



JPEAプライベート・エクイティ パフォーマンス調査（2020年）

2022年5月

一般社団法人 日本プライベート・エクイティ協会
PwCあらた有限責任監査法人

ハイライト	03
本パフォーマンス調査の概要	05
調査の結果	
- ファンド開始以来のIRR	07
- 測定期間別のIRR	09
- 投資倍率	11
補足事項	
- 本調査にて収集しているデータ	14
- リターン算定手法の変更について	15
- 本調査に関する留意事項	16
- 調査参加会社一覧	17

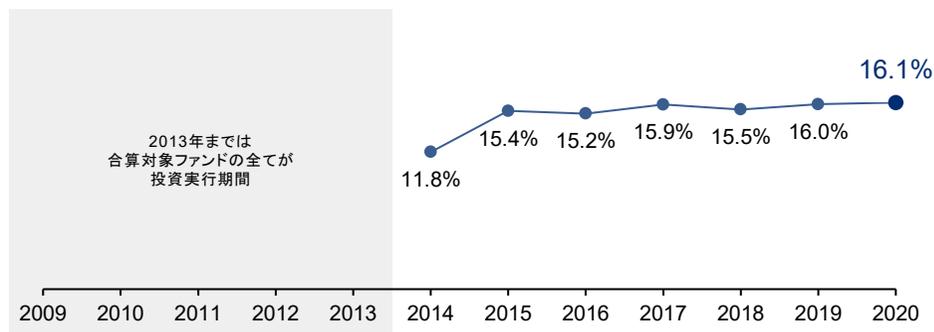
2009-17年ビンテージの調査対象ファンドの2020年末時点までの開始来IRRは16.1%となりました

■ 調査の対象ファンドをファンド開始年(ビンテージ年)ごとにグルーピングした場合、各ビンテージのファンドの2020年末時点までのIRRは右下段図の通りです

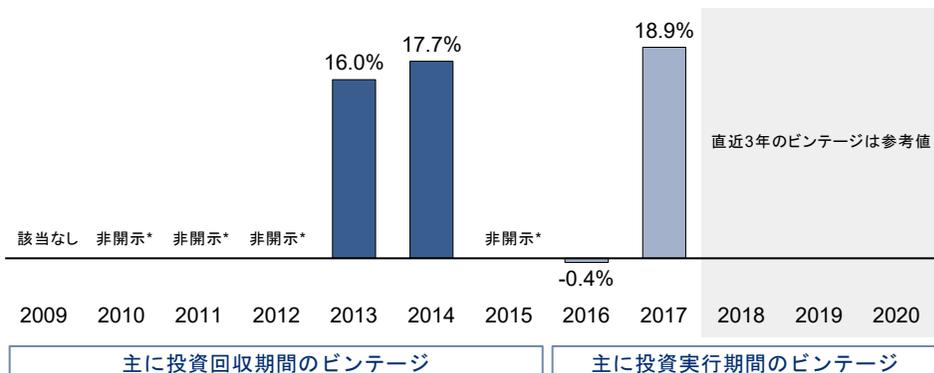
- 多くのファンドの運用期間が10年で、概ね前半5年が投資実行期間、後半5年が投資回収期間であることに鑑み、本調査では直近3年のビンテージについては参考値扱いとしています (IRR測定用のデータとしては意味が薄い)

■ 2009-17年ビンテージのファンドを合算してファンド開始以来のIRRを計算すると、2020年末時点まででは16.1%となりました。同様に各年末時点までの開始来IRRの推移は右上段図の通りです

各年末までの開始来IRR推移(2009-17年ビンテージ・ファンドの合算)



