



東南アジアのPE市場

野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主任研究員

嶋村 武史

1. 近時のアジアPE市場概況

経済発展が著しいアジアにおいて、プライベート・エクイティ（以下、PE）投資^{（注1）}が着実に増加している。PE関連のデータ・プロバイダーであるPreqinによれば、PEファンドによるアジア^{（注2）}向け投資金額の割合は、2006年には2.6%に過ぎなかったが、2012年には10.6%まで拡大し、計278億米ドルが投資された。世界金融危機以前に大型デールで市場を牽引した北米と欧州における投資金額が減少したことも大きな要因だが、PEファンドのアジア向け投資金額は2006年から2012年にかけて年率平均8%で成長して

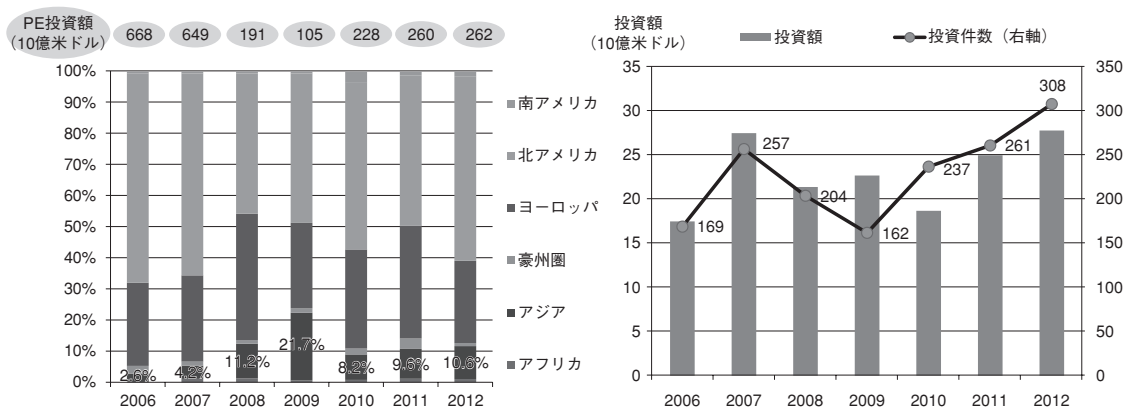
おり、同期間でPE投資金額が増加した唯一の地域となっている。

アジア諸国の中でも特に新興アジアにおいてPEファンドによる投資件数が増加しているが、その理由の一つはマクロ環境に見出せるであろう。相対的に高い経済成長率、豊富な人口、中産階級の増加に伴う消費の拡大等といったマクロ経済成長ストーリーが挙げられる。また、他の要因として新興アジア諸国は総じて間接金融主体で資本市場が未発達であることが挙げられるであろう。すなわち、一部の大企業を除いて企業が資本市場で資金を調達することが必ずしも容易ではないため、資金調達ニーズがある成長フェーズの企業に対するグロス・キャピタルの出し手としてPEファンドが台頭していると考えられる。上記の理由はアジアだけでなく他の新興諸国にも共通する面があると考えられるが、PE投資家^{（注3）}はアジアを選好しているようだ。2013年6月にPreqinがLPに対して行

— 〈目 次〉 —

1. 近時のアジアPE市場概況
2. 東南アジアにおけるPE市場
3. 結び

(図表1) PE投資金額の地域別割合(左)とアジアにおけるPE投資の推移(右)



