

## 拡大するインドのプライベート・エクイティ市場 —制度整備とスタートアップ企業支援策を中心に—

北野 陽平

### ■ 要 約 ■

1. インドでは、非上場企業を主な投資対象とするプライベート・エクイティ（PE）投資が拡大している。PE 及びベンチャー・キャピタル（VC）の業界団体によると、PE・VC投資額は2015年の176億米ドルから2021年には628億米ドルへと3.6倍に増加した。セクター別では、情報技術（IT）及びIT利用型サービスが最も高い割合を占めている。
2. インドのPE・VC市場では、国内で設立されたPE・VCファンドが「オルタナティブ投資ファンド（AIF）」としてインド証券取引委員会（SEBI）により包括的に規制されており、重要な役割を担っている。また、外国投資家も大きな存在感を有しており、SEBIに登録された「外国ベンチャー・キャピタル投資家」は右肩上がりに増加している。
3. インドにおけるPE・VC投資拡大の背景には、革新的な製品・サービスの開発に取り組むスタートアップ企業の急速な増加がある。2022年5月時点で6.9万社超となり、米国と中国に次いで世界で3番目に多い。増加の要因として、インド政府が2016年に発表した「スタートアップ・インディア」という取り組みが挙げられ、スタートアップ企業の所得税を3年間免除する措置やAIFを投資対象としたファンド・オブ・ファンズの設定等が行われてきた。
4. インドでは、企業価値評価額が10億米ドル以上のスタートアップ企業であるユニコーン企業も増加傾向にあり、2022年5月時点で計100社に達した。インドのPE・VC市場では新規株式公開（IPO）がエグジット額の3割を占める中、IPO予備軍となり得るユニコーン企業の増加は、より多くのPE・VC投資家の参加を促す可能性がある。
5. インドのPE・VC市場を巡る今後の注目点としては、①環境分野におけるPE・VC投資機会の拡大、②国内富裕層によるPE・VC投資の拡大、が挙げられよう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 神山哲也「インドにおけるプライベート・エクイティ市場の現状」『資本市場クォーターリー』2008年春号。
- ・ 北野陽平「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」『野村資本市場クォーターリー』2019年秋号。

## I プライベート・エクイティ投資が拡大するインド

世界2位の人口を抱えるアジアの大国であるインドでは、非上場企業を主な投資対象とするプライベート・エクイティ（PE）投資が拡大している。PE投資には、PEファンドやベンチャー・キャピタル（VC）ファンドを通じた投資と、非上場企業への直接投資が含まれるが、インドではPE・VCファンドを通じた投資が中心である。同国でPE・VC投資が拡大している主な背景や要因として、以下の点が挙げられる。

第1に、高い経済成長率である。インドの2000～2021年の平均実質GDP成長率は6.4%であり、国際通貨基金によると、2022～2026年の同成長率は7.1%と予測されている<sup>1</sup>。また、国際連合によると、インドでは生産年齢人口の割合が上昇するいわゆる人口ボーナスが2040年頃まで続く予測されており、長期的に高い経済成長が続く見通しである。

第2に、革新的な製品・サービスの開発に取り組むスタートアップ企業（詳細後述）の急速な増加である。インドには2022年5月時点で6.9万社超のスタートアップ企業があり、米国と中国に次いで世界で3番目に多い<sup>2</sup>。インド政府によるスタートアップ企業のエコシステム発展に向けた取り組みにより、今後もスタートアップ企業が増加していく見通しである。

インドの非上場企業への投資においては、国内で設立されたPE・VCファンドが重要な役割を担っているが、同国の高い成長性を取り込みたいと考えている外国投資家も大きな存在感を有している。

本稿では、インドのPE・VC投資家に関する制度概要、近年のPE・VC投資及びエグジット状況、スタートアップ企業のエコシステム発展に向けた取り組みについて整理した上で、今後の注目点を論考する。

## II インドのPE・VC投資家に関する制度概要

### 1. 国内PE・VCファンドに関する制度

インド国内で設立されるPE・VCファンドは、インド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India、SEBI）が2012年に制定したSEBI（オルタナティブ投資ファンド）規則<sup>3</sup>に基づいて、「オルタナティブ投資ファンド（Alternative Investment Fund、AIF）」として規制される。

従前、国内のアーリーステージ（起業直後）企業の資金調達を促進することを目的としたVCファンドは、1996年SEBI（ベンチャー・キャピタル・ファンド）規則<sup>4</sup>（以下、1996年VCファンド規則）により規制されていた。同規則の下で、VCファンドは信託

<sup>1</sup> International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2022.

<sup>2</sup> Invest India, “The Indian Unicorn Landscape,” May 9, 2022.

<sup>3</sup> Securities and Exchange Board of India (Alternative Investment Funds) Regulations, 2012.

<sup>4</sup> Securities and Exchange Board of India (Venture Capital Funds) Regulations, 1996.

(trust) または会社 (company) <sup>5</sup>の形態で設立され、国内の証券取引所に株式を上場させておらず、SEBI が禁止する活動に携わっていない国内企業に投資する私募ファンドと定義された。インド所得税法第 10 条 (23F) 項に基づいて、VC ファンドのキャピタルゲイン及びインカムゲインは非課税であった。他方、VC ファンドには様々な要件が適用された。例えば、1 社当たり投資額をファンド総額<sup>6</sup>の 25%以下に抑えることや、ファンド総額の 66.67%以上を株式または株式関連証券に投資すること等である。

他方、1996 年 VC ファンド規則に基づく VC ファンドを巡っては、いくつかの問題点が指摘されていた。第 1 に、VC ファンドが、成長中期段階以降の非上場企業や不動産等に投資するためのピークルとしても用いられていたことである。その結果、アーリーステージ企業向け投資を促進するための税優遇が、本来よりも幅広いファンドに利用されていた。第 2 に、VC ファンドが、SEBI への登録を義務付けられていなかったことである。SEBI に登録されていない VC ファンドは上述の要件が適用されないため、登録 VC ファンドと非登録 VC ファンドとの間で不公平が生じていた。

SEBI は、こうした状況を是正するため、国内で設立または法人化された私募ファンドを AIF として包括的に規制することにした。AIF の導入に伴い、1996 年 VC ファンド規則は撤廃された。全ての AIF は SEBI への登録が義務付けられることとなったが、1996 年 VC ファンド規則に基づいて SEBI に登録されたファンドは、AIF としての再登録が免除されている。

