投資

形式	ゲートキーパー兼FoFマネージャー	FOFマネージャーへの投資助言	運用開始
ファンド・オブ・ファンズ	三菱UFJ信託銀行（株）	エー・アイ・キャピタル（株）	2022年1月

注）FoFマネージャー：ファンド・オブ・ファンズ・マネージャー
内部収益率の計算期間は、運用開始から2022年度末まで

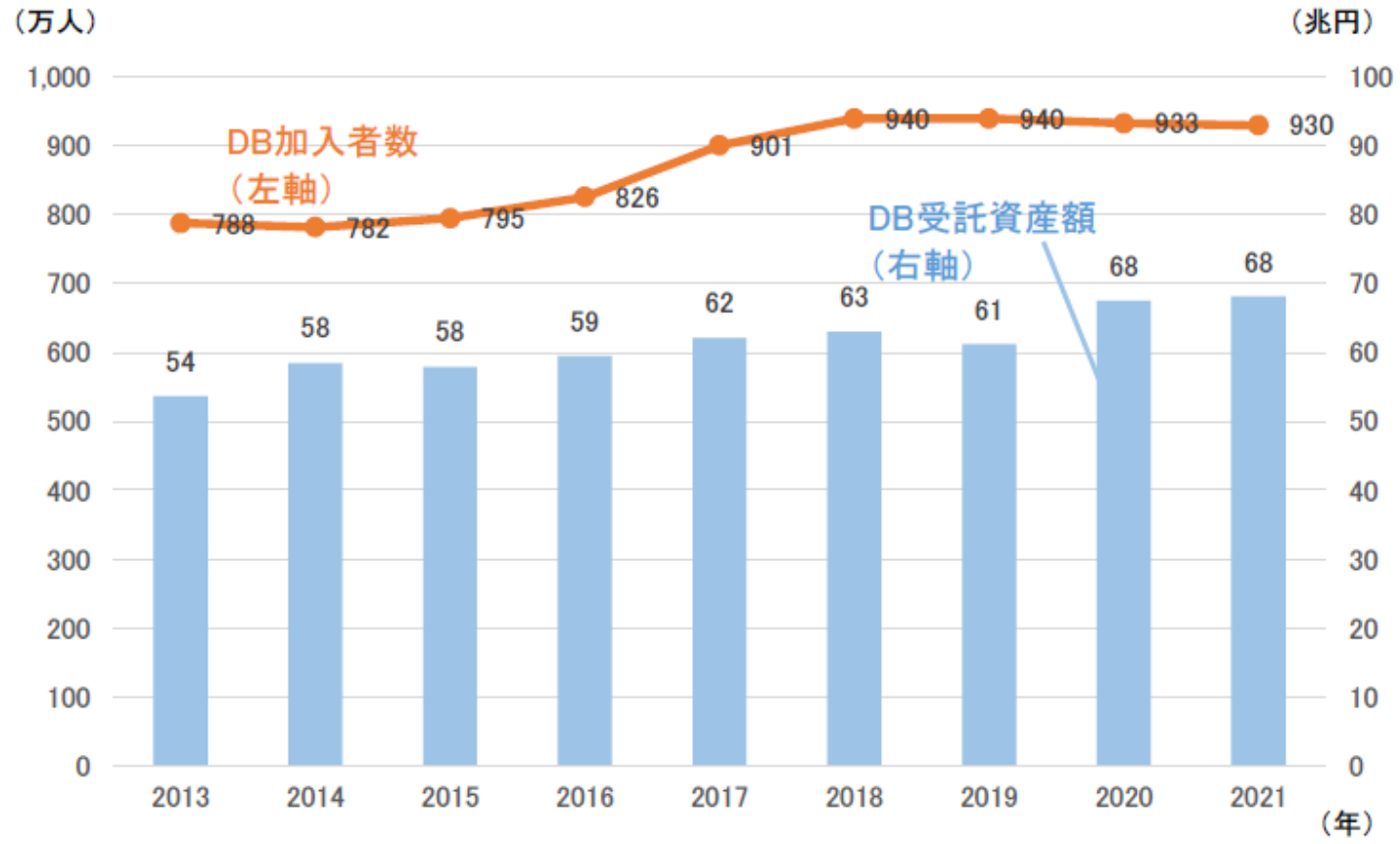
出所：GPIF「2022年度業務概況書」を参考に経産省作成

企業年金（DB）の状況

アセットオーナー

- DB（確定給付企業年金）の加入者は930万人、**残高は68.1 兆円**。DC（確定拠出企業年金）が加入者782万人、残高17.8兆円であることを踏まえると、DBの規模は大きい状況。

DB加入者と受託資産残高推移



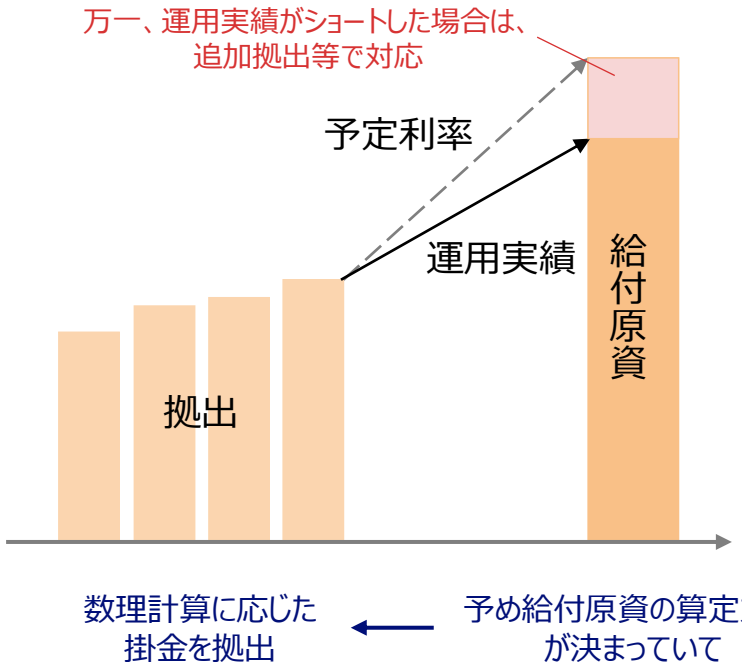
出所：金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」より抜粋

企業年金（DB）の状況

アセットオーナー

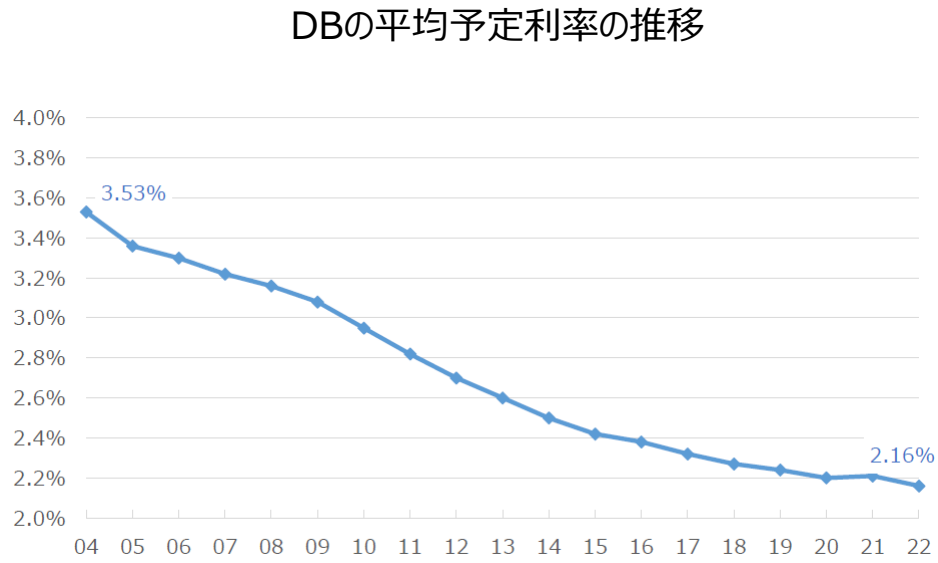
- 給付額が元々決まっているDB年金の運用においては、**確実に給付原資を確保することが最重要**であり、リスクをとった運用に繋がりにくい。
- これまでは**デフレ・低金利の環境下において、予定利率を下げながら保守的な運用がなされてきた**が、**市場環境（金利・インフレ等）の変化が生まれている中、運用方針等、どのような変化が求められるか**。

DBにおける運用



追加掛金等が発生しないよう予定利率を達成することがDBにおける企業年金運用の目的

DBの運用目標



過去20年間のデフレ・低金利環境下において、年金等の運用は予定利率を下げながら保守的な運用に重点をおいた対応がなされてきた。

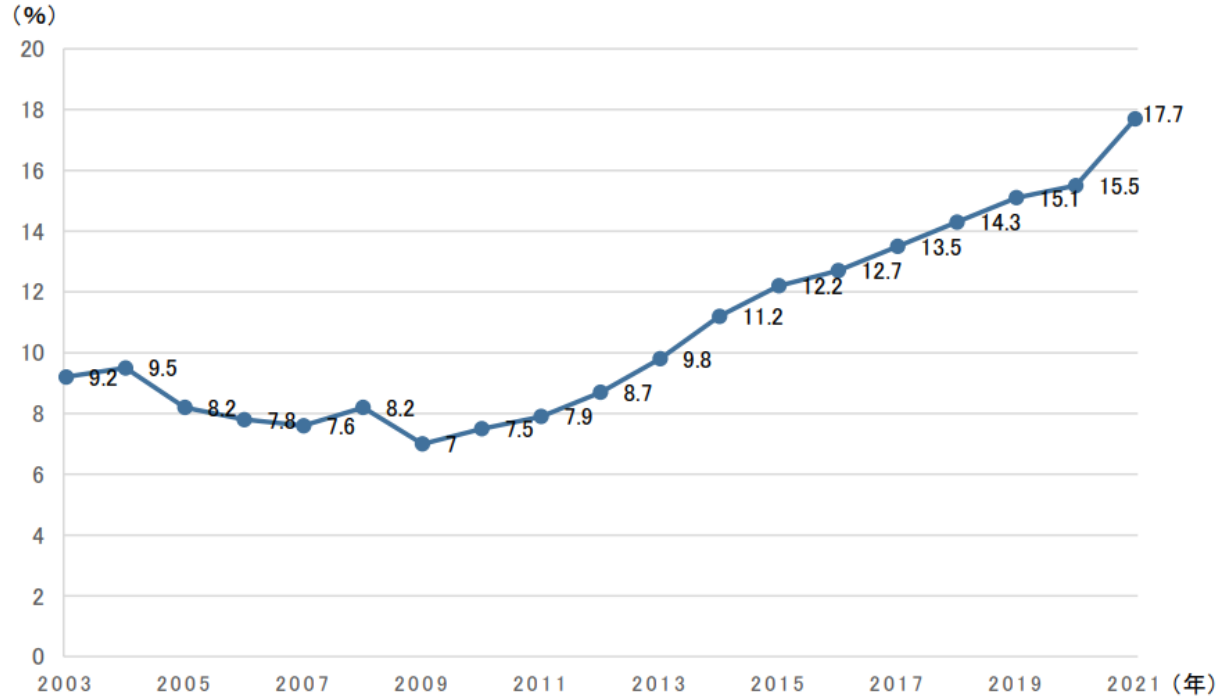
出所：厚生労働省 第29回社会保障審議会企業年金・個人年金部会「資産運用立国について」より抜粋

