

シンガポールにおけるプライベート・エクイティ市場 の発展に向けた近年の取り組み

北野 陽平

■ 要 約 ■

1. シンガポールでは、プライベート・エクイティ（PE）市場の規模が着々と拡大している。PE の運用資産残高は、2012 年末の 559 億シンガポールドル（本稿執筆時点の為替レートで約 4.5 兆円）から 2018 年末には 2,130 億シンガポールドルへと増加した。スタートアップ企業を含む多くの成長企業が資金を必要とする中、シンガポール金融管理局（MAS）はそうした企業の資金調達の促進を目的として、PE 市場の発展を後押しする施策を打ち出している。
2. また、シンガポールでは近年、未公開の成長企業の株式発行を支援するプラットフォームが登場し始めている。そうしたプラットフォームを運営する国内の代表的な事業者の一つとして、シンガポール取引所の支援を受けているキャップブリッジが挙げられる。キャップブリッジは、未公開株の流通を可能にする未公開株取引所の運営も開始し、富裕層一族等による保有株式の一部売却や未公開株への投資といったニーズに対応している。
3. さらに、PE ファンドを裏付資産とする債券（PE 債券）の発行が、シンガポールにおける PE 投資家層の裾野拡大につながっている。2018 年 6 月、テマセク・ホールディングス傘下の運用会社により 5.01 億米ドル相当の PE 債券が発行され、最もリスクが低いトランシェのうちの 1.21 億シンガポールドルが一般の投資家 2.6 万人に販売された。2019 年 6 月にも同社により 1.8 億シンガポールドルの PE 債券が一般の個人投資家向けに販売され、同債券は人気を博した。
4. シンガポールの PE 市場の発展を後押しし得るもう一つの動向として、シンガポール可変資本会社（VCC）と呼ばれる新たな形態のファンドの導入が挙げられる。MAS は、VCC の導入により国内籍のファンドを増加させることで、PE ファンドの運用を含む資産運用業界のさらなる発展を目指している。今後、ASEAN 域内における PE 投資のハブとなっているシンガポールの PE 市場の拡大が、中長期的に同域内の資産運用業界の発展や経済成長につながるか注目される。

I はじめに

シンガポールでは、プライベート・エクイティ（以下、PE とする）市場の規模が着々と拡大している。背景には、世界的な PE 市場の成長がある。大手コンサルティング会社のベイン・アンド・カンパニーによると、世界における PE の運用資産残高（AUM）は 2008 年末の約 1.4 兆米ドルから 2018 年 6 月末には約 3.4 兆米ドルへと増加した¹。地域別では、アジア太平洋地域の割合が上昇傾向にあり、2008 年末に 9%だったが 2018 年 6 月末には 26%に達した。

PE とは、広義には未公開企業の株式を指し、未公開企業の株式を取得することを PE 投資と呼ぶ²。PE の投資家は、未公開企業に直接投資する場合もあるが、一般的には専門家が運用する PE ファンドに投資することが多い。PE は、上場株式や債券等の伝統的なアセットクラスとはリスク・リターン特性が異なるため、分散投資に適している。また、一般的に、PE 投資家は伝統的なアセットクラスより高いリターンの獲得を期待することもできる。他方、PE 投資は最低投資額が大きく流動性が乏しいこと等の理由から、機関投資家や一部の富裕層にほぼ限られてきた。

シンガポールにおいては、スタートアップ企業を含む多くの成長企業が資金を必要とする中、金融規制当局はそうした企業の資金調達の促進を目的として、PE 市場の発展を後押しする施策を打ち出している。また、近年では、未公開企業の株式発行を支援するプラットフォームの登場、未公開株取引所の創設、PE ファンドを裏付資産とする債券（以下、PE 債券とする）の発行といった動きも見られ、PE 投資家層の裾野が拡大しつつある。

本稿では、シンガポールにおける PE 市場のこれまでの発展とさらなる発展に向けた金融規制当局の施策に触れた上で、未公開株取引所の創設や PE 債券の発行事例を紹介し、今後の見通しについて述べる。

II シンガポールにおける PE 市場の発展と金融規制当局の施策

1. シンガポールにおける PE 市場の発展

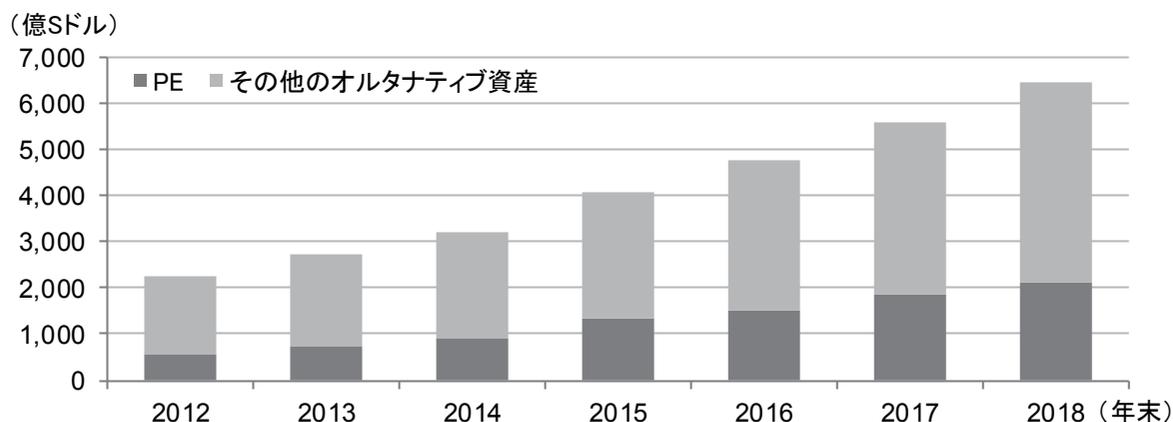
シンガポールの資産運用業界では、オルタナティブ（代替）資産の AUM が着々と増加している。シンガポール金融管理局（MAS）によると、PE、ベンチャーキャピタル（VC）、ヘッジファンド、不動産投資信託（REIT）、不動産を含むオルタナティブ資産の AUM は、2012 年末の 2,245 億シンガポールドル（以下、S ドルとする）³から 2018 年末には 6,460 億 S ドルへと 2.9 倍に増加した（図表 1）。その結果、資産運用業界の AUM に占めるオルタナティブ資産の割合は同期間に 14%から 19%へと上昇した。

