

## 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

岩谷 賢伸

### ■ 要 約 ■

1. アジア経済の成長・成熟によって PE 投資の機会が増え、欧米の PE ファームがアジア強化を推進していることなどを背景に、近年、米国の財団・大学、年金基金などの機関投資家が、アジア PE 市場の将来性を高く評価し、積極的に投資を始めている。その結果、アジア PE 市場の運用資産総額は、2007 年末に 1,907 億ドルに増加した。
2. アジア PE は、投資家の PE 資産の内、まだ 1 割に満たない場合がほとんどだが、カルパスのように中期的に 15%位まで高めたいとする投資家もいる。
3. インドや中国など、成長企業の多い地域の PE 投資では、現地の VC ファンド、グロス・キャピタル・ファンドが投資家に選好され、韓国、台湾、オーストラリア、シンガポールなど、成熟企業の多い地域の PE 投資では、当該地域でバイアウトを実施する、欧米系の汎アジア・ファンドが選好されることが多い。
4. アジア PE 投資のマネージャー選択においては、過去の運用成績よりも、①投資戦略や投資候補先の有望性、②マネージャーの質、③マネージャーが現地で持っているネットワークなどがより重視される傾向がある。
5. アジア PE 投資には、マネージャーの経験の浅さに起因する投資の失敗、投資先の支配権確保の難しさ、PE 投資の障害となる規制、各国政府の対応の不安定性、ファンドへの反発感情、良い人材の離職率の高さなど、様々なリスク要因がある。
6. 今後、アジア PE 投資に取り組む投資家は、マネージャー選択において、欧米の PE ファンドを審査する時以上に、徹底した情報収集を行い、慎重な判断を下すべきである。それが出来ない場合は、アジア PE 市場に精通したマネージャーによるアジア PE ファンド・オブ・ファンズへの投資から始めるというのも一つの選択肢であろう。

# I アセット・クラスとして定着するプライベート・エクイティ

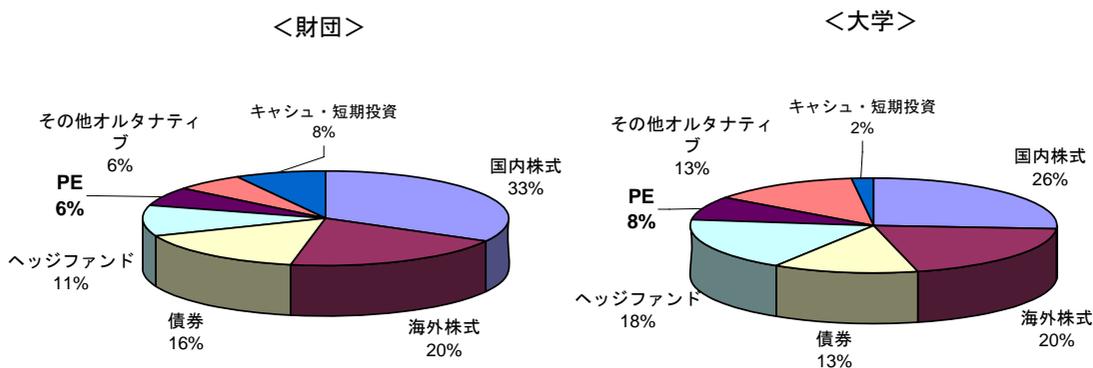
ベンチャー・キャピタル（以下、VC）やバイアウトを含むプライベート・エクイティ（以下、PE）は、米国機関投資家の間で重要なアセット・クラスとして定着している。PE 投資の目的は、株式や債券など、コアのアセット・クラスとの低い相関を利用し、ポートフォリオ全体のリスクを下げながら、リターンを高めることである。米国では、年金基金や財団・大学などの機関投資家が 20 年以上前から PE 投資に取り組んできた。

図表 1 は、米国の財団と大学のアセット・アロケーションである。オルタナティブ投資（PE、ヘッジファンド、不動産など）の割合が、実に、財団で 23%、大学で 39%と高い割合になっている。その中で、PE は、財団で 6%、大学で 8%を占める。PE 投資に積極的な財団や大学では、PE の割合が 20%を超えることもある。

図表 2 は、公的年金基金の運用規模で米国第一位、第二位を誇るカリフォルニア州職員退職年金基金（カルパス）とカリフォルニア州教職員退職年金基金（カルスターズ）のアセット・アロケーションである。年金基金は伝統的にバイアウト・ファンドを主とする PE 投資に積極的であり、中でも規模の大きい両基金は、PE にそれぞれ 226 億ドル、155 億ドルを投じている。運用資産に占める PE の割合は、ともに 9%である。