AIF は、機関投資家と適格投資家 (accredited investor) からのみ資金調達を行うことが認められている。適格投資家とは、①年収 2,000 万ルピー<sup>7</sup>以上、純資産 7,500 万ルピー以上 (うち金融資産 3,750 万ルピー以上)、または年収 1,000 万ルピー以上かつ純資産 5,000 万ルピー以上 (うち金融資産 2,500 万ルピー以上) の個人、家族信託<sup>8</sup>、個人事業主等、②純資産 5 億ルピー以上の法人または信託 (家族信託を除く) である。AIF の投資家内訳は開示されていないが、国内富裕層の間で関心が高まっているようである<sup>9</sup>。

AIF は、組入資産や投資戦略に応じて、カテゴリーI、カテゴリーII、カテゴリーIIIに分類される。カテゴリーI はスタートアップ企業、中小企業、インフラ等に投資するファンド、カテゴリーIIIはカテゴリーI とカテゴリーIIIに該当せず、原則借入を行わないファンド、カテゴリーIIIは多様または複雑な取引戦略を採用するファンドである (図表 1)。VC ファンドはカテゴリーI に、PE ファンドはカテゴリーIIに含まれる。また、AIF は、ファンド・オブ・ファンズとして、別の AIF に投資することも可能である。

AIF は、ファンドの総額、存続期間、スポンサー (AIF 設立者)、運用会社、ユニットホルダー等に関する要件が定められている (図表 2)。AIF の税制に関して、カテゴリーI

<sup>5</sup> 信託は 1882 年インド信託法 (Indian Trusts Act, 1882)、会社は 2013 年会社法 (Companies Act, 2013) に基づく。

<sup>6</sup> ファンド総額とは、ユニットホルダーが投資をコミットした総額を指す。

<sup>7</sup> 2022 年 7 月 8 日時点の為替レートは 1 ルピー=1.72 円。

<sup>8</sup> 家族信託とは、財産の管理や処分をできる権限を家族に付与するための信託を指す。

<sup>9</sup> “In two years, AUM of alternative investment fund almost double to ₹6.41-lakh crore,” *The Hindu BusinessLine*, May 17, 2022.

図表 1 AIF の分類

区分	概要	ファンド数 (本)
カテゴリー I	・スタートアップ企業、中小企業、インフラ等に投資するファンド	178
VCファンド	・スタートアップ企業等が発行する非上場証券に主に投資 ・投資可能資金の75%以上を国内非上場企業の株式・株式関連証券 または上場予定の企業に投資	133
SMEファンド	・非上場または上場している中小企業が発行する証券に主に投資	15
ソーシャルベンチャーファンド	・社会的課題に取り組む組織が発行する証券に主に投資	14
インフラファンド	・インフラ開発・運営企業が発行する非上場証券等に主に投資	16
カテゴリー II	・カテゴリー I と III に該当せず、一時的な資金調達要件を満たす以外の 目的で借入を行わないファンド ・PEファンド、不動産ファンド、不良資産ファンド等が含まれる	409
カテゴリー III	・多様または複雑な取引戦略を採用し、デリバティブへの投資を含む レバレッジを用いる可能性があるファンド ・ヘッジファンドやPIPEファンド等が含まれる	145

(注) 1. ファンド数は2021年3月末時点。

2. PIPEとは、Private Investment in Public Equitiesの略であり、上場株式の私募増資引受を意味する。

(出所) インド証券取引委員会より野村資本市場研究所作成

図表 2 AIF の要件

	要件
ファンドの法形態	・信託、会社、有限責任パートナーシップ等のいずれかとして設立または法人化されること
ファンド総額	・最低2億ルピー
ファンド存続期間	・カテゴリー I とカテゴリー II は最低3年 ・カテゴリー III はオープンエンド型とクローズエンド型のいずれでも可
ファンドの投資に対する制限	・カテゴリー I とカテゴリー II による1社当たり投資額は投資可能額の25%以下とすること ・カテゴリー III による1社当たり投資額は投資可能額の10%以下とすること
スポンサー／運用会社	・2008年SEBI(仲介業者)規則に基づく適格性を有すること ・ファンド総額の2.5%と5,000万ルピーのいずれか小さい額以上の持分を継続的に保有 するとともに、その旨をユニットホルダーに開示すること
ユニットホルダー数	・最大1,000人(社)
各ユニットホルダーの投資額	・最低1,000万ルピー
ユニットホルダーへの 情報開示	・ファンドの財務状況、リスク管理、投資先企業、手数料等に関する情報を定期的に開示 すること

(出所) インド証券取引委員会より野村資本市場研究所作成

とカテゴリーIIは、キャピタルゲイン税がファンドレベルで課されず、ユニットホルダーに課されるのに対し、カテゴリーIIIは設立された法形態に基づいてファンドレベルで課税される。

AIFの数は増加傾向にあり、2013年3月末時点で42本であったが2021年3月末には732本となった。2021年3月末時点の内訳は、カテゴリーIが178本、カテゴリーIIが409本、カテゴリーIIIが145本であり、カテゴリーIのうちVCファンドが133本を占めた<sup>10</sup>。AIFの2021年3月末時点の累計資金調達額(コミット分を含む)は4.51兆ルピーであり、内訳はVCファンドが0.28兆ルピー、PEファンドを含むカテゴリーIIが3.57兆ルピー、その他(カテゴリーIのVCファンド以外のファンドとカテゴリーIIIの合計)が0.67兆ルピー

<sup>10</sup> 別途、1996年VCファンド規則に基づくVCファンドでAIFとして再登録されていないものが2020年3月末時点で189本あった。

であった。また、同時点の累計投資額は2.00兆ルピーであり、内訳はVCファンドが0.10兆ルピー、カテゴリーIIが1.40兆ルピー、その他（同上）が0.51兆ルピーであった。

## 2. 外国投資家に関する制度

インドのPE・VC市場では、外国投資家も大きな存在感を有している。外国投資家がインドのPE・VC市場に参加し始めたのは1990年代後半であるが、その背景には、同国政府が1991年に国内産業の効率性向上と成長加速を目的とした新産業政策を発表し、外国投資家による対内投資に関する制限を緩和したことがある。

外国投資家による対内投資は、インド準備銀行（Reserve Bank of India、RBI）の外国為替管理（インド非居住者による証券の譲渡または発行）規則<sup>11</sup>により規制される。同規則に基づくと、インドの非上場企業への投資または上場企業の発行済株式10%以上への投資は、外国直接投資（FDI）として規制される。

FDI投資家は、鉱業やメディア等の一部セクターを除いて、政府の事前承認なしでインドの非上場企業への投資が認められている。但し、事前承認が不要なセクターでも、セクター毎に定められた出資比率の上限を超える投資については、政府の事前承認を得ることが求められる。

