Alternatives by
FRANKLIN TEMPLETON

情報提供資料

Perspective from
LEXINGTON PARTNERS

拡大するセカンダリー・プライベート・エクイティ市場に関する考察

2024年12月

クラーク・ピーターソン
パートナー
レキシントン・パートナーズ

プライベート・エクイティのセカンダリー市場は近年急速に拡大しています。レキシントンの推計によると、プライベート・エクイティのセカンダリー市場の取引額は2021年に1,280億米ドルに達し、過去最高を記録しました。また、2022年および2023年も取引額は1,000億米ドルを超える水準を維持しています。セカンダリー市場の成長を牽引する主な要因として、以下の3つが挙げられます：（1）新規プライベート・エクイティ・ファンドによる資金調達額の増加、（2）プライベート・エクイティの分配金の減少に伴い、多くのリミテッド・パートナーが流動性確保を目的としてセカンダリー市場で持分売却を進めていること、（3）ジェネラル・パートナー主導型のセカンダリー取引の増加。2024年のセカンダリー市場では、大規模な売却案件が相次いだ一方、それらを購入するための投資資金が不足しており、買い手優位の市場環境が続いています。

本稿では、まずセカンダリー市場の概要とその仕組みについて解説し、次に投資戦略としてセカンダリー市場を活用することのメリットについて考察します。最後に、セカンダリー市場における具体的な投資機会について詳しく分析していきます。

セカンダリー市場の基礎知識

セカンダリー取引とはどのようなものでしょうか？セカンダリー取引とは、その名が示す通り、プライベート・エクイティ市場における二次取引を指します。プライベート・エクイティ・ファンドの既存持分を売買する取引を指します。プライベート・エクイティ・ファンドは通常、10年から13年という長期間のロックアップ期間が設定されるため、投資家の資金は長期にわたり拘束されることになります。セカンダリー市場は、（1）現金を必要としている投資家、（2）ポートフォリオ構成の変更を検討している投資家、（3）当初の資産配分比率に戻すためにポートフォリオのリバランスを検討している投資家などに、流動性を提供する役割を果たしています。こうした投資家は、セカンダリー市場での取引に特化した仲介業者を活用します。これらの仲介業者は、プライベート資産の売買を通じて投資家に流動性を提供する役割を担っています。特に、ポートフォリオを積極的に管理することを目指す機関投資家やその他のリミテッド・パートナーにとって、セカンダリー市場での取引は非常に魅力的な選択肢となっています。

セカンダリー市場での取引には主に2つのタイプがあります。1つ目は伝統的なリミテッド・パートナー取引です。この取引では、プライベート・エクイティ・ファンドの既存のリミテッド・パートナーが1つまたは複数のパートナーシップ持分を売却します。その場合、リミテッド・パートナーはセカンダリー市場の仲介業者と連携して売買契約を交渉して当該持分を譲渡します。取引の対象は単一のパートナーシップ持分の場合もあれば、複数の持分を含む大規模なポートフォリオになる場合もあります。セカンダリー市場における取引形態は多様ですが、プライベート・エクイティ・ファンドの投資内容そのものが変更されることはありません。ファンドの運用者であるジェネラル・パートナーは譲渡を承認する必要があるものの、基本的には受動的な立場にとどまります。セカンダリー市場の仲介業者は新たな譲受人として、持分を売却したリミテッド・パートナーの立場を引き継ぎます。この際、プライベート・エクイティ・ファンドの経済的条件に変更は生じません。

2つ目は、ジェネラル・パートナー主導型の取引です。近年、ジェネラル・パートナー主導型のセカンダリー市場はメディアで大きく注目を集めており、スポンサーと買い手の双方から人気を集めています。リミテッド・パートナー取引と同様に、ジェネラル・パートナー主導型の取引にも様々な形態が存在します。最も一般的な取引形態として挙げられるのは、継続ファンド（コンティニュエーション・ファンド）と公開買い付け（テンダー・オファー）です。これらの取引では、ジェネラル・パートナーがセカンダリー取引を主導し、複数の買い手と協力して取引を組成します。その結果、リミテッド・パートナーのグループに対して流動性を体系的に提供します。ジェネラル・パートナーは、ファンドに対して公開買い付けを実施するか、新たに継続ビークルを設定するなど、積極的な役割を果たします。

