

Alternative Allocations

プライベート・エクイティ：
セカンダリーに注目

トニー・ダヴィド
シニア・オルタナティブ
投資ストラテジスト
フランクリン・テンブルトン・
インスティテュート

近年の金融緩和と需要拡大から、プライベート・エクイティ(PE)の資金調達は過去20年間で急速に増加しました。

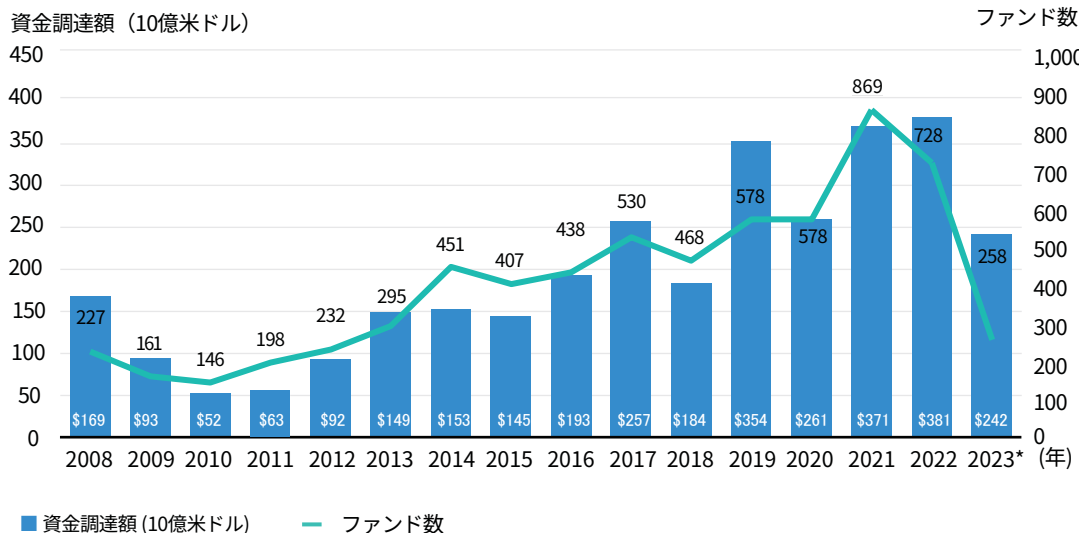
2011年から2021年にかけて、PEは11年連続でリミテッド・パートナー(LP)への分配金の支払いを実現しています。つまり、機関投資家は、一般的にコミットメントに見合う以上の分配金を獲得できたということです。しかし、当社の「2023年プライベート・マーケット・アウトLOOK」でも以前述べたように、PEのエグジットは2022年に劇的に減速し、本レポート執筆時点も停滞し続けています。

PEのバリュエーションは、2021年の高値から大きく調整しました。金利上昇と信用状況の逼迫はPEのバリュエーションをさらに押し下げる可能性があり、投資家は下落局面に備える必要があるかもしれません。PEによる資金調達も2021年のピークから大幅に減少しています。

PitchBook¹によると、第3四半期のエグジット額は、前四半期比40.7%減と世界金融危機以来の低水準に落ち込んでおり、2021年第2四半期のピークからは83.7%減少しています。エグジット活動は、おそらくPEの資本形成のサイクルにおいて最も重要な指標であり、PE市場全体の健全性を示す指標となります。エグジットは資金調達を促進し、ドライパウダーの増加と資本投資につながります。またエグジットは、機関投資家全体の資本の配分/再配分にも影響を与えます。

