

# 未公開株式市場の成果と課題

ユニゾン・キャピタル・グループ

2021年5月14日

## VC市場

- VCエコシステムが日本に確立。シードからレイターズステージまで多様な投資家が参加
- パフォーマンス・ベンチマークの動きが加速—アセット・クラスとしての認知度も向上
- 独立系VCの案件発掘力、経営支援能力、資金調達力には大きなバラツキが存在
- ユニコーン創出力は世界10位。トップ集団との差は拡大中

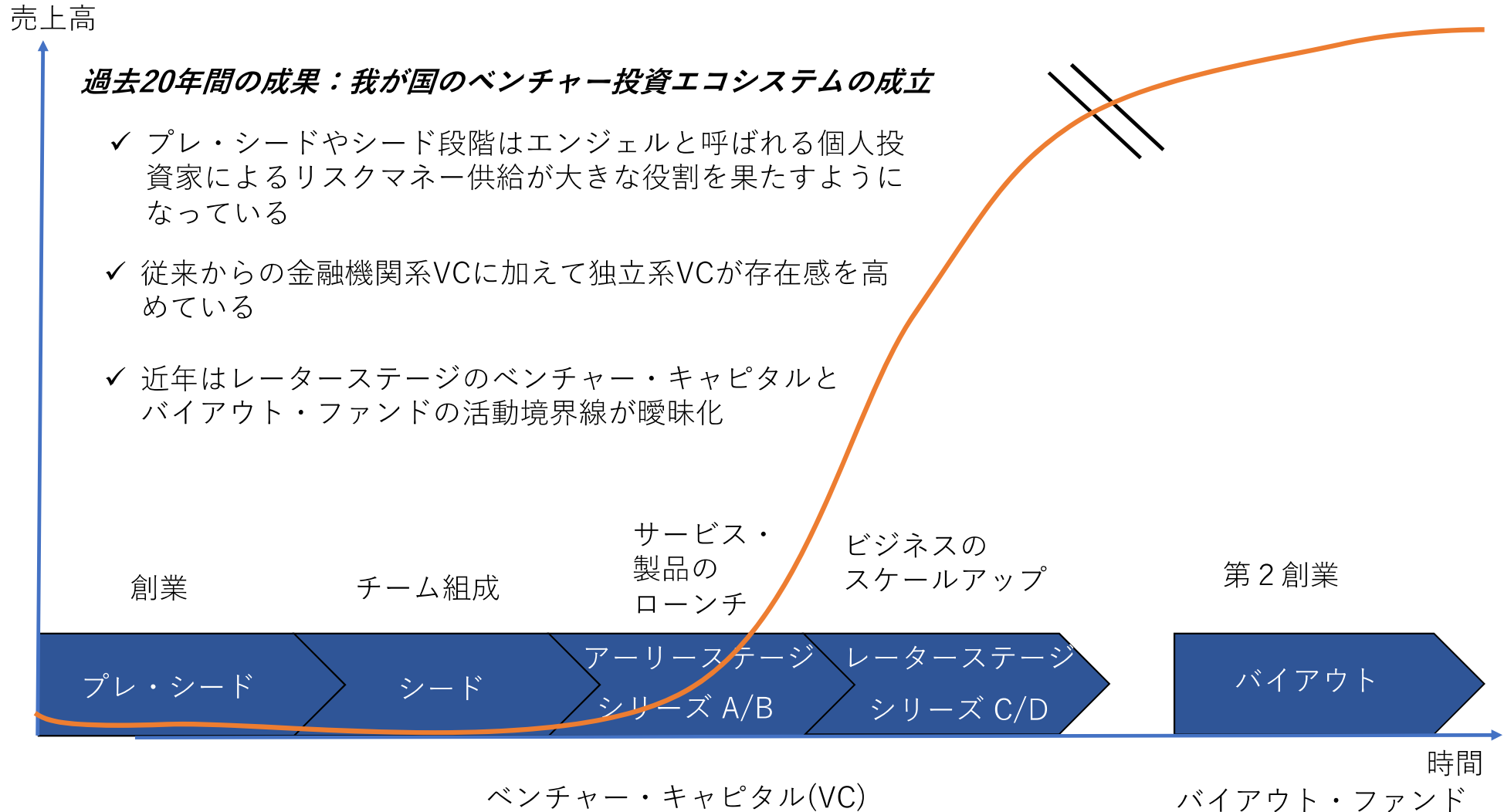
## バイアウト市場

- ファンドを活用した事業承継成功例の積み上がり—経営の「パートナー」としての認知を確立
- 超過リターン( $\alpha$ )創出エビデンスの積み上がり—アセット・クラスとしての認知を確立
- 20年間に亘り中・小型案件主導の構造は不変。国内ファンドの大型案件対応能力には課題
- バイアウト市場出身者がESGの視点から公開企業のガバナンスに貢献する例は限定的