継続ビークルの仕組みを活用することで、プライベート・エクイティ・ファンドが保有していた企業を、新たに設定された投資ビークルへ移管することが可能になります。これにより、当初の投資家は流動性を確保する機会を得る一方で、ジェネラル・パートナーは当該企業を引き続き保有し、付加価値の向上を追求することができます。当初の投資家は、通常、合意された価格で持ち分を売却するか、新たな継続ビークルに再投資するかを選択することが可能です。ジェネラル・パートナーが継続ビークルを活用する背景には、当初想定していた投資期間を超えて優良資産を保有し、投資の複利効果を追求し続けたいという意図があります。

セカンダリー市場に投資する理由

プライベート・エクイティのセカンダリー市場は、様々な要因により魅力的な市場と言えます。市場参加者の立場によってその魅力は異なりますが、以下の点が主な投資メリットとして挙げられます：

Jカーブ効果の緩和

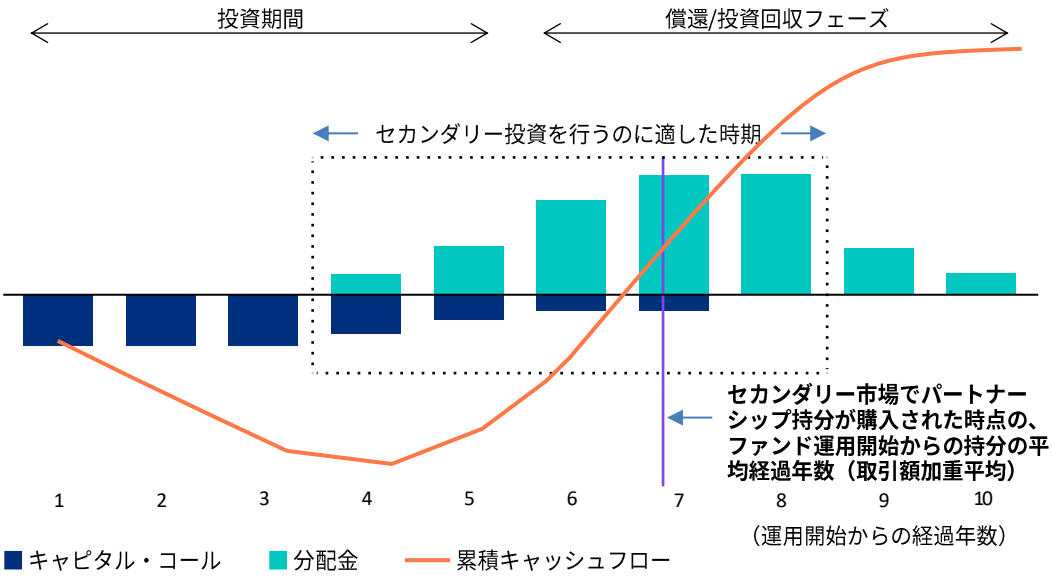
ここで言うJカーブ効果とは、プライベート・エクイティ・ファンドのライフサイクルにおいて典型的に見られるキャッシュフローの推移を指します。プライベート・エクイティ・ファンドは、非上場企業に投資を行い、経営改善などを通じて企業価値を高め、その企業を売却して収益を得ることを目指します。

Jカーブのグラフ（次ページの図表1）は、伝統的なプライベート・エクイティ・ファンドにおけるキャッシュフローの推移を示しています。横軸が時間の経過を、縦軸がファンドのキャッシュフローを表しており、ファンドのライフサイクルの初期段階ではキャッシュフローがマイナスとなり、その後はキャッシュフローがプラスとなる傾向が見られます。