また、外国投資家は、2000年SEBI（外国ベンチャー・キャピタル投資家）規則<sup>12</sup>に基づいて、「外国ベンチャー・キャピタル投資家（Foreign Venture Capital Investor、FVCI）」としてSEBIの登録を受けることで、インドの非上場企業及びVCファンドに投資することができる。SEBIの登録を受けてFVCIになることの主な利点は、以下の通りである<sup>13</sup>。

第1に、FDIを対象とした価格ガイドライン（Pricing Guidelines）の適用が免除されることである。同ガイドラインの下では、FDI投資家がインドの証券を取引する際、国際的に認められた方法に基づく公正価値以上で取得し、同公正価値以下で売却する必要がある。第2に、新規株式公開（IPO）時の株式売却制限が免除されることである。インドの非上場企業の株主はIPOから6か月間、保有株式の売却が禁止されている<sup>14</sup>。第3に、株式の大量保有及び買収に関する規則<sup>15</sup>が免除されることである。同規則の下では、出資比率が一定割合を上回る場合、既存株主に有利な条件での増資引受の機会を提供することが義務付けられている。

FVCIとしてSEBIの登録を受けるためには、①インドに投資するために必要なRBIの承認を得ていること、②実績、専門性、財務面の健全性、経験等を有すること、③投資会社、資産運用会社、投資信託、投資パートナーシップ、年金基金、寄付基金、大学基金、慈善

<sup>11</sup> Foreign Exchange Management (Transfer or Issue of Security by a Person Resident outside India) Regulation. RBIは同規則を2000年5月に制定し、2017年11月に大幅な改正を行った。

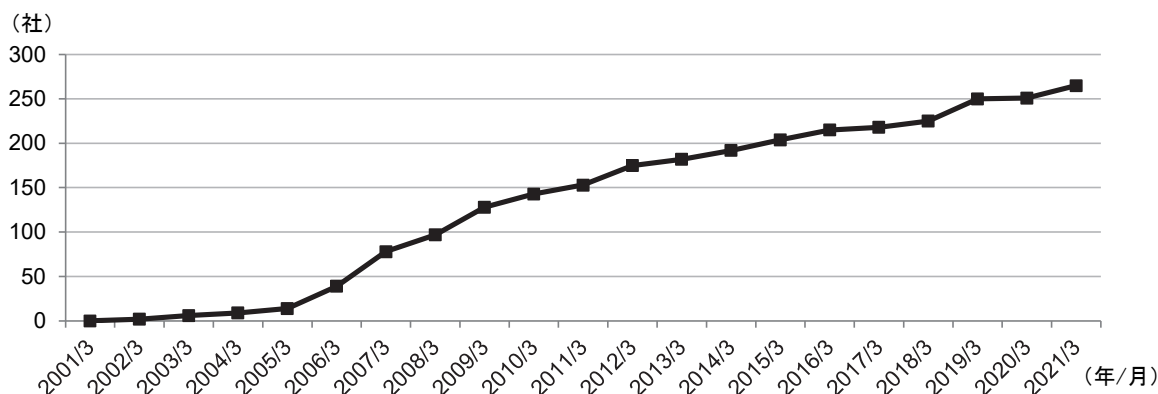
<sup>12</sup> Securities and Exchange Board of India (Foreign Venture Capital Investors) Regulations, 2000.

<sup>13</sup> Ahlawat & Associates, "A Primer on Foreign Venture Capital Investments in India," December 6, 2021.

<sup>14</sup> 但し、非上場企業のプロモーター（株主または取締役として会社の業務に対する支配権を有する者）は、IPOから18か月間、保有株式の売却が禁止されている。

<sup>15</sup> Securities and Exchange Board of India (Substantial Acquisition of Shares and Takeovers) Regulations, 2011.

図表3 FVCI数の推移



(出所) インド証券取引委員会より野村資本市場研究所作成

機関等であること、という要件を全て満たす必要がある。また、FVCIは、次の制約や義務が課される。第1に、ファンド総額の66.67%以上を株式または株式関連証券に投資することである。第2に、非上場企業が発行したIPO株、第三者割当株、債券、財務面で問題のある上場企業が発行した株式・株式関連証券、特別目的事業体への合計投資額をファンド総額の33.33%以下に抑えることである。第3に、投資可能なセクターが、バイオテクノロジー、情報技術(IT)関連ハードウェア及びソフトウェア、ナノテクノロジー、製薬等に限定されていることである。第4に、投資戦略やファンド存続期間をSEBIに開示するとともに、取引記録等を8年間保管する必要がある。

SEBIに登録されているFVCIは、投資会社と資産運用会社を中心となっている。FVCIの数は右肩上がりに増加しており、2021年3月末時点で265社となった(図表3)。

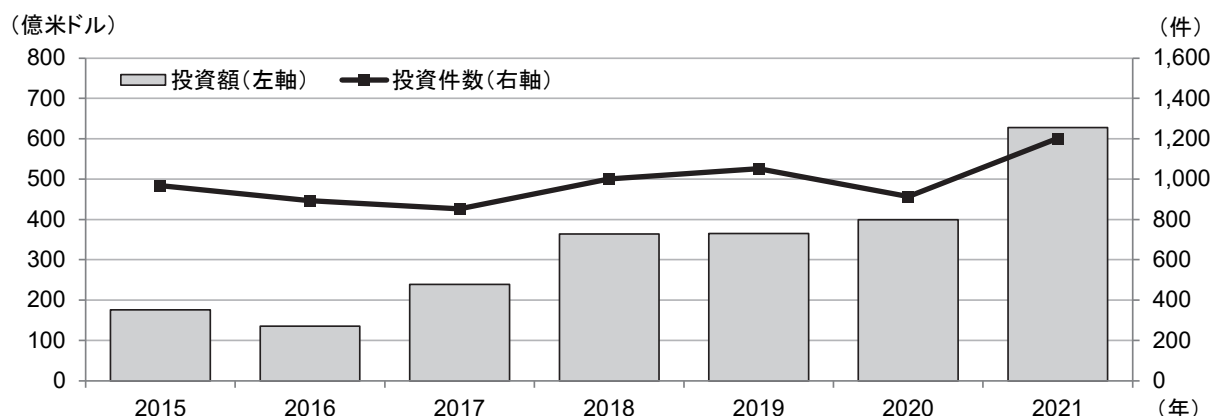
### III 近年のPE・VC投資及びエグジット状況

#### 1. 増加傾向にあるPE・VC投資額

インドにおけるPE・VC投資額は増加傾向にある。PE・VCの業界団体であるインド・ベンチャー・アンド・オルタネイト・キャピタル協会(Indian Venture and Alternate Capital Association, IVCA)によると、PE・VC投資額は2015年の176億米ドルから2021年には628億米ドルへと3.6倍に増加した(図表4)。2022年1~3月のPE・VC投資額は前年同期比77%増の154億米ドルであり、足元でも堅調を維持している。他方、PE・VC投資件数は2015年以降、年間800~1,200件前後で増減しながら推移してきた。

