

2021年12月



Cara Lafond, CFA

マルチ・アセット部門ストラテジスト

投資方針およびポートフォリオ構築の題材に関するリサーチ、顧客のポートフォリオにおける投資機会とリスクに関する顧客への助言を行うとともに、顧客固有の課題解決を目的とするマルチ・マネジャー・ソリューションのポートフォリオ・マネジャーとして投資を行う。

当資料に記載されているいかなる見解も、当資料作成時点に入手可能であった情報に基づく執筆者の見解であり、予告なく変更される可能性があります。各ポートフォリオ運用チームはそれぞれに異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資判断を下すことがあります。

プロフェッショナル投資家または機関投資家向け

上場株式と未上場株式（プライベート・エクイティ）の収れん：投資家向け指針

要旨

- 未上場企業の資金調達方法および株式公開時期の変化は、資産配分およびポートフォリオ構築の判断に織り込まなければならない。
- 上場企業と未上場企業の間で競争が激化することから、株式全体の「エコシステム」を分析することが不可欠である。
- レイトステージ・グロース戦略は、バイアウト戦略やアーリーステージ・ベンチャー・キャピタル投資を補完する魅力的な手段となり得る。
- プライベート・キャピタルは、構造的なメガトレンドから恩恵を受ける革新的なセクターや地域に投資している。
- テーマ（サステナビリティ、セクター／地域特化等）に重点を置くプライベート市場投資に対する需要が高まっている模様。

プライベート・エクイティ市場は、この数十年で急速に拡大しており、今後さらに拡大する状況にあるようです。未上場企業による成長資金の調達方法の変化も市場を変容させており、それが株式公開への道筋を変化させています。この市場構造の進化が上場企業と未上場企業をさらに統合する「エコシステム」を生み出していると考えています。

機関投資家は、リターンを確保する上で高いハードルに直面しており、上場株式を上回るパフォーマンスを求め、非流動性プレミアムを追求しているため、プライベート・エクイティが機関投資家のポートフォリオにおいて重要な役割を果たすようになってきた（例えば、大手基金のプライベート・エクイティへの配分は平均20%¹）ことから、これらの変化は多大な影響を及ぼします。投資家の半数近くがプライベート・エクイティへの配分引き上げを予定している²なか、変化する市場環境下、より全体的な視点で株式への投資機会をとらえ、熟慮したうえでポートフォリオを運用する必要があると考えています。

本書では、プライベート市場の変化を促している要因を説明し、プライベート市場のレイトステージ・グロース企業、テーマ型投資およびマネジャー選定に関するアイデアを含む、ポートフォリオ構築における優先事項を提案します。

¹NACUBO、2020年、20億ドル以上の基金に基づきます。 | ²Casey Quirk CIO センチメント調査、2021年5月。

プライベート・エクイティ市場を変容させているトレンド

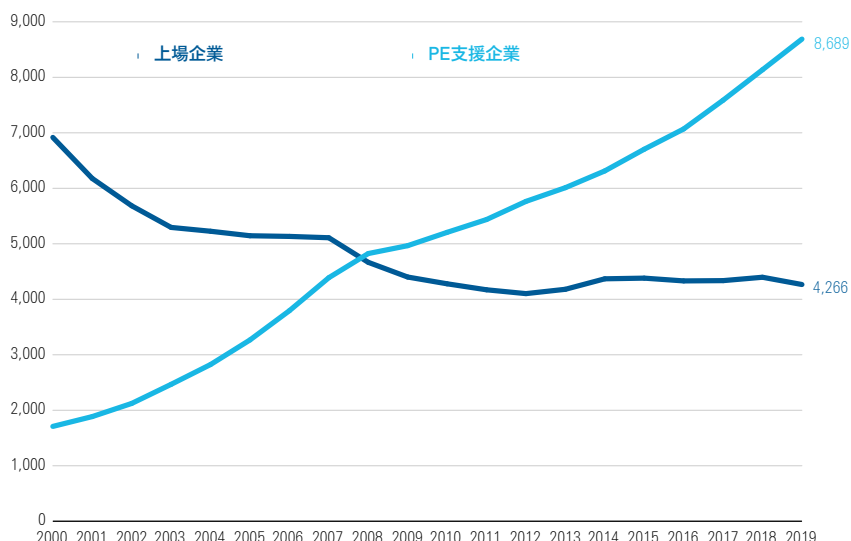
株式市場および企業のライフサイクルには数多くの興味深い変化が生じていますが、特に以下の3点に注目したいと思います。

