

2023年第2四半期

## インドにおけるプライベート・エクイティのインパクト投資の機会



ラディカ・シュロフ、マネージング・ディレクター  
プライベート・エクイティのインパクト投資

### 概要

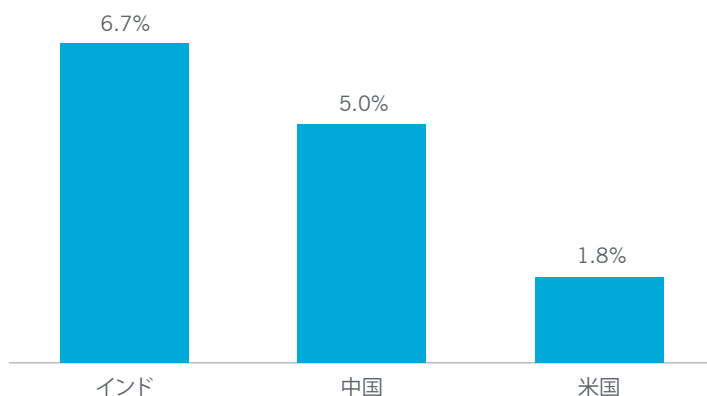
インドの投資事例における重要テーマ：

- 数十年にわたる経済ダイナミズムに支えられてきた変革的な成長
- 世界のイノベーションを牽引する技術専門性の世界的中心地
- 成長過程にあるプライベート・エクイティのインパクト投資には巨大な機会が存在
- エグジットの選択肢の増加と先進国並みに高まる投資家の関心

### 変革的な経済成長とダイナミズム

インドは2006年以降の平均GDP成長率が6.2%と、世界の経済大国の中で最も高い経済成長率を持続しています。30年の長きにわたる市場原理を利用した経済自由化政策とグローバル経済への一貫した統合により、インドは長期的なプライベート・エクイティ投資の対象として特に魅力的な存在となっています。

図1：2022年～2027年の平均年間GDP成長率の予想



出所：World Economic Outlook (2022)

世界最大の民主主義国家であるインドには13億人が居住し、うち9億4,000万人が労働世代であり、少なくとも3億人が低所得層から中間層へと移行しています。実際、今後25年間で中間層の人口は倍増し、消費需要は米国と同等にまで押し上げられる見通しです。しかし、このような成長と富の動向にもかかわらず、インドの人口の多くは、金融サービス、教育、ヘルスケア、信頼性のある再生可能エネルギーなどの質の高い基本的なサービスを利用することができておらず、依然として商業ビジネスに対するニーズは大きい状況です。

### インドの発展途上の脱炭素化が世界の急務に

また、インドの大規模な変革や成長により、エネルギー需要が急激に増大しています。インドでは毎年、ロンドンと同規模の人口が都市人口に加わり、新しいビルや工場、交通網の大規模な建設が必要となっています。その結果、エネルギー消費量の増加や国際的な気候変動目標の達成を求める声が高まり、2030年までに現在のカリフォルニア州の容量の15倍に匹敵する500ギガワットの再生可能エネルギー容量を導入する計画<sup>2</sup>など、大胆な再生可能エネルギー目標が掲げられています。インドの気候変動緩和目標は、インドだけでなく、地球全体にとって大きな影響をもたらすものであることは、間違いありません。

インドでは、この移行のための資金調達と持続可能な開発目標達成のために1,700億ドル超の資金を投入しようとしていることから、インド市場を知り、理解しているプライベート・エクイティ投資家にとっては、こう

した重要な移行と脱炭素化活動の普及、資金調達、債権回収において素晴らしい投資機会があると考えています。

### 社会的企業エコシステムの繁栄

インドは、世界で最も技術教育を受けた人々が多い国の1つで、主要経済国の中で最も技術人材の需給ギャップが小さく、2022年時点で10億ドル以上の価値を持つ「ユニコーン」企業が107社展開する、中国と米国に次ぐ世界第3位のスタートアップ・エコシステムです<sup>3</sup>。重要なのは、決済、融資事業向けテクノロジー、個人向けファイナンス、保険業向けテクノロジーなどにおけるフィンテックの導入率が、世界平均の64%に対し87%と世界最高水準であることです。