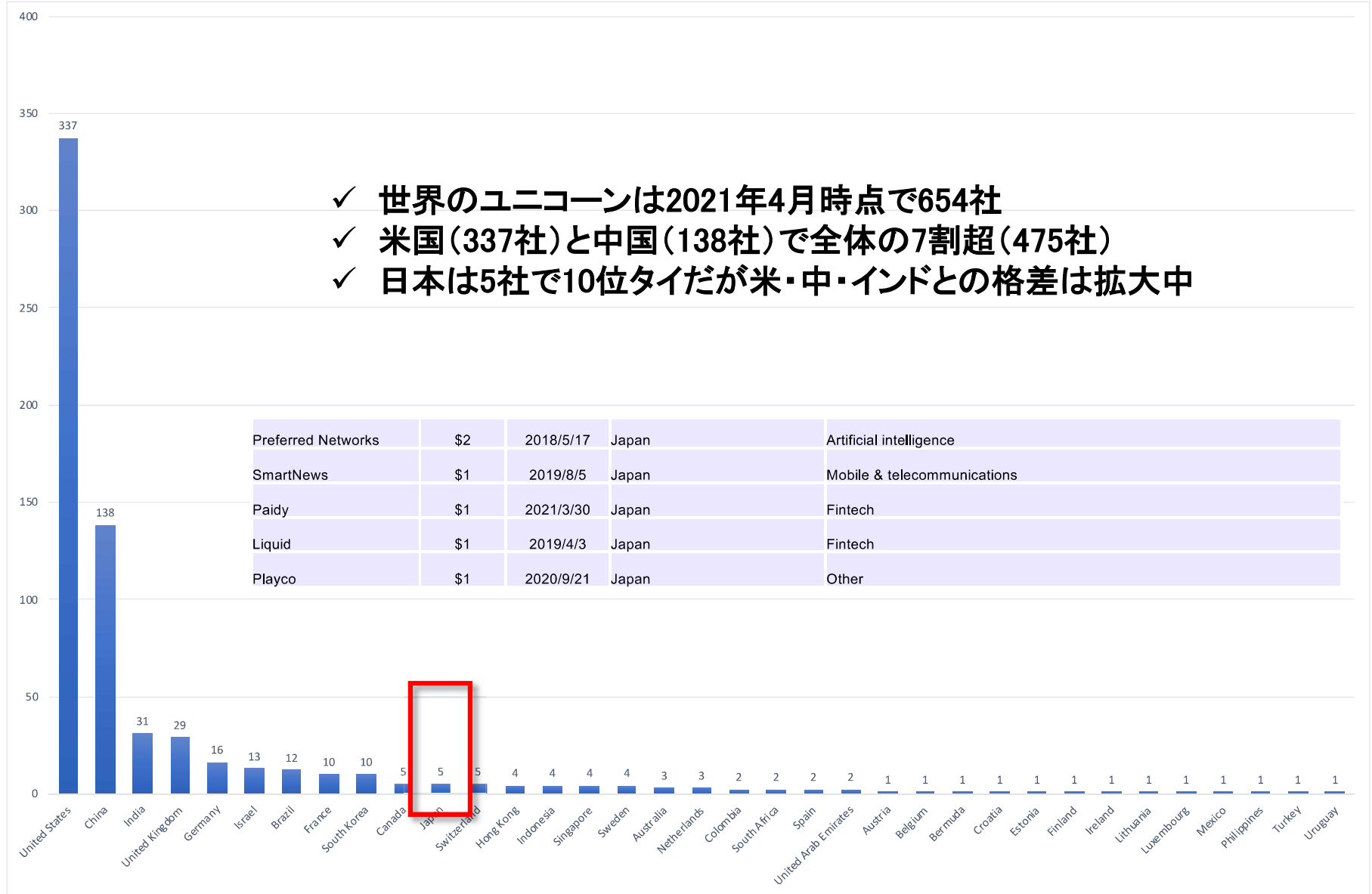
## 投資家動向

- 未公開株式への先進投資家は世界基準をクリアする投資パフォーマンスを証明
- GPIF、ゆうちょなど世界が注目する大型LPが登場
- 世界の先進的なアセット・オーナーに対抗できる運用体制を持つLPの育成は道半ば
- 年金基金資産全体のオルタナティブ投資へのアロケーションは1%程度の水準

## 過去20年間の成果: 我が国にもベンチャー投資エコシステムが成立



## エコシステムのバージョンアップに向けた課題



- ✓ 世界のユニコーンは2021年4月時点で654社
- ✓ 米国(337社)と中国(138社)で全体の7割超(475社)
- ✓ 日本は5社で10位タイだが米・中・インドとの格差は拡大中

Preferred Networks	\$2	2018/5/17	Japan	Artificial intelligence
SmartNews	\$1	2019/8/5	Japan	Mobile & telecommunications
Paidy	\$1	2021/3/30	Japan	Fintech
Liquid	\$1	2019/4/3	Japan	Fintech
Playco	\$1	2020/9/21	Japan	Other



# VCのパフォーマンス・ベンチマーク

## パフォーマンス・ベンチマーク構築の動きは道半ば

ビンテージ	ファンド数	PIC (%)	DPI (%)	RVPI (%)	ネットIRR (%)	ネットマルチプル (X)
				※必ずしもIFRS、US GAAP、FAS 157、またはIPEVガイドラインに従った公正価値に基づく指標ではないため、これらの指標は他国または他地域との国際比較には適さない。		
2010年	3	100.0	87.3	92.0	16.9	2.66
2011年	6	100.0	110.1	84.3	19.4	2.23
2012年	3	100.0	132.6	202.9	38.4	5.11
2013年	7	100.0	32.8	146.0	15.2	2.03