1. 上場企業が減少し、未上場企業が増加している

1990年代半ば以降、取引所に上場されている米国企業の本数は、8,000社超から約4,200社までほぼ半減しています。その影響は経済全般にわたり見られます。今日、米国産業の75%が20年前より集中度を高めています³。一方で、プライベート・エクイティのユニバースは同期間に2,000社未満から8,600社以上へと着実に増加しており、現在の資産規模は4.5兆ドルです（図表1）。

図表1

プライベート・エクイティ（PE）支援企業の顕著な拡大 上場企業数とPE支援企業数



過去の運用結果は必ずしも将来の運用成果を示唆するものではありません。 | 出所：ピッチブック、世界銀行 | 地域：米国 | 2020年12月31日現在

2. 企業はより長く未上場のままで留まっており、上場市場の構成を変容させている

成長資金を調達する選択肢がIPO以外にもあるため、スタートアップ企業はより長く未上場のままで留まっています。ベンチャー・キャピタル（VC）支援企業が株式を公開するまでの平均年数は、1990年代の約4.5年から現在では約6.5年に伸びています⁴。未上場のままで留まることで、経営陣は戦略的に考え、長期にわたり自社の確立に集中することができます。アセット・ライトなビジネス・モデルの拡大、上場市場における短期主義、上場企業にかかる規制コストの増大などその他の要因も、未上場のままで留まる動機付けとなっています。株式の公開は、規模を拡大するための必須要件ではなく、今や選択肢の一つです。この変化は永続的なものと見ています。

その結果、企業は株式の公開を遅らせるばかりでなく、従来よりも大きな規模で公開しています。その影響は、米国小型株市場の構成に明確に現われています。2001年に時価総額が10億ドル未満の企業は、ラッセル2000インデックスの55%以上を占めていましたが、今日ではわずか12%です（図表2）。

³ レビュー・オブ・ファイナンス、「米国産業は集中度が高まっているか?」、2019年9月 | ⁴ 全米ベンチャーキャピタル協会、2020年12月

投資家は、革新的企業への投資を増強するため、上場小型株への配分を補完する手段としてレイトステージのベンチャー・キャピタルへの配分、または特化型プライベート・ファンドの活用を検討してもよいでしょう。

図表2

上場小型株の構成変化に伴い、投資家はどのように成長機会を捉えるべきか

時価総額が10億ドル未満のラッセル2000構成企業の割合



出所：フランク・ラッセル | チャート・データ：2001年8月31日～2021年7月31日

前述したように、こうしたトレンドを背景に、上場企業と未上場企業は、一つの統合されたエコシステムに取れんしていると言えます。これには2つの重要な意味合いがあります。

- 投資家はポートフォリオ全般にわたり成長機会を追求する方法について包括的に考えなければなりません。新たな市場環境下、従来型の上場小型株市場への配分では、重要な成長段階にある企業がより長く未上場のままで留まり、拡大した時価総額での株式公開を選択することから、投資機会を見逃す可能性があります。投資家は、革新的企業への投資を強化するため、上場小型株への配分を補完する手段としてレイトステージのベンチャー・キャピタルへの配分、または特化型プライベート・ファンドの活用を検討してもよいでしょう。
- 業界のダイナミクスを理解し、「勝ち組」と「負け組」を見極めるために、上場株式とプライベート・エクイティの運用マネジャーはともに、競合するエコシステムを横断して検討することがますます重要になります。この一歩を踏み出すことにより、ハイブリッド（またはクロスオーバー）マネジャーは、エコシステムの中で裁定機会を特定する優位な立場にあると思われます。