¹ Bain & Company, “Asia-Pacific Private Equity Report 2019,” 15 March 2019.

² 但し、上場企業に対しても経営陣の賛同を得た株式公開買付（TOB）を通じて非公開化を果たすことにより PE 投資を行う場合もある。

³ 2019 年 10 月 23 日時点の為替レートは 1S ドル=79.79 円。

図表1 シンガポールにおけるオルタナティブ資産の AUM の推移



(注) VC (2018 年末時点で 60 億 S ドル) は、その他のオルタナティブ資産に含まれている。

(出所) シンガポール金融管理局より野村資本市場研究所作成

オルタナティブ資産の内訳を見ると、PE が最も高い割合を占めており、2012 年末の 25%から 2018 年末には 33%へと上昇した。PE の AUM は、同期間に 559 億 S ドルから 2,130 億 S ドルへと年平均 25%増加し、他のオルタナティブ資産の同 17%を上回るペースで増加してきた。シンガポールは、規制の柔軟性、良好なビジネス環境、地理的な優位性等を生かして、ASEAN 域内における PE 投資のハブとなっている。

2. PE 市場のさらなる発展に向けた MAS の施策

シンガポールでは、PE 市場のさらなる発展に向けた取り組みが進められている。背景には、2017 年 2 月に政府の諮問機関である未来経済委員会 (Committee on the Future Economy) により公表された、向こう 5~10 年間の成長戦略をまとめたレポート⁴がある。同レポートでは、政府は、PE 運用会社が、シンガポールに拠点を置く企業のアジア域内での事業展開を支援するべく、成長資金の供給をいかに拡大するのかを検討すべきである、との提言が盛り込まれた。

MAS は、同レポートの提言を踏まえて、次世代のアジアの成長企業の資金調達を支援するための一連の施策を明らかにした。その一つとして、起業家が革新的な新事業の開始に必要な資金を調達するための未公開市場 (private market) の創設を目指すことが挙げられた。

また、MAS は 2017 年 10 月に公表した金融サービス業変革マップ (Financial Services Industry Transformation Map) において、シンガポールをアジア域内における企業の資金調達のハブにする目標を打ち出した。その一環として、成長企業と幅広い投資家をつなぐ未公開市場を構築する方針が改めて示された。MAS のラビ・メノン長官は、2018 年 6 月に

⁴ Committee on the Future Economy, "Report of the Committee on the Future Economy: Pioneers of the Next Generation," 7 February 2017.

開催されたカンファレンスにおいて、アジアの企業は未公開のステータスを維持する期間が長期化しており、VC 及び PE 運用会社からの資金調達を選好する傾向が強まっている、と述べた⁵。

さらに、MAS は 2018 年 11 月、シンガポール国内に約 220 社ある VC 及び PE 運用会社⁶の競争力強化及び新たなプレーヤーの誘致を目的として、PE ファンドまたはインフラファンドの運用会社を資金面で支援する未公開市場プログラム（private markets programme、PMP）の導入を発表した。MAS は 1999 年以降、グローバル大手運用会社をシンガポールに引き留めることで国内の資産運用業界のさらなる発展を図ることを目的として、外部ファンドマネージャー・プログラム（external fund manager programme）の下で資産の一部を外部委託運用している。PMP は、当該プログラムを補完する取り組みと位置付けられている。MAS は PMP の下で、シンガポールでプレゼンスを強化する、または新たにプレゼンスを確立することにコミットした運用会社に対して、最大で 50 億米ドルを提供する方針である。MAS は、PMP の導入により、未公開市場を取り巻くエコシステムの発展及び国内の資産運用業界のバリュー・プロポジションの強化につながると見ている。

III 未公開の成長企業の株式発行を支援するプラットフォーム

シンガポールでは近年、株式での資金調達を行うに当たり新規株式公開（IPO）以外の方法を選択肢とする企業が増加していることや、MAS の施策を背景として、未公開の成長企業の株式発行を支援するプラットフォームが登場し始めている。そうしたプラットフォームを運営する国内の代表的な事業者の一つとして、キャップブリッジが挙げられる。

キャップブリッジは、シンガポール取引所（SGX）の支援を得て 2015 年に設立された。株式での資金調達が希望する企業と不特定多数の投資家をプラットフォーム上でつなぐ事業を行う企業は、MAS から資本市場サービス（CMS）ライセンスを取得する必要がある⁷。キャップブリッジは 2016 年 4 月、MAS から CMS ライセンスを取得し、成長企業の株式発行を支援するプラットフォームである CapBridge⁸の運営を開始した。同社は 2017 年 10 月、SGX との提携関係の強化を目的として、SGX 子会社による、キャップブリッジ子会社のキャップブリッジ・プラットフォームの株式 10%取得に合意したことを発表した。