PE・VC投資額のセクター別内訳を見ると、IT及びIT利用型サービス(IT enabled service)の割合が最も高く、2017~2021年の平均で42%を占めた(図表5)。主なサブセクターは、eコマースとFinTechである。インドでは、ITセクターが1990年代から本格的に発展してきており、足元では新型コロナウイルス禍の影響によりデジタル消費が拡大している。

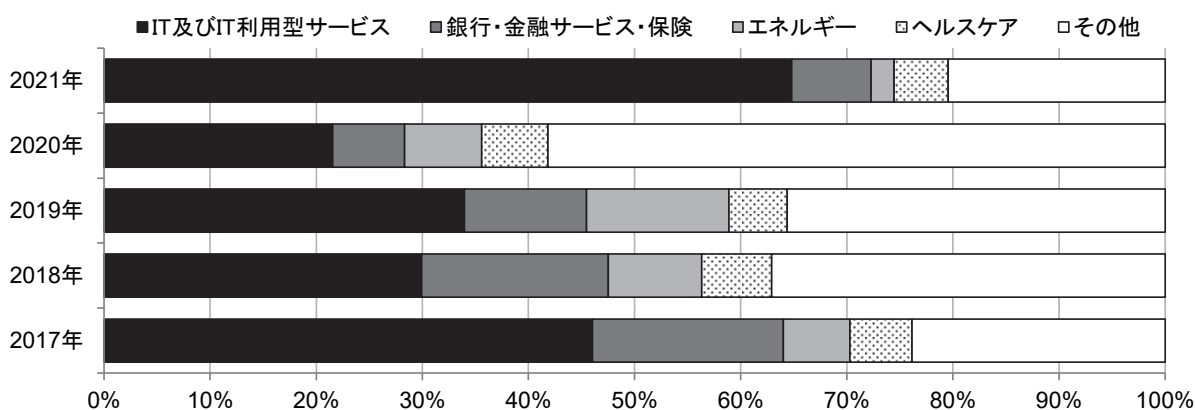
図表4 インドにおけるPE・VC投資額及び件数の推移



(注) 投資額・件数にはPIPEが含まれるが、インフラ投資は含まれない。

(出所) インド・ベンチャー・アンド・オルタナティブ・キャピタル協会より野村資本市場研究所作成

図表5 インドにおけるPE・VC投資額のセクター別構成比

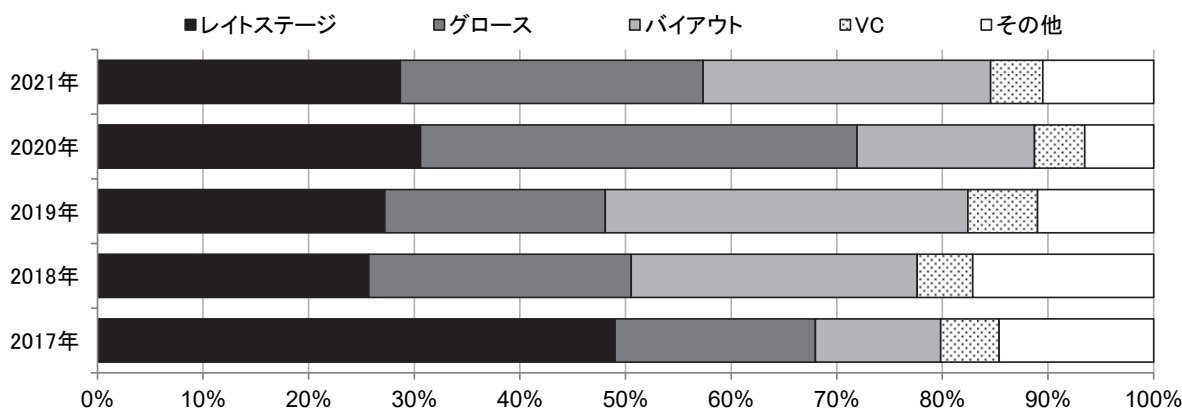


(出所) インド・ベンチャー・アンド・オルタナティブ・キャピタル協会より野村資本市場研究所作成

2017年以降のPE・VC投資額の戦略別構成比を見ると、レイトステージとグロースが各々3割程度、バイアウトが2割強を占めてきた(図表6)。IVCAによると、レイトステージとは創業10年以上の企業または過去に機関投資家等から6回以上の資金調達経験がある企業への投資、グロースとは創業10年未満の企業への2,000万米ドル以上の投資または過去に機関投資家等から4回以上の資金調達経験がある創業10年未満の企業への投資、バイアウトとは既存株主からの支配株式の取得を指す。なお、機関投資家等からの資金調達経験が4回未満の企業を対象とした2,000万米ドル未満の投資を指すVCは、投資額全体の5~6%程度で推移しているが、投資件数では全体の6~7割を占めている。

PE・VC投資の1件当たり平均投資額は増加傾向にあり、2015年時点の0.18億米ドルから2021年には0.52億米ドルとなった。また、1億米ドル以上の案件が占める割合は2017年時点の7%から2021年には12%へと上昇した(図表7)。2020年以降、投資額が10億米ドル以上の大型案件が少なくとも13件あり、セクターはIT及びIT利用型サービスが目