2014年	6	100.0	48.2	139.8	26.2	2.32
2015年	13	100.0	2	133.0	16.9	1.38
2016年	9	91.2	0	112.4	7.2	1.14
2017年	10	78.5	0	97.4	n/m	1.01
2018年	12	50.0	0	96.3	n/m	0.96
2019年	9	11.4	0	92.7	n/m	0.93

出所：Preqin-JVCA国内VCベンチマーク調査（2020年9月実施）

\*2010年以降のビンテージファンドを対象（N=78本）。ファンド組成から年数が浅い時点でのIRRの高低にあまり意味はないため、直近3年間のIRRは非開示（n/m = Not Meaningful）。

出典：一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会（JVCA）「国内VCパフォーマンスベンチマーク（2019年版）」

# 非公表

# 非公表

超過収益( $\alpha$ )創出のエビデンスが着実に積み上がっている

## JPEAパフォーマンス調査(2019年)

### 国内ファンド

	1年間 2019年	3年間 2017-2019年	5年間 2015-2019年	10年間 2010-2019年
ネットIRR	14.80%	12.07%	10.50%	13.43%
ファンド数	50	41	44	39
TOPIX	18.12%	6.65%	6.40%	8.93%
超過収益	-3.32%	5.42%	4.10%	4.50%

## 企業年金連合会未公開株式投資パフォーマンス(2019年)

### 国内先進投資家

	1年間 2019年	3年間 2017-2019年	5年間 2015-2019年	10年間 2010-2019年
円Net IRR	10.80%	15.48%	11.94%	15.60%
ベンチマークPME	-13.20%	0.78%	1.10%	8.42%
MSCI-ACWI (配当込・円換算)	-13.44%	0.43%	0.71%	7.42%
アルファ (対PME ベンチマーク)	24.12%	14.70%	10.84%	7.18%



