

創業者企業投資の優位性： ミドルマーケット・プライベート・ エクイティにおけるアルファの発見

インサイト | モルガン・スタンレー・キャピタル・パートナーズ | 2024年3月

キーポイント

- 中規模企業へのプライベート・エクイティ投資は、相対的に突出した収益とEBITDAの伸びを見せてきました。
- 動きの激しいミドルマーケットで成功するためには、スポンサー（エクイティ出資者としてのPEファンド）には独自の戦略とアプローチが求められます。
- 創業者が経営または関与している企業に注目することは、再現性のあるアルファの源泉となり得ます。
- 創業者企業の案件には多くの場合、ユニークで多様な価値創造の機会があります。
- 創業者企業への投資で成功するためには、適切な組織文化、アプローチ、インセンティブが必要です。

優れた価値創造の場であるミドルマーケット

過去20年間で、プライベート・エクイティ（PE）は比較的ニッチな資産クラスから、多くの新規参入により競争が激化する資産クラスへと成長しました。現在では、大企業、中堅企業、中小企業、そしてその中間に位置するあらゆる企業を対象とした専用の戦略が提供されており、毎年多くのプライベート・エクイティ・マネジャーが誕生しています。

こうした中、ミドルマーケットは特に創業者が関与する企業にとって、差別化されたアルファの源泉になり得ると私たちは考えています。しかし、ミドルマーケットでアルファを生み出すには、専門的能力、厳格なデューデリジエンス・アプローチ、そしてミドルマーケットで価値を創造するための実証済みのプレイブック（作戦帳）を備えたマネジャーが必要であると私たちは確信しています。このような専門知識は、起業家や創業者とパートナーシップを組む場合において、とりわけ重要になります。本稿では、ミドルマーケットへのこのアプローチに私たちが大きな可能性を

重要:本資料は一般的な情報提供を目的としたものであり、公平性を期するものではなく、また、特定の市場要因に関するモルガン・スタンレーの考えを反映したものです。提供された情報はすべて、情報提供と教育のみを目的として作成されたものであり、特定の証券の売買や特定の投資戦略の採用を提案または推奨するものではありません。本資料の末尾にあるその他の重要な開示事項をご参照ください。

筆者



AARON SACK

運用責任者
マネージング・ディレクター
モルガン・スタンレー・
キャピタル・パートナーズ



PATRICK WHITEHEAD

エグゼクティブ・ディレクター
モルガン・スタンレー・
キャピタル・パートナーズ

見出す理由を概説いたします。まずは、ミドルマーケット投資のこれまでの実績を検証したいと思います。

アセットクラスとしてのPEは一貫して高いリターンを生み出してきましたが、その中でもミドルマーケットは非上場企業の数が増大で、大きな価値創造の可能性のあることから、特に魅力的な投資先として浮上してきました。2022年末時点で、米国には従業員数20～1,000人の企業が約66万社あり、ミドルマーケットにフォーカスするスポンサーにとっては魅力的な市場となっています(図表1)。

同時に、PE市場のリターンに関するモルガン・スタンレー独自のデータによると、スポンサーは米国のミドルマーケット投資において、大型案件と比較して、より高い相対収益とEBITDA成長を獲得する可能性があります(図表2)。

ミドルマーケットPEがこれまでアウトパフォームしてきた理由

PEによる小型～中堅企業への投資実績には、なぜ競争力があるのでしょうか？私たちは、持続的なアルファ創出の可能性を高めると考えられるいくつかの構造的特徴を特定しました。

- 第一に、定義上当然と言えば当然ですが、ミドルマーケットの投資先企業は市場シェアが小さく、新規顧客、新製品、新市場、あるいはこれら3つの組み合わせによる大きなオーガニック(既存の経営資源を活用した)成長の余地があります。これとは対照的に、成熟市場のリーダー企業は通常、将来の成長の可能性が限られています。

- 第二に、ミドルマーケット企業には多くの場合、事業が成長するにつれて、ベンダーへの支払いコストを削減し、企業の効率化を推進するために規模を拡大することによって、利幅を拡大する大きなチャンスがあります。

- 最後に、ミドルマーケット企業は、フラグメントな(小さなニッチ市場が数多く存在する)業界で事業を展開していることが多く、規模が小さいため、追加的な買収

によって大きな株式価値の創造を促進することが可能です。これとは対照的に、より統合・再編され成熟した市場におけるM&Aは、多くの場合、それほど意味のあるものにはなりません。