企業年金におけるオルタナティブ資産運用

アセットオーナー

- 昨今の低金利環境下においては、債券投資のみで予定利率を上回る運用リターンを上げることは難しく、**オルタナティブ投資への投資意向が高くなっている**。
- 他方で、**欧米と比べて、我が国ではオルタナティブ投資の市場が未成熟であり、投資先の大半は海外資産となるともされており、その際の運用委託先の管理も課題**とされている。
- また、個別の企業年金へのヒアリングでは、**PEファンド等で間接的に採用するケースも見られたが、基本的には、長期安定運用の観点から否定的な意見**が多く聞かれた。

DB のオルタナティブ投資の割合



出所：金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」より抜粋

（参考）企業年金の運用残高とポートフォリオの各国比較

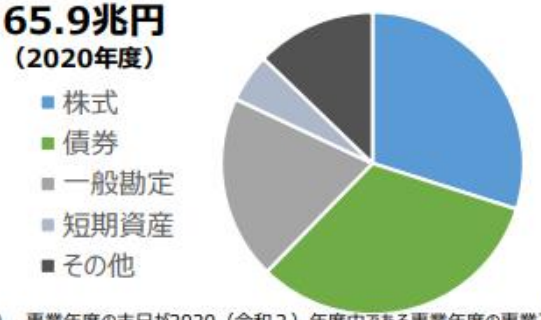
アセットオーナー

- 各国ごとに資産額やポートフォリオに差が発生。

DBのポートフォリオの各国比較

日本 DB

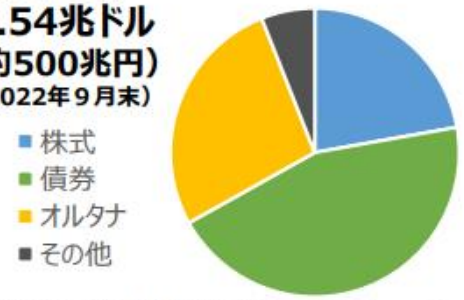
資産額
65.9兆円
（2020年度）



（注） 事業年度の末日が2020（令和２）年度中である事業年度の事業及び決算に関する報告書を2022（令和４）年12月時点で厚生労働省が集計。受託保証型確定給付企業年金についてはデータに制約があるため、集計には含まれていない。

米国 DB

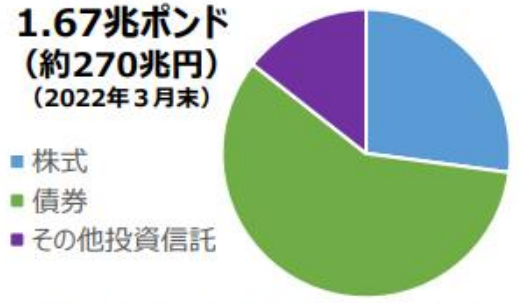
資産額
3.54兆ドル
（約500兆円）
（2022年９月末）



（出典）資産額は米国労働省「2020 Form 5500 Annual Reports」、ポートフォリオはPensions & Investments より（トップ200ＤＢに限ったデータ。2022年9月末時点） （注）1ドル=140円として換算

英国 DB

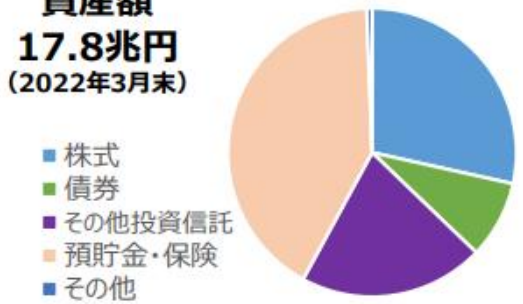
資産額
1.67兆ポンド
（約270兆円）
（2022年３月末）



（出典）The Purple Book 2022 (Pension Protection Fund)
（注）1ポンド＝160円として換算

日本 企業型DC

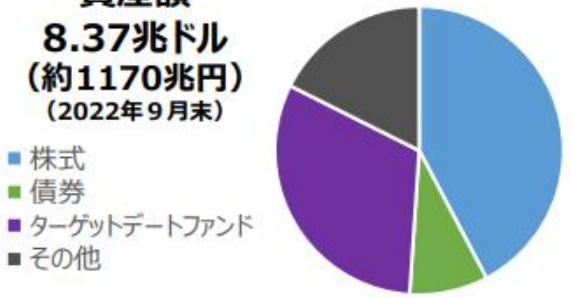
資産額
17.8兆円
（2022年3月末）



（出典）運営管理機関連絡協議会「確定拠出年金統計資料（2022年３月末）」

米国 DC（企業年金）

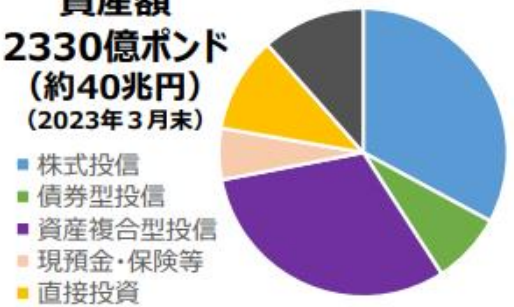
資産額
8.37兆ドル
（約1170兆円）
（2022年９月末）



（出典）資産額は米国労働省「2020 Form 5500 Annual Reports」、ポートフォリオはInvestment Company Institute「401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity」（401(k)に限ったデータ。2022年9月末時点）
（注）1ドル=140円として換算

英国 DC

資産額
2330億ポンド
（約40兆円）
（2023年３月末）



（出典）英国統計局「Funded occupational pension schemes in the UK: July 2019 to March 2023: Reference table」
（注）1ポンド＝160円として換算

13

出所：厚労省：第29回社会保障審議会企業年金・個人年金部会 「資産運用立国について」より抜粋

金融機関の動向

アセットオーナー

- **「資産運用立国実現プラン」を受けて、国内の金融機関各社は資産運用力強化に向けた戦略**を出しており、新興資産運用会社の育成を含めた施策の検討を始める国内金融機関も出てきている。

金融機関各社における資産運用力強化に向けた戦略

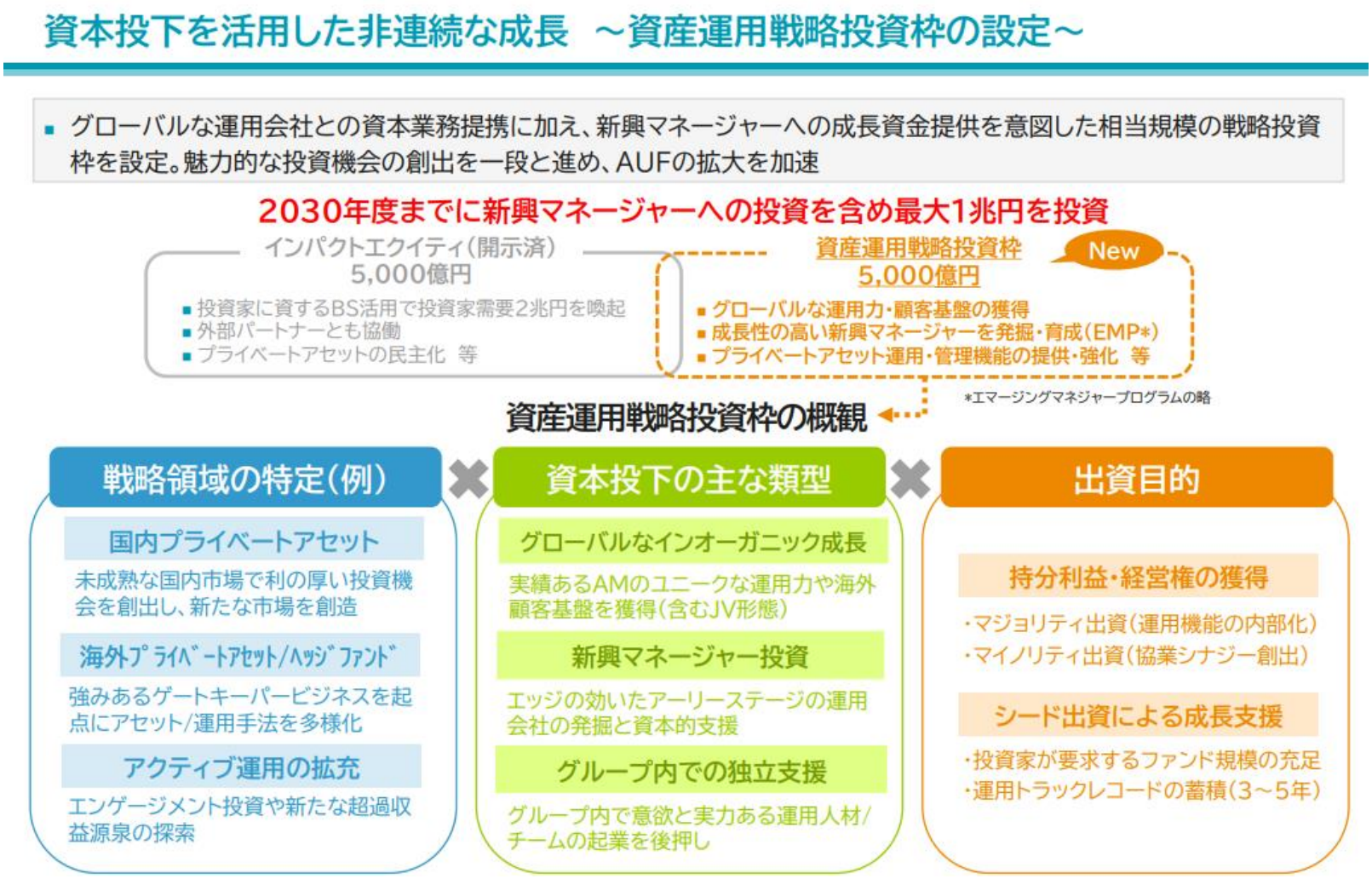
金融機関	主な取組
ゴールドマン・サックス	証券とアセット・マネジメントの更なる連携を深め、資産運用サービスを強化
住友生命保険相互会社	2030年に向けて多様な資産への投資を拡大
第一生命ホールディングス株式会社	**新興資産運用会社への運用委託やＶＣ・スタートアップ企業への投資など最大で年300億円程度の投資・出資**（足下では年 100 億円規模の投資）
株式会社大和証券グループ本社	新興運用業者に対して、 運用資金の拠出を行うファンド組成や出資等
日本生命保険相互会社	**VCなどに出資するファンドを設立、数百億円の投資枠**
野村ホールディングス株式会社	運用力開発目的の投資額を1,000億円超まで拡大（2023年11月末時点で850億円）
株式会社みずほフィナンシャルグループ	**資産運用残高を10年以内に1兆ドルに倍増**、**オルタナ投資を行う海外の運用会社の買収**を検討
三井住友トラスト・ホールディングス株式会社	**新興運用会社の発掘・育成や運用会社の買収・出資に5,000億円の投資額**
株式会社三井住友フィナンシャル・グループ	SMBC グループ版“Emerging Manager Program”等の導入（**新興資産運用会社に対するシード拠出**等）
株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ	2030年3月までに資産運用残高を200兆円まで倍増、運用会社を持株会社傘下に置き中核事業に位置づけ
明治安田生命保険相互会社	新興運用業者への投資
株式会社りそなホールディングス	コンサルサービスの提供、資産運用力向上（人材育成）