## パフォーマンス・ベンチマーク手法 (PME) の開発

Kaplan/Schoar (2005)は1983年から1995年までの169の米国のバイアウト・ファンドと577のベンチャー・キャピタルについてファンドレベルのネットIRR(投資リターンからフィーの影響を控除した投資家にとっての実質ベースのIRR) データを分析した。また、その過程で彼らはPublic Market Equivalent(PME)と呼ぶ分析手法を開発した

PMEは各ファンドが行った投資と投資回収(フィーの影響控除後)のCFデータを各々対応する期間のS&P500の収益率で割引計算したうえで両者を比較することにより算出される。PME=1が当該ファンドのパフォーマンスがS&P500と同じ収益率であったことを意味する。PMEが1を超えたファンドは対応する期間のS&P500対比で「超過リターン」を生んでいることになる。PMEを用いた分析によれば彼らの分析対象とした169のバイアウト・ファンドは単純平均でPME=0.97、加重平均で同0.93となり平均的にはS&P500をアンダーパフォームしていたことが明らかとなった。一方で、バイアウト・ファンドのパフォーマンスにはバラツキが大きく、上位25%(トップクォータイル)のバイアウト・ファンドがS&P500を上回る一方(PMEは単純平均で1.12、加重平均で1.03)で下位25%のファンドは大きくアンダーパフォーム(PMEは単純平均で0.62、加重平均で0.72)していた

また、577のベンチャー・キャピタルにおいては単純平均でPME=0.96、加重平均で同1.21となり、バイアウト・ファンドよりは良いパフォーマンスを示している。ベンチャー・キャピタルにおいてもパフォーマンスのバラツキが大きく、上位25%(トップクォータイル)のベンチャー・キャピタルのPMEは単純平均で1.13、加重平均で1.40、一方で下位25%のベンチャー・キャピタルのPMEは単純平均で0.43、加重平均で0.55となっていた

### 改訂CGコード

#### 補足原則2-3①

取締役会は、気候変動などの地球環境問題への配慮、人権の尊重、従業員の健康・労働環境への配慮や公正・適切な処遇、取引先との公正・適正な取引、自然災害への危機管理など、サステナビリティを巡る課題への対応は、リスクの減少のみならず収益機会にもつながる重要な経営課題であると認識し、中長期的な企業価値の向上の観点から、これらの課題に積極的・能動的に取り組むよう検討を深めるべきである

### 弊グループ の基本認識

#### Private EquityはESG投資を推進するための最適なガバナンスモデル

- 上場株においては、投資家からの投資前のnegative/positive screeningと投資後のengagementを通じた企業への働きかけに対して企業がreportingで応答するというモデルであり、強制力はなく、影響力も弱い
- PEの株主は、自らの追求するESGアジェンダを企業にenforceすることのできる立ち位置にあり、engagementの責任は上場株の投資家よりも重いものがある
- Screening & EngagementよりもIdentification & Implementationと整理すべき

## 我が国にはステージ4の機関投資家は未だ不在

ステージ 0: オルタナティブ投資のプログラムが不在。伝統的資産のみでポートフォリオを構成

ステージ1: ゲート・キーパーを通じてオルタナティブ投資のプログラムを開始。フォーカスする市場を同定

ステージ 2: 投資チームを拡大。共同投資の能力を有する段階。先進国市場を中心とするアロケーション

ステージ3: 投資チームの更なる拡大。ファンドの選択を自ら行う段階。エマージング市場へのアロケーションも開始

ステージ4: GPとしての案件遂行能力を保有。世界の有力GPとのJV設立。国際分散ポートフォリオの完成



# 我が国年金基金の未公開株式アロケーション

## 年金基金の運用体制強化は喫緊の課題

運用資産額 (AUM)		オルタナティブ資産 への アロケーション比率		未公開株式資産 への アロケーション比率		未公開株式 資産総額
<b>PFA (2019)</b>	10.2兆円	X	12.2%	X	41%	= 0.51兆円
					米国: 50-65 欧州: 15-25 日本 10-25 アジア・ROW:10-20	
<b>全年金基金 (2019)</b>	400兆円	X	1.0%	X	30%	= 1.2兆円