

Deloitte.

デロイトトーマツ

アジア パシフィック  
プライベート・  
エクイティ年鑑  
2024年版

# 目次

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| はじめに                                | 03 |
| エグゼクティブ・サマリー                        | 04 |
| 市場から得られた洞察                          | 06 |
| 今後の展望                               | 14 |
| 市場の統計データ                            | 16 |
| ドライパウダー及び資金調達                       | 23 |
| デロイト アジア パシフィック<br>プライベート・エクイティ チーム | 25 |
| 付録                                  |    |
| 地域別の主な取引                            | 26 |
| デロイトのアプローチ                          | 32 |
| 用語集                                 | 33 |

# はじめに

「デロイト アジア パシフィック プライベート・エクイティ年鑑」創刊号をお読みいただき、ありがとうございます。プライベート・エクイティ (PE) は、世界経済の健全性と成長において極めて重要な役割を果たしていますが、アジア太平洋ほどそれが如実に表れている地域は他にありません。アジア太平洋地域におけるPEのドライパウダー (投資待機資金) のシェアは、同地域のPE取引数に比べて相対的に大きく、2023年に同地域のPEのドライパウダーが世界全体の23.7%を占める一方<sup>1</sup>、同地域のPEの取引数は、世界全体の15.2%に過ぎないのです<sup>2</sup>。これは、アジア太平洋地域におけるPE資本配分の勢いが増していることを明確に示しています。デロイトは、PE業界の支援に深くコミットしており、案件オリジネーションからデューデリジエンス、オペレーショナル・コンサルティング、ファンド評価や監査に至るまでエンドツーエンドのPEオーナーシップ・サイクルを通じ、多くの主要市場参加者にとって信頼される価値創造アドバイザーになることができました。デロイトは本分野で、こうした接点を持つことができ、その幅広い経験から、市場に関する独自の考察と視点を得て、市場の動向と軌跡に関する分析と解説を提供する上で、絶好の立ち位置にあります。

本年鑑の目的は、2023年のアジア太平洋地域におけるPEの活動に関し、詳細かつ包括的な全体像を提供すると共に、そこから見てきた全体的なテーマの分析を提供することにあります。デロイトは、こうしたトレンドを最近の市場動向の脈絡の中で提示することに努めると同時に、将来に目を向け、来年の活動を推進すると予測される動向と影響要因を探ります。

本年鑑がお役に立つと共に示唆に富むものとなり、デロイトの所見と展望について、皆様とさらに詳細な議論を行う機会が得られますことを切に願っております。

---

アジア太平洋地域のPE市場はダイナミックで成長し続けています。デロイトのアジア太平洋地域プライベート・エクイティ チームは、エンド ツー エンドのPE オーナシップ サイクルにおいて、クライアントを支援する役割を果たし、「making an impact that matters」というデロイトのPurpose (パーパス) を遂行することに誇りを感じています。



**Dwight Hooper**

パートナー

デロイト アジア パシフィック  
プライベート・エクイティ担当  
共同リーダー



**関根 俊**

パートナー

デロイト アジア パシフィック  
プライベート・エクイティ担当  
共同リーダー

1. Preqin  
2. Mergermarket

# エグゼクティブ・サマリー

## アジア太平洋のPEが成長した年

投資家たちは、コロナ禍後の2023年に、待ちに待った正常さが戻ってくれるだろうと期待していたかも知れない。しかしそれは実現しなかった。実際のところ、成長の鈍化、借入コストの上昇、困難な資金調達により、2023年は、アジア太平洋のプライベート・エクイティ（PE）にとり、ひとつの時代が終わりを迎えた年と考える向きが多かった。しかし今にして思えば、2023年はアジア太平洋のPEが成長した年とみなせるかも知れない。

ベテランの域にまだ達していない全てのプロフェッショナルたちは今、不慣れた領域に足を踏み入れ、これまで遭遇したことのない状況に対処しているだろう。しかしアジア太平洋市場は多くの点で、成熟した欧米市場に近似し始めている。PEによるバイアウト取引は、日本市場とインド市場において、これまでと違ってかなり広く受け入れられるようになってきた。その一方で、中国の成長鈍化により、投資ターゲットの選別基準に焦点がおかれるようになった。すなわち強力な事業計画とオペレーションの向上であり、これは究極的には売上高の増加と市場への投入スピードよりもはるかに持続可能である。

---

成長の鈍化、借入コストの上昇、困難な資金調達により、2023年は、アジア太平洋のプライベート・エクイティ（PE）にとり、ひとつの時代が終わりを迎えた年と考える向きが多かった。しかし今にして思えば、2023年はアジア太平洋のPEが成長した年とみなせるかも知れない。

### この年は、横ばいが成功だった

2023年は、プライベート・エクイティにとって困難な年だった。センチメントが低く、不成立案件の数が異常に多く、取引件数が減少した（バイアウト投資は、2022年の1,061件から2023年に947件まで下落）。プロセスは長期化し、エグジットは依然として困難であった（2022年の630億米ドルに比べ、600億米ドル<sup>3</sup>）。しかし、それにもかかわらず、取引金額は実質的に横ばいを維持した（バイアウト投資は、2022年の1,090億米ドルに比べ、1,190億米ドル）。その大部分はポートフォリオ・マネジメントを反映したものであった。

### ハードル・レートというハンデが企業価値の評価を抑圧

オペレーションのパフォーマンスは復活したものの、PEによるエグジット時の企業価値の評価はそうでなかった。金利の上昇とマクロ環境の不確実性の高まりは、フィナンシャルバイヤーの潜在的リターンを蝕んでいるが、フィナンシャルバイヤーの目標ハードル・レートが変化していないのである。必然的に、資金調達コストの上昇により、買い手は予想買収価格を引き下げ、実質的にハードル・レートというハンデを企業価値の評価に課すことになる。

### 非プロセス型の売却プロセスの出現

取引プロセスの多くがこのハンデにつまずく中、PEファンドは資産の売却に関し、より穏やかだが、ゆっくりした方法、そして異なる種類の取引を採用している。これはプロセスの不成立に伴う実際の問題とマイナス印象を避けるためである。こうした動きは、価格だけが関心事ではない戦略的な売り手と、取引完了までにより長い期間を要しがちな戦略的な買い手の双方にとり、有利に働く可能性がある。一方でPEの買い手は、それほど厳格でない行程スケジュールを利用でき、売り手との間で解消しにくい買い値・売り値間の差額を埋めるべく、創意工夫した仕組（アーン・アウトによる部分的な取引、既存ポートフォリオとのシナジー、借入と株式を組み合わせた解決策等）を模索できる。

3. 注) 特に断りの無い限り、本年鑑の中の統計データは、デロイトによる市場データの分析に基づく。詳細は、15ページ以降の「市場の統計データ」のセクションに記載。

### 今日の資金調達の膠着状態は明日の投資機会？

資金調達の「膠着状態」により、アジア太平洋地域のPEファンドは、全戦略（バイアウト、ベンチャーキャピタル、セカンダリー、ファンド・オブ・ファンズ、スペシャル・シチュエーションズ）にわたり、クローズされたファンド数が385本、出資約束されたドライパウダーが632億米ドルと激減し、10年ぶりの最低水準となった。この膠着状態が長く続けば続くほど、バイアウト・ファンドの少ないビンテージ年が増えていくことになる。これはすなわち、GPがビンテージの古い自社のファンドを2年先、3年先、4年先になってエグジット段階に移行させるとき、投資案件をめぐって競い合う投資実行フェーズ中のファンドが相当少ない状況になっている可能性があることを意味する。