低所得者や十分なサービスを受けていない人々に対する金融サービスが不足していることに加え、若年層が多い巨大な人口、スマートフォンの高い普及率、インターネットへのアクセスの増加などにより、インドのフィンテック・エコシステムは成長・拡大してきました。インド政府は金融包摂の需要が経済的アクセスを促進する重要な要素であることを認識した上で、デジタル改革の実現と起業家の問題解決支援に最前線で取り組んでおり、特に2009年には世界最大の生体認証デジタルIDプログラムであるAadharを創設しています。インドは、消費者の地理的な位置に関係なくデータが提供される公平な環境を通じて、デジタル・サービスの提供において革命的なイノベーションを導入し始めました。

## プライベート・エクイティのインパクトに関するケース・スタディ

### 小規模農家向けオフグリッド・ソリューションの低価格化

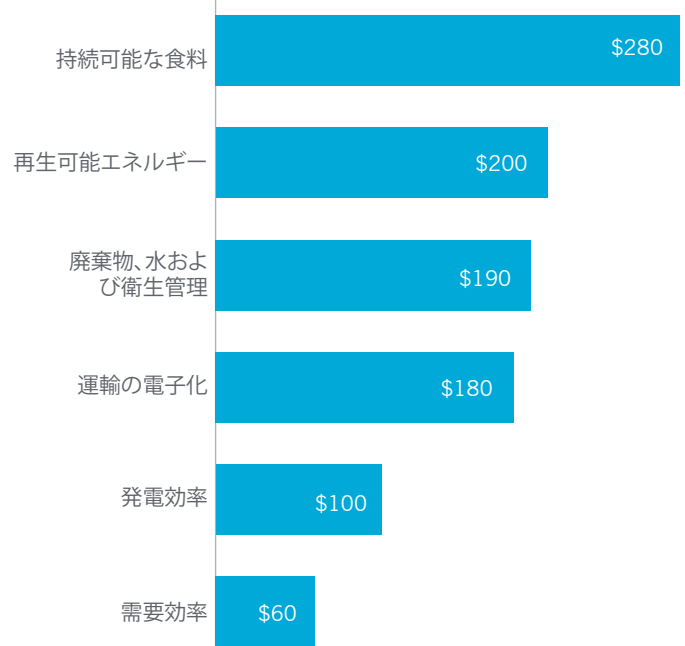
インドのソーラー灌漑と冷蔵倉庫の製造・販売会社であるエコゼンは、インドの政府と規制面の追い風を受けて、包摂と気候変動の緩和と復元の共通部分において事業を運営し収益を上げている企業の一例です。同社はNuveen Global Impact Fund Iで投資している企業で、小規模農家に信頼性の高いオフグリッド灌漑サービスを提供するとともに、太陽光発電による低温貯蔵システムで収穫物を長期間保存できるようにすることで農家の所得を向上させている業界のリーダーです。Nuveenのプライベート・エクイティ・インパクト・チームは、他の投資先企業とのパートナーシップを通じて、同社製品をより手頃な価格で提供できるよう取り組んでいきます。

Nuveen Global Impact Fund Iの新規募集は終了しています。

インドの気候技術エコシステムはまだ比較的初期段階にありますが、インドのIT人材、イノベーション、起業家精神といった土台が、10年前のフィンテックと同程度のスタートアップの活動やソリューションを後押ししています。インドでは気候技術への投資が急増しており、2021年には4倍増の70億ドルに達し、電気自動車や再生可能エネルギーを中心として、最も成長が著しい技術分野の1つになっています。インドの確固たるスタートアップとテクノロジーのエコシステムを考慮すると、今後5年間で、アグリテック、フード・テック、循環型経済などの分野で資金調達が増える可能性が高いと予想しています。

特に、極めて数が多く増加し続ける人口によるエネルギーと開発のニーズのバランスを調整しながら排出量を削減するなど、先進国とは根本的に異なる課題に直面している途上国向けのソリューションを推進する上で、インドは他国に先がけ気候技術の革新を進めています。

図2：2030年までにインドが必要とする気候技術の投資先  
(単位：10億ドル)



出所：Unitus CapitalおよびClimakeの共同発表。The State of Climate Finance in India (インドの気候金融の現状)、2022年