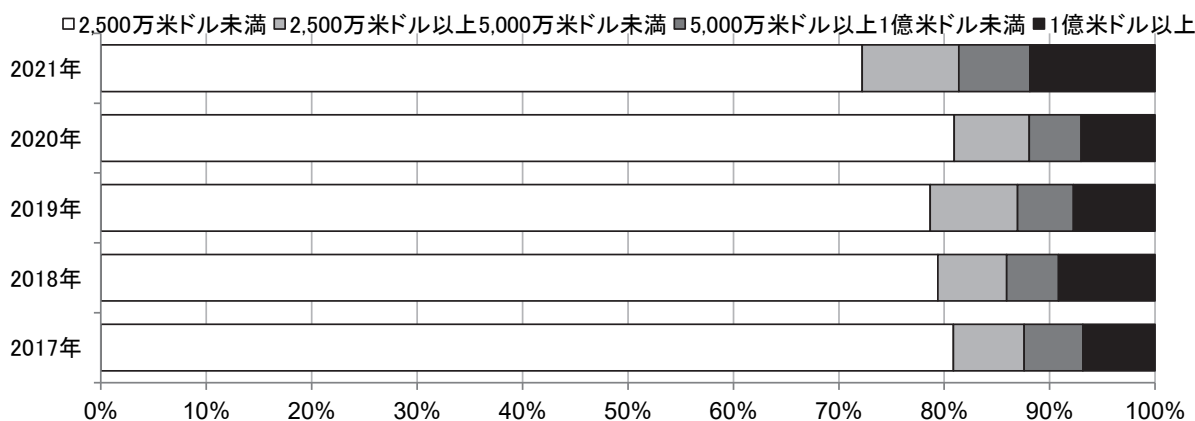
図表 6 インドにおける PE・VC 投資額の戦略別構成比



(注) その他には PIPE 等が含まれる。

(出所) インド・ベンチャー・アンド・オルタネイト・キャピタル協会より野村資本市場研究所作成

図表 7 インドにおける PE・VC 投資件数の金額別構成比



(出所) インド・ベンチャー・アンド・オルタネイト・キャピタル協会より野村資本市場研究所作成

立っている (図表 8)。そうした大型案件に参加した投資家を見ると、KKR やブラックストーン等の外国 PE 投資会社及びアブダビ投資庁やカタール投資庁等の外国政府系ファンドが中心である。

他方、地場系のプレーヤーについては、銀行傘下の PE・VC 投資会社が存在感を有している。例えば、ICICI ベンチャーが挙げられる。同社は 1988 年、国内最大手の民間銀行である ICICI 銀行 (当時 ICICI) と公的部門の投資信託運用会社であったユニット・トラスト・オブ・インディア (Unit Trust of India) の合弁企業として設立された<sup>16</sup>。ICICI ベンチャーは、2001 年までアーリーステージ企業向けの VC 投資に特化していたが、2002 年に PE 投資へと舵を切り、2020 年までにレイトステージ企業向けに計 100 件の投資を行ってきた。他にも、コタック・インベストメント・アドバイザーズが挙げられる。同社は、民

<sup>16</sup> 設立当初の社名はテクノロジー・デベロップメント・アンド・インフォメーション・カンパニー・オブ・インディア (Technology Development and Information Company of India) であったが、1998 年に ICICI 銀行の完全子会社になったことに伴い、ICICI ベンチャーへと改称された。



図表 8 インドにおける大型 PE 投資案件

投資先企業	セクター／事業	主要投資家	投資額 (億米ドル)
ジオ・プラットフォームズ	モバイルサービス	パブリック・インベストメント・ファンド(サウジアラビア)、アブダビ投資庁、ビスタ・エクイティ・パートナーズ、ムバダラ・インベストメント、KKR、シルバーレイク、Lキャピタル・アジア、ジェネラル・アトランティック、クアルコム・ベンチャーズ、TPGキャピタル、インテル・キャピタル	98.71
リライアンス・リテール・ベンチャーズ	アパレル及びアクセサリ	パブリック・インベストメント・ファンド、ムバダラ・インベストメント、KKR、アブダビ投資庁、シルバーレイク、GIC、ジェネラル・アトランティック、TPGキャピタル	64.44
フリップカート	eコマース	アンタラ・キャピタル、テンセント、カタール投資庁、タイガー・グローバル、ソフトバンク、フランクリン・テンブルトン・プライベート・エクイティ、カナダ年金制度投資委員会	36.00
ヘクサウェア・テクノロジーズ	ITサービス及び ビジネスプロセス アウトソーシング(BPO)	カーライル	30.00
エムファシス	ITサービス及びBPO	ブラックストーン	28.00
ボディ・ツリー	デジタルメディアサービス	カタール投資庁	15.00
エンコラ	BPO	アドベント・インターナショナル	15.00
ビジュズ	オンライン学習	フットバス・ベンチャーズ、GSVベンチャーズ、ADQ(アブダビ)、オウル・ベンチャーズ、Bキャピタル・グループ、プロサス・ベンチャーズ、シルバーレイク、ブラックストーン	13.99
ピンチュヤ・グローバル	BPO	ベアリング・プライベート・エクイティ・アジア	12.00
リライアンス・デジタル・ファイバー・インフラストラクチャー・トラスト	通信インフラ	パブリック・インベストメント・ファンド、アブダビ投資庁	10.12
タタ・モーターズの 電気自動車子会社(TML EVCo)	自動車	ADQ、TPGグローブス	10.00
ASKグループ	ウェルスマネジメント	ブラックストーン	10.00
ピラマル・グラス	グラス製造・包装	ブラックストーン	10.00

(注) 2020年1月～2022年3月の投資額10億米ドル以上の案件が対象。

(出所) インド・ベンチャー・アンド・オルタネイト・キャピタル協会より野村資本市場研究所作成

間大手のコタック・マヒンドラ銀行傘下の PE 投資会社として 2005 年に設立された。コタック・インベストメント・アドバイザーズ (Kotak Investment Advisors) は、アーリーステージ企業からレイトステージ企業までを投資対象としており、セクターとしては製薬、生命科学、ヘルスケア、消費、テクノロジー、金融サービスに重点を置いている。同社は、PE ファンド以外に、不動産ファンドやインフラファンド等も運用しており、資金調達累計額は 50 億米ドル超となっている。

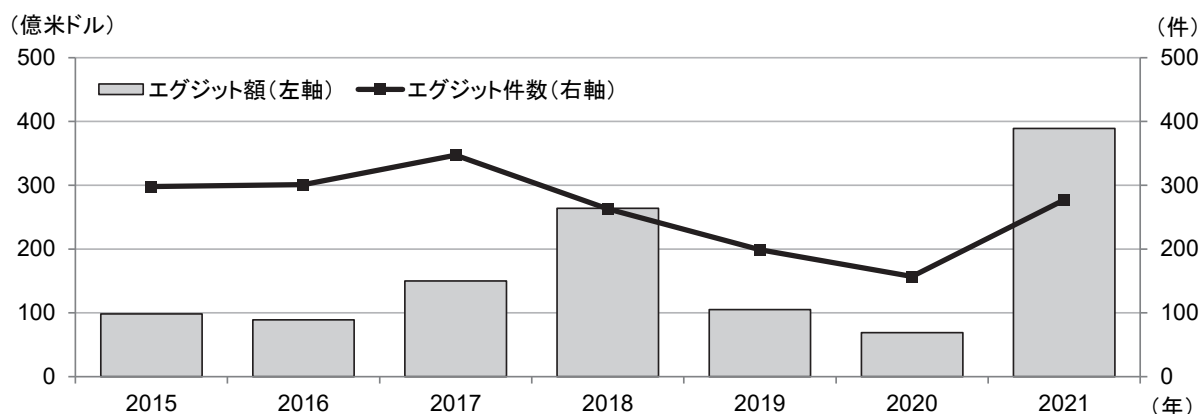
## 2. 2021 年に大幅に増加したエグジット

PE・VC 投資においては、エグジットが重要なプロセスの 1 つとなる。PE・VC 投資の主なエグジット手法として、IPO、戦略的投資家への売却、他の PE・VC 投資会社等の財務的投資家への売却が挙げられる。

