

インドにおけるプライベート・エクイティ市場の現状

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. インドのプライベート・エクイティ（PE）投資額は、2006年に2000年の7倍に当たる75億ドルに達し、過去最高となった。この成長を牽引しているのは、若年層を中心とする人口動態と国民の所得水準の向上に基づくインド経済の成長である。
2. 近年のインド経済は、情報技術（IT）等サービス業を中心に発展してきたが、2000年以降は製造業の発展も見られる。これを受け、PEの投資対象セクターも、IT中心から、中間所得層を対象とした様々な業種や、需要増が期待されるインフラ関連業種へと広がっている。
3. インドにおけるPE投資の大部分は、グロース・キャピタル投資となっている。これは、インドで今後最も成長が期待される製造業や消費者関連業種の多くがグロース・ステージにあることの表れと見ることが出来る。
4. 近年のインドでは、ブラックストーンやKKRなど大手外資系PEファームによるバイアウトも増加する兆しを見せている。この背景には、欧米PE市場が飽和しつつある中、欧米機関投資家がインドを始めとするアジアに新たな投資機会を求めていることがある。
5. バリュエーションの高騰や税制変更の可能性など、インドPE市場の逆風を指摘する向きもあるが、人口動態や所得水準の向上などの基礎的条件に変わりはなく、長期的にはインドの経済成長及びそれに基づくPE市場の拡大は続くものと思われる。
6. 我が国投資家が上記投資機会のメリットを享受するには、現地の事情に精通したゲートキーパーのアドバイスを得たり、複数のPEファンドに投資するファンド・オブ・PEファンズに投資するなど、第三者の専門性を活用することが有効であろう。

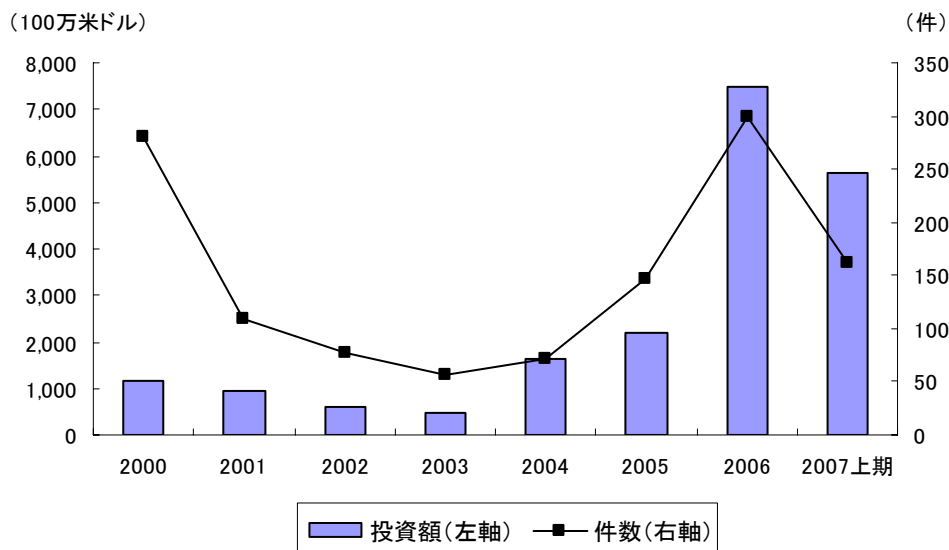
I 成長著しいインドのプライベート・エクイティ市場

インドの経済成長に伴い、同国における様々な分野の成長が注目されているが、その中でもプライベート・エクイティ（PE）市場の成長が著しい。インド・ベンチャー・キャピタル協会（India Venture Capital Association）¹によると、インドにおけるPEの投資額は2006年に75億ドルに達している。これは2000年の水準の7倍近くにのぼり、過去最高額である。また、2007年は上期だけで56億ドルに達し、2006年を更に上回る可能性がある（図表1）。このような市場の成長性に着目するPEファームは多く、現在インド国内で約100社のPEファームが活動しており、インド企業に投資するオフショアのPEファームを含めると400社以上にのぼると見られている。このような、インドPE市場の成長を牽引しているインドの社会情勢として、以下二点を指摘できよう。