ビンテージ年ごとの2020年末までの開始来IRR



*対象ファンド数が3以下のビンテージは特定を避けるために非開示

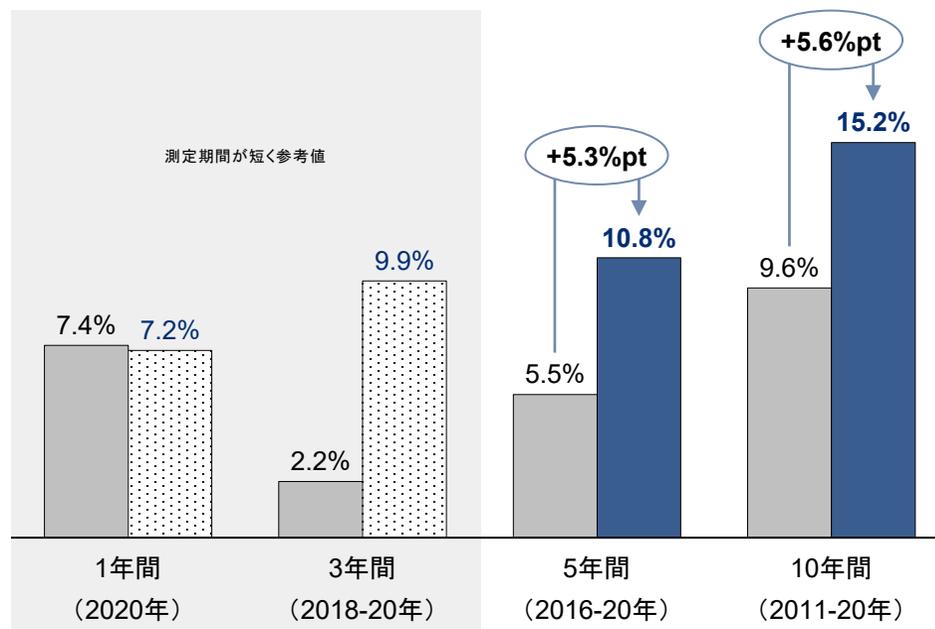
調査対象ファンドの過去10年間(2011-20年)のIRRは15.2%となり、同期間のTOPIXを+5.6%pt上回りました

■ TOPIX等との比較を可能とするために特定の測定期間で区切り、その期首・期末時点でのファンド純資産および期間中のキャッシュフローから算出したIRRは右図の通り。各測定期間においてTOPIXをアウトパフォーマンスしています

- 各測定期間でのIRR算出にあたっては、各期首時点で運用中のファンドのみを合算集計対象としています
- ファンドのライフサイクルを踏まえると、測定期間が短い場合、その期間内に生じた特定少数の案件での投資回収にIRRが左右されやすくブレが大きくなります。右図では主に5年間、10年間の数値を参照ください。1年間、3年間はあくまで参考値扱いとしています

2020年末時点から遡った測定期間別のIRR

■ 配当込TOPIX ■ 調査対象ファンド合算の期間別IRR



1. 調査への参加会社

一般社団法人日本プライベート・エクイティ協会(以下「JPEA」)の正会員会社のうち27社

2. 対象ファンド

参加会社が運営する主に日本に投資するファンドのうち、2008年1月から2020年12月までの間に運用実績があるもの(2020年12月末時点で清算済みのファンドを含む、合計94ファンド)

3. パフォーマンス測定の対象期間

対象ファンドのうち、2011年1月から2020年12月までの10年間に終了を迎えた決算期(清算済みのファンドを含む)

4. 調査方法

- JPEAより業務委託を受けたPwCあらた有限責任監査法人(以下「PwCあらた」)が参加会社にデータ提供を依頼
- 参加会社はファンドの基礎情報、キャッシュフロー・データ、および各期末の純資産データをPwCあらたに提供
- PwCあらたが、開始年ごとにグループ化された対象ファンドの年率化内部収益率(以下「開始来IRR」)、2020年末に至る1年間、3年間、5年間、および10年間の年率化内部収益率(以下「期間別IRR」)、並びに投資倍率を測定