CapBridge は、成長後期や IPO 前の資金調達段階にあるシンガポール国内外の企業を主

⁵ MAS の 2018 年 6 月 6 日付ニュースリリース（<https://www.mas.gov.sg/news/speeches/2018/connecting-global-markets-supporting-asias-growth>）を参照。

⁶ MAS の 2018 年 11 月 1 日付ニュースリリース（<https://www.mas.gov.sg/news/speeches/2018/asias-digital-transformation>）を参照。

⁷ 当該事業は、証券型クラウドファンディング（securities-based crowdfunding）と位置付けられる。詳細は、北野陽平「スマート金融センターを目指して FinTech の振興に積極的に取り組むシンガポール」『野村資本市場クォーターリー』2016 年夏号及び北野陽平、武井悠輔「ASEAN 域内における株式投資型クラウドファンディングによる資金調達の現状と展望」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号参照。

⁸ 社名とプラットフォーム名が同じであり、両者を区別するため、本稿ではプラットフォーム名を英語表記としている。

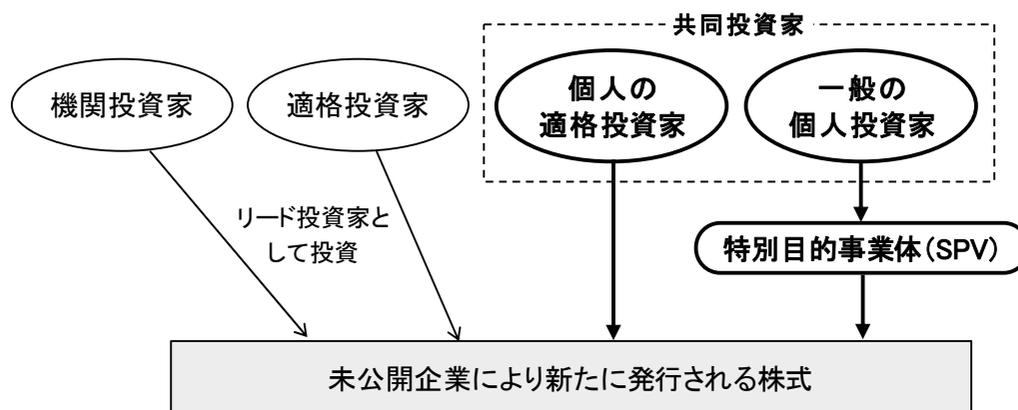
な対象としている。企業が CapBridge を通じて株式を発行するための基準として、①過去 12 か月間の累計収入が 100 万米ドル超であること、②機関投資家等から 1,000 万米ドル超の資金調達実績を有すること、が挙げられる。標準的な資金調達額は、1,000 万～1 億米ドルである。

CapBridge に参加可能な投資家は、主に機関投資家と適格投資家 (Accredited Investor) である。証券先物法に基づく、適格投資家は、①純資産が 200 万 S ドル超または過去 12 か月間の累計収入が 30 万 S ドル以上の個人、②純資産が 10 万 S ドル超の法人、と定義される。

キャップブリッジは 2019 年 2 月、適格投資家としての要件を満たす個人投資家の少額での投資を可能にするため、オーストラリアを本拠として投資プラットフォームを運営するホールセール・インベスター (Wholesale Investor) と提携し、プリファード・アクセス (Preferred Access) と呼ばれる仕組みを導入した。個人の適格投資家は、機関投資家等のリード投資家が 30%以上を投資する案件に、最低 5,000S ドルから共同投資家として参加することが可能となった。

さらに、キャップブリッジは同年 10 月、より幅広い投資家層のニーズに対応するため、適格投資家に該当しない一般の個人投資家もプリファード・アクセスを利用できるようにすると発表した。一般の個人投資家は、投資経験が豊富で専門性を有する機関投資家や適格投資家がリード投資家として参加する案件に、共同投資家として特別目的事業体 (SPV) を通じて投資することが可能となった (図表 2)。但し、一般の個人投資家は、プリファード・アクセスを通じて未公開株に投資するに当たり、金融に関する一定の知識及び経験を有することを示すか、もしくは適合性評価の基準を満たす必要がある。また、投資家保護の観点から、一般の個人投資家による 1 件当たり投資額は 1 万 S ドルが上限となっており、1 会計年度における投資上限額は 20 万 S ドルまたは純資産の 10%のいずれか低い金額と定められている。こうした仕組みの導入は、今後、未公開の成長企業への投資を検討する投資家の増加につながると期待されている。

図表 2 プリファード・アクセスのイメージ図



(出所) キャップブリッジより野村資本市場研究所作成

IV 未公開株の流通を可能にする未公開株取引所

1. キャップブリッジによる未公開株取引所の創設

シンガポールでは、キャップブリッジ以外にも複数の事業者が、未公開の成長企業の株式発行を支援するプラットフォームを運営している。そうしたプラットフォームを通じて未公開株を取得した投資家は、投資先企業が IPO を行うまで株式を保有し続けるか、もしくは保有株式の売却先を自身で見つける必要がある。そうした点が障壁となり、未公開株に投資する投資家は、専門的な知識やノウハウを有する一部の投資家に限定されていた。業界関係者の間では、投資家が未公開株を柔軟に売却するための市場の重要性が認識され、流通市場の創設に向けた検討が進められてきた。