## プライベート・エクイティのインパクトに関するケース・スタディ

### マイクロファイナンスで気候変動への耐性を強化

Nuveen Global Impact Fund Iのポートフォリオ企業であり、インド第3位のマイクロファイナンス会社であるアンナプルナ・マイクロファイナンスは、インドの農村部の気候変動の影響を受けやすい地域の250万人以上の女性に対し、小規模事業を成長させるための少額の運転資金ローンを提供し、約10年にわたり利益を上げています。アンナプルナは、事業運営と顧客に関する深い知識を蓄積し、屋上太陽光発電や電気自動車モビリティを含む低炭素経済への移行を支援する融資商品も顧客に提供するという、他社とは異なる立ち位置をとっています。Nuveen PE Impactは同社と協力して、事業の物理的な気候変動リスクの理解を深める（世界初の調査）とともに、気候変動への耐性を高めるための大規模なグリーン・ファイナンス部門の構築を検討しています。

Nuveen Global Impact Fund Iの新規募集は終了しています。

## 大規模で高収益の事業のパイプラインが成長する中、規模拡大のための資金が必要

インドではスタートアップ経済が成長し、企業が成熟を続け、収益の牽引力を産み出し、収益性を達成するにつれ、成長段階の企業のパイプラインが拡大しています。これらのビジネス・モデルは比較的堅固で、成果を生み出す能力がますます実証されていることから、金融および社会・環境的インパクト投資においてより予測可能なパフォーマンスを提供する好位置にあります。これらの企業の多くは収益をあげており、各業界のリーダーであり、あと3～5年で上場や戦略的売却が見込まれます。

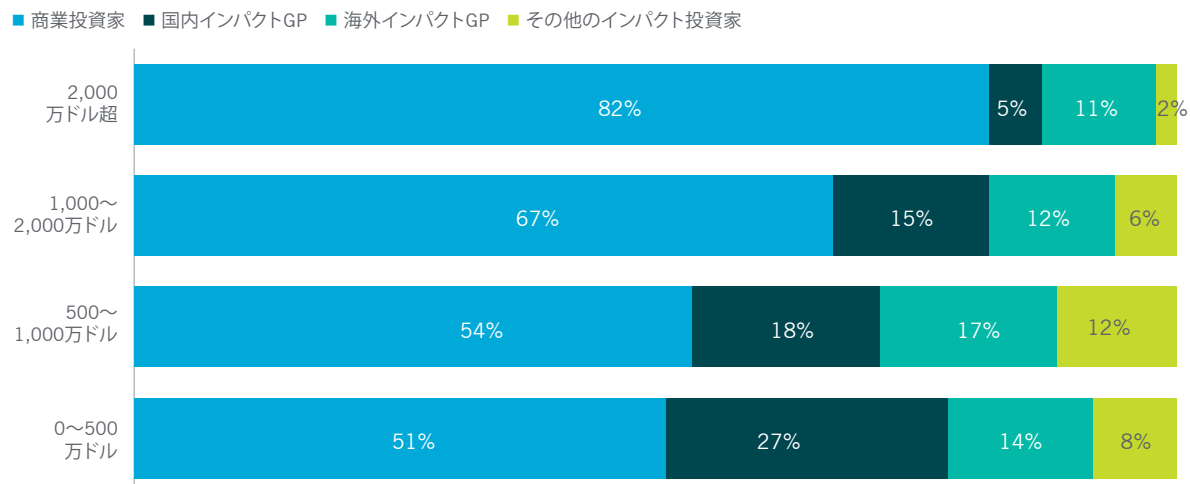
インドの成長段階にあるプライベート・エクイティ・インパクト投資市場は過去数年間で著しい成長を遂げており、金融包摂にとどまらず、農業、ヘルスケア、教育などの新興セクターに進出し、1,000万ドル以上の投資を必要とする気候変動案件は過去5年間で2倍以上になっています。2,000万ドル以上の案件数は、2.3倍増加しました。インドのインパクト企業の割合が増え、規模が拡大し、成長段階のファンドに適した根本的に異なる

リスク・リターン・インパクト・プロファイルにより強い投資需要が生みだされていることから、プライベート・エクイティのグロース株投資家は、この「ミッシング・ミドル」に参入するという他にはない機会が得られます。

インパクト・アルファによるインドのインパクト案件のデータ分析によると、案件の規模が大きくなるにつれてインパクト投資家が拠出する資本の割合が急激に低下しています<sup>4</sup>。小型案件では、インパクト投資家が合計投資額に占める割合は約50%ですが、2,000万ドル以上の大型案件では、純粋なインパクト投資家からの投資資金は20%未満です。

