

セカンダリーファンドの概要と最近の動向

-継続ファンドの活用とジャパン・ブーストアップ・ファンドの取り組み-

Bee Alternatives Limited / Bee Alternatives Japan 合同会社

Founding Partner 井野口 敦彦

Investment Partner 菅谷 和晃

井野口 敦彦 (いのぐち あつひこ)

Bee Alternatives Limited Founding Partner。

2007年あずさ監査法人入所。製造業・小売業・サービス業を中心に、国内企業およびSEC登録企業に対する法定監査、内部統制監査、会計アドバイザリー業務に従事。2012年から2014年にかけてKPMG UKへ海外赴任。帰任後はマネージャーとして従事した後、2016年よりKPMG FASへ出向し、財務デューデリジェンス等の財務アドバイザリー業務を担当。2017年アント・キャピタル・パートナーズ入社。LPセカンダリーおよびダイレクト・セカンダリー投資におけるディールソーシングから分析・実行まで、投資業務全般を担当。2021年Bee Alternatives Limitedを共同設立。グループ全体のマネジメントに加え、日本のセカンダリー投資に係る一連の業務を主導する一方、ファンド・アドミ部門のヘッドとして、ファンド運営全般を管理・統括。

菅谷 和晃 (すがや かづあき)

Bee Alternatives Limited Investment Partner。

2008年三井住友銀行入行。市場営業部門にて為替カスタマーディーラー、ALM業務に従事。2018年よりジェイ・ウィル・パートナーズ等の複数の投資ファンドにてIRとしてファンドレイジング、投資家向け各種サービス提供業務等を担当。直近ではVCファンドにて運用戦略の企画・立案にも携わり、2025年Bee Alternativesへ入社。日本を拠点にディールソーシング、公正価値評価、ディール実行、およびモニタリングを担当。

はじめに

プライベート・エクイティ（PE）市場の成熟とともに、投資家（LP）やファンド・マネージャー（GP）が直面する「流動性」の問題はますます切実なものとなっている。ひとたびPEファンドに出資すれば、原則として満期まで資金を引き出せない。この非流動性リスクは従来から認識されていたものの、近年のPE市場の急拡大と未上場期間の長期化に伴い、その解消ニーズは特にスタートアップ領域において高まっている。このような需要に応えるかたちで発展してきたのが、既存ファンドのLP持分や投資先株式を取引するPEセカンダリー市場である。

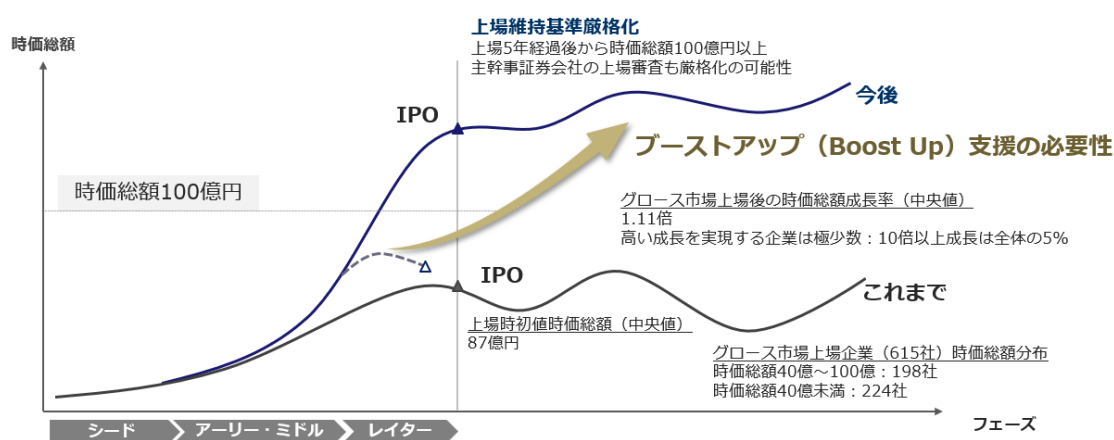
本稿では、まず国内スタートアップ市場を取り巻く環境と構造的課題を整理し、その解決策としての継続ファンドを紹介する。その後、グローバルおよび国内のPEセカンダリー市場の最新動向と国内における継続ファンドの活用事例について解説する。最後に、これらの潮流を踏まえ筆者らが実践する取り組みとして、「ジャパン・ブーストアップ・ファンド（JBU）」について紹介する。