インドにおける PE・VC 投資のエグジット状況を見ると、件数は年間 150～300 件前後で増減しながら推移しており、金額は 2018 年と 2021 年が相対的に大きかった (図表 9)。

2018 年は、米タイガー・グローバル・マネジメントを含む PE 投資家によるインド e コマース大手フリップカート (Flipkart) 株の米小売大手ウォルマートへの売却案件 (120 億米ドル) が大きく寄与した。2021 年は、香港のベアリング・プライベート・エクイ

図表 9 インドにおける PE・VC 投資のエグジット額及び件数の推移



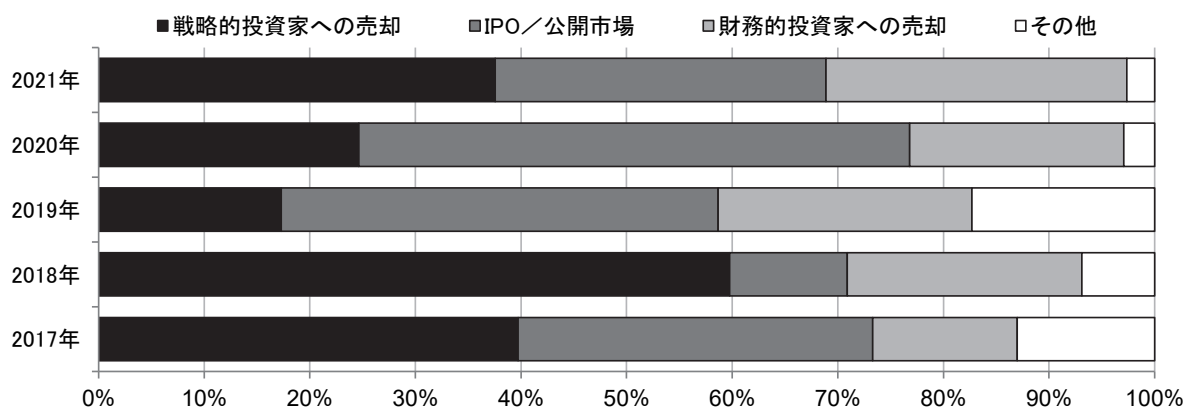
(出所) インド・ベンチャー・アンド・オルタナティブ・キャピタル協会より野村資本市場研究所作成

ティ・アジアによるインド IT 企業へクサウェア・テクノロジーズ (Hexaware Technologies) 株の米カーライルへの売却案件 (30 億米ドル) を含む 10 億米ドル以上の案件が少なくとも 6 件あり、エグジット額が 2015 年以降で最大となった。

エグジット額の戦略別構成比を見ると、2017～2021 年の平均で戦略的投資家への売却が 41%、IPO/公開市場が 29%、財務的投資家への売却が 23%を占めた (図表 10)。戦略的投資家と財務的投資家への売却に関して、インド市場に新規参入する投資家の増加が、既存投資家にとってのエグジット機会の拡大につながっている。

他方、IPO に関しては、株式市場の影響を受けやすい。インド株式市場の代表的な株価指数である Nifty 50 指数<sup>17</sup>は、新型コロナウイルス禍の影響により 2020 年 2 月高値 (終値ベース) の 12,201 ポイントから同年 3 月安値 (同) に 7,610 ポイントへと 38%下落したが、その後上昇傾向が続き、2021 年末には 17,354 ポイントとなった (図表 11)。そうした中、国内証券取引所の本則市場における 2021 年の IPO 件数は 65 件、IPO による資金調

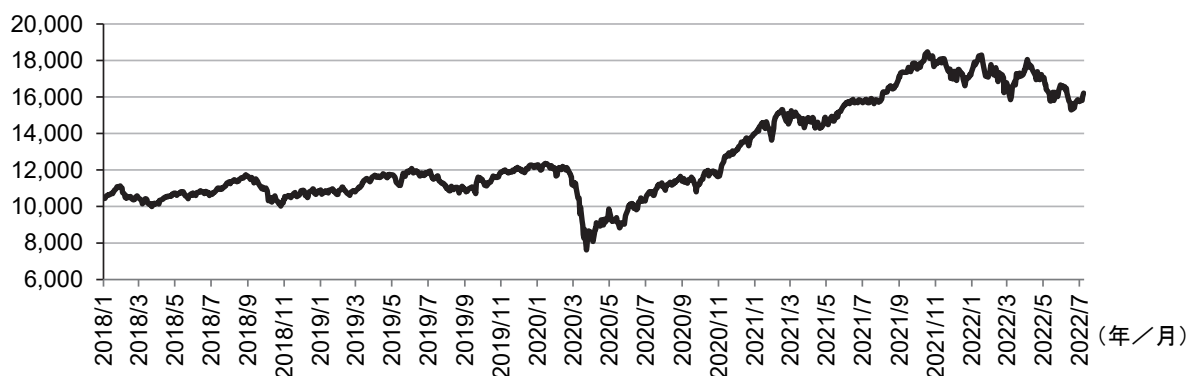
図表 10 インドにおける PE・VC 投資のエグジット額の戦略別構成比



(出所) インド・ベンチャー・アンド・オルタナティブ・キャピタル協会より野村資本市場研究所作成

<sup>17</sup> ナショナル証券取引所に上場する主要 50 銘柄で構成される時価総額加重平均の株価指数である。

図表 11 Nifty 50 指数の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

達額は過去最大となる 1.3 兆ルピーであった。PE・VC 投資家が IPO を通じてエグジットした主な企業として、電子決済サービスのペイティーエム (Paytm) や美容系 e コマースサイトのナイカ (Nykaa) の運営企業等が挙げられる。

## IV スタートアップ企業のエコシステム発展に向けた取り組み

### 1. 政府主導で開始された「スタートアップ・インディア」

インドにおける PE・VC 投資が拡大してきた背景として、前述の通り、スタートアップ企業の急速な増加が挙げられる。インド商工省産業国内取引促進局 (Department for Promotion of Industrial and Internal Trade、DPIIT) によると、スタートアップ企業は、①設立または法人化から 10 年以内、②年商が 10 億ルピー以下、③製品、プロセス、サービスの革新、開発、改善に取り組む主体、という要件を全て満たす企業と定義されている。DPIIT に認識されているスタートアップ企業数は、2017 年 3 月時点の 700 社超から 2022 年 5 月には 6.9 万社超へと増加した。