ハイライト	03
本パフォーマンス調査の概要	05
調査の結果	
- ファンド開始以来のIRR	07
- 測定期間別のIRR	09
- 投資倍率	11
補足事項	
- 本調査にて収集しているデータ	14
- リターン算定手法の変更について	15
- 本調査に関する留意事項	16
- 調査参加会社一覧	17

開始来IRRデータをご覧いただく際には、以下の点にご留意ください

開始来IRRについて

- 本パフォーマンス調査における開始来IRRとは、ファンド開始以来の年率化された内部収益率を意味します。プライベート・エクイティ・ファンドの多くはクローズドエンドであるため、開始来IRRがファンドのパフォーマンスを効果的に反映しています。
- 開始来IRRは、ビンテージ年ごとにグルーピングして、対象ファンドのキャッシュフローと評価期間末のファンド純資産を集計することにより算定しています。
- 調査対象ファンド数が3未満となるビンテージ年グループの開始来IRRは個別ファンドの特定を避ける観点から非開示としています。
- 直近3年のビンテージ年の開始来IRRは参考値として算定しています。プライベート・エクイティ投資の性質に鑑み、いわゆる「Jカーブ」に配慮するためです。
- 各年末の開始来IRRは各年途中で開始または終了したファンドを含んで算定しています。ただし、前年度以前に終了したファンドは、各年末の開始来IRRに含まれません。例えば、2019年9月に清算した12月決算のファンドは、2019年以前の開始来IRRに含まれますが、2020年以降の開始来IRRには含まれません。
- 2020年の本パフォーマンス調査より新たなリターン算定方式を採用し、開始来IRRは、同じ年に開始されたファンドを1つの大きなファンドのようにグルーピングして、ビンテージ年ごとに算定しています。例えばビンテージ年が2013年であるグループの開始来IRRは、2013年に最初のキャッシュフローが生じたファンドをまとめて1つのファンドとみなして算定しています。2019年までのレポートで採用していた旧方式と新方式の比較については、15ページを参照してください。
- ビンテージ年ごとのグループについて開始来IRRを算定する際、各年の数値は原則として各歴年(1月1日から12月31日まで)中に期末日を迎える決算期間を対象としています。ただし1-3月決算のファンドはその前年の算定に含めています。

複数のビンテージ年をグルーピング(合算)した開始来IRRについて

- ビンテージ年が2009-17年であるグループの開始来IRRは、2009年から2017年に開始されたファンドを1つのファンドとみなして算定しています。ビンテージ年ごとの加重平均による方法ではありません。
- なお、一般に複数のビンテージ年のファンドをグルーピングした開始来IRRを算定すると、古いビンテージ年のファンドのパフォーマンスの影響を大きく受けます。

ポートフォリオ投資の公正価値測定について

- 継続保有のポートフォリオ投資を公正価値測定しているかどうかは、年末時点のファンド純資産の額を通じて開始来IRRの算定に影響します。
- 例えば、ある年の年初に100単位投資した後、毎年8%ずつ価値が高まり5年後の年末に売却したケースでは、公正価値測定を行うと、毎年8%の開始来IRRとして算定されますが、取得価額で評価すると1-4年目の調査では開始来IRRは0%、5年目の調査ではじめて開始来IRRが8%と算定されます。このため、正のリターンを得るポートフォリオ投資の公正価値測定が行われていない場合には、運用中のファンドの開始来IRRは低く算定される可能性があります。

ベンチマークとの比較について

- クローズドエンドであるプライベート・エクイティ・ファンドのパフォーマンスを、開始来IRRを用いて他の資産のベンチマークと比較することは困難です。そのため、本調査では期間別IRRを算定し、ベンチマークとの比較に役立てていただくことを企図しています。期間別IRRについては次ページ以降を参照してください。

調査の対象ファンドをファンド開始年(ビンテージ年)ごとにグルーピングした場合、2020年末時点から遡った各測定期間の期間別IRRは下表の通りです(各欄の下段は各IRR計算に含まれるファンド本数を記載)