市場における取引数量の沈滞化が永遠に続くことは、ありえないと思われる。すでに明るい兆しが見えている。金利はピークに達した可能性があり、1年以上にわたって数量が抑制された結果、ドライパウダーと保有期間の伸びた資産の両方が蓄積し、ジェネラルパートナー（GP）は取引をしなければならない状況にある。PE投資会社が多大なドライパウダーを抱え、保有が長期化する資産によってポートフォリオが膨れ上がるなか、手をこまねいている間は、新規投資家も既存投資家も、いっそう資金を投じることはないだろう。取引の実行、ドライパウダーの投資、価値の創出が待たれている。そのために必要なものは、オペレーション業務、相対での交渉、若干の創造力だけであろう。

### 戦略は多種多様であるが、ポートフォリオをグローバルにバランスするための鍵は、中国へのエクスポージャー

中国への関心は、少なくとも最近の水準と比べれば低くなり、PE投資家の中国に関する見解や戦略は、多岐多様になった。リミテッドパートナー（LP）の資金は現在、分母効果の影響により、ポートフォリオ内の資産クラスの分散を維持すべく、PEファンドから遠ざかっているが、この先もまたこの分母効果により、ポートフォリオの地理的分散を保持すべく、中国に戻らざるを得なくなる可能性がある。実際のところ市場では、中国に対する悲観がすでにピークに達したという見方が多く、確信を持って投資できる者にとっては、今が中国に資金を投じる好機かも知れない。いずれにせよ、投資家はグローバルなポートフォリオの中で、世界第2位の経済大国を無視できないだろう。

### オペレーションが推進力となり、リミテッドパートナーへ流動性をもたらすための創意工夫の道筋に

PEファンドは、取引数量が低下し、エグジット時に満足のいく企業価値の評価を獲得しにくいという事態に直面する中、継続ファンド（continuation fund）、部分的なエグジット、セカンダリー・ファンドやファンド・オブ・ファンズへの切り売り（strip sale）やポートフォリオの売却など、曖昧さを感じさせる流動性戦略により、オペレーションの向上を通じた価値の創出と配当原資の確保に重点を置くようになってきている。

# 市場から得られた洞察

## 2023年は転換点

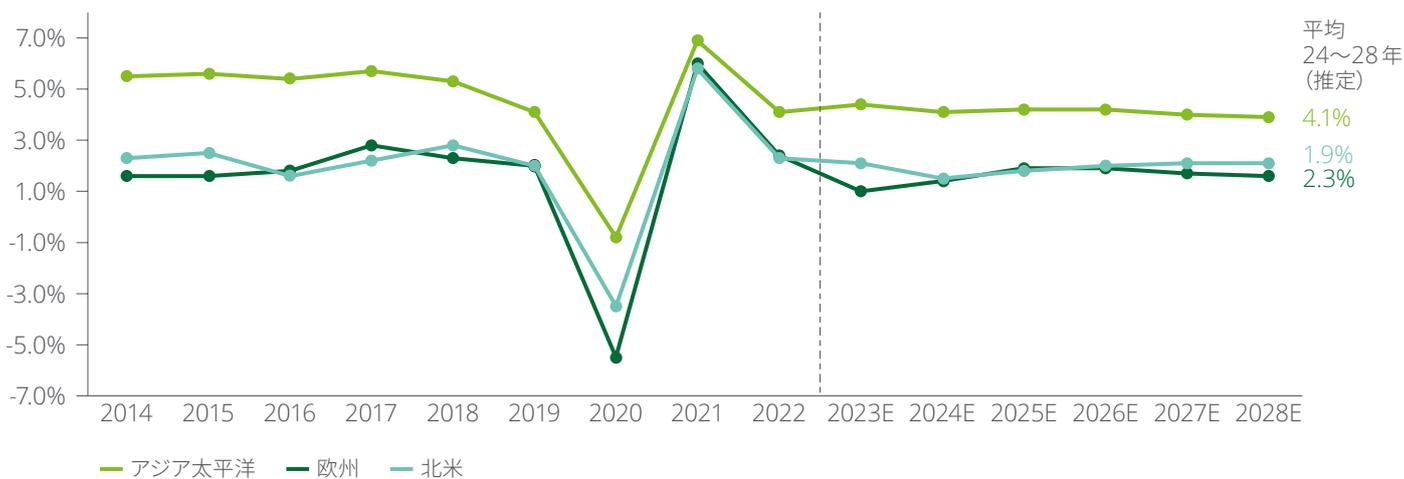
### より成熟したアジア太平洋PE市場へ変遷

これまでは借入コストが低く、上場市場でのエグジットが好環境で、企業価値の評価が上昇の一途にみえた年が続いたものの、2022年下旬には潮目が変わり始め、M&A取引件数は落ち込み、それが2023年いっぱい続いた。世界の多くの地域で、コロナ禍の経済活動を支え続けた緩和的な金融政策と政府の助成金は、低い失業率を伴う力強い経済をもたらしたが、インフレ率の上昇にもつながった。インフレはサプライ・チェーンの寸断と地政学的な懸念の高まりによって悪化した。これを受けて各国中央銀行が金利を引き上げた結果、PEファンドにとって取引の資金調達コストは上昇した。

つまり世界経済は、世界的なパンデミック到来に適応するために苦闘したときと同様、パンデミックから抜け出して正常な状態に戻ることに苦闘した。成長率は、コロナ後に回復したものの、特にアジア太平洋で、コロナ前よりも低い水準に留まっている模様である。地政学的な出来事が市場を寸断し、サプライ・チェーンには依然として圧力がかかっている。インフレはほぼ減速したものの、各国中央銀行がいつ、どれぐらいのペースで金利を引き下げるかに関し、明確なコンセンサスはまだ無い。市場の不確実性、高い資金調達コスト、成長の減速の全てが重なり、PEの取引活動にとって厳しい環境を形成している。

市場の不確実性、高い資金調達コスト、成長の減速の全てが重なり、PEの取引活動にとって厳しい環境を形成している。

### 地域別 GDP 成長率 2014年～2028年（推定）



出典：IMF

こうした背景から、PE市場参加者と観測筋の多くは、2023年がPEにとって一つの時代が終わりを迎えた年だと主張している。世界中で、世界金融危機に端を発する低コスト債務の時代は終わり、高いベンチマーク金利が戻っている。アジア太平洋の一部では、成長率の鈍化によって状況が悪化している。中国のGDP成長率は、2023年に5.2%になると推定されるが、これは、例外的だったコロナ禍の数年間を除き、1990年来の最低の成長率である<sup>4</sup>。

これにより本業界は、人材と経験に関して異例の事態となる。経験を積んだ熟練のPEプロフェッショナル以外の全ての者は、低コストの債務と高成長の環境の中でキャリアをスタートし、キャリアを積んできたのだから。こうした状況は消え去り、プロフェッショナルたちは現在、低コスト債務に支えられた成長志向の取引から、オペレーションに注力し、高い債務返済を支えるのに必要なキャッシュフローをもたらす投資対象への転換に直面している。

