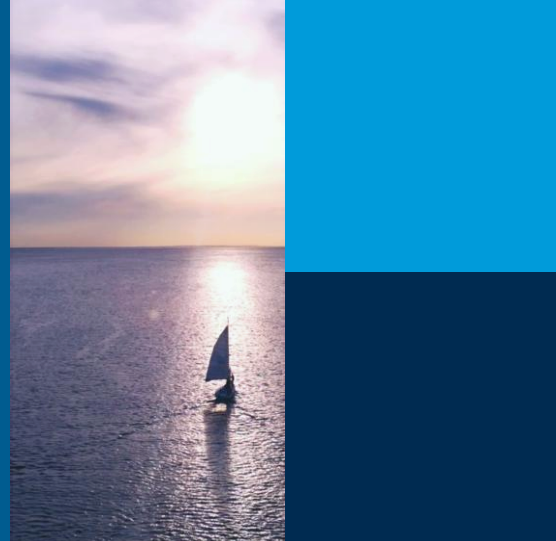


ミドルマーケット・ プライベート・エクイティの新時代

変化する市場で求められる5つの視点



INSIGHT | MORGAN STANLEY CAPITAL PARTNERS | September 2026

要点

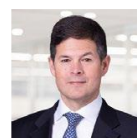
- ・ ミドルマーケットのプライベート・エクイティを取り巻く環境は大きく変化しており、2010年代にリターンを支えた好条件が今後も続くとは限りません。
- ・ 優良資産の獲得競争が激化する一方、リミテッド・パートナーは、投資先ファンドやその運用会社をこれまで以上に厳選しています。
- ・ 投資機会を見極め、価値を創出するうえでは、特定のサブセクターに関する深い専門性と、他社と差別化された案件発掘戦略が重要です。
- ・ 十分な人材・経営資源と実績を有する価値創出の仕組みは、投資成果のばらつきの抑制や、投資判断の精度向上に寄与し得ると考えます。AIも、具体的な成果をもたらす競争優位の源泉になりつつあります。
- ・ 計画的に投資資金を回収し、投資家へ分配する能力が、ミドルマーケット市場における新たな差別化要因となっています。

変化するミドルマーケットの投資環境

パンデミック前のおよそ10年間、ミドルマーケットのプライベート・エクイティは、総じて良好な市場環境の恩恵を受けてきました。借入コストは低く、資金調達も容易で、一般に5年程度とされる保有期間中に、企業価値は上昇する傾向にあり、エグジット環境も安定していました。

こうした環境では、規律ある投資が報われる一方、多少の判断ミスがあっても良好な市場環境によって支えられやすい面がありました。プライベート・エクイティ・スポンサーが優良企業を妥当な価格で取得できれば、ほとんど「Buy and Hold」の比較的単純な戦略でも、一定のリターンを得られたと当運用チームは考えます。しかし、当チームはこの前提が変わったと考えています。経済成長は鈍化し、消費需要、投入コスト、労働市場、通商政策を巡る変動が大きくなったことで、投資判断を誤った場合の影響が従来以上に大きくなっています。市場には潤沢な資金が存在するものの、調達コストが高止まりしているため、借入環境は厳しい状況が続いています。記録的な資金流入を背景に、プライベート・クレジットは規模を拡大し、資金供給力も高まっていますが、金利水準は依然として2010年代を大きく上回っています。