インドでは、今後もインパクト企業が続々と誕生することでしょう。しかし、現在成熟しつつあるベンチャー企業の割合が増えてきているため、エコシステムは、インド全域で事業を拡大するための成長エクイティがさらに必要となっています。インドで芽吹き始め急速に進化する社会イノベーションの有望なポテンシャルを活用するために、より大型のインパクト案件に融資できるアセット・マネージャーを呼び込むことが不可欠です。

図3：インドのインパクト投資家からの資本の割合



出所：Impact Alpha (2022)

## エグジットの選択肢の増加と市場の流動性の向上というトレンドの加速

2022年のインドにおけるプライベート・エクイティの動きは、パブリック市場のボラティリティを反映して減速していますが、2021年は以下のとおり、多くの記録を打ち立てました<sup>5</sup>。

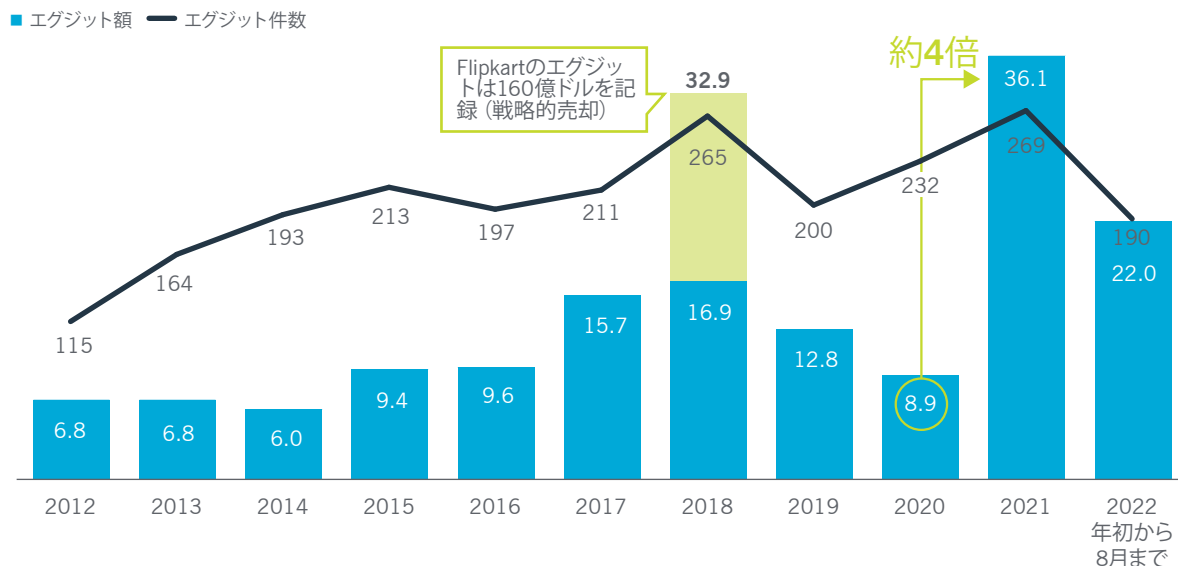
- 2,000件以上の案件が成約し、過去2年間それぞれの約1,100件に比べ記録的なペースとなりました。
- バリュエーションがさらに膨らみ、セクターを問わず大規模なエグジットが行われ、エグジットは、4倍の360億ドルの勢いに達しました。
- 多くのIPOが応募超過となるなどインドの個人投資家が示した意欲に加え、パブリック市場で注目の上場が行われました。

2021年に始まった重要なトレンドとして、エグジットの増加や投資家センチメントにおける中国離れの加速は長期的に続く見通しです。セカンダリー売却、パブリック市場でのエグジット、戦略的売却のいずれも増加し、これらのルートによるエグジットの平均規模は、売り手

有利の市場の出現により2019年から大きく拡大しています。2022年の初期の兆候は、エグジット活動は2020年の水準まで落ち込む可能性を示していますが、インドのファンダメンタルズに対する信頼は依然として高く、グローバルのプライベート・エクイティ投資家は投資を続け、市場における一時的な評価額の乱れを逆手に取っています。