こうした長所が投資家の関心を高め、2010年以降、ミドルマーケット投資

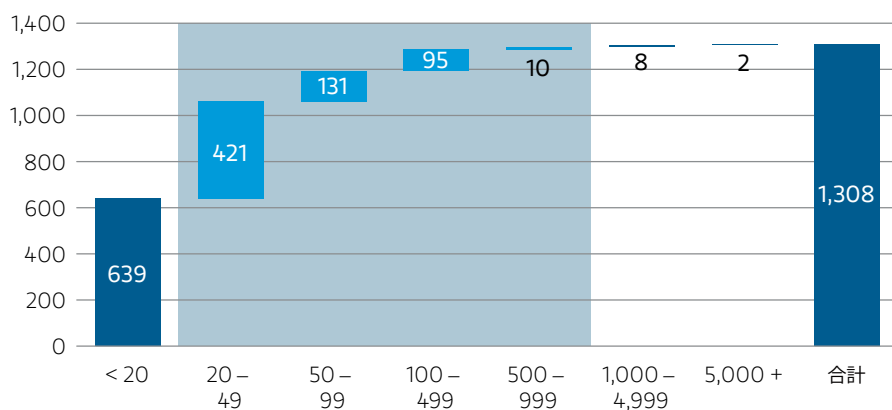
のための年間調達資金額は340億ドルから1,790億ドルに増加し、PEエグジット全体に占めるミドルマーケット取引件数の割合は82%から90%に増加しています(図表3)。

ミドルマーケットに多くの注目と資本が流入しているため、平均的なPEオーク

図表1
中堅・中小の非上場企業は、PEにとって潤沢なターゲットとなっている。

約66万社の米国企業の従業員数は20人から1,000人である

従業員数別米国企業数
従業員数10人以上の全企業、単位:千人

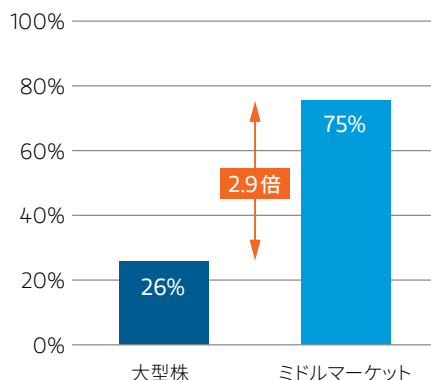


出所: 米国内閣調査中小企業統計 (2020年SUSB事業所産業別年次データ表(census.gov))

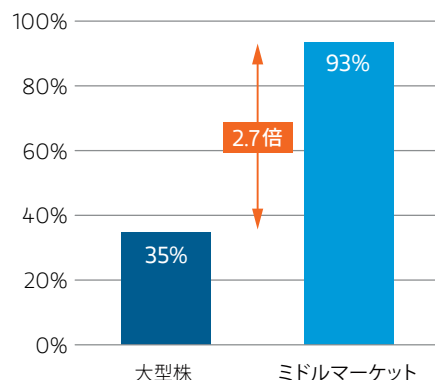
図表2
ミドルマーケットのPE投資は、大型PE投資を上回る収益とEBITDA成長の牽引役となってきた。

エントリーからエグジットまでの加重平均収益変化率

エントリーからエグジットまでの加重平均収益変化率



エントリーからエグジットまでのEBITDAの加重平均変化率



出所: MSIMデータベースにおける取引レベル(米国案件のみを対象とし、モルガン・スタンレーによる案件を除いた取引)の情報。2023年6月30日時点のEV、収益、EBITDA、純有利子負債、公開会社/非公開会社について報告する投資先企業のサンプルを示しています。サンプルのユニバースと規模を考慮すると、選択バイアスの可能性があります。ミドルマーケットは、取引額(TEV)が5億ドル以下と定義されます。サンプルは大型株37件、中型株129件の合計166件です。分析は異常値を除いています。

ションのプロセスは競争が激しくなり、割安な投資機会は縮小しています。

創業者が関与する取引の魅力

その結果、スポンサーは、株式価値創造の機会が最も大きい市場のサブセグメントを特定し、そこに特化する必要に迫られることになると思われます。スポンサーは、トップクラス（上位25%以内）のパフォーマンスを実現するための、さらなる強みを必要とするようになるでしょう。その達成に当たっては、ミドルマーケットで持続可能なアルファの源泉となり得る企業の創業者と直接提携することによって見出すことができると私たちは考えています。この点は、図表4に明らかです。この図表には、2007年から2023年までの間に米国の中ドルマーケットPEのエグジットした129社の広範な市場サンプルにおいて、創業者が関与した投資が、創業者が関与していない投資と比較して、相対収益とEBITDAが極めて高かったことが示されています。