AUTHORS



AARON SACK

マネージング・
ディレクター、
Head of Morgan Stanley
Capital Partners



PATRICK WHITEHEAD

マネージング・
ディレクター、
Morgan Stanley
Capital Partners



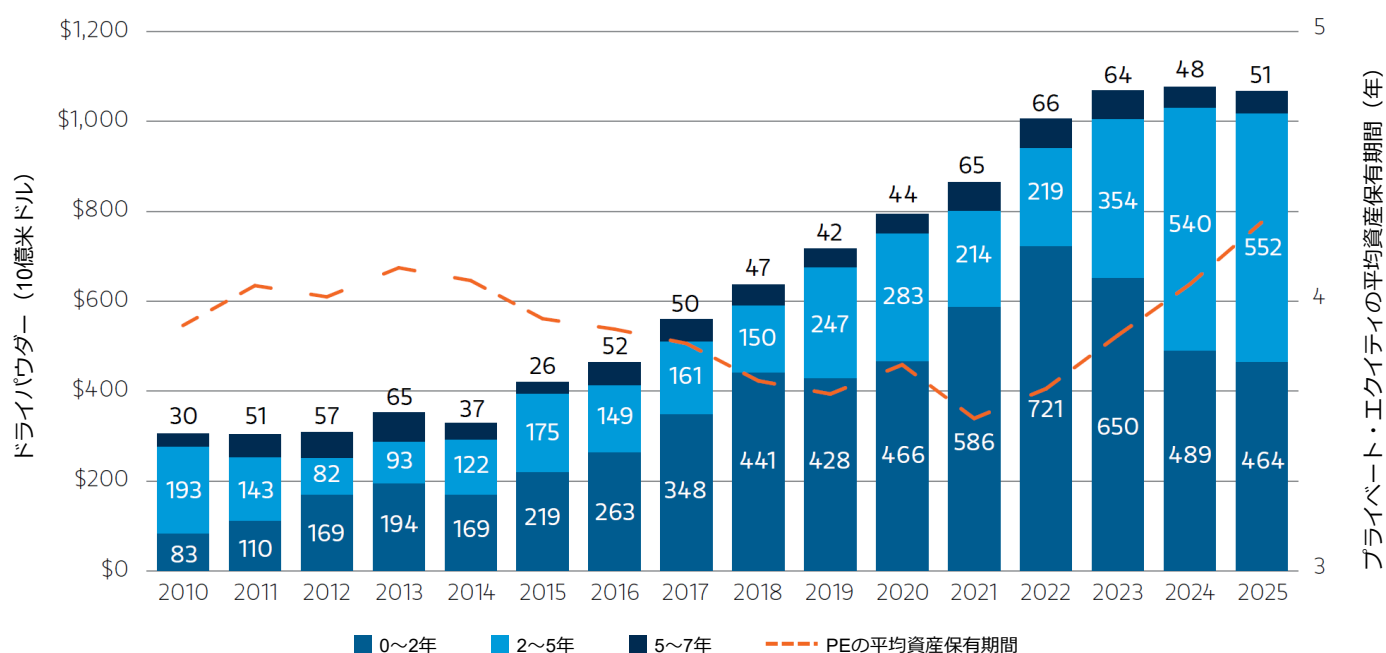
TIM CLARKE

エグゼクティブ・
ディレクター、
Head of Private Credit
& Equity Research

図表1

ドライパウダーと投資済み資産の経過年数は過去最高水準

米国プライベート・エクイティのドライパウダー（投資待機資金）：ファンド設立後の経過年数別



Source: Pitchbook, US Only. Dry powder data as of December 31, 2025. Asset holding period data as of June 30, 2026.

借入コストの上昇は、投資先企業のキャッシュフローを圧迫し、レバレッジによる株主資本リターンの押し上げ効果を弱めます。そのため今後は、投資先企業の利益成長がプライベート・エクイティのリターンを左右する重要な要因となるでしょう。パンデミック前の金利環境と比べると、同じMOICを実現するには、平均的な投資案件において、従来のおよそ2倍の利益成長を実現する必要があると考えます。

ドライパウダーは2010年代より高水準にありますが、総額以上に重要なのは、その資金が調達されてからの経過期間です。2025年末時点で、6,000億米ドル超、全体の約55%が設立から2年以上経過したファンドに残っており、過去最高となっています（図表1）。これらの資金は現在とは異なる市場環境で調達されており、現在投資実行のペースが過去平均を下回るなか、ファンドの投資期間は終盤に差しかかっています。

投資期限が迫っているスポンサーが案件獲得を急ぎ、積極的な価格提示を行えば、買収競争が激化し、取得価格が投資採算に見合わない水準まで上昇することで、最終的にリターンを押し下げる可能性があります。

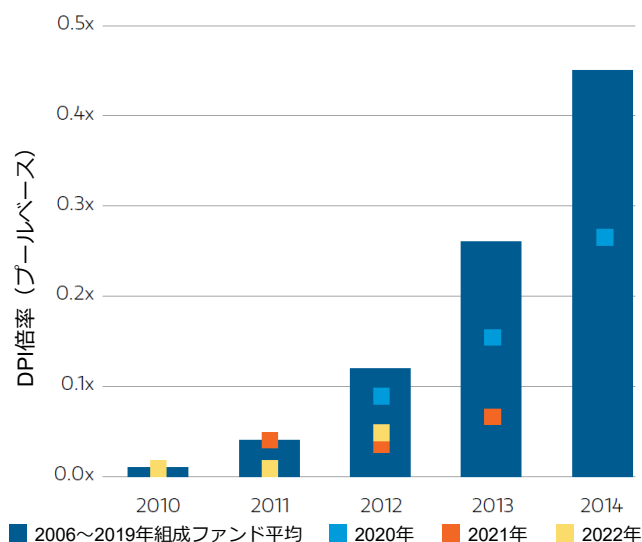
取引件数の減少が、この問題をさらに深刻にしています。投資先企業の保有期間は従来の3～5年から5～7年、あるいはそれ以上へと長期化しており、PitchBookの推計では、未売却のプライベート・エクイティ資産は3万件超に積み上がっています。仮に市場環境が明日から改善したとしても、この未売却資産が解消されるまでには数年を要するとみられます。

図表2

近年のビンテージ・ファンドではDPIの進捗が過去平均を大幅に下回る

米国プライベート・エクイティ・ファンドのDPI

（払込済み資本に対する累積分配額の倍率）：ビンテージ年別



Source: Pitchbook, US Only. As of December 31, 2025.