しかし、よく調べてみると、アジア太平洋のPEの一時代が終わったようには見えない。取引を支えるためのレバレッジド・ファイナンス（ターム・ローンBやハイイールド債による資金調達）に大きく依存する欧米のPE市場とは対照的に、アジア太平洋のPEファンドは、現地の銀行融資を利用することが多く、それによって世界中でみられる金利上昇から幾分守られている。

- 新規株式公開（IPO）市場が難局を迎え（アジア太平洋のIPO調達額は2023年に33%下落）<sup>5</sup>、マクロ経済に不確実性があるため、アジア太平洋の取引件数が全体的に減少したものの（バイアウト投資は2022年の1,061件から2023に947件に下落）、一部の地域では活況が続いた。特に日本がそうであり（2023年の取引金額は対前年比、米ドル換算で48.5%増大、円換算で68.5%増大）、非公開化（P2P）、企業のカーブアウト、事業承継の取引のおかげで、PE投資会社にとって潤沢な投資機会があった。実際のところ、PEによる所有が受け入れられるようになってきたことは、これらの上場企業の取引からも明らかであり、PE市場が成熟している証しとみなすことができる。同様にインドでは、バイアウトの取引金額が大幅に増加し（対前年比、米ドル換算で67.2%増大、インドルピー換算で102.4%増大）、これは歴史的にグロース投資に傾いていた市場において、バイアウト取引が受け入れられるようになってきた一つの表れである。

- オーストラリアでは、方向の転換が起こり、消費者による裁量的支出に大きく依存するセクターから離れ、医療や教育などのレジリエントなセクターや、新エネルギーへの転換に関連するセクターへと重点がシフトした。もっとも、年間を通じてそうした取引がクロージングになった件数は比較的少なかった。
- その一方、中国の成長鈍化は、この地域に対する一部の投資家の意欲を削いでいる。だからと言って外国から同地域へ向かう投資が終わりになった訳ではない。経済がある一定規模に達すれば成長が減速するのは自然であり、予想されることである。米国は、アジアの多くの地域よりも成長率が低くて金利が高いにもかかわらず、世界で最大かつ最も発達したPE市場なのだから。成長が減速した環境で本当に必要なのは、高成長市場で重視される売上増や資本投入スピードではなく、より厳しい投資ターゲットの選別基準、強固な事業計画の策定、オペレーションの向上へ注力することである。したがって成長のあり方の変容は、PEファンドの投資方法の転換点であり、アジア太平洋市場が成熟しつつあることを示すもう一つの表れとみなすことができる。

つまり、我々が実際に目にしているのはおそらく、アジア太平洋PE市場の一つの時代の終わりというよりは、より成熟したフェーズの始まりだろう。それは、アジア太平洋市場が様々な面で、欧米のPE市場にもっと似るようになり、同様な動きをするフェーズである。

---

一部の地域では活況が続いた。特に日本がそうであり（2023年の取引金額は対前年比、米ドル換算で48.5%増大、円換算で68.5%増大）、非公開化（P2P）、企業のカーブアウト、事業承継の取引のおかげで、PE投資会社にとって潤沢な投資機会があった。

4. 中国の国家統計局

5. Dealogic

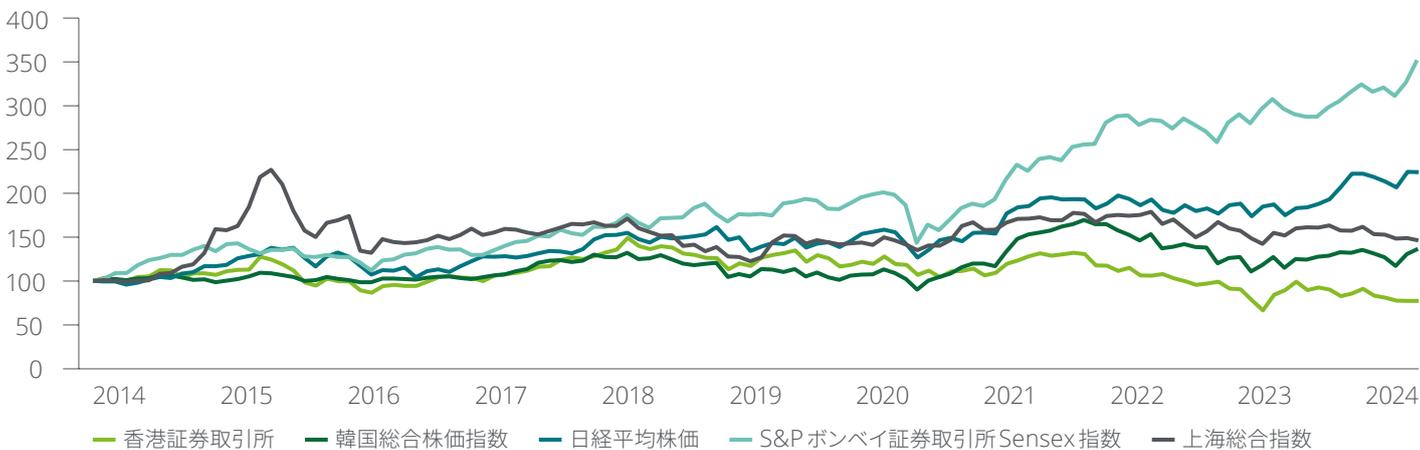
### ハードル・レートのハンデ 企業価値の評価が同じでも異なる問題が

2023年は実質的に、アジア太平洋におけるコロナ後の経済活動の元年となった。中国ではゼロ・コロナ政策が1月に終了、日本では旅行制限が4月に解除、韓国では入国時の隔離義務が6月に終了した。PEの投資先企業では、オペレーションのパフォーマンスがコロナ前の水準に戻ったため、コロナ期間中に使われていた財務試算の調整から脱することになった。

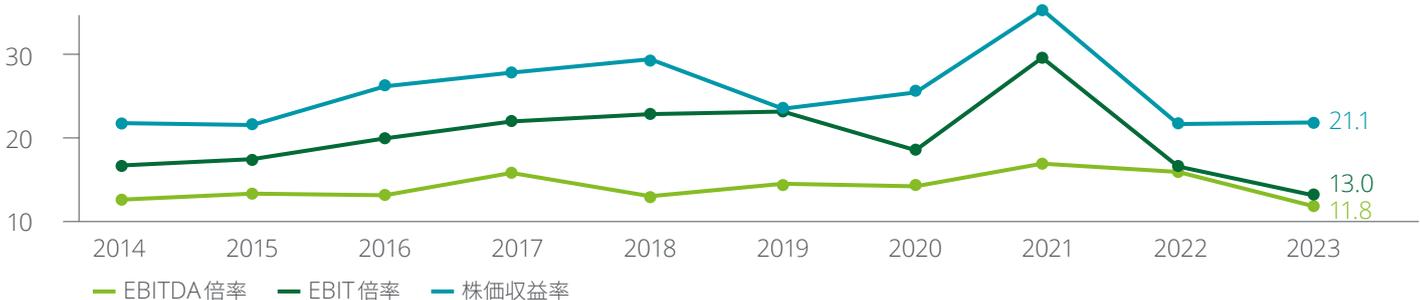
ここ数年間、多くのジェネラル・パートナーは、比較可能な上場会社の企業価値が下落しているにもかかわらず、自社の投資先企業の企業価値が引き続き安定しているはずだと主張した。これは、しばしば信奉されているプライベート資産保有のメリット、すなわち常に時価評価を行う必要性がないために企業価値の変動性が低いことを反映していた。そしてまた、コロナが投資先企業のオペレーションに及ぼす影響は一過性で、オペレーションはパンデミック後にコロナ前の水準に戻るだろうという見方を表すものだった。投資先企業の企業価値もまた戻るだろうという見方が大勢だった。