そうした中、キャップブリッジは 2018 年 11 月、未公開株取引所 (private securities exchange) を運営するために必要な認定市場運営者 (Recognised Market Operator、RMO) の免許を MAS より取得したことを発表した。同取引所は、ワンエクステンジ (1exchange) と呼ばれ、子会社のキャップブリッジ・プラットフォームにより運営される。

ワンエクステンジの創設により、未公開株の投資家だけでなく、未公開企業の経営者や主要株主も恩恵を享受することができる。具体的には、未公開株を取得した投資家は、保有株式を相対で売却する場合よりも柔軟かつ効率的に売却することが可能である (図表 3)。また、未公開企業の経営者や主要株主は、保有株式の一部をワンエクステンジに流通⁹させることで、IPO よりも短期間かつ簡略化されたプロセスで幅広い投資家に株式を売却することができる。

キャップブリッジは、ワンエクステンジの創設に当たり、大手監査法人兼コンサルティング会社のデロイトを戦略的パートナーとして指名した。デロイトは、ワンエク

図表 3 株式の相対売却、ワンエクステンジ、IPO の比較

	相対売却	ワンエクステンジ	IPO
株式の 価値評価	・大幅なディスカウントの可能性	・相対売却よりも高くなる可能性	・公正な市場価値評価
流動性	・基本的になし	・連続取引 (取引高は参加者と浮動株次第)	・連続取引
プロセス/ 必要な期間	・手間がかかる ・ブローカーが必要 ・2~6か月	・標準化されたオンラインでの募集 ・2~6か月	・厳格な審査と規制に基づくプロセス ・6~12か月
投資家	・機関投資家	・機関投資家 ・適格投資家	・機関投資家 ・適格投資家 ・一般の個人投資家
規則/ 開示義務	・特になし (投資家がリスクを負う)	・緩和された規則 ・重要事項に関する開示義務	・完全な上場規則 ・厳格な開示義務

(出所) キャップブリッジより野村資本市場研究所作成

⁹ キャップブリッジは、未公開企業がワンエクステンジで株式を流通させることを listing と表現しているが、公開市場と区別するため、本稿では流通という表現を用いている。

チェンジに株式を流通させる企業に対して、監査、財務助言、事業コンサルティング、税務サービス等の一連のソリューションを提供する。

ワンエクスチェンジに株式を流通させるための発行体の要件として、①払込資本金が1,000万米ドル超または過去12か月間の累計収入が500万米ドル超であること、②12か月分超の運転資本を有すること、③2年以上の事業実績を有すること、④継続企業の前提（ゴーイングコンサーン）であること、⑤法的または財務的な紛争に関与していないこと、等が挙げられる。SGXには新興・成長企業向け市場であるカタリストがあるが、例えばカタリストでは事業実績や自己資本の要件が定められていない等、ワンエクスチェンジの方が、基準が厳格な部分もある¹⁰。

また、発行体には重要情報に関する開示義務も課されている。具体的には、発行体はワンエクスチェンジで株式を流通させた後、直近の監査済財務諸表、定款・主要株主・主要経営陣が変更された場合の詳細内容、新株の発行・合併会社の設立・M&A等の重要事項について、キャップブリッジに適時に情報を開示する必要がある。

発行体がワンエクスチェンジに株式を流通させるプロセスとして、まずSPVに株式を売却し、その後SPVが投資家に株式を発行する。流動性確保の観点から、SPVの株式保有割合が希薄化後ベースで10%以上であること及びSPVが保有する株式の価値が300万米ドル以上であることが求められる。また、投資家保護の観点から、ワンエクスチェンジに参加可能な投資家は、機関投資家と適格投資家に限定されている。

ワンエクスチェンジの特色の一つとして、投資家の管理にブロックチェーン技術が活用されていることが挙げられる。キャップブリッジは2018年6月、ワンエクスチェンジのインフラの効率化及び信頼性の向上を目的として、ブロックチェーン技術のソフトウェア開発企業である米コンセンシス（ConsenSys）との戦略的提携を発表した。ワンエクスチェンジでは、コンセンシスが提供するイーサリアムのネットワークが活用されている¹¹。現在、ワンエクスチェンジに参加する投資家がよりコスト効率的に、かつ透明性及び安全性を確保して取引を行うことを可能にするため、決済を含む様々な分野でブロックチェーン技術を活用する準備が進められている。

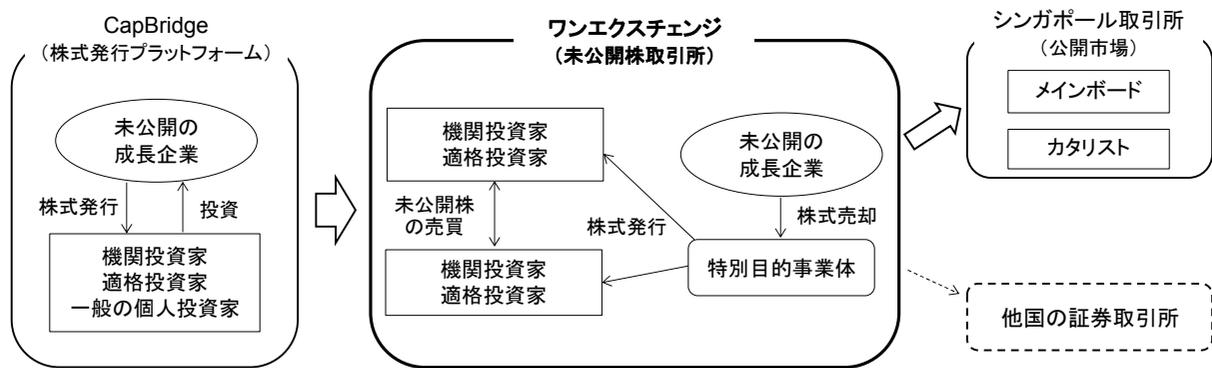
ワンエクスチェンジで流通する株式は、CapBridgeで発行された株式に限定されていない。但し、キャップブリッジは基本的に、CapBridgeで発行された株式がワンエクスチェンジで流通することを望んでいる。また、未公開企業がワンエクスチェンジで株式を流通させることは、将来的にIPOを実施するための準備プロセスの一環としても位置付けられている（図表4）。実際に、SGXは、ワンエクスチェンジが公開市場の成長を阻害するとは考えておらず、むしろワンエクスチェンジでの取引の活性化を支援する姿勢を示している¹²。

