

流動性を解き放つ：ローワー・ミドル・マーケット・プライベート・エクイティの分配優位性

プライベート・エクイティが低金利環境下で繁栄し、COVID-19後の楽観論が入り混じった時代が終わった。経済の先行きに対する見方が分かれ、不確実性が長期化する時代に我々は直面している。過去2年間、プライベート・エクイティ業界はこの不確実性を経験し、エグジット環境の悪化と、それに伴う資産保有期間の長期化に直面している。

しかし、2003年から2021年のビンテージ（組成年）を、プライベートエクイティ・バイアウトファンドのDPI（実現倍率）パフォーマンスをローワー・ミドル・マーケット、ミドル・マーケット、ラージ・キャップの3つのサブマーケット分類に分けてみると異なる傾向が見て取れる。¹ 特にローワー・ミドル・マーケットのファンドは第一四分位と第二四分位でラージ・キャップを上回っている。この傾向は過去24カ月間に渡って続いており、ローワー・ミドル・マーケットおよびミドル・マーケットのファンドはラージ・キャップ・ファンドよりも高い流動性を生み出している。

現在、バイアウト・ファンドによる投資先企業は28,000社以上あり、そのうち46%が4年以上保有されている。これらの企業の未実現価値は過去最高の総額3.2兆米ドル以上に達している。この要因は、主に基本的なマクロ経済の変化に起因する。まず、金利が

15年以上前に世界金融危機が勃発した際に最後に見たレベルまで上昇している。次にインフレ率が上昇しており、1980年代以来の高水準に達している。

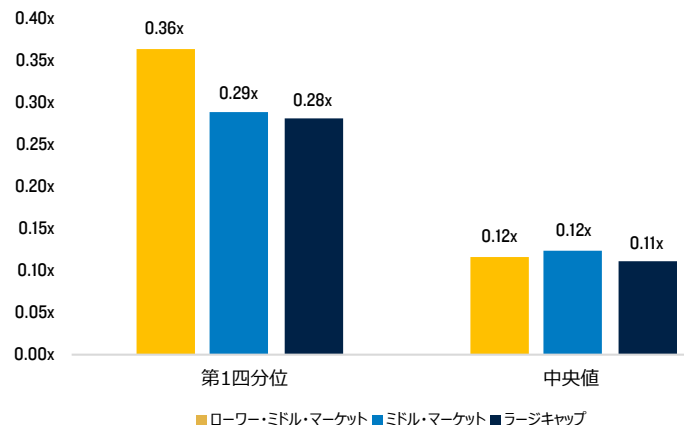
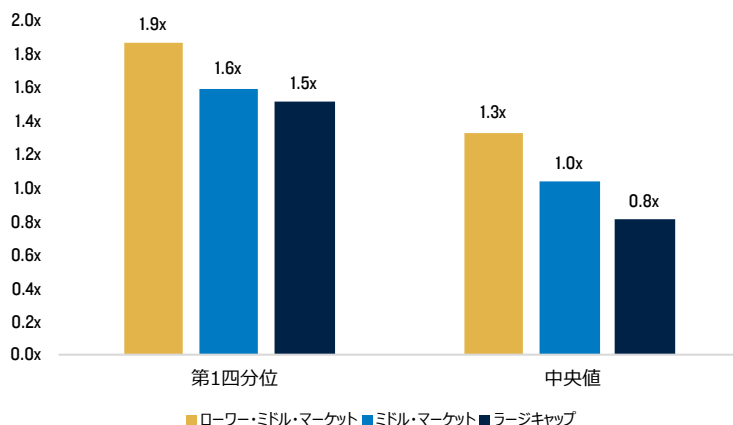
最後に、そしておそらく最も重要な点として、将来の見通しについて業界内でも意見が分かれている。その結果として、投資家は高い流動性を強く求めるようになり、過去100年で最長の上昇サイクルからの出口手段を探している。