第一は、インドの人口動態である。インドは、近年急速に高齢化が進展している欧米諸国や他のアジア諸国と比較して若い人口が多い。足元では出生率の低下が顕在化しつつあるものの、25歳以下の人口が全体の半分以上を占めており、今後、豊富な労働力が市場に流入する見込みである（図表2）。労働力の質の面でも、我が国でも知られているように、高度な数学教育を受けた人材が豊富であり、特にインド工科大学などの上位校出身者に関しては、欧米の金融機関や情報技術（IT）企業が積極的に採用しているとされる。

第二は、所得水準の向上である。近年、東南アジアや南アジア諸国における所得水準が

図表1 インドにおけるプライベート・エクイティ市場の規模推移



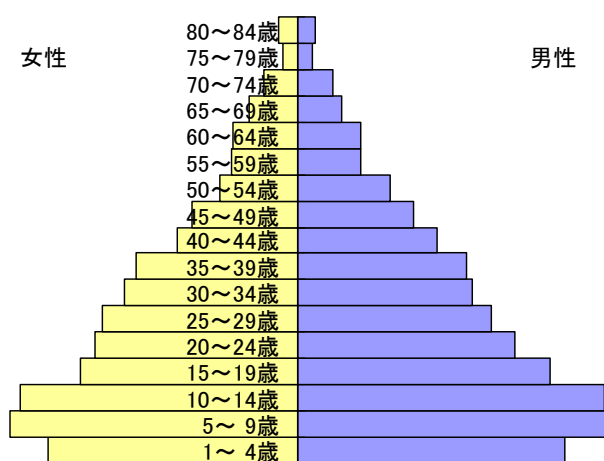
(出所) India Venture Capital Association より野村資本市場研究所作成

¹ インドにおけるプライベート・エクイティの業界団体。1993年に設立され、政策提言や統計資料作成等を行う。現在、国内外のPEファーム111社が会員となっている。

向上していることは知られているが、その中でも特にインドにおける所得水準の向上が顕著である。図表 3 にあるように、将来的にはインドの全人口の 40%以上が中間所得層に含まれることになると見る向きもある。彼らによる個人消費の増加がインド全体の個人消費を底上げし、企業の収益を押し上げることが期待されている。

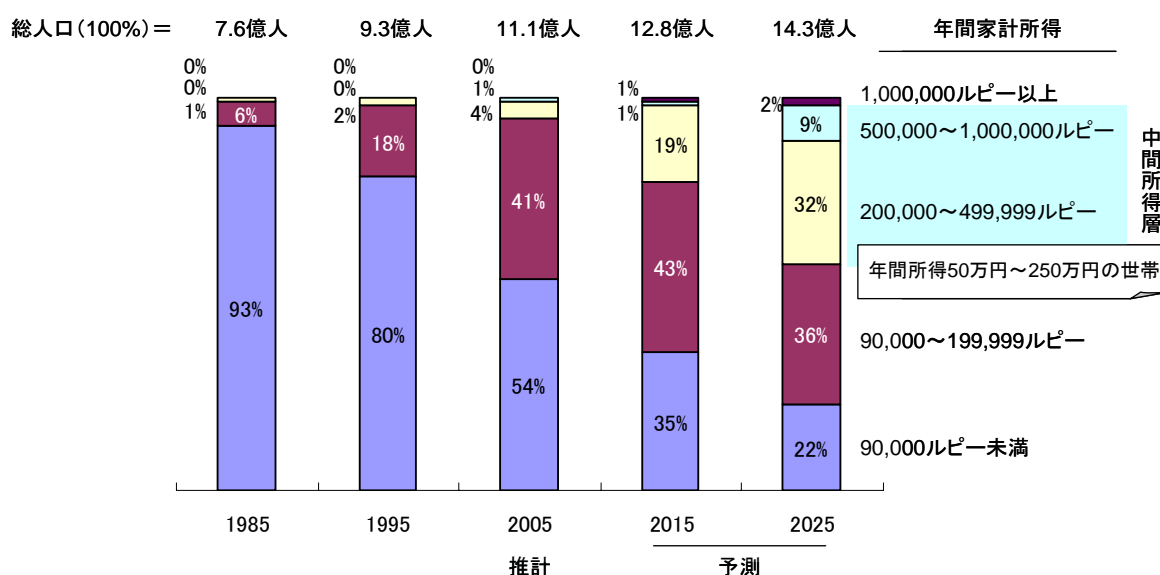
このような社会情勢を受け、インド経済は着実な成長を遂げている。株式市場は足元では調整局面に入っているものの、過去 5 年間ほぼ一貫して右肩上がりであり、新規株式公開 (IPO) も増加傾向にある (図表 4、5)。また、国内経済の成長に伴い、インド企業の