¹⁰ カタリストの詳細は、北野陽平「発展するシンガポールと香港の新興市場の比較」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号（ウェブサイト版）参照。

¹¹ イーサリアムとは、ブロックチェーン上で、分散型アプリケーションやスマートコントラクトを動かすためのプラットフォームである。

¹² “Aggregate Asset Mgmt seeks to raise S\$5.2m via Iexchange listing,” *The Business Times*, 29 May 2019.

図表4 ワンエクスチェンジの仕組みと位置付け



(出所) キャップブリッジより野村資本市場研究所作成

2. ワンエクスチェンジの実績と今後の見通し

ワンエクスチェンジでは、2019年7月に初めて株式の流通が行われた。発行体は、シンガポールの資産運用会社であるアグリゲート・アセットマネジメント (Aggregate Asset Management) である。金額は約560万Sドルであり、同社の発行済株式の約5%に相当した。ワンエクスチェンジのウェブサイトによると、本稿執筆時点で、3社がワンエクスチェンジで株式を流通させる準備を進めている。

キャップブリッジは最近、CapBridgeでの資金調達及びワンエクスチェンジでの株式流通のニーズを有する企業を効率的かつ有効な形で特定するため、シンガポール国内外の大手金融機関と相次いで提携を行っている。第一に、キャップブリッジは2019年6月2日、マレーシアのCIMB銀行との間で覚書に署名したことを発表した。両者は、CIMB銀行のマレーシア、シンガポール、インドネシア、タイ、カンボジアの顧客企業に対して、株式での資金調達や株式流通の機会を提供する。第二に、キャップブリッジは同年6月23日、シンガポールのユナイテッド・オーバーシーズ銀行 (UOB) との間で覚書に署名したことを発表した。両者は、UOBのシンガポール、インドネシア、マレーシア、タイ、ベトナム等の顧客企業に対して、株式での資金調達や株式流通の機会を提供する。第三に、キャップブリッジは同年7月18日、韓国のハナ金融グループとの間で覚書に署名したことを発表した。両者は、ハナ金融グループの顧客企業に対して、株式での資金調達や株式流通の機会を提供する。第四に、キャップブリッジは同年9月5日、韓国のハンファ投資証券から400万米ドルの出資を受ける形での資本業務提携を発表した。両者は、ハンファ投資証券のアジア域内の顧客企業に対して、株式での資金調達や株式流通の機会を提供する。

また、キャップブリッジがこれらの大手金融機関と提携した理由として、富裕層一族を顧客化するという狙いもある。富裕層一族は、ビジネスオーナーとして未公開のステータスを維持しつつ保有株式の一部を売却することができると同時に、資産運用の一環として分散投資やリターンの向上を目的として未公開株への投資に関心を示す可能性がある。

キャップブリッジは、富裕層一族が発行体及び投資家としてワンエクスチェンジにとっての有望な顧客になると見ている。

シンガポールにおいて現在、MAS から RMO の免許を取得して未公開株取引所を運営している事業者はキャップブリッジ 1 社のみである。他方、MAS のラビ・メノン長官は 2019 年 7 月 11 日に開催されたシンガポール証券投資家協会のカンファレンスにおいて、未公開株取引市場の発展に向けて、複数の業界関係者と協議している、と発言した¹³。今後、他の事業者の新規参入が促進され、健全な競争原理が働くとともに、投資家保護の徹底が図られることで、国内における未公開株取引市場の発展につながる可能性がある。

V 個人投資家の間で注目が高まりつつある PE 債券

1. 個人投資家への提供が開始された PE 債券

上述の通り、シンガポールでは、未公開株への投資機会が拡大すると同時に、投資家にとっての PE ファンドへのアクセスも向上している。特に近年では、PE 債券（PE ファンドを裏付資産とする債券）に対する個人投資家の注目が高まりつつある。その契機となったのは、政府系ファンドのテマセク・ホールディングス傘下の運用会社アザレア・アセットマネジメント（以下、アザレアとする）が、PE ファンドのキャッシュフローを返済原資とする資産担保証券を個人投資家向けに販売し始めたことである。

アザレアは 2016 年 7 月、子会社として設立したアストレア III（Astrea III）という SPV を通じて、初めて PE 債券を発行した¹⁴。発行額は 5.1 億米ドル相当であり、全てシンガポール国内外の機関投資家及び適格投資家に販売された。