第1章 国内スタートアップ市場を取り巻く環境と最近の動向

1. 市場の構造的課題

日本政府が推進する「スタートアップ育成5カ年計画」を契機として、国内のスタートアップ投資額は拡大を続けている。しかし、エコシステムの成熟に伴い、新たな構造的課題が顕在化している。近年、スタートアップが研究開発や社会実装を経て上場等に至るまでの「非上場期間の長期化」が顕著となっているのである。東証グロース市場の改革等を背景に、より持続的な成長基盤を確立したうえでのIPOが求められるようになったことも一因であるが、特にディープテック分野では、事業の社会実装に要する時間が長く、従来の標準的なVCファンド存続期間（10年程度）では資産価値の最大化を実現するまでに至らないケースが増加している。

この状況下において、VCファンドは「未上場株式の低流動性」と「ファンドの満期問題」という深刻な課題に直面している。有望な投資先を抱えながらも満期を迎えるGPは強制売却のジレンマに立たされ、LPにとっても保有持分の換金手段が著しく限定される。このような市場の「目詰まり」は、スタートアップ・エコシステム全体の資金循環を阻害する要因ともなっており、政府の「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画」においても、IPOに偏重しない出口戦略の多様化や未上場株式のセカンダリー市場の整備が重要な政策課題として位置づけられている。



出所: JPX2025年4月22日付「グロース市場における今後の対応」より、Bee Alternatives 作成

2. ソリューションとしての継続ファンド

このような市場の課題を解消する手段として、近年急速に注目を集めているのが「継続ファンド」スキームである。継続ファンドとは、GPが主導して新たなファンドを設立し、現ファンドの保有株式（有望な投資先）を継続ファンドへ移管する手法である。既存LPには継続ファンドへの再投資（ロールオーバー）または清算分配による現金化の選択肢が与えられ、セカンダリーファンドがスポンサーとして継続ファンドに出資することで、GPは引き続き同一の投資先を運用し続けることができる。

継続ファンドの活用により、以下が同時に実現される。

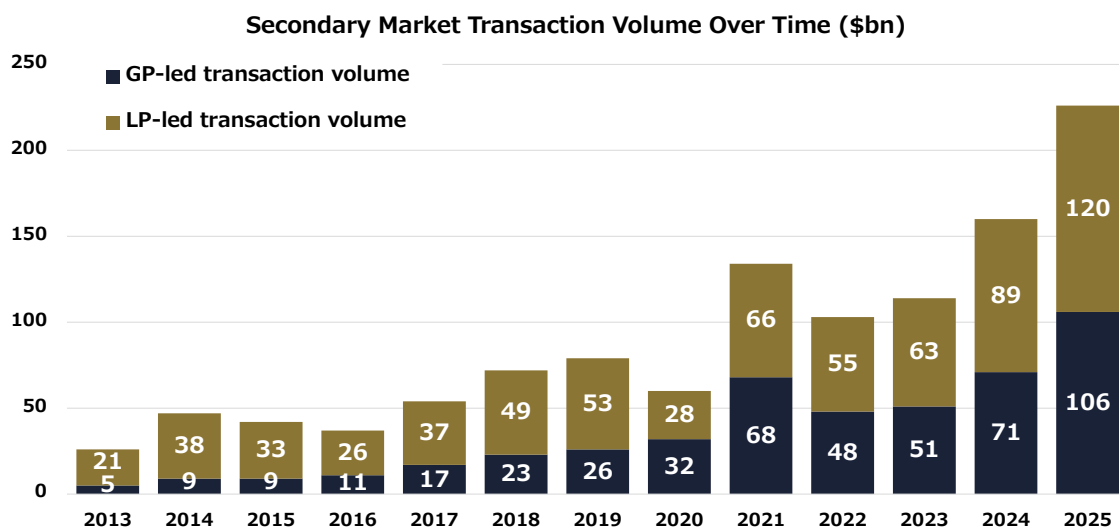
- GPによる長期支援の継続：
経営陣との深い信頼関係の下、成長に時間を要する企業をファンド満期後も継続的に支援可能
- LPへの流動性提供：
現金化を希望する既存LPは清算分配を受け取り、早期の資金回収が可能
- 追加成長資金の確保：
継続ファンドに新規投資枠（プライマリー枠）を設定することで、投資先への追加資金供給が可能
- ファンド条件の再設計：
ファンド期間などの諸条件を新たに柔軟に設定できる

