

プライベート・エクイティのエグジット市場は機能不全に陥っているのか？

プライベート・エクイティが投資家へ資本を還元することに苦戦している状況は、ここ数年の大きな話題の一つであった。

2021年にはエグジット金額が過去最高の1.7兆米ドルに達した一方で、そのわずか2年後には8,000億米ドルへと半減し、過去10年でこの資産クラスの最低水準を記録した。¹

これは大きな見出しを飾るほどの衝撃的な内容だったが、重要な背景を見えにくくしていた。

実際のところ、「エグジット市場が機能不全に陥っている」という見方は、主としてアップマーケットにおける現象にすぎない。

そして、その背景を理解するには、パンデミックまで遡る必要がある。



Petr Rojicek
Chief Investment Officer
Amundi Alpha Associates

凍りついた市場

超低金利と政府の景気刺激策に後押しされ、2020年から2021年にかけて、投資家はリターンを求めて株式市場に殺到した。これにより、IPOにとって理想的な環境が生まれ、大手のプライベート・エクイティはこの追い風を活用した。2021年だけでも、米国と欧州ではプライベート・エクイティによるIPOが116件超あった。²

しかし、金利が上昇し、IPOブームを後押ししていた追い風が剥がれ落ち始めると、こうした企業の多くは期待を下回るパフォーマンスとなった。その結果、上場市場ではプライベート・エクイティ関連のIPOが取引されなくなり、IPO市場は重要なエグジット手段の一つとして機能しなくなった。

現在は緩やかに回復しつつあるが、エクイティ・スポンサーのついた企業のIPOは以前よりはるかに選別的になっている。2025年のプライベート・エクイティ関連のIPOは、わずか9件にとどまった。²

しかし、厳しいエグジット環境に直面しているのは、大型ファンドにとって上場市場だけではない。

現在、資金調達コストは2021年の水準のおよそ2倍となっており、大企業は負債を抱えている。そのため、そもそも高い買収価格を支払える戦略的買い手は、以前より少ない。

さらに、資金調達面の制約は、GP間での企業売却にも冷や水を浴びせており、セカンダリー・バイアウトは2021年のピークから大きく減少している。

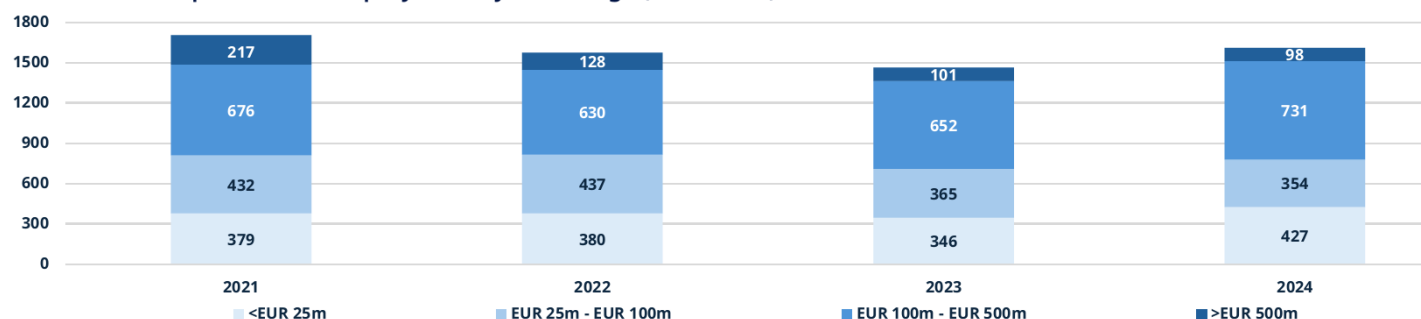
流動性の所在

アッパーマーケットでは実際に流動性が逼迫しており、メガファンドへのエクスポージャーを持つ投資家ほど、その影響を強く受けている。

しかし、流動性がなくなったわけではなく、単に、別の場所に集中しているだけである。エグジット戦略が本質的に異なるローア及びミドルマーケットでは、依然として十分に機能している。これはデータにも表れている。

欧州における5億ユーロ超規模のエグジット件数は、2021年から2024年にかけて217件から98件へと半減以上した。一方で、5億ユーロ未満規模のエグジットは件数ベースでむしろ増加し、2021年の1,487件から2024年には1,512件へと伸びた。さらに、暫定データによれば、この傾向は2025年も継続している。³

