
オルタナ研究所

プライベート・ エクイティの手引き



概要

プライベート・エクイティ（PE）は、上場市場ではアクセスできない多数の未公開企業への投資機会を提供します。プライベート・マーケットにおいて最も大きな資産クラスであり、総額 17.1 兆ドルのプライベート資産市場のうち 68%超を占める PE は、未上場の成長企業に投資する有力な手段と位置づけられています。実際のところ、年間売上が 1 億ドルを超えるグローバル企業の大多数ははまだ未公開企業であり、これらは伝統的な株式市場では得られない分散性と収益機会を投資家にもたらします（**図表 1**）。

図表 1：年間売上 1 億ドル超の企業のうち、世界の 86%以上が未公開企業



出所：S&P キャピタル IQ、2024 年。

年金基金、財団、大学基金などの機関投資家は、長期的なポートフォリオの成長エンジンとして、継続的にプライベート・エクイティを 선호してきました。その結果、PE は長期投資戦略の中核として確固たる地位を築いています。実際のところ、プライベート・エクイティは過去数十年にわたり、米国およびグローバル市場の公開株式を上回る堅調なリターンを継続的に提供してきました（**図表 2**）。この説得力のある実績は、PE が持つ耐久性と、持続的成長を見据えたポートフォリオ構築における重要な役割を裏付けています。

図表 2：プライベート・エクイティは長期にわたり公開市場を上回るパフォーマンスを実現

インデックスリターン



過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。当資料は情報提供のみを目的としており、ファンドの運用実績を示すものではありません。インデックスへの直接投資はできません。プライベート・エクイティはプレキン・プライベート・エクイティ・インデックス、グローバル株式は MSCI ワールド・インデックス、米国株式は S&P 500 を使用しています。詳細は開示情報をご確認ください。出所：モーニングスター、プレキン、ブルックフィールド、2024 年 12 月時点。

コンテンツ

- 2
概要

- 4
プライベート・エクイティ投資の仕組み

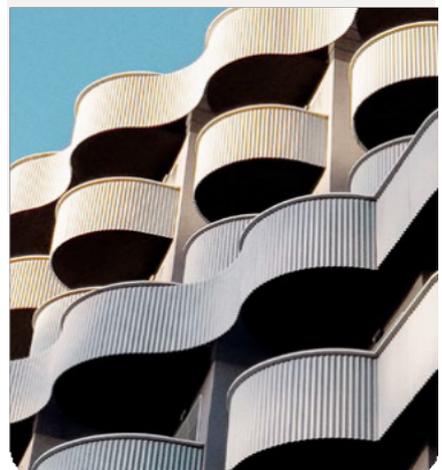
- 12
プライベート・エクイティにおける価値創造

- 16
ポートフォリオの潜在力を引き出す

- 18
PE アロケーションにおけるリターンと流動性のバランス

- 20
PE のパフォーマンス格差：なぜマネージャー選定が重要なのか

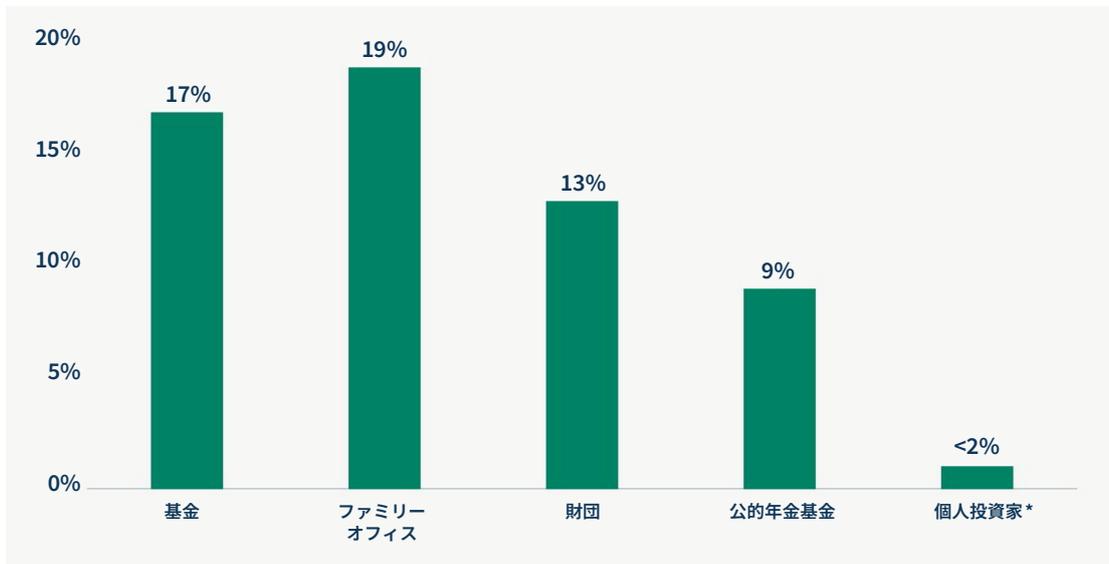
- 22
結論：投資家ポートフォリオにおける PE の役割の進化



プライベート・エクイティは長らく機関投資家の主要な資産クラスとして成長を遂げてきましたが、近年では個人投資家にとってもアクセスが可能な領域へと広がりつつあります。これを受けて、個人投資家向けの新たな投資機会やビークルが登場し、従来は限られていたハードルが徐々に低下しています。個人投資家における PE アロケーションは平均 2% 未満（図表 3）と限定的であるものの、今後はプライベート市場および PE 投資の「民主化」が進展することで、個人投資家層の参入が加速すると見込まれています。私たちは現在、こうした構造的変化の入り口に位置していると認識しており、個人投資家が長期的な資産形成やポートフォリオの分散を図る上で、PE は今後ますます重要な選択肢となると考えています。

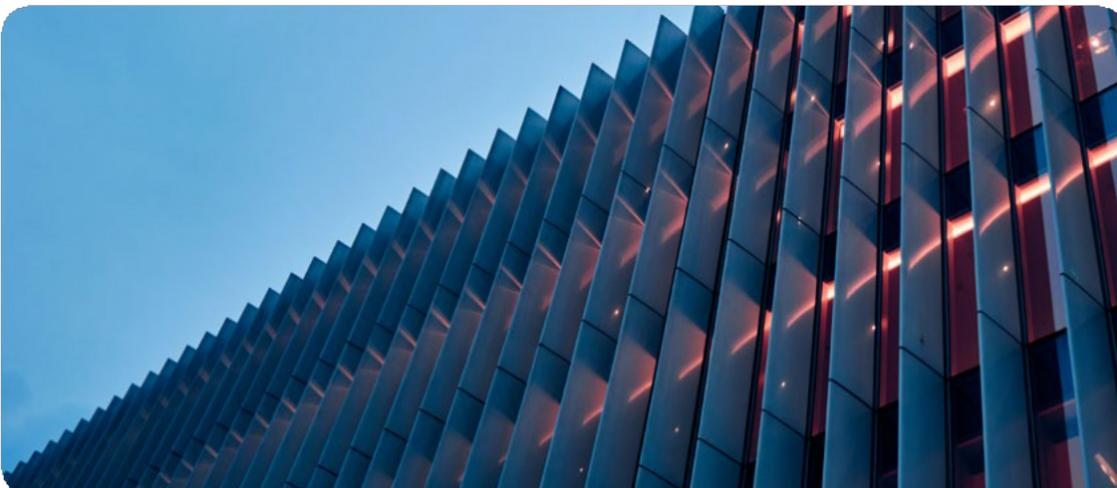
図表 3：プライベート・エクイティへの資産配分を主導してきた機関投資家

PE アロケーション平均



※この 2% の資産配分には、プライベート・エクイティを含む全てのオルタナティブ資産が含まれており、PE はその一部にすぎません。
出所：マッキンゼー&カンパニー、プレキン、2024 年時点。

本稿では、プライベート・エクイティ（PE）を一つの資産クラスとして捉え、その主要な特性を概観するとともに、投資家のポートフォリオにおいて果たし得る役割について論じます。



プライベート・エクイティ投資の仕組み

プライベート・エクイティ（PE）投資の仕組みを理解すること、特に公開株式投資との違いを把握することは、この資産クラスへの投資を検討するうえでの基本となります。

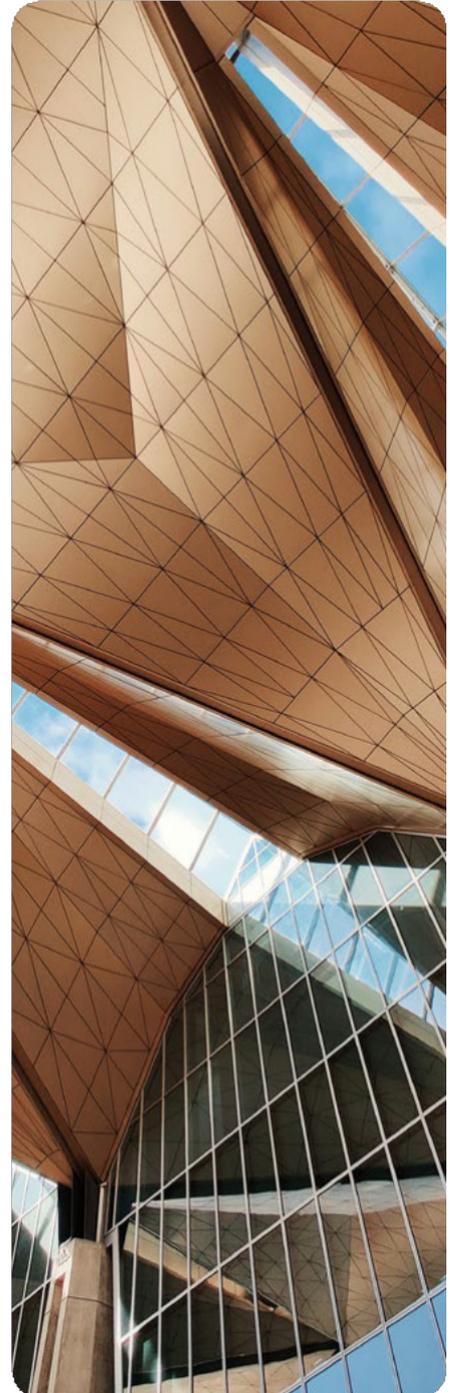
上場株式のファンドマネージャーは、通常、財務の健全性、成長見込み、企業経営陣のトラックレコードに基づいて、上場企業に投資します。通常、事業経営への関与はより受動的であり、既存の経営陣による戦略の遂行と価値の促進に依存します。