(出所) Preqinより野村総合研究所作成

った調査では、新興諸国における魅力的な投資先としてアジアと回答する投資家が最も多かった。

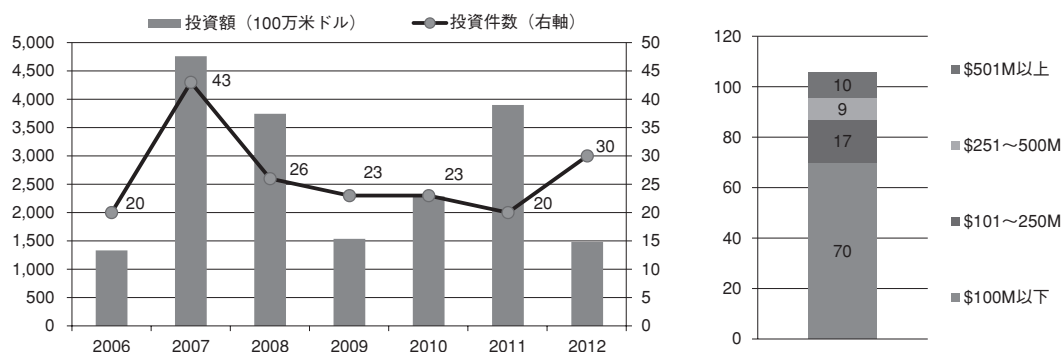
新興アジアにおけるPE投資は、2000年代中盤以降中国とインドが主な牽引役であったが、近時はそれぞれの市場でのPE投資に関する課題も表面化してきている。両国に共通する主な課題として投資先企業の売却(以下、イグジット)が困難であることが挙げられる。現状、中国とインドでは規制や市場環境等の観点からIPOを行うことが難しいため、その分イグジットの選択肢が狭まっている。もちろん他のPEファンドや事業会社への投資先企業の売却は可能であるが、特にインドにおいては近時の経済成長率の鈍化のみならず、為替の減価も著しく、潜在的な買い手から魅力的な売却価格を引き出すのが難しい状況にあると言われている。

2. 東南アジアにおけるPE市場

このような環境下、新興アジアにおけるPE投資先として東南アジア諸国が注目を集めてきている。2012年7月から8月にかけてmergermarketが行ったアジアにおける今後の投資活動見込みに係る投資家向け調査(注4)によれば、東南アジアで今後の投資活動が「著しく増加する」と回答した割合は46%と、グレーター・チャイナの47%に次いで高い割合となっており、当該地域に対する関心の高さが窺える。

近時の東南アジアにおけるPE市場の概要を簡単に整理したい。まず、PE投資の推移を見ると、世界金融危機以前の2007年が投資金額及び件数ともに近年で最大となっている

（図表 2）東南アジアのPE投資の推移（左）と金額別投資件数（右）（'06年～'12年、百万米ドル）



（出所）Preqin, Bloombergより野村総合研究所作成

（注）米ドル建て以外の投資については、2012年末時点の為替レートにて米ドル換算

が、足許は投資件数が回復基調にある。国別に見ると、特にインドネシア及びマレーシアでの投資件数が増加しており、タイでも回復基調にあることが確認出来る。シンガポールは安定的に推移をしているものの2007年の水準からは依然として乖離がある。更にベトナムに関しては近時の投資件数は減少傾向を辿っており、東南アジアの中でも国毎に相当程度のバラつきがあることが確認出来る。また、東南アジアにおけるPE投資は比較的投資金額が小さいものが多い。金額別の投資件数を見ると、1億米ドル以下の投資が約3分の2を占める。一方で、5.01億米ドル以上の比較的大型の投資は、投資金額に係るデータが取得出来る106件のうち10件に過ぎない。

次に、東南アジアにおけるPEファンドによるイグジットの推移を見ると、2012年は減少しているものの概ね上昇傾向にあることが確認出来る。イグジット・タイプ別に見ると、