図表 1: 米国のプライベート・エクイティの資金調達活動

* 2023年9月30日現在



出所: PitchBook, US Private Equity Breakdown Report. 2023年第3四半期

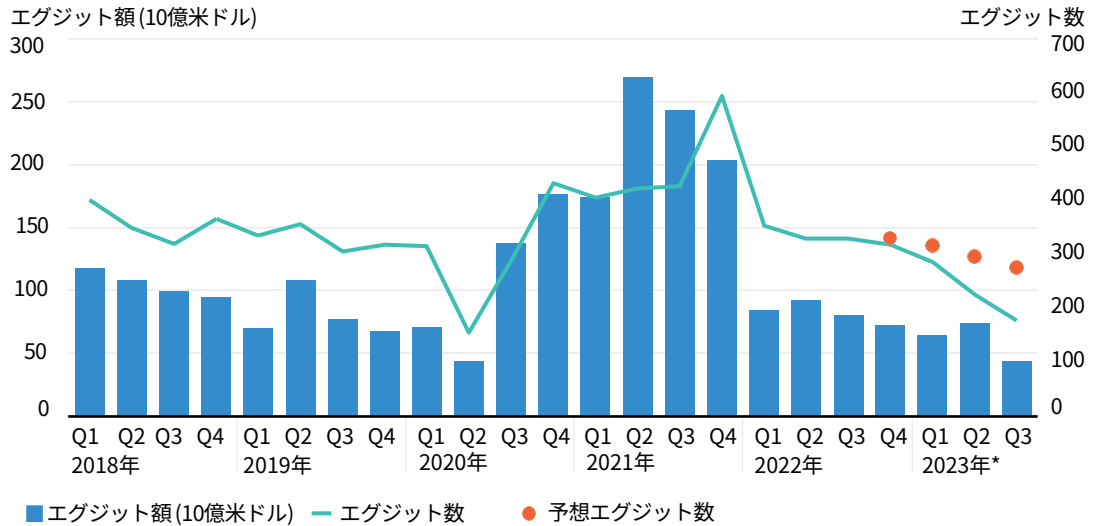
セカンダリー市場

PEの取引とエグジットが鈍化する一方で、機関投資家がポートフォリオのリバランスを図るため、セカンダリー取引の活動が急速に活発化しています。過去10年間、多くの機関投資家は高いリターンを期待して、PEに多額の資金を投じてきました。

PE運用者は、十分な時間をかけて企業の価値を高め、非流動性プレミアムという形で機関投資家にリターンを提供し、出口戦略の段階で分配金を支払います。

図表 2: 米国プライベート・エクイティのエグジット活動

* 2023年9月30日現在



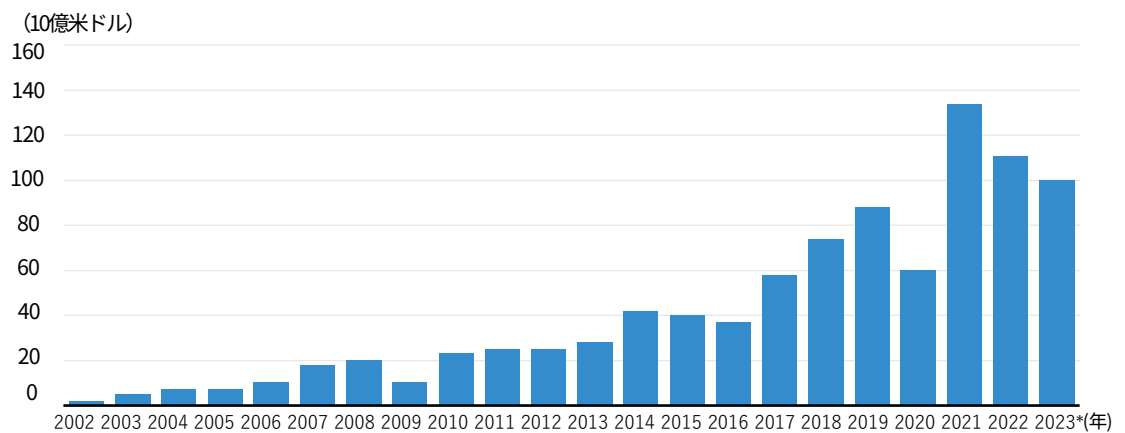
出所: PitchBook, US Private Equity Breakdown Report. 2023年第3四半期