図表 2 インドの人口動態



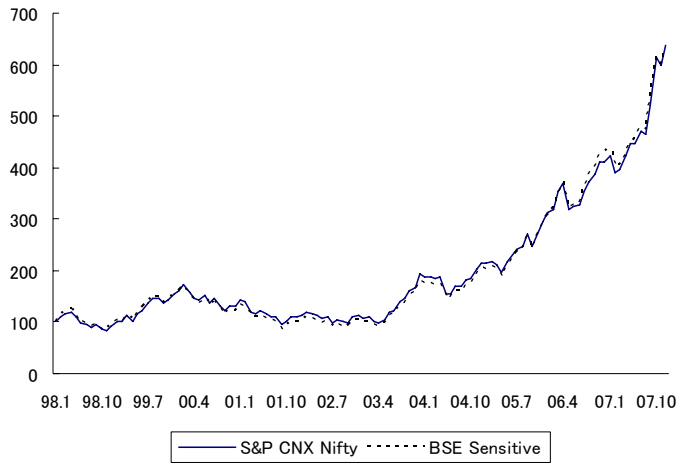
(出所) United Nations より野村資本市場研究所作成

図表 3 増加するインドの中間所得層



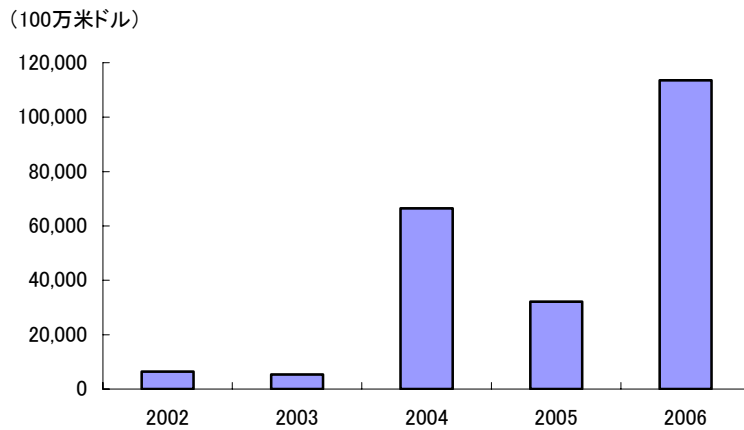
(出所) McKinsey Global Institute より野村資本市場研究所作成

図表4 インド主要株価指数の推移



(注) S&P CNX Nifty はナショナル証券取引所、BSE Sensitive はボンベイ証券取引所の株価指数
 (出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表5 インドにおける IPO 金額推移



(注) ナショナル証券取引所とボンベイ証券取引所との合計
 (出所) Securities and Exchange Board of India より野村資本市場研究所作成

国外における存在感も高まっており、近年では、タタ・スチールによる英蘭コーラスの買収や、タタ・モーターズによるフォードの高級車部門の買収に代表されるように、インド企業が欧米の大企業を買収する事例も出てきている。

このように、インドの社会情勢を基盤としたインド経済の発展により、インドの PE 市場も、今後更なる拡大が予想されている。

II 産業構造とプライベート・エクイティ

1. インドにおける産業構造の変容

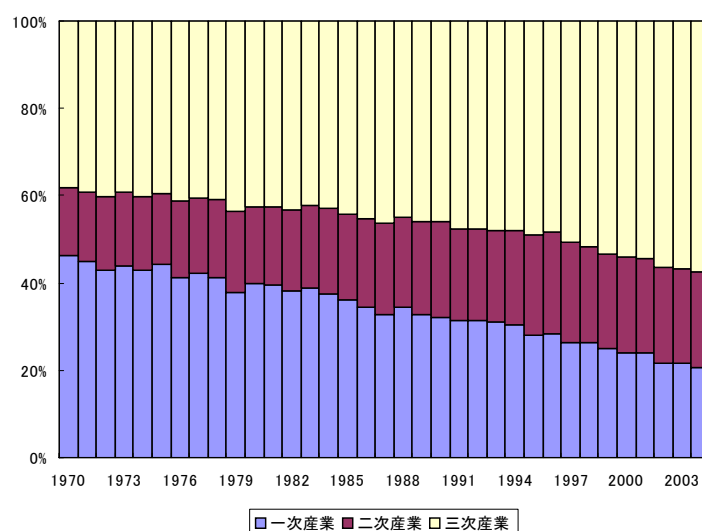
インドは 1948 年の英国からの独立後、混合経済体制と呼ばれる公共部門と民間部門の双方による開発体制を敷いてきた。混合経済体制の下、公共部門拡大優先の原則、産業許認可制度を初めとした経済統制、経済自立重視の閉鎖的対外政策が採られた。その一方で、当時既に基幹産業の分野で台頭していたタタ財閥やビルラ財閥といった大企業の活動は抑圧されてきた。その結果、インド経済は長年、「ヒンズー成長率」と揶揄される年平均 3.5% 程度の低成長に甘んじることになった。