この図表1に示される濃い青色の棒グラフは、投資の初期段階で発生するキャピタル・コール（資金拠出要求）を示しています。これはプライベート・エクイティ・ファンドのリミテッド・パートナーから資金を調達することを意味します。このキャピタルコールは通常、ファンドの運用開始から5年目までの期間に行われ、ジェネラル・パートナーは調達資金を投資先企業に投資します。こうして実施された投資が成果を上げ始めるのは、一般的にファンドの運用開始から5年目～10年目であり、この期間にリミテッド・パートナーへ分配金が支払われる傾向があります（青緑色の棒グラフ）。

図表1：
Jカーブ効果のパターン

プライベート・エクイティ・ファンドのキャッシュフローの推移



出所：レキシントンの推定値。説明目的として使用されています。推定、予測、または予想が実現することを保証するものではありません。

オレンジ色の線は、キャッシュフローのJカーブ効果を示しています。これは、プライベート・エクイティ・ファンドの累積ネット・キャッシュフローが、運用開始後の初期段階ではマイナスとなるものの、その後は徐々に増加していく特性を表しています。セカンダリー市場に投資する戦略では、投資期間の後半にある成熟したプライベート・エクイティ持分を取得することにより、Jカーブ効果を緩和し、早期に分配金を受け取ることが可能となります（図表1の点線で囲まれた部分）。このように、セカンダリー市場の投資家は、投資回収時期に近づいている資産を、市場価値を下回る割安な価格で購入できる可能性があります。

ポートフォリオの分散効果

セカンダリー市場で取得したファンド持分を活用してポートフォリオを構築する場合、スポンサー、ファンド、セクター、戦略、地域、産業、企業、およびファンドのビンテージ・イヤー（組成年）などの様々な要素において、幅広い分散投資を実現することが期待できます。このような投資の分散を図ることで、個々のポートフォリオ企業に起因する固有リスクを効果的に管理し、ポートフォリオ全体のボラティリティを抑えることが可能となると考えます。

投資リスクの低減

セカンダリー市場で取引されるファンド持分は、主にプライベート・エクイティ・ファンドのライフサイクルの後半にあるものが中心となっています。この段階の持分は、投資資金が具体的に何に投資されているかを把握できるケースが多いため、ブラインド・プール・リスクを軽減することが可能です。ブラインド・プール・リスクとは、投資対象とする企業やプロジェクトがまだ明確でない段階でプライベート・エクイティ・ファンドに資金を投資する際に伴う不確実性やリスクのことを言います。

セカンダリー市場の投資家は、新規組成されたプライベート・エクイティ・ファンドに投資する場合と比較して、より多くの情報を得られるという利点を有しています。具体的には、プライベート・エクイティ・ファンドが投資している企業の業績の良し悪しを把握した上で、投資時点のマクロ経済環境を考慮して、投資資産の価値を再評価することが可能です。そのため、セカンダリー市場の投資家は、より的確な投資機会を見極められる環境にあります。

セカンダリー市場における大幅な投資資金不足

現在のセカンダリー市場には、魅力的な投資機会が存在していると考えられます。プライベート・エクイティの持分を売却して流動性を確保したいという需要がある一方で、ファンド持分の取得したいと考える買い手が不足しており、需給の不均衡が生じています。こうした需給のギャップを埋める役割を果たしているのが、セカンダリー市場の仲介業者です。