それに対して、PE マネージャーは、明確に積極的なアプローチを採用しています。PE マネージャーは、戦略的な意思決定や業務の改善への直接関与を通じた価値創造を明示的な目標として、非上場企業の株式を大量に取得します（図表 4）。PE 投資は一貫した戦略枠組みに従います。まず有望な企業を特定して取得し、次に成長を加速し、効率性を向上させ、最終的に企業価値を高めるために、的を絞った業務や組織の強化措置を講じます。最終的に、投資家は株式公開（IPO）を通じた「エグジット」や投資先の売却によって利益を実現します。

PR は、一般的に成長率や収益性、経営の質など、上場株式と同じ要素の多くを考慮します。一方で、流動性の欠如や経営への直接的関与など、そのリスク/リターン特性に影響を与える、上場株式とは異なる固有の特徴を持ちます。これらの要素は、特に上場株式投資と組み合わせることで、ポートフォリオの期待リターン向上に寄与する可能性があります。

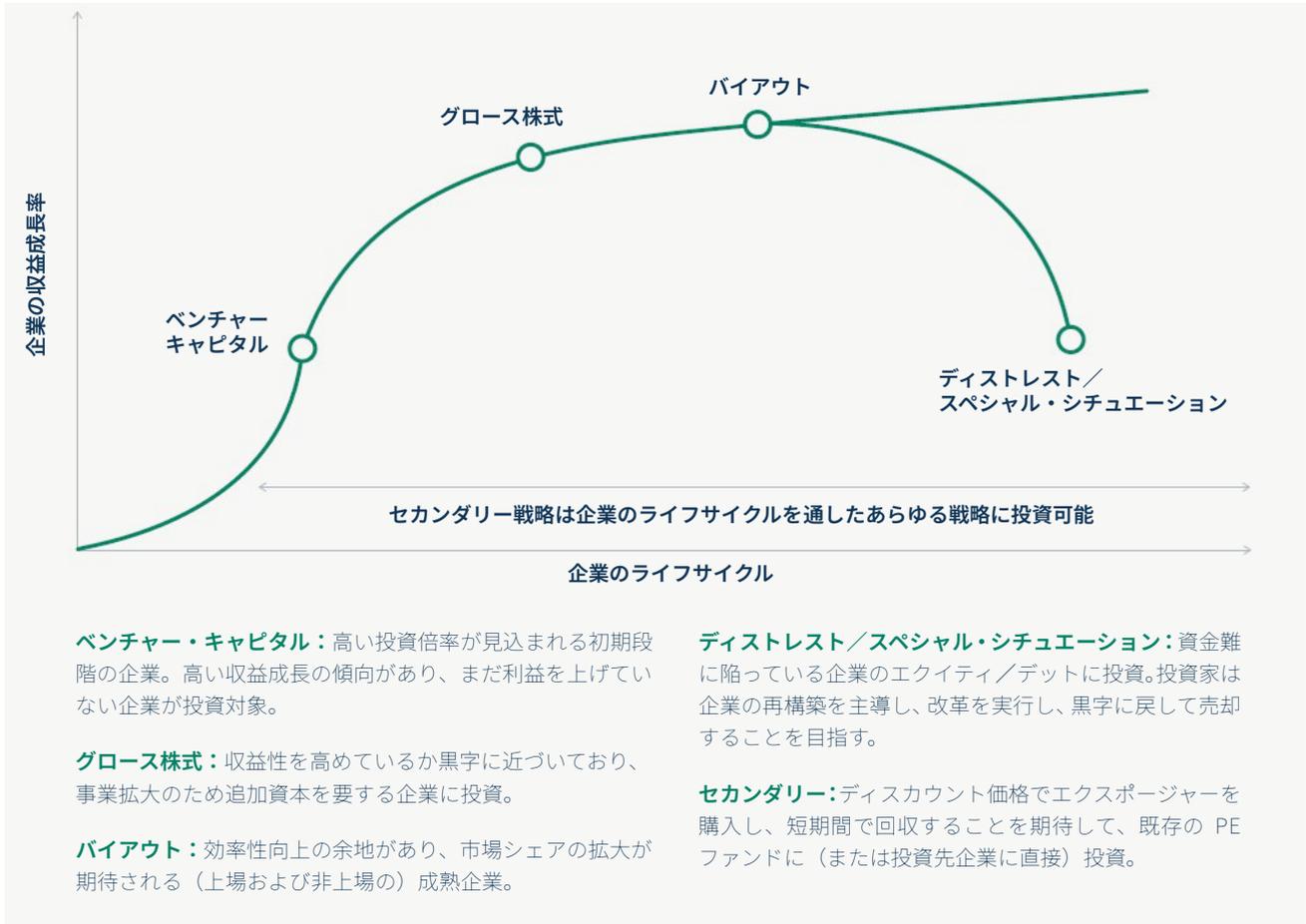
図表 4：上場株式投資と PE 投資の比較

	上場企業	非公開企業
所有形態	上場企業、公開市場で取引	非上場、私的に保有
流動性	高い	低い
運用者の影響力	限定的、パッシブ	高い、直接的



図表 5 に示されるように、主に企業の成熟段階に基づく多様なリスク水準に応じて、様々な PE 戦略があります。

図表 5：プライベート・エクイティ戦略は、一般的に企業の成熟度を反映してリスクが異なる



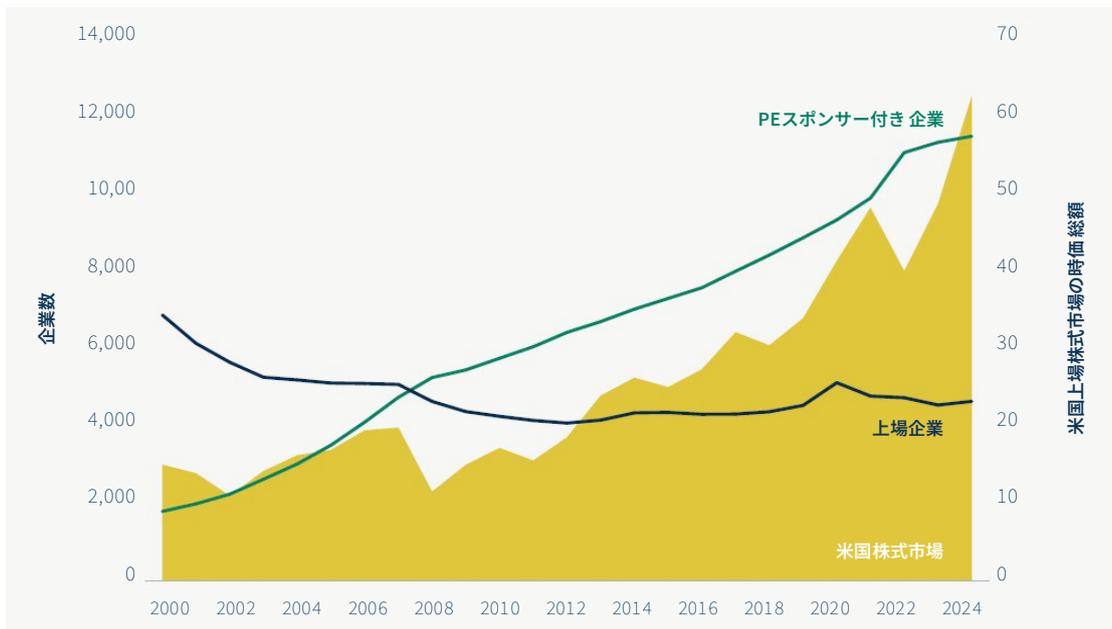
出所：ブルックフィールド・アセット・マネジメント。例示目的のみ。



上場株式のジレンマ：市場の成長と上場企業数の減少

近年、株式市場全体が堅調なパフォーマンスと大幅な成長を示しているにもかかわらず、上場企業の数は減少傾向にあります。企業が上場する、あるいは上場を維持するという選択をしなくなってきているのです。例えば、2000年初頭には、ニューヨーク証券取引所（NYSE）およびナスダックに上場する企業数は約7,000社でしたが、2024年時点では約4,000社まで減少しています。一方で、同期間における上場株式市場の時価総額は約15兆ドルから63兆ドルへと約4倍に拡大しました。つまり、上場企業数が減少する一方で、株式市場の規模自体は大幅に成長していることとなります。これと同時に、プライベート・エクイティが支援する非上場企業数は大きく増加しており、2000年時点で2,000社未満だったものが、2024年には1万社を超える規模に拡大しています（図表6）。

図表6：上場企業数は減少するも時価総額は拡大、PE スポンサー付き企業は増加



出所：ピッチブック、米連邦準備制度経済データ（FRED）、モーニングスター、国際取引所連合、2024年時点。



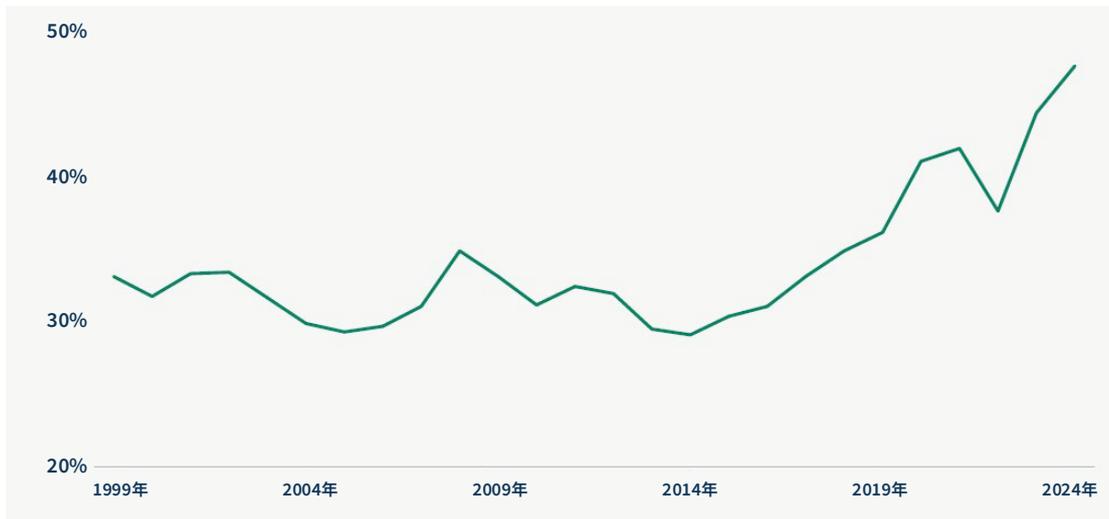


資金は増えるも銘柄数は減少：40 倍の PER で取引される企業に投資しますか？

上場企業数の減少に伴い、株式市場はより限られた企業群に資金が集中する傾向が強まっています。この現象は、ポートフォリオの分散効果を損ない、集中リスクを拡大させています。実際、S&P 500 指数における上位 20 社の市場集中度は、過去 20 年以上で最も高い水準に達しており、これらの企業が指数全体の時価総額のほぼ 50% を占めています。つまり、500 銘柄のうちわずか 20 銘柄が、市場のパフォーマンスとリスクの大部分を牽引しているのです（図表 7）。