1990 年には湾岸戦争が勃発し、輸入原油価格の高騰、輸出の減少、中東への出稼ぎインド人からの送金の減少などにより、経済危機が発生した。経済危機を受け、1991 年に「新経済政策」と呼ばれる経済近代化政策が実施され、外資流入の一部自由化や産業許認可制度の緩和などが行われた。これを機に、インド経済は急速な発展を見せることになる。

新経済政策以降の発展はサービス部門に顕著に見られる（図表 6）。とりわけ IT 及びコールセンターなど IT の周辺サービス²においては、低コストや高度な教育を受けた人材を強みとして海外からのアウトソーシングの需要も多い。また、外資参入規制の緩和等により金融業も発展し、インドの GDP に占める金融業の割合は IT のそれを凌駕している。

このように、新経済政策以降のインドの経済発展は、サービス部門主導型であったが、2000 年以降は製造業の分野でも発展が見られる。これは、給与水準がインドにおいて相

図表 6 産業部門の対 GDP 比率推移



(出所) Reserve Bank of India より野村資本市場研究所作成

² Business Process Outsourcing (BPO) が中心であるが、インドでは IT Enabled Service (ITES) とも呼ばれる。

対的に高い IT 産業での直接・間接の雇用が拡大するに伴い、インド全体の所得水準が向上し、耐久消費財や建設分野での需要が拡大したことなどが背景にあると思われる。

2. プライベート・エクイティ・ファームの投資対象セクター

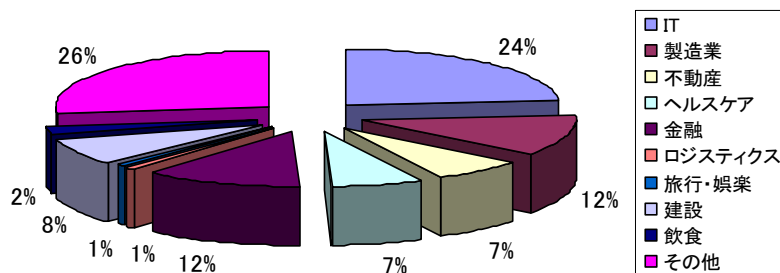
2006 年のインドの PE ファームの投資対象セクターは図表 7 の通りである。これによると、IT が最も多く、次いで製造業、金融業となっている（投資額ベース）。他方、現地の PE ファームへのインタビューでは、この分類とはやや異なる様相が浮かび上がる。

現地の PE ファームによると、最も注目されるセクターは、消費者関連産業及びインフラ関連産業だという。消費者関連は、メディア、アパレル、教育、小売り、ヘルスケアなど、図表 7 の分類に横断的にまたがる（多くは「その他」に分類されるものと思われる）。多くの現地 PE ファームは、インドにおける所得水準の上昇に着目し、輸出型産業より内需型産業の成長性を見込んでいるわけである。

また、インドの PE ファームが行っているインフラ投資は、欧米諸国における空港や道路などの既成のインフラに投資し、安定的な収益を追求するというものではなく、建設業者やロジスティクスなど、インフラ開発に関わる企業に投資し、それら企業がインフラ開発プロジェクトに参加することで収益性が向上し、株価の上昇を期待するという、キャピタル・ゲインを追求するタイプのものである。インドでは、今後 10 年間で、電力や道路整備などに 4,000 億ドル以上の資金が必要と試算されている。実際、筆者がインドを訪問した経験では、5 ッ星クラスのホテルや大手 PE ファームのオフィスでも停電は頻発するし、道路の整備も行き届いていないため日中の渋滞は日常茶飯事であった。現状のインドにおけるインフラの未整備は、同国の発展を妨げる主因となっている一方で、多大な投資機会のあるセクターであると言えよう。

