

# Argos Index<sup>®</sup>

ミッドマーケットのレファレンス

# Argos Index<sup>®</sup>

## ミッドマーケットのレファレンス

Argos Index<sup>®</sup>ミッドマーケットは、ユーロ圏ミッドマーケット非上場企業の価値評価の推移を示す指数です。Argos Fundが、非上場企業のM&A取引管理のためのオンラインプラットフォームEpsilon Researchとともに、2006年末に発表しました。以降四半期ごとに作成され、過去3か月間のミッドマーケットセクターの企業買収を数値化しています。

2025年第3四半期

8.7x

「Argos Indexは、堅固なメソドロジーに基づき、かつ用いられる情報の質が保証された非上場市場のベンチマークを定めたいという意志から生まれました。この堅固さという考え方が Argos Indexの本質そのものです。」 — ルイ・ゴドロン

**Louis Godron,**  
Managing Partner, France

「企業のCEOが『今が売るべきタイミングか』と迷う時に、Argos Indexはその判断をサポートし、景気循環の変化について欠かすことのできない情報を提供します。Argos Indexの揺るぎない正当性は、その存続と独立性によって裏付けられています。」 — フランク・ヘルマン

**Frank Hermann,**  
Managing Partner, DACH

「Argos Indexが今日欧州における指標となっているのは、私たちがEMAT(Epsilon Multiple Analysis Tool) データベースに蓄積された、信頼性が保証されたデータを使っているからです。このメソドロジーがArgos Indexの歴史の基盤です。個々の取引について文書を検索し、年次レポートを調査し、オペレーションを再構成し、仮定を立てるという緻密な作業を私たちは行っています。」 — グレゴワール・ビュイツソン

**Grégoire Buisson,**  
Founder & CEO, Epsilon Research

# 主な結論

- Argos Index®は下落傾向を継続し、2017年以来最低水準の8.7x EBITDAに。
- ストラテジックバイヤーと投資ファンドの両方がArgos Index®の下落要因となっている。
- EBITDAマルチプルが7倍未満の取引の割合が28%に増加した一方で、15倍超の取引の割合は過去最低の7%まで減少し、価格に対する継続的な下落圧力を浮き彫りにしている。
- ミッドマーケットのM&A活動の回復は限定的である。

## 01 | Argos Index®は下落傾向を継続し、2017年以来最低水準の8.7x EBITDAに

Argos Index®は2025年第3四半期に5.4%下落し、2017年第1四半期以来最低水準の8.7x EBITDAとなった。企業価値評価はミッドマーケットの全セグメントで低下したが、ローワーセグメントでの下げ幅が最も大きかった(-10%)。価格が7.0x EBITDAを下回る取引の割合が28%まで増加した一方で、15倍を超える取引は過去最低の7%まで減少し、価格に対する根強い下落圧力が浮き彫りになっている。

2025年初めに米国の関税ショックにより一時期中断したものの、2024年以降M&A活動は徐々に増加しているにもかかわらず、この下落傾向は継続している。予想を下回るインフレ率、好調な企業収益、そしてAIが成長および企業価値評価に及ぼす影響に関する楽観的な見方に支えられ、予測されていた景況悪化が具体化しなかったことから、M&A活動は回復を見せた。

欧州中央銀行(ECB)の預金金利引き下げにもかかわらず、長期金利の上昇<sup>(1)</sup>による価格設定への圧力は継続している。タームプレミアムの上昇には、成長の持続可能性、トランプ政策の長期的な影響、継続する地政学的緊張に対する懸念に加え、予想される発行額の増加(特にドイツ)やフランスにおける政治的/財政的懸念が反映されている。ユーロ圏の銀行が第3四半期に企業信用基準を厳しくしたことから<sup>(2)</sup>、利用可能なレバレッジが制限され<sup>(3)</sup>、買い手の提案能力が低下しているが、ドイツの金融機関は経済見通しおよび関税に関する不安からその先頭に立っている。