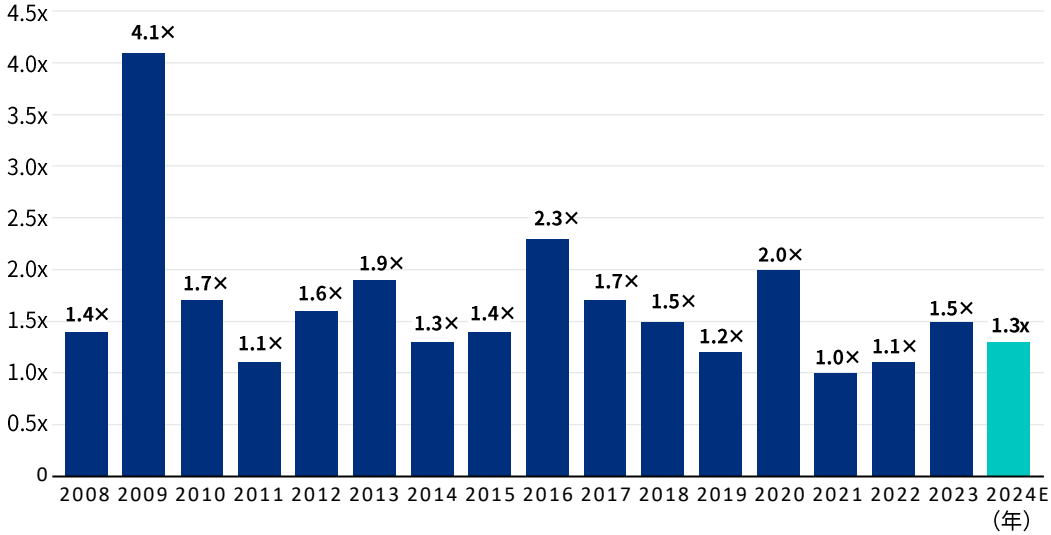
こうした投資資金不足は、プライベート・エクイティのセカンダリー市場が誕生してから続いており、特に現在ではその深刻度が増しています（図表2）。下記の棒グラフによると、2024年の「待機資金の取引年数換算」は1.3年となっています。この指標は、年末時点の待機資金を前年の取引額で割った値で、2024年末時点でセカンダリー市場における待機資金が実際の取引額のわずか1年強分に過ぎないことを意味します。つまり、待機資金が不足しているということは、現在のセカンダリー市場において買い手優位の状況が続いていることを示唆しています。

図表2：セカンダリー市場の流動性は限定的

セカンダリー市場の待機資金（待機資金の取引年数換算）

2008年～2024年（推定値）

待機資金の取引年数換算：セカンダリー市場の待機資金が何年分の取引額に相当するかを示す指標



出所：レキシントンの推定値（セカンダリー市場の取引額）、プレキン（待機資金）。2024年E（推定）は、2024年10月時点のレキシントンの推定値を反映しています。「待機資金の取引年数換算」は、年末時点の待機資金を前年の取引額で除した数値に基づいています。ボトムアップ・アプローチに基づく待機資金の分析では、インフラおよび不動産に特化したセカンダリー・ファンドの待機資金を除外しています。セカンダリー投資のために新たに調達する資金の規模は、短・中期的な資金調達環境に左右されます。過去のトレンドが継続することを保証するものではありません。

セカンダリー市場の成長を牽引する2つの要因：投資持分の増加と売買回転率の上昇

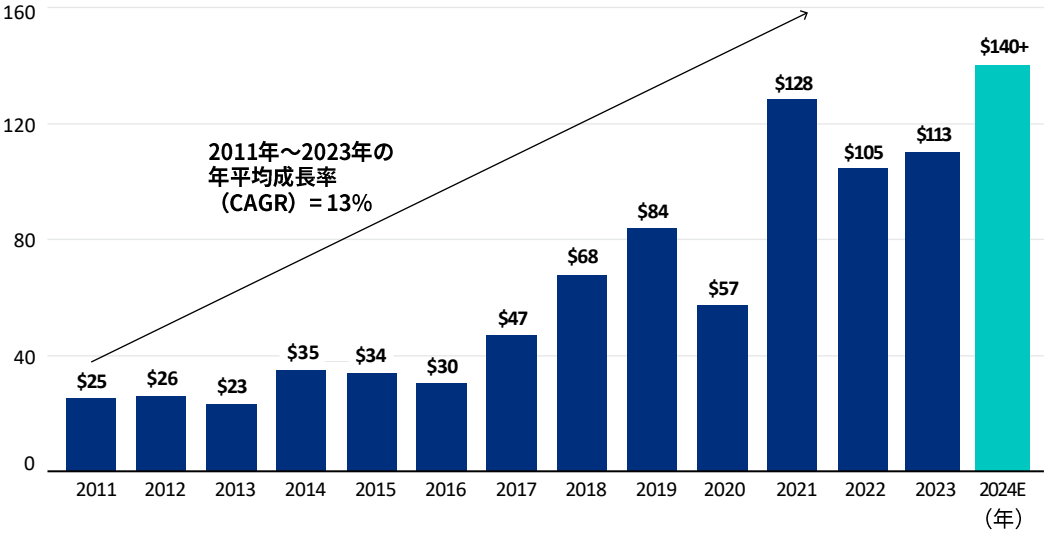
セカンダリー市場は2011年以降、年平均13%の成長率を維持しています（図表3参照）。こうした成長の背景には、投資家が流動性の低い資産を売買し、積極的なポートフォリオ管理を行っていることと、ジェネラル・パートナー主導の取引が増加していることがあります。