PEへのアロケーションが過剰であることに気づいた機関投資家は、セカンダリー市場にアクセスすることで保有資産を分散させ、なおかつ将来のコミットメントを満たすための手段を模索しました。セカンダリー・マネージャーは、幅広い資産プールから魅力的な投資対象を有利な価格で取得することができ、在庫が大量にあるというメリットと機関投資家における流動性ニーズ双方の恩恵を享受しました。

セカンダリー・マネージャーは、資本分配を選択的に行うことができ、成長のフェーズ（ベンチャーキャピタル、グロスエクイティ、バイアウト）、地理、業界、ヴィンテージにわたって分散することが可能です。出口段階に近い資産を購入することで、セカンダリー・マネージャーはJカーブの影響を緩和でき、投資家はより早く分配金を受け取ることができます。また、セカンダリー・マネージャーは、問題のある資産を避けて、価値の高い資産を選択することもできます。

図表 3: セカンダリー市場の取引高 (10億米ドル)

* 2023年6月30日現在



出所: Greenhill Global Secondary Market Review Data. *Greenhillの2023年の予測はGreenhillのGlobal Secondary Market Review、2023年上半期に記載されています。1,000億米ドルのうち、2023年上半期の取引高は440億米ドル。

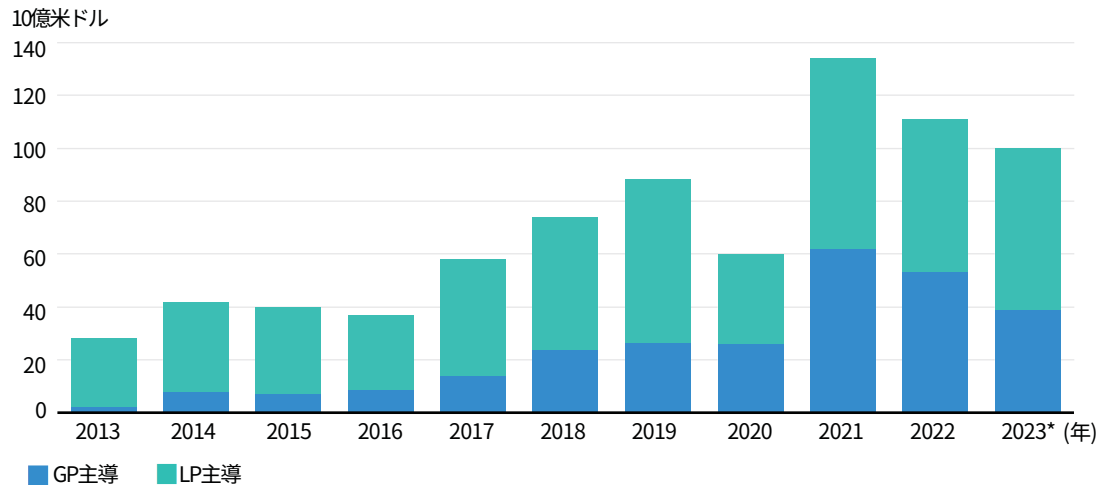
セカンダリーには「LP主導」と「ゼネラル・パートナー(GP)主導」の2種類があります。LP主導の取引では、リミテッド・パートナーがファンド内のコミットメントをセカンダリー・バイヤーに売却し、セカンダリー・バイヤーは既存のファンドにおけるLPの権利と義務を引き継ぎます。GP主導の取引(GP主導でシングルアセットを継続する取引)では、資産またはポートフォリオ会社が一つのピークルから別のピークルに譲渡され、価値創造プランを実行するための追加資本へのアクセスと時間的余裕の両方が提供されます。

GP主導のセカンダリーでは、現在、シングルアセットモデルは機能的に異なるセグメントとして位置づけられており、シングルアセット取引はセカンダリーで最も急速に成長している分野です。

GP主導のシングルアセットのセカンダリーは、GPが最も有望な資産をより長期で保有できる柔軟性と、エグジットオプションを追加できる可能性があるため、どのような市況においても魅力的なメリットを提供することが可能です。