図表 7：S&P500 は過去 10 年で集中化が更に進んだ

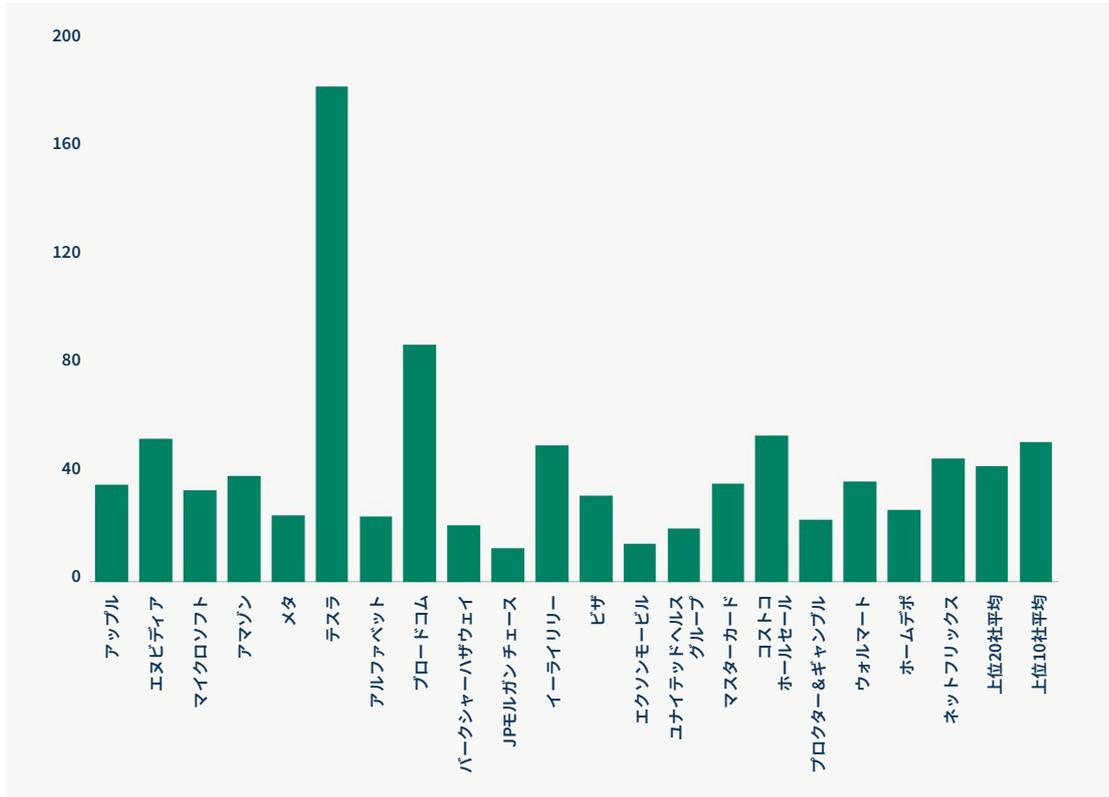
上位 20 社が S&P500 の時価総額に占める割合



出所：ブルームバーグ、2024 年 12 月時点。

当然ながら、この資金集中がバリュエーションを押し上げており、S&P500 上位 20 社の平均株価収益率（PER）は 40 倍超、上位 10 社の平均 PER は 50 倍超に達しています（図表 8）。この高い PER は、これら大手企業の将来の成長見込みに対する投資家の強い確信度を反映しているものの、バリュエーションの持続可能性や市場集中に伴うリスクに対する懸念も高めています。こうした状況を受けて、投資家はポートフォリオに分散効果をもたらす投資先を模索しています。

図表 8：上場株式のバリュエーションは、少なからず 1 つの指標で過熱感を示す傾向にある



過去の実績は将来の結果を示唆するものではありません。出所：ブルームバーグ、2024 年 12 月時点。

株価収益率（PER）は、投資家が企業の利益 1 ドルあたりにどれだけ支払う用意があるかを評価するために使用されるバリュエーション指標です。高い PER は、強い成長期待を示す場合が多いものの、割高であることを示唆する場合もあります。S&P500 インデックスの平均 PER は、過去 50 年にわたり約 16~20 倍です。

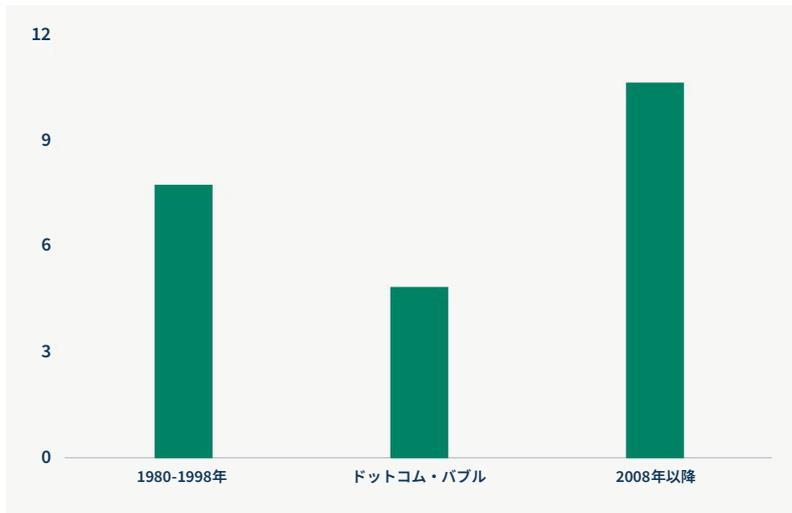
これらの現象を説明するにあたり、企業が非公開を維持し、その結果として民間融資の著しい拡大を促してきた幾つかの顕著なトレンドが確認されています。

上場企業はどこへ消えたのか？——実は「非上場のまま」だった

これまでの流れを見ると、企業が上場せずに非公開（プライベート）企業として活動を続ける傾向が強まってきた背景には、いくつかの大きな変化があります。特に、2 ドットコムバブル崩壊や、エンロンやワールドコム不正会計事件をきっかけに、サーベンス・オクスリー法が制定されました（図表 9）。

図表 9：規制の変化と市場構造の変化が、企業をより長く非上場に留めるインセンティブに

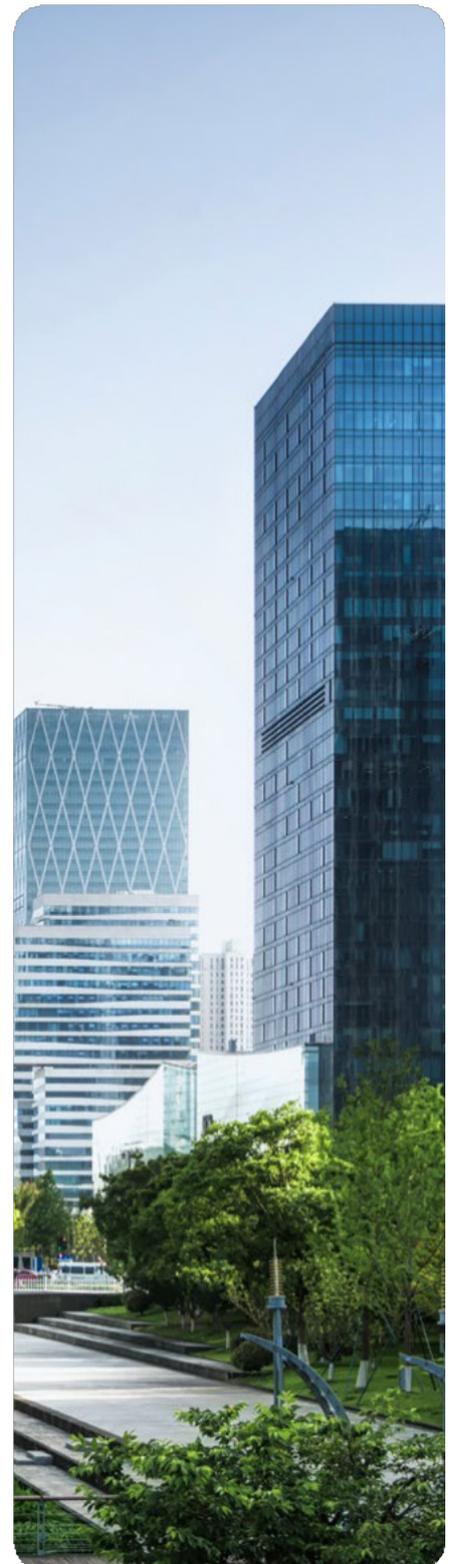
IPO 時点における企業の中央値年齢の推移



出所：Jay R. Ritter. “Initial Public Offerings: Median Age of IPOs Through 2023”; 2024 年。

かつて、企業が新規株式公開（IPO）を行う時点での設立年数中央値は、1980 年代から 1990 年代の大半にかけて約 8 年でしたが、ドットコムバブル期にはこの年数が一時的に 5 年まで低下しました。ところが、2008 年の世界金融危機以降は傾向が大きく変わり、現在では IPO を行う企業の平均設立年数は 11 年にまで伸びています。