創業者が関与する投資には、標準的なミドルマーケットPE投資よりも顕著な多くの利点があると私たちは考えています。

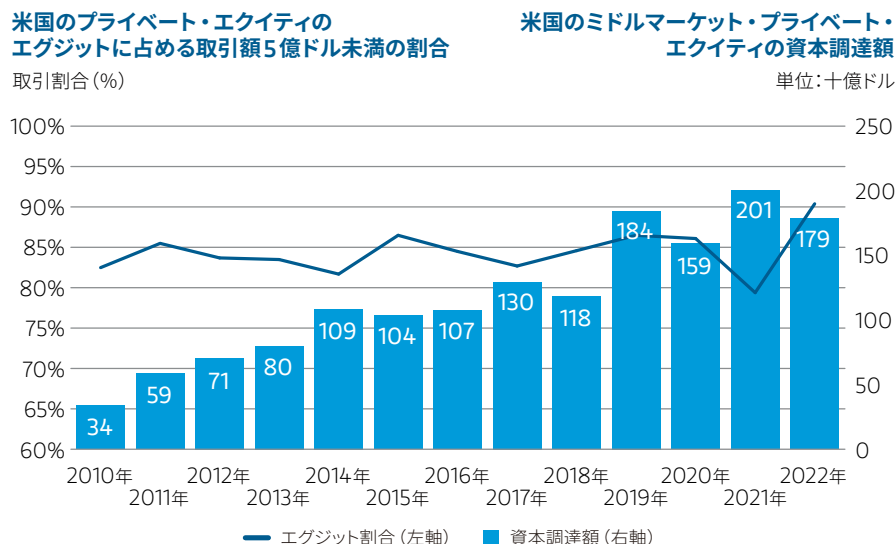
創業者との提携に当たっては、同族経営企業にとって初となる、プロの機関投資家からの資本提供の受け入れを伴うことが多々あります。したがって、重要な下準備は投資前に始まります。創業者の資本再構築（ファウンダー・リキャップ）は、二者間交渉や一部の関係者限定の売却プロセスで進むことが多いからです。そのため、競争は緩やかとなり、スポンサーは事業を評価し、経営陣と強い関係を築くための時間を確保できるケースが多くなります。

創業者が関与する取引には、クロージング後、早い段階での業績改善と事業の専門化の双方においてより大きな機会があると私たちは見えています。既に機関投資家の資本を複数回に渡り受け入れてきた企業とは異なり、創業者が所有してきた企業は、投資開始後早期に収益やマージンを拡大し、プロ人材でチームを構築する機会が豊富です。

最後に、創業者は通常、自らの会社に対して非常に強い愛情を有しており、自分のレガシーや名声を確固たるものにしたという強い意欲を持っていると私たちは感じています。創業者の熱意と支援

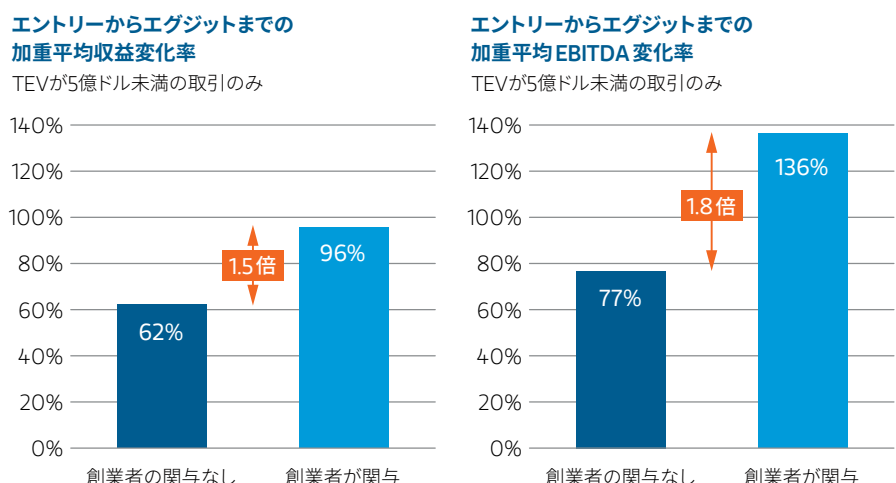
は、有形無形の様々な形で成長を後押しする財産となります。これには、強固な顧客関係の構築、追加買収ターゲットの特定と育成、将来の投資家を呼び込む外交的な役割などが含まれます。