出所：金融庁ウェブサイトhttps://www.fsa.go.jp/policy/pjlamc/initiativesbythefinancialindustry/20240124.htmlを参考に経産省作成

（参考）金融機関の動向

アセットオーナー

- 三井住友トラストでは、**2030年までに新興資産運用会社への投資枠を新たに創設予定**としている。



出所：三井住友トラストホールディングス “https://www.smth.jp/-/media/th/news/2023/231222-2.pdf”より抜粋

ご議論いただきたい事項

議論事項

■ **資産運用会社の新規参入を促進する上での課題・政策対応のニーズが高いのはどのような点か。**

- 投資家層の拡大を進めていく上で、**資産運用会社の新規参入促進にはどのような意義・意味**があるか。
- 特に新興の資産運用会社においては、**資金面（シードマネー獲得）や体制面（ミドルバック体制）等様々な障壁・課題に直面することも想定**されるが、具体的にどのような課題が考えられるか。またそうした課題を解決する上で、政策対応のニーズが高いのはどのような点か。

■ **市場環境などの変化を踏まえて、アセットオーナーを含むエコシステムを形成する各プレイヤーの行動にはどのような変化が求められるのか。そうした変化を生むためのドライバーは何か。**

- 将来の年金給付のために長期目線で資産運用を行う公的年金基金や、従業員のための将来給付額が決まっている中で資産運用を行う企業年金（確定給付年金）においては、これまでの低金利環境や長らく継続したデフレ環境において、保守的な運用がなされてきたと認識。
- 他方、上記のような**新興資産運用業の育成といったエコシステムの中で求められる役割**や、**中長期的にあり得る金利上昇・足下のインフレ状況の市場環境の変化**を踏まえて、公的年金や企業年金等のアセットオーナーやその他のプレイヤーの行動にはどのような変化が求められるか。

■ **既存の投資家層（VC・PE・投資信託等）が未上場後期～上場後のマーケットに参入することを促進する上での課題・政策対応のニーズが高いのはどのような点か。**

- 各プレイヤーの未上場後期～上場後のマーケットへの参入について進捗している部分もあるが、更なる参入促進を図る上ではどのような論点があるか。
  - ✓ VC：この十数年でマーケット全体は大きく成長した認識。レイター期のプレイヤー拡大や、上場後への関与についてどのような課題があるか。特にVCのシードマネー獲得等の課題はどのようなものがあるか。
  - ✓ PE：バイアウト案件のみならず、未上場・上場スタートアップへの出資事例も出てきている状況。
  - ✓ 投資信託：投資信託協会の規則改正を通じて、未上場株式を組み込むことが可能に。

目次

1. 問題意識

2. 資産運用会社の新規参入（エコシステムの形成）

3. 既存プレイヤー（VC/PE/投資信託等）の投資領域伸長
- **VC**
- PEファンド
- 投資信託

4. ご議論いただきたい事項

国内VCの投資状況/ファンド組成状況

VC

- 各ステージのスタートアップに対する資金供給割合で比較した際、**国内VCはレイター期のスタートアップに対する投資額が諸外国のVCに比して少ない状況**。

ステージ毎のVC投資の状況

VC投資額（2020年）

投資額

	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	0.8	5.1	16.9	26.7	35.5	41.6	51.1
China	0.2	0.3	2.9	4.8	7.6	16.5	26.5
India	0.1	0.6	1.5	1.9	2.4	3.6	5.3
UK	0.3	1.2	2.9	3.1	3.9	3.4	2.8
Germany	0.1	0.4	1.1	1.4	1.7	1.5	1.1
France	0.9	0.7	1.2	1.2	1.2	1.2	0.3
Singapore	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	1.8
Japan	0.1	0.5	1.0	0.9	0.8	0.8	0

投資額の割合

	Pre-seed	Seed	A	B	C			
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+	Sum
US	0%	3%	10%	15%	20%	23%	29%	100%
China	0%	0%	5%	8%	13%	28%	45%	100%
India	1%	4%	10%	12%	16%	23%	34%	100%
UK	2%	7%	16%	18%	22%	19%	16%	100%
Germany	1%	5%	15%	19%	24%	21%	15%	100%
France	13%	10%	18%	18%	18%	18%	5%	100%
Singapore	1%	6%	12%	12%	11%	11%	48%	100%
Japan	3%	13%	24%	21%	18%	20%	0%	100%

VC投資ラウンド（2020年）

投資ラウンド数

	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	7,559	2,419	2,190	1,137	612	297	96
China	368	135	265	198	125	114	42
India	995	281	193	79	39	27	9
UK	1,678	599	373	127	65	24	7
Germany	617	181	135	65	28	11	4
France	435	340	164	56	20	9	1
Singapore	357	106	59	19	6	2	4
Japan	720	250	131	36	13	6	0

投資ラウンド割合

	Pre-seed	Seed	A	B	C		
	0-1M	1-4M	4-15M	15-40M	40-100M	100-250M	250M+
US	53%	17%	15%	8%	4%	2%	1%
China	30%	11%	21%	16%	10%	9%	3%
India	61%	17%	12%	5%	2%	2%	1%
UK	58%	21%	13%	4%	2%	1%	0%
Germany	59%	17%	13%	6%	3%	1%	0%
France	42%	33%	16%	5%	2%	1%	0%
Singapore	65%	19%	11%	3%	1%	0%	1%
Japan	62%	22%	11%	3%	1%	1%	0%

※Dealroomﾃﾞｰﾀﾍﾞｰｽより。2022年4月17日ﾃﾞｰﾀ抽出。

28

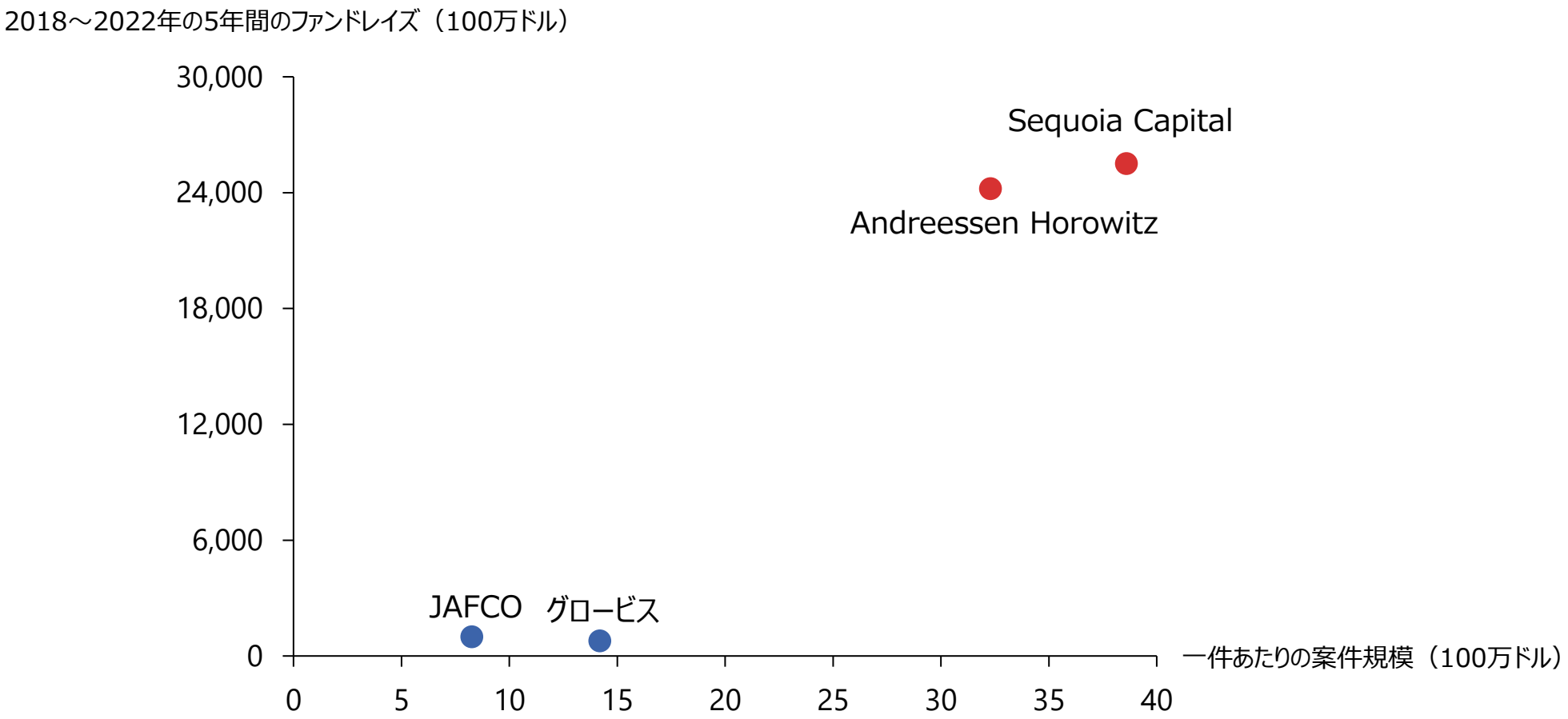
出所：内閣府 第5回イノベーションエコシステム専門調査会「スタートアップ・エコシステムの現状と課題」より抜粋しNRI作成

国内VCの投資状況/ファンド組成状況

VC

- 国内VCはチケットサイズ・ファンド規模においても、米国の主要VCに比べて小さい。

日米主要VCファンドのファンドサイズ・チケットサイズ比較



出所：各社公開情報よりNRI推計
一件あたりの案件規模は、2018年～2022年の5年間のファンドレイズを投資件数で割る形で算出
1ドル=148円として計算

（参考）VCの新興期・拡大期の変遷と要因分析

VC

- VCが業界として成長していく上では、**リスクマネーの供給及びVC投資家の育成**が必要。諸外国のように政策的な後押しをしていくことが、VCの発展においては重要となるか。

VC業界が発展していくために必要な要因

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ｷｬﾋﾟﾀﾙを供給するも、結果的にﾘﾀｰﾝは-25%。

失敗要因：
①ｲﾝｾﾝﾃｨﾌﾞ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（ﾛｰﾘｽｸ・ﾛｰﾘﾀｰﾝ）