このサーベンス・オクスリー法は、企業に対してより厳格な財務開示とコーポレート・ガバナンスの基準を課しましたが、同時に、上場企業にとって規制対応およびコンプライアンスの費用が大幅に引き上がる結果となりました。実際、この法律の導入により、一部の企業が上場をやめて非公開化を選ぶケースも見られました。とはいえ、当時は上場企業に代わる十分な資金調達手段が限られていたため、全体として上場企業数は比較的安定した水準を保っていました。

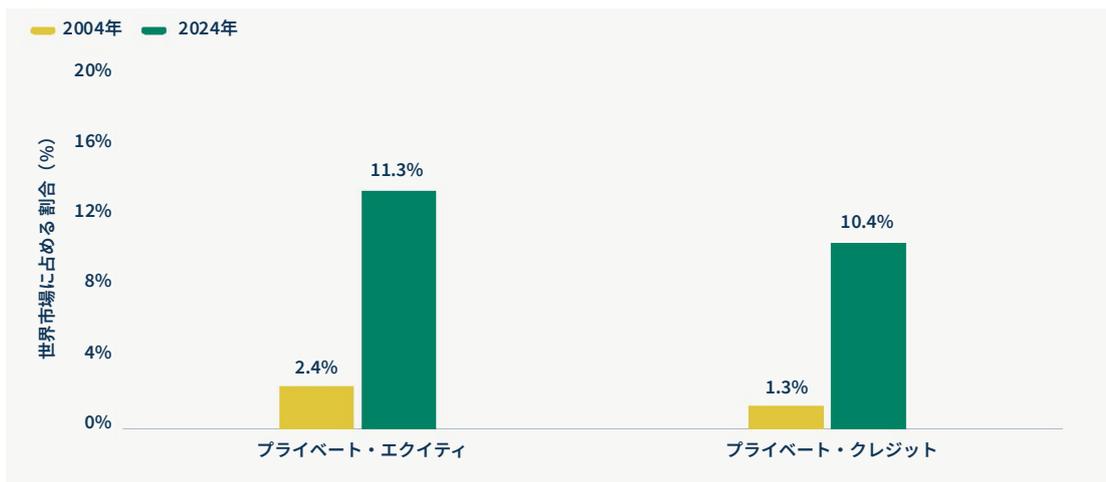


世界金融危機以降：資本市場は深みを増す

2008年の世界金融危機を契機に、資本市場の環境は大きく変化しました。ドッド・フランク法やボルカー・ルールの導入により、上場企業に課されるガバナンスおよびコンプライアンスコストはさらに増加し、一方で銀行による従来型の資金供給は制限されるようになりました。こうした中、銀行の役割が後退した分野において、民間資本が代替的な資金調達手段として台頭しました。プライベート市場は、公開市場と比べて柔軟な契約条件と規制面での負担の少なさを提供できるため、多くの企業にとって魅力的な選択肢となり、上場を先延ばしにする、または完全に回避する動きが広がっています（図表 10）。実際のところ、世界の資本市場における PE およびプライベート・クレジットのシェアは過去 20 年にわたり大きく拡大しています。例えば、米国株式市場における PE のシェアは 2003 年の 3.8% から 2023 年には 10% 以上に上昇。同期間において、米国企業の社債市場におけるプライベート・クレジットのシェアも 1.7% から 6% へと増加しました。このようなプライベート市場における資金調達の成長は、企業が公開市場に依存することなく、事業の拡大や新たな戦略の実行を可能にしています。かつては困難だった成長戦略が、いまや非公開企業のまま実現できる時代になったのです。

図表 10：PE およびプライベート・クレジットは、パブリック市場と比較して大きく拡大

グローバル市場全体に占める割合（%）



例示目的のみ。情報はファンドのリターンを示すものではありません。投資家がインデックスに投資することはできません。プライベート・エクイティは、プレキンの報告によるプライベート・エクイティ運用資産残高を使用しています。プライベート・クレジットは、プレキンの報告によるプライベート・クレジット運用資産残高を使用しています。グローバル上場株式市場は、MSCI ACWE IMI インデックスを使用しています。グローバル社債は、ICE BofA グローバル・コーポレート・インデックスと ICE BofA グローバル・ハイイールド・インデックスを使用しています。出所：MSCI、世界銀行、ICE、国際決済銀行、2024 年。

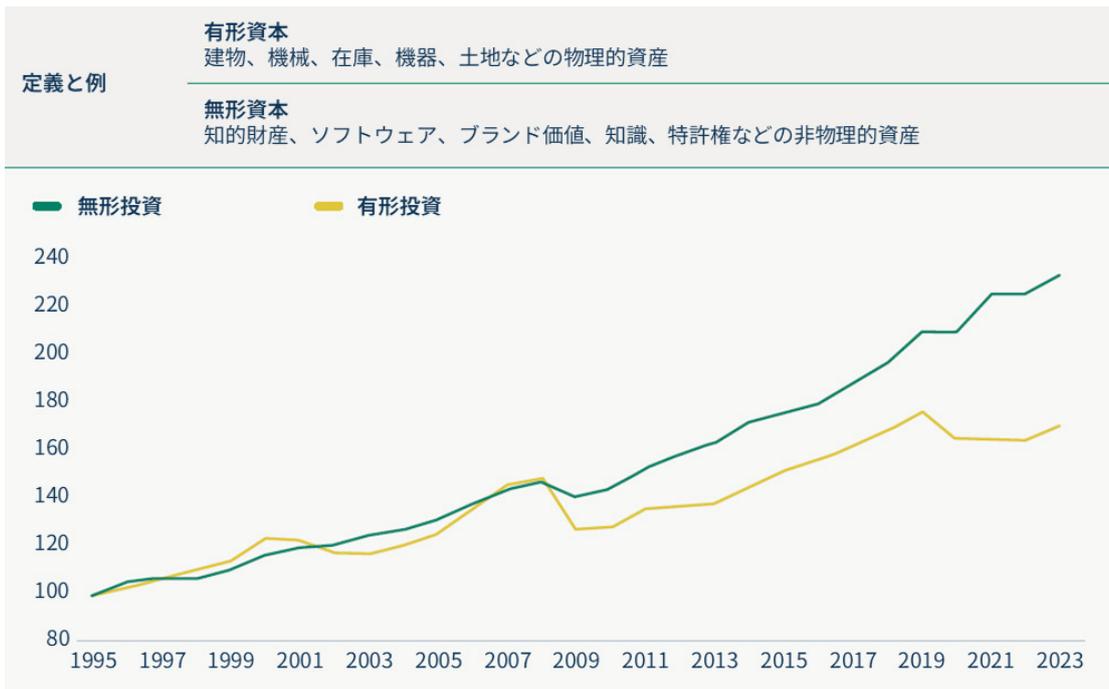
この図は、グローバル上場株式市場に占めるプライベート・エクイティの割合とグローバル社債市場に占めるプライベート・クレジットの割合を用いて、プライベート・キャピタルの成長を示しています。過去 20 年にわたり、両分野は著しく拡大しており、世界の資本形成において増大するプライベート市場の役割を強調しています。

知識基盤経済における無形資本への注目の高まり

今日の世界経済において、無形資本が企業の成功にますます重要な役割を果たすようになってきています（図表 11）。この傾向に伴い、企業が非公開を維持することは、競争優位を保つための重要な戦略となっています。

図表 11：無形資本の重要性が増す中、企業は競争優位を維持するために非公開を選択

1995 年～2023 年の無形資本および有形資本への投資総額（1995 年を 100 として指数化）



注：サンプル国における無形投資と有形投資を合算しています。サンプル国：EU22 カ国、インド、日本、英国、米国。推定値は連鎖方式による実質値（基準年は 2015 年）。EU22 カ国の定義については巻末注をご参照ください²。
過去の実績は将来の結果を示唆するものではありません。 出所：世界知的所有権機関 (WIPO) およびルイス・ビジネス・スクール (2024 年)。世界の無形投資ハイライト：2024 年 6 月。

連邦準備制度理事会 (FRB) の調査³によると、企業は、無形資本の重要性が高まるにつれて、上場を避ける傾向が強まっています。上場企業は投資家保護や公正な資本市場の維持を目的とした定期的な報告義務や情報開示規制を受けます。しかし、これらの開示は無意識のうちに、特に特許や営業秘密で保護しにくい無形資産に関する戦略的な洞察や独自のビジネスモデルを明らかにしてしまうリスクがあります。一方、非公開企業も GAAP や IFRS などの厳格な会計基準を遵守していますが、上場企業ほど厳しい公開報告義務は課されていません。これにより、競争上重要な君津情報をより慎重に管理できるため、特にイノベーションを主軸とする企業にとっては大きな競争優位となります。これは、製品やサービスを単に生産・販売する「旧経済」型の企業とは対照的です。たとえば製造工程などの機密情報を開示する必要はほとんどありません。つまり、多くの企業は公的資金に依存する必要性が減少すると同時に、非公開のままでのインセンティブをより強く持つようになってきているのです。

プライベート・エクイティにおける価値創造

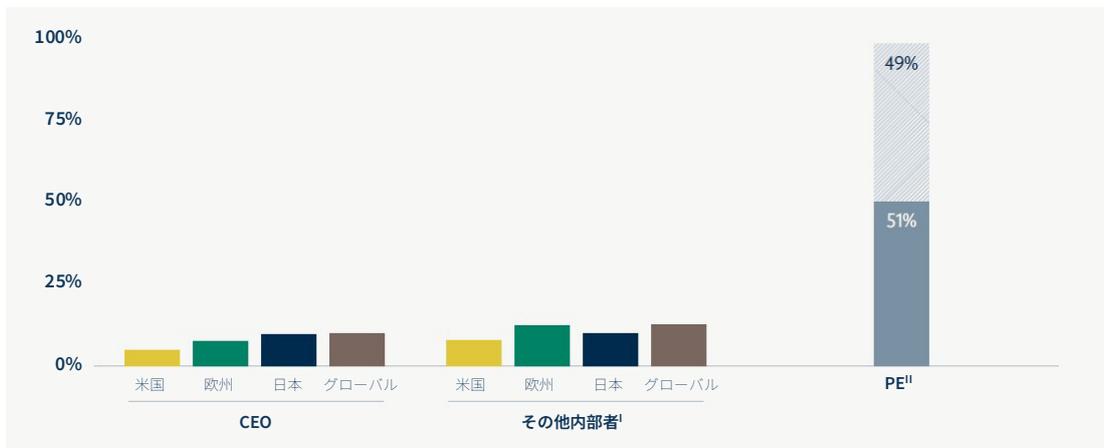
前述の通り、プライベート・エクイティは上場株式と比べて一貫して高いリターンを実現してきました。この優れたパフォーマンスを背景に、多くの機関投資家にとって、PE はリターン向上とポートフォリオの分散化を目指す中核的な投資対象となっています。では、何がプライベート・エクイティ投資を特別なものに行っているのでしょうか？そして、どのようにしてこの超過収益を生み出しているのでしょうか？