流動性の面でローワー・ミドル・市場がラージ・キャップ市場に対して優位性を持つ理由が2つある。ラージ・キャップ案件は、流動性を創出するための主要なエグジット手段としてIPOに頼りがちであるが、過去2年間でこの出口戦略はほぼ利用できなくなった。また、その規模の大きさから戦略的な目的を持った買い手（ストラジック・バイヤー）となり得る企業が限られる。一方、小規模案件の出口戦略では、幅広い選択肢の恩恵を享受している。これは、より多くのフィナンシャル・バイヤー、過去最高水準のドライパウダー（投資資金）を抱えている専門的かつ伝統的なプライベート・エクイティ・ファンド、そしてシェア向上等を目的に企業買収を行うストラテジック・バイヤーなどがある。ただしIPOについては必ずしも出口戦略として好まれない傾向が見られる。

1. 裏付けにあるファンドサイズを基に規模を区分してみた。ローワー・ミドル・マーケットは1億米ドルから15億米ドル、ミドル・マーケット15億米ドルから50億米ドル、ラージ・キャップは50億米ドル超のファンドを含む。

DPIパフォーマンス（ビンテージ：2003～2021年）

過去24カ月の増加DPI（ビンテージ：2012～2021年）



注記：増加DPIは、2022年3月31日から2024年3月31日までに生成されたDPIとして計算されている

出所：Preqin（2024年3月31日時点のデータ）。この分析には、北米および欧州の2003年～2021年のビンテージ（総DPI）および2012年～2021年のパイアウト・ファンド（増加DPI）が含まれる。過去の実績は、将来の結果を保証または示唆するものではない。

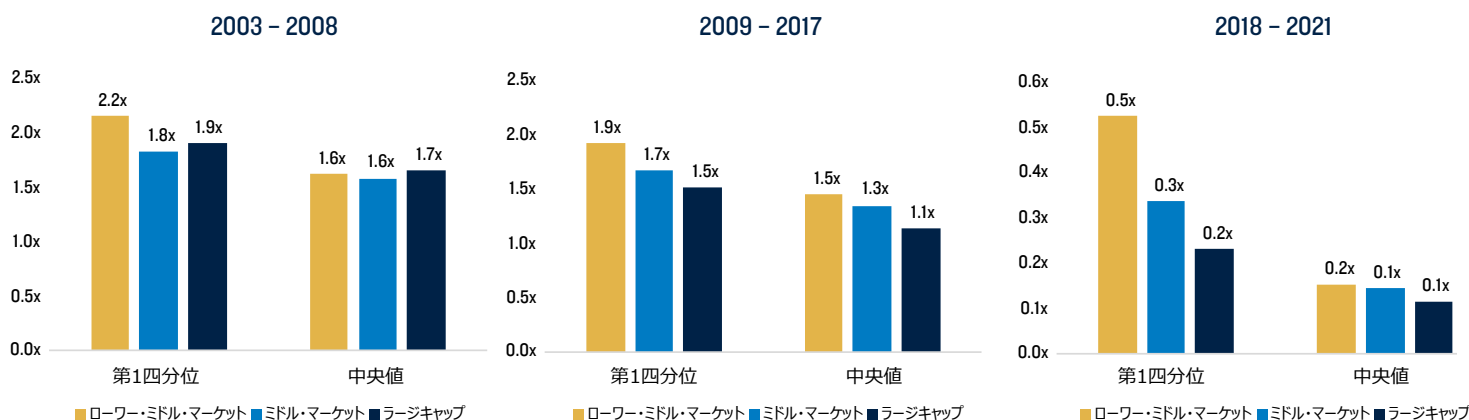
セカンダリー・マネージャーを含む一部のファンドマネージャーは、低金利環境下で積極的にレバレッジを追求していたが、現在は需要が伸び悩む中で多額の債務返済コストに直面している。ミドル・マーケット戦略、特にローワー寄りの戦略では、価値創造のためのレバレッジ使用を制限することが多く、これが低いレバレッジ倍率につながっている。²

小型ファンドが大型ファンドのパフォーマンスを上回る傾向は、2025年以降もさらに拡大する可能性がある。中央銀行が金利を引き下

げれば、中小企業にとって不釣り合いなほどの恩恵がもたらされる可能性もある。

分配金支払いの増加傾向は、現在のサイクルだけでなく、2003年～2008年、2009年～2017年、2018年～2021年のビンテージ（組成年）のファンドを比較しても一貫して見られる傾向であり、いずれも市場が不安定な時期も安定している時期も、ローワー・ミドル・マーケットがDPI（実現倍率）を高める傾向にあることを示す兆候である。