②ﾓﾆﾀﾘﾝｸﾞしなかったこと
ﾘｰﾄﾞ投資家とはならず、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ﾎﾞｰﾄﾞ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ﾌｧﾝﾄﾞを創設。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ｲﾝｾﾝﾃｨﾌﾞを与えたこと
失敗の場合も損失補填せず、成功報酬制としたにより、ﾌｧﾝﾄﾞの責任によりﾓﾆﾀﾘﾝｸﾞも実施

②Yozmaは投資先の決定に無関与
ﾌｧﾝﾄﾞﾏﾈｰｼﾞ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%以上のﾌｧﾝﾄﾞ出資比率を有するﾘｰﾄﾞ投資家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ｸﾞを構造化

②ﾌｧﾝﾄﾞﾏﾈｰｼﾞｬｰ(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

イスラエルにおいてVC業界が発展した理由

リスクマネーの供給

イスラエルは1993年「Yozmaプログラム」と呼ばれる政府主導の民間育成プログラムを開始
VCファンドへの創設、海外VCへの資金供給を実施

VC投資家の育成

失敗の場合でも損失補填をせずに成功報酬制度とする、Yozmaは投資先の決定に関与しないなどの仕組みにより、VC投資家の実力が育つ環境を整備

スタートアップの増加

国内・海外VCからの資金供給が増えたことにより、スタートアップの増加・成長を促し、スタートアップエコシステムの発展につながった

出所：内閣府 第5回イノベーションエコシステム専門調査会「スタートアップ・エコシステムの現状と課題」より抜粋しNRI作成

（参考）VCの新興期・拡大期の変遷と要因分析

VC

- 米国VCの成長は、**<u>従業員退職所得保障法における年金基金によるハイリスク資産(VCへの投資含む)への投資に対する規制が緩和されたことが大きな契機</u>**となった。

米国VC業界の変遷

1940年代	American Research And Development Corporation、J.H. Witney & Company などが世界最初のVCとして設立
1957年	中小企業投資法が成立 連邦政府は、投資会社から中小企業への民間投資を融資の形で支援
1958年	ARDCがスタートアップのDECに7万ドルを投資し、11年後のIPOで3億ドル以上の価値となり大成功を収め、VC投資の先駆けに
1979年	退職所得保障法のルール改正により、年金基金にVCへの投資を含むハイリスク資産への投資を緩和
1980年～1990年代	PC・ソフトウェア産業の興隆により、VCのリターンが飛躍的に拡大した(VCからの資金供給でIntel、Appleが台頭)

従業員退職所得保障法(ERISA)における規制緩和

<概要>

1979年に労働省が従業員退職所得保障法（ERISA）における「Prudent Man Rule」を明確にし、基準を満たす年金基金であれば、VCへの投資を含むハイリスク資産への投資を認める形で規制を緩和

<効果>

✓ **<u>VCのファンド組成額が拡大</u>**
「Prudent Man Rule」の明確化により、年間ファンド組成額が5年で45倍に成長
（1982年：10億ドル⇒1987年：450億ドル）

✓ **<u>Intel、Apple等のPC・ソフトウェア産業の台頭</u>**
産業の発展とVCからの資金供給拡大がかみ合い、一部の企業が大きく成長したことで、VCは大きなリターンを獲得。それにより、VCへの資金供給が加速することになり、米国のVC産業は大きな発展を遂げた

出所：Coral Capital、公益財団法人日本証券経済研究所「アメリカにおける非公開株式流通市場（セカンダリー・マーケット）について」等よりNRI作成

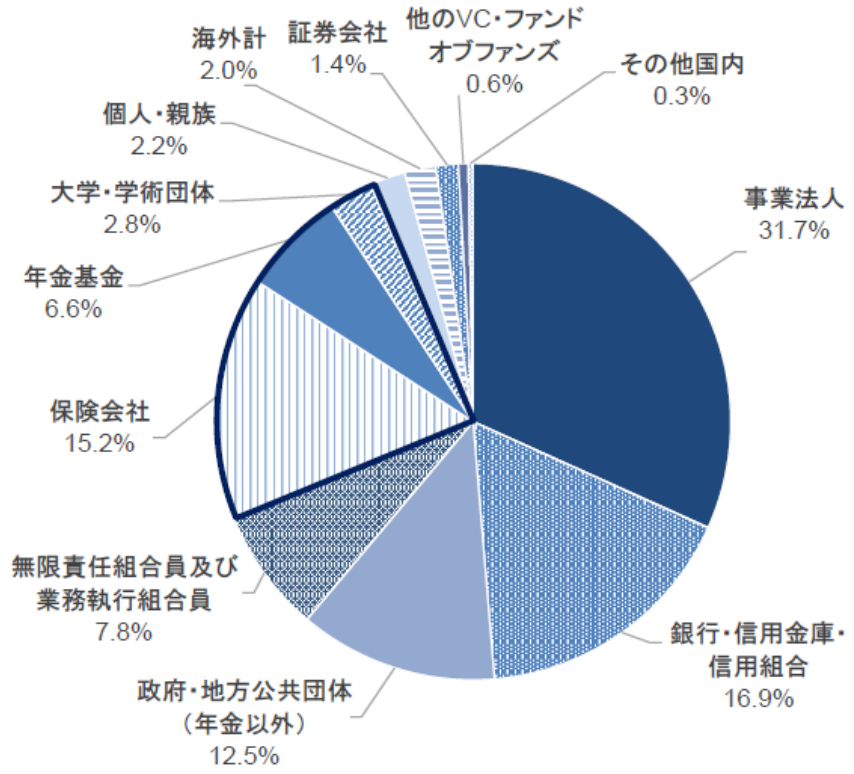
VCファンドへの出資の状況

VC

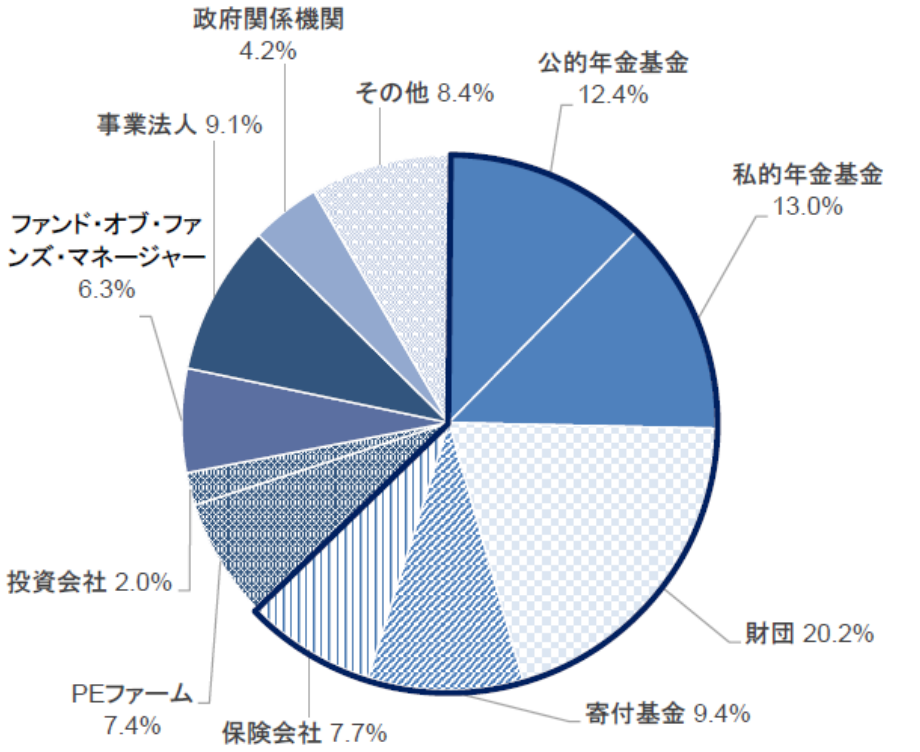
- **国内VCファンド**への資金供給は、**事業法人、金融機関からが５割程度と中心的な役割**を担っており、資産運用額の規模が多い機関投資家（年金基金、保険会社、大学・学術団体）からの出資は25%程度。
- 他方で、**米国では年金基金等の構成比率が６割程度**と国内より高く、中心的な役割を担っている。

機関投資家からVCファンドに対する投資

日本（2022年）



米国（2020年）



出所：金融庁　第2回　金融審議会　資産運用に関するタスクフォースより抜粋

機関投資家からVCへの資金供給の論点

VC

- 国内VCに対する機関投資家からの資金供給を拡大する上では、**VCにおける公正価値評価の普及、VC内のガバナンスを整えていく必要がある**か。

機関投資家によるVCへの資金供給の論点

論点		内容
リターンの高さ・確実性	**トラックレコード**	国内VCは、欧米のTop-Tier VCと比較すると、十分な実績がないため、相対的に資金が集まりにくい状況
	パフォーマンス（利回り）	国内VCの黎明期からは少しずつ実績が積みあがっており、機関投資家による純投資が少しずつ増えるような利回り水準にはなってきている
リスクのコントロール	**ファンド規模**	今後、チケットサイズの大型化に伴う、ファンド規模の拡大により、機関投資家にとっても耐え得る程度の規模には育っていくか
	公正価値評価	**公正価値評価の国際基準である「IPEVガイドライン」が普及途上**の状況であり、その普及が今後も重要となるか（これによりファンドパフォーマンスの国際比較が可能に）。
	VC内のガバナンス	機関投資家からの出資を受けるに当たって、**VC内の意思決定の体制（投資の意思決定を行うフロント、牽制機能のミドル・バックを分ける、投資プロセスの透明性確保等）等**の面で課題を抱えるVCが存在するか。