いわゆる IT バブルの際のベンチャー・ブーム、そして、近年のバイアウト・ブームを背景に、米国機関投資家は国内の PE 投資を活発化させてきたが<sup>1</sup>、最近のトレンドは、海外の PE 投資の拡大である。中でも、PE 投資に積極的な財団・大学や一部の年金基金が本格的にアジアの PE 投資に取り組み始めており、その動きは他の機関投資家にも広がりつつある。本稿では、活発化する米国機関投資家によるアジア PE 投資の実態を、投資家へのヒアリング調査の結果などを踏まえて紹介する。

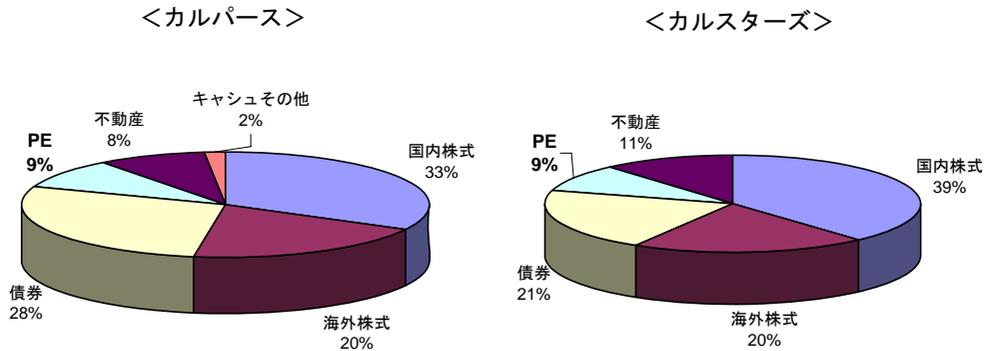
図表 1 米国の財団・大学のアセット・アロケーション（2006 年）



(出所) Commonfund より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 米国のバイアウトについて詳しくは、岩谷賢伸「米国バイアウト・ファンドの興隆と変貌」『資本市場クォーターリー』2007年冬号参照。

図表 2 カルパースとカルスターズのアセット・アロケーション (2008年1月末)



(出所) 各年金基金のウェブサイトより野村資本市場研究所作成

## II アジア PE 投資活発化の背景

### 1. PE 投資の地域分散、新市場開拓の必要性

前章で述べたように、米国機関投資家の間で、PE は重要なアセット・クラスとなっているが、地域別投資内訳を見ると、PE 投資の盛んな米国が 8 割近くを占め、2 割程度が欧州その他といったように、地域分散はそれほど進んでいない。米国では、PE ファンド間の競争が激化し、今後のリターンの低下が予想されることに加え、バイアウト市場は、サブ・プライム問題を発端とするクレジット市場の収縮から、2007 年下半年期以降、急速に減少しており、市場が再活性化する目途は現時点では立っていない。このような状況を鑑み、先進的な米国機関投資家は、米国、欧州に次ぐ新たな PE 市場の開拓を始めた。そして、多くの投資家が、アジアをラテン・アメリカなど他の地域よりも有望な投資先であると判断し、投資を進めている。

### 2. アジア経済成長による成長・成熟企業の増加

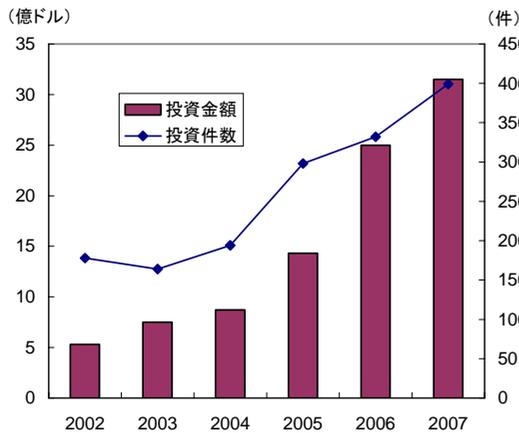
投資家がアジア PE 市場を将来有望であると判断した第一の理由は、アジア経済の成長・成熟により、PE 投資の機会が増えたことである。まず、経済が急成長する中国やインド、東南アジア諸国では、M&A の資金を含む成長キャピタルを VC ファンドやグロース・キャピタル・ファンドに求める中小・中堅企業が多い。中国では、2007 年の VC 投資が、5 年前に比べて投資金額ベースで 5.9 倍、件数ベースで 2.2 倍に増加している (図表 3)。また、インドでは、PE 投資の中でも、VC、グロース・キャピタルが中心だが、過去 2 年間、投資の件数、金額ともに急増している (図表 4)。特に、グロース・キャピタル投資に比較的規模の大きい案件が増え、投資 1 件当たりの金額が増加しているのが特

徴である<sup>2</sup>。このように、中国やインドで VC、グロス・キャピタル投資が盛んになっているのは、近年の好調な株式市場と IPO の増加により、ファンドがエグジットの見通しを立てやすくなっていることも一つの要因だと考えられる。