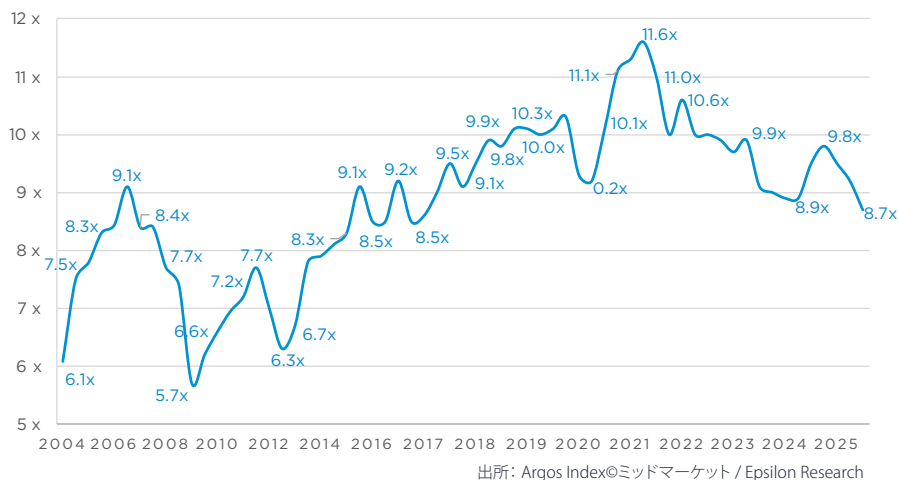
投資ファンドの買収マルチプル(9.0x EBITDA)、ストラテジックバイヤーのマルチプル(7.7x)共に、第3四半期に下落を見せた。当四半期にはプライベートエクイティのイグジジットが12.5%増加する中、ファンドをはじめとする売り手は期待価格を徐々に調整しており、ビッド・アスク・スプレッドは縮小している。Argos Index®の下落はこのような価格調整プロセスを反映しており、このプロセスはM&A活動の回復の追い風となっている。

<sup>(1)</sup> ECBの計算によるEU10年債利回りは、第3四半期に14ベースポイント増加(3.01%から3.15%へ)し、2025年1月1日以降41ベースポイント増加した。

<sup>(2)</sup> 出所: ECB四半期調査。

<sup>(3)</sup> レバレッジ取引に関する銀行に向けたECBガイダンス(2017年)では、高レバレッジ取引に係る銀行ファイナンスコストを引き上げている(債務総額/EBITDA>6倍)。ECBの2024年度SREP(監督上のレビューと評価プロセス)決定(2024年12月)においては、過度のレバレッジのリスクによる追加資本を課される銀行の数が2倍以上に増加した。

## Argos Index®ミッドマーケット EV/EBITDA倍率中央値の6カ月移動平均値



## 02 | ストラテジックバイヤーと投資ファンドの両方がArgos Index®の下落要因に

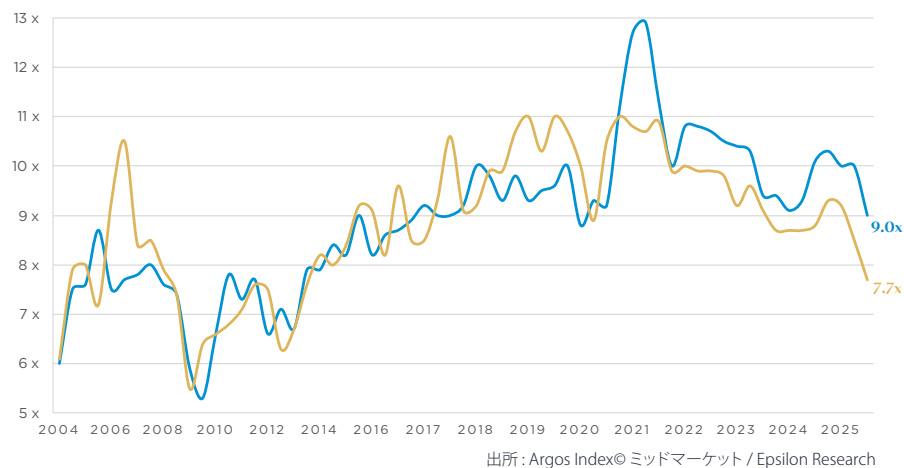
投資ファンドの買収マルチプルは、第3四半期に10%低下して9.0x EBITDAとなり、長期的平均値である8.8倍に近づいた。資金調達が増加<sup>(1)</sup>する一方で、リミテッド・パートナー (LP) が分配を強く求めていることから、スポンサーは「いかなる手段を用いても勝つ」ことよりも下方リスクを保護したリターンを優先し、その結果としてより厳しい価値評価につながった。ビッド・アスク・スプレッドが縮小する中、プライベートエクイティのイグジットは2025年第1～3四半期で12.5%増加し、投資ファンドは既存ポートフォリオ資産を現金化している。ミッドマーケットのLBO活動は広範なM&A市場の傾向に倣い、全取引数に占めるシェアは依然として15%の低水準にとどまった。