取引件数の減少に伴い、スポンサーからリミテッド・パートナーへの分配も減少しています。2006年から2019年に組成されたファンドの中央値では、払込済み資本に対する累積分配額は、運用開始から5年目までに0.45倍、8年目までに1.0倍超に達していました。¹

¹ PitchBook. As of December 31, 2025. US buyout funds only.

一方、近年のファンドでは元本の回収が遅れています。2020年ビンテージのファンドは5年目までに0.27倍を分配したのに対し、2021年ビンテージのファンドは4年目までにわずか0.07倍にとどまりました（図表2）。これは、ファンド運用開始後の同じ経過年数で比較した過去の分配ペースの3分の1未満です。

こうした分配の遅れを受け、LPが重視する指標の優先順位も変化しています。現在では、多くのLPがIRR（内部収益率：投資期間を考慮した収益率）よりも、DPI（払込済み資本に対する累積分配額の倍率）を重視しています。

この傾向は、すでに資金調達の動向にも表れています。ファンドの最終クローズ件数は2022年以降、約40%減少しており、投資資金を着実に回収・分配してきた実績を示せるスポンサーに資金が集中しています。

その結果、投資と売却の両面で市場環境が厳しさを増し、案件の取得だけでなく、投資先企業の売却も一段と難しくなっています。今後のリターンは、良好な市場環境によるリターンの押し上げを期待するのではなく、EBITDA（金利・税金・減価償却費控除前利益）の着実な成長と、投資先企業の事業改善によって生み出す必要があります。そのためスポンサーには、案件の発掘から投資先企業の経営支援、売却までを一貫して行う、一貫性と差別化を備えたプロセスが求められるでしょう。

市場平均を上回るリターンを生み出す要因

2010年代が、景気拡大という追い風によって市場全体が押し上げられた時代だったとすれば、今後10年は運用会社間のリターン格差が拡大する時代になると当チームは考えます。調達から時間が経過したドライパウダーが積み上がるなか、資金調達力そのものは、もはや差別化要因ではなくなりました。また、負債調達コストが高い環境では、財務レバレッジなどのファイナンス手法だけで差をつけることも難しくなっています。

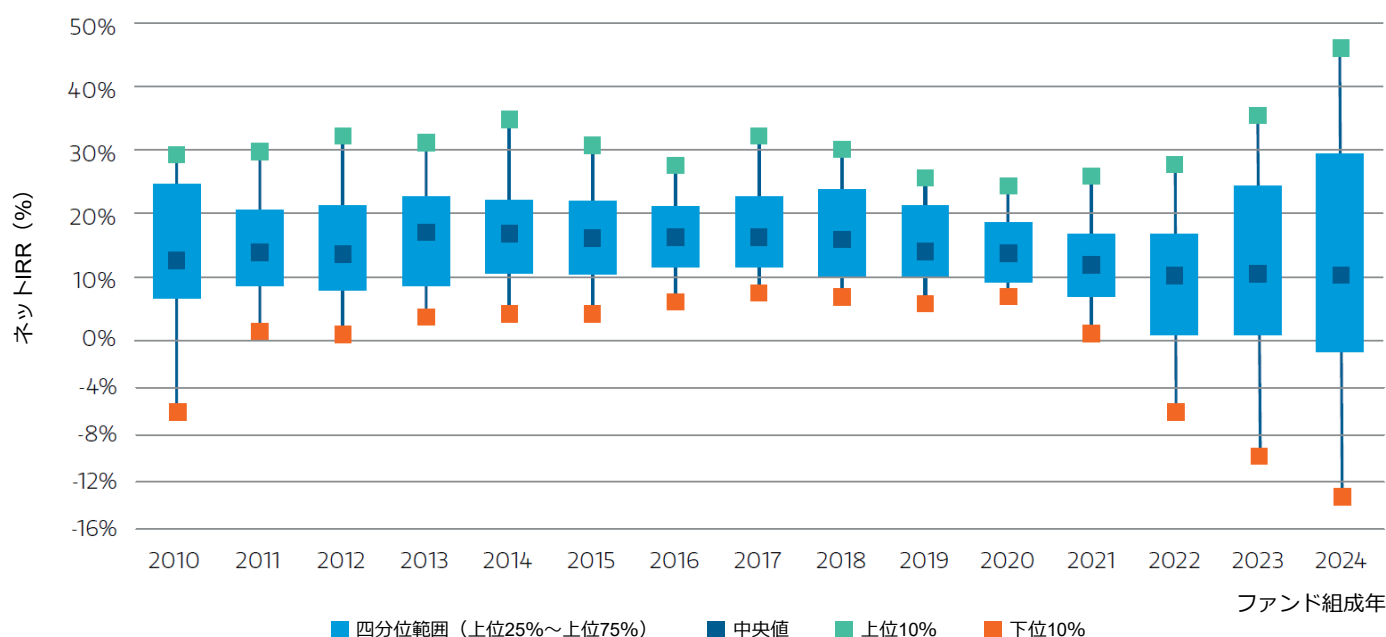
今後の超過収益は、各スポンサーの戦略や重点領域、事業運営力、活用できる人材・経営資源によって、これまで以上に左右されると当チームはみています。上位の運用会社と平均的な成績にとどまる運用会社を分ける重要な要素として、次の5点を挙げます。

