

プライベート・エクイティ・セカンダリー市場に新たな領域をもたらすデュレーションの長期化

プライベート・クレジット & エクイティ | AIPプライベート・マーケット運用チーム | インベストメント・インサイト | 2021年

今日、プライベート・エクイティは平均的なポートフォリオ・アロケーションの11%を占め、2005年の4%から大幅に増加しています¹。しかしながら、上場株式に対して好調なパフォーマンスを提供しているにもかかわらず、プライベート・エクイティのアロケーション割合は依然として最適な水準を下回っているともいえます²。我々は、デュレーション（ファンド存続期間）の長期化とそれに伴う流動性の低下が、このアセットアロケーションにおける配分ギャップが続いた要因になっていると考えています。しかしながら、このデュレーションの長期化傾向を阻止して短期化させ、投資家の懸念を和らげることで、プライベート・エクイティへの投資増加につながるソリューションが存在します。

グローバル金融危機以前は、プライベート・エクイティのポートフォリオ企業は買収後3年以内に約40%が売却されていました。しかし、2009年から2020年にかけて、平均保有期間は31%増加しています³。その結果、プライベート・エクイティ・ファンドが完全に清算されるまでに要する期間（中央値）は現在13年を超えているのに対し、契約上の平均存続期間は10年

筆者

AIP・プライベート・マーケット
セカンダリー運用チーム

¹ Preqin Investor Outlook—Alternative Assets（データは2020年上半期時点）

² Steve Kaplan（Chicago Booth）、Burgiss Data（2020年に公表された2019年時点のデータ）

³ Pitchbook Annual US PE Breakdown（2020年12月31日時点のデータ）

のまま変わっていません⁴。ファンドは存続期間を延長することができますが、リミテッド・パートナー（LP）は保有期間が10年を超えてくると次第に不満を抱くようになってきました。既存ポートフォリオ企業の投資期間が長くなればなるほど、必然的にファンドでの資金需要は大きくなります（しばしば「フォローオン」投資と呼ばれる）。2009年以降、フォローオン投資総額は大幅に増加し、プライベート・エクイティのディールフロー全体に占めるアドオンの比率が2020年には72%（2009年は同57%）となり、PEファンドの投資余力は削減されています⁵。

このデュレーションと資金需要のミスマッチには、さまざまな原因があります。典型的なプライベート・エクイティ・ファンドのストラクチャーは、成長を遂げ成熟しつつある現在のプライベート・エクイティ市場には適していません。おそらく25年前には適していた10年間のファンド存続期間は、今日でも大多数のファンドにおいて変わっていません。プライベート・エクイティ市場の競争が激化し、効率化が進むにつれて、ジェネラル・パートナー（GP）のバリュエーションの実行に予想以上の時間がかかることが多く、保有期間が長くなってきました。そのため、GPは価値を最大化するために、しばしば自分たちが保有する「優良な投資先企業」を保有し続けるようになりました。こうした状況は、GPとLPの間で、また、LP同士の間でも問題となることがあります。すなわち、さらに長く保有したいと考えるLPもいれば、より短期に流動性を要求する（解約を求める）LPもいます。こうした状況を踏まえ、GPが特定の投資を継続保有できるようにしながら、デュレーションのジレンマに対処するための3つの解決策が生まれました。

この課題に対する1つの答えは、アポロ、KKR、カーライルなどの大手プライベート・エクイティ運用会社が立ち上げた、より長期間のプライベート・エクイティ・ファンド、あるいは永続的なプライベート・エクイティ・ファンド（エバーグリーンファンド）です。これは、この課題に対する当然の解決策であり、これらの運用会社にとっては高く評価できる事業拡張ですが、プライベート・エクイティ市場全体に広く浸透する可能性は低いと考えています。なぜなら、最大手のプライベート・エクイティ運用会社を除けば、長期化した存続期間の全体にわたって、投資家に要求される水準のガバナンスや専任の人材を提供し続けることは難しいと思われるためです。さらに、そのような長期投資を行えるプライベート・エクイティ・ファンドの投資家はほとんど存在しません。

もう1つの答えは、ファンドの存続期間を超えて保有しようとするポートフォリオ企業を、同じ運用会社による新しいビンテージのファンドに売却することです。このソリューションにより、運用会社は魅力的なポートフォリオ企業を継続的に保有することができます。しかしながら、この場合GPが売り手と買い手の役割を同時に担うという利益相反の問題が生じます。場合によっては、GPが企業の持分の全額を、新しいビンテージのファンドに移転しない可能性があり、利益相反が生じる可能性があります。これらの問題を予め検討し、対処されているリミテッド・パートナー契約（LPA）はほとんど存在しません。これまで多くのLPにとっては、限られた時間とリソースのなかで、透明性が欠如し情報の非対称性が存在する取引を検討しなければなりません。そして、ほとんどの場合、これら取引の価格設定に責任を持つ