以下は、PE マネージャーが公開市場の一般的な水準を超えた創出を生み出す背景を説明する主要な要因 5 つです。

ゼネラルパートナーの積極的な関与：PE のゼネラルパートナー（GP）は、ファンドの投資先企業に対して財務面および業務面の改善を通じて価値創出を直接推進します。一方で、公開市場のファンドマネージャーは、投資先企業の日々の運営には通常ほとんど関与せず、より受動的なスタンスをとっています。さらに、GP は報酬構造の面でも強いインセンティブを持っており、投資家のために価値を最大化し、最終的な利益を見据えた売却を成功させることを目指しています。もちろん、上場企業の経営陣も会社業績が良ければ高い報酬を得ることが一般的です。しかし、研究によれば、上場企業の CEO は所有する株式比率が十分でないため、株主価値の最大化に対する感度が低い傾向にあることが示されています（**図表 12**）。

図表 12：PE マネージャーは一般的に上場企業の CEO より自社株の保有比率が高い

自社株の平均保有比率



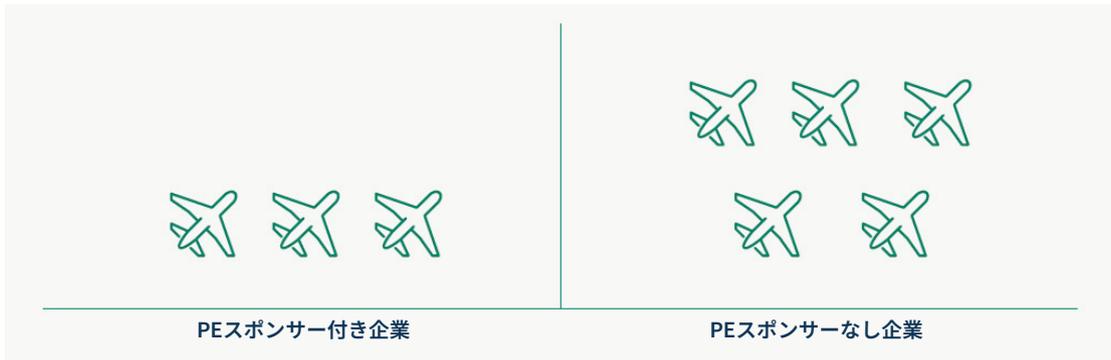
^I その他インサイダー：CEO や取締役、発行済み株式の 5%以上を保有する者を除く企業の役員。
^{II} 典型的なプライベート・エクイティ・バイアウト戦略は、企業の株式の 51~100%を取得します。
 出所： Damodaran, Aswath. “Insider and Institutional Ownership Data.” ニューヨーク大学スターン・スクール・オブ・ビジネス、2025 年 1 月時点。

さらに、上場企業の CEO は、企業が経営不振でも定期的に十分な報酬を得ており、多くの場合、取締役会により解任されるか退任を求められた場合に「ゴールデンパラシュート（高額の退職金）」を受け取ります。それに対して、PE 投資家は、投資先企業の経営陣に多額の株式報酬を提供します。投資先企業を管理する PE 投資会社のゼネラルパートナーは、通常、投資先企業の利益の 20%を得る仕組みになっており、成功への強い報酬動機が働いています。レバレッジがかかることで、経営陣は資金を無駄にしないように強いプレッシャーを受けるのも特徴です。

PE の投資家は、上場企業の取締役や株主よりも積極的にガバナンスに関与することが一般的です。また、PE 投資会社は業界の専門知識や運営能力、そしてコスト管理の徹底を活かして、投資先企業の価値向上に取り組みます。その具体例の一つとして 2012 年の調査があります。この調査では、投資先企業が保有するプライベートジェット機の数を見出し指標として分析しました。結果、PE スポンサー付き企業はプライベートジェットを保有する可能性が 25% 低く、保有している場合でも、上場企業に比べて約 40% も機数が少ないことが分かりました (図表 13)。

図表 13：PE スポンサー付き企業はコスト管理が徹底されており、プライベートジェット機保有は上場企業よりも約 40% 小規模となっている

平均保有機数



例示目的のみ。

企業の規模や業種、所在地を考慮しても、PE スポンサー付き企業は、上場企業と比べてプライベートジェットの保有数がかかなり少ないことがわかっています。プライベートジェットの費用は通常、総コストのごく一部であり、経営者の生産性向上に役立つ場合もある一方で、経営陣の無駄遣いを示すサインとなることもあり、経営効率の全体的な低下を示す指標として使われることがあります。

長期的な視点：プライベート企業は長期的な価値創造を重視し、将来を見据えた投資判断を行いやすい環境にあります。一方で、上場企業は短期的な利益目標を達成するプレッシャーが強く、目先の業績にとらわれた最適でない意思決定がなされることもあります。

運営の専門知識と変革の推進者：PE マネージャーは企業の資源を最も生産的な用途に再配分することに優れており、例えば利益を生まない工場を閉鎖し、成長が見込める分野へ投資を拡大して収益を伸ばします。特に現在の高金利環境や取引市場の低迷を考えると、PE マネージャーは単なる財務テクニックや評価倍率の拡大に頼るのではなく、運営改善と利益率の拡大を最優先すべきです。私たちは、価値創造は深い運営の専門知識と実質的な事業変革によって支えられるべきだと考えています。

運営改善のために注力すべき3つの重要な分野：

商業戦略：企業の製品・サービス、グローバルな販売地域、買収戦略、ガバナンス体制を上から下まで徹底的に見直します。最もよく運営されている企業でも、価格設定の見直し、質の高い成長投資への集中、効果的な市場展開戦略の最適化など、改善の余地があります。

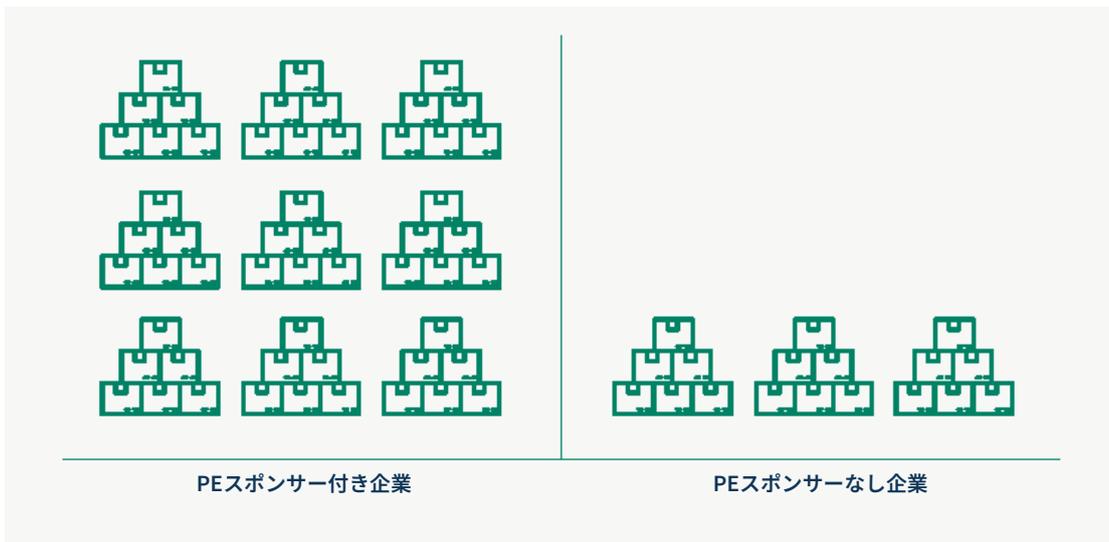
組織構造：企業の事業戦略に合った組織構造に整え、企業階層や人員配置を最適化し、強力な経営陣を確立します。

製造オペレーション：最先端のプロセスを導入し、生産性を向上させ、固定費を削減することで、競争力のあるコストで高品質な製品を生産します。

外部者であるPE マネージャーは、多くの場合、より効果的に改革を実行し、組織の硬直化と闘うことができます。事実、1980年から2005年までの米国のレバレッジド・バイアウトを分析した2014年の調査によると、対象企業の生産性は同業他社と比べて210%上昇しました⁶ (図表14)。

図表 14：PE スポンサー付き企業は、運営改革を通じて生産性の3倍向上を実現

年間生産量



例示目的のみ。

これは主に、生産性の低い事業や店舗の整理とより生産性の高い事業の創出、新製品の投入や地域拡大によって実現されました。

市場の非効率性：PE 市場は公開市場よりも複雑で透明性が低く、裁定取引を行う投資家も少ないため、市場の非効率性を利用した追加リターンが期待できる環境が生まれやすいと言えます。