<sup>(1)</sup> 欧州のプライベートエクイティの資金調達は、2024年の記録的高水準から、2025年度第1～3四半期に33.3%減少した (出所: VCR European Private Market Update: Q3 2025内Pitchbook)

ストラテジックバイヤーの買収マルチプルは低下を続け、第3四半期には7.7x EBITDA (長期的平均値を12%下回る) に達した。大企業は低マルチプルで機会主義的な買収を追求し、EBITDAマルチプルが7倍を下回る取引の割合は記録的な高水準に達した。同時に、2025年初め以降の公開株式市場の成長<sup>(2)</sup>は、特にAIおよびデジタル変革に適応するセクターにおいて、高プレミアムの戦略的買収を後押しした。

## 企業価値/ 実績EBITDA

— ストラテジックバイヤー — 投資ファンド

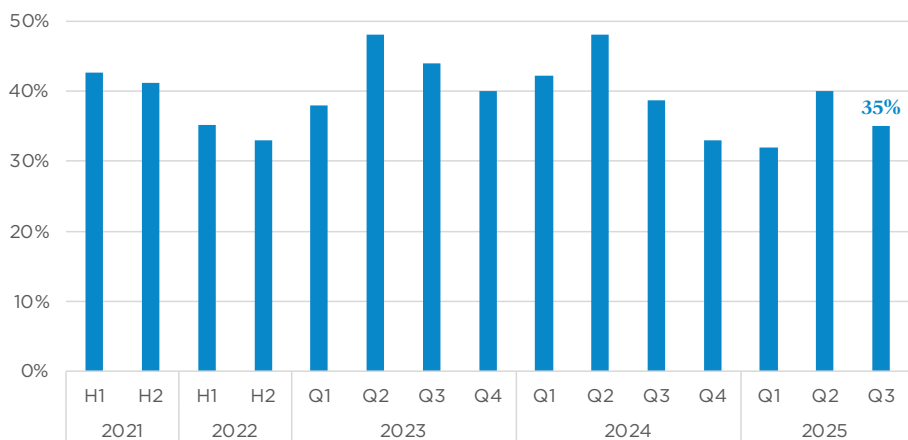


<sup>(2)</sup> EURO STOXX TMI Small Indexは第3四半期に2.5%上昇し、2025年1月1日以来18.4%上昇した。

### 03 | EBITDAマルチプルが15倍を上回る取引が過去最低水準に

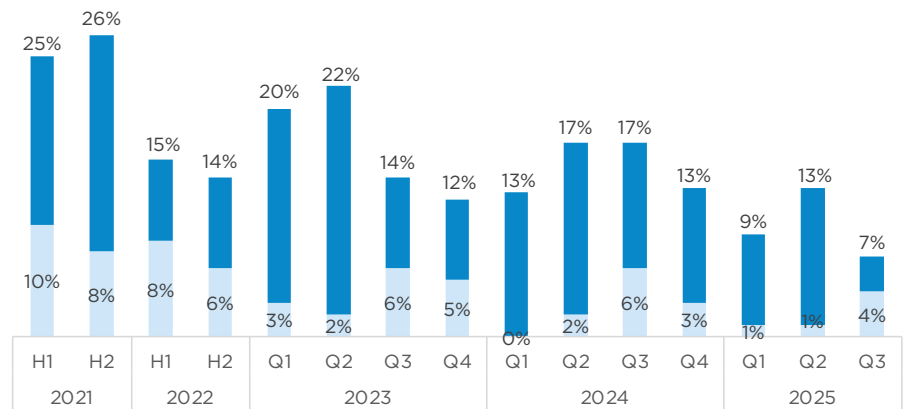
2025年第3四半期には、EBITDAマルチプルが7倍を下回る低価格帯の取引の割合が増加した一方で、15倍を超える取引の割合が過去最低となり、マルチプルが極端な水準にある取引は指数サンプルの35%を占めた。