図表3：セカンダリー市場の拡大

セカンダリー市場の取引総額と未実行コミットメント 2011年～2024年（推定）

2024年10月時点

単位：10億米ドル

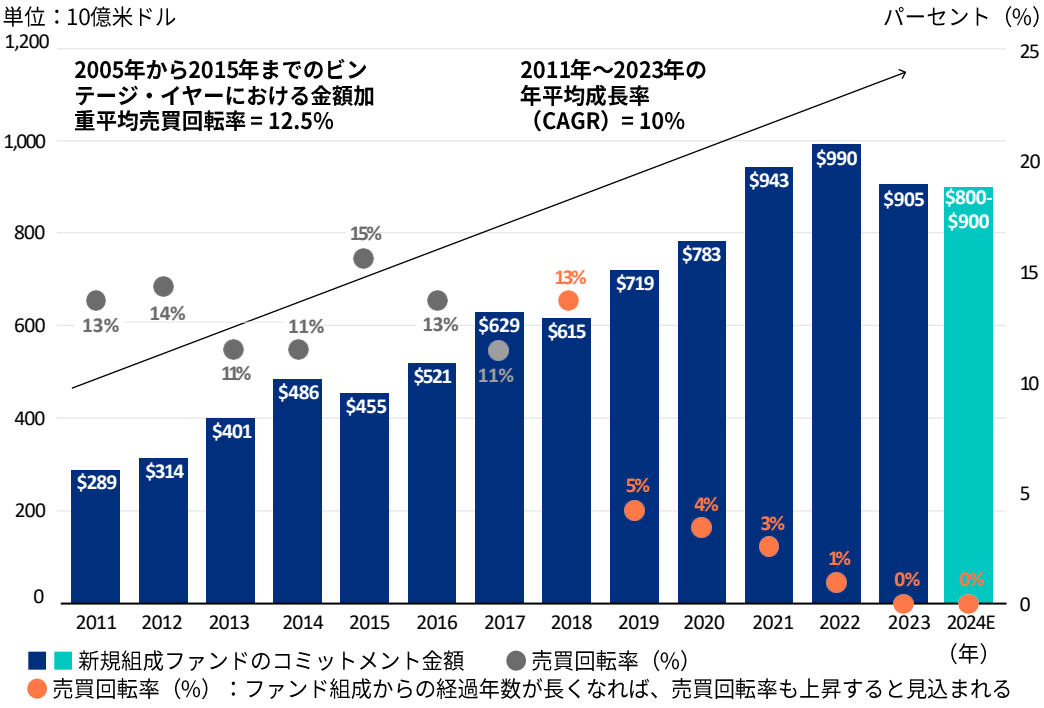


出所：ダウ・ジョーンズのプライベート・エクイティ・アナリスト/リミテッド・パートナーからの情報、インベスト・ヨーロッパ、アジア・ベンチャーキャピタル・ジャーナル（AVCJ）、ラテンアメリカ・ベンチャーキャピタル協会（LAVCA）、プレキン、およびレキシントンの推定値。CAGR＝年平均成長率。2024年E（推定）は2024年10月時点のレキシントンの推定値を反映しています。

プライベート・エクイティ業界の成長に伴い、プライベート・エクイティのセカンダリー市場も成長を続けており、今後も大きな成長余地があると考えられます。図表4に示されるように、新規組成されたプライベート・エクイティ・ファンドの資金調達額は2011年から2023年まで年率10%の割合で増加を続けており、こうしたプライベート・エクイティ・ファンドの投資持分が後になってセカンダリー市場での取引対象となり、セカンダリー市場の拡大に寄与します。