- 1 明確な投資テーマに基づく、特定のサブセクターに関する深い専門性
- 2 差別化された案件発掘戦略
- 3 十分な専門人材と体制に裏付けられた、再現性のある価値創出力
- 4 AI活用による具体的な企業価値の向上
- 5 計画的な資金回収と投資家への分配

図表3

プライベート・エクイティ・ファンドのリターン格差は近年拡大

米国プライベート・エクイティ・ファンドのネットIRR分布：ビンテージ年別



Source: Pitchbook, US Only. As of December 31, 2025.

1 明確な投資テーマに基づく、特定のサブセクターに関する深い専門性

取得価格の判断ミスが許容されにくくなるなか、特定のサブセクターに関する深い専門性は不可欠になったと考えます。複数の重点業種・サブセクターに深い知見を持つスポンサーは、マーケットが認知する前に投資機会を見つけ、売り手や対象企業の経営陣から信頼を得るとともに、デューデリジェンス（投資前の精査）と価値創出の双方に過去の経験から得た知見を活用できます。こうした経験と知見は時間とともに蓄積され、他社よりも迅速かつ高い確度で投資判断を行うことを可能にするでしょう。

ただし、これは投資対象を過度に絞り込んだり、単一のセクターだけに特化したリすべきだという意味ではありません。各セクターの相対的な投資パフォーマンスは、局面によって変化します（図表4）。

そのため、一つの業種に集中したポートフォリオは、個別銘柄をどれほど厳選しても、その業種固有の景気循環の影響を受けます。当チームは、幅広い業種を対象とする総合型戦略や、一つのセクターだけに偏った投資ではなく、明確に定めた複数のサブセクターで深い専門性を備えることが最適な戦略だと考えています。

2 差別化された案件発掘戦略

ミドルマーケットの仲介会社との関係は、プライベート・

エクイティ投資を成功させるうえで引き続き重要であり、スポンサーにとって欠かせないものです。

一方で、幅広い買い手による競争入札が始まる前の投資機会を独自に見つけ、独自案件として組成できる体制は、重要な差別化要因になっていると考えます。独自の案件発掘によって、投資候補企業を早期に特定し、市場の他の買い手が注目する前に動くと、より有利なバリュエーションで取得できる可能性があります。