他方、見解が分かれるのが IT 産業と製造業である。IT 産業について、筆者がインタ

図表 7 インドにおけるプライベート・エクイティの投資対象セクター



(出所) India Venture Capital Association より野村資本市場研究所作成

ビューを行った多くの現地 PE ファームは有望視しておらず、その理由として、①有望な IT 企業がインドの現地 PE ファームの主な対象であるグロス・ステージを過ぎていること、②インドにおける IT 産業の主な収益源は海外であり、国内消費との連動性が低いこと、が挙げられた。他方、IT 産業を主要投資対象としている PE ファームもあり、その理由としては、①アンダーバリューの今だからこそ IT 産業は魅力的、②インドの IT 産業の実力、が挙げられた。

逆に、自動車や自動車部品に代表されるインドの製造業は、多くの現地 PE ファームが注力するセクターとなっている。製造業の国際的な競争力では、インドが「世界の工場」と呼ばれる中国の後塵を拝することは明らかであり、図表 6 を見ても、インドでは、一次産業→二次産業→三次産業という通常の産業発展モデルとは異なり、二次産業の発展を見ないまま三次産業が発展してきた。そのため、インドの製造業が魅力ある投資対象となるにはまだ時間がかかると見る向きもある。他方、インドでは、安価な労働力が大量に存在し、人口動態からして今後も増加することが見込まれるという強みがある。また、混合経済体制の下で、「サンダルから人工衛星まで」と言われるように、あらゆる製品の国内生産を標榜してきた経緯があり、製造業の裾野そのものは非常に広い。このような閉鎖的な対外政策が、新たな技術の導入や競争の促進を妨げたのも事実であるが、海外からの視点と異なり、現地では製造業の今後の成長性に期待する声は多い。

III プライベート・エクイティ・ファームの投資手法

1. 中核を占めるグロス・キャピタル投資

インドにおけるプライベート・エクイティの投資手法で特徴的なのは、グロス・キャピタル投資が多く、ベンチャー・キャピタル投資やバイアウトが少ない点である。図表 8 にあるように、グロス・ステージ、レイト・ステージを含めた、所謂グロス・キャピタル投資は、件数、投資金額の何れにおいてもインドにおける PE 投資の大半を占めていることがわかる。

PE 投資を大まかに分類すれば、①設立間もない企業に投資するベンチャー・キャピタル投資、②ある程度の事業基盤を確立したが未だ成長ステージにある企業に投資するグロス・キャピタル投資、③成熟期に入った企業の支配株主となるバイアウト、となる。ベンチャー・キャピタル投資やグロス・キャピタル投資では、企業の成長性に投資利益の源泉を求めるのに対し、バイアウトでは相対的に成長性よりも投資時の割安度に着目した投資が行われる。インドの PE 投資でグロス・キャピタル投資が多いのは、今後最も成長が期待される製造業や消費者関連業種の多くがグロス・ステージにあることの表れと見ることが出来る（図表 9）。

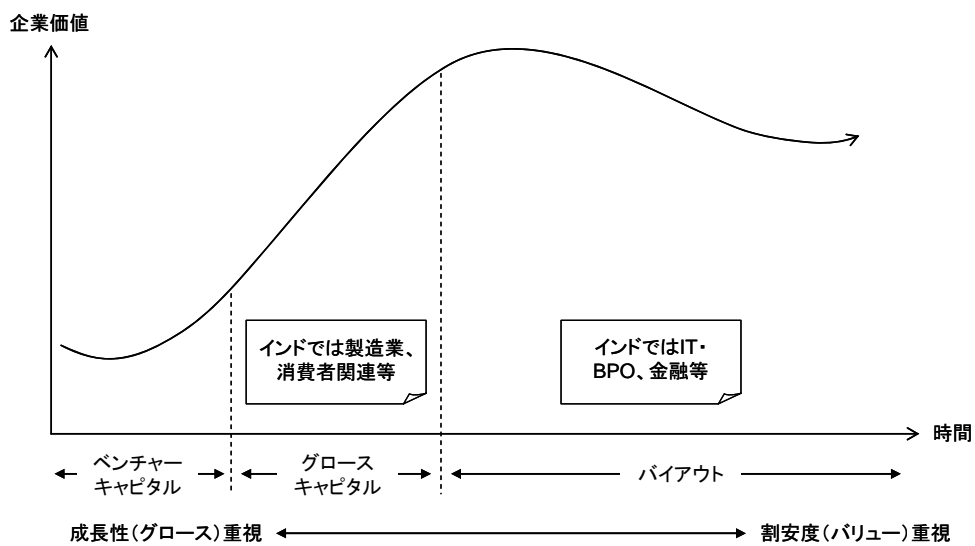
図表 8 インドにおけるプライベート・エクイティの投資手法（2006年）

	金額 (100万米ドル)	件数
アーリー・ステージ	236	59
グロース・ステージ	393	42
レイト・ステージ	3,663	104
バイアウト	1,125	11
PIPE	1,314	61
その他	769	22