グローバルでも、第2章で述べるとおり、2025年には継続ファンド（CV）が市場全体の約42%を占めるに至っており、GPのポートフォリオ管理において「継続ファンドは特例ではなく常套手段」という認識が世界的に定着しつつある。このグローバルの知見・事例を国内に応用する素地もようやく整ってきた。

第2章 PEセカンダリー市場の概要と今後の展望

1. グローバル・PEセカンダリー市場の状況

世界のPEセカンダリー市場は2025年に重要な節目を迎えた。年間取引量が初めて2,000億ドルを突破し、2,260億ドルという過去最高水準を記録したのである。前年比41%増という急拡大は、市場の量的な規模拡大だけでなく、セカンダリー取引がPE市場において果たす役割の深化を示すものといえる。



出所：Evercore Private Capital Advisory「2025 Secondary Market Highlights」2026年1月より

Bee Alternatives 作成

取引量の内訳を見ると、LP 主導型取引（既存 LP によるファンド持分の売却）が 1,200 億ドル（前年比 34%増）、GP 主導型取引（GP が主導するファンド再編や投資先株式の移管）が 1,060 億ドル（同 49%増）と、双方が過去最高を更新した。2013 年には 260 億ドルだった市場規模が年率約 20%の成長率（CAGR）で拡大し、12 年間で約 9 倍に成長した計算となる。取引の種別で見ると、LP 主導の通常売却（LP Sales）が全体の 52%を占め、GP 主導型では単一の投資先を対象とするシングルアセット継続ファンド（Single Asset CV）が 23%、複数の投資先を対象とするマルチアセット継続ファンド（Multi Asset CV）が 19%と、継続ファンド（Continuation Vehicles : CV）だけで市場全体の約 42%に達するまでに拡大している。

2025 年の PE セカンダリー市場を牽引したキートrendとして、主に以下の 2 点が挙げられる。第一に、LP によるポートフォリオ最適化戦略の定着である。分配環境の停滞を背景に、年金基金や資産運用会社などの機関投資家が、PE エクスポージャーの調整やバランスシートの柔軟性確保を目的として、セカンダリー取引を戦略的に活用する動きが広がった。第二に、継続ファンドの恒常化である。継続ファンドは従来の流動性確保手段から、GP が優良資産の保有継続と既存投資家への流動性提供を両立するための重要な運用戦略へと進化し、市場の中核的な取引形態として定着している。

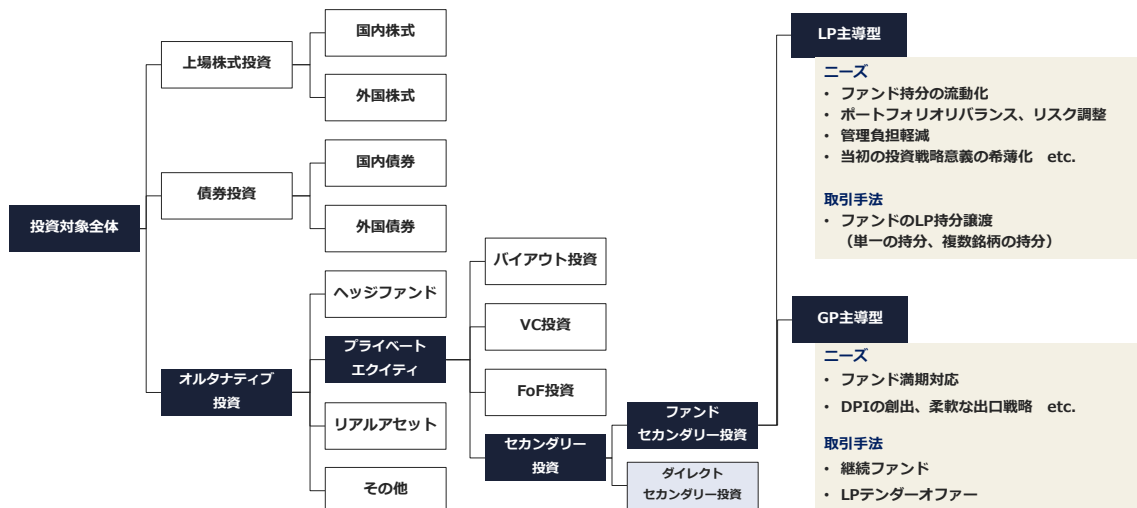
このような構造的な需要拡大を背景に、PE セカンダリー市場は引き続き高い成長を遂げている。2026 年においても、LP の流動性ニーズや GP による継続ファンド活用の拡大を追い風として、市場のさらなる発展が期待されている。