その後、個人を含む幅広い投資家から PE 債券への強い関心が示されたことを受けて、アザレアは 2018 年 6 月、アストレア IV（Astrea IV）という SPV を通じて、新たな PE 債券を発行した。発行額は 5.01 億米ドル相当であり、このうち 1.21 億 S ドルが適格投資家に該当しない一般の個人投資家向けに発行された。1.21 億 S ドルの募集額に対して、7.4 倍の 8.9 億 S ドルの応募があり、最終的に 25,660 人の一般の個人投資家に販売された。これは、PE 債券が一般の個人投資家に販売された国内初の事例となった。また、アザレアは 2019 年 6 月、アストレア V（Astrea V）という別の SPV を通じて、新たな PE 債券を発行した。発行額は 6 億米ドル相当であり、このうち 1.8 億 S ドルが一般の個人投資家向けに発行された。

¹³ MAS の 2019 年 7 月 11 日付ニュースリリース（<https://www.mas.gov.sg/news/speeches/2019/the-wellness-of-investing>）を参照。

¹⁴ 同債券が発行される以前にも、テマセク・ホールディングス傘下の別の企業により PE 債券が発行された実績がある。具体的には、2006 年にアストレア I（Astrea I）を通じて、2014 年にアストレア II（Astrea II）を通じて発行された。

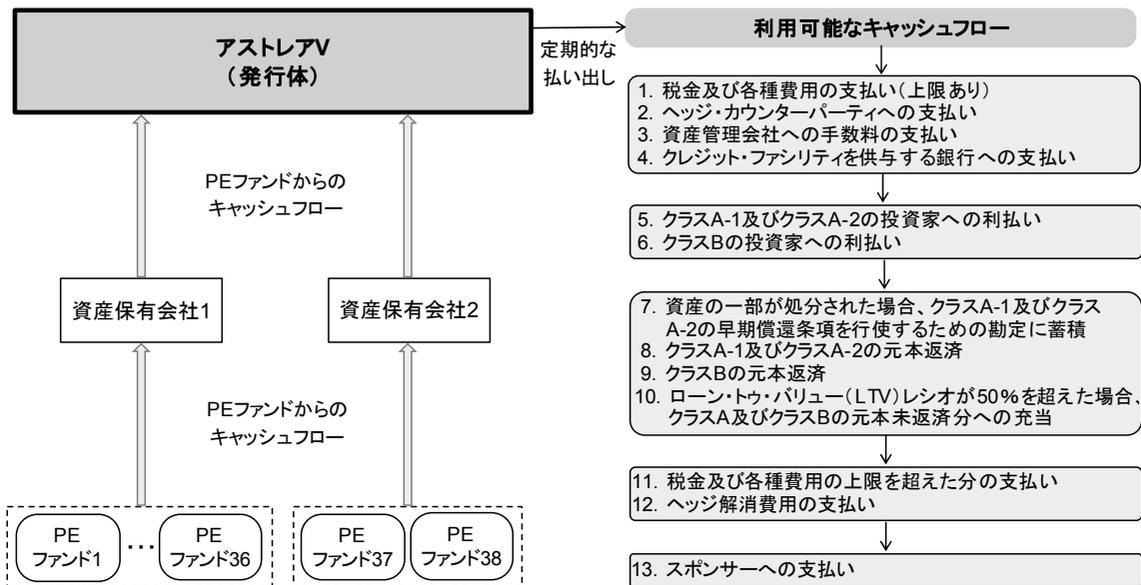
アストレアⅣ債とアストレアⅤ債は、発行額や利率等の条件で若干の差があるものの、商品性は同じである。両債券は、リスクが異なるクラス A-1、クラス A-2、クラス B の3つのトランシェから構成されている（図表5）。クラス A-1 とクラス B-2 は、利払いの順位が同等であり、クラス B に優先する。元本返済についてはクラス A-1、クラス A-2、クラス B という優先順位であり、全ての支払いが行われた後、PE ファンドからのキャッシュフローがスポンサー（エクイティ出資者）に還元される（図表6）。クラス A-1 及び

図表5 アストレアⅣ債とアストレアⅤ債の比較

	アストレアⅣ債	アストレアⅤ債
発行年月	2018年6月	2019年6月
発行額	5.01億米ドル相当	6億米ドル相当
トランシェ	クラスA-1: 2.42億米ドル クラスA-2: 2.1億米ドル クラスB: 1.1億米ドル	クラスA-1: 3.15億米ドル クラスA-2: 2.3億米ドル クラスB: 1.4億米ドル
一般の個人投資家向け発行額	1.21億米ドル (クラスA-1のみ)	1.8億米ドル (クラスA-1のみ)
償還期間	10年 (クラスA-1及びクラスA-2は、一定の条件下で発行から5年後に強制的に早期償還)	10年 (クラスA-1及びクラスA-2は、一定の条件下で発行から5年後に強制的に早期償還)
利率 (年利ベース)	クラスA-1: 4.35% クラスA-2: 5.5% クラスB: 6.75% (5年後に早期償還されない場合、クラスA-1及びクラスA-2は償還時まで利率1%上乘せ)	クラスA-1: 3.85% クラスA-2: 4.5% クラスB: 5.75% (5年後に早期償還されない場合、クラスA-1及びクラスA-2は償還時まで利率1%上乘せ)
裏付資産 (発行前時点)	PE運用会社27社のPEファンド36本 (596社に投資)	PE運用会社32社のPEファンド38本 (862社に投資)

(出所) アザレア・アセットマネジメントより野村資本市場研究所作成

図表6 アストレアⅤ債のキャッシュフローと弁済順位



(出所) アザレア・アセットマネジメントより野村資本市場研究所作成

クラス A-2 は、償還期間が 10 年と定められているが、債券発行から 5 年以内に PE ファンドからのキャッシュフローが一定水準に達した場合、5 年後に強制的に早期償還される仕組みである。これは、一般的に PE ファンドのキャッシュフローが不安定であるため、クラス A-1 及びクラス A-2 の元本返済を優先することが意図されている。投資家保護の観点から、アストレアⅣ債とアストレア V 債は、一般の個人投資家には、最も低リスクのクラス A-1 のみが販売された。