インドにおけるスタートアップ企業の増加要因として、インターネット普及率の上昇や消費者の所得水準の向上等も挙げられるが、特に注目されるのは、DPIIT が 2016 年 1 月に発表した「スタートアップ・インディア (Startup India)」と呼ばれる取り組みである。スタートアップ・インディアは、持続可能な経済成長の推進、雇用機会の拡大、起業家精神の育成を目的として、スタートアップ企業のエコシステム発展に向けて開始された。

スタートアップ・インディアの行動計画は 19 項目から構成されており、税制優遇措置や資金調達支援策等が含まれる (図表 12)。これまでの主な実績として、①スタートアップ企業の所得税を 3 年間免除する措置の導入、②1,000 億ルピー規模のファンド・オブ・ファンズ<sup>18</sup>の設立、③スタートアップ企業、投資家、アクセラレーター<sup>18</sup>等をつなぐス

<sup>18</sup> アクセラレーターとは、事業拡大のための資金やノウハウの提供を通じてスタートアップ企業の成長を支援する組織を指す。

スタートアップ・インド・ハブの開始、等が挙げられる（図表 13）。インド政府のこうした取り組みに後押しされる形で、今後もスタートアップ企業が増加していく見通しであり、PE・VC 投資機会の拡大につながると考えられよう。

図表 12 スタートアップ・インド行動計画の 19 項目

項目	目的
1 自己認証に基づくコンプライアンス制度	スタートアップ企業に対する規制負担を軽減し中核ビジネスに集中させることで、コンプライアンス費用を低く抑えられるようにすること
2 スタートアップ・インド・ハブ	スタートアップ企業全体のエコシステムのための単一窓口を創設し、知識共有や資金調達を可能にすること
3 モバイルアプリ及びポータル運用開始	スタートアップ企業が事業ニーズ等に関して政府及び規制機関と対話するための単一プラットフォームとしての役割を担うこと
4 より低コストでの法的支援及び迅速な特許審査	スタートアップ企業の知的財産権への意識向上と採用を促進するとともに、知的財産に関する質の高いサービスとリソースを提供すること
5 スタートアップ企業からの公共調達に関する規則緩和	公共調達において、スタートアップ企業（製造業）に平等な機会を提供すること
6 スタートアップ企業の清算手続きの迅速化	スタートアップ企業が事業を清算しやすいようにすること
7 1,000億ルピー規模のファンド・オブ・ファンズを通じた資金調達支援	イノベーション主導型企業の発展・成長を目的とした資金調達を支援すること
8 スタートアップ企業向け信用保証ファンド	社会のあらゆる分野における革新者向けに信用を供与することにより、起業家精神を活性化すること
9 キャピタルゲインの非課税措置	特定の資産への投資から生じるキャピタルゲインを非課税にすることで、スタートアップ企業への投資を促進すること
10 スタートアップ企業を対象とした3年間の所得税免除	スタートアップ企業の成長を促進するとともに、運転資本要件への対処を支援すること
11 公正価値を超過した投資に対する非課税措置	スタートアップ企業向けのシードキャピタル投資を促進すること
12 イノベーションの紹介及びコラボレーション・プラットフォームの提供を目的としたスタートアップ・フェスティバルの開催	スタートアップ企業のエコシステムを活性化させるとともに、同エコシステムの国内及び国際的な認知度を高めること
13 自営及び人材活用プログラムを伴うアタル・イノベーション・ミッション (Atal Innovation Mission) の開始	テクノロジー分野を中心とする世界レベルのイノベーション・ハブ、スタートアップ事業、その他自営業を促進するためのプラットフォームとしての役割を担うこと
14 起業家支援機関を設立するための民間部門の専門性活用	政府が起業家支援機関を専門的に管理できるよう、国内全土で起業家支援機関を設立するための政策及び枠組みを官民連携により構築すること
15 国立研究所におけるイノベーションセンターの設立	起業家支援や研究開発の取り組みの強化を通じてイノベーションの成功を推進すること
16 インド工科大学マドラス校のリサーチパークをモデルにした7つの新たなリサーチパークの設立	起業家支援及び産学連携による研究開発の取り組みを通じてイノベーションの成功を推進すること
17 バイオテクノロジーセクターにおけるスタートアップ企業の振興	バイオテクノロジーセクターにおける起業家精神の育成と促進を図ること
18 学生向けのイノベーション集中プログラムの開始	学生向けに科学技術分野のイノベーション文化を醸成すること
19 インキュベーター・グラウンド・チャレンジの年次開催	世界レベルの起業家支援機関の創出を支援すること

（出所）インド商工省産業国内取引促進局より野村資本市場研究所作成

図表 13 スタートアップ・インドの下で開始された主なプログラム

プログラム	概要
所得税の免除	・2016年4月以降に法人化されたスタートアップ企業を対象として所得税を3年間免除
スタートアップ企業のためのファンド・オブ・ファンズ	・2016年に総額1,000億ルピー規模のファンドを設立 ・インド小規模産業開発銀行 (Small Industries Development Bank of India) が運用 ・AIFの категория I と categoria II が投資対象で、2022年3月末時点で86本のAIFに投資
スタートアップ・インド・ハブ	・2017年6月、スタートアップ企業、投資家、アクセラレーター、学術機関、政府機関を含む全てのステークホルダーをつなぐオンライン・ハブを開始
国家スタートアップ諮問委員会	・2020年1月、イノベーション及びスタートアップ企業を育成するための強固なエコシステム構築に必要な施策について政府に助言する諮問委員会の設置を発表
スタートアップ・インド・ショーケース	・2020年10月、将来有望な国内のスタートアップ企業を紹介するオンライン・プラットフォームを導入
スタートアップ・インド・シード・ファンド・スキーム	・2021年4月、スタートアップ企業による概念実証や試作品開発等を金銭面で支援するスキームを開始 ・4年間で計94.5億ルピーの資金を提供予定