出所）各種公開情報よりNRI作成

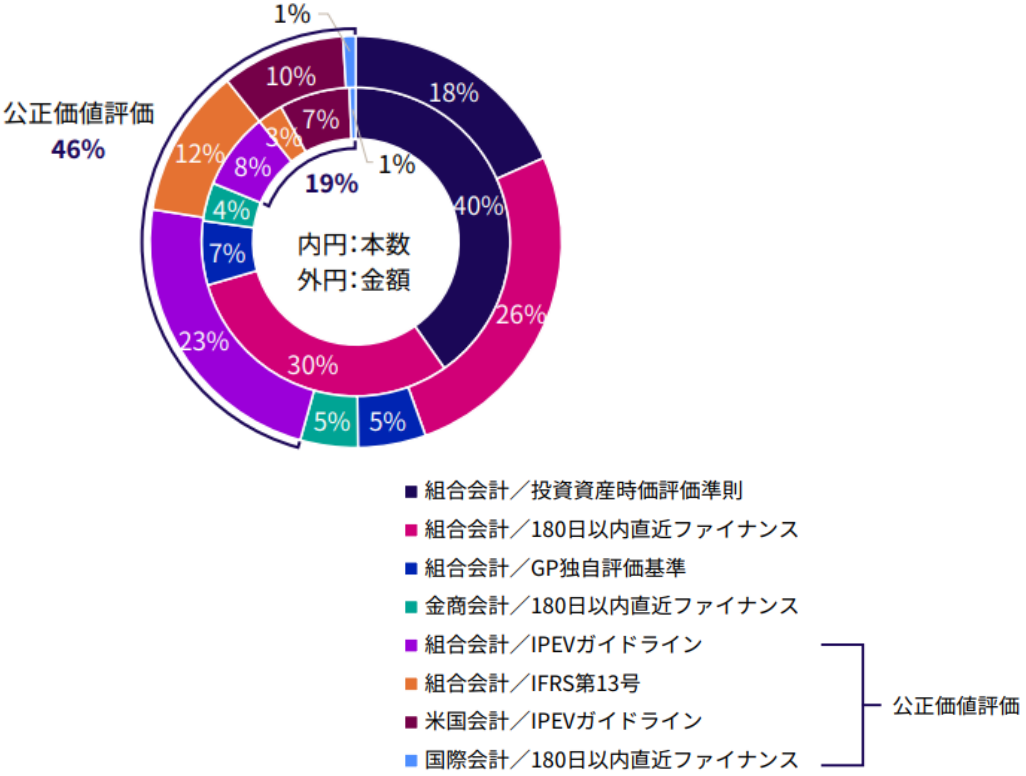
公正価値評価の状況

VC

- 国内VCで公正価値評価を実施しているVCファンドは、**ファンドの本数ベースで19%と普及が限定的な状況**。

公正価値評価を実施する国内VCファンドの割合

- 公正価値評価を実施している国内VCファンドは、2022年末時点では本数ベースで19%、金額ベースで46%となっている状況



公正価値評価の導入について言及される点

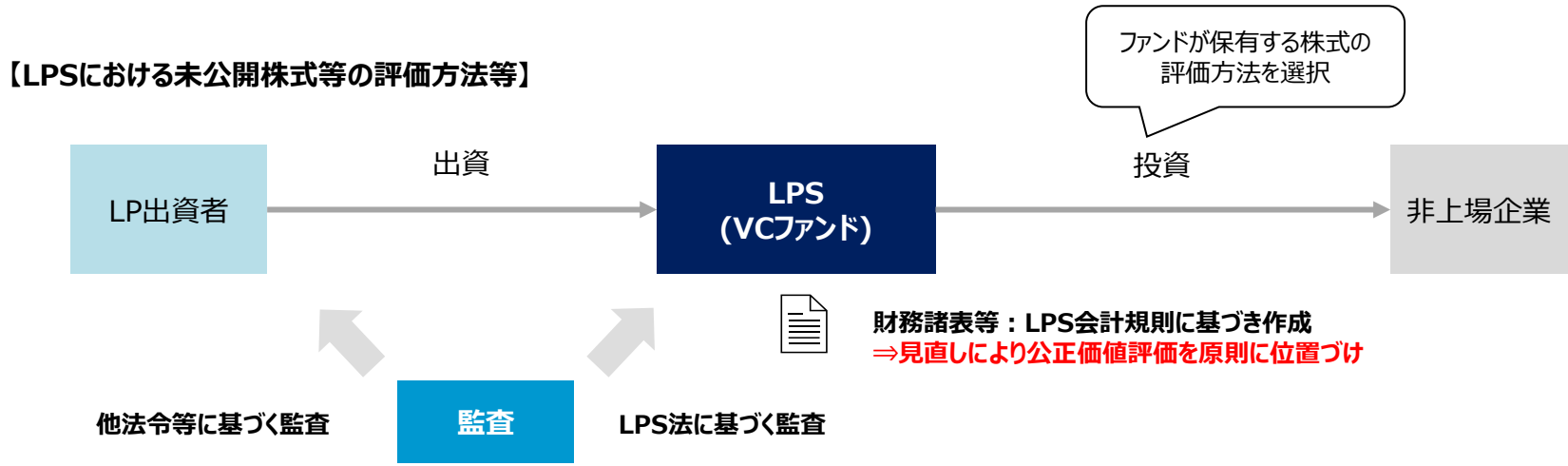
1. **二重管理（公正価値/取得原価）**
   - 日本基準（金融商品会計）では、LPのファンド持分は取得原価で評価することとされているため、ファンドに公正価値評価を導入すると、二重管理を行う必要
2. **管理コスト等の負担**
   - 公正価値評価を導入すると、ミドルバックの人員の確保を含めた一定の管理コストや事務負担等が発生し、一定以上の規模が必要
3. **監査法人への普及促進**
   - 業種別委員会実務指針第38号の改訂を実務に浸透させる必要
4. **需要に対応した監査の担い手確保**
   - 将来的に公正価値評価の導入が増え、監査需要が高まった場合、監査法人内でのリソースの再配分や、新たなファンド監査の担い手が必要

出所：日本ベンチャーキャピタル協会・Preqin「PREQIN日本特集：国内VCパフォーマンスベンチマーク第5回調査アップデート（2022年版）」
母集団はJVCA会員54社、計177本分のファンドデータであり、本数ベースで国内VC市場全体の36%、金額ベースで71%を占める。

（参考）LPS会計規則による公正価値評価の促進

VC

- 投資事業有限責任組合（LPS）は、業務を執行する無限責任組合員（General Partner （GP））と有限責任組合員（Limited Partner （LP））が出資を行い、その出資金を基にして共同で投資を営む組合であり、VCファンドに多く活用されている。
- **令和５年12月５日付「投資事業有限責任組合会計規則」（LPS会計規則）により、投資事業有限責任組合が投資する資産の評価について、公正価値評価を原則として位置づけた。**



（参考）IPEVガイドライン

VC

- IPEVガイドラインでは、投資の性質、事実及び状況、市場参加者の観点に照らして、評価技法を選択するように定められている

IPEVガイドラインで定められている評価手法

評価技法		投資先の状況など
マーケットアプローチ	マルチプル法	継続的な利益または売上の傾向が見込まれ、それが持続可能と考えられる、事業基盤が確立している企業
	業界固有のベンチマーク	投資家が売上高（収益）やマーケットシェアを重視しており、業界内での一般的な収益性に大差がないという前提に基づいている場合
	入手可能な市場価格	相場価格のある投資
インカムアプローチ	（投資先企業の）ディスカウント・キャッシュ・フロー	企業の活動が大きく変動する時期、例えばレスキューリファイナンス、企業再生（ターンアラウンド）、戦略的リポジショニング、赤字企業や立ち上げ直後の企業など
	（投資の）ディスカウント・キャッシュ・フロー	負債やメザニンなど、エクイティ以外の投資
再調達原価アプローチ	純資産	資産保有企業や投資会社など利益よりは資産の公正価値を企業価値の源泉としている企業、十分な資産からのリターンを生み出していない企業や、会社清算や資産売却によって、より大きな価値が実現される可能性がある企業

出所：PwC「PE・VCファンド保有未公開株式の公正価値評価」

海外VCからの資金供給事例

VC

- 海外VCによる国内スタートアップへの資金供給は徐々に拡大。海外VCからは業界におけるリーダーになり得るスタートアップへの資金供給が多くなる傾向。

海外VCによる国内スタートアップへの資金供給事例

時期	スタートアップ	調達金額（億円）	調達先の海外VC
2019年9月	SmartHR	61.5(総額)	Sequoia Heritage
2019年11月	Paidy	156	Paypal Ventures
2020年10月	アンドパッド	50	Minerva Growth Partners Sequoia Capital China

2023年5月には、米国VCのNEAが日本のスタートアップに対する資金供給を進める方針を発表

<海外の著名VCからの資金調達が成功した要因分析>
（アンドパッドCFO 荻野泰弘氏）

✓　建設・建築領域におけるカテゴリリーダーとして認識された
→建設・建築領域の業務効率化ツールとして、圧倒的なシェアを持っている部分が評価された

✓　マネジメント体制が整っている
→将来を確実に見通せる経営をしているところが評価された

出所：ダイヤモンド・オンライン「建築SaaS「ANDPAD」が約20億円調達」等よりNRI作成

海外VCの日本拠点開設状況

VC

- 国内企業と連携し、国内にスタートアップ育成拠点を開設する海外VCは存在するが、限定的な状況。

グローバルVCの日本拠点開設状況

主要なVC	本社	日本拠点	詳細
SOSV	米国	○	2020年に東京拠点を開設。 現在は住友商事株式会社、SCSK株式会社との連携によりスタートアップ支援プログラム「HAX Tokyo」を運営。
Andreessen Horowitz	米国	✕	–
Accel	米国	✕	–
Antler	シンガポール	○	2022年に日本拠点設立。2023年より起業支援プログラム「アントラー・コホート・プログラム」の日本展開を開始。
East Ventures	インドネシア	○	2010年に日本法人を設立。 2023年現在、シードステージのスタートアップ300社超に資金を供給
Insight Partners	米国	✕	–
Lightspeed Venture Partners	米国	✕	–
Alumni Ventures	米国	✕	–
Bessemer Venture Partners	米国	✕	–
Plug and Play Ventures	米国	○	2017年より日本進出。 三菱UFJ銀行、東急不動産等を事業パートナーとしてスタートアップ支援プログラム「Plug and Play Shibuya Powered」を展開。 2020年までに国内スタートアップ60社以上へプログラムを提供。