	グルーピング	調査対象 ファンド本数	(参考値)1年間:	(参考値)3年間:	5年間:	10年間:
			2020年	2018-20年	2016-20年	2011-20年
ビンテージ年	v. 2008年以前 計	35	4.24%	-17.29%	-3.38%	15.57%
			5	8	17	35
	v. 2009年	2	-	非開示		
			0	1	2	2
	v. 2010年	1	非開示			
			1	1	1	1
	v. 2011年	3	非開示	82.94%	25.78%	
			1	3	3	
	v. 2012年	3	非開示		7.88%	
			2	2	3	
	v. 2013年	8	-4.86%	6.63%	20.49%	
			7	7	8	
	v. 2014年	5	7.63%	7.43%	12.47%	
			5	5	5	
	v. 2015年	2	非開示			
		2	2	2	2	
v. 2016年	7	1.69%	2.68%			
		7	7	7		
v. 2017年	9	12.96%	20.94%			
		9	9	9		
v. 2018年	8	12.01%				
		8	8			
v. 2019年	1	非開示				
		1				
v. 2020年	-					
	v. 対象ファンド合計	84	7.19%	9.87%	10.76%	15.19%
			48	45	41	38
	配当込TOPIXの対象期間投資収益率	-	7.39%	2.15%	5.50%	9.60%

期間別IRRデータをご覧いただく際には、以下の点にご留意ください

期間別IRRについて

- 本パフォーマンス調査における期間別IRRとは、ビンテージ年ごとにグループピングされた対象ファンドの、2020年末に至る1年間(2020年)、3年間(2018-2020年)、5年間(2016-2020年)、10年間(2011-2020年)の各期間における年率化された内部収益率を意味します。期間を区切ってIRRを算定することで、厳密ではないものの、その多くがクローズドエンドであるプライベート・エクイティ・ファンドのパフォーマンスを、他の資産やベンチマークと比較することが可能となります。
- 期間別IRRは、ビンテージ年のグループピングごとに、対象ファンドの測定期間の期首・期末のファンド純資産と測定期間中のキャッシュフローとを集計することにより算定しています。
- 調査対象ファンド数が3未満となるビンテージ年グループの期間別IRRは個別ファンドの特定を避ける観点から非開示としています。
- ビンテージ年グループごとのファンド数合計には、測定期間終了日である2020年末以前に終了したファンドを含みます。
- 多くが運用期間10年程度となるプライベート・エクイティ・ファンドのライフサイクルを踏まえると、測定期間が短い場合、その期間内に生じた特定少数の案件での投資回収にIRRが左右されやすくブレが大きくなります。従って、測定期間が1年間、3年間の期間別IRRは参考値として算定しています(ただし、右記の公正価値測定を毎年行っている場合は短い測定期間の期間別IRRもデータとしての有用性が増します)。
- ビンテージ年グループごとの期間別IRRを算定する際、各年の数値は原則として各暦年(1月1日から12月31日まで)中に期末日を迎える決算期間を対象としています。ただし1-3月決算のファンドはその前年の算定に含めています。
- 配当込東証株価指数(TOPIX)はBloombergから取得しています。

期間別IRRと開始来IRRにはどのような違い・関係性があるか

- 開始来IRRは、ファンド開始以来の全てのキャッシュフローを集計した上で測定期間末のファンド純資産を踏まえて算定したIRRとなりますが、期間別IRRは、評価期間の開始日にその時点のファンド純資産の額のキャッシュフローが生じたとみなして、その後の評価期間中は実際のキャッシュフローを、評価期間末はファンドの純資産を集計して算定したものとなります。このように開始来IRRと期間別IRRでは、計算起点が異なります。