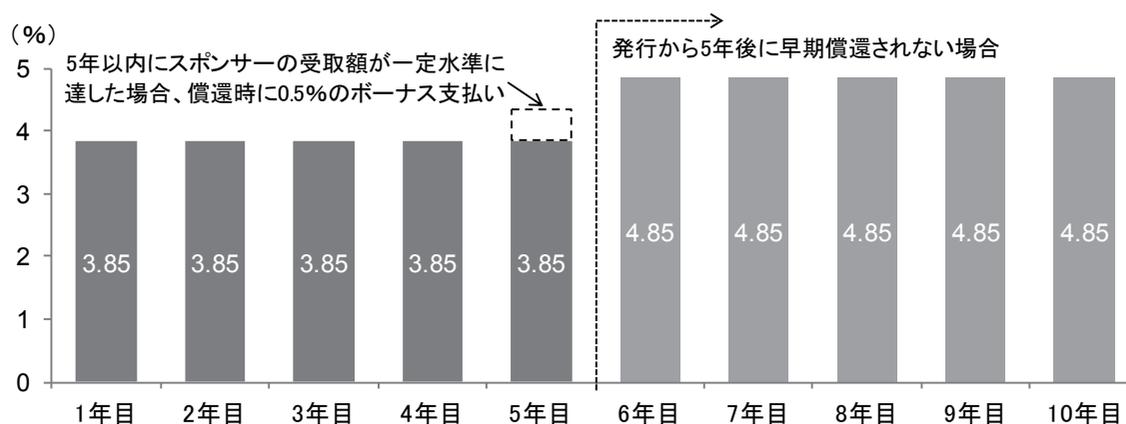
2. PE 債券が個人投資家に人気の理由

PE 債券が個人投資家の人気を博している理由として、以下の点が挙げられる。

第一に、高い利回りが期待できることである。アストレアⅣ債のクラス A-1 の年利は 4.35%、アストレアⅤ債のクラス A-1 の年利は 3.85% である。また、クラス A-1 については、発行から 5 年後に早期償還条項が行使されない場合、5 年経過後から償還時まで利率が 1% 上乗せされる。さらに、発行から 5 年以内にスポンサーの受取額が一定水準に達した場合、償還時に元本の 0.5% がボーナスとして支払われる (図表 7)。個人投資家向けに販売されているシンガポール貯蓄債券 (Singapore Savings Bonds)¹⁵ の利回りや国内銀行の預金金利が 2% 以下であることに鑑みると、アザレアの PE 債券の金利水準は高いと言える。

第二に、複数の PE ファンドへの分散投資により、リスクが低減されていることである。アザレアの PE 債券では、PE ファンドからのキャッシュフローが唯一の返済原資であるため、様々な PE ファンドが組み入れられることでリスク分散が図られている。具体的には、アストレア V 債は 2019 年 3 月末時点で、運用会社 32 社の PE ファンド 38 本を裏付資産としている。PE ファンドの戦略別内訳は、過半数の株式の取得を通じて経営権を取得し企業価値の向上を図るバイアウトが 81%、一定の規模がある企業にさらなる成長のため

図表 7 アストレアⅤ債のクラス A-1 のリターン



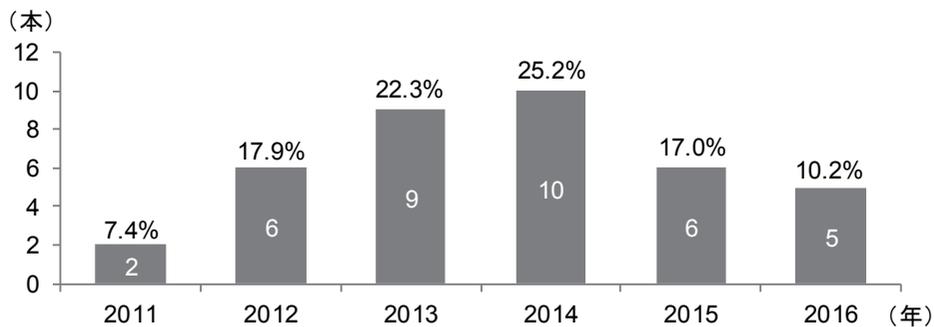
(出所) アザレア・アセットマネジメントより野村資本市場研究所作成

¹⁵ シンガポール貯蓄債券の詳細は、黒田大介、北野陽平「老後に向けた資産形成の推進を目的として貯蓄債券を導入したシンガポール」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号 (ウェブサイト版) 参照。

の資金を提供するグロース・エクイティが 19%である。地域別内訳は、米国が 56.1%、アジアが 22.3%、欧州が 21.6%となっている。また、PE ファンドの開始年は 2011 年から 2016 年に分散されている（図表 8）。さらに、個々の PE ファンド及び運用会社の分散も図られており、単一の PE ファンドの純資産総額（NAV）が全体に占める割合は最大で 5.4%、単一の運用会社の PE ファンドの NAV が全体に占める割合は最大で 9%である¹⁶。