金額で全体の 54%、
案件数で全体の 49%

(出所) India Venture Capital Association より野村資本市場研究所作成

図表 9 産業の発展段階とプライベート・エクイティ投資



(出所) 野村資本市場研究所作成

インドの現地 PE ファームは、グロース・キャピタル投資を主要な投資戦略にしているものが多い。現地 PE ファームによるグロース・キャピタル投資では、中小企業の株式を 20%~30%ほど取得し、投資対象企業のオペレーションの改善を促すことなどによって収益性を向上させるというパターンが目立つ。

グロース・キャピタル投資に比べてバイアウトが少ない理由としては、①インドではレバレッジド・バイアウト (LBO) が難しいこと、②一族経営の企業が多く、他者に経営支配権を譲りたがらない経営者が多いこと³、③バイアウトに適した成熟企業が少なく、IT 企業も最近こそ落ち着いてきたものの、近年総じてバリュエーションが高騰気味であった

³ この点に関して、筆者がインタビューした PE ファームの中では、創業者であれば経済合理性があれば事業売却を辞さないとする見方と、二代目以降であれば事業に愛着がないため事業売却する可能性があるとの見方に分かれていた。

ことなどが挙げられる。①の LBO の難しさについては、中央銀行であるインド準備銀行の規制上、国内銀行が株式取得を目的とした貸し出しを行うことが禁じられている上、国内社債市場が未発達であるため、PE ファームによる LBO の資金調達が困難であることが背景にある⁴。

インドにおいてベンチャー・キャピタル投資が少ない理由については、インドのベンチャー・キャピタル投資のリスクが高すぎることを挙げる現地 PE ファームもあったが、そもそもインドでは米国のシリコン・バレーなどと異なり、全く実績のない企業に投資して育成するというマインドが発達していないことも理由として考えられよう。

また、図表 8 に見られるように、インドでは PIPE (Private Investments in Public Enterprises) が多いという特徴もある。PIPE とは、PE ファーム等の投資会社が第三者割当てなどによって上場企業の株式を取得し、企業価値向上を狙うものである。インドでは上場企業数が多く、ボンベイ証券取引所の上場企業数は 2008 年 1 月末時点で 4,887 社と世界最多である。この中には中小企業も多く含まれており、これらへの PIPE は、実質的には非上場の中小企業へのグロース・キャピタル投資と同じ、というのがインドで PIPE を行うロジックとなっている。他方、上場企業への投資では PE 投資のうまみがない、という反論も多く、現地 PE ファームから聞かれた。実際には、PE 市場の参加者の増加を受けて個別投資案件で競合する場面が出てくる中、投資家の資金を多く集めることができる実績のある PE ファームが、投資先を確保するべく PIPE を行うケースも多いようである。

2. エグジット戦略

エグジット戦略については、筆者がインタビューを行った現地の PE ファームの中では、売却を優先する場合と IPO を優先する場合とが半々であった。IPO を推すロジックとしては、多くの中小企業が上場していることから分かるように、インドでは上場基準が緩く、IPO が簡単であることが指摘された。他方、売却を推すロジックとしては、経験則上、売却した方が IPO より高いバリュエーションが付くという意見も聞かれた。

このように、インドでは PE 投資のエグジットの経路として売却、IPO の両方が利用可能となっている。そのうち、市場全体でどちらが優先されているという傾向はなく、多くの PE ファームに見られるように、ケース・バイ・ケースでより有利なエグジット戦略を採るというのが平均像であると思われる。

⁴ インドの金融構造は銀行中心であり、企業の資金調達の大部分は銀行借入で賄われ、個人金融資産でも約半分を銀行預金が占めている。また、ナショナル証券取引所の機関投資家向け債券市場では、国債等が大部分を占め、企業が発行する債券を含む「その他」のシェアは 4.3%に留まっている (2006 年度)。