出所：各社サイト、プレスリリースよりNRI作成

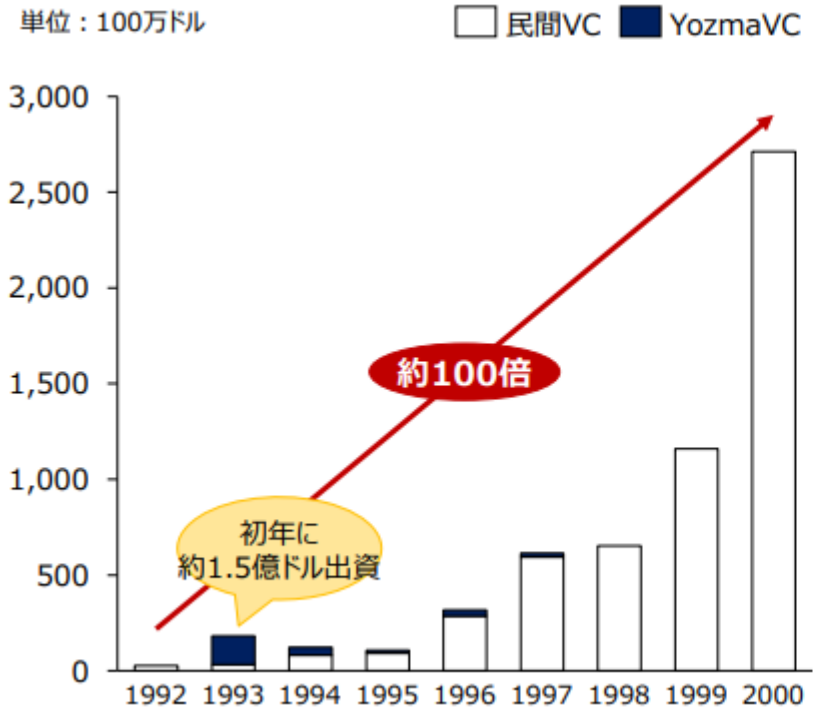
（参考）諸外国における海外VCの誘致事例

VC

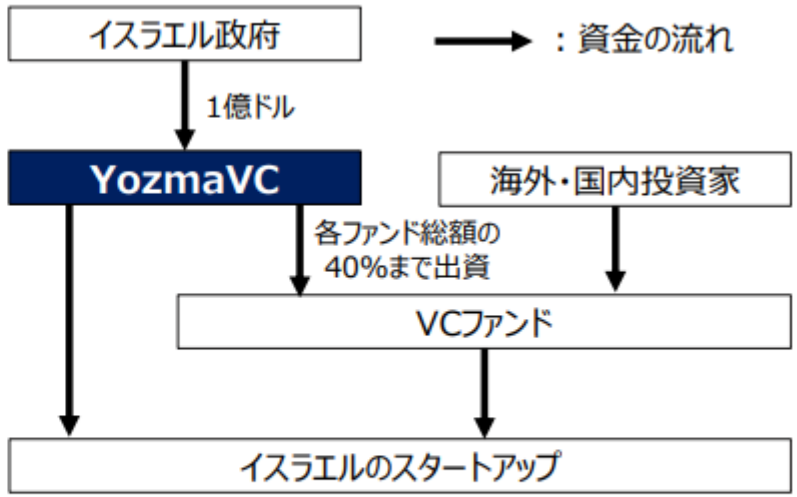
- イスラエルでは、海外VCの誘致を目的とした投資プログラムを策定。多くの海外VCが活用したことにより民間VCによる資金調達が拡大した。

イスラエルにおける海外VCによる投資を呼び込む取り組み事例

イスラエルのスタートアップへのVC投資額



YozmaVCのスキーム図



- **5年以内**であれば、**事前に定めた金額**で、民間VCがYozmaVCのスタートアップの持ち分を買い取ることができる**オプションを付与**。

出所：経済産業省「経済産業政策新機軸部会 事務局説明資料」より抜粋しNRI作成

（参考）諸外国における海外VCの誘致事例

VC

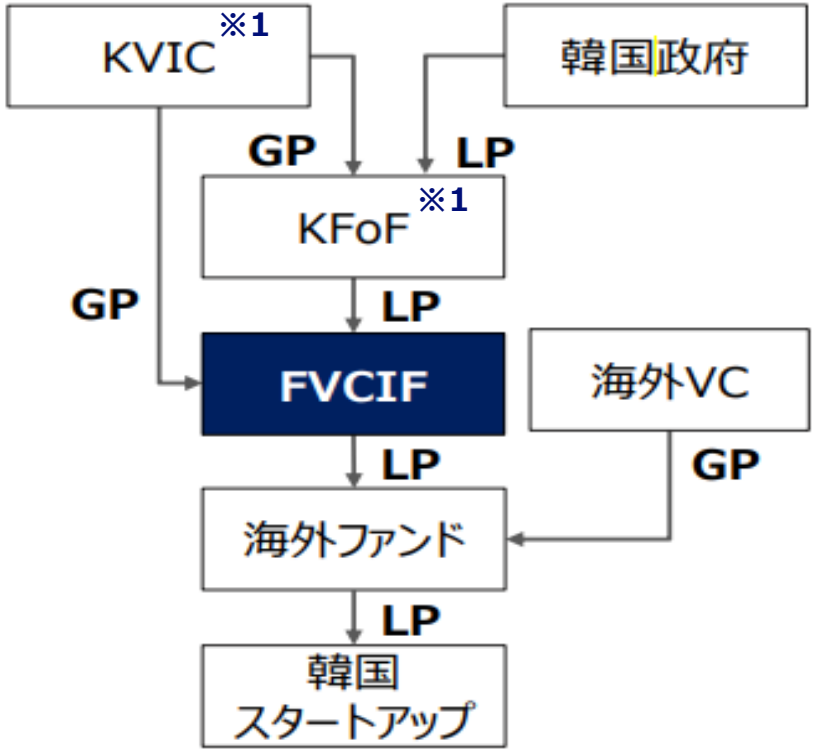
- 韓国では、海外VC投資ファンドを設けることで、海外VCを国内に誘致している。

韓国における海外VCによる投資を呼び込む取り組み事例

FVCIF※1の概要

目的	海外VCと連携した韓国スタートアップへの投資拡大
概要	海外ファンドへのLP出資
FVCIFのLP出資要件	ファンドの40%以下
海外ファンドの投資制限	ファンドは、FVCIFがファンドに出資する額以上の額を韓国スタートアップに出資する必要がある

FVCIFのスキーム図



*1:KVIC(Korea Venture Investment Corp.), KFoF(Korea Fund of Funds), FVCIF(Foreign Venture Capital Investment Fund)

出所：経済産業省「経済産業政策新機軸部会 事務局説明資料」より抜粋しNRI作成

（参考）諸外国における海外VCの誘致事例

VC

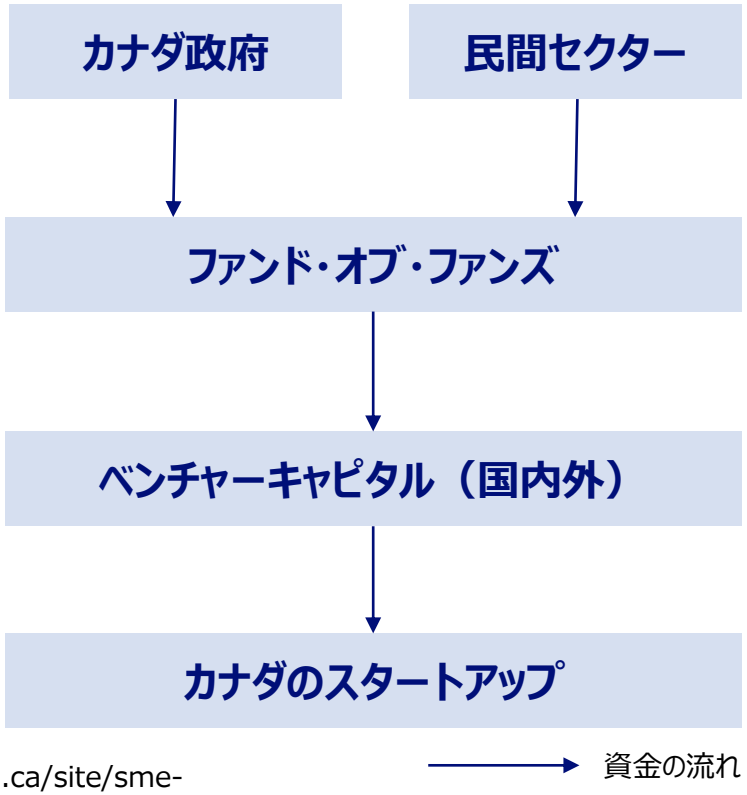
- カナダでは、民間投資を誘導をするべく政府によるFoFへの出資がなされている。その中で、一部の資金を海外VCへ向けることにより海外VCの誘致を図った。

カナダにおける海外VCによる投資を呼び込む取り組み事例

VCAP(ファンド・オブ・ファンズ-FoF)※1の概要

目的	カナダのVC業界を持続可能なものにし、カナダの企業の資金調達の可能性の向上させる
概要	民間FoFへの出資を通じてエコシステムへのリスクマネー供給を強化
FoFの制限	各FoFのコミットメントの少なくとも55%を、カナダに本部を置き、その投資プロフェッショナルの大半がカナダ居住者であるファンドに充てる
FoF投資先の制限	投資先ファンドの投資全体の少なくとも3分の1は、カナダを拠点とする企業に投資

VCAPのスキーム図



出所： Government of Canada「Venture Capital Action Plan」https://ised-isde.canada.ca/site/sme-research-statistics/en/venture-capital-action-plan 他公開情報よりNRI作成
※1 Venture Capital Action Plan

目次

1. 問題意識

2. 資産運用会社の新規参入（エコシステムの形成）

3. 既存プレイヤー（VC/PE/投資信託等）の投資領域伸長
- VC
- **PEファンド**
- 投資信託

4. ご議論いただきたい事項

PEファンドの投資戦略

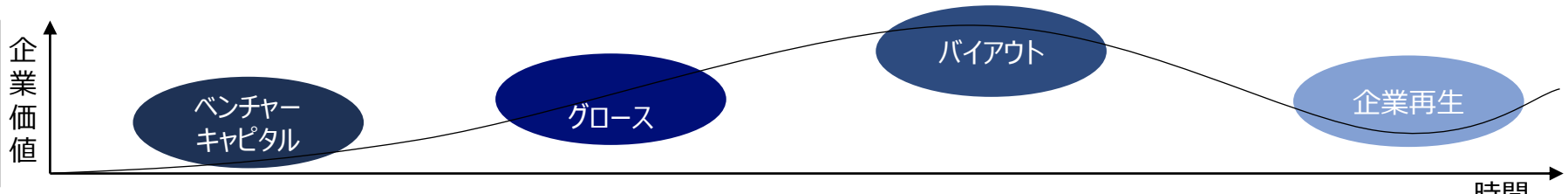
PEファンド

- PEファンド間では、投資対象とする企業のライフステージによる投資戦略の差が存在する。**近年では、一部PEファンドにおいて、ベンチャーキャピタル領域に入り込む事例**も出てきている。

PEファンドの投資戦略の整理

	ベンチャーキャピタル	グロース	バイアウト	企業再生
投資スタンス	新規市場創造において急成長が見込まれる企業に投資	企業拡大のための成長資金を提供	成熟企業の経営権を獲得し、緊密な経営支援によって企業価値を向上	株式・債権を取得後、企業への経営体制強化・財務健全化等による企業再生・価値向上
企業への出資比率	～15%	20～40%	50%～	案件により様々
一般的なファンド期間	10~12年	9~11年	9~11年	7~10年