残念ながら、この見方は部分的に正しいだけだった。ほとんどの企業のオペレーションのパフォーマンスは、コロナ前の水準か、それに近い水準に戻ったものの、PEのエグジット時の企業価値はそうならなかった。その代わりに、金利の上昇とマクロ環境の不確実性の高まりがフィナンシャルバイヤーの潜在的リターンを蝕み、フィナンシャルバイヤーの目標ハードル・レートは変化していないのである。おそらく資金調達コストの低い日本を除き、コロナ前の企業価値では、ハードル・レートに達することは次第に難しくなっている。買い手は、高い資金調達コストを背負い、より無難なビジネスケースに投資するため、必然的に買収価格を引き下げ、実質的に、ハードル・レートのハンデを企業価値の評価に課さざるをえない。

### アジアの取引所の主要な指数、2014年～2023年



### PEまたは事業会社への売却によるエグジット、アジア太平洋の中央値、2014年～2023年



### 一定の形を持たない売却プロセス 開始をためらい、クロージングまでの期間が長期化

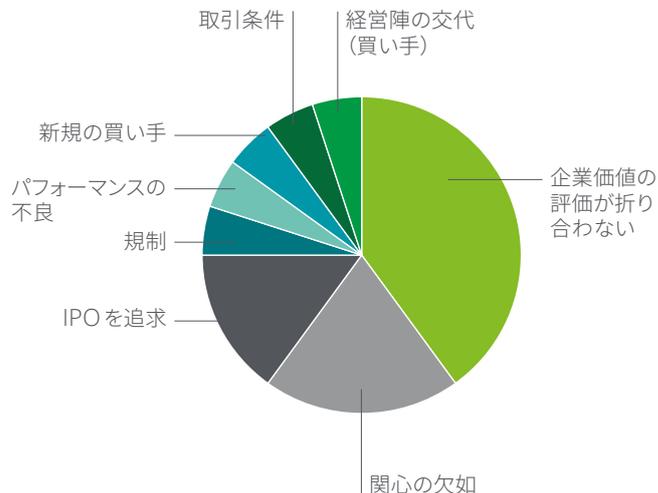
ここ数年間、PEの資産売却プロセスは、多くの逆風に見舞われた。幾つか挙げるだけでも、新型コロナ、地政学的ショック、サプライチェーンの寸断、為替変動、金利の上昇、買い値と売り値の隔たりがあった。アジア太平洋市場におけるPEによる取引に関するデロイトの分析によると、こうした変動要因により、2023年に少なくとも50件の取引過程が撤回または中断となった。

このような不確実性に直面し、多くのPEの売り手は、正式な売却プロセスを立ち上げても、自分たちの受け入れられる企業価値の評価での、拘束力のある入札額に辿り着けるか、確信が持てなかった。この結果、PEの売り手と売り手側アドバイザーは、従来の2段階プロセスを敬遠し、取引が不成立になることを避けるため、次第に新しい戦術を用いるようになった。すなわち、ディールを「開始しない」ことである。その代わりに、2023年を通じ、投資銀行と売り手が「やんわりとした打診」、「様子うかがい」、「初期的な話し合い」を行うことで、多くのディールが開始した。ディールが本格的に開始したときでも、スケジュール設定や最終的なプロセスレターの無い場合が多かった。こうした方法により、2023年の取引過程は、2社間、より正確には複数社間となり、売り手と1社または数社の買い手との交渉の様相を呈してきた。PEの売り手は、依然として非常に高いバリュエーションを期待したものの、「取引が不成立に終わること」によって自社の資産に汚点がつくのを避けるため、買い手候補による慎重な配慮を大切にされた。その結果、多くの取引過程が長引き、一部は何らの決定もないままに6カ月間、9カ月間、さらには12カ月間も延々と続いた。

しかし戦略的な売り手、特に経営承継の問題から資産を売却する創業者や企業にとって話は別であり、価格が唯一の関心事ではなかった。この種類の売り手は、従業員やその他のステークホルダー（供給業者、顧客、社会全般）を安心させるべく、PEファンドがいかに事業の改善と成長を可能するのかを理解したいと考えている。企業価値評価への強い期待という縛りが無いため、このような売り手にとって取引不成立のリスクは小さくなる。その結果、60%ものPE取引が継承問題関連と推定される日本では、2023年に引き続き従来の取引過程の強いパイプラインが見受けられた。

投資先企業の売却がスローペースの取引環境は、2024年も続くと思われる。これは、取引完了までにより多くの期間を要しがちな戦略的な買い手にとり、有利に働く可能性がある。その一方、PEの買い手は、それほど厳格でない行程スケジュールを利用でき、売り手との間で解消しにくい買値・売値間の差額を埋めるべく、創意工夫した仕組（アーン・アウトによる部分的な取引、既存の投資先企業とのシナジー、借入と株式を組合わせた解決策等）を模索できる。

### 取引不成立の理由（報告または伝聞）2023年



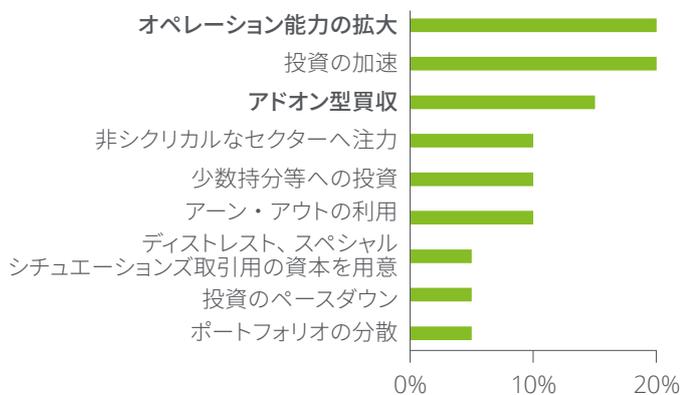
出典：デロイト Asia Pacific PE Opportunity Pipeline  
（「アジア太平洋PE取引機会パイプライン」）

### ポートフォリオ・マネジメントと柔軟な「エグジット」 投資とエグジットに代わり、今はオペレーションと流動性

PEファンドは、取引件数の減少に直面し、市場の評価する企業価値でエグジットすることに気が進まないという無理からぬ理由もあってか、年間を通じ、オペレーションに注意を向けるようになった。このような焦点のシフトの表れとして、ボルトオン型買収が増加し、投資対象企業の人材が変更され、ディール・チームはより多くの割合の時間を新規案件よりもポートフォリオに費やした。