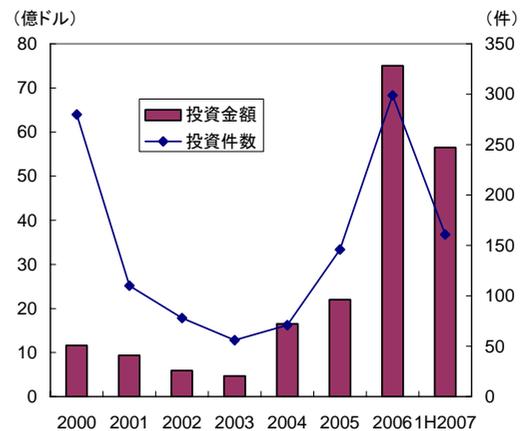
次に、韓国、台湾、オーストラリア、シンガポールなどでは、1997 年のアジア通貨危機後の 2000 年代初頭は、破綻企業の再生案件が多かったが、最近では、産業構造の成熟化を背景に、レバレッジド・バイアウト (LBO) のターゲットとなる会社が増えている。アジア・バイアウトの近年の大型案件を見ると、これらの国々の案件がトップを占める (図表 5)。

加えて、アジアの成長・成熟企業群の中には、事業の中身は良いが、経営戦略、財務、オペレーションなどにおいて専門性を欠いており、PE ファンドの手助けによって企業価値を更に向上できる可能性のある会社が多く見られる。

図表 3 中国の VC 投資



図表 4 インドの PE 投資



(出所) ChinaVenture より野村資本市場研究所作成

(出所) インド VC 協会より野村資本市場研究所作成

図表 5 アジア・バイアウトの大型案件トップ・テン

被買収企業	国籍	セクター	買収価値 (億ドル)	発表年月	買収に参加したPEファーム
1 Investra Property Group	オーストラリア	不動産	54.4	2007/5	Morgan Stanley Real Estate Fund
2 Shin Corp	タイ	テレコム	36.3	2006/1	Temasek Holdings
3 Agilent Technologies	シンガポール	コンピューター	26.7	2005/8	KKR, Silver Lake
4 DCA Group	オーストラリア	医療	20.4	2006/9	CVC Asia Pacific
5 Yellow Pages Group	ニュージーランド	メディア	15.7	2007/3	CCMP Capital Asia, Teacher's Private Capital
6 Coates Hire Group	オーストラリア	レンタル設備	14.6	2007/10	Carlyle
7 United Test & Assembly Center	シンガポール	コンピューター	14.3	2007/6	Affinity, TPG
8 Cleanaway Industrial Services	オーストラリア	エコロジー	13.6	2006/6	KKR
9 Eastern Multimedia	台湾	テレコム	13	2006/4	Carlyle
10 Korea Exchange Bank	韓国	金融	11.9	2003/8	Lone Star

(出所) AVCJ、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

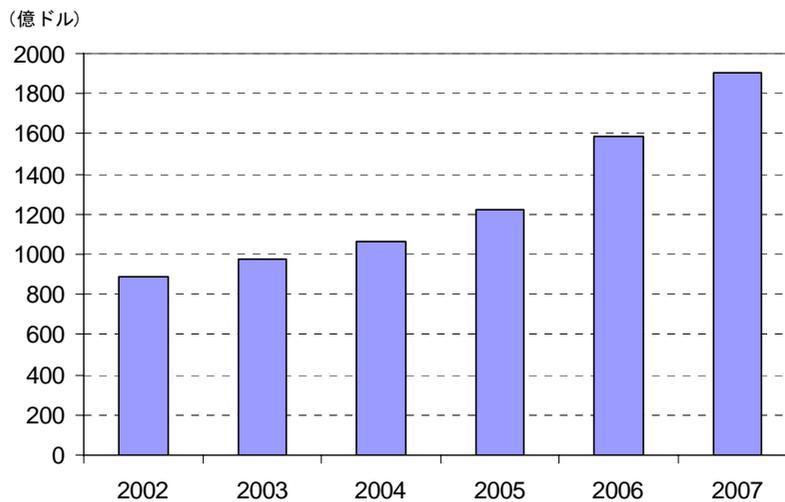
<sup>2</sup> インドの PE 投資について詳しくは、神山哲也「インドにおけるプライベート・エクイティ市場の現状」『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

### 3. 欧米 PE ファームのアジア強化による PE 市場の拡大

アジア PE 市場が有望視される第二の理由は、近年、欧米の有力 PE ファームがアジアに進出、又は、拠点や人員を増やすなど、アジア強化に積極的に動き、多くのアジア向けファンドが組成され、PE 市場が拡大したからである。2002 年末に 886 億ドルだったアジアの PE ファンドの運用資産総額は、2007 年末に 1,907 億ドルまで増加した（図表 6）。