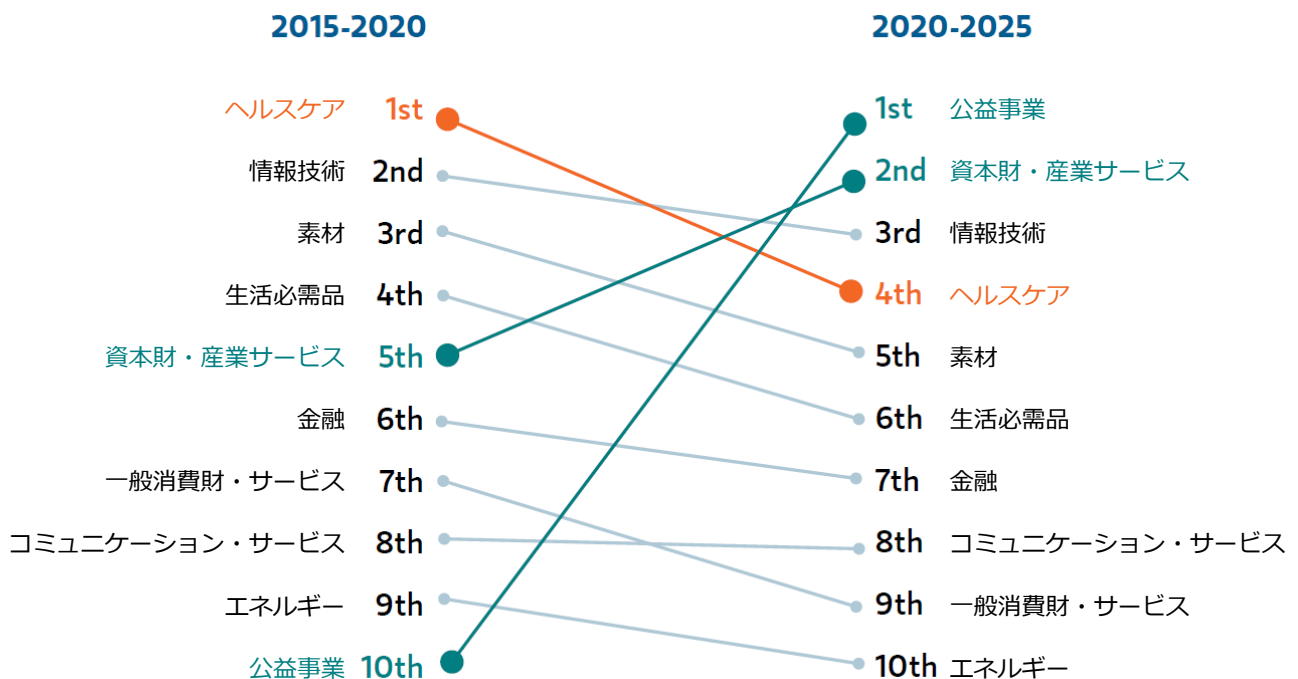
前述の競争環境を踏まえると、より有利なバリュエーションで取得できる可能性は特に重要です。プライベート・エクイティ市場では、調達後、長期間にわたり未投資となっている資金を早期に投資すべきという圧力を受けているスポンサーが多く、広く買い手を募る入札案件では競争によって取得価格が押し上げられやすくなります。

独自に発掘した案件と競争入札案件との取得価格差については推計に幅がありますが、市場参加者の間では、独自発掘案件は一般に相対的に割安な価格で取得できると認識されています。

こうした独自の案件発掘体制は、一朝一夕に構築できるものではありません。真に差別化された案件発掘には、組織全体で継続的に取り組むこと、企業オーナーや経営者との幅広い関係を組織的かつ粘り強く築くこと、そして市場での高い評価と信頼を長期的に築き、維持する姿勢が必要だと考えます。

図表4

過去10年間でプライベート・エクイティの業種別パフォーマンスは変化
プライベート・エクイティの売却リターン（業種別構成）



Source: MSCI Private Assets, as of March 31, 2026. 75th percentile (top-quartile) TVPI of realized exits; Real Estate and unclassified funds excluded.

3 十分な専門人材と体制に裏付けられた、再現性のある価値創出力

財務レバレッジなどのファイナンス手法による押し上げ効果が期待しにくいなか、今後のリターン的大部分は利益成長によって生み出す必要があると考えます。直近の売却データもこの見方を裏付けています。2022年から2025年の売却案件では、売却時MOICのうち約80%が、売上高の成長と利益率の改善によってもたらされ、2015年から2019年の55%から上昇しました。一方、評価倍率の上昇による寄与は0.95倍から0.49倍へ低下しています（図表5）。ミドルマーケット企業で実質的な利益成長を持続的に生み出せる事業基盤を構築することは容易ではありません。当チームは、専任チームと再現性のある実行手順を備えたスポンサーのパフォーマンスが、そうした体制を持たないスポンサーのパフォーマンスを上回ると考えています。

最も明確な違いは、スポンサーが案件ごとに外部の経営支援人材へ依存しているか、社内に専任組織を構築しているかです。投資前のデューデリジェンスから売却まで一貫して関与する専任チームは、営業力の強化、価格設定の規律、調達、運転資本管理など、企業価値を高める主要な施策に継続的かつ一貫した専門性を発揮できます。

再現性のある価値創出手法を確立することは、投資成果のばらつきを抑え、スポンサーの投資判断プロセスとの好循環も生み出します。類似する業務改善プログラムを複数の企業で実行した経験を持つスポンサーは、初めて取り組むスポン