#### Argos Index™のサンプルにおけるマルチプルが高低両極端にある取引の割合



出所: Argos Index®ミッドマーケット / Epsilon Research

#### Argos Index™のサンプルにおけるマルチプルが15x EBITDA を上回る取引の割合

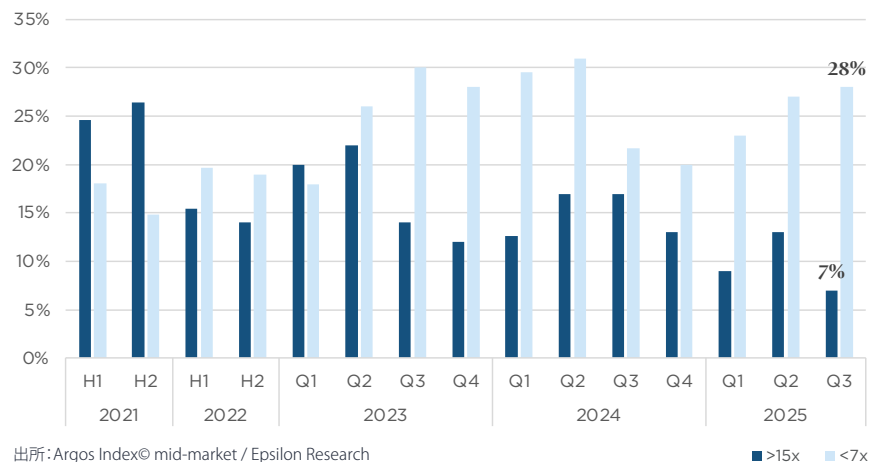


出所: Argos Index® mid-market / Epsilon Research

Incl. >20x 15x-20x >15x

EBITDAマルチプルが7倍未満の取引は現在、サンプル全体の28%を占めており、企業価値評価に対する根強い下向き圧力が浮き彫りになっている。

#### Argos Index™のサンプルにおけるマルチプルが<7x EBITDAおよび>15x EBITDAの取引の割合



出所: Argos Index® mid-market / Epsilon Research

>15x <7x

### 04 | ミッドマーケットM&A活動の回復は限定的

ユーロ圏ミッドマーケットのM&Aは、2025年第1四半期の落ち込みの後、第2四半期に回復を始め(更新データ)、第3四半期は前四半期と同水準にとどまった。2025年第1~3四半期のミッドマーケットの活動は、2020~2023年度の水準を20%上回っているが、2024年度と比較すると全体的に変化がなく、欧州は世界的なM&Aの段階的な回復に後れを取っている<sup>(1)</sup>。

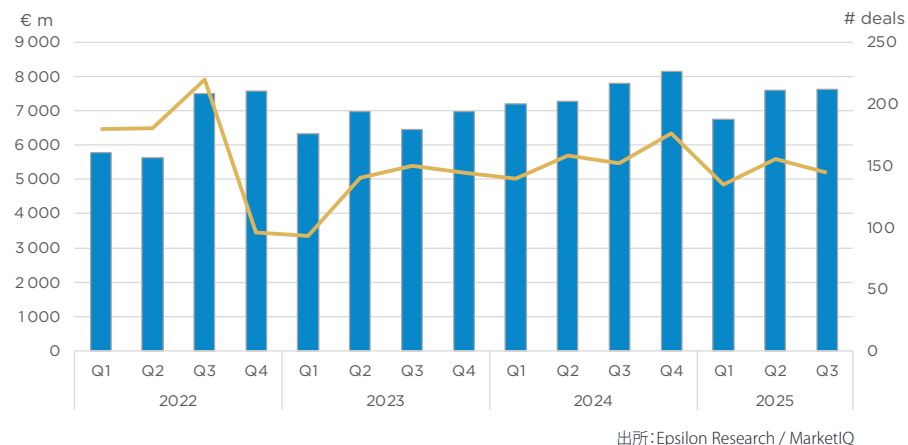
<sup>(1)</sup> 世界的なM&A活動が10%の成長を記録した一方で、欧州のM&A取引金額は2025年1月~9月で5%減少し3,750億ドルとなった。  
出所: 2025年10月28日ロイター掲載ボストンコンサルティンググループ グローバルM&Aレポート。