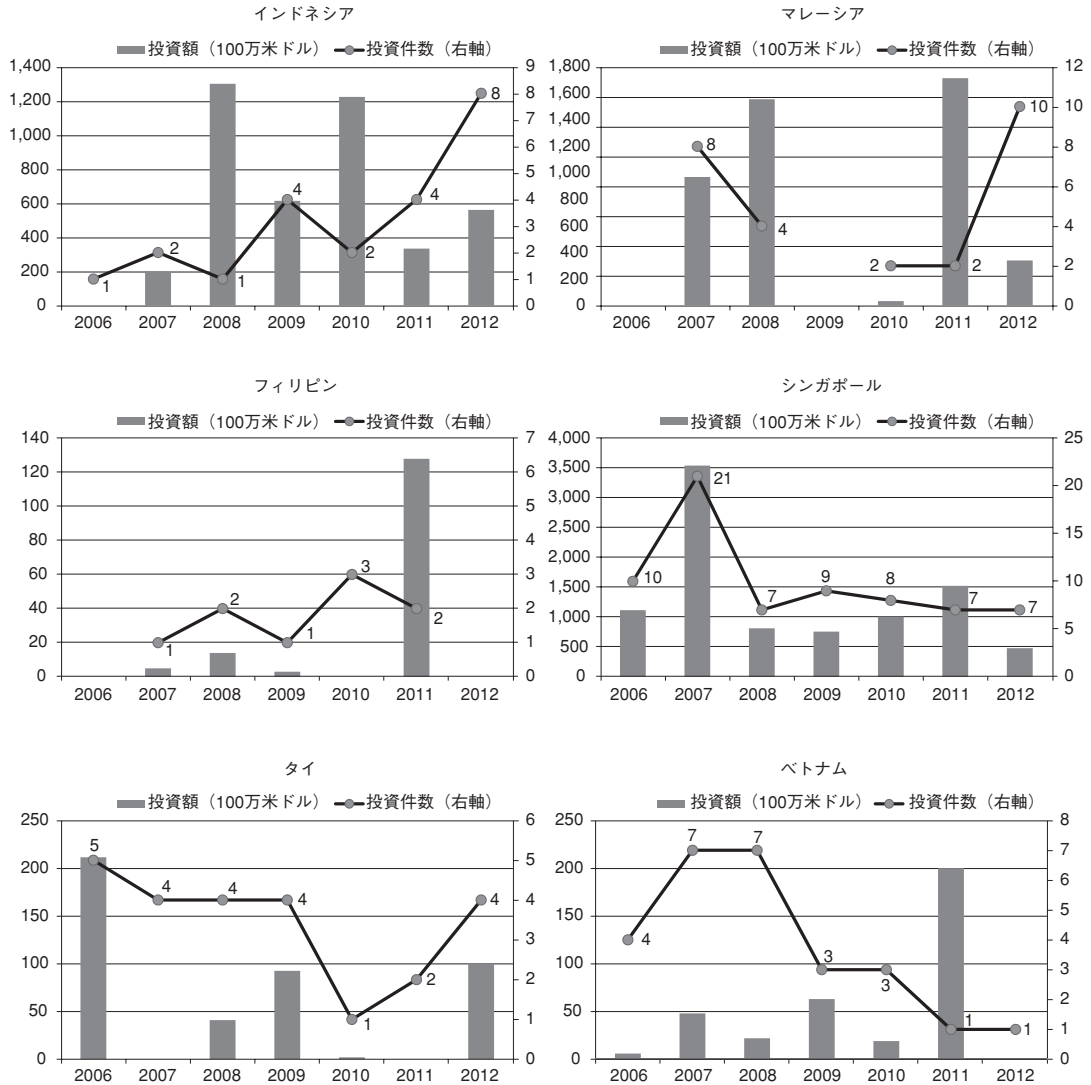
事業会社に売却するケースが最も多く、その件数は概ね増加基調にある。

ここまで定量的なデータに基づき東南アジアのPE投資に関する市場概況をまとめたが、東南アジア企業を対象に主にグロス・キャピタルを提供するGPへのインタビュー等から得られた定性的な情報を幾つか整理したい。

（1）主要投資先セクター

東南アジアにおけるPE投資の主要投資先セクターとしては消費セクターが挙げられることが多い。中間所得層の増加や消費者向けローンの成長による消費の拡大が背景にある。中間所得層の増加による消費の拡大というテーマから東南アジアの中で最も恩恵を受けられるのは域内最大の2億4千万人超の人口を誇るインドネシアである。インドネシアでは2005年頃まで主に低位中間層の市場規模が拡大してきたが、近年は中間層及び