ポートフォリオ投資の公正価値測定について

- 期間別IRRは、測定期間の開始日にファンド純資産額のキャッシュフローがあったとみなして計算するため、開始日時点でポートフォリオ投資が公正価値測定されているかどうかによって歪みが生じる可能性があります。
- 例えば、パフォーマンスが好調だが公正価値測定を行っていないファンドが多く含まれる場合、期間別IRRが相対的に高く算定される傾向があります。これは、公正価値測定の有無は期間別IRRの算定で利用する投資の譲渡によって生じたキャッシュフローには影響しないものの、評価期間の開始日に生じたとみなされるキャッシュフローは公正価値ではなく取得原価に基づくファンド純資産の額となるためです。
- 具体的な期間別IRRを例とすると、対象ファンド全体をグループとしたときの2020年末に至る5年間IRR(10.76%)は、41の対象ファンド全てについて2015年末のファンド純資産額を合算し、その額のキャッシュフローが評価期間の開始日である2016年1月1日に生じたとみなし、2016年から2020年の評価期間中は対象ファンドの実際のキャッシュフローを集計し、最後に評価期間末である2020年12月31日のファンド純資産額を考慮することで算定しています。公正価値測定の有無は、評価期間の開始日と末日のファンド純資産の額の双方に影響を与える可能性があります。

調査の対象ファンドをファンド開始年(ビンテージ年)ごとにグルーピングした場合、投資倍率は以下の通りです

	グルーピング	調査対象ファンド本数	2020年末の投資倍率
ビンテージ年	v. 2008年以前 計	39	1.50x
	v. 2009年	2	非開示
	v. 2010年	1	非開示
	v. 2011年	3	1.40x
	v. 2012年	3	1.56x
	v. 2013年	8	1.75x
	v. 2014年	5	1.79x
	v. 2015年	2	非開示
	v. 2016年	7	0.99x
	v. 2017年	9	1.43x
	v. 2009-17年 計	40	1.50x
	v. 2017年以前 計	79	1.51x
	(参考) v. 2018年	8	1.23x
	(参考) v. 2019年	1	非開示
	(参考) v. 2020年	6	0.94x

投資倍率データをご覧いただく際には、以下の点にご留意ください

投資倍率について

- 2020年末のビンテージ年グループごとの投資倍率は以下の方法で算定しています。
なお、2020年より前に終了したファンドも対象に含めて算定しています。

(1) 各対象ファンドの投資倍率を、以下の計算式で算定

$$\text{投資倍率} = \frac{\text{累積分配金} + \text{期末時点残余価値}}{\text{累積払込出資金}}$$

(2) 各ビンテージ年の投資倍率を、各対象ファンドの累積払込出資金をウェイトとして加重平均

- 中長期的なリターンの獲得を目的とするプライベート・エクイティ・ファンドの性質に鑑み、2017年以前のビンテージ年グループ(3年以上の運用実績を有するファンド)について合計した投資倍率を開示しています。また、2018年以降開始ファンドの投資倍率についても参考値として開示しています。
- ビンテージ年グループごとの投資倍率において、調査対象ファンド数が3未満のグループの投資倍率は個別ファンドの特定を避ける観点から非開示としています。
- 投資倍率の算定では時間的価値の影響を受けないため、時間的価値の影響を受けるリターン計算としてのIRRと同様の期間を区切った期間別投資倍率の算定は行っておりません。

ハイライト	03
本パフォーマンス調査の概要	05
調査の結果	
- ファンド開始以来のIRR	07
- 測定期間別のIRR	09
- 投資倍率	11
補足事項	
- 本調査にて収集しているデータ	14
- リターン算定手法の変更について	15
- 本調査に関する留意事項	16
- 調査参加会社一覧	17

1. JPEAより業務委託を受けたPwCまたは、JPEAパフォーマンス調査参加会社に対して文書「パフォーマンス測定に関するデータ等のご依頼」にて、以下データの提供を依頼しています。

■ 対象ファンドの基礎情報

- ファンド名
- 投資戦略・投資対象
- 規模(コミットメント額)
- 決算日
- 会計基準
- 監査の有無
- 投資先の評価方法

■ 対象ファンドの開始時から直近決算期末(過去にクローズしたファンドについては最終決算期末(清算))までのキャッシュフロー・データ

■ 対象ファンドの開始時から直近決算期末(過去にクローズしたファンドについては最終決算期末(清算))までの各期末の純資産データ

2. 内部収益率は下記の計算式にて算定しています。

$$0 = \left[\sum_{i=1}^l CF_i (1+r)^{-\left(\frac{t_i}{365}\right)} \right] + \left[V_E (1+r)^{-\left(\frac{TD}{365}\right)} \right]$$