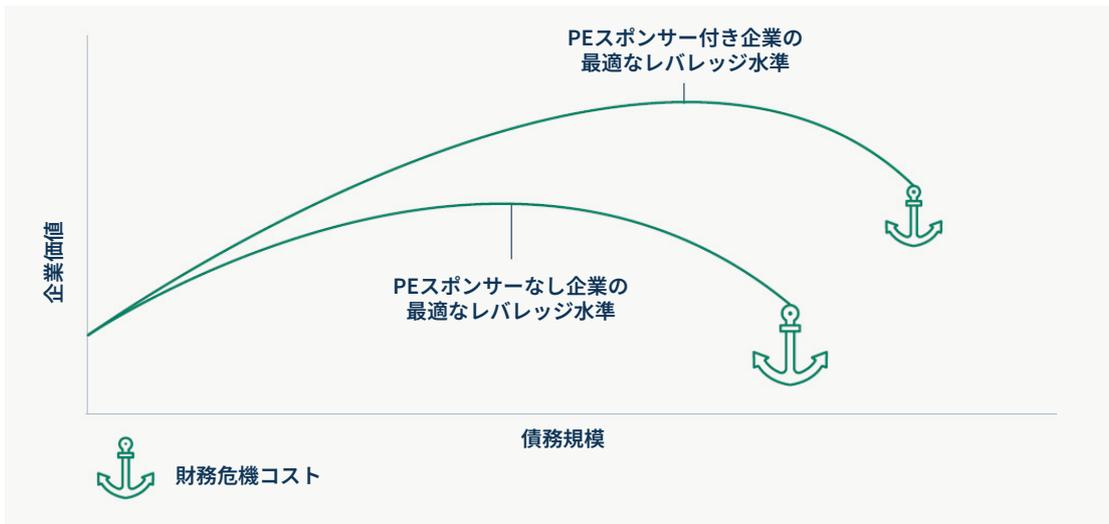
レバレッジの最適化と財務の柔軟性向上：PE 投資会社は、従来の企業よりも効果的にレバレッジを活用できます。これは単にリターンを増幅させるためだけでなく、財務リスクをより適切に管理するためでもあります。研究によると、経験豊富な PE マネージャーは、積極的な関与や運営管理、リストラチャリングの専門知識を活かし、財務危機に伴う期待コスト⁷（負債を抱えるリスクや費用）を軽減できることが示されています。

つまり、PE スポンサーが付くことで、次のような2つのメリットが得られる可能性があります：

1. 企業の既存債務に伴うリスクを低減し、足元のレバレッジ水準で企業の耐性を効果的に高める。
2. リスクを高めることなく、一般的な企業が可能な水準より高い、最適化された債務水準をとることにより、企業価値を高める。

要するに、負債リスクの下方リスクを減らすことで、PE 投資会社はアップサイドのポテンシャルを最大限に引き出せるのです（**図表 15**）。

図表 15：プライベート・エクイティはレバレッジを最適化し、財務危機コストを軽減することで価値を高める



例示目的のみ。

企業が借入を増やすと、税負担の軽減により企業価値は一時的に上昇します。しかし、借入が過剰になると、倒産リスクや財務的トラブルに伴うコストが増加し、最終的には企業価値を下げる要因となります。

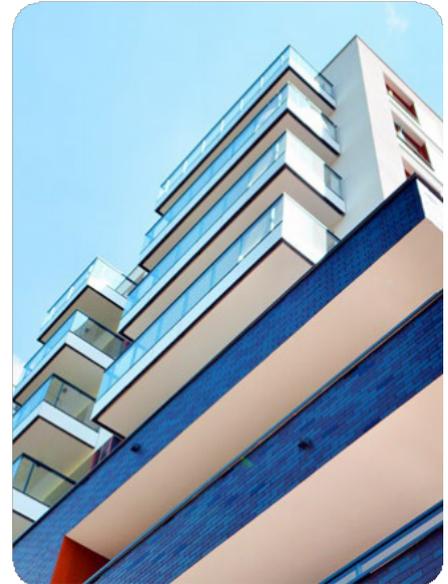
批判的な立場からは、PE スポンサー付き企業は、オプション的な報酬構造の影響で過剰なレバレッジを利用しがちだという指摘があります。しかし、各種研究によれば、PE 所有下の企業は実際、最適かつ企業価値を最大化する水準の高いレバレッジを維持していることが示されています。この点は貸し手である金融機関にも認識されており、高い信頼性、継続的な取引機会、企業価値を守り成長を実現してきた実績という PE スポンサーの特性を理由に、PE 所有下の企業には、財務制限（コベナンツ）に違反した場合でも、より高い柔軟性が与えられる傾向があります。

ポートフォリオの潜在力を引き出す

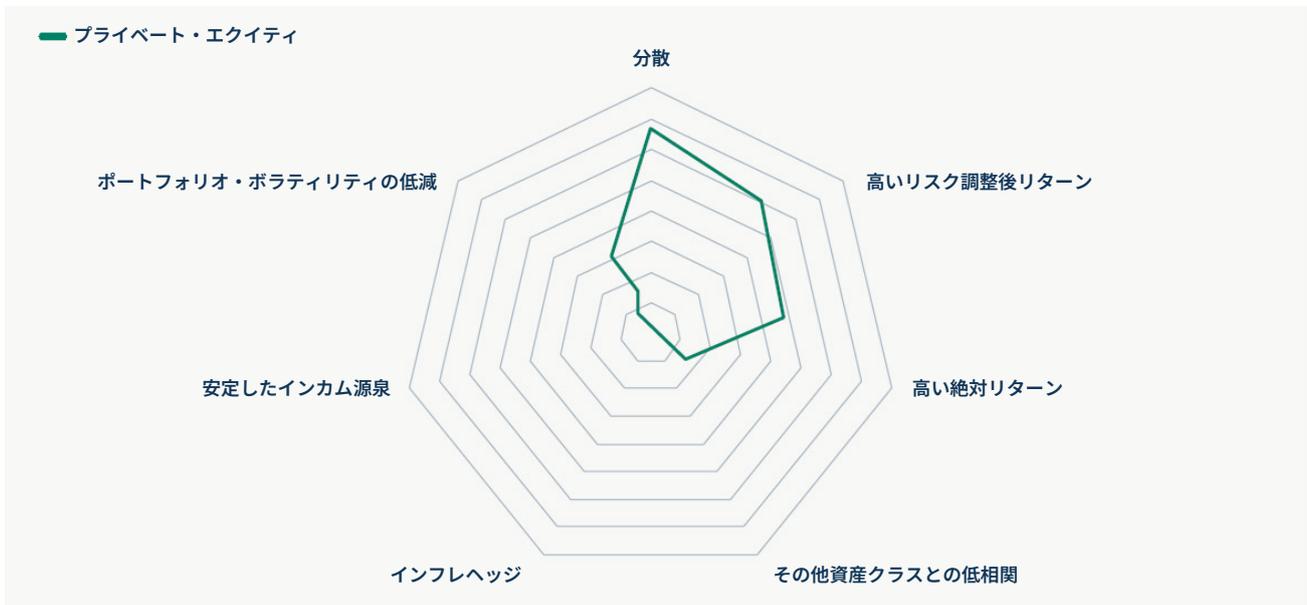
プライベート・エクイティ（PE）は、個別企業の価値創造を促すだけでなく、リターン向上と分散効果の強化を通じて、ポートフォリオ全体のパフォーマンス向上にも寄与します。では、投資家はどのようにPEをポートフォリオに組み入れるべきなのでしょう？

機関投資家は平均でポートフォリオの9～19%をPEに割り当てている一方で、個人投資家の配分は僅か2%にとどまっています。このギャップは、洗練されたポートフォリオにおいてPEがいかに重要な役割を果たすようになってきたかを物語っています。

プレキンによる最近の投資家調査9によれば、機関投資家の60%以上がPEに投資しており、高い絶対リターンへの期待、リスク調整後の優れたパフォーマンス、分散効果の向上がその主な理由として挙げられています（**図表16**）。特に、上場株式市場の一部銘柄への集中化が進むなかで、PEは長期的かつ安定的な成長を目指す投資家にとって、有力な選択肢となり得ます。



図表 16：機関投資家がプライベート・エクイティに投資する主な理由

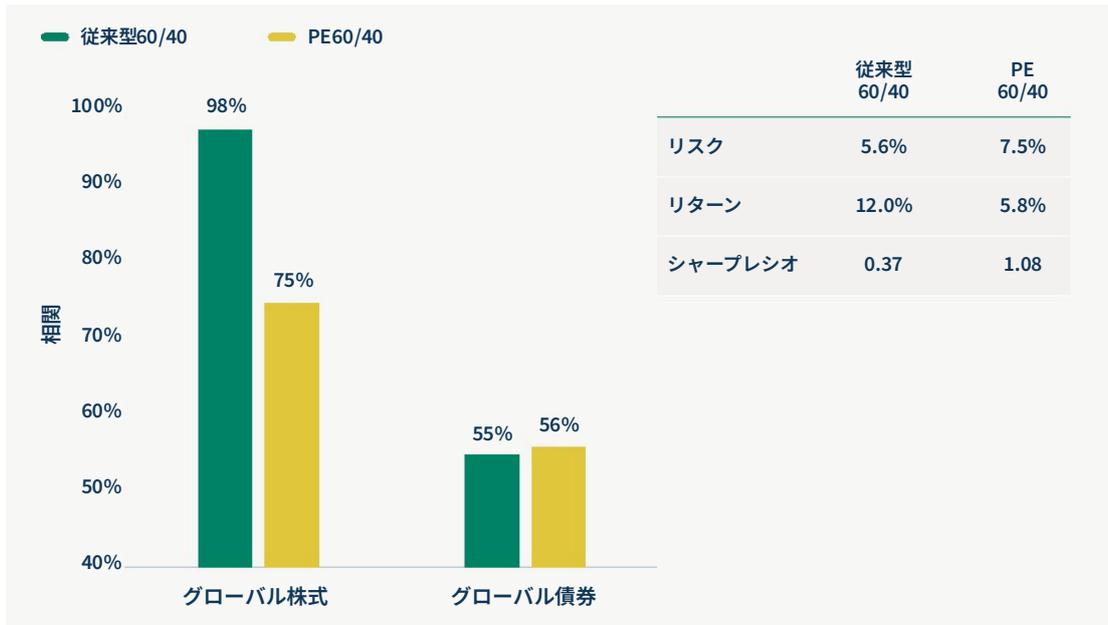


調査対象となった機関投資家：資産運用会社、ファミリー・オフィス、公的年金基金、保険会社、銀行、政府系ファンド、財団、私的年金基金、ファンド・オブ・ファンズ、大学基金、年金スキーム。
出所：プレキン、2024年。

言い換えると、一部の投資家がポートフォリオの期待リターンへの改善に重点を置いていると思われる一方、他の投資家は、従来型の株式と債券の保有に対するプライベート・エクイティの分散効果を優先していません（図表 17）。