実のところ、アジア太平洋市場では、バイアウト投資が2023年に1,160億米ドルと引き続き横ばい（2022年は1,090億米ドル）に見えたものの、活動の大きな割合はポートフォリオに関連するものだった。2023年のアジア太平洋の最大規模バイアウト10件のうち、5件は、ポートフォリオ・マネジメントのいくつかの要素（ボルトオン型買収、GPの保有するファンド間での売買、部分的な売却、それらの組み合わせ）を特徴とした。

### アジア太平洋のPEによる低迷を「乗り切る」戦略

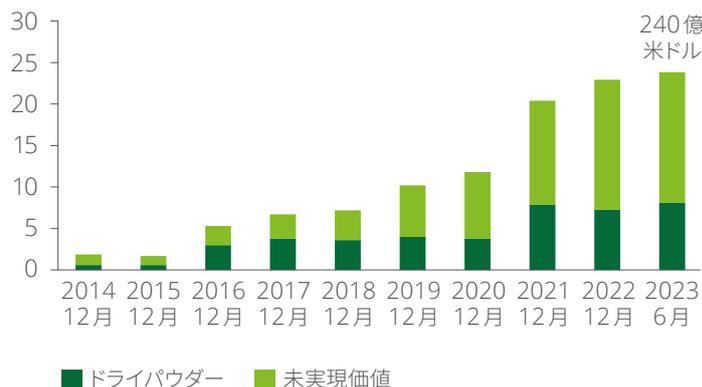


出典：Dechert - 2024 Global Private Equity Outlook

新規株式公開（IPO）市場は状況が厳しく、企業価値の評価が折り合わないため、GPのエグジットに対する考え方にも変化が出てきた。LPは、GPが企業を買収してキャピタル・コールを通知する時に資本を拠出する。LPへの還元は、払込出資金に対する分配金（実現倍率）の形をとり、通常は、受取配当や企業を売却した代金からきている。金利上昇によって配当リキャップが困難かつ高コストになるため、投資対象企業の売却は、LPに資金を還元するために残された主な手段となる。しかし、エグジット市場が厳しい状況にあるため、LPに資金を還元するために資産を売却するという、かつての明快な考えは、数が多くて曖昧さを感じさせる「流動性戦略」へと変容した。PEファンドは、LPに資金を還元するための努力の一環として、従来のIPOによる売却によらず、流動性を生むため、創意工夫した様々な手段を採用した。例えば、

- 継続ファンド。** 個々の資産の保有期間を延長することを目的とする。例としては、PEPが2015年から保有しているUp Educationのための単一資産の継続ファンドがある。またEQTは、Tricorと合併させることにより、VistraをEQTの直近のファンドに移管した。
- 部分的なエグジット。** LPのために一部を収益化する一方、企業価値の評価における伸びしろを保有し続けるというもの。例えば、Affirma Capitalは、TBO Tekの持分の一部をGeneral Atlanticへ売却し、Bainは、日本のWorks Human Intelligenceを部分的に売却するとともに自社の持分を直近の自社ファンドへ移管した。
- 切り売り（strip sale）またはポートフォリオの売却。** セカンダリー・ファンドやファンド・オブ・ファンズへの切り売りにより、流動性ニーズをバランスさせながら、保有資産のさらなる上値を捕捉する。例えばColler CapitalによるLegend Capitalの医療関連資産への投資などである。より多くのGPがこの選択肢を模索しているため、アジア太平洋で新興するセカンダリー・ファンド市場では、継続的な成長が観測される。

### アジア太平洋のセカンダリー・ファンド運用資産残高（AUM） （十億米ドル） 2014年～2023年6月



出典：Preqin

### 資金調達におけるフラストレーション

#### GPとLPは膠着状態に陥り、何らかの影響が出てくる可能性も

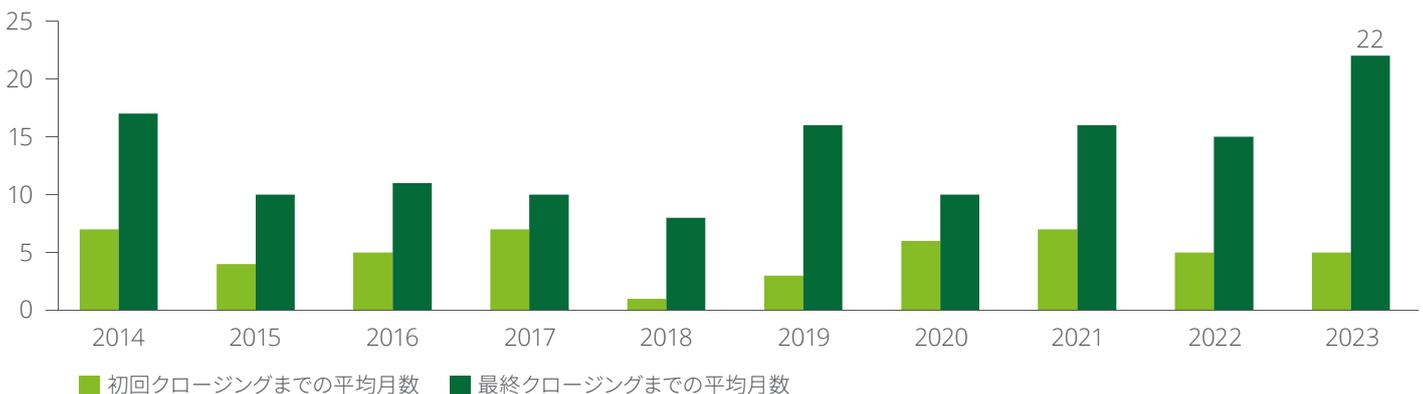
2023年のPEによる資金調達を象徴するキャッチフレーズを探すならば、「資本の再投資」や「実現倍率 (DPI)」、もしかしたら「分母効果」だったかも知れない。しかし実際は「膠着状態」なのだ。

上場市場における企業価値の低下により、LPのPEへのエクスポージャーが過大になった。すなわち分母効果である。多くのLPは、リバランスを行う代わりに、ポートフォリオにおけるPE資産クラスへの現在のエクスポージャーを維持する選択をとり、PEファンドにすでに投資した資金が戻るまで新たな資金をPE資産クラスに投じなかった（資本の再投資をしなかった）。しかしLPは、既存の投資からの資金を再投資するためには、現在のファンド投資から分配を得る必要がある（実現倍率）。この結果、資金調達は膠着状態に陥り、LPは再投資のための分配金を待ち続け、GPは、資産を売却して待ち望まれた分配金をLPに提供するにしても、その前にIPO市場やM&A市場でエグジット条件が改善してくれることを待ち続けるという具合だった。

広く報じられているように、グロース・ファンドとベンチャー・キャピタル・ファンドは最も大きな打撃を受け、調達された資金が3年前よりも約78%減少した。しかしバイアウト・ファンドもまた収縮に影響され、多くのファンドが目標規模を引き下げ、LPはその限られた投資資金を名声の確立したファンドに集中させた。バイアウト・ファンドの資金調達は2023年にわずか206億米ドルとなり、これは2018年以來の最低水準で、前年比48%の減少だった。実のところ、2023年にクローズした最大級のファンド2本（71億米ドルのBain Capital Asia Vおよび41億米ドルのPrimavera Capital Fund IV）は、アジア太平洋における2023年のバイアウト・ファンド資金調達総額の54%を占めた。資金調達の難しさは、ファンドが市場に出ている平均期間にも表れ、売り出しから最終的なクロージングまで、10年来の最長である20か月超となっている。