DPIパフォーマンス（2003年～2008年、2009年～2017年、2018年～2021年の各ビンテージ）



出所：Preqin（2024年3月31日時点のデータ）。この分析には、北米および欧州の2003年～2021年のパイアウト・ファンドが含まれる。2003年～2008年のビンテージには世界金融危機（GFC）の時期に投資したファンドが、2009年～2017年のビンテージにはGFC後の強気市場で投資したファンドが、2018年～2021年のビンテージにはCOVID-19パンデミックと不況環境の中で、潜在的に高い評価額で投資したファンドが含まれる。

2. Cambridge Associates LLCのデータによると、2000年～2020年の間における買収時の平均レバレッジ倍率は、企業価値にして2億5000万米ドル未満の企業で3.2倍、2億5000万米ドルから10億米ドルの企業で4.6倍、10億米ドルを超える企業で5.9倍となっている。

留意事項 1

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。一般的に、PGIMフィクスト・インカムは、適格機関投資家、金融仲介業者、機関投資家の皆様にサービスを提供しています。特定の投資ニーズに関する情報が必要な投資家のお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。

本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示・黙示を問わず何ら保証または表明するものではありません。

本資料に含まれる予測、予想、特定の情報は独自の調査に基づくものであり、投資アドバイス、投資に関する提案、勧誘、いかなる金融商品の購入や売却を推奨するものではありません。予測や予想には固有の限界があり、実際のパフォーマンスとは異なります。また、実際の取引、流動性の制約、手数料についても反映されていません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

債券市場への投資は、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどに晒されています。ほとんどの債券および債券戦略は、金利変動の影響を受けます。満期までの期間が長い債券および債券戦略は、満期までの期間が短いものに比べてより金利変動の影響を受け易く、価格が大きく変動する傾向があります。一般的に、金利上昇によって債券価格は下落し、特に低金利環境下でリスクが高まります。相対取引における取引相手方のカウンターパーティー・リスクが高まることで、市場の流動性低下や債券価格の大きな変動がもたらされる可能性があります。債券投資では、償還時に当初取得価額に損失が生じる可能性があります。モーゲージ証券およびABSは特に金利変動の影響を受け易く、期限前償還のリスクがあります。また、一般的には、政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たす保証はありません。高利回りの低格付債券は高格付債券よりも大きなリスクを伴い、これらに投資するポートフォリオは、投資しないポートフォリオよりも大きな信用リスクおよび流動性リスクに晒される可能性があります。外国債券に投資する場合には、特に新興国を中心に、為替変動、経済的・政治的リスクに晒される可能性があります。為替レートは短期間で大きく変動する可能性があり、これによってポートフォリオのリターンが減少する可能性があります。商品は、市場リスク、政治リスク、規制リスク、自然条件に関連するリスクなどに晒されており、全ての投資家に適した投資対象ではありません。また、分散投資によって損失が回避される保証は有りません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V. は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および /または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。スイスでは、ロンドンのPGIMリミテッドが、チューリッヒの駐在員事務所を通じて情報を提供しています。チューリッヒの事務所所在地は以下の通りです：Kappelergrasse 14, CH-8001 Zurich, Switzerland. ロンドンのPGIMリミテッド、チューリッヒ駐在員事務所は、スイス金融市場監督局 FINMAによって認可および規制されており、スイスのFinSA第4条第3項および第4項の範囲内で投資の専門家または機関投資家に情報が提供されます。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) の規制対象事業体であるシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が、資産管理を行うCMSライセンスに基づいて情報を提供しています。PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.は、免除された財務アドバイザーです。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、豪州2001年会社法で定義されている販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアはPGIMリミテッドの関連会社であり、金融サービスの提供に当たり2001年オーストラリア法人法に基づくオーストラリア金融サービス免許の保有義務が免除されています。PGIMリミテッドは、英国法に基づくFCA (登録番号：193418) による規制およびASIC Class Order 03/1099の適用により免除されています。英国法はオーストラリア法とは異なります。カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されおらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインク作成の“2025 BEST IDEAS: ALPHA OPPORTUNITIES BEYOND THE MACRO VOLATILITY”におけるMontana Capital PartnersのパートをPGIMジャパンが監訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIMグループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

本資料内で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示目的であり、推奨ならびにこれらにかかる将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第392号

加入協会：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

PGIMJPXXXXX
XXXXXXX_YMD