図表 4: セカンダリー市場取引高 (10億米ドル): GP主導 vs LP主導

* 2023年6月30日現在



出所：Greenhill Global Secondary Market Review Data。*Greenhillの2023年の予測は、GreenhillのGlobal Secondary Market Review、2023年上半期に記載されています。1,000億米ドルのうち、2023年上半期の取引高は440億米ドル。

セカンダリー市場のバリュエーション

セカンダリー市場は、2006年の200億米ドルから2021年には1,340億米ドルへと、過去10年間で大きく成長しました²。市場が成熟するにつれ、より多くの売り手が市場にアクセスするようになり、取引フローが増加し、LPポートフォリオは一般的に原資産のバリュエーションより割安な価格で入手できるようになりました。

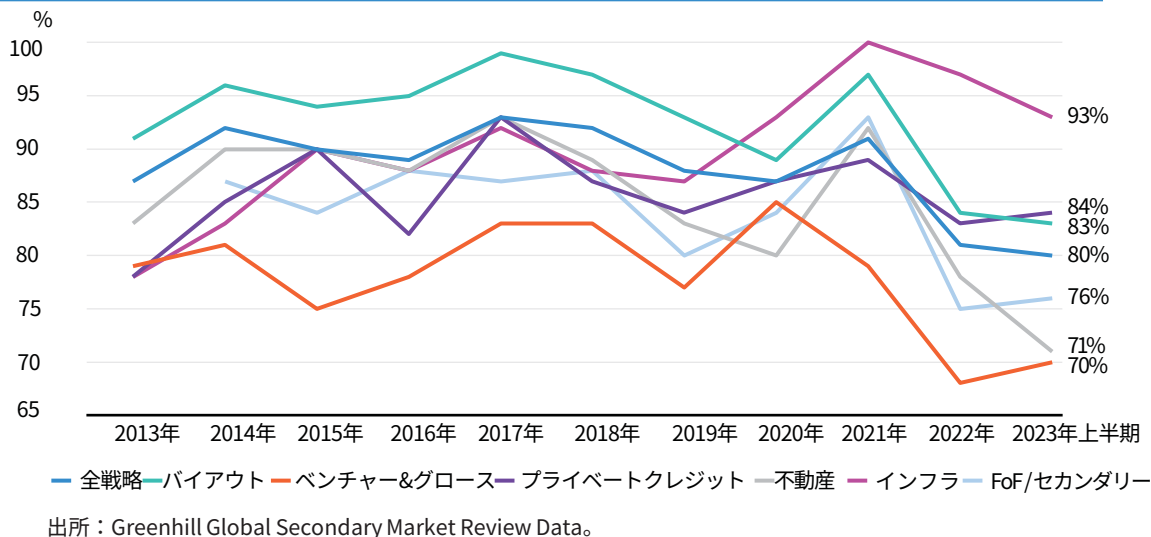
価格はプライベート市場によって異なり、ベンチャーとバイアウトのバリュエーションには大きな差があることには注意が重要です。Greenhillによると³、LP取引の平均価格は純資産価値 (NAV) の80%に回復し、ベンチャーの価格は70%、バイアウトの価格は83%となっており、プライベート・マーケットのエコシステム全体で乖離が発生しています。

2022年から2023年にかけては、最近の市場ボラティリティの上昇と、NAVの下落が予想されたことから、2021年までの安定した価格環境と比べるとディスカウントが拡大しました。その結果、セカンダリー・バイヤーによる引受がより保守的となり、ディスカウントはさらに拡大しました。ポートフォリオの分配金が減少するにつれ、投資家はますます流動性を求めるようになり、それがセカンダリーの取引額の増加を後押ししています。取引額が増加しており、セカンダリー市場のドライパウダーは枯渇しつつあります。NAVが数四半期連続して安定するまでは、平均的にディスカウントが高い状態が続くと予想されます。