企業のライフステージ



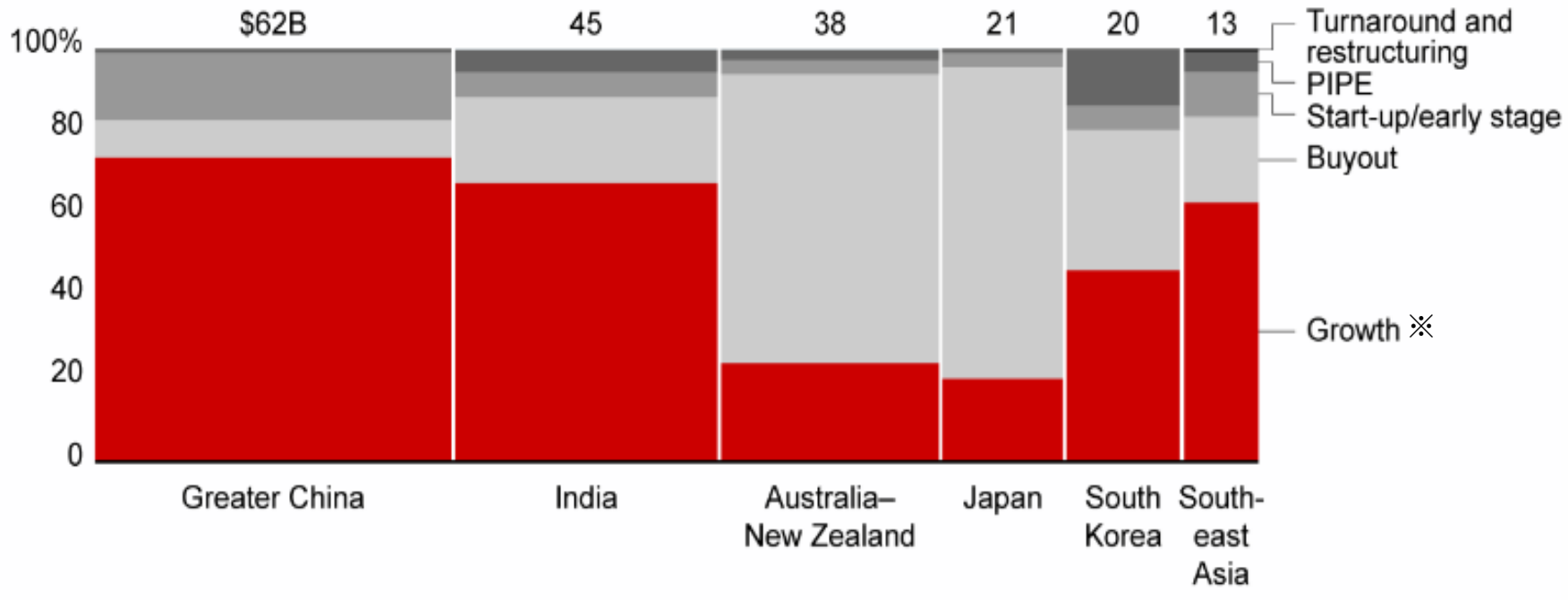
出所：各種公開情報等よりNRI作成

（参考）諸外国との規模・戦略の違い

PEファンド

- 特に中国圏やインドにおけるグロース投資額が大きい。

アジア太平洋における案件種類別案件額(2022)



	Greater China	India	Australia–New Zealand	Japan	South Korea	South-east Asia
Share of buyout deal value	9%	21%	70%	76%	34%	21%
Share of growth deal value	74%	67%	24%	20%	46%	63%

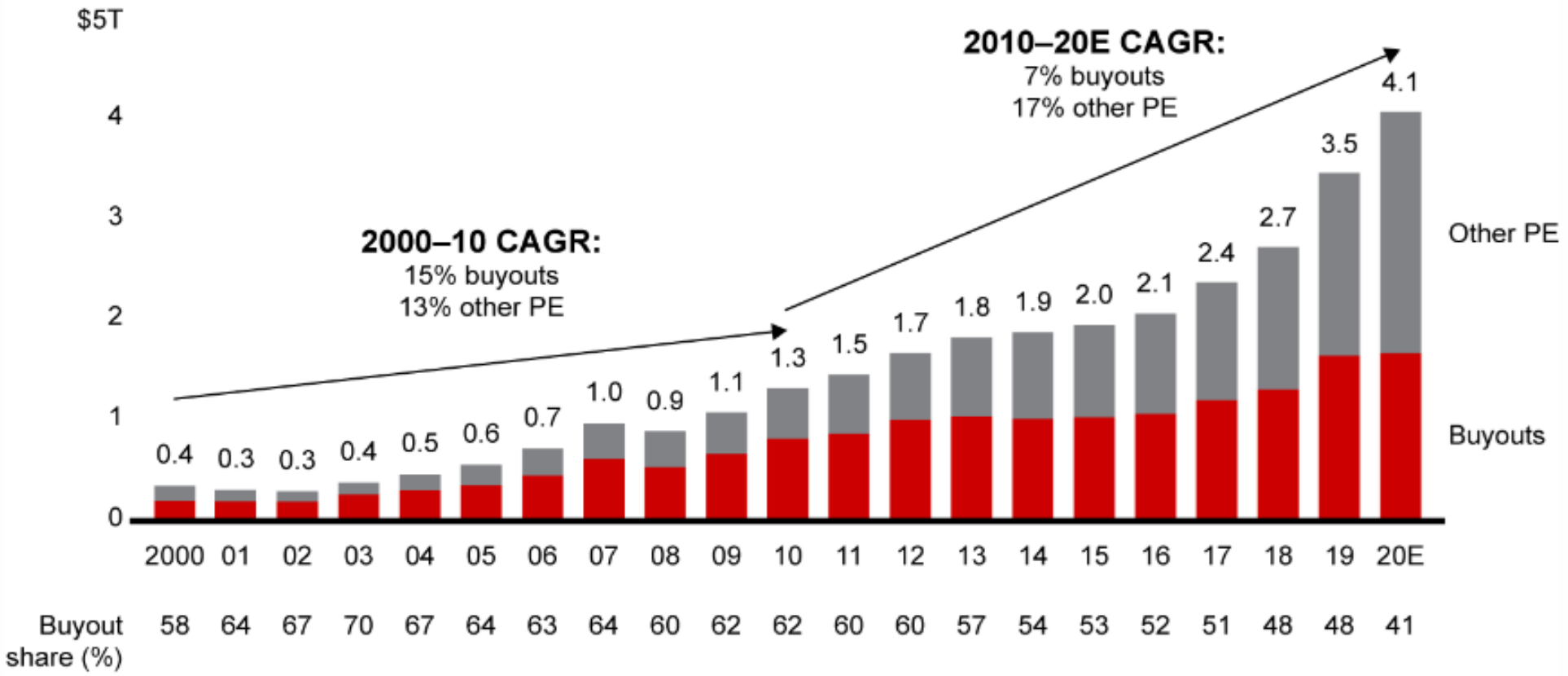
出所：Bain & Company「Asia-Pacific Private Equity Report 2023」より抜粋
※ここでのGrowthには、グロースの他に、メザニン、IPO前段階の企業に対する投資が含まれている

（参考）諸外国との規模・戦略の違い

PEファンド

- 初期のプライベート・エクイティは主にバイアウトファンドによって形成されてきたが、近年は他の種類のファンドのシェアが向上している状況

世界のプライベートエクイティAUM推移



出所：Bain & Company「Global Private Equity Report Have Classic Buyout Funds Run Their Course?」より抜粋

PEファンドの近年の動向（スタートアップ投資への染み出し）

PEファンド

- 近年ではPEファンドからからスタートアップへの投資が進む兆しが表れている。

PEファンド社員によるコメント

PEファンド

- レイターステージの企業から話をもらうことがかなり増えた。
- レイターの会社に相応な規模の資金を投じられるプレイヤーが少ない。そこに資金を供給していきたい。

PEファンド

- グロース段階の会社に対する投資の知見が溜まってきているため、成長段階のベンチャー企業のニーズに応えることが可能。
- グロースへの成長機会をどう捉まえていくのかという議論は常にしている。

スタートアップへの投資事例

出資先	ファンド	投資背景 等
Spiber	カーライル	• グローバル市場への拡大に向けた戦略の高度化の必要性 • 「相当規模のTAM」等の出資要件の充足
データX（旧フロムスクラッチ）	KKR	• IPO前の成長ニーズに基づく資金調達の必要性 • 会社が大きく成長した後のIPOを狙うデータXの戦略にKKRが共感
Lyft（米）	カーライル	• ライドシェアリングが受け入れられつつあったこと • 技術的優位性や優れた経営者の存在
HRBrain	EQT	• 既存株主であるVCから株式の過半を取得 • PEがセカンダリーの役割を果たした珍しいケース

出所：経済産業省「対日M&A活用に関する事例集」、各種公開情報を踏まえてNRI作成

PEファンドの近年の動向（スタートアップ投資への染み出し）

PEファンド

- **上場ベンチャーに対してPEファンドが投資を通じた事業再編・再上場によって成長を遂げている企業が複数存在**。
- 海外PEによる国内上場ベンチャーへの投資事例は下記の通り。**被買収企業の資金・経営改革需要と、ファンド側の事業ポテンシャル把握の双方が生じた際に投資がなされているのではないか**。

PEファンドによる上場ベンチャーへの投資事例（国内事例）

会社名	ファンド	発表日	方式	背景
イグニス		2021年3月5日	MBO	非公開化によるマッチング事業の成長、エンターテック事業の成長資金確保
ネットマーケティング	ベインキャピタル	2022年8月10日	TOB	更なる成長のためには外部の経営資源を活用することが有益と判断
インパクトHD		2023年1月26日	MBO	競争を勝ち抜くために非公開化による機動的な経営体制が必要と判断
ユーザベース	カーライル	2022年11月9日	TOB	厳しい経営状況の中、発想を転換し新たな「あるべき姿」を描くためかかわりを持った

出所：各種公開情報を参考にNRI作成

（参考）海外の事例

PEファンド

- 海外でも、ベンチャーに対してPEファンドが投資を行っている事例が存在。

PEファンドによる上場ベンチャーへの投資事例（海外事例）

会社名	ファンド	会社概要	発表時期	背景
ZPG (zoopla,英)	Silver Lake	不動産テック	2018年5月11日	ZPG：テクノロジー投資のグローバルリーダーとして、専門知識やネットワークから恩恵を受け、成長の加速を意図 Silver Lake：革新的なサービスより不動産・住宅・金融サービス市場で確固たる地位を築けていることを評価
Zoominfo （旧DiscoverOrg, 米)	TA Associates カーライル 22C Capital	BtoBセールス・マーケティング向けSaaSプロバイダー	2018年3月14日	概要：PEファンドらによるDiscoverOrgへの出資後、Zoom informationを買収、その後Zoominfoに統一 DiscoverOrg側：自分では気づかないような企業の規模拡大の可能性を見出せる PEファンド側：業界をリードするプラットフォームの構築や継続的な収益を生み出せる実用的なデータを保有している