図表3
2010年以降、ミドルマーケットの資本調達額は340億ドルから1,790億ドルに増加した。



注：ミドルマーケットからのエグジットは、TEVが5億ドル未満のエグジットの割合に基づいて計算される。
出所：ピッチブックQ2 2023年米国プライベート・エクイティ年次報告書

図表4
創業者が関与しているミドルマーケット案件は、創業者が関与していない案件をアウトパフォームしている。



出所：MSIMデータベースにおける取引レベル（米国案件のみを対象とし、モルガン・スタンレーによる案件を除いた取引）の情報。2023年6月30日時点のEV、収益、EBITDA、純有利子負債、公開会社/非公開会社について報告する投資先企業のサンプルを示します。サンプルのユニバースと規模を考慮すると、選択バイアスの可能性があります。ミドルマーケットとは、取引額（TEV）が5億ドル以下と定義されます。創業者の関与は、取引時のMSアセットレベル調査に基づき定義されます。サンプルには、創業者の関与がある62件、創業者の関与がない、または不明な67件のミドルマーケット案件129件を含みます。分析は異常値を除外しています。

専門的なアプローチとツールキット

創業者が経営する多くの事業が内包するアルファを十分に引き出すためには、スポンサーは通常のPE取引とは異なる専門的なスキルセットと、成果を最大化しリスクを軽減できるコラボレーションに重きを置いた仕事のやり方が必要であると私たちは考えています。

何よりも、スポンサーは総合的なサポートを提供する用意がなければならないと私たちは確信しています。創業者が関与する取引の多くは、専門の仲介業者が必要な情報・データを揃えてPEファンドに広く声掛けすることがないため、スポンサーは社内で徹底したディリジェンス・プロセスを管理し、多くの創業者が必要とする柔軟なスケジュールで作業する必要が生じる可能性があるからです。

創業者が関与する新規投資の初期においては、スポンサーは経営陣との真の関係構築に時間と労力を割く必要が生じる場合があります。このような関係は、創業者が事業運営や企業文化に大きな影響力を持つことが多いPE投資において、大きな変化を促すうえで極めて重要であると私たちは考えます。このような協力関係を促進するためには、創業者の十分な関与を維持するためのインセンティブを調整する必要があります。スポンサーが出資することで創業者は売却資金を手にするようになりますが、優れたインセンティブ・モデルは、創業者が投資の次の段階に関与し続けるために十分な財務的関与（企業への出資）が保たれる、バランスの取れたものである必要があります。

投資が価値創造の計画と実行の段階に移るにつれ、スポンサーの重要な任務は、創業者の経営上の強みを評価し、それを補完することになります。例えば、典型的な創業者が所有するビジネスは、強力な製品、バリュー・プロポジション（独自の価値）、顧客との関係を持っています。

しかし多くの場合、創業者は業界や他者から外部の視点やベストプラクティスを取り入れてきた経験がありません。この

重要な局面で、具体的な支援を提供するためのツールキット（実行に必要な道具）を有しているのが有能なスポンサーだと私たちは考えます。オーガニック成長、価格最適化、コスト削減、システムやプロセスの一元化、チーム構築など、どのような戦略や戦術を通じてであれ、スポンサーと創業者のパートナーシップによって、財務パフォーマンスと最終的な株式価値創造の両面において、事業を次のレベルに引き上げることができると私たちは確信しています。

創業者が所有する企業へのPE投資が担う今後の役割

スポンサーの競争と新規資金調達が強調に推移しており、取引量は2022～2023年の混乱期を経て正常化する一方で、マクロ経済環境は不確実性とボラティリティの高い局面が続くため、ミドルマーケットPEは動きの激しい投資環境が続くと思われます。持続可能なアルファを生み出すためには、PEスポンサーは差別化された戦略と実践的なオペレーションのツールキットを必要としています。