Number of European Private Equity Exits by Size Range (2021–2024)



こうした流動性を支えている大きな要因の一つが、事業会社への売却というルートの強さである。

企業のバランスシートは潤沢なキャッシュを抱えており、近年、いったん急騰した後に大きく下落したアッパーマーケットのマルチプルとは異なり、ミドルマーケットのバリュエーションは安定している。この本質的な安定性と競争力のある価格水準により、ミドルマーケットでの取引は、数十億ユーロ規模の案件よりも規制面でシンプルであり、取締役会でも承認を得やすい。

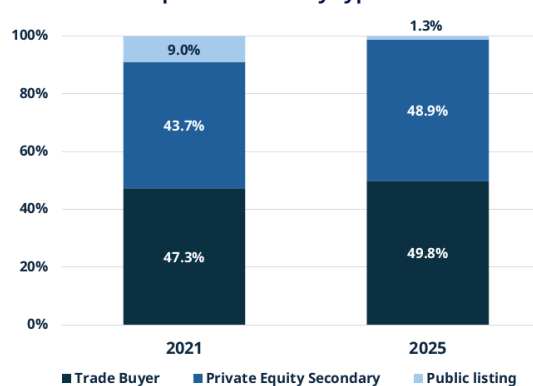
事業会社への売却ルートに加え、ミドルマーケットは大手ファンドにとっても主要な案件供給源である。世界全体で2.5兆米ドルのプライベート・エクイティのドライパウダーがあり、その約70%を大型ファンドが保有している以上、これらのマネジャーはこの資本をミドルマーケットで投下せざるを得ない。⁴

また、メガファンド同士のセカンダリー・バイアウトは頻繁ではないものの、大型ファンドがミドルマーケットのGPから企業を買収することは、これまでも続いてきた。

ミドルマーケットとアッパーマーケットのエグジット戦略の違いは、これまで以上に重要となる。資金調達コストが高い環境下では投資家が流動性を必要としているためである。

そして、その流動性はミドルマーケットで見つけることができる。Preqinの2026年予測によれば、ミドルマーケットファンドは、同じヴィンテージの大型ファンドと比べて、投資家への資本還元が18～24か月早い。

Share of European PE exits by type 2021 vs. 2025



バラツキと分断

ミドルマーケットは、アッパーマーケットに対して明確な流動性上の優位性を持っている。しかし、ミドルマーケットへの投資には難しさが伴わないわけではない。

少数の大手プレーヤーが支配するアッパーマーケットとは異なり、ミドルマーケットは非常に断片化している。地域、セクター、戦略をまたいで多数のマネジャーが存在しており、その結果、パフォーマンスには目を見張るほどのばらつきが生じている。あるヴィンテージのパフォーマンス四分位分析では、第1四分位のファンドが第4四分位を最大20%上回ることもある。

しかし、必ずしもこの第1四分位のパフォーマンスを出すようなマネジャーに投資できるわけではない。投資家は多数の案件に資金を配分し、負担が大きく時間のかかるデューデリジェンスを行い、分散の効いたポートフォリオを構築しなければならない。

よくバランスの取れたミドルマーケットポートフォリオを構築するために必要な時間、労力、スキルは相当なものであり、過小評価すべきではない。だからこそ、この負担をマルチマネジャーに担わせる意義は大きい。

専任チーム、広範なネットワーク、GPと長年にわたる関係を持つマルチマネジャーは、断片化した市場環境を切り抜け、投資家に最も適したファンドを選別することができる。さらに、複数のマネジャーやヴィンテージに分散して投資することで、マルチマネジャーはエグジット・サイクルを平準化し、売却遅延の影響を軽減することもできる。