サーに比べ、次の類似案件について、より高い確度で投資判断を行うことができるでしょう。

適正な取得価格を見極めにくい環境では、利益成長を迅速かつ高い確度で見極められる能力が、重要な差別化要因になり得ると考えます。

4 AI活用による具体的な企業価値の向上

過去2年間で、人工知能（AI）は、一部の先進企業による試験的活用の段階から、具体的な企業価値を生み出す段階へと移行しました。問われているのは、AIを活用するかどうかではなく、どの領域に導入すれば最も大きな効果を得られるかです。

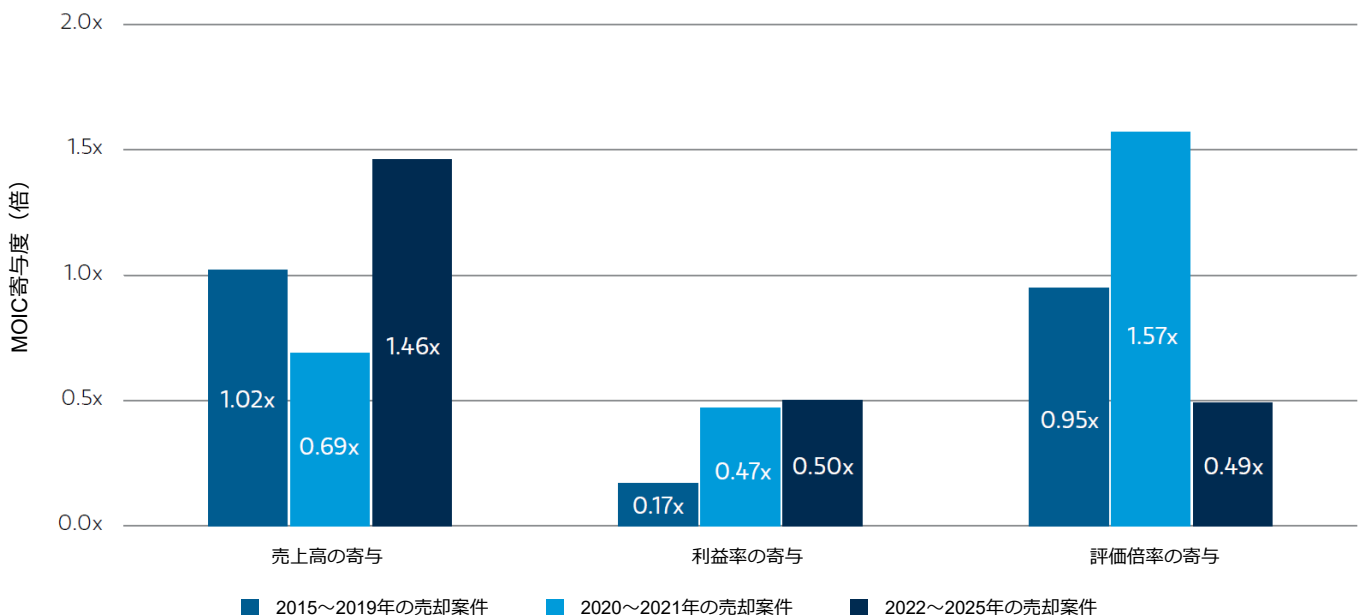
現在、実際の価値創出につながっているAIの活用領域は主に二つあります。第一はデューデリジェンスです。市販のツールでも、データルームの資料全体を確認し、具体的に詳細な質問にほぼ即時に回答できるようになっています。

スピードと判断の確度が競争優位を左右するデューデリジェンスでは、この迅速化が大きな強みになり得ると考えます。

第二は、より大きな効果が期待される、ミドルマーケット・スポンサーの投資先企業におけるAI活用です。AIは、売上成長、コスト管理の高度化、業務効率の向上に大きく貢献し得ます。ミドルマーケット企業では、IT部門の人材やIT投資が不足していることが多いため、価格分析、営業生産性、顧客サービス、間接業務の自動化など、AIによる改善余地が特に大きいと考えます。

図表5

近年の売却案件では、売上高成長がリターンに与える影響が大幅に拡大



Source: MSCI Private Assets. As of June 30, 2025.