世界的な市場変動、インフレ、サプライチェーンの混乱、地政学的な不透明感にもかかわらず、2022年上半期のベンチャー・キャピタルおよびプライベート・エクイティの取引額は、金融サービスと保険セクターへの投資に牽引されて、取引規模を問わず取引が拡大し、巨大案件が少なくなるという傾向の中で、2021年上半期と比較して25%増加しました。今年下半期は案件額が伸び悩むと予想されていますが、この勢いは2021年以前のどの年よりも強く、インド投資への関心がサイクルを通じて長く続いていることとインド資産の底力がうかがえます。また、ヘルスケアや大規模なテクノロジー企業への戦略的関心から、エグジットの動きが加速していることも重要です。

図4: インドのプライベート・エクイティおよびベンチャー・キャピタルの年間エグジット  
(単位: 10億ドル)



出所: Bainのプライベート・エクイティのエグジット・データベース (2022)。不動産とインフラのエグジットを含みます。数値全体に対し、エグジット額に関する絞り込みはしていません。エグジット数にはエグジット額が不明な案件も含まれます。

図5：インドのプライベート・エクイティのエグジット動向

エグジットの種類	重要トレンド	2023年の牽引力	今後の成長展望
<b>セカンダリー売却</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>プライベート・エクイティ市場の深化（すべての段階）</li> <li>潜在的購入者の増加</li> <li>大規模（10億ドル以上）なインパクト・プライベート・エクイティ・ファンドがインドに投資</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>パブリック市場のエグジットと比べて、セカンダリーでの売却における価格の確実性</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>成熟した成長株資産に対するグローバル投資家のニーズは拡大しているがまだ満たされていない状況</li> <li>より短期間でのエグジットが可能になるにつれ、ポートフォリオの保有期間がさらに短縮</li> <li>純粋な成長ではなく、収益性や確率されたビジネス・モデルへの投資家の関心がより向上</li> </ul>
<b>パブリック市場での売却</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>収益性の高いインパクト・ビジネス・モデルに対する個人投資家および機関投資家の意欲</li> <li>インパクト企業への国内での選好度が高まり、価格発見機能の向上を促進</li> <li>上場やESGに関する規制面の追い風の強まり</li> <li>流動性の高いパブリック市場を、エクイティ・アナリストが適切に網羅</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場に関する規制当局の柔軟性が高まり、創業者等が主導する上場からプロ経営者による上場へのシフトが起こったり、初期段階にある企業の上場が促進される</li> <li>先進国市場全体の金利低下によるパブリック市場の流動性の高まり</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界的な不確実性によるボラティリティを受け、パブリック市場は当面低迷するが、他の主要市場よりパフォーマンスが良好</li> <li>IPO案件は2024～25年に実施の見通し</li> </ul>
<b>戦略的売却</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>デジタル/テクノロジー機能の獲得に注力、デジタル・トランスフォーメーション</li> <li>企業の統合および市場アクセスのトレンド</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>規模の急拡大に向けた戦略的な注力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>買収による拡大・統合とデジタル・トランスフォーメーションを通じた市場アクセスの深化への継続的な注力</li> </ul>

詳細については、弊社のWebサイト ([nuveen.com/ja-jp](https://nuveen.com/ja-jp)) をご覧ください。

#### 巻末注

- 1 タイム誌。How India Became the Most Important Country in the World in the Climate Fight (気候変動対策において、インドが世界最重要国家となった背景)、2023年1月23日
- 2 <https://www.spglobal.com/marketintelligence/e/news-insights/latest-news-headlines/india-aims-to-add-500-gw-of-renewables-by-2030-70713616#:~:text=India's%20existing%20power%20generation%20portfolio,203%20GW%20of%20planned%20capacity.>
- 3 People Research on India's Consumer Economy (インドの消費者経済に関する研究)、2022年11月
- 4 ImpactAlpha。As India's impact ventures grow, so does the need for growth stage impact capital (インドのインパクト・ベンチャーが成長するにつれ、成長段階のインパクト資金のニーズも高まっている)、2022年2月2日
- 5 Bain Indiaプライベート・エクイティのインパクト・レポート2022年

## 重要なお知らせ

ヌベーン・ジャパン株式会社 (以下「当社」といいます。) は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法 (昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む) 第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない同有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することもあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。 <https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌベーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

#### 金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌベーン・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第3132号, PWP-2868747CG-E0323WX

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入

# nuveen

A TIAA Company