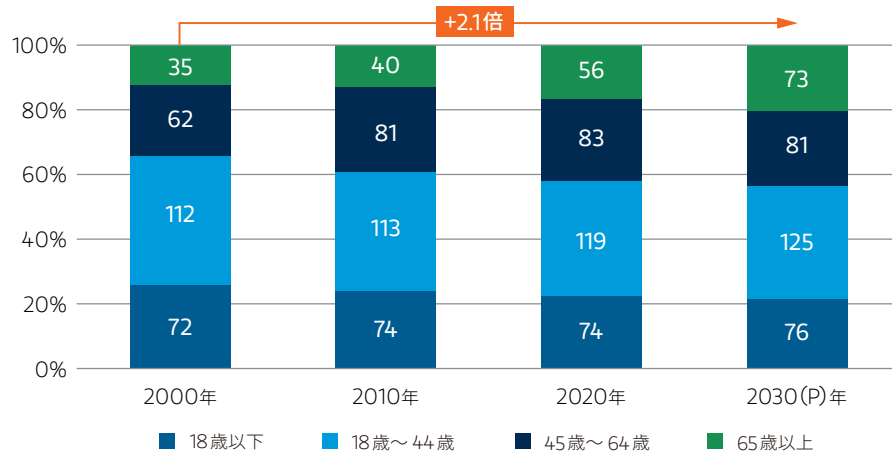
創業者が経営に参画する企業は、スポンサーにとって持続的なアウトパフォームを

実現する機会を創出すると私たちは考えています。米国のベビーブーム世代が引退を迎える中、PE買収のターゲットとなり得る創業者所有企業の供給は増え続けることが予想されます。2030年までに7,300万人の米国人が65歳以上になると予測されており、これらの創業者や家族経営者の多くが事業転換と個人の流動性チャンスを模索する状況になると思われます（図表5）。

創業者が所有する企業は、価値創造のための差別化された投資機会を創出し、PEポートフォリオ内の標準的なミドルマーケット取引を効果的に補完する役割を果たすと私たちは見えています。創業者所有の企業は、オーナーとの提携や連携によって、事業の次の段階を推進するための明確なメリットを提供すると思われます。創業者が経営する企業との提携を成功させるには、本当の意味での関係を構築し、インセンティブを調整し、現場での事業構築と価値創造を推進するための実証済みのオペレーション・ツールキットを導入することに重点を置いた、専門的な戦略とアプローチが必要であると私たちは確信しています。

図表5
ベビーブーム世代の引退に伴い、創業者やその一族のリタイアが相次ぐと予想される。

米国の年齢層別人口割合
総人口に占める割合(%)、棒グラフは百万人単位



出所：「米国の人口動態の転換点：2020年から2060年までの人口予測」（米国国勢調査）

重要事項

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが2024年1月に海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文(英語版)の内容に相違がある場合には原文が優先します。本書は情報提供のみを目的に作成したものであり、いかなる特定の証券の売買のオファーを行うものでも売買の推奨を行うものでもなく、特定の投資戦略を推奨するものでもありません。

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。投資家は投資全額もしくはその相当額を失う可能性があります。オルタナティブ投資は無期限に流動性を諦め、資本をリスクにさらすことを厭わない長期投資家のみ適しています。オルタナティブ投資は極めて流動性が低いのが通常です。オルタナティブ投資はしばしばレバレッジやその他の投機的な手法を用います。その結果、ボラティリティや損失リスクが高まることがあります。オルタナティブ投資は典型的には報酬や費用が他の投資ビークルよりも高く、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。

オルタナティブ投資ファンドは往々にして規制されておらず、投資信託と同じ規制要件を課されていません。また、定期的な価格情報の提供も求められていません。本書に含まれる内容は、特定のクライアントの状況に対する考慮に基づくものではなく、投資アドバイスでもありません。いかなる方法においても税務、会計、法務、規制上のアドバイスと受け止めるべきではなく、投資家は投資判断を下す前に、税務上の影響についてのアドバイスを含めて、独立した法務及び財務専門家のアドバイスを受けられるようお勧めします。

本書中で表明されている筆者の見解や意見は、市場や経済状況によりいついかなる時点においても変更される可能性があり、実現されるとは限りません。さらに、本書作成時点後に入手可能となる情報や経済・市場状況、情勢の変化を反映すべく、アップデートもしくは修正する予定はありません。表明されている見解はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントのすべてのポートフォリオ・マネージャーの意見を反映するものでも会社全体としての見解でもなく、当社が提供する商品やすべての運用戦略に反映されているとは限りません。本書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たものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。

本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるい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。当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

リスクについて

受託資産の運用は、受託資産に組み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。

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、組み入れ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頂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為、事前に料率、上限額等を示すことができません。

本書は、当社の投資一任契約およ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や勧誘を目的とするものではありません。

お問い合わせ先

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

〒100-8109

東京都千代田区大手町1-9-7

大手町フィナンシャルシティ サウスタワー

tel: 03-6836-5100

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