2023年にクローズした最大級のファンド2本（71億米ドルのBain Capital Asia Vおよび41億米ドルのPrimavera Capital Fund IV）は、アジア太平洋における2023年のバイアウト・ファンドの資金調達総額の54%を占めた。

### アジア太平洋のPEバイアウトが資金調達にかけた期間（月数）



出典：Preqin

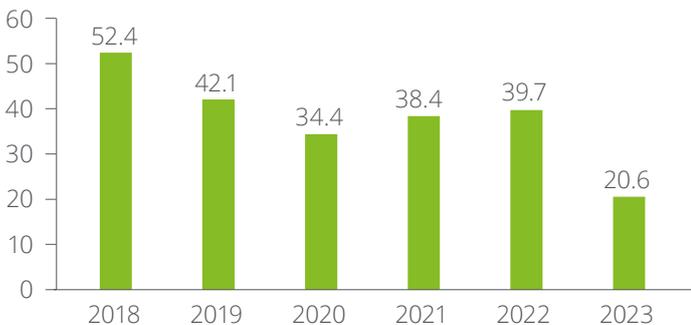
2023年のハイライトとしては、現地通貨建てファンド、特に人民元建てピークルの資金調達があり、グローバル投資のために人民元建てファンドの資金調達を行うGPが増えた。しかしこれは、資金調達の動向における永続的な変化というよりは、おそらく地政学的なセンチメントの変化の表れであろう。「中国で中国のために (China-for-China)」投資を行うことを狙うGPは、自社の米ドル建て主要ファンドに取って代わるものとしてではなく、補完するものとして、特化した現地の人民元建てファンドを設立しているからである。

2023年の困難な資金調達市場は広く報じられ、注視された一方、あまり注目されなかったより長期的な影響がありうる。典型的なPEファンドは、存続期間が7年～10年程度であるが、GPがファンド存続期間のうち初期段階に資金を投下する傾向があるため、投資期間は、もっと短くなりうる。実際、ファンドは、存続期間の終わりに達すると、もはや新規案件に投資しなくなり、もっぱらエグジットの管理に注力する。資金調達の「膠着状態」により、2023年にクローズされたファンド数が385本、出資約束されたドライパウダーが632億米ドルと激減し、10年ぶりの最低水準となった。この膠着状態が長く続けば続くほど、バイアウト・ファンド

の少ないビンテージ年が増えていくことになる。GPがビンテージの古い自社ファンドをエグジット段階に移行させるとき、2年先、3年先、4年先の市場では、投資案件をめぐって競い合う投資実行フェーズ中のファンドが相当少ない状況になっている可能性がある。

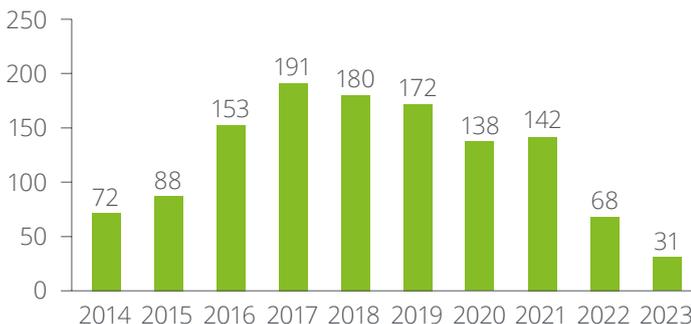
GPがビンテージの古い自社ファンドをエグジット段階に移行させるとき、2年先、3年先、4年先の市場では、投資案件をめぐって競い合う投資実行フェーズ中のファンドが相当少ない状況になっている可能性がある。

#### アジア太平洋におけるバイアウト・ファンドの資金調達額 (十億米ドル) 2014年～2023年



出典：Preqin, デロイトによる分析

#### アジア太平洋におけるグロース・ファンドおよびベンチャー・キャピタル・ファンドの資金調達額 (十億米ドル) 2014年～2023年



出典：AVCJ

## 中国に関する考察 中国投資への見方が分かれる

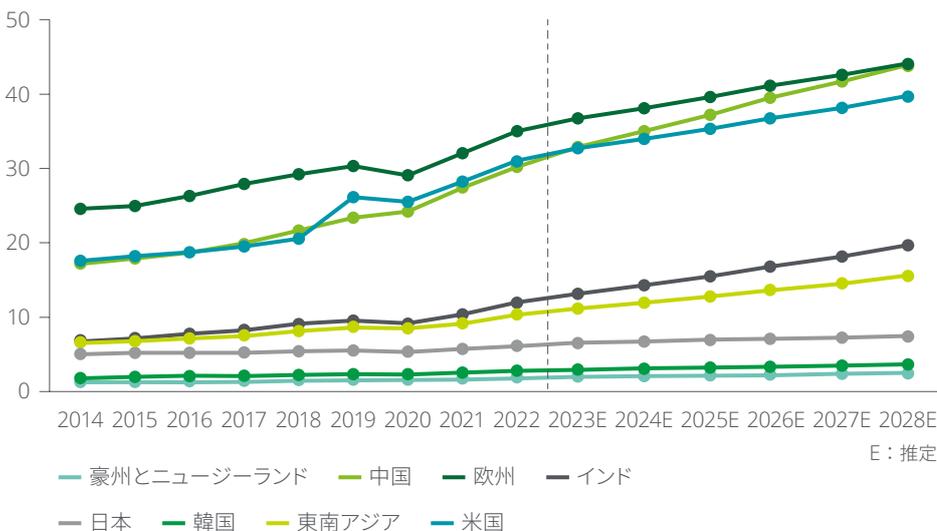
これまで中国におけるプライベート投資は、割と単純明快だった。中国は大きく、成長しており、世界の工場であり、技術革新国だから、投資して成長を見ていればよかった。しかしPEファンドの中国に対する見方と戦略は、この10年間で初めて、信じられないほど多岐多様になった。2023年、GPの中国投資戦略は、あらゆる範囲に及んだ。すなわち、中国にまったく投資しない／グローバルなつながりを持たず「中国で中国のために」のみ／国境を越えたバリューアッド型投資を伴う中国のみ／競合相手が撤退する一方で成長する中国への投資を強化、というものである。

地政学的要因と成長率の鈍化は、GPやそのグローバル投資委員会の懸念事項となっていたかも知れない。しかし、前述の変化の大方を引き起こしたのはLPの要望であり、それによってアジア全域とグローバルな投資機会をより多く含めるように中国ファンドの焦点の拡大が推し進められた。これによりGPは、東南アジア、日本、インドに関心を移し、それに応じて自社のディール・チームを再配置したため、アジア太平洋の他の市場に影響が出た。事実、2023年には、PEプロフェッショナルがあらゆる方角に移動した。ファンドの新たなオフィスがシンガポール、インド、日本で開設された。チームを中国本土に配置転換したファンドもあれば、自社の中国チームを引き揚げたファンドもあった。日本では、この成長市場のシェアを獲得するため、地域のファンドとグローバルなファン