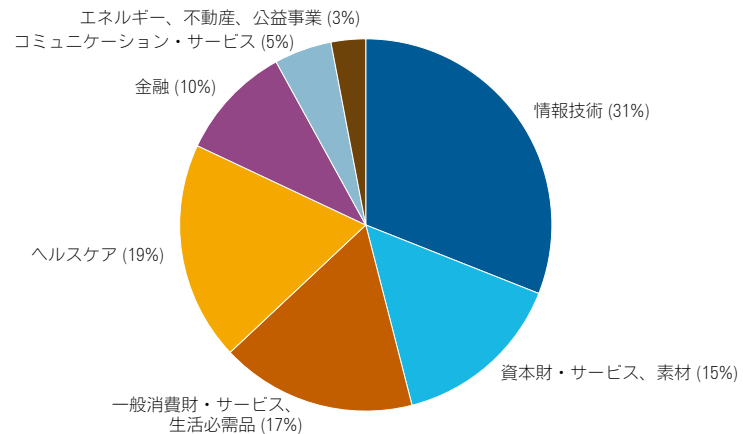
3. 今はまさにイノベーションのスーパーサイクルが進行しており、それが未上場企業に限らず上場企業にも影響を及ぼしています。

世界経済は重要なイノベーションの局面に入っています。新型コロナウイルスのパンデミックは、セクター全般にわたり企業はテクノロジーへの対応がますます重要となっています。科学的進歩と高齢化の進展は、バイオ医薬品の開発機会を促進するとともに、需要を増大させています。デジタル化とクラウドは金融業界を組み替え、分散化しています（レポート「[The coming wave of disruption in financial services](#)」）をご覧ください。

この流れは、市場シェアを獲得し、利益を向上させることができる構造的な「勝ち組」を支える追加資本を投入する明確な機会をもたらすとみており、この機会は上場市場に限定されないと考えます。プライベート・エクイティ市場のセクター構成は、これらのメガトレンドを認識して変化しており、テクノロジー、バイオ医薬品、消費者関連、フィンテックなどの分野により多くの資本が投下されています（**図表3**）。最近生じているイノベーションの波は、より長期的なトレンドを加速させています。例えば、テクノロジー・セクターへのプライベート・エクイティ投資は、過去20年間でほぼ3倍に拡大しており、ヘルスケアでは約2倍です⁵。

図表3

イノベーションにより形成される市場 グローバルPE市場のセクター別構成



出所：ピッチブック、2020年

プライベート・エクイティ・ポートフォリオの構築における優先事項

プライベート市場におけるこれらの変化の結果として、豊富かつ多様な投資機会が生じており、そのため投資家は、投資プログラムの流動性に注意を払いつつ、分散されたスタイルおよび成長戦略を投資プログラムに段階的に加えることができると考えます。この点を念頭に置いて、投資家が今後検討すべき複数のアイデアを提示します。

明確なレイトステージ・グロース企業の特徴

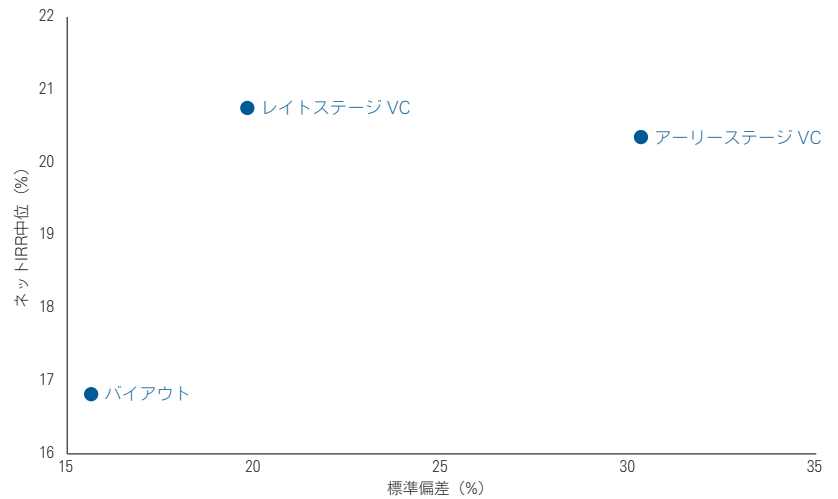
前述したように、成長段階のベンチャー・キャピタル（VC）は保有期間が長期化し、レイトステージの資金調達規模が増大していることから、企業のライフサイクルがさらに進行する段階まで及ぶ可能性があります。アーリーステージVC企業は、進化するビジネス・モデルを有する新たな産業のパイオニア企業になる可能性がある一方、レイトステージ企業は、ビジネス・モデルを確立しており、より強い市場けん引力を持つ可能性があり、それがより魅力的な収益成長率を支える可能性があります。これらの特性は、アーリーステージ企業への投資よりリスクを軽減する可能性があります。**図表4**が示すように、レイトステージVCのネット内部収益率（IRR）中位値は、アーリーステージVCより高い一方で、より魅力的なリスク特性を示しています。