図表4：ここ数年間で組成された大規模なファンドが、今後のセカンダリー市場の成長を牽引する可能性がある

プライベート投資ファンドのコミットメント金額と売買回転率（%）



出所：ダウ・ジョーンズのプライベート・エクイティ・アナリスト/リミテッド・パートナー（LP）からの情報、インベスト・ヨーロッパ、アジア・ベンチャーキャピタル・ジャーナル（AVCJ）、ラテンアメリカ・ベンチャーキャピタル協会（LAVCA）、プレキン、およびレキシントンの推定値。CAGR = 年平均成長率。売買回転率は2024年10月時点のレキシントンの推定値に基づいています。2024年E（推定）は2024年10月時点のレキシントンの推定値を反映しています。

図表4の円（●）は、各ビンテージ・イヤー（組成年）における売買回転率を示しており、各ビンテージ・イヤーにおけるファンドの投資金額のうち、セカンダリー市場で取引された金額の割合を表しています。例えば、2011年に組成されたファンドは2,890億米ドルの資金を調達しており、そのうちの約13%がセカンダリー市場で取引されました。オレンジ色の円（●）は右に行くに従って割合が低下しており、これはファンドの組成からの経過年数が短いほど、セカンダリー市場で取引された金額の割合が小さくなることを示しています（反対に、ファンド組成からの経過年数が長ければ、セカンダリー市場で取引された金額の割合も大きくなります）。図表の右側に位置する、組成からの経過年数が短いファンドは、プライベート・エクイティ市場において過去最大の資金調達額を記録していますが、まだセカンダリー市場での取引が活発化する段階には至っていません。今後5～10年の間に、これらのファンドが成熟し、経過年数が長くなるにつれて、セカンダリー市場で取引される割合も増加すると予想されます。

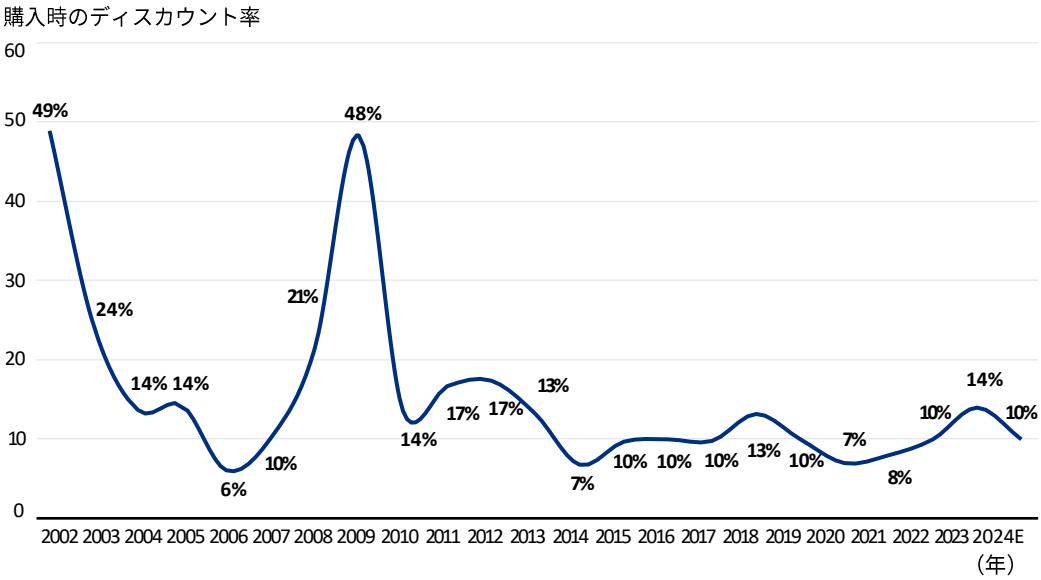
ディスカウント率の上昇

過去10年以上にわたり、ディスカウント率は比較的安定して推移していましたが、2022年および2023年には上昇に転じました（図表5）。この上昇の要因としては、近年の市場のボラティリティの上昇や、純資産価値（NAV）の低下が予想されることなどが挙げられます。こうした状況を受け、セカンダリー市場の買い手は投資基準を厳格化する可能性があり、その結果としてディスカウント率のさらなる上昇が見込まれます。加えて、プライベート・エクイティの分配金が減少している中で、流動性を求める投資家が増加しているため、セカンダリー市場で売却される資産が増加しています。一方、セカンダリー市場の待機資金は歴史的な低水準に達しており、需給の不均衡が生じています。