ミドルマーケット企業におけるAI活用の潜在的な効果は、特に大きいと考えられます。多くのミドルマーケット企業では、テクノロジーの導入水準がまだ低い一方、従来は大きな障壁となっていた基幹システム上の制約も、現在では以前より解消しやすくなっています。

当チームは、AIを積極的に導入しないプライベート・エクイティ・ファンドの投資先企業は、競争から取り残される可能性があると考えます。ただし、市場全体で具体的な成果が均一に現れているわけではありません。AIによる価値創出を妨げる要因は、技術そのものよりも組織面にあることが多く、データが分散していること、責任の所在が不明確なこと、ガバナンスが不十分なことが、プロジェクト失敗の主因になりがちです。

再現性のある価値創出を実現するスポンサーは、AIを場当たり的な単発プロジェクトとして導入するのではなく、責任者と重要業績評価指標（KPI）を明確に定め、事業運営の中核に組み込んでいます。

5 計画的な資金回収と投資家への分配

前述のとおり、取引件数が少なく、投資家への分配も低調な環境では、スポンサーには二つの選択肢があります。従来のような売却環境が戻るのを待つか、または多様な手段を活用して、投資資金を継続的に回収し、投資家への分配を進めるかです。

DPIが上位25%に入るスポンサーは、一般に後者の方針を採用し、幅広い手段を活用して投資家へ継続的に資金を還元する方法を模索しています。

DPIを高めるうえで最も重要かつ効果の大きい手段は、引き続き、高いMOICで投資先企業を全面売却する従来型の出口戦略です。

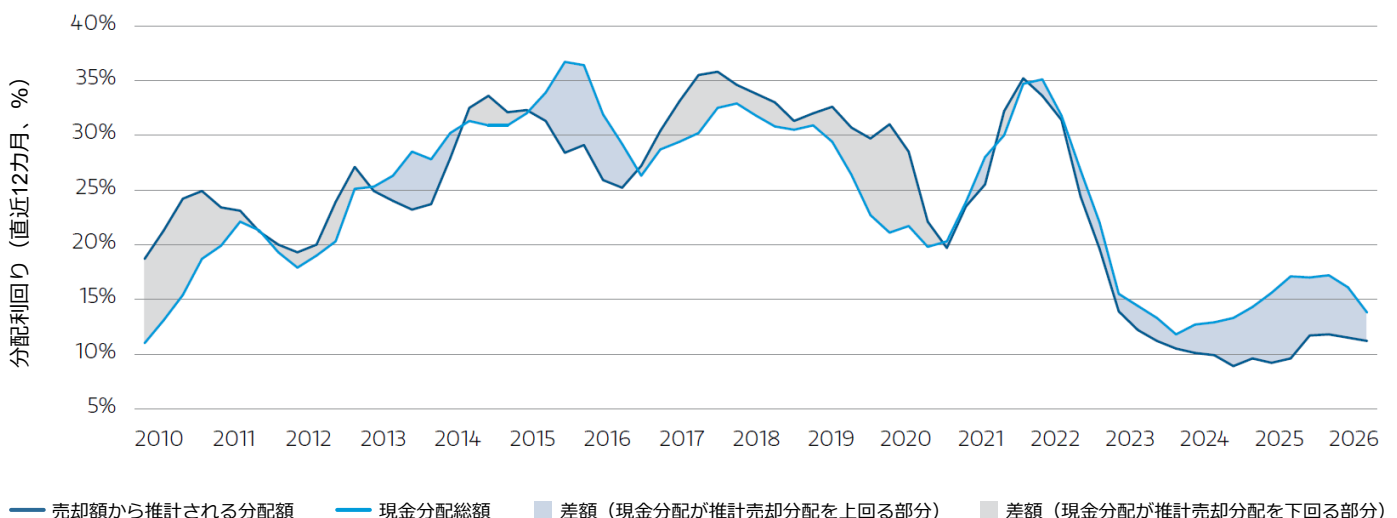
経済環境にかかわらず、妥当な評価額で投資し、投資先企業の利益を成長させ、買い手にとって魅力的な事業基盤を構築できるスポンサーは、適切な時期に市場平均を上回る評価額で売却できると考えます。アッパー・ミドルマーケットや大型案件を手掛けるスポンサーは、引き続き大規模なファンドを組成しており、質の高いミドルマーケット資産に対する買い手層は厚いとみています。

過去10年間で、従来型の全面売却以外にも幅広い選択肢が発展してきました。コンティニュエーション・ビークル（CV：既存ファンドの投資先を新たなビークルに移管し、保有を継続する仕組み）を活用した取引は、例外的な解決策から、厚みと流動性を備えた市場へと発展し、GP主導型セカンダリー取引の規模は過去最高水準に達しています。一部持分の売却などの手法を活用すれば、今後も価値向上が期待できる資産の支配権を維持しながら、一部を現金化できるでしょう。また、資本構成に改善余地がある企業では、配当も中間的な資金回収手段となります。

これらの手段を慎重に活用することで、市場環境が不利な局面での売却による価値毀損を避けながら、妥当な期間内にLPへ資金を還元できると考えます。LPがDPIを今後のファンド出資判断における重要指標としている市場では、安定した分配を実現できるスポンサーが、継続的なファンド運営と事業規模の拡大において優位に立つとみられます。

図表6

プライベート・エクイティの現金分配総額と売却額から推計される分配額との差が拡大し、追加的な流動性確保手段の活用を示唆



Source: PitchBook, Morgan Stanley Investment Management. US only. As of March 31, 2026.