2. 国内 PE セカンダリー市場の現状と今後の展望

国内 PE セカンダリー市場は、グローバル市場の成長の潮流を受けながら、独自の発展過程を歩んでいる。LP 主導型取引から出発し、近年は GP 主導型取引が急拡大するという、グローバルと類似した構造変化が生じている点は注目に値する。

国内においても 2000 年代前半に国内初となるセカンダリーファンドが誕生し、その後徐々に市場が形成されてきた。ただし、グローバルと比較すると、ファンドサイズや参加者の数はいまだ限定的であり、今後の市場拡大が期待されている。

取引手法の観点では、国内においても LP 主導型取引と GP 主導型取引の二形態が存在する。2000 年代半ばより国内 LP によるファンド持分の譲渡が確認され始め、2010 年代には GP 主導型取引の端緒となる案件も実行されている。2021 年以降はコロナ禍による IPO・M&A 市場の停滞を受け、VC ファンドを中心に GP 主導型セカンダリー取引の需要が高まり、継続ファンドや LP テンダーオファー（満期を迎えるファンドの既存 LP に対し、買手が一定の価格で持分の売却機会を提供する手法）の事例が急増している。



出所：Bee Alternatives 作成

このような市場拡大の流れを受け、国内においてもセカンダリー投資を専門とする運用会社の整備が進んでいる。筆者ら Bee Alternatives は日本を含むアジアの PE・VC 向けセカンダリー投資に特化した独立系運用会社であり、2021 年の設立以来、国内 GP 主導型セカンダリー市場の拡大を牽引している。また、2025 年 10 月には JAFCO Investment (Asia Pacific) Ltd. をグループに迎え入れ（現 JIF Capital Ltd.）、アジア太平洋地域における投資基盤をさらに強化した。今後も国内のみならず、アジア全域におけるセカンダリー市場の発展に寄与していく考えである。

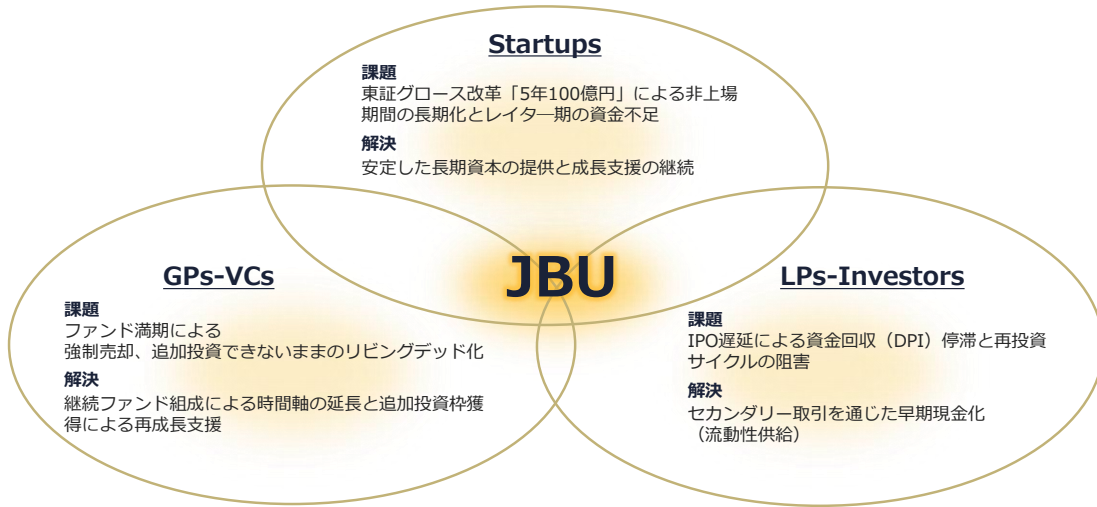
このようなセカンダリー市場の拡大は、単なる投資手法の多様化ではなく、未上場市場が抱える構造的課題への対応手段として発展してきた側面が大きい。とりわけ国内スタートアップ市場では、企業の成長期間の長期化に伴い、既存の VC ファンドの枠組みだけでは十分に対応できない課題が顕在化している。このような課題への対応策として、近年はセカンダリー取引や継続ファンドといった流動性供給手法の重要性が高まっており、その社会的・政策的な意義も増している。