CF_i : i 番目のキャッシュフロー(-:ファンドへの流入、+:ファンドからの流出)

i : 評価期間中のキャッシュフローの番号(1, 2, ..., l)

r : 内部収益率

t_i : 評価期間の初日から i 番目のキャッシュフロー発生日までの日数

V_E : 評価期間末日時点のファンドの評価額

TD : 評価期間全体の日数

投資パフォーマンスの測定手法に関する国際的な動向を踏まえ、2020年度の本調査からリターン算定手法を一部変更しています

2019年度までのリターン算定手法(旧方式)

- (1) 各ファンドのIRRを算定
- (2) 各ファンドのウェイト(*)で加重平均



2020年度からの新たなリターン算定手法(新方式)

- (1) 各ファンドキャッシュフローと評価末日の純資産の額を足し合わせて1つの仮想的なファンドを作成する
- (2) その仮想的なファンドについてIRRを算定する

旧方式と新方式の比較

- ファンドサイズは、ウェイト(*)ではなくキャッシュフローの金額多寡を通じてリターン計算に影響する
- リターンの正負符号が逆転することがある
- 新方式によるリターンの正負は投資倍率の正負と一致する
- 個別ファンドで著しく高いまたは低いリターンが計上される場合、一般的には新方式によるリターンの方が平準化される傾向にある

(*) ウェイト：各キャッシュフローがファンドに滞留していた期間で調整する

- ファンドAのウェイト：10,000 * 100% = 10,000
- ファンドBのウェイト：5,000 * 100% + 5,000 * 50% = 7,500

(1回目のキャッシュフローは4年間、2回目のキャッシュフローは2年間ファンドに滞留)

旧方式と新方式による計算例

日付	ファンドA	ファンドB	新方式IRR
2017/1/1	(10,000)	(5,000)	(15,000)
2019/1/1	0	(5,000)	(5,000)
2020/12/31	12,000	8,200	20,200
IRR	4.66%	(6.47%)	0.28%
旧方式IRR			
個別IRR	4.66%	(6.47%)	
ウェイト(*)	10,000	7,500	
旧方式IRR:			(0.11%)

1. 本パフォーマンス調査レポートは、各参加会社ないし各対象ファンドの個別のパフォーマンスを開示するものではなく、また、本パフォーマンス調査レポートの作成に使用した情報は、各参加会社とPwCあたらが締結した「秘密保持承諾書」に基づき、当該秘密保持承諾書に記載がある場合を除き、PwCあたら以外のJPEA会員会社および第三者に開示されません。
2. PwCあたらによるパフォーマンス測定は、監査または保証業務に該当せず、PwCあたらは参加会社より入手したデータの信頼性や正確性について検証していません。
3. 対象ファンドは、主に日本に投資するファンドであるが、日本への投資を主要対象としつつ、一部海外への投資を行っているファンドも含まれています。また対象ファンドには、グローバルファンドから日本への投資を切り出したセグメントも含んでいます。なお、グローバルファンドのうち日本に投資する部分が僅少でその切り出しが不可能なファンドは、対象ファンドに含まれません。
4. 入手した決算データに反映された投資先の評価方法には、国際財務報告基準(IFRS)や米国会計基準(USGAAP)に基づく公正価値評価に加えて、投資事業有限責任組合において採用されている組合契約に基づく評価方法や、取得原価(減損を考慮)等による評価方法が含まれます。また、これらの投資先の評価が外部監査人による監査対象になっていないファンドも含まれます。
5. 内部収益率測定時に使用した各期末の評価額からは、各期末に投資先を売却したと仮定した場合に発生する成功報酬(Carried Interest)および追加費用の見積額を控除しています。ただし、これらの情報が入手不可能な対象ファンドについては控除していません。
6. ファンド開始年(ビンテージ年)は、原則として最初のキャッシュフロー(当初出資)が生じた年として定義しています。ただし、最初のキャッシュフローが年末間近であり最初の年には経費の支払いしか発生していないなど、当該年の内部収益率の計算が不能である場合は、内部収益率が最初に計算可能となった年を開始年としています。
7. ビンテージ年ごとの内部収益率のうち各開始年の対象ファンド数が3に満たない場合、または対象ファンド数は3以上であっても参加会社1社の対象ファンドのみで構成されている場合は、内部収益率は開示していません。また、内部収益率を開示することによって他の対象ファンドの内部収益率が推定可能となる場合も開示していません。
8. 内部収益率は、原則として年率化された内部収益率を計算・表示しています。ただし、計算期間が1年に満たない対象ファンド・グループの内部収益率については年率化していません。