独立した第三者が存在しないという大きな問題もありました。

私たちは、デュレーションのジレンマに対する最良の解決策は、プライベート・エクイティのセカンダリー市場によりもたらされたと考えています。この市場における一般的な取引タイプは、専用のセカンダリーファンドによるリミテッド・パートナーシップ持分の取得です⁶。しかし、一部のセカンダリーファンドの買い手は一般的なセカンダリーファンドへの投資ではなく、最も高いリターンを生む可能性があるポートフォリオ企業を特定し、その企業のみ投資するアプローチを好むようになりました。このような取引は「シングルアセット・リフトアウト」、「トランスフォーメーション・セカンダリー」、「GP主導のセカンダリー」などと呼ばれています。この分野の市場は過去2年間で大きく拡大しており、Evercore社によればシングルアセットの市場規模は2018年の20億ドルから2020年には140億ドルに急拡大していると推定されています⁷。買い手はGPと協力して、GPが引き続き保有し続けたいと思う優良企業や、成長力の最大化により多くの期間を必要とする魅力的な企業を保有する「ピークル」をアレンジします。「シングルアセット・リフトアウト」は、GPとLP双方に大きな利益をもたらす可能性があります。第1に、GPが特定の企業をより長期間保有し続けることを可能にし、必要に応じてGPに資本を提供します。第2に、既存のLPに対しては、解約もしくは投資継続の選択肢を提供します。一方、買い手である集中戦略のマネージャーは、GPが深い知識を持ち、最も高いリターンが期待できる保有企業への投資を通じて利益を享受します。

⁴ Palico Private Equity Marketplace Content

⁵ Pitchbook Annual US PE Breakdown. 米国におけるPEパイアウト全体に占めるアドオン数の割合（データは2020年12月31日時点）

⁶ 分散により損失リスクが完全に無くなるわけではありません。

⁷ Evercore – 2020 Year End Secondaries Survey (2020年12月31日時点)

最近のセカンダリー市場における発展の勢いは驚くべきものであり、セカンダリー市場の取引総額は2016年から2019年にかけて倍増しています⁸。この「シングルアセット・リフトアウト」は、セカンダリー市場の継続的な成長に大きな役割を果たすとともに、投資家のデュレーションへの懸念を和らげることで、プライベート・エクイティへの投資割合を増加させる要因になると考えています。

⁸ Evercore – 2020 Year End Secondaries Survey (2020年12月31日時点)

重要事項

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが2021年に海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本資料は情報提供のみを目的に作成したものであり、いかなる特定の証券の売買のオファーを行うものでも売買の推奨を行うものでもなく、特定の投資戦略を推奨するものでもありません。

オルタナティブ投資は投機性が高く、高度なリスクを伴います。投資家は投資全額もしくはその相当額を失う可能性があります。オルタナティブ投資は無期限に流動性を諦め、資本をリスクにさらすことを厭わない長期投資家のみ適しています。オルタナティブ投資は極めて流動性が低いのが通常です。オルタナティブ投資はしばしばレバレッジやその他の投機的な手法を用います。その結果、ボラティリティや損失リスクが高まることがあります。オルタナティブ投資は典型的には報酬や費用が他の投資ピークルよりも高く、かかる報酬や費用は投資家が実現できるリターンを押し下げます。

オルタナティブ投資ファンドは往々にして規制されておらず、投資信託と同じ規制要件を課されていません。また、定期的な価格情報の提供も求められていません。本資料に含まれる内容は、特定のクライアントの状況に対する考慮に基づくものではなく、投資アドバイスでもありません。いかなる方法においても税務、会計、法務、規制上のアドバイスと受け止めるべきではなく、投資家は投資判断を下す前に、税務上の影響についてのアドバイスを含めて、独立した法務及び財務専門家のアドバイスを受けられるようお勧めします。

本資料中で表明されている筆者の見解や意見は、市場や経済状況によりいついかなる時点においても変更される可能性があり、実現されるとは限りません。さらに、本資料作成時点後に入手可能となる情報や経済・市場状況、情勢の変化を反映すべく、アップデートもしくは修正する予定はありません。表明されている見解はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのすべてのポートフォリオ・マネージャーの意見を反映するものでも会社全体としての見解でもなく、当社が提供する商品やすべての運用戦略に反映されているとは限りません。当資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。

本書は情報提供を目的として作成したものであり、個別の有価証券等の勧誘を目的としたものではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

受託資産の運用は、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスクや株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。

個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組み入れ有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担頂いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なる為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

当資料は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧誘を目的とするものではありません。

お問い合わせ先

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、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

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

www.morganstanley.com/im/jp