特に、規模の点では、バイアウト・ファンドの拡大が顕著である。アジア・バイアウト・ファンドの運用資産額トップ・テンを見ると、全て 2004 年以降組成されたものであり（未クローズ含む）、TPG、KKR、カーライルなど、米国大手 PE ファームが 30 億ドル超のファンドを相次いで組成している（図表 7）。

図表 6 アジア・プライベート・エクイティ市場の運用資産総額



(注) VC、グロース・キャピタル、バイアウトを全て含む。

(出所) AVCJ, “Asian Buyout Review 2007”より野村資本市場研究所作成

図表 7 アジア・バイアウト・ファンド運用資産額トップ・テン

	ファンド	PEファーム	組成年	金額 (億ドル)
1	TPG Asia V	TPG	2007	42.5
2	KKR Asian Fund	KKR	2006	40.0
	CVC Capital Partners Asia Pacific III	CVC Asia Pacific	2007	40.0
4	Carlyle Asia Partners III	Carlyle	2007	35.0
5	Pacific Equity Partners Fund IV	Pacific Equity Partners	2007	31.3
6	Actis South Asia Fund III	Actis Capital	2007	30.0
	Asia Opportunity Fund III	CCMP Capital Asia	2007	30.0
8	Affinity Asia Pacific Fund III	Affinity Equity Partners	2006	28.0
9	CVC Capital Partners Asia Pacific II	CVC Asia Pacific	2004	19.8
10	Carlyle Asia Partners II	Carlyle	2005	18.0

(注) 未クローズのファンド含む

(出所) AVCJ, “Asian Buyout Review 2007”より野村資本市場研究所作成

一方、VC、グロース・キャピタルに関しては、現地ファンドの数が圧倒的に多いが、米国の著名な VC も、過去数年、アジア進出を果たしている。例えば、セコイア・キャピタルは、2005 年に中国向けの第一号ファンドを組成し、2007 年には、VC とグロース・キャピタルの 2 本のファンドを立ち上げた。また、2006 年に現地 VC のウェストブリッジを買収し、インドへの進出も果たしている。クライナー・パーキンス・コーフィールド・アンド・バイヤーズは、2006 年から中国企業への投資を始めていたが、2007 年に中国に初の海外拠点を開設した。

### Ⅲ 投資状況

#### 1. 投資開始時期とアロケーション

米国機関投資家によるアジア PE 投資の現状は、投資家ごとに様々である。先進的な米国機関投資家へのヒアリング調査などによれば、アジア PE 投資を開始したのは 1~5 年前位である（図表 8）。海外 PE 投資を推進し、PE 資産の内、海外 PE が 3 割以上を占めるような投資家においても、その少なくとも半分以上は欧州向けで、アジアへのアロケーションは相対的に小さい。カルパースのように、今後、海外 PE の割合を更に高める中で、PE 資産の内のアジアの割合を 15%位まで高めたいと、積極的にアジア PE 投資を推進する投資家もいれば、アジアのバイアウトについては未だ発展途上であり、現時点では、VC とグロース・キャピタルにしか投資しないと行った慎重姿勢の投資家もいる。

#### 2. 投資先・投資戦略の選好

アジア PE ファンドは、アジア全域の企業を投資対象とする汎アジア・ファンドと、中国やインドなど特定の国や地域の企業に投資対象を絞った地域特化ファンドに分けられる。欧米 PE ファームのバイアウト・ファンドなど、規模の大きいファンドは一般的に汎アジア・ファンドである。一方、現地の VC ファンドなどは、地域特化ファンドであることが多い。汎アジア・ファンドでは、地域的なリスクの分散効果が働き、地域特化ファンドでは、特定の国・地域の成長に賭けることにより、高いリターンを得られる可能性があるというメリットがそれぞれある。投資家によって選好は異なるが、バイアウト・ファンドに投資する場合は汎アジア・ファンドに、VC ファンドに投資する場合は地域特化ファンドに投資している場合が多い。

次に、投資戦略別には、カルパースのように、VC、グロース・キャピタル、バイアウトの全ての投資戦略のファンドに投資している投資家もいれば、中国とインドの VC ファンドのみに注力したり、バイアウト・ファンドのみに投資する投資家もいる。欧米で確立されているブランドや信用に基づいて、欧米の著名 PE ファームのファンドを好む投資家

は、バイアウト・ファンドのみに投資することが多い。一方で、現地の事情に通じ、政府などとの人的ネットワークが強い点を評価して、現地のグロース・キャピタル・ファンドや中規模案件に特化したバイアウト・ファンドを選好する投資家もいる。また、現地の VC ファンドは規模が小さいので、ファンド・オブ・ファンズを通じて間接的に投資するケースもある。加えて、例外的ではあるが、ファンドを経由せず、プリンシパル投資や、他の PE ファンドなどとの共同投資のかたちで、直接アジア企業に投資するケースもある。例えば、カナダの公的年金積立金を運用する連邦公社 CPPIB (Canada Pension Plan Investment Board) は、2008 年 3 月に、ニュージーランドのオークランド国際空港の持分 39.2%を取得する承認を得た。