⁵ピッチブック、2021年

図表4

レイトステージ・ベンチャー：より低いリスクで高いリターンをもたらす可能性

プライベート・エクイティのリスク／リターン特性、2010年～2021年ベンテージ



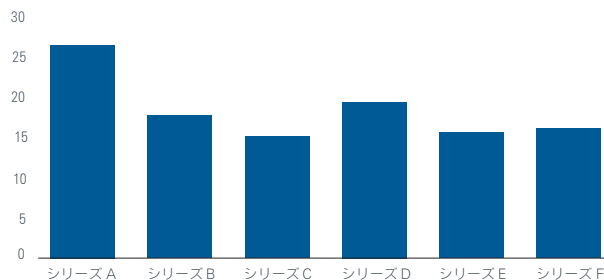
過去の運用結果は必ずしも将来の運用成果を示唆するものではなく、投資価値は失われる可能性があります。 | 出所：プレキン

優れたリスク調整後リターンの一因は、レイトステージ企業の低い「失敗率」にあるとみています。シリーズAなど初期ラウンドの資金調達、非対称に高いリターンを示している一方、失敗率がレイトステージの資金調達より高く、リスクが跳びぬけて高い水準にあります（図表5）。

図表5

資金調達ラウンド別資金調達額とエグジット結果の関係

シリーズ別年間VCリターン、2009年1月～2021年8月



	失敗率、2009年1月～2021年8月					
	シリーズ A	シリーズ B	シリーズ C	シリーズ D	シリーズ E	シリーズ F
企業数基準 失敗率 (%)	23.6	16.7	13.5	12.1	10.8	11.8

過去の運用結果は必ずしも将来の運用成果を示唆するものではなく、投資価値は失われる可能性があります。 | 出所：ピッチブック | 地域：グローバル

レイトステージにおける資金調達額の増大は、流動性とキャパシティにも重要な影響を与えます。アーリーステージVCの現金化までの期間は、企業がより長く未上場のままで留まることを選択しているため、

長期化しています。場合により、これらのファンドは、15年経過後もまだ継続しています。レイトステージ・グロス・ファンドは通常、1～3年後にIPOを行う企業への投資に努めるため、資本還元を速める（平均約7～10年⁶）可能性があります。分配ペースが速いため、投資家は現金化計画を管理しやすく、負債や支出ニーズを支えることができます。

キャパシティについて言えば、未上場のままで規模を拡大しようとするレイトステージ企業は、多くの場合、IPO前の最後の資本注入時に、運用マネジャーにより多くの資本を投下する機会をもたらす可能性があります。このより大きなキャパシティは、成長ベンチャーへの配分を増やそうとしている大手機関投資家にとって特に魅力的となる可能性があります。より短期のJカーブ効果は、プライベート・エクイティ・プログラムを構築している機関投資家にとって魅力的となる可能性があります（プライベート・エクイティにおけるJカーブは、リターンが不利な局面に続いて、投資期間の終盤にリターンが上昇する局面が訪れる現象です）。

レイトステージVCは、近年レバレッジが多用されるようになってきたバイアウト戦略に内在する金利リスクの分散に役立ちます。

バイアウトおよびレイトステージVC：補完し合う組み合わせか？

グローバル・バイアウト戦略は、引き続きプライベート・エクイティ市場のなかで最大の投資分野です。多くの投資家は、一貫した収益性およびアーリーステージVCより潜在的に低いリスク特性に焦点を当てることから、バイアウト戦略を配分の中核に据える適切な分野と見えています。市場が成熟する兆しを示す中で、バイアウト戦略のリターンは、競争の激化およびドライパウダー（待機資金）の増加を背景に、（新型コロナウイルスの世界的な感染拡大前）の数十年にわたり下方傾向を示してきました⁷。また、バイアウト戦略のパフォーマンスは、2000年以来、持続性が低下してきました（パフォーマンス上位のマネジャーが翌年も上位マネジャーとなる可能性は低いなど）⁸。これは、投資家が単純に実績のあるマネジャーとの契約を更新するという慣習を見直し、新たな資本投下アプローチを採用する必要性を示唆します。