図表 17：株式 60／債券 40 のポートフォリオはグローバル株式との相関が高く、分散効果は限定的

PE は、債券との相関を高めることなく、グローバル株式との相関を低下させる



過去の実績は将来の結果を示唆するものではありません。例示目的のみ。情報はファンドのリターンを示すものではありません。投資家がインデックスに投資することはできません。グローバル株式は MSCI ワールド・インデックス、グローバル債券はブルームバーグ・グローバル総合債券インデックス、従来型 60/40 は MSCI ワールド・インデックス 60%とブルームバーグ・グローバル総合インデックス 40%、PE 60/40 はプレキン・プライベート・エクイティ・インデックス 60%とブルームバーグ・グローバル総合債券インデックス 40%を使用しています。期間：2008 年 1 月 1 日～2024 年 12 月 31 日。出所：モーニングスター、プレキン、2024 年 12 月 31 日時点。

理由が何であれ、上場株式と併せて PE に投資することは、ポートフォリオのリターン向上と分散効果の強化を図るための有効な手段となり得ます。



PE アロケーションにおけるリターンと流動性のバランス

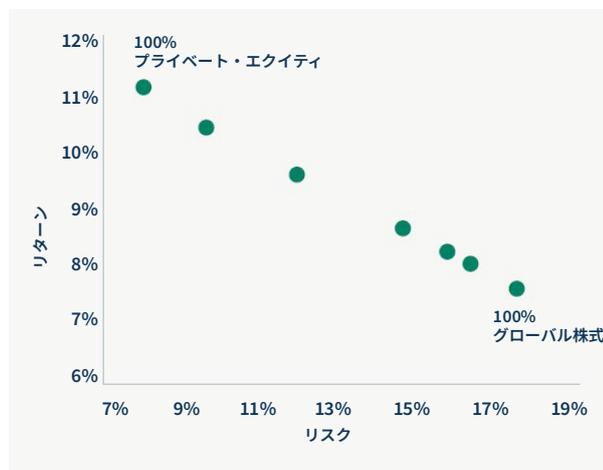
PE への最適な投資配分は、投資家の目標、リスク許容度、投資期間によって異なります。魅力的なリターンの可能性と分散効果をもたらす一方で、PE の最大の特徴は非流動性リスクです。上場株式とは異なり、PE 投資にはロックアップ期間や売却制限が伴うことが多く、長期的な投資視点を持つ投資家に適した資産クラスです。

図表 18 が示すように、ポートフォリオに PE を組み入れることでシャープレシオが改善する傾向があります。一方で、その対価として投資期間中の流動性に制約が生じる点には注意が必要です。たとえば、10 年以上にわたり資金を必要としない投資家や、ポートフォリオ以外に十分な流動資産を保有している場合など、**投資期間がより長期かつ流動性ニーズが最低限**である場合には、PE への投資比率を 50% 以上に高めることも適切と考えられます。

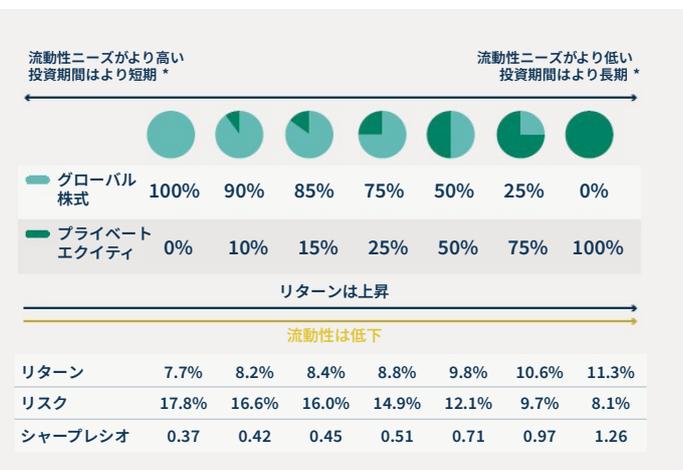
これとは相対的に、**定期的に支出が見込まれる**投資家や、ポートフォリオからの引き出しが必要なケースでは、流動性確保の観点から PE 配分は一般的に 15% 以下に抑えることが推奨されます。

図表 18：PE 配分の引き上げによりリスク調整後リターンは向上

PE を活用した投資ポートフォリオの強化



投資目的に沿った PE アロケーション



過去の実績は将来の結果を示唆するものではありません。例示目的のみ。情報はファンドのリターンを示すものではありません。投資家がインデックスに投資することはできません。2008 年 1 月 1 日～2024 年 12 月 31 日の期間における年率リターンとリスク（変数の価値がその平均から乖離する程度を測定する標準偏差により計測）。グローバル株式は MSCI ワールド・インデックス、プライベート・エクイティはプレキン・プライベート・エクイティ・インデックスを使用しています。追加情報については開示事項をご参照ください。出所：ブルームバーグ、プレキン。2024 年 12 月 31 日時点。
*その他の検討事項にはリターン目標やリスク許容度などが含まれますが、それらに限定されません。

とはいえ、近年では流動性が低い伝統的なプライベート・ファンドと流動性が高いパブリック市場の中間を埋めるのエバーグリーン型ファンドが登場しています。これらのファンドは無期限で提供され、従来のクローズドエンドのドローダウン型ファンドに比べて高い流動性を備えており、投資家にとっては長期的なリターンの可能性を維持しながら、柔軟性の高い投資手段として選択肢が広がりつつあります（図表 19）。

現在、個人投資家による PE への平均的な資産配分は 2%未満にとどまっており、ポートフォリオの分散とリターンの向上に向けた大きな余地が残されています。さらに、近年では従来型ファンドに加え、エバーグリーン型など流動性の高い新たなビークルが拡充されており、機関投資家と比べて流動性ニーズの高い個人投資家にも適した選択肢が広がっています。

図表 19：投資家の目標と要件に対応するカスタマイズ型投資ビークル

ビークル	エバーグリーン型プライベート PE ファンド	従来型クローズドエンド、ドローダウン型プライベート PE ファンド
詳細	ファンドの存続期間に定めがないオープンエンド型プライベート市場ファンドで、継続的に資金を受け入れながら、投資回収資金を継続的に新規投資に充当する	ファンドの存続期間が固定されたクローズドエンド型ファンドでは、投資家がまず投資資金のコミットメントを行い、投資に伴って同資金が段階的にコール（払込請求）される仕組み
流動性	中程度：通常、定期（四半期など）の償還請求が可能だが、一定の制限が設定されている。 流動性は保証されていないものの、従来型に比べて柔軟性に優れる。	低い：投資資本に 7～12 年のロックアップ期間があり、ファンドの投資回収段階で分配が実施される。 セカンダリー市場は存在するが、限定的であり、ディスカウントを要する場合がある。

————— より高いリターン可能性／流動性はより低い —————>



PE のパフォーマンス格差： なぜマネージャー選定が重要なのか

プライベート・エクイティは高いリターンの可能性を提供する一方で、そのパフォーマンスは運用者間でばらつきが非常に大きいという特性があります。上場株式では、優秀な運用者と劣後する運用者のリターン差は一般的に約 3%程度に収まるのに対し、PE ではその差が最大 55%にも達するケースがあります（**図表 20**）。このことは、真のアルファを獲得するに際してマネージャー選定が極めて重要であることを明確に示しています。

マネージャー候補を効率的に絞り込むためには、まず自身の投資目的や条件に最も適した投資ビークルのタイプを明確にすることが不可欠です。たとえば、エバグリーン型の PE ビークルが最も適している場合には、そのようなビークルを適切に運用しているマネージャーにフォーカスすべきでしょう。このようにターゲットを絞ったアプローチを取ることで、より効率的かつ戦略的なマネージャー選定が可能になります。

図表 20：PE リターンはより高水準でも、マネージャー間でパフォーマンスのばらつきが大きい

15 年間の年率リターン



過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。 パフォーマンス・レンジは、マネージャーのリターンの上位 95%、下位 5% および中央値を示しています。提示されたデータは、15 年年率換算リターンです。グローバル大型株式は、15 年のトラックレコードを持つ米国オープンエンド型ファンドのモーニングスターによるピアグループを使用しています。PE は、PE バイアウトファンドのプレキンによるピアグループを使用しています。プライベート資産クラスのリターンは、2010 年～2015 年に設定され解約済みとして分類されており、最低 95%のキャピタルコールが行われ、分配対払込資本倍率（DPI）が 0 以上の、プライベートファンド・グループのネット IRR に基づきます。出所：モーニングスター、プレキン、2024 年。

成果を最大限に引き出すために、PE マネージャーの選定にあたり投資家が検討すべきポイントとして以下が挙げられます：

1. リターンの源泉

マネージャーがどのようにリターンを生み出しているか評価します。レバレッジの活用、戦略的な投資実行・エグジットのタイミング、あるいは積極的な事業運営による改善などが該当します。特に、財務構造や市場の勢いに過度に依存するよりも、運営改善に注力し、再現可能な良好な投資成果の達成を目指すマネージャーを検討します。

2. オペレーショナル専門性

優れたマネージャーは単に資金調達方法を改善するだけでなく、事業戦略の洗練、業務プロセスの効率化、営業力の強化などにより価値を創出します。運営改善に関して再現性のある手法を持つマネージャーは、単に財務構造に注力するマネージャーよりも、強固なキャッシュフローと長期的成長を実現しやすい傾向があります。

3. 案件のソーシングとパイプライン

優秀なマネージャーは単にオークションに頼るのではなく、業界知識や関係性を駆使し、市場に出回る前に案件を発掘します。深いセクター知識は有望な企業を早期に特定するのに役立ち、強力なネットワークは独自案件や優先案件へのアクセスを可能にします。これらに厳格なスクリーニングを組み合わせることで、より有利なバリュエーションで質の高い投資機会を獲得するにあたり競争力となります。

4. トラックレコード

長期的なパフォーマンスは重要ですが、特に重要なのはその厚みと一貫性です。数十年にわたり業界で経験を積んだマネージャーは、景気サイクルやセクター、ビンテージ年を超えて強さを示す傾向があります。一部の優良案件に依存せず、再現可能なモデルを有しているかがポイントです。含み益ではなく実現損益を重視し、成功が戦略的な実行によるものか、単なるタイミングの良さによるものかを見極める必要があります。