図表 8 米国機関投資家のアジア PE 投資の状況

投資家	アジア PE 投資の状況
米国私立大学基金 A	<ul style="list-style-type: none"> <li>PE のターゲット・アロケーションは 17.5%だが、現在は 13.5%。PE 資産の内、35%が国内 VC、35%が国内バイアウト、30%が海外 PE。海外 PE の地理的内訳は、西欧 50%、アジア 30%、東欧 10%、残りがラテンアメリカ。</li> <li>アジア PE 投資を開始したのは 2004 年。最初に投資したのは、中国の現地ファンド。その後、注意深く投資を拡大し、インドなどのファンドにも投資している。</li> </ul>
米国私立大学基金 B	<ul style="list-style-type: none"> <li>PE のターゲット・アロケーションは 16%だが、現在は 20.6%。PE 資産の内、国内バイアウトが 40%、国内 VC が 25%、海外が 35%。</li> <li>アジア PE 投資を開始したのは 2003 年で、初めて投資したのは中国のファンド。2005 年にインドのファンドへの投資も始めた。現在、中国の 7 つの VC ファンドとインドの 4、5 のグロース・キャピタル・ファンドに投資している。アジアのバイアウト・ファンドには投資していない。</li> </ul>
カルパース	<ul style="list-style-type: none"> <li>PE のターゲット・アロケーションは 10%だが、現在は 9.3%。PE 資産の投資戦略別内訳は、バイアウト 55%、VC15%、エクспанション・キャピタル 13%、ディストレスト/ターンアラウンド 11%、セカンダリー3%、その他 3%。</li> <li>地域別には、米国 68%、欧州 19%、アジア 9%、その他 4%。海外の比率を中期的に 40~50%に高めたい。その場合、アジアの割合は 15%位まで高まる。</li> <li>アジア PE 投資を本格的に開始したのは 2000 年代前半。汎アジア・ファンド、特定地域特化ファンド、アジア・ファンド・オブ・ファンズの全てに投資している。また、VC、グロース・キャピタル、バイアウトの全ての戦略のファンドに投資している。</li> </ul>
カルスターズ	<ul style="list-style-type: none"> <li>PE のターゲット・アロケーションは 8%だが、現在は 9.3%。PE 資産の投資戦略別内訳は、バイアウト 78%、VC10%、エクспанション・キャピタル 6%、デット関連 6%。</li> <li>地域別には、国内 78%、海外 22%。海外の内、ほとんどは欧州向けで、アジアはまだ全体の 2、3%。</li> <li>アジア PE 投資が、投資委員会で認められたのは 2005 年。現在、アジア PE の投資額は 8.5 億ドルで、全てバイアウト・ファンド。CVC キャピタル、TPG、ベイン・キャピタルなど、欧米系のファンドが多いが、クアラルンプールを拠点とする Navis などの現地ファンドにも投資している。</li> </ul>
CPPIB	<ul style="list-style-type: none"> <li>PE へのアロケーションは、現在 9.3%。</li> <li>アジア PE 投資を開始したのは 2007 年。現在 5 つのファンドに投資しているが、その内、3 つが汎アジア・ファンドで、2 つが地域特化ファンド。</li> <li>アジアでは、バイアウト・ファンドとグロース・キャピタル・ファンドを主なターゲットとし、VC ファンドには投資するつもりはない。</li> <li>アジアでもプリンシパル投資、共同投資の可能性を探っていきたい。</li> </ul>

(出所) 2008 年実施のヒアリング調査や開示資料などより野村資本市場研究所作成

### 3. 投資金額

各ファンドへの投資金額は、投資家の運用金額の規模によって異なるが、カルパースとカルスターズの例を見ると、カルパースでは1ファンド当たり2,500万ドルから4億ドル、カルスターズでは1ファンド当たり3,000万ドルから2.5億ドル投資している(図表9)。カルパースは、近年、1ファンド当たりの投資金額を増やしている。

### 4. パフォーマンス

パフォーマンスに関しては、組成年の若いファンドが多いため、公的年金基金の開示資料から得られるネットIRRなどの情報はあまり参考にならないが、例えば、組成後7年を経過した2001年のファンドを見ると、4つのファンドとも20%を超える高いネットIRRとなっている(図表9)。カルパースのオルタナティブ投資の責任者であるジョンカルロ・マーク氏は、投資開始以来のアジアPE投資のネットIRRは10%台半ばに近づいており、米国PE投資をアウト・パフォームしていると述べている<sup>3</sup>。ちなみに、カルパースのPE投資開始以来のネットIRRは14.1%である。