各 PE ファンドの投資先企業も幅広く分散されている。38 本の PE ファンドは 2018 年末時点で計 862 社に投資している。投資先企業の地域別内訳は、北米が 49.3%、アジアが 24.6%、欧州が 22.8%、その他が 3.3%である。また、業種別の内訳は、IT（構成比 23.9%）、ヘルスケア（同 17.6%）、消費者サービス（同 15.3%）が上位を占める（図表 9）。このように、アストレア V 債は、ファンドレベル及び投資先企業レベルでの分散投資を通じたキャッシュフローの安定化により、リスクの低減が図られている。

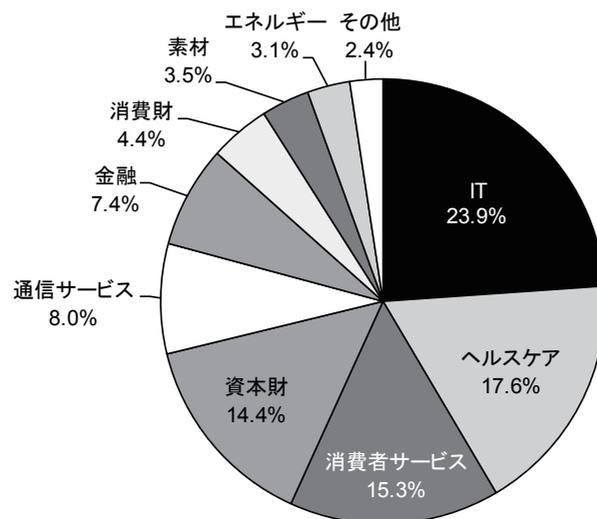
図表 8 アストレア V 債に組み入れられた PE ファンドの開始年の分布



(注) %は各開始年の構成比を示している。

(出所) アザレア・アセットマネジメントより野村資本市場研究所作成

図表 9 アストレア V 債の PE ファンドの投資先企業の業種別構成比



(注) 2018 年末時点。

(出所) アザレア・アセットマネジメントより野村資本市場研究所作成

¹⁶ 単一の PE ファンドではシルバー・レイク・パートナーズ IV、運用会社では KKR が最大のシェアを占める。

第三に、換金性があることである。アストレアIV債とアストレア V 債は、SGX のメインボードに上場されている。そのため、投資家は債券の償還時まで保有し続けることができない場合でも、時価で途中売却することが可能である。

第四に、投資しやすい環境が整備されていることである。証券中央預託機関（CDP）の口座を保有する投資家であれば、アストレアIV債とアストレア V 債の募集時に、シンガポールの 3 大銀行である DBS 銀行、オーバーシー・チャイニーズ銀行、ユナイテッド・オーバーシーズ銀行の ATM またはインターネットバンキング（モバイルバンキングを含む）を通じて応募することができた。また、応募額が最低 2,000S ドルで 1,000S ドル単位と低めに設定された点も、多くの投資家が参加した一つの理由であった。

以上のように、アザレアの PE 債券は、他の金融商品よりも高いリターンを期待できる一方で、裏付資産の分散によりリスクの低減が図られていること等により、シンガポールの個人投資家の人気を集めたと言える。現時点では、アザレアによる新たな PE 債券の発行計画は明らかにされていないものの、今後も個人の資産形成を促進する役割を担っていくのではないかと考えられる。

VI 結びにかえて

本稿では、シンガポールの PE 市場のさらなる発展につながる動きとして、キャップブリッジによる未公開株取引所の創設とアザレアによる PE 債券の発行を紹介した。また、これら以外にも、国内の PE 市場の発展を後押しし得るもう一つの動向として、シンガポール可変資本会社（Singapore Variable Capital Company、VCC）と呼ばれる新たな形態のファンドの導入が挙げられる。VCC は、株主の承認なしで資本金の変動が認められる会社形態であり、投資家が自由にファンドを売買することを可能にする。また、投資目的やリスク特性等が異なる複数のファンドを一つのファンドで管理することができるため、ファンド運営費用の削減にもつながる。現在、シンガポールで運用されているファンドの大部分は外国籍であり、企業構造がより柔軟なケイマン諸島やルクセンブルク等で設立されている。MAS は VCC を導入することで、国内籍のファンドを増加させることにより、国内の資産運用業界の発展につなげることを目指している。MAS によると、VCC は議会の承認を経て、2019 年末までに正式に導入が認められる見通しである。今後、VCC の導入に伴い、シンガポールが PE ファンドの運用に関して国際的な競争力を高める可能性がある。

シンガポールは、前述の通り、ASEAN 域内における PE 投資のハブとなっているが、他の ASEAN 主要国においても PE 市場の規模が拡大しつつある。ASEAN 諸国は経済成長率が高いことに加えて、域内には少なくとも 7,000 社程度のスタートアップ企業があり¹⁷、PE 市場の発展余地が大きい。バイン・アンド・カンパニーは 2018 年 11 月、ASEAN 域内

¹⁷ 前掲脚注 5 参照。

における向こう 5 年間の PE 投資額が累計 700 億米ドルに達し、過去 5~6 年間の水準と比較してほぼ倍増するとの予測を発表した¹⁸。

シンガポールにおける PE 市場のさらなる発展に向けた施策や取り組みの成否は、ASEAN 域内の PE 市場の行方を左右する可能性がある。今後、シンガポールの PE 市場の拡大が、中長期的に ASEAN 域内の資産運用業界の発展にどの程度寄与するかに加えて、成長企業等への資金供給の拡大を通じて経済成長につながるかどうかという点も注目されよう。

¹⁸ Bain & Company, “Investing in Southeast Asia: What’s Behind the Boom,” 13 November 2018.