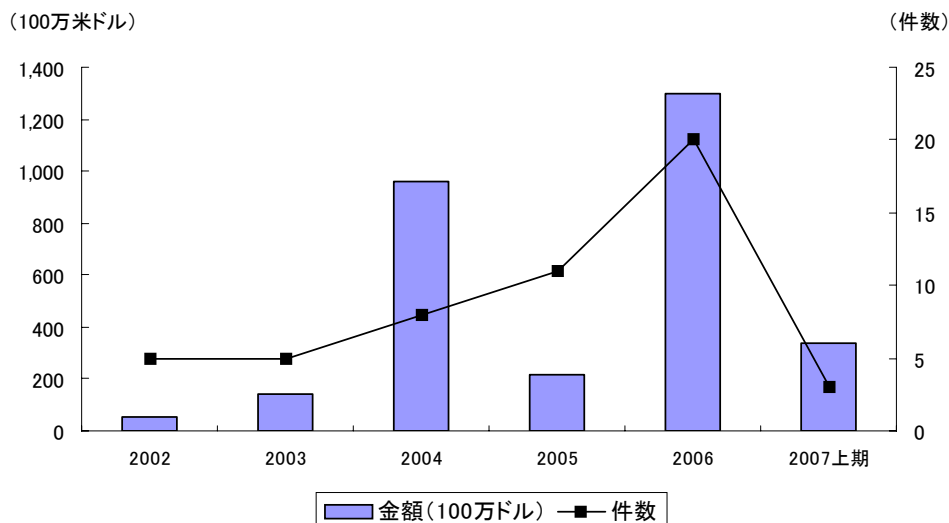
IV 増加しつつあるバイアウト

前述のように、インドではグロス・キャピタルが PE 投資の主流となっているが、2006 年にはバイアウトが金額ベースで急増している（図表 10）。2007 年上期にはバイアウトの拡大に陰りが見えているため、これがトレンドになっているとは言い切れないが、少なくとも、経営支配権を他者に譲っても良いというオーナー経営者や、成熟期に入った企業が増えているということは言えよう。

インドにおけるバイアウトの主要プレイヤーは、主にグローバルに展開する欧米の大手 PE ファームとなっている。例えば、ブラックストーンやコールバーグ・クラビス・ロバート（KKR）、セコイア・キャピタル、シティグループ・ベンチャー・キャピタル（CVC）などがインドで大型バイアウト案件を手掛けている（図表 11）。これら以外にも、カーライル・グループがインド、中国、オーストラリアを対象とする 40 億ドル規模のバイアウト・ファンドを設立するという話題や、ウォーバーグ・ピンカスがインドのテレコム企業への投資で 6 倍の投資リターンを記録するといった事例も出てきている⁵。これら外資系 PE ファームによるインドへの進出は、欧米 PE 市場の競争が激化し、投資機会が限られてくる中、欧米機関投資家がインドを始めとするアジアに新たな PE 投資の機会を求めていることを受けたものである。

また、欧米 PE ファームのインドにおけるバイアウトの活発化と同時に、近年では ICICI ベンチャーなど、インドの現地 PE ファームの中でもバイアウトに進出するものも一部現れている。

図表 10 インドにおけるバイアウトの推移



(注) パキスタン、スリランカも含むが、ほとんどがインドの案件となっている
 (出所) Asian Venture Capital Journal より野村資本市場研究所作成

⁵ “A sting in the tale of an investor abroad” *Financial Times*, December 21, 2007

図表 11 インドにおける大型バイアウト案件

投資対象	投資額 (100万米ドル)	取得比率 (%)	発表日	業種	投資家
フレクトロニクス・コンピューター・システムズ	900.0	85.0	2006.4	コンピューター関連	KKR、セコイア・キャピタル
GEキャピタル・インターナショナル・サービス	500.0	60.0	2004.11	コンピューター関連	ジェネラル・アトランティック、 オークヒル・キャピタル
インテリネット・グローバル・サービス	200.0	100.0	2007.6	IT	ブラックストーン・アドバイザーズ・インド、 経営陣
SSカンティラール・イシューワラル・セキュリティーズ/ シャレカーン・リミテッド	118.2	85.0	2007.5	金融	CVCインターナショナル
ニルギリ・デイリー・ファーム	64.7	65.0	2006.9	消費財・サービス	GICスペシャル・インベストメンツ、 アクティス・キャピタル、NCヴェヌゴパール氏
クリシュナ・ゴダヴァリ・ガス・ネットワーク	59.1	50.0	2006.8	公共財	IDFCプライベート・エクイティ
ACEリファクトリーズ	59.1	100.0	2005.7	重工業	ICICIベンチャー
ニュートリオン・コンフェクショナリー	54.1	100.0	2006.6	消費財・サービス	IL&FSインベストメント・マネージャーズ、 ゴドレージ・ペパレッツジ&フーズ