図表9 カルパースとカルスターズの投資事例とパフォーマンス

	ファンド名	組成年	投資額 (百万ドル)	ネットIRR (%)
カルパース (2007年9月末)	Lombard/Pacific Partners	1995	400	5.8
	Asia Recovery Fund	2000	100	10.9
	Carlyle Asia Partners	2000	75	16.6
	Carlyle Asia Venture Partner II	2001	43	34.6
	Carlyle Japan Partners I	2001	25	47.8
	Lombard Thailand Partners	2001	75	22.2
	Newbridge Asia III	2001	75	45.2
	Avenue Asia Special Situations III	2003	100	4.2
	Carlyle Asia Growth Partners III	2005	75	31.8
	CVC Capital Partners Asia Pacific II	2005	100	(9.2)
	Newbridge Asia IV	2005	180	25.3
	Avenue Asia Special Situations IV	2006	400	10.7
	Carlyle Asia Partners II	2006	150	(1.0)
	Carlyle Japan Partners II	2006	164	(30.6)
	China Privatization Fund I	2006	100	(3.0)
	Affinity Asia Pacific Fund III	2007	150	(83.1)
	Asia Alternative Capital Partners	2007	124	(8.4)
	KKR Asian Fund	2007	275	(12.1)
	Lombard Asia III	2007	50	(100.0)
	SAIF Partners III	2007	100	6.5
カルスターズ (2007年3月末)	Navis Asia Fund IV	2004	30	34.2
	CVC Capital Partners Asia Pacific II	2005	100	3.2
	Newbridge Asia IV	2005	150	16.6
	Navis Asia Fund V	2006	100	(40.0)
	Bain Capital Asia Fund	2007	25	NA
Affinity Asia Pacific Fund III	2007	250	(92.2)	

(注) 塗りつぶし部分のネットIRRについては、カルパース自身が、ファンド組成後の経過期間が短いため、評価することに意味がないと但書している。

(出所) 開示資料より野村資本市場研究所作成

<sup>3</sup> AVCJ, "Asian Growth Capital Review 2007"

## IV 投資プロセス

### 1. 投資プロセス概要

アジア PE の投資プロセスは、基本的には米国など他の地域の PE 投資と共通である。一般的には、「マネージャーの訪問等により投資先を開拓し、スクリーニングを行う。」→「マネージャー選択指標による定量・定性評価、デュー・デリジェンスを行い、PE 投資チームの中で、投資先候補を絞り、投資委員会に推薦する。」→「投資委員会で最終決定を行う。」という流れである。ある公的年金基金は、同プロセスに半年近く要するとしている。

### 2. 投資先の開拓

投資先の開拓は、自前で行うケースと、ゲート・キーパーやコンサルタントなどの外部業者に依頼するケースの 2 つがある。自前で行うケースでは、米国 PE ファンドへの投資と同じように、実際アジアに出張してファンド・マネージャーと面談することが多い。米国から年に 5、6 回出張して現地調査を行っている投資家もあった。また、CPIB のように、アジアに拠点を設けて人員を配置し、現地調査を行うケースも出てきている。同公社は、2008 年 2 月に香港にオフィスを開設し、現地でも人員を雇って投資先を開拓する。

一方、ゲート・キーパーなどの外部業者を使うケースでは、投資候補となるマネージャーを選定してもらおう。PE 投資、特にアジア PE 投資に割くことの出来るマン・パワーの少ない投資家では、外部業者を使うケースが多いと思われる。このような業者には、米系のケンブリッジ・アソシエイツやハミルトン・レーンなどがある。また、個別のアジア PE ファンドの調査は省略して、アジア PE ファンド・オブ・ファンズに投資する場合もある。現在、アジア PE ファンド・オブ・ファンズを運用しているマネージャーには、ハーバースト、パンセオン、アジア・オルターナティブズなどがある。

### 3. マネージャーの選択指標

マネージャーの選択指標は、基本的には米国など他の地域と共通である。例えば、カルスターズは、PE ファンドのマネージャーの選択指標として、①過去の運用成績（重み付け 30%）、②ゼネラル・パートナーの利益の合致<sup>4</sup>（同 25%）、③マネジメント・チームの継続性と投資履歴（同 20%）、④投資戦略と投資の時間分散（同 15%）、⑤カルスターズのポートフォリオとの戦略的適合性<sup>5</sup>（同 10%）の 5 つを設定し、マネージャーご

<sup>4</sup> 例えば、GP が運用するファンドに自己資金を投資していることなど。

<sup>5</sup> 例えば、カリフォルニア州の企業に特化した VC であれば、同州の経済振興を促進する投資を行うというカルスターズの理念に合致する。

とにスコアを算出する。ちなみに、PE のパフォーマンスのベンチマークとして、カルスターズは「ラッセル 3000 株価指数<sup>6</sup>プラス 500 ベーシスポイント」、カルパースは「ダウ・ジョーンズ・ウィルシャー2500 株価指数<sup>7</sup>プラス 300 ベーシスポイント」をそれぞれ採用している。