第3章 ジャパン・ブーストアップ・ファンド (JBU) の取り組み

1. ファンド設立の背景と目的

前述した市場の構造的課題（スタートアップの非上場期間の長期化、VC ファンドの満期問題、エコシステム内の資金循環の停滞）は、日本のスタートアップ・エコシステムが持続的に発展していくうえで看過できない構造的問題である。このような課題に対し、民間の運用会社として実践的な解決策を提供するために設立されたのが「ジャパン・ブーストアップ 1 号投資事業有限責任組合 (JBU1)」である。

JBUは日本のスタートアップ・エコシステムを目詰まりを解消し投資循環を再稼働させる不可欠な価値創造インフラである



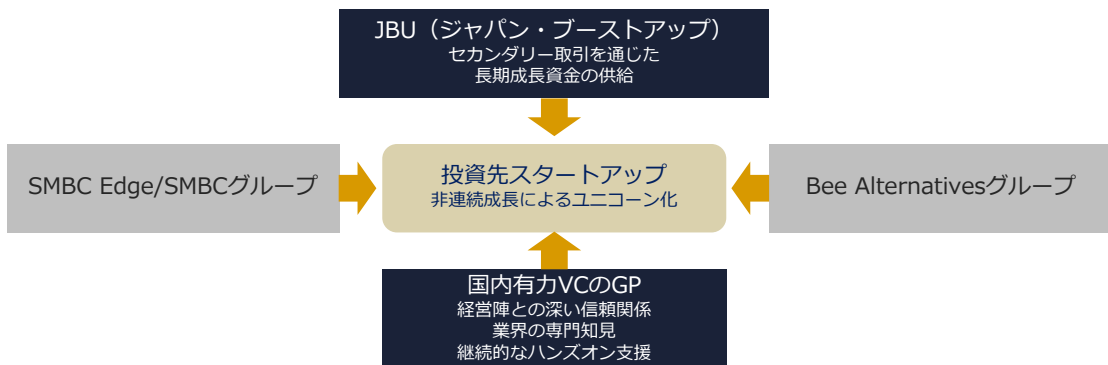
出所：Bee Alternatives 作成

JBU1はBee Alternatives Japan 合同会社と株式会社 SMBC Edge が共同 GP を務めるファンドとして 2025 年 2 月に設立した。ファンドの目的は、このような市場課題に対して「セカンダリー投資+追加の成長資金供給（プライマリー投資）」という手段を通じてスタートアップ企業のさらなる成長を促進することにある。国が目指す「スタートアップ市場の自律的な資金循環の実現」という政策目標の実現を、民間ファンドとして具体的に実践するものである。