従来、ベンチャー・キャピタルは、キャパシティが乏しいニッチな配分先とみなされ、大手機関投資家は、大規模な資本を投資する必要があるため、バイアウト戦略に傾斜してきました。しかし、レイトステージ・グロス戦略が投資分野として確立されたことにより、制約のあるアーリーステージ戦略の運用マネジャーと同等と思われるリターンおよびより魅力的と思われるリスク特性で、ベンチャー・キャピタルに投資しやすくなる可能性があります。レイトステージVCのセクターおよび地域特性は、確立されたバイアウト戦略への配分を補完する魅力的な特性であると見えています。また、レイトステージVCは、近年レバレッジが多用されるようになってきたバイアウト戦略に内在する金利リスクの分散に役立ちます。米国バイアウト戦略のレバレッジは、2020年に7倍に達し、世界金融危機以降のどの期間よりも高い水準でした⁹。まだバイアウト市場ほど成熟していないものの、VCのエコシステムは、持続的な結果を示しており、上位のジェネラル・パートナーとの強固な関係およびそれらへのアクセスの重要性を裏付けます。

スタートアップからのESGインテグレーション

ESGは企業の戦略的な優先課題として浮上しており、ほとんどの投資家（71%）は、ESG課題が既にオルタナティブ投資業界にとり不可欠となっているか、今後そうなると考えています。ESGに関するインプット情報を理解し、それらを企業の評価に組み込むことによって、ジェネラル・パートナーは、リミテッド・パートナーの代わりにより多くの情報に基づく投資判断を下すことができるでしょう。当社のESGチー

⁶ピッチブック、2020年 | ⁷ベイン・アンド・カンパニー、2020年 | ⁸「プライベート・エクイティの持続性は持続しているか？ バイアウトおよびベンチャー・キャピタル・ファンドによる実証」、Robert S. Harris, Tim Jenkinson, Steven N. Kaplan, and Ruediger Stucke, 2020年11月 | ⁹マッキンゼーおよびリフィニティブ、「マッキンゼー・グローバル・プライベート・マーケット・レビュー 2021年」

ムは、優れたESG慣行を実証している未上場企業は、収益率を改善させ、IPO後により幅広い投資家を引きつけ、ブランド力と競争力を強めることができ、株主アクティビズムのターゲットになるリスクを軽減する可能性があると考えています（チームのより詳細な見解については[こちら](#)をご覧ください）。

これまでのところ、ESGインテグレーションは、バイアウト・マネジャー、および程度は低いものの、VCマネジャーにより採用されているようです。今後、ESGインテグレーションは、エグジットにおいて成功を収め、企業の株式公開後に備える上で優位性を提供する可能性が高いと思われます。ベンチャー・キャピタルのエコシステムのなかで主な注目分野として、ダイバーシティ（多様性）、気候変動およびガバナンスが挙げられます。投資家は、これらの考慮を投資プロセスに忠実に組み込むジェネラル・パートナーの戦略を理解しなければなりません。