(図表3) 東南アジア主要国の国別PE投資の推移



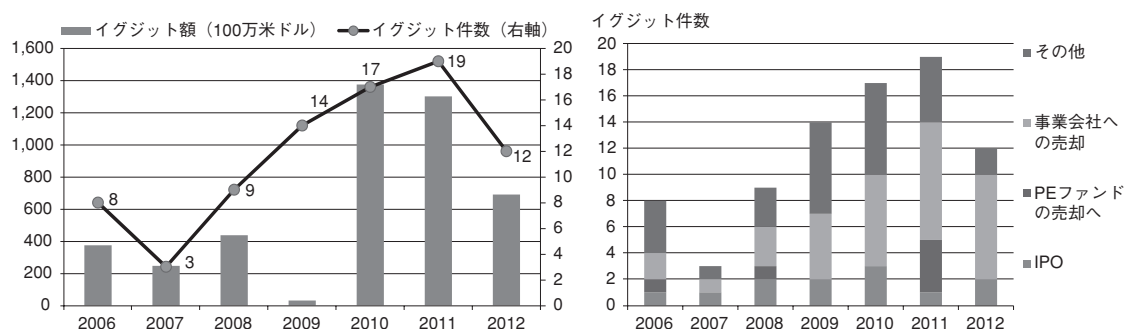
(出所) Preqin, Bloombergより野村総合研究所作成

(注) 米ドル建て以外の投資については、2012年末時点の為替レートにて米ドル換算

上位中間層市場規模の拡大が目立ってきている。但し、インドネシアをはじめとする東南アジアにおける消費関連の投資テーマは自明

であるがゆえに数多くの投資家が着目していることから競争が激化しており、魅力的な投資案件の発掘の困難さやバリュエーションの

(図表 4) 東南アジアにおけるイグジットの推移 (左) とタイプ別のイグジット件数推移 (右)



(出所) Preqin, Bloombergより野村総合研究所作成

(注) 米ドル建て以外のイグジットについては、2012年末時点の為替レートにて米ドル換算

観点での問題を指摘する向きが多い。それに対応するため、例えば飲料や食品のような消費市場規模拡大に伴い直接的に恩恵を受けるセクターの企業を避け、ヘルスケア、金融、及びインターネット・メディア関連等の消費関連分野に着目する動きが出てきている。

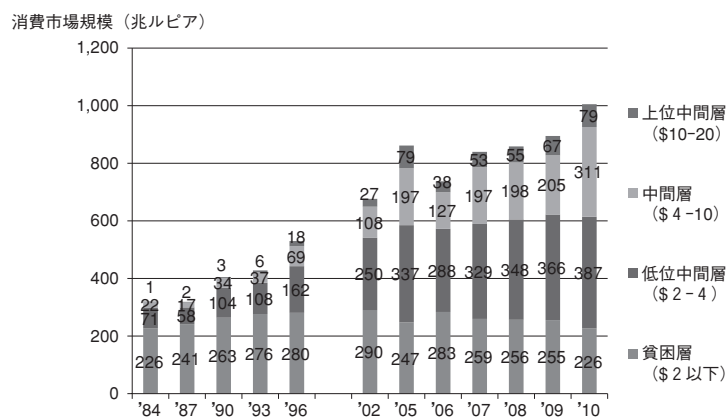
消費セクター以外では農業セクターに着目する向きもある。理由として、地理的な観点での東南アジアの優位性を活かし比較的安定したキャッシュ・フローが見込める企業が多く存在するという意見が聞かれた。また、同セクターには家族経営を行っている比較的小規模な企業が多いため、投資後に企業ガバナンスの導入による企業価値向上の余地が大きいという側面もある。

(2) 投資後の企業価値向上

PE投資において投資後の企業価値向上は重要なリターンの源泉だが、特に東南アジアを含む新興アジアにおいてはその重要性が強

調されている。新興アジアには企業経営に係るガバナンスに改善の余地が見られる企業が多く存在すると言われており、それらの企業にPEファンドが投資を行い経営に適切に関与し規律を与えることが出来れば、相対的に大きなリターンの獲得が期待出来るとの考えがあるからだ。一般にPE投資のリターンの源泉を分解する際に、売上の成長、利鞘の向上、負債の返済、及びマルチプル^(注5)の拡大の4点が挙げられる。東南アジアのPE投資においてはレバレッジの活用が限定的であるため負債の返済は主要なリターンの源泉とはならないケースが多く、マルチプルについては市況による変動部分が多い。そのため、PEファンドが投資後にコントロール可能な度合いが大きい主なファクターは売上成長と利鞘の向上になり、これらを実現するためビジネス戦略面、組織面、等様々な観点から取り組みが行われている。例えば、東南アジアにおける投資先企業の価値向上手段の一つと

(図表 5) 1 日当たり消費額で分類したインドネシアの所得層別消費市場の推移



(出所) Bank Indonesia、世界銀行

*2005年のPPPベースの米ドル建て消費額で分類

して、投資先企業による東南アジア域内のクロス・ボーダーM&Aの活用がしばしば挙げられる。これは主に2015年の創設に向けて議論されているASEAN経済共同体による域内経済の活性化から、投資先企業の成長機会を獲得しようとする動きである。