(注) 2002年～2007年上期の5,000億ドル以上の案件が対象

(出所) Asian Venture Capital Journal より野村資本市場研究所作成

V 終わりに

上記のように、インドにおける PE 業界は急速に拡大してきており、現地の PE ファームの多くは、今後の見通しも明るいとしている。他方、最近では、その成長性を阻害する要因も指摘されつつある。

一つは、PE 市場の加熱によるバリュエーションの高騰である。インドで活動する PE ファームが増える中、一つの投資案件に複数の PE ファームが群がる事態も生じており、これまでのようなバリュエーションが得られなくなったと指摘する声もある。例えば、現在のインド PE 業界のプレイヤー数は明らかに異常な水準に達しており、その多くは今後予想される調整局面に耐えられないだろうと見る向きもある⁶。

もう一つは、税制である。インドにおける PE 投資の大部分は、インドと二重課税回避協定を結んでいるモーリシャス経由となっている。この協定により、モーリシャスの投資会社がインド企業に投資した場合のキャピタル・ゲイン課税はモーリシャスで課されることとなっている。しかし、モーリシャスでは、長期キャピタル・ゲインは非課税であるため、事実上インドの PE 投資の大部分はキャピタル・ゲインについて税金を支払っていない。これに関して、インド政府は税収の観点から従来より問題視しており、2008年度予算でモーリシャスとの二重課税回避協定を見直すことが取り沙汰されていた。結局、2008年2月に発表された予算では、モーリシャスとの二重課税回避協定の見直しは見送られたが、将来的に見直される可能性は依然くすぶっている。

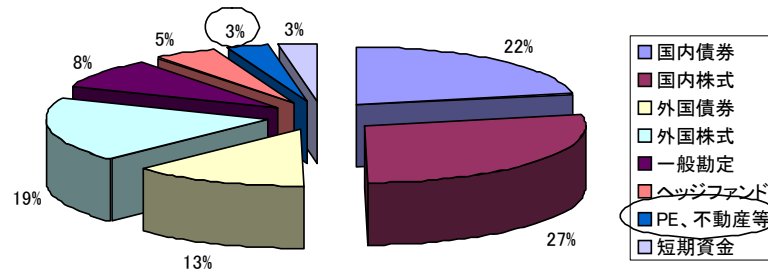
しかし、インドにおいて、若者の多い人口構成や所得水準の向上といった社会情勢を背景に企業が成長するという基礎的な条件に変わりはなく、長期的にはインドの経済成長及びそれに基づくインド PE 市場の拡大は続いていくものと思われる。このような投資機会に対して、米国の大手年金基金や大学基金などは、積極的に参加する姿勢を見せている⁷。

⁶ 現地 PE ファームに対するインタビューより。

⁷ 米国機関投資家によるアジア PE 投資に関しては、岩谷賢伸「アジア・プライベート・エクイティ投資を活発化する米国機関投資家」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

翻って、我が国機関投資家のアセット・アロケーションを見ると、PEの割合は3%未満に留まっており、その中でもインド、中国といったエマージング市場のPEの割合は皆無に近いものと思われる（図表12）。今後、我が国の機関投資家や富裕層が成長著しいインドPE市場の恩恵を享受するためには、現地の規制やビジネス環境、PEファームに関する正確な情報を把握することが前提条件となる。しかし、日本から把握できる現地の情報には自ずと制約がある。また、インドPEが我が国投資家のポートフォリオに占め得る割合からしても、現地の情報を把握するために割くことができるリソースは限られている。そのため、我が国投資家としては、米国の機関投資家同様、現地の事情に精通したゲートキーパーのアドバイスを得たり、複数のPEファンドに投資するファンド・オブ・PEファンズに投資するなど、第三者の専門性を活用することが有効となろう。

図表12 我が国企業年金のアセット・アロケーション（2006年）



（出所）企業年金連合会より野村資本市場研究所作成