セカンダリーは、成長するPEのエコシステムにおいて重要な歯車となり、投資家に流動性へのアクセスを提供しています。セカンダリーは分散を提供し、エグジットが停滞している期間には、より広くエコシステムに追加的な規模と流動性を提供します。

図表 5: グローバル・セカンダリー市場のディスカウント

* 2023年6月30日現在



ベンチャーキャピタル

Pitchbook⁴によると、ベンチャー&グロース段階のスタートアップ企業は、取引量を示す指標の中央値が近年の過去最高値から60%以上低下しているという厳しい現実に直面しています。長引く流動性不足と非伝統的投資家の撤退は、積極的な投資家により高い株式投資比率を求めるのに十分なレバレッジを提供し、2023年初来のレバレッジの中央値は14.9%と10年ぶりの高水準となりました。過去12ヵ月間で市場環境には大きな変化があり、イノベーションの分野においてバリュエーションと資本形成に影響を与えました。

ベンチャーキャピタルに関しては、コミットされた資本と新規の資本との間には大きな差があります。コミットされた資本は、資本がいつコミットされたか、またどのようなバリュエーションでコミットされたかによって異なります。残念ながら、過去数年間にコミットされた資本は割高なバリュエーションで保有されている可能性が高く、現在のバリュエーションとは大幅に異なる可能性があります。

逆に、足元で資本を投資しようとしているマネージャーは、投資先とそれらの投資のバリュエーションにおいて、より戦略的に選択することができます。すなわち、新たなベンチャーキャピタル投資にとっては魅力的なエントリーポイントとなる可能性があります。

まとめ

プライベート・エクイティのバリュエーションは2021年の水準からリセットされつつあり、エグジットは鈍化しています。2022年以降、多くの機関投資家はPEへのアロケーションが過剰で、また、今後のコミットメント額が過度に大きいことに気づきました。彼らの多くはセカンダリー・マネージャーに売却することで、アロケーションと流動性のニーズを満たそうとしました。

プライベート・エクイティのエコシステムは、ベンチャーからグロース、バイアウトに至るまでの多様な機会を提供しており、業種、地域、ヴィンテージを問わず多様なエクスポージャーを提供しています。セカンダリーは、このエコシステムにアクセスする魅力的な機会であり、またその成長も顕著です。

詳細については、AltsbyFT Knowledge Hub をご覧ください。

[Knowledge Hub | Alternatives by FT](#)

巻末注記

1. 出所: Pitchbook, 「PE Breakdown」, 2023年10月
2. 出所: Collum, Chase. 「流通市場を形成する6つの主要なトレンド」 Buyouts Insider Web サイト, 2022年6月1日
3. 出所: Pitchbook, 「US VC Valuations Report」, 2023年11月8日
4. 同上。

リスクについて

すべての投資には、元本割れの可能性を含むリスクが伴います。

株式は価格変動の影響を受け、元本割れの可能性があります。

プライベート・エクイティ投資は、公開企業への投資とは異なり、企業に関する入手可能な情報の欠如や一般的な流動性の欠如への対応など、特定の課題があり、リスクも増加します。

海外投資は、為替変動や社会的、経済的、政治的な不確実性を含む特別なリスクの影響を受けるため、ボラティリティが高まる可能性があります。こうしたリスクは新興市場ではより大きくなります。特定の国や地域の企業に投資する戦略では、地理的により広範に分散投資する戦略よりもボラティリティが大きくなる可能性があります。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・templtonの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があり、他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合があります。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

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・templton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。フランクリン・templton（「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、情報はすべての法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。個別の法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・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

<当資料に関するご注意>

- 当資料は説明資料としてフランクリン・templton（フランクリン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下FT）が作成した資料を、フランクリン・templton・ジャパン株式会社が翻訳した資料です。
- 当資料は、FTが各種データに基づいて作成したものです。その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。
- 当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている運用スタンス、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。
- この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利はFTに帰属します。したがって、FTの書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。
- フランクリン・templton・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）はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。

フランクリン・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・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