日本のスタートアップ・エコシステムをBoost Upさせる

「長期安定資本の提供」×「Bee Alternatives/SMBC Edgeによる強固な支援基盤」
×「国内有力VCによるバリューアップの継続」

単なるセカンダリーファンドにとどまらず、各々の強みを結集したバリューアップ・エコシステムとして機能



出所：Bee Alternatives 作成

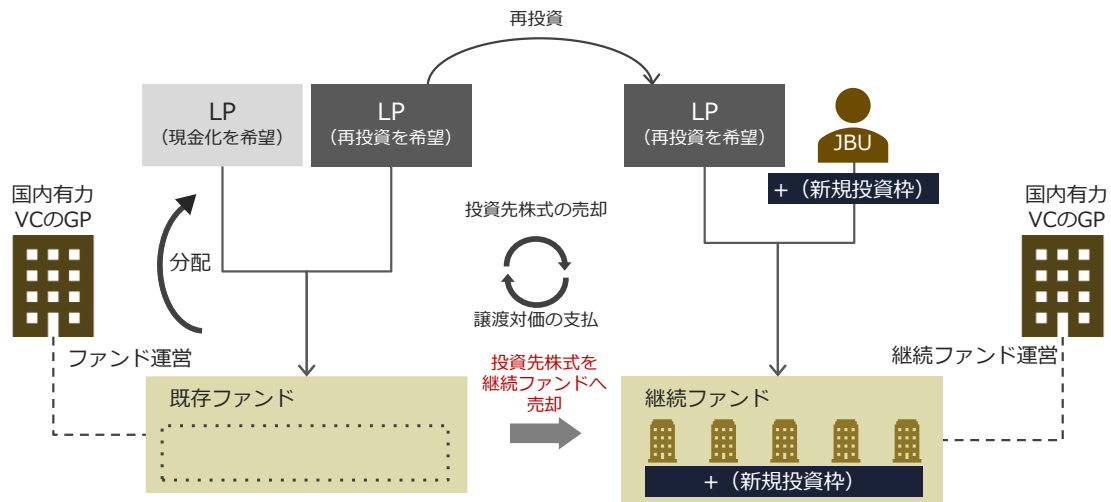
2. 投資戦略

JBU1 の投資戦略の核心は「セカンダリー投資+追加の成長資金供給（プライマリー投資）」の組み合わせにある。単なる流動性提供に留まらず、投資先企業のスケールアップを加速させるための追加成長資金の供給とハンズオン支援をシームレスに実行することを運営方針としている。

具体的な投資手法は以下のとおりである。

①継続ファンドスキーム：

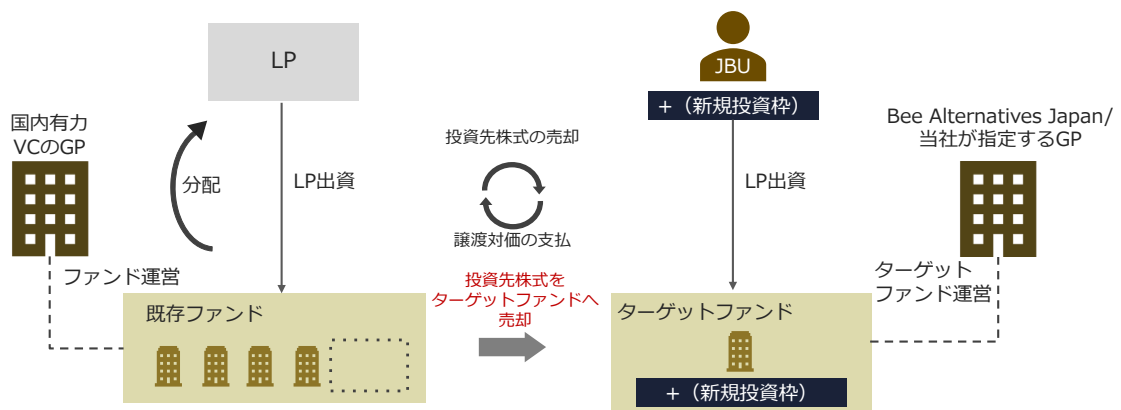
国内有力 VC が運営する既存ファンドの特定ポートフォリオ企業を新設の継続ファンドへ移管



出所：Bee Alternatives 作成

②ターゲットファンドスキーム：

継続ファンドスキームの適用が難しい場合に、特定の有望スタートアップ企業を対象とするファンドを組成し、既存株主から株式を取得



出所：Bee Alternatives 作成

国内有力 VC が継続ファンドを通じて継続保有を選択するという事実は、当該ポートフォリオ企業にさらなる価値創造の余地があると GP 自身が確信している証左であり、JBU1 はそうしたポジティブセクションされた銘柄群にアクセスできる点に本質的な投資優位性がある。既存 LP に対しても、早期エグジットによる資金循環の促進と継続保有による成長機会の享受という二つの選択肢を提供することで、エコシステム全体の投資循環の加速にも寄与する。