図表5：セカンダリー市場におけるディスカウント率の推移

市場価値に対する加重平均ディスカウント率

2002年～2024年（推定値）



レキシントンの推定値（データベースには、50,000件を超えるプライベート・エクイティ持分およびオルタナティブ持分が含まれています）。説明目的として使用されています。予測が正確であること、または過去のトレンドが継続することを保証するものではありません。2024年E（推定）は2024年10月時点のレキシントンの推定値を反映しています。

プライベート・エクイティのセカンダリー市場における持分価格のディスカウント

プライベート・エクイティ・ファンドへの投資は、その持分を売却することが比較的困難であり、投資家の資金は長期にわたり拘束されることとなります。そのため、セカンダリー市場の仲介業者は、市場価値を下回るディスカウント価格でファンド持分を購入できる可能性があります。ディスカウント率が大きいことが、必ずしも魅力的な取引を意味するわけではありませんが、購入後に資産価値が下落した場合、ディスカウントが潜在的な損失を軽減する効果をもたらす可能性があります。セカンダリー市場における資産のディスカウントに影響を与える要因としては、市場環境、プライベート・エクイティ・ファンドのポートフォリオ構成、およびファンドのライフサイクルなどが挙げられます。

プライベート・エクイティのセカンダリー市場は過去30年間にわたり成長を続けてきました。その主な要因として、以下の4つが挙げられます：（1）プライベート・エクイティ・ファンドへのコミットメント金額の増加、（2）コミットメント金額を積極的に管理しようとする傾向が強まっていること、（3）一部の投資家がファンド持分を早期に売却し、流動性の確保を優先していること、（4）ジェネラル・パートナー主導の取引の増加。現在の市場環境においては、プライベート・エクイティの分配金が減少する中で、リミテッド・パートナーは流動性の確保を求めています。また、プライベート・エクイティの評価額が上昇し、資産配分比率の上限を超えた場合には、ポートフォリオのリバランスを目的として持分を売却する必要があります。加えて、ジェネラル・パートナーは、リミテッド・パートナーの流動性ニーズに対応できるよう、様々な選択肢を提供することが求められています。以上のような状況を踏まえると、セカンダリー市場は引き続き魅力的な投資機会を提供し続けると考えられます。

レキシントンからの重要なお知らせ

本資料で提供された情報は、情報提供および議論だけを目的として機密扱いで提供されており、レキシントンが資金提供している投資ファンドのリミテッド・パートナーの持分の売却の提案、または購入の提案の勧誘を行うものではありません。そのような提案または勧誘は、関連投資ファンドへの投資に関連する特定のリスクおよびその他の事項を記載している部外秘の私募目論見書に従ってのみ行われるものとします。具体的な記載がない限り、または文脈より別に解釈される場合を除き、本資料における「レキシントン」へのすべて言及は、レキシントン・パートナーズL.P.およびその関連事業体を指すものとします。

本資料に含まれる情報は機密情報として取り扱われるべきであり、また、上記以外の目的のためにその全部または一部を複製または使用することはできません。

本資料で提示、参照、または示唆された過去のトレンドが、レキシントンのファンドまたは投資の期間中に継続することを保証するものではありません。

本資料に含まれる特定の情報は、レキシントン以外の情報源から取得されたものです。当該情報は、本資料で使用される目的に関して信頼が置けると考えられますが、その正確性または完全性に関して表明するものではありません。

レキシントン独自のデータベース：レキシントンは独自のデータベースを構築しており、このデータベースは、第三者機関、出版物、公の届出書類、業界スポンサー、および市場参加者などを含むがこれらに限定されない様々な情報源から収集されています。レキシントンのデータベースには、50,000件を超えるプライベート・エクイティ持分およびオルタナティブ持分が含まれています。