以上の指標で評価すると、トラック・レコードが少なく、経験の浅いアジア PE ファンドが、良いスコアを獲得するのは難しい。そのため、アジア PE 投資のマネージャー選択においては、過去の運用成績に関する評価の比重を下げ、①投資戦略や投資候補先/市場の有望性、②面談などで判断するマネージャーの質、③マネージャーが現地で持っているネットワークなどをより重視する傾向があると思われる。

#### 4. デュー・デリジェンスと投資決定

デュー・デリジェンスと投資決定の手続きは、米国など他の地域と共通で、特にアジアの PE ファンドに特有の事項はない。全て自前、又はコンサルタントなどを使って候補マネージャーを内部審査し、最終的には投資委員会で投資の可否を決定する。ただし、アジア PE 投資については、まだ試行錯誤の段階にある投資家が多いことから、米国 PE 投資に比べて、より慎重な審査が時間をかけて行われる可能性がある。

## V 投資のリスク要因

### 1. 浅い PE 投資の歴史

米国機関投資家によるアジア PE 市場への期待は高い。だが一方で、アジア PE ファンドに資金が集まりやすい現状では、経験が浅く、能力の低いマネージャーまで容易にファンドを組成することが出来るため、アジア PE 業界全体のパフォーマンスは低くなるのではないかといった懸念や、短期間に多くの資金が調達された結果、少ない案件に多くのファンドが殺到してオーバー・プライシングになったり、デュー・デリジェンスが緩くなり、質の悪い案件にも次々に投資がなされたりするのではないかといった懸念もある。また、現在はアジア経済の状況が総じて良いが、成長のモメンタムが止まった時、歴史の浅いアジア PE 市場がどのようになるか見当がつかない、といった不安の声も聞かれた。市場が成熟していくためには、投資の実績が積み上がっていくのを待たねばならず、現時点では、投資家はマネージャーの選別により慎重になるべきであろう。

<sup>6</sup> 米国の時価総額上位 3000 社を構成銘柄とする。

<sup>7</sup> 米国の上場会社全てを構成銘柄とするダウ・ジョーンズ・ウィルシャー5000 株価指数の構成銘柄のうち、時価総額上位 2500 社を構成銘柄とする。

## 2. 支配権確保の難しさ

バイアウト投資においては、買収ターゲットの 100%の持分、又は、少なくとも過半数を取得し、ターゲット企業への支配権を確保することが基本であるが、中国やインドなどでは、PE ファンドの投資がマイノリティ投資に留まり、支配権を握れないことが多い。その理由としては、①政府の産業保護政策が、外資の PE ファンドに国内企業の支配権掌握を許さない、②買収される側のアジア企業の中に今後の成長ポテンシャルの高い会社が多く、大株主が全ての株式を売りたいがらない、③インドなどでは同族企業が多く、ファンドに経営支配権を完全に握られることに対する抵抗感が強い、といった点が挙げられる。

以上のような事態を PE ファーム及び投資家は問題視しているが、PE ファームは次善の策として、取締役や経営者を投資先に派遣したり、予め重要事項<sup>8</sup>に関する拒否権を留保しておくことなどによって、支配権を出来る限り強化している。

## 3. 規制・政府の対応の不安定性

中国、インドなどのアジア諸国では、経済発展のために外資による投資を基本的には歓迎しているが、国内の重要産業保護のため、出資の上限を設定するなど、一定の歯止めをかけることが多い。これらの外資の投資規制は、不透明なプロセスで不意に変更されることもあり、海外の PE ファームにとってはリスク要因となる。

また、買収に際して政府の認可が必要な場合があるが、認可に時間がかかったり、認可されると思われていた案件が認可されないといった事態が起きることがあり、政府の対応の不安定性も課題である。例えば、カーライルによる中国国営企業の徐工集団工程機械のバイアウトは、2005 年 10 月に同社の 85%の持分をカーライルが取得することで合意に至ったが、政府の認可が得られず、その後、取得持分を 50%、45%と切り下げていったが、2008 年 3 月現在、認可は降りていない。

その他にも、インドでは、国内金融機関による外国投資会社への国内企業買収資金の貸出しが規制で禁じられているため、LBO がしにくいといった課題が指摘できる。ただし、インドではグロス・キャピタルの供与案件が多いため、そもそも PE ファンドが、米国の案件のように高いレバレッジをかけることを指向しない。

## 4. ファンドへの反発感情

アジア諸国では、近年の PE ファンドによる投資の増加により、PE ファンドの存在が世の中に浸透し、企業経営者にも徐々に受け容れられるようになってきたが、国によって温度差はあるものの、依然としてファンドへの反発感情・抵抗感が残っており、PE 投資の障害となっている。