(3) PEファンドの投資スタイル：コントロールか否か

PEファンドの投資スタイルに関して、投資に際し過半の議決権を取得し企業のコントロール権を握る形での投資を行うか否かという論点がしばしば挙げられる。Preqinのデータからは東南アジアのPE投資においてコントロール権を伴う投資の割合は低位に留まっており、マイノリティ出資が中心であることが示されている。この点、ファンドによって相当程度明確にスタンスを取っている場合も

あり、コントロール権の獲得を基本とするファンドもあれば、マイノリティ出資を基本とするファンドも存在するが、このような違いはどのような理由から生じるのであろうか。

まず、コントロール権の獲得に拘る立場について見たい。第一の理由は、投資先企業の経営の意思決定に対する影響が大きいため、企業価値向上に向けた施策の自由度が高まり、その分投資リターンの向上が期待出来るというものである。第二に、イグジットの観点からコントロール権の獲得を重要視する向きもある。売却タイミング、売却先、売却額等のイグジットに係る重大な意思決定に主体的に関与するためにはコントロール権の獲得が不可欠というものだ。特に新興市場においては、上述の中国やインドのように市況によっては公開市場でのIPOが極めて困難になる等、イグジット面での難しさが度々指摘され

るため、この点が重要視される。

一方、マイノリティ出資を選好する主な理由として、コントロール権の獲得に拘ると投資対象となる企業が限られるという事情がある。成長フェーズにある企業のオーナーが、たとえ資金調達ニーズがあったとしても、PEファンドに企業のコントロール権を簡単に譲り渡すことは考えづらい。東南アジアのように今後の成長期待が大きい地域の企業であればそのような傾向が特に強いであろうと考えられる。また、一般に優良な企業であればある程コントロール権の放出に応じない傾向が強いと考えられ、売り手が買い手に対して情報優位にある中で、容易にコントロール権の放出に応じる企業オーナーは買い手のPEファンドが気づいていない対象企業に係るネガティブな情報を有している可能性があり、逆選択の問題が生じ得る。

(4) 米国における金融緩和政策の出口 と東南アジアにおけるPE投資

より短期的なテーマとしてその影響が注視されているのは、米国における金融緩和政策の出口が意識され始めた2013年5月以降の東南アジア金融市場のボラティリティ増大から波及するPE投資への影響である。国によってバラつきはあるものの近時インドネシアを中心に株式市場の下落と通貨の減価が起こっている。株式市場の下落に関しては、イグジットの観点ではネガティブな影響が懸念されるが、投資の観点ではこれまで過熱してきた

バリュエーションの修正というポジティブな捉え方をする向きもあった。また、外貨建てファンドの場合は為替の減価によるリターンへの影響が懸念されるが、デリバティブを活用してファンド・レベルで為替ヘッジをするという対応をするケースは聞かれなかった。新興国通貨のヘッジ・コストが割高であるという理由からである。寧ろ、セクター及び企業毎の外貨変動に対する感応度とその影響の方向性を見極めた上で、様々な企業に分散して投資を行うことで、投資ポートフォリオ全体として為替変動の影響を軽減するというのが一般的な対応のようである。

(5) 東南アジアにおけるメザニン・ファンド

規模としては限定的であるが、PEファンドの台頭とともにメザニン・ファイナンスを提供するファンドの動きも出てきている。メザニン・ファイナンスとは、日本において提供されている銀行貸出や発行されている社債の多くが該当するシニア・ファイナンスと普通株式との中間に位置するファイナンス形態の総称であり、その利点としてシニア・ファイナンスで対応出来ないリスク資金の供給や普通株式希薄化の回避等が挙げられる。

東南アジアにおいてメザニン・ファンドの動きが出てきている背景として、株式希薄化を回避したい企業オーナーの成長資金ニーズがある。普通株式の希薄化を避けたいという企業オーナーはマイノリティ出資であってもPE資