ドの両方が人材をめぐって競争した。アジアの地域的なファンドは、引き続き米国と欧州で現地チームを構築した。こうした動きの多くは、中国へのセンチメントが変化し始める前からすでに始まっていたが、中国に対する投資家の見方がこのような戦略を加速させたことに疑いがない。

将来に目を向けると、グローバル投資家は、ポートフォリオの分散を目指すならば、中国が今や世界第2位の経済大国であり、購買力平価で調整すれば第1位であるという事実を考慮すべきだろう。グローバル投資家の関心は、近年の水準に比べれば低いかも知れないが、この重大な要因を絶対に無視することはできない。中国への投資を見送ることは、米国や欧州への投資を見送ることと同等であり、グローバル投資家と名乗るファンドにとって考えられない。こうした理由から、将来いずれかの時点で、中国へのグローバル投資は復活するだろう。そして皮肉なことに、現在、ポートフォリオの資産クラス分散を保つためにLPの資金をPEから遠ざける原因である分母効果が、今度はポートフォリオの地理的分散を保つためにLPを中国に押し戻す働きをする可能性がある。実際のところ、多くの人々が思っているように市場での中国に関する悲観がすでにピークに達しているのであれば、確信を持って投資できる者にとって、中国に資金を投じるのに今よりも良いタイミングはないかも知れない。悲観のピークが過ぎたことを最もはっきり示し、将来への信任感を表す事象は、2023年11月に、マクドナルドがカーライルの保有する中国マクドナルドの持分を買い戻したことである。

## 国・地域別 GDP (購買力平価) 2014年～2028年 (推定) (兆米ドル)



出典：IMF

## マクドナルドがカーライルの 中国マクドナルドの持分を買収

「…中国は今や当社にとって2番目に大きな市場だ。我々は2017年以来、店舗数を倍増し、5,500店舗にした」とマクドナルド社長兼最高経営責任者（CEO）クリス・ケンプチンスキー氏は語る。「増大する需要を取り込み、我々の最も急速に成長する市場の長期的な将来性からさらに利益を得るためのとてつもなく大きい機会を考えれば、当社の構成を簡素化するのに、これ以上に良い時機はないと我々は考える。」

– 2023年11月20日付けマクドナルドのプレスリリース

# 今後の展望

## 2024年の見通し

「市場は決して静止しない」のは自明の理である。したがって年の変わり目は、我々が辿り着いた状況やそこに至るまでの経緯を振り返るうえで有益な節目になるものの、常に進化し続けるPEの世界では、次の日になったに過ぎない。この12か月で見てきたことの多くは、次の12か月でも続くだろう。我々が「市場から得られた洞察」で明らかにした影響力や流れは、その大部分が今後も続くだろう。PEファンドは、四半期報告に追われる上場市場よりも、長期的な視点に立てるといった優位性を持つ一方、資本を投下してリターンを提供する方法を常に探し出すという、ファンドのライフサイクルからくる重圧にも対応しなければならない。

昨年について詳細を検証したが、新しい年の始まりは、我々の焦点を広げ、どのようなテーマが出現または拡大し、今後のPEの活動を押し進めるのかを探る機会になる。

### 取引の勢い：取引ペースは徐々に増し、年末に向けて勢いが増すだろう

2024年初頭の市場の動きは、市場の勢いを変える目先の材料が何も見当たらない中、昨年の延長になりそうである。

インドや日本など堅調な市場では、取引に対する旺盛な需要と支援要因（例えば東京証券取引所が株価純資産倍率の低い企業に対し、評価価値を改善するように要請したこと）により、ハイペースが続くだろう。一方、中国や豪州などのペースの遅い市場では、引き続き活動が少なめだろう。

世界的に、GPは、高金利の環境という「ニューノーマル（新しい常態）」に慣れつつある。しかし米国が「軟着陸」するというコンセンサスがあり、近い将来における金利の引き下げに新たな期待が生まれている。この影響で市場参加者は、より低い金利を期待して持ちこたえることによってハードル・レートのハンデを軽減しようとするため、取引を先延ばしにする可能性がある。

そのうえ、いくつかの紛争、海上交通路への脅威、本地域と世界中の両方で多くの重要な選挙があることから、地政学的な状況が大きく改善する見込みはほとんどない。

GPは、何らかの大きなきっかけがない限り、エグジットの開始には「様子見」の姿勢を続け、新規投資についても同様に慎重な姿勢を保つ可能性が高い。

しかし2024年後半迄には、資金調達や地政学的な状況がより明確になり、外部圧力（借り換え、LPによる実現倍率の要求、投資対象の保有期間の長期化）が重なり、M&Aの件数が増加し始めると考えられる。

### カスタマイズされた取引と独自のディール・ストラクチャーは、ますます重要視される

GPは、正式なプロセスを開始することに二の足を踏み、企業価値の期待値を下げる気にはまだなれないため、セカンダリー取引のカスタマイズ化が今後も続くだろう。しかし、流動性に関する数々の選択肢に重点が置かれれば、売り切ってしまう場合と対照的に、ストラクチャリングに創意工夫の余地が増え、プロセスはスケジュールから離れ、さらなる精査が必要となり、より多くの点が交渉されるようになるだろう。抜け目のない買い手は、現在の市場環境を利用し、通常のプロセスを経ないで（例えば、斬新なストラクチャー、不成立となったプロセスに再び話を持ちかける、多国籍企業にカーブアウトの話をもちかける等により）、独自の状況を作り出すだろう。

GPは、これまでよりも多くの少数持分の買収、転換社債、ストラクチャー商品を利用し、2つ以上のファンドの間で投資対象事業を統合させるだろう。

ファンドは、ポートフォリオの資産以外では、案件ソースとして事業承継や創業者の引退に期待を寄せられると思われ。

PEファンドは、今後も様々な状況の変化から生じる取引機会を目にするだろう。例えば、コーポレート・ガバナンス改革、事業ポートフォリオの合理化、資本効率化の圧力、アクティビスト投資家の活動、サプライ・チェーンの動向の変化、多国籍企業のグローバル・プレゼンスに関する戦略の変化である。

- デロイトの「2024 Global Corporate Divestiture Survey (2024年グローバル企業ダイベストメント調査)」では、回答者の73%が今後12~18ヶ月の間に少なくとも3件のダイベストメントを検討する可能性があると示唆した<sup>6</sup>。
- 中国では、後継者のいない高齢の創業者は、特に現在IPO市場が低迷する中、同族企業のためにPEへのエグジットを今後も利用するだろう。
- 日本では、PEによるバイアウトが一層受け入れられ、それがオペレーションの改善を通じて付加価値を生むことから、より多くの事業承継取引、非公開化（P2P）、企業のカーブアウトがあるだろう。

6. Deloitte 2024 Global Corporate Divestiture Survey (デロイト「2024年グローバル企業ダイベストメント調査」)

### オペレーション重視：PEファンドは引き続き、特にキャッシュ・マネジメントとボルトオン投資といったオペレーションの改善を通じ、価値を高めようとする見通し

PEファンドは、オペレーション・チームの規模を拡大し、オペレーションの改善に重点を置くようになり、それは現在ポートフォリオに含まれている企業に関してのみではなく、今後の投資計画の中でより大きな部分になるだろう。