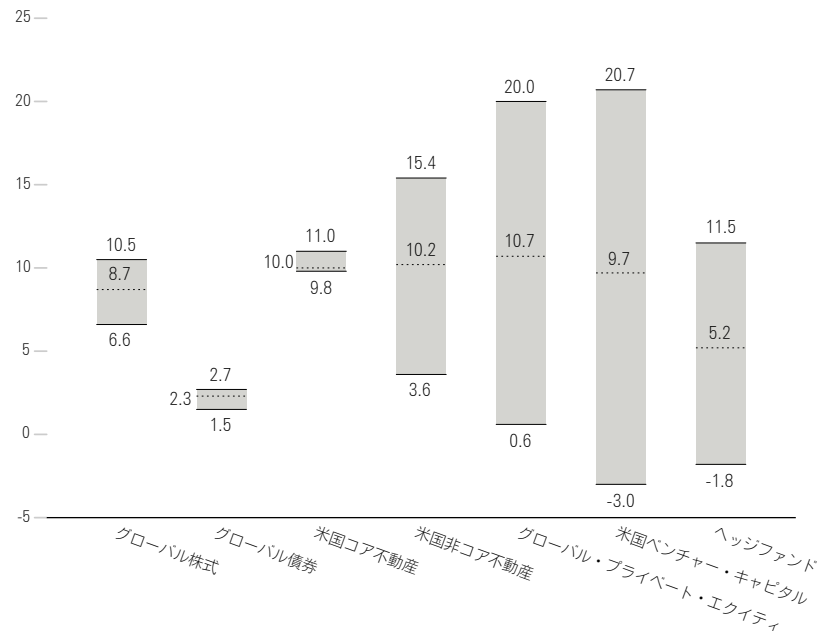
プライベート市場へのテーマ型アプローチ

イノベーションを基盤とする業界として、プライベート・エクイティはダイナミックかつ絶えず変化している分野です。ニッチなテーマ型戦略（セクター・地域特化型戦略またはサステナブル／インパクト戦略）に資本を投下する意欲が高まっているようです。テーマ型アプローチは、投資家がプライベート・エクイティ・プログラムを強化するにつれて、引き続き多様性が広がると見込まれます。投資家は、イノベーション・テーマに基づく保有比率を拡大し、セクター・地域に特化した運用マネジャーを利用する可能性があります。気候変動や社会的正義を重視する投資家の場合、プライベート・エクイティ投資は、そのテーマにより一致させることができ、リターンを犠牲にすることなく、計測可能なインパクトの達成を目指している投資家には特に関連性が高いと思われます。

適正なジェネラル・パートナーとの協働が極めて重要

運用マネジャーへのアクセスとその選定は、プライベート市場における投資成果を左右する重要な要素です。図表6に示されるように、プライベート市場運用マネジャーの上位25%と下位25%のパフォーマンスには、上場市場運用マネジャーより大きな格差があります。運用マネジャーの行動が活発で、エグジット環境が強固な現在の環境下、運用マネジャーの選定と規律は特に重要です。ジェネラル・パートナーの選定においては、詳細、選別的かつ慎重に引受けを行うジェネラル・パートナー、および専門知識、強固なデイルフローおよびバリュエーションの規律を有するジェネラル・パートナーに焦点を当てるべきと考えます。市場の拡大に合わせて意欲的に資本を投下するジェネラル・パートナーには注意を要します。

図表6
プライベート市場運用マネジャーと上場市場運用マネジャーの格差
 10年リターン基準



出所：リップラー、NCREIF、ケンブリッジ・アソシエイツ、HFRI、JPモルガン・アセット・マネジ
 メント | グローバル株式（大型株）およびグローバル債券の運用マネジャーのリターン格差は、そ
 れぞれ世界大型株カテゴリーおよび世界債券カテゴリーに基づきます。運用マネジャーの格差は、
 グローバル株式、グローバル債券、米国コア不動産、ヘッジファンドについては、2010年7-9月期
 ~2020年7-9月期の年間リターンに基づきます。米国非コア不動産、グローバル・プライベート・
 エクイティ、米国ベンチャー・キャピタルについては、2020年4-6月期までの10年内部収益率（IRR）
 に基づきます。 | 過去の運用結果は必ずしも将来の運用成果を示唆するものではありません。

豊富な待機資金を背景に、ディールを巡る競争が激化しています。デュー・デリジェンスでは、ジェネラル・パートナーが出資コミットメント以外にポートフォリオでの保有企業にもたらす付加価値を深く理解する必要があります。ジェネラル・パートナーの能力は、対象とする市場分野に依存します。創業期に出資するシード投資家は、市場機会に応じて規模を決定し、起業家ネットワークを構築する能力を重視すると思われる一方、レイトステージの運用マネジャーは、地理的拡大、セールスフォース部隊の構築、ESGのベストプラクティスなどの話題を注視して、株式公開に至るまでの起業家との連携に重点を置くと考えられます。