今後10年を見据えた運用体制

当チームの見方では、これら5つの要素のいずれか一つだけで高いリターンを実現することは困難です。これらすべてを一貫して実行できるかどうか、運用成績が上位25%に入る運用会社と、それ以外の運用会社を分けると考えます。

サブセクターに関する専門性を持たないミドルマーケット・スポンサーは、専門性を備えた競合に案件獲得で後れを取る可能性があります。

独自の案件発掘力がなければ、競争によって押し上げられた価格で案件を取得せざるを得ない場面が増えるでしょう。また、明確で実績のある価値創出手法を持たなければ、その取得価格に見合うリターンを実現するために必要な利益成長を達成することは難しくなります。

重要事項

本資料は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが作成した情報に基づき作成又はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で発行したレポートを邦訳したものであり、情報提供のみを目的としたもので、法令に基づく開示資料ではありません。本資料と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。

本資料は特定の金融商品、有価証券、投資戦略又はサービスの取得、売買若しくは申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。

本資料に含まれる情報は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、完全性又は有用性を保証するものではありません。本資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。本資料に記載された見解、意見、予測及び分析は作成時点のものであり、市場、経済その他の状況により予告なく変更されることがあります。また、それらが実現することを保証するものではありません。これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

本資料中の図表、数値、シミュレーション及び過去の実績は、将来の運用成果又は投資成果を示唆若しくは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントに帰属します。当社の事前の承諾なく、本資料の全部又は一部を複製、転載、配布又は第三者へ提供することはできません。

投資一任契約に関する事項

本資料は、当社の投資一任契約及び投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨又は勧誘を目的とするものではありません。投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当運用チームに一任し、当運用チームがこれをお引き受けするものです。お客様は投資を行うのに必要な権限を当運用チームに委任し、当運用チームは委任された権限を行使するにあたっては、当運用チームの投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

morganstanley.com/im

さらに重要なのは、投資家へ継続的に資金を還元できないスポンサーは、後継ファンドの資金調達が一段と難しくなる可能性が高いという点です。

今後も、ミドルマーケット・プライベート・エクイティではファンド間の運用成績の差が広がると予想します。これら5つの要素を十分に備えていないスポンサーはリターンの維持に苦戦する一方、実行力を備えたスポンサーは、市場平均を上回るリターンを実現する可能性があります。必要な人材、体制、仕組みへの投資を進めてきた運用会社にとって、厳しい経済環境は、運用会社間の実力差を明確にする機会となり得ます。真のアルファ（市場要因では説明できない超過収益）を生み出せる運用会社と、良好な市場環境に依存してきた運用会社との差が、より明確になるためです。

リスクについて

オルタナティブ投資は投機性が高く、高度なリスクを伴います。投資家は投資元本の全部又は相当部分を失う可能性があります。オルタナティブ投資は一般に流動性が低く、長期間にわたり資本が拘束される場合があります。また、レバレッジその他の投機的手法を利用する場合があります。その結果、価格変動リスク及び損失リスクが高まる可能性があります。さらに、評価価格の不確実性、投資先事業の業績悪化、規制変更、金利及び信用環境の変化等の影響を受け大きな損失が生じる可能性があります。オルタナティブ投資に係る報酬及び費用は伝統的資産への投資に比べ高く、かかる報酬や費用は投資家が実現できるリターンを押し下げます。運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属し、投資元本は保証されておられません。

受託資産の運用は、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスクや株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク、流動性リスク、金利変動リスク、為替変動リスク、カントリーリスク、デリバティブ取引に伴うリスク及びオルタナティブ投資に伴うリスク等による影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失又は受託資産に関して行われる取引に際し預託すべき委託証拠金その他の保証金の額を上回ることとなるおそれがあります。

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

受託資産の運用に係る費用について

投資顧問契約及び投資一任契約に係る投資顧問報酬として、契約資産額に対して年率2.20%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。投資一任契約に基づいて投資信託を組み入れる場合は、投資する投資信託に係る費用等が投資顧問報酬に加えてかかる場合があります。また、一部の戦略では投資顧問報酬に加えて成功報酬がかかる場合があります。その他の費用として、組入有価証券の売買手数料、先物・オプション取引に要する費用、有価証券の保管費用等を間接的にご負担いただく場合があります。これらの手数料等は契約内容、契約資産の額、運用状況等により異なるため、事前に料率、上限額等を示すことができません。