ユーロ圏市場は、マクロ経済の安定化と第3四半期の緩やかな成長<sup>(2)</sup>、ターゲット値(2.1~2.2%)に近い水準を維持するインフレ率、そして2月および4月の引き下げに続くECBによる6月の預金金利の2.0%への引き下げなど、ファンダメンタルズの改善の恩恵を受けた。

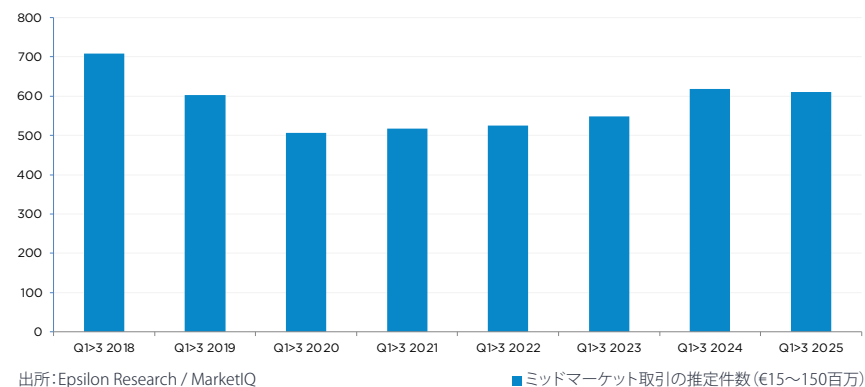
とは言え、矛盾する経済指標、関税に関連した不確実性、地政学的リスク、国内政治の不安定(特にフランスにおいて)が、M&A活動の明確な回復を引き続き圧迫している。

### ミッドマーケットの推定取引件数(1500万~5億ユーロ)

- ミッドマーケットの開示取引金額(1500万~5億ユーロ)
- ミッドマーケットの推定取引件数(1500万~5億ユーロ)

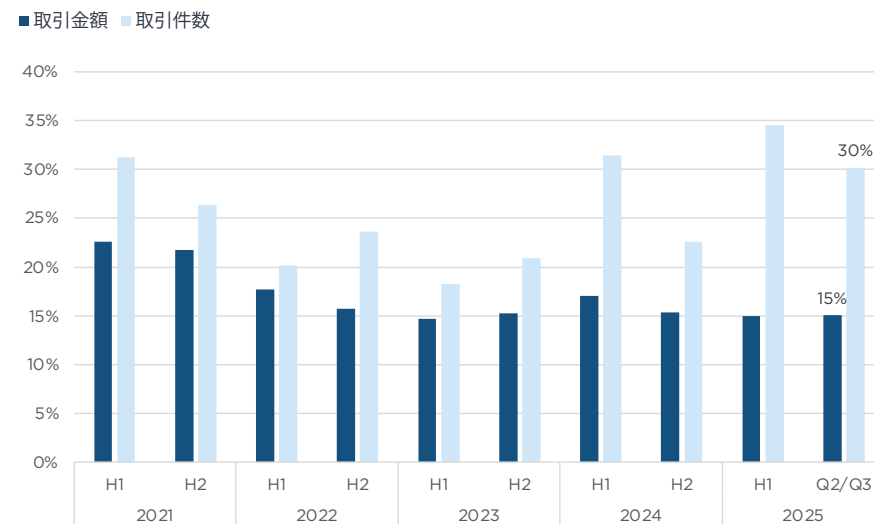


### ユーロ圏におけるミッドマーケット取引の取引量(取引件数)



投資ファンドの活動は、全体的なM&A市場と同様に減退を見せた。過去6か月間のミッドマーケットM&Aにおける投資ファンドのシェア<sup>(1)</sup>は、取引件数については15%で安定していたが、開示取引金額については30%という高水準を維持している。

### ユーロ圏ミッドマーケットM&AにおけるLBOのシェア



<sup>(2)</sup> Eurostatが2025年10月30日に発表した速報値によると、2025年第3四半期のユーロ圏の季節調整GDPは前四半期比で0.2%増加した。