3. ファンドの概要

| 項目 | 内容 |
|---------|--|
| ファンド名称 | ジャパン・ブーストアップ 1 号投資事業有限責任組合 (JBU1) |
| 無限責任組合員 | Bee Alternatives Japan 合同会社 / 株式会社 SMBC Edge |
| 設立日 | 2025 年 2 月 26 日 |
| ファンド規模 | 50 億円 (2026 年 3 月末時点) |
| LP | 株式会社三井住友銀行 |
| 存続期間 | 10 年間 (最大 2 年延長可能) |
| 投資期間 | 設立日から 5 年間 |
| 投資対象 | 主にレイターステージを中心とした国内スタートアップ |
| 投資手法 | 継続ファンドスキーム、ターゲットファンドスキーム |

4. 運営体制

(1) Bee Alternatives の特長

Bee Alternatives は、特定の金融機関・資本系列に属さない 100%独立系の運用会社として、利益相反リスクの低い中立的立場で GP・LP の双方と接することができる点が最大の特長の一つである。

Bee Alternatives は、20 年以上にわたり国内 VC 向けセカンダリー投資に取り組み、豊富な投資実績と市場知見を蓄積してきた。国内主要 VC との強固なネットワークを有しており、日本の VC エコシステムを高い水準でカバーしている。このようなネットワークを背景に、有望なスタートアップ企業への優先的なアクセスを実現している。特に、継続ファンド・ファンドリストラクチャリング領域においては、2011 年の第 1 号案件を起点に国内最多の投資実行実績を有している。継続ファンドスキームに求められる移管価格の独立査定、LPA (Limited Partnership Agreement) 交渉、既存 LP への説明、利益相反管理といった複雑な実務を一気通貫でリードできるプレイヤーは国内でも限られており、高い実行力と信頼性を有する点が当社の強みである。

また、これまで Bee Alternatives が培ってきたネットワークに加え、2025 年 10 月よりグループの一員となった JAFICO Investment (Asia Pacific) Ltd. (現 JIF Capital Ltd.) が 35 年以上にわたりアジア地域で構築してきた投資知見やネットワークを活用することで、東南アジア・インド・中国・台湾を含むアジア全域において、投資先企業のアジア展開に関する幅広いサポートを提供できる体制を有している。

(2) SMBC Edge の特長

株式会社 SMBC Edge は、SMBC グループのスタートアップ投資・事業共創プラットフォームとして、事業開発支援とプライベート・エクイティ投資を通じた産業創出に取り組んでいる。株式会社三井住友銀行をはじめとする SMBC グループの幅広い顧客基盤・ネットワークを活用し、スタートアップ企業の成長支援を推進している。2025 年にはハンズオン型支援を前提としたフラッグシップファンドを組成するなど、支援機能の強化を進めている。

Bee Alternatives のアジア・グローバルネットワーク、共同 GP である SMBC Edge および SMBC グループの事業支援機能を組み合わせることで、投資先企業のグローバル展開支援や資本市場へのアクセス向上も図られる設計となっている。

おわりに

グローバル PE セカンダリー市場は 2025 年に年間取引量 2,260 億ドルという過去最高を達成し、LP 主導型取引・GP 主導型取引の双方が拡大を続けている。LP 主導型取引は投資家に流動性とポートフォリオ最適化の機会を提供し、GP 主導型取引は優良資産の継続保有と企業価値向上を可能とするなど、セカンダリー市場はプライベート市場における資金循環を支える重要なインフラとしての役割を担うようになっている。

日本においても、セカンダリー取引は単なる換金手段ではなく、投資家・GP・投資先企業それぞれに柔軟な選択肢を提供する市場機能として、その重要性を増している。今後、スタートアップ市場の成熟とともに、LP 持分の流動化から継続ファンドまで、多様なセカンダリー取引の活用が進むことで、より持続的な資金循環の実現が期待される。

JBU1 は、「セカンダリー投資+成長資金供給」という独自のアプローチを通じて、スタートアップ企業の持続的成長を支援するとともに、国内スタートアップ市場における資金循環の活性化に貢献することを目指している。セカンダリー市場のさらなる発展を通じて、日本のスタートアップ・エコシステムがより成熟し、多様な成長資金と出口機会を備えた市場へと進化していくことを期待したい。