要するに、分散投資は流動性につながるものであり、分散投資という観点では、アッパーマーケットはミドルマーケットに到底及ばない。

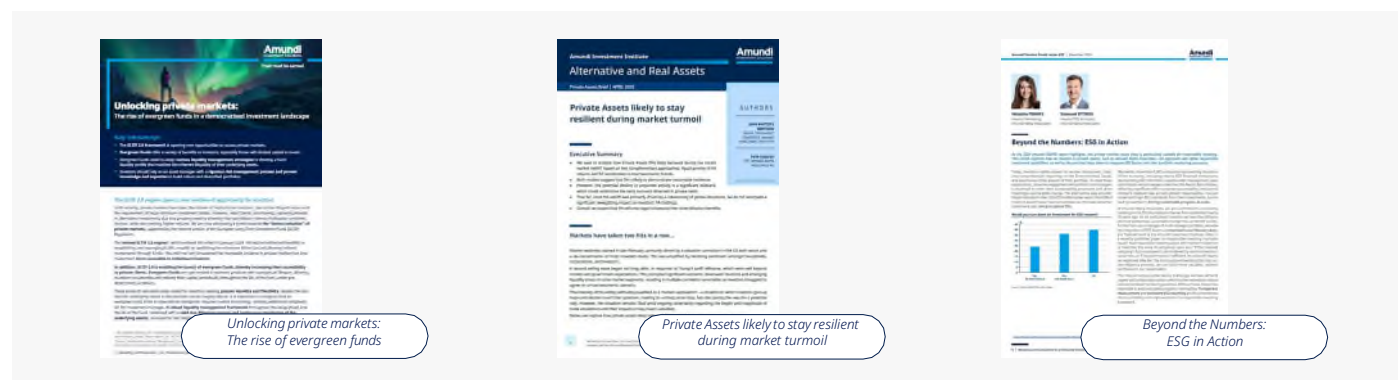
1つの大当たり案件が10年に1回あるだけでは、流動性を確保する戦略とは言えない。

流動性を強く求める投資家は、実現済み案件による収益と分配を安定的に得ることが必要である。したがって、投資家は最大手のマネジャーだけでなく、ミドルマーケットに対してマルチマネジャーのアプローチに目を向け、より良いポートフォリオ分散と流動性を確保すべきである。

Amundi Alpha Associatesについて

Amundi Alpha Associates (アムンディ・アルファ・アソシエイツ)は、アムンディ・オルタナティブ&リアル・アセットのプライベートマーケット・マルチマネージャー部門です。アムンディ・オルタナティブ&リアル・アセットは、40年以上の投資経験を持つ欧州のマネジャーです。Amundi Alpha Associatesは、プライベートエクイティ、プライベートデット、インフラストラクチャーのファンド・オブ・ファンズおよび投資家様専用口座において、200億ユーロ以上の資産を運用しており、主にグローバルな機関投資家を顧客としています。チューリッヒ、パリ、バルセロナのオフィスに80名以上のプロフェッショナルを擁しています。

Further Insights



Important Information

- <https://moneyweek.com/investments/funds/private-equity-funds-bargain-discounts>
- <https://www.ft.com/content/74ad08d8-53cb-4050-af6f-7b95c19a001d>
- Pitchbook 2025 Global PE report
- <https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/articles/2025/7/global-private-equity-dry-powder-continues-fall-from-2023-peak-91374487>

The information in this article is shared "as is," and the user of this information assumes all risk for its use. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Alpha Associates AG and is as of February 2026. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Alpha Associates AG and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets, or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as tax, legal, investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi Alpha Associates AG product. This material does not constitute an offer or solicitation to buy or sell any security, fund units, or services. Investment involves risks, including market, political, liquidity, and currency risks. Past performance is not a guarantee or indicative of future results. Historical data and analyses should not be considered as an indication or guarantee of future performance analyses, forecasts, or predictions. Furthermore, none of the persons involved in the preparation of this document shall be liable for direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including but not limited to lost profits), or any other damages. All company logos mentioned are registered trademarks which remain the property of each company.

Amundi's private market multi-management business, based in Paris, was launched in 1998 under the legal entity Amundi Private Equity Funds (PEF). Zurich-based Alpha Associates AG was founded in 2004 as a spin-off from Swiss Life. These two entities have been working together since 2024 to create the Amundi Alpha Associates platform.

Date of first use: 26/02/2026

Doc ID no. 5237854

Document issued by Amundi Alpha Associates AG, a "société anonyme" (Swiss public limited company) with a share capital of 250,000 Swiss francs, authorised by the FINMA (Swiss Financial Market Supervisory Authority) as a collective wealth manager. Registered office: Bahnhofstrasse 13, 8001, Zürich, Switzerland. Zefix (business registration no.): CHE-110.534.686, Commercial Register of the canton of Zürich.

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、Amundi Alpha Associates (アムンディ・アルファ・アソシエイツ)が一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載した Amundi Alpha Associates (アムンディ・アルファ・アソシエイツ)の見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350号

加入協会：一般社団法人 資産運用業協会

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

5495171