参加会社(五十音順)

アイ・シグマ・キャピタル株式会社	トラスター・キャピタル・パートナーズ・ジャパン・リミテッド (旧 CITICキャピタル・パートナーズ・ジャパン・リミテッド)
株式会社アドバンテッジパートナーズ	ニューホライズンキャピタル株式会社
アント・キャピタル・パートナーズ株式会社	野村キャピタル・パートナーズ株式会社
いわかぜキャピタル株式会社	平安ジャパン・インベストメント株式会社
MCPパートナーズ株式会社 (旧 みずほキャピタルパートナーズ株式会社)	ベーシック・キャピタル・マネジメント株式会社
エンデバー・ユナイテッド株式会社	ペルミラ・アドバイザーズ株式会社
カーライル・ジャパン・エルエルシー	ポラリス・キャピタル・グループ株式会社
キャス・キャピタル株式会社	株式会社 マーキュリア インベストメント
株式会社KKRジャパン	株式会社丸の内キャピタル
CLSAキャピタルパートナーズジャパン株式会社	雄渾キャピタル・パートナーズ株式会社
株式会社ジェイ・ウィル・パートナーズ	ユニゾン・キャピタル株式会社
J-STAR株式会社	ライジング・ジャパン・エクイティ株式会社
ジャパン・インダストリアル・ソリューションズ株式会社	株式会社ロングリーチグループ
ティーキャピタルパートナーズ株式会社	

免責事項

本書に含まれる情報は、「補足事項：本調査に関する留意事項」に記載の事項を前提として、日本プライベート・エクイティ協会（以下「JPEA」）からの業務委託を受け、PwCあらた有限責任監査法人（以下「PwCあらた」）が参加会社から入手したデータに基づいて測定したものです。JPEAおよびPwCあらたは、これらの情報の正確性ないし参加会社より入手したデータの正確性について一切の責任を負いません。

また、PwCあらたによるパフォーマンス測定は、監査ないし保証業務に該当せず、PwCあらたは参加会社より入手したデータの信頼性、網羅性や正確性、対象ファンドの投資評価額の妥当性については検証していません。

本書は、一般的な情報提供を目的としており、専門的なアドバイスを提供することを目的としたものではありません。具体的な専門家のアドバイスなしに、本書に含まれる情報に基づいて行動することは推奨されません。JPEAおよびPwCあらた（そのメンバーファームおよびそのパートナー、従業員、代理人を含む）は、本書の利用者が本書に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行動したことにより、結果的に損害を受け、もしくは特別な損害を蒙ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、かかる損害については一切の責任を負うものではありません。本書の利用者は、JPEAおよびPwCあらたの承諾を得ることなく本書の内容（JPEAおよびPwCあらたの名称・商標等並びに本免責事項を含む）を修正（追加や削除を含む）して、第三者に配布等を行うことはできません。

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.