まとめ

現在は、プライベート市場投資プログラムを再調整し、株式エコシステムの進化により生み出されている投資機会を捉えるよう構成すべき重要な時期にあるとみています。投資家は、上場市場およびプライベート市場への配分をより全体的に捉え、ポートフォリオ全体にわたる成長機会を新鮮な目で評価し、革新的なセクターにおけるプライベート戦略およびクロスオーバー戦略の採用を検討するべきであると考えます。■



www.wellington.com/japan

当資料は英文資料を翻訳したものです。当資料は日本国内での提供のみを目的としています。

当資料は、ウエルントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド（以下、「当社」）ならびにその関連会社が指定する機関投資家顧客ならびにプロフェッショナル・インベスター、およびそのコンサルタントによる社内利用、もしくは当社ならびにその関連会社が承認するその他の利用を目的として作成・配布するものです。当資料およびその内容は作成時点における情報であり、当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でもその全体または一部を、転用、配布することはできません。また、当資料は投資助言の提供、売却の提案、もしくは株式その他証券の購入の勧誘を目的とするものではありません。運用会社との契約の締結もしくはファンドへの投資を判断する際には、必ず最新の投資サービスに関する規定もしくは目論見書を手し、熟読の上で判断下さい。ここに記載されているいかなる見解も、その執筆者が入手可能な情報に基づいて記述したものであり、予告なく変更することがあります。個々のポートフォリオ運用チームは、異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。

当資料中の銘柄は、顧客口座における売買銘柄もしくは推奨銘柄を代表するものではありません。また、これらの銘柄への投資が過去に利益を生じたこと、もしくは将来に利益となり得ることを示唆するものではありません。実際の組入れ銘柄は顧客ごとに異なる場合があり、これらの銘柄の一部もしくは全てを特定の顧客口座にて保有することを保証するものではありません。

お客様よりいただく運用報酬は当社の裁量によって定めます。当社との間で投資一任契約をご締結いただいた場合には、お客様と合意した運用報酬をいただきます。しかしながら、実際の運用報酬はお客様との個別の交渉によって決まるため、具体的な運用報酬率を事前に示すことができません。運用報酬率は、お客様の事情、契約資産額、サービス内容等に照らして、当社の裁量によって変更することがあります。

なお、組入る有価証券等の売買に当たっては発注先の金融商品取引業者等に支払うべき委託発注手数料の実費を運用資産中から支弁いたします。この費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率、上限額等を示すことができません。

また、個別株や債券の組み入れに代えて外国投資法人の投資証券、又は外国籍投資信託の受益証券に投資する場合には、投資対象となるファンドにおいて管理手数料や費用が控除されますが、具体的な水準はファンドによって異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

弊社の投資一任契約においては、投資対象市場や特定の通貨へのエクスポージャーの調整、特定の資産の実質的組入比率の調整、あるいは裁定取引やショート・ポジションからの収益の確保等を目的として、国内および外国における市場デリバティブ取引（主に金融商品先物取引、金融指標先物取引、金融商品先物オプション取引等）および店頭デリバティブ取引（主に金融商品先渡取引、金融指標先渡取引、金利等スワップ取引、クレジット・デリバティブ取引等）を行うことがあります。実際に使用するデリバティブ取引の種類は運用スタイルによって異なります。それらのデリバティブ取引の建玉や想定元本の額は発注先の金融商品取引業者に差し入れる委託証拠金や保証金の額を上回るのが通例です。なお、それらのデリバティブ取引の額の委託証拠金・保証金の額に対する比率は、運用状況、市場実勢や国内・外国市場デリバティブ取引が上場されている金融商品取引市場、発注先の金融商品取引業者により異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

弊社の投資一任契約においては、主に国内外の株式および債券、あるいはそれらに投資する外国投資法人の投資証券、又は外国籍投資信託の受益証券を投資対象としています。運用資産時価評価額は、それらの有価証券の値動きや金利、為替相場の変動等により上下しますので、これを直接の原因として損失を生じるおそれがあります。具体的な指標は運用スタイルにより異なります。

投資一任契約において上記のデリバティブ取引を行っている場合には、その参照する金融指標が著しく低下し一定水準を超えた際に、その損失額が発注先の金融商品取引業者に差し入れた委託証拠金や保証金の額を上回り、元本超過損を生じるおそれがあります。また、参照する金融指標は投資スタイルによって異なります。

投資一任契約は預金保険機構や保険契約者保護機構の対象ではないため、元本の保証はございません。運用成果（損益）は全て投資者に帰属します。

ウエルントン・マネージメント・ジャパン・ピーティーイー・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第428号

一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

©2022 Wellington Management Japan Pte Ltd., All rights reserved.

542716_2