結論：投資家ポートフォリオにおける PE の役割の進化

バランスの取れたポートフォリオには、上場株式とプライベート・エクイティの双方を組み入れることが重要です。両者はそれぞれ異なる役割を持ち、リターン創出とリスク管理の両面で相補的な効果を発揮します。特に変化の激しい現在の投資環境においては、この点が一層重要となっています。直近では上場株式が卓越したリターンを示す一方で、リターンの上位集中が進んでいることは、多様な分散投資の必要性を改めて浮き彫りにしています。パブリック市場のみに依存し続けることは、ボラティリティやリスクの増大を招きやすく、プライベート・エクイティの組み入れがますます合理的な選択肢となっています。

この潮流はすでに動き出しており、機関投資家は PE がもたらすリターン向上とポートフォリオの相関低減効果を長い間認識しており、近年では個人投資家間でもこの流れが確認されつつあります。さらに、エバーグリーン型ファンドなど流動性に配慮した新たなプライベート・エクイティ構造が登場し、従来の流動性リスクへの懸念を和らげ、資産クラスへのアクセスが拡大しています。

プライベート・エクイティが従来の機関投資家中心の領域から広がりを見せる中、あらゆる規模の投資家が高リターンの可能性、リスク調整後パフォーマンスの向上、そしてパブリック市場のボラティリティに対する貴重なヘッジ効果を楽しむ環境が整いつつあります。変化し続ける資本市場において、プライベート・エクイティを戦略的に組み入れる投資家は、将来に向けてより良いポジションを築く可能性が高いと言えるでしょう。



脚注

1. プレキン、2024年9月時点。
2. EU22 各国：ブルガリア、クロアチア、チェコ共和国、デンマーク、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、イタリア、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルク、オランダ、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア、スペイン、スウェーデン。
3. Sara Casella, Hanbaek Lee, and Sergio Villalvazo (2023). “Disclosure Regulation, Intangible Capital and the Disappearance of Public Firms”; Finance and Economics Discussion Series 2023-050. ワシントン：米連邦準備制度理事会。
4. Jess Edgerton. “Agency Problems in Public Firms Evidence from Corporate Jets in Leveraged Buyouts”; Journal of Finance, Vol 67, issue 6, December, 2012.
5. IBID
6. Steven J. Davis, John Haltiwanger, Kyle Handley, Ron Jarmin, Josh Lerner, and Javier Miranda. 2014. “Private Equity, Jobs, and Productivity”; American Economic Review 104 (12): 3956-90。
7. Sharjil Haque (2023). “Does Private Equity Over-Lever Portfolio Companies?”; Finance and Economics Discussion Series 2023-009. ワシントン：米連邦準備制度理事会。
8. Sharjil Haque, and Anya Kleymenova (2023). “Private Equity and Debt Contract Enforcement: Evidence from Covenant Violations”; Finance and Economics Discussion Series 2023-018r1. ワシントン：米連邦準備制度理事会。
9. プレキン、2024年上半期見通し、2024年。

重要な開示事項

ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーは、ブルックフィールドの完全子会社です。ブルックフィールド・オークツリー・ウェルス・ソリューションズ・エルエルシーは、米国証券取引委員会（SEC）の登録ブローカー・ディーラーであり、米国金融業規制機構（FINRA）と米国証券投資者保護公社（SIPC）の会員です。

当資料に含まれる情報は、教育および情報提供のみを目的としており、いかなる証券もしくは関連する金融商品の募集または購入申し込みの勧誘ではなく、そのように解釈してはなりません。当資料内の説明は広範な市場、産業もしくはセクターのトレンドまたはその他の一般的な経済や市況を論じており、秘密情報として提供されています。

ブルックフィールド・コーポレーションとその関係会社（総称して「ブルックフィールド」）が設定するいかなる商品に適用される条件の概要の提供を目的としたものではありません。当資料で提供される情報の一部は、ブルックフィールドの内部調査に基づいて作成されており、一定の情報はブルックフィールドによる様々な仮定に基づいており、いずれの仮定も正確とは限りません。ブルックフィールドは、当資料に含まれる情報（第三者から提供される情報を含む）の正確性または完全性を必ずしも検証してならず（そして検証する義務を負わず）、いかなる情報についても検証されたものとしてブルックフィールドに依拠することはできません。当資料で提供された情報は、当資料作成時点におけるブルックフィールドの視点および信念を反映しています。

当資料で示された意見は、子会社および関連会社を含むブルックフィールドの現在の意見であり、予告なく変更される場合があります。子会社および関連会社を含むブルックフィールドは、当該情報の更新または顧客への変更の通知を行う責任を負いません。当資料に提示されたいかなる見通し、予測またはポートフォリオ保有比率も当資料に示された日付時点のものであり、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の成果を示唆するものではなく、投資の価値およびそれらの投資から生じるインカムは変動する可能性があります。

すべての投資にはリスクが伴います。投資の価値は時間とともに変動し、投資家においては、利益を得るもしくは投資の一部または全てを損失する可能性があります。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

オルタナティブ投資は複雑かつ投機的であり、全ての投資家に適したものではありません。オルタナティブ投資には高リスクが伴い、オルタナティブ投資ファンドの投資目標が達成される又は投資元本が返済される保証はありません。投資家は、投資元本の全てまたは相当額を失う可能性があります。

全てのプライベート・エクイティ投資には一定のリスクが伴います。

将来の見通しに関する記述

当資料は、米国連邦証券法令、具体的に米国 1934 年証券取引所法（その後の改正を含む）第 21E 条、そしてカナダ証券法令における意義の範囲内における将来の見通しに関する記述を含む情報やそれらに基づく情報が含まれています。将来の見通しに関する記述は、事業戦略や投資戦略もしくは戦略遂行のための措置、競争力、目標、事業の拡大および成長、計画、見込み、将来の成功への言及など、将来の行動、事象または動向に関して、過去の事実の記述以外のすべての記述を含みます。これらの記述は、過去または現在の事実と厳格に関連しないという事実によって特定することができます。

「予測」、「推定」、「期待」、「予想」、「想定」、「計画」、「考え」やその他の類似する用語は、これらの将来の見通しに関する記述を特定するために用いられます。将来の見通しに関する記述は、不正確な仮定や既知もしくは未知のリスクおよび不確実性によって影響を受ける可能性があります。そうした要素の多くは、将来の実際の結果や成果を決定する上で重要となります。そのため、いかなる将来の見通しに関する記述についても保証はありません。実際の結果や成果は大きく異なることがあります。これらの不確実性を踏まえ、これらの将来の見通しに関する記述に不当に依拠するべきではありません。

インデックス・プロバイダーに関する重要事項

当資料内で引用されたインデックスは運用されておらず、投資家がインデックスに直接投資することはできません。インデックスのパフォーマンスは例示のみを目的として記載されており、いかなる投資のパフォーマンスも予測または表示するものではありません。当該比較に関連して、記載されたインデックスとブルックフィールドの戦略、コンポジットまたはファンドへの投資との間には、ボラティリティや規制上および法律上の制約の違いなど、重大な要因が存在する可能性があります。ブルックフィールドは、第三者のインデックス・スポンサーからインデックスに関するすべてのデータを取得しており、当該データは正確と考えていますが、その正確性に関していかなる表明も行わないではありません。インデックスは運用されておらず、投資家が直接購入することはできません。

ブルックフィールドは、当資料で参照されたインデックスを所有しておらず、その構築または日々の管理に関与していません。当資料に記載されたインデックスの情報は、お客様への情報提供のみを目的としており、ブルックフィールドの運用商品が同様の結果を達成すると暗示または予測するものではありません。当該情報は予告なく変更されることがあります。当資料で参照されたインデックスは、いかなる報酬、費用、販売手数料または税金も控除していません。インデックスに直接投資することはできません。インデックス・スポンサーは、インデックスおよび関連データの「現状のまま」での使用を許可しており、これに関していかなる保証も行わず、インデックスまたはインデックスに含まれる、関連する、もしくはそこから派生するデータの適合性や品質、正確性、適時性、完全性を保証せず、それらの使用に関連して一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、直接的、間接的、特別、偶発的、懲罰的、結果的またはその他の損害（利益の損失を含む）について一切の責任を負いません。インデックス・スポンサーは、ブルックフィールドまたはそのいかなる運用商品やサービスの後援、是認または推奨も行わないではありません。別段の注記がない限り、全てのインデックスはトータルリターン・インデックスです。

インデックスの定義

ブルームバーグ・グローバル総合インデックスは、27 の現地通貨市場におけるグローバルな投資適格債券を測定する指標です。この複数通貨建てのベンチマークには、先進国および新興国の発行体による、国債、政府関連債、社債、および証券化された固定金利債券が含まれます。

ICE BofA グローバル・コーポレート・ボンド・インデックスは、グローバルな投資適格社債市場のパフォーマンスを幅広く測定する指標です。主要な国内市場およびユーロ債市場で発行された、上場企業の社債を対象としています。

ICE BofA グローバル・ハイイールド・インデックスは、米ドル、カナダドル、英ポンド、ユーロ建てで発行された、投資適格未満の社債のパフォーマンスを追跡する指標です。主要な国内市場およびユーロ債市場で公開発行された社債が対象となります。

MSCI ACWI インベスタブル・マーケット・インデックス (IMI) は、先進国 (DM) および新興国 (EM) における大型株・中型株・小型株を含む構成となっており、グローバル株式市場の 99% 程度をカバーする包括的な指標です。

MSCI ワールド・インデックスは、先進国の株式市場のパフォーマンスを測定するように設計された、浮動株調整後時価総額加重インデックスです。

プレキン・プライベート・エクイティ・インデックスは、プライベート・キャピタル・パートナーシップへの実際の投資金額に基づいて、投資家がプライベート・エクイティ・ポートフォリオで平均的に獲得したリターンを指数化したものです。過去のデータポイントは、直近の 2 四半期 (暫定) を除き、再計算されません。四半期 (暫定) は、構成データが全て揃う 3 四半期遅れで確定されます。各四半期のファンドのユニバースは、データの入手可能性に応じて、時間の経過とともに変化する可能性があります。

S&P 500 指数は、幅広く保有されている米国の大企業 500 社の時価総額加重平均株価指数です。

投資商品：FDIC 保険対象外 | 価値毀損の可能性あり | 銀行保証なし

© 2025 Brookfield Corporation

B-717085

お問い合わせ

📧 brookfieldoaktree.com

✉️ japan@brookfieldoaktree.com