<sup>8</sup> 持分の希薄化、M&A、IPOの時期とプライシング、経営計画の変更、マネジメントの採用と解雇など。

例えば、韓国では、依然として外資の PE ファンドへの抵抗感が強いと言われている。象徴的なのが、PE ファームのローン・スターの事例である。同ファームは、2003 年に買収した韓国外換銀行 (KEB) の持分 51% を 2005 年に韓国最大手の国民銀行に譲渡することで合意したが、ローン・スターによる外換カード株の株価不正操作や KEB の買収価格が不当に安かったといった疑惑から、検察による捜査に発展し、国民銀行への売却が撤回された。そして、2008 年 2 月に、ローン・スター幹部の一人に第一審で有罪判決が下された。韓国金融当局は、全ての法的問題に決着が着くまで、新たに合意に至ったローン・スターによる HSBC への KEB 株売却を承認しないという立場を表明している。この事件を、欧米の PE ファームやメディアは、外資ファンドへの反発感情に端を発した政治的な事件と捉える向きが強く、韓国市場は欧米 PE ファームにとって困難な市場との認識が強まった。

一方で、特に中国やインドなどの成長市場では、欧米のファンドがもたらす経営、財務、オペレーションのノウハウや海外ネットワークを評価する経営者が多いため、今後、PE ファンドの投資を受け容れる会社が増えるという見方が強い。

## 5. 良い人材の獲得と定着の困難

アジア PE 投資は過去数年急速に拡大したため、PE ファームの人材獲得の需要に供給が追いついていない。また、ファンドで中核のポジションを占めるような、欧米等で過去に PE 投資の経験があったり、アジアにおいて外資系投資銀行などで活躍していたような人材には、転職や独立の機会が豊富にあるため、人材の入れ替わりが激しい。マネージャーの質が特に重要な PE 投資において、コア人材の定着度が低く、ファンドの運用の途中で離職するリスクがあることは、投資家にとって大きな懸念材料となる。

## VI アジア PE 投資に当たっての留意点

以上に見てきたように、米国機関投資家は、近年、急成長するアジア PE 市場に注目し、投資を積極化している。前章で挙げたような様々なリスク要因はあるが、PE 投資の地域分散を進めるという意味でも、中長期的に強化していかなければならないアセット・クラスだという意見で一致している。では、今後、アジア PE 投資を開始する投資家は、どのような点に留意するべきだろうか。

第一に、歴史の浅いアジア PE 市場においては、マネージャーの評判がまだ定まっておらず、玉石混交である点である。マネージャー選択においては、欧米の PE ファンドを審査する時以上に、徹底した情報収集を行い、慎重な判断を下すべきである。それが出来ない場合は、アジア PE 市場に精通したマネージャーによるアジア PE ファンド・オブ・ファンズへの投資から始めるというのも一つの方法であろう。

第二に、アジア PE 市場は、エマージング市場への投資といっても、短中期的に投資収益を狙えるアジア株式への投資などとは異なり、5~10 年の長期で収益を上げる投資である点である。アジア PE 投資を開始するに当たっては、投資家内部でオルタナティブ投資の一環としてアジア PE をどう位置付けるか明確にした上で、長期的に継続して投資を行うというコンセンサスを得るべきである。

第三に、投資先のマネージャーとは、時間をかけて親密な関係を築くべき点である。PE 投資においては、過去に高いパフォーマンスを上げたマネージャーが、その後も高いパフォーマンスを上げ続ける傾向があるが、それらのトップ・マネージャーのファンドへの需要は高く、投資出来るのは従来から関係を築いてきた投資家に限られる場合もある。この傾向は特に VC ファンドで顕著であり、例えば、米国のトップ・ティアの VC ファンドに新規の投資家が投資するのは非常に困難である。一方で、アジアの PE 投資は過去数年活発化し始めたばかりなので、将来トップ・ティアを形成するようなアジア PE ファームとこれから関係を築き、先行者利得を得ることがまだ可能である。

最後に、カルパースは、アジア PE 投資に積極的な理由の一つとして、カリフォルニア州とアジア地域の歴史的な深いつながりを挙げている。アジア系住民の多いカリフォルニア州は、PE 投資を通じてアジアの経済発展に貢献することに意義を見出していると言える。翻って、わが国とアジア地域の歴史的・政治的・経済的・地理的つながりは、米国よりも更に深い。特に、経済的な側面では、現在、多くの日本企業がアジアに進出すると同時に、アジアはわが国の大きな輸出先でもある。従って、アジア PE 投資を行うことは、投資リターン獲得の観点のみならず、アジア地域の成長を助けることが間接的にわが国の経済発展につながるという大局的な観点からも意義のある投資と言えるのではないだろうか。わが国の機関投資家によるアジア PE 投資が今後どのように広がっていくか注目される。