本の受け入れを選好しない。しかし、銀行セクターがこのような資金ニーズを必ずしも満たしているわけではないようだ。国毎にバラつきはあるものの、東南アジアにおいて成長資金等の通常融資より相対的にリスクが高い資金の銀行セクターからの供給は総じて十分に行われていないと言われており、特に中堅・中小企業向けでその傾向が強い。東南アジアの地域系金融機関の中には当該分野でプレゼンスを向上させているところもあるようだが、元々当該分野に強みを持っていた欧州系金融機関が退潮傾向にある中、成長資金の需給ギャップを埋める形でメザニン・ファンドが徐々に台頭しつつあるという構図が生まれている。

上記の通り株式希薄化を伴わない成長資金に対するニーズはあるが、東南アジアにおけるメザニン投資において投資案件の発掘は容易ではないと言われている。一般に東南アジアの企業側のメザニン・ファイナンスに対する理解度が必ずしも高くないためだ。従って、ストラクチャーやターム面を含むメザニン・ファイナンスの理解度向上に取り組むつつ案件を発掘する必要がある。実際、投資案件の多くがメザニン・ファイナンスに馴染みがあるPEファンド関連だという意見も聞かれた。投資案件の発掘の他に重要な点としては、メザニン・ファイナンスのストラクチャリングが挙げられる。東南アジアにおいては債権者保護に関する問題が指摘される国もあり、特にオフショアの貸し手にとってはどのように返済を担保するかが問題となる。資金供給先

企業のみならずその親会社や取引先の銀行等を含めた関係者との交渉を行い、ダウンサイド・リスクに対する備えとして親会社から保証を取り付ける、リスクに応じたアップサイドを追求するために劣後ローンにワラントを組み合わせる等の適切なストラクチャリングを通じて、リスク・リターンの最適化を図る能力がメザニン・マネジャーに求められる。

■ 3. 結び

上記の通り東南アジアのPE市場が拡大しつつあり、中長期的には経済の発展と共に更なる市場の拡大が期待されている。これまで新興アジアにおけるPE市場の牽引役であった中国及びインドの経済成長が鈍化傾向にある中で、新興アジアの成長ストーリーに期待する投資家の視線が東南アジアに向きやすい状況にあり、東南アジアを投資対象とするPEファンドの資金調達も拡大傾向にある。このように将来の期待に基づく投資資金の拡大は中長期的な市場の発展に必要だと思われるが、必ずしもプラスとは言えない面もある。なぜなら、東南アジアのPE市場は依然として発展段階にあり現時点での市場規模はさほど大きいとは言えないため、限られた投資案件を複数のファンドが追いつめる結果、バリュエーションの高騰といったネガティブな状況が生み出される懸念があるからだ。足許は米国のQE 3 の出口に絡んで新興諸国の金融市場からの資金流出に関する懸念が出てきて

いるが、昨年末に東南アジアに投資を行っている複数のGPにインタビューを行った際は、PEファンド間の投資案件獲得競争から引き起こされるバリュエーション上の過熱感を指摘する意見が多く聞かれた。

このような環境下、東南アジアのPE投資に関心がある投資家に求められるのは適切なベータ・リスクの管理ではないであろうか。もちろん、PE投資はアルファを追求する投資であり個別マネジャー選別の重要性に関しては言及するまでもない。しかし、世界的に金融危機前の2006年から2007年にかけてPEファンドが行った投資のイグジットに苦心する状況があることに鑑みると、ベータをどう管理するかという点もやはり重要だと考える。このようなリスクを避けるためには、

PEファンドのヴィンテージの分散、PEファンドによる投資ヴィンテージの分散、及びPEファンドとメザニンといったアセット・クラスの分散等が求められるであろう。

(注1) ここでPE投資とは、ジェネラル・パートナー（以下、GP）と呼ばれるPEファームが運営するPEファンドによる投資を指す。

(注2) 豪州圏を除く。以下、同様。

(注3) ここでPE投資家とは、PEファンドに投資を行うリミテッド・パートナー（以下、LP）を指す。

(注4) 出所は“Asia-Pacific private equity outlook 2013”（Ernst & Young）。当該調査の回答者にはGPとLPの双方を含む。

(注5) 企業価値や株式価値を何らかの指標で除した倍率を指す。PE投資においては、企業価値（EV）をEBITDAで除すEV／EBITDA倍率が使われるケースが多い。 ■