出所：各種公開情報を参考にNRI作成

目次

1. 問題意識

2. 資産運用会社の新規参入（エコシステムの形成）

3. 既存プレイヤー（VC/PE/投資信託等）の投資領域伸長
- VC
- PEファンド
- **投資信託**

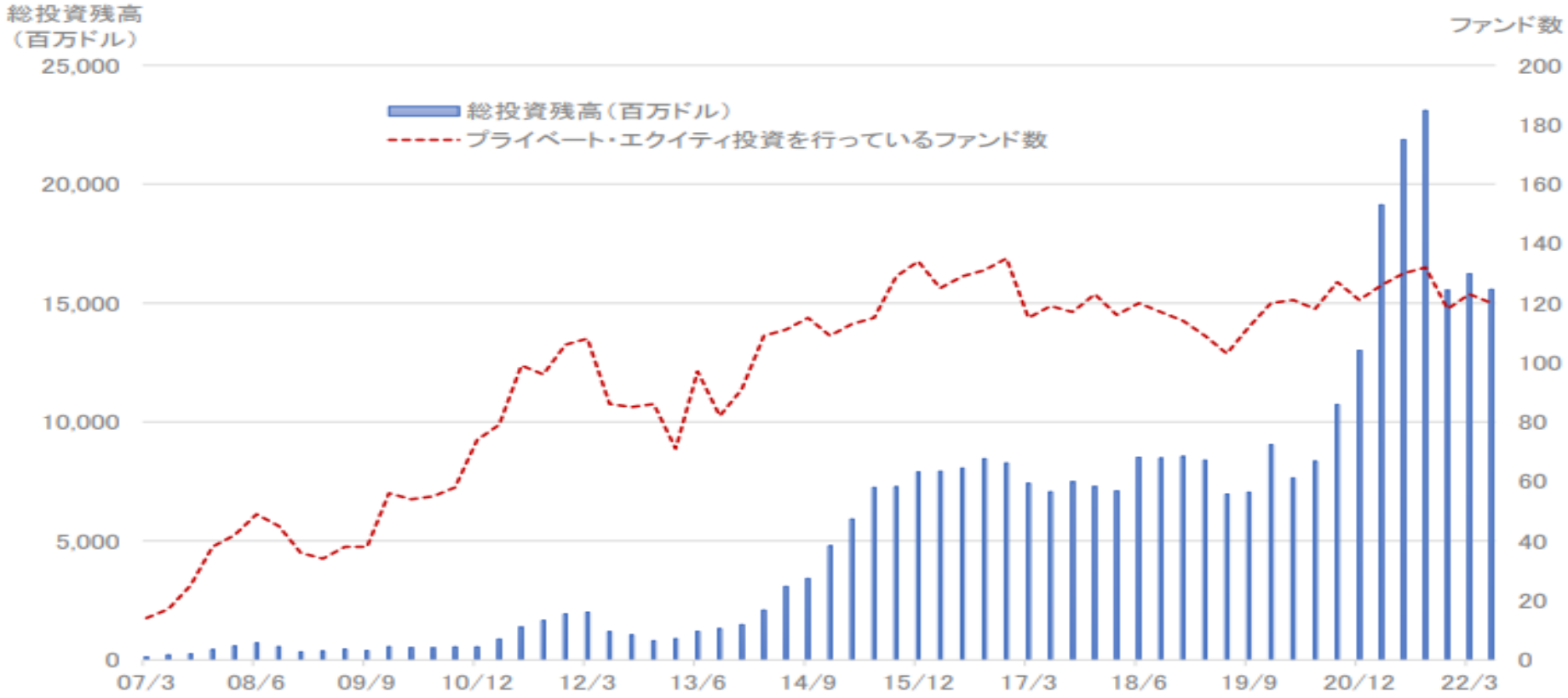
4. ご議論いただきたい事項

投資信託における未上場株式組み込みの状況（諸外国）

投資信託

- 米国では、**<u>ミューチュアル・ファンドによるPE投資額が拡大</u>**している状況。
- 2022年6月末時点で、27の資産運用会社が運用する113本のファンドが、少なくとも1社のPEを保有し、全部で約150億ドルを供給している。

米国のミューチュアル・ファンドを通じたPE投資の推移



出所：金融庁「資産運用業高度化プログレスレポート2023」より抜粋しNRI作成

投資信託における未上場株式組み込みの状況（諸外国）

投資信託

- IPOまで投資を待つと、**会社の成長サイクルにおける重要ステージを捉えられない恐れがあること**から、ミューチュアルファンドによる非上場企業株式の組入れが進んでいる状況。

非上場企業へ投資を行っているミューチュアルファンド（一例）

国	ファンド名	AUM比（%）
米国	Baron Focused Growth	12
米国	Baron Partners Fund	11
米国	T. Rowe Price New Horizons	9
米国	NBerman Guardian	7
英国	Edinburgh Worldwide	24
英国	Scottish Mortgage Investment Trust	29

非上場企業投資が積極化している理由

IPO期間の長期化	• 初回の出資からIPOによるExitまでの期間が長期化したことで、上場前フェーズに成長する企業の増加 • 2004年：5.2年→2021年：6.7年※
ユニコーンの増加	• 2013年に39社あったユニコーン企業(企業価値が10億ドルを上回る未上場企業)は、2022年9月時点で1,200を超えた(米国)
プレイヤー把握の必要性	• 業界の洞察を深めるためには、上場/非上場問わずにプレイヤーを把握する必要がある

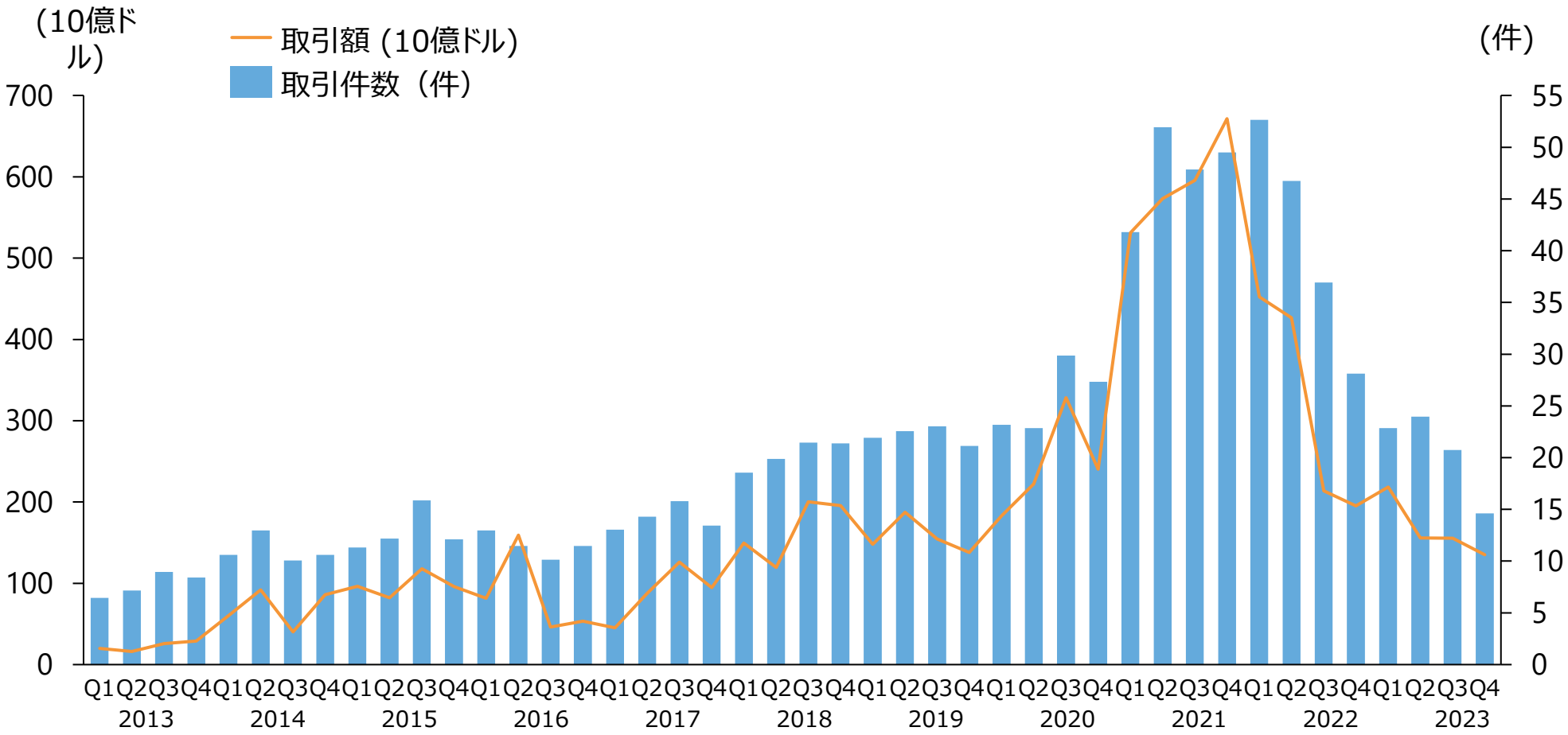
出所：各種公開情報を参考にNRI作成

（参考）クロスオーバー投資の動向

投資信託

- **ミューチュアルファンドを含む投資家によるクロスオーバー投資が拡大**している。

米国におけるクロスオーバー投資額推移※（10億ドル）



出所：各種公開情報を参考にNRI作成

目次

1．問題意識

2．資産運用会社の新規参入（エコシステムの形成）

3．既存プレイヤー（VC/PE/投資信託等）の投資領域伸長

4．ご議論いただきたい事項

ご議論いただきたい事項

議論事項

■ 資産運用会社の新規参入を促進する上での課題・政策対応のニーズが高いのはどのような点か。

- 投資家層の拡大を進めていく上で、**資産運用会社の新規参入促進にはどのような意義・意味**があるか。
- 特に新興の資産運用会社においては、**資金面（シードマネー獲得）や体制面（ミドル・バック体制）等様々な障壁・課題に直面することも想定**されるが、具体的にどのような課題が考えられるか。またそうした課題を解決する上で、政策対応のニーズが高いのはどのような点か。

■ 市場環境などの変化を踏まえて、アセットオーナーを含むエコシステムを形成する各プレイヤーの行動にはどのような変化が求められるのか。そうした変化を生むためのドライバーは何か。

- 将来の年金給付のために長期目線で資産運用を行う公的年金基金や、従業員のための将来給付額が決まっている中で資産運用を行う企業年金（確定給付年金）においては、これまでの低金利環境や長らく継続したデフレ環境において、保守的な運用がなされてきたと認識。
- 他方、上記のような**新興資産運用業の育成といったエコシステムの中で求められる役割**や、**中長期的にあり得る金利上昇・足下のインフレ状況の市場環境の変化**を踏まえて、公的年金や企業年金等のアセットオーナーやその他のプレイヤーの行動にはどのような変化が求められるか。

■ 既存の投資家層（VC・PE・投資信託等）が未上場後期～上場後のマーケットに参入することを促進する上での課題・政策対応のニーズが高いのはどのような点か。

- 各プレイヤーの未上場後期～上場後のマーケットへの参入について進捗している部分もあるが、更なる参入促進を図る上ではどのような論点があるか。
  - ✓ VC：この十数年でマーケット全体は大きく成長した認識。レイター期のプレイヤー拡大や、上場後への関与についてどのような課題があるか。特にVCのシードマネー獲得等の課題はどのようなものがあるか。
  - ✓ PE：バイアウト案件のみならず、未上場・上場スタートアップへの出資事例も出てきている状況。
  - ✓ 投資信託：投資信託協会の規則改正を通じて、未上場株式を組み込むことが可能に。