<sup>(1)</sup> ビルドアップは含まない

# Argos Index<sup>®</sup> とは

## ARGOS INDEX<sup>®</sup> ミッドマーケット

Argos Index<sup>®</sup>ミッドマーケットは、ユーロ圏ミッドマーケット非上場企業の価値評価の推移を示す指数です。Argos Fundが、非上場企業のM&A取引管理のためのオンラインプラットフォームEpsilon Researchとともに、2006年末に発表しました。以降四半期ごとに作成され、過去3か月間のミッドマーケットセクターの企業買収を数値化しています。

非上場セクターのプロフェッショナルが参照する指標として、厳密なメソドロジーと取引の詳細な分析を基盤に作成されており、この分析においては個々の取引について、オペレーションの構造や企業の活動(修正再表示された財務情報)、取引のマルチプルが精査されています。Argos Index<sup>®</sup>は、10000件以上のM&Aの分析レポートが蓄積されたEpsilon ResearchのデータベースEMAT (Epsilon Multiple Analysis Tool) のデータを基に計算されています。

各四半期に、Epsilon Researchは信頼できる財務情報に基づき、指数の対象となる条件(自己資本の価値が1500万~5億ユーロのユーロ圏内企業の過半数株式取得)を満たす取引の約25%を詳細に分析しています。



## Argos Fund について

Argos Fundは、欧州の独立系プライベートエクイティ・グループであり、中小企業および中堅企業の成長をサポートし、その経営陣を支援します。20億ユーロを超える運用資産と35年以上の経験、100社以上の企業をサポートしてきた実績に支えられ、Argos Fundは、アムステルダム、ブリュッセル、フランクフルト、ジュネーブ、ルクセンブルク、ミラノ、パリのオフィスから事業を展開しています。当グループは過半数株式の取得を目的とし、以下の2つの戦略を通じて、取引1件あたり1000万~1億ユーロを投資しています。

- ミッドマーケット・ファンドは、企業が成長の加速に向けて所有権の移転の準備をするサポートをします。
- クライメート・アクション・ファンド(SFDR 9)は、「グレーからグリーンへ」の移行を促進することにより、持続可能な欧州のリーダーを形成することを目指しています。



## Epsilon research

Epsilon Researchは、非上場M&A取引管理のための優れた専門的オンラインプラットフォームを開発しました。このプラットフォームでは、非公開企業の価値評価と投資管理に欠かせないデータや分析レポート、ソフトウェアツール、サービスが提供されています。欧州の取引マルチプルのデータベースであるEMATには、全産業セクターにわたる1万件以上のM&A取引に係る詳細な分析が蓄積されています。また、Argos Index<sup>®</sup>を始めとするEpsilonが定期的に発表している指数や調査、プライベートエクイティファンドのポートフォリオ評価ツール、クラウドベースのM&A CRMとプロジェクト管理ソフトウェア、中小企業取引のためのオンライン・データルームを参照・利用することができます。

# Contacts

**Louis Godron**  
**Pierre Cassagnol**  
Argos Fund  
lgo@argos.fund  
pca@argos.fund  
+ 33 1 53 67 20 50

**Coralie Cornet**  
Head of Communications  
ccc@argos.fund  
+33 1 53 67 20 63

**Grégoire Buisson**  
Epsilon Research  
gregoire.buisson@epsilon-research.com  
+33 1 83 62 90 36

**France**  
112, av. de Wagram  
75017 Paris  
+33 1 53 67 20 50

**Italy**  
Piazza Diaz 5  
20122 Milan  
+39 02 00 660 700

**Germany**  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
+49 69 5977217 30

**Switzerland**  
114 rue du Rhône  
1204 Genève  
+41 22 849 66 33

**Belgium**  
Av. Louise - Bt. 2  
1050 Bruxelles  
+32 2 554 12 40

**Luxembourg**  
1-B rue Jean Piret  
2350 Luxembourg  
+352 2484 01 60

**Amsterdam**  
Officia I (4th floor)  
De Boelelaan 7  
1083 HJ, Amsterdam  
The Netherlands  
+32 460 97 10 60

[argos.fund](https://argos.fund)