将来の見通しに関する記述：本資料に含まれる記述（現在および将来の市場環境や市場トレンドに関する記述を含む）の中で過去の事実でないものについては、レキシントンの現在の予想、推定、予測、意見、および/または見解に基づいています。本資料に含まれる特定の情報は「将来の見通しに関する記述」であり、これらは、「かもしれない」、「であろう」、「はずである」、「可能性がある」、「期待する」、「予想する」、「予測する」、「推定する」、「意図する」、「継続する」、「目標にする」、「見積もる」、「計画する」、または「考える」などの将来の見通しに関する用語の使用により、あるいはその否定形、またはそれに関するその他の変形、もしくは同等な用語の使用により識別することができます。様々なリスクや不確実性により、実際の出来事、投資の結果または実際のパフォーマンスは、このような将来の見通しに関する記述において反映または想定されている内容、または誤解を避けるために記すと、本資料で示されているレキシントンの見解や意見と大幅に異なる場合があります。さらに、本資料に記載されている出来事、状況、トレンド、またはテーマについては、特にそれらがレキシントンの管理の及ばない将来の出来事に左右される場合が多いため、それらが起こるか、あるいは継続するかを保証するものではありません。

リスクについて

すべての投資にはリスクが伴い、元本が保証されるものではありません。

株式は株価の変動にさらされるため、元本が棄損する可能性があります。債券には金利リスク、信用リスク、インフレ・リスク、再投資リスクがあるため、元本が棄損する可能性があります。金利が上昇すると、債券の価格は下落します。格付けの低いハイ・イールド債は、価格の変動が大きく、流動性が低く、デフォルトのリスクが高い状況にさらされます。変動金利のローンおよび債務は通常、投資適格以下に格付けされており、デフォルトのリスクが高い状況にさらされるため、元本が棄損する恐れがあります。

オルタナティブ戦略は複雑かつ投機的であり、大きなリスクを伴うため、完全な投資プログラムと見なされるべきではありません。投資商品によって、そうした投資および戦略は限られた流動性しか提供しない場合があるため、投資の全額を失うことを許容できる者にのみ適しています。公開企業への投資とは対照的に、非公開企業への投資には、これらの企業に関して入手可能な情報が不足していることや、一般的に流動性が低いことに対処する必要があることなど、いくつかの課題やリスクが伴います。また、企業が証券取引所に上場することを保証するものではありません。一部の投資については、確立された流動性の高いセカンダリー市場が存在しないため、投資の市場価値や、好ましい時期や価格で投資を売却する投資家の能力に悪影響が及ぼす可能性があります。

グローバル投資は為替レートの変動や、社会、経済、および政治の不確実性など特別なリスクにさらされるため、ボラティリティが高まる恐れがあります。アクティブ運用は利益を保証するものではなく、また市場の下落を防ぐものでもありません。

重要事項

本資料は一般的な関心事だけを対象とすることを意図しており、証券を購入、売却、または保有する、あるいは投資戦略を採用するための個別投資に関する助言または推奨、あるいは勧誘として解釈されるべきではありません。また、法的な助言または税務上の助言を意図するものでもありません。

本資料に記載されている見解は投資マネージャーの見解であり、コメント、意見、および分析は本資料の発行日時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。基本的な前提およびこれらの見解は、市場およびその他の状況に基づいて変更される場合があり、その他のポートフォリオ・マネージャーまたは会社全体の見解と異なる場合があります。本資料で提供された情報は、国、地域、または市場に関するあらゆる重要な事実の完全な分析を意図したものではありません。**過去のパフォーマンスは必ずしも将来のパフォーマンスを示唆または保証するものではありません。**

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・テンプルトンが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性がありますが、フランクリン・テンプルトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプルトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・テンプルトン（フランクリン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、ＦＴが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものですが、その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はＦＴの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・テンプルトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプルトン・ジャパン株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第417号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Alternatives by
FRANKLIN TEMPLETON

© 2024 Franklin Templeton. All rights reserved.

US-GTM-2667686-2567686
LEXSU-1224