（出所）インド商工省産業国内取引促進局より野村資本市場研究所作成

## 2. IPO 予備軍となり得るユニコーン企業の増加

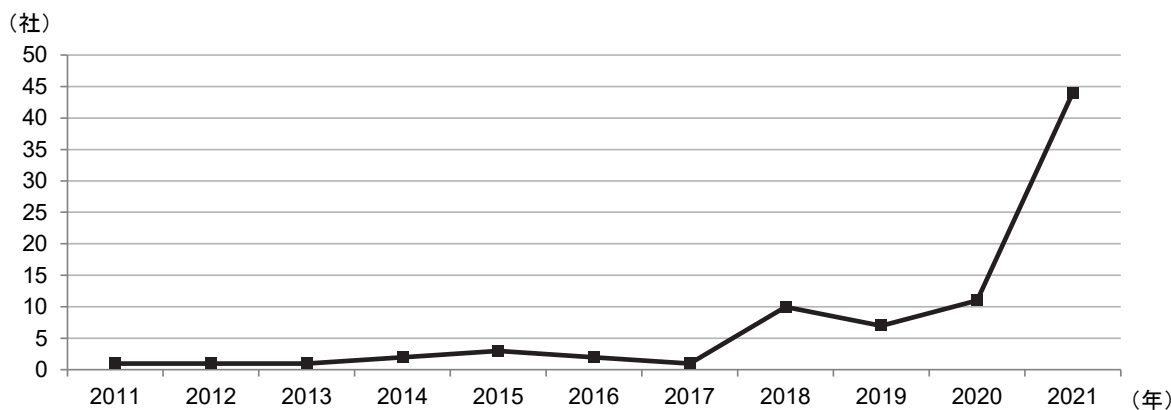
インドでは、前述の通り、スタートアップ企業数の増加に伴い、ユニコーン企業も増加傾向にある。DPIIT の下で設立された投資誘致機関であるインベスト・インド（Invest India）によると、ユニコーン企業として認識されたスタートアップ企業数は2022年5月までに累計で100社に達した<sup>19</sup>。ユニコーン企業として認識されたスタートアップ企業数は2017年まで年間数社であったが、2018年以降は増加傾向にあり、2021年は44社であった（図表14）。ユニコーン企業の主なセクターは、IT及びIT利用型サービスである。

ユニコーン企業の中でも特に規模が大きく、企業価値評価額が100億米ドル以上のユニコーン企業はデカコーン企業と呼ばれる。インベスト・インドによると、インドには複数のデカコーン企業があり、具体的には、前述のフリップカート、オンライン学習大手のビジュズ（BYJU's）、フードデリバリーサービスのスウィギー（Swiggy）の運営企業が挙げられる。

インベスト・インドによると、インドのユニコーン企業は、さらなる成長機会を追求するためIPOを選好する傾向がある。2021年にIPOを実施した主なユニコーン企業として、前述のペイティーエムやナイカの運営企業のほか、フードデリバリー大手のゾマト（Zomato）等が挙げられる。

IPO 予備軍となり得るユニコーン企業の増加は、より多くのPE・VC投資家の参加を促す可能性があると考えられよう。

図表14 ユニコーン企業になったインドのスタートアップ企業数の推移



（出所）インベスト・インドより野村資本市場研究所作成

<sup>19</sup> 前掲脚注2参照。

## V インドの PE・VC 市場における今後の注目点

インドの PE・VC 市場における今後の注目点として、①環境分野における PE・VC 投資機会の拡大、②国内富裕層による PE・VC 投資の拡大、が挙げられる。

### 1. 環境分野における PE・VC 投資機会の拡大

パリ協定や持続可能な開発目標（SDGs）を背景として、世界的に温室効果ガス排出削減に向けた取り組みが進められる中、インドにおいても環境改善に向けた取り組みが強化されている。インドでは、二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）等の温室効果ガス排出量が中長期的に増加傾向にあり、国際エネルギー機関によると、1990 年の 6.0 億 CO<sub>2</sub> トンから 2019 年には 24.2 億 CO<sub>2</sub> トンへと 4 倍に増加し、中国と米国に次いで世界で 3 番目に多い水準にある。

インド政府は、GDP 当たり温室効果ガス排出量を 2030 年までに 2005 年比 33～35%削減する目標を掲げており、その一環として、再生可能エネルギーの利用拡大を進めている<sup>20</sup>。具体的には、同国政府は、再生可能エネルギーを中心とする非化石燃料の発電設備容量を 2030 年までに 500 ギガワットへと増加させ、エネルギー需要に対する再生可能エネルギーの利用率を 50%へと引き上げる計画を掲げている。当該目標を達成するためには、国内外からの資金調達の促進が不可欠となっている。実際、インドの再生可能エネルギーセクター向け FDI は拡大傾向にあり、同セクター向け FDI 累計額は 2010 年末時点の 6.8 億米ドルから 2022 年 3 月末には 116.2 億米ドルへと増加した。

そうした中、インドでは、太陽光発電やエネルギー貯蔵等の環境技術の開発に取り組むスタートアップ企業が増加しつつある。今後、そうしたスタートアップ企業の増加に伴い、中長期的に環境分野における PE・VC 投資機会が拡大していくと考えられよう。

### 2. 国内富裕層による PE・VC 投資の拡大

インドでは、高い経済成長や株価上昇等を背景として、富裕層が右肩上がりに増加している。英国に本拠を置く世界的な不動産コンサルティング企業であるナイトフランクによると、100 万米ドル以上の純資産（居住用不動産を除く）を保有するインドの富裕層は、2006 年の 6.8 万人から 2021 年には 79.7 万人へと増加し、2026 年には 140.7 万人へと増加すると予測されている<sup>21</sup>。前述の通り、富裕層の間では、AIF への関心が高まっている。今後、富裕層の増加に伴い、より多くの国内投資家が PE・VC ファンドを含む AIF に投資する可能性があると考えられる。

また、インドでは、超富裕層も着実に増加している。ナイトフランクによると、3,000

<sup>20</sup> 詳細は、北野陽平「資本市場からの資金調達の重要性が高まるインドの再生可能エネルギーセクター」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年秋号参照。

<sup>21</sup> Knight Frank, “The Wealth Report 2017,” March 2017 and “The Wealth Report 2022,” March 2022.

万米ドル以上の純資産（同上）を保有するインドの超富裕層は、2006年の約1,700人から2021年には1.4万人へと増加し、2026年には1.9万人へと増加すると予測されている。世界的なプロフェッショナル・サービス企業であるEYによると、インドには超富裕層一族の資産を管理・運用するファミリーオフィスが200以上あり、ファミリーオフィスの8割以上が非上場企業に投資しており、ポートフォリオに占める割合は約2割となっている<sup>22</sup>。また、近年、ファミリーオフィスの間では、スタートアップ企業に直接投資することへの関心も高まっている。

インドでは、今後も富裕層・超富裕層が増加していくと見込まれる中、PE・VC投資の拡大を通じて、スタートアップ企業を含む非上場企業の資金調達が促進されることにより、国内の資本市場及び経済の持続可能な発展につながることを期待されよう。

---

<sup>22</sup> EY, “How family offices and UHNIs are allocating their private market investments in India,” December 29, 2021.