その結果、売り手は、企業価値評価の隔たりを埋めるため、買い手が購入に合意できるようなオペレーション変更の概要説明に、より多くの時間を費やすことになるかも知れない。また買い手は、オペレーションの計画を検証するため、さらに多くの努力を要するかも知れず、こうした計画は投資を決定する上で一層大きな役割を果たすだろう。これら両方の影響により、取引のスケジュールは長くなるだろう。

また一部のGPが投資先企業の効率化のためにAIを活用しようとしていることから、生成AIの一般的なトレンドとの融合が起こる可能性もある。例えばチャットボット、メッセージアプリ、音声アシスタントを使って「会話型コマース」を構築したり、営業担当者の電話の効果を分析したり、顧客からのフィードバックをより迅速に要約したりするため、AIを使う可能性がある。

### 規制の強化：ルールが変わる

必ずしも目先の懸念事項とは限らないが、中長期的にPEに影響を及ぼしかねない規制面での向かい風が強まっている。

資金調達、手数料、費用に関する開示要件（例えば、サイドレター、共同投資の合意、デール費用の請求など）が不足していることに対し、米国の規制当局は厳しい調査をしている。米証券取引委員会（SEC）は、WhatsAppに関して通信記録の保持が不足だったとして銀行に多額の制裁金を科したが、その後、資産運用会社に目を向けており、「これまで通りにやれ。すべて大丈夫だから」と言ってくれる可能性は低い。

これから適用開始が予定される第2の柱のグローバルミニマム課税も大型バイアウトに重大な影響を及ぼす可能性があり、それはおそらく、エグジット時における企業価値の評価に影響を与え、ひいてはリターンを引上げるだろう。

これらの進展はいずれも、差し迫ったものではないものの、その全てが大きな影響を及ぼす可能性がある。一方、ブラックストーンやEQTのような個々の投資ファンドの立ち上げは、PEファンドやその運営方法に対し、さらに注目を集めることにしかならない。変化はやってくるのである。

### ESG：しゃべるのを減らし、もっと行動を

ESGは、盛んに話題になっているが、今ほど話題に上らなくなるだろう。しかしそれは、ESGへの関心が失せたからでない。実際は逆で、デロイトが2023年の3月と4月に運用会社100社を対象に行った調査では、LP投資家の87%が持続可能投資/ESG方針を策定していると判明した<sup>7</sup>。話題に上らなくなる理由はむしろ、ESGが全ての取引で普通で当たり前の要素となるからであろう。会社がESG認証をこれまでほど声高に宣言することはなくなるだろうが、ESGは今後もデールを行う上で必要な要素となり続けるだろう。主な変化は、ESGの側面や「説明」（売り手側が外見を繕うこと）から、ESGに関する実際の努力と計画への注力へ重点が置かれるようになるだろう。むしろ、「あったほうがいい」ものが「あって当たり前」になる様に、ESGの説明が乏しいか全くない事業は、あらゆる点で悪い意味で、もっと目立つことになるだろう。この話の展開においては、LPが方向性を決めるということを念頭に置いた方がよい。現在の状況では、LPに交渉力があり、LPのESGに関する優先事項がGPの行動に大きく影響するだろう。

PEは、オペレーションの観点からESGパフォーマンスの強化に注力することに加え、ESGの追い風を戦略的な観点から考え、またエネルギー転換などのトレンドが新たな事業やセクターをいかに生み出すかを考えるようになっている。そうしたことから、転換（例、気候変動技術、エネルギー関連のソフトとハード、持続可能な包装）を可能にし、優れた商業的リターンを生み出す商品やサービスを提供することを主な戦略的焦点とする事業を買収する従来型のバイアウト・ファンドやインフラ・ファンドが見受けられる。

### 「不景気ビンテージ」の機会：長期戦で勝つチャンス

不確実性の高まり、資金調達コストの上昇、投資に対する監視の強化が重なり、ほとんどの市場で取引案件をめぐる全般的な競争が低くなっている。厳密に言えば世界不況ではないものの、世界中のセンチメントは比較的低下している。それはデロイトの「2023年アジア太平洋最高財務責任者（CFO）調査」でも裏付けられ、アジア太平洋のCFO<sup>8</sup>の57%が「世界経済の減速」または「不況」を自社の事業が直面する外部リスクのトップ3に挙げ、その他は、やはり地政学的な問題だった。

しかし、この不況に似た環境は、「不況ビンテージ」ポートフォリオを構築するチャンスとみなす買い手もいる。困難な時期に構築された、このようなポートフォリオは、歴史的に見て、好調な状況が回復したとき、期待を上回るパフォーマンスをみせた。精査を行い、確信を持ち、企業価値の評価ギャップを埋めるのは決してたやすいことではないが、それをなす買い手は、長期的な利益の追求において現在の横ばいの状況を積極的に利用できるかもしれない。

7. デロイト。プライベート・エクイティ市場で明確性と価値においてESGを採用している。

8. デロイト。Asia Pacific CFO Survey 2023（「2023年アジア太平洋最高財務責任者（CFO）調査」）

# 市場の統計データ

## バイアウト投資

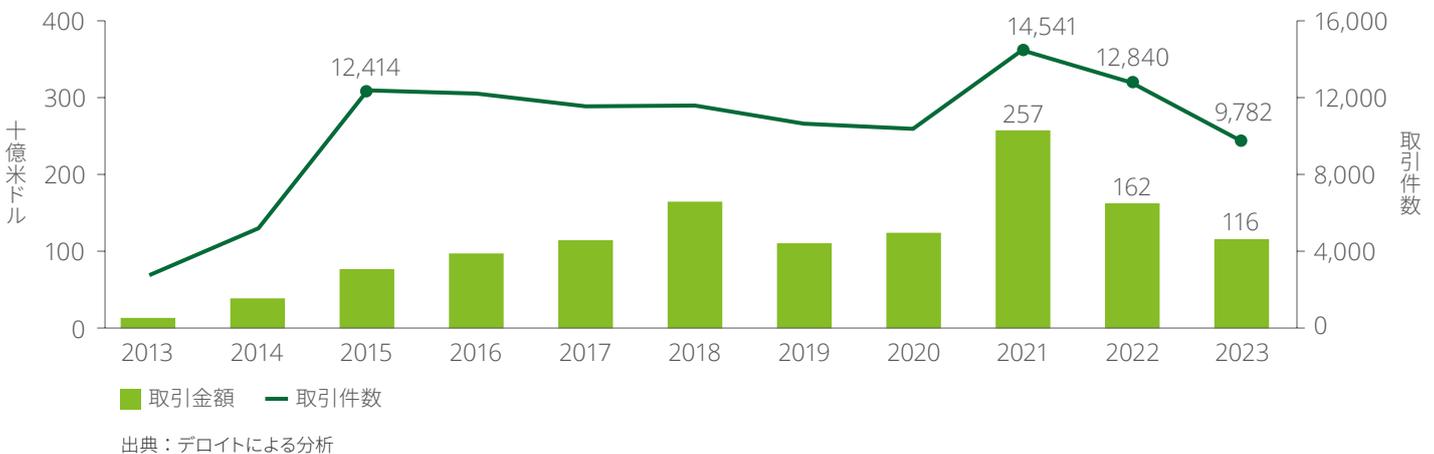
### PEによる投資の全般的な傾向

#### ポートフォリオ・マネジメント取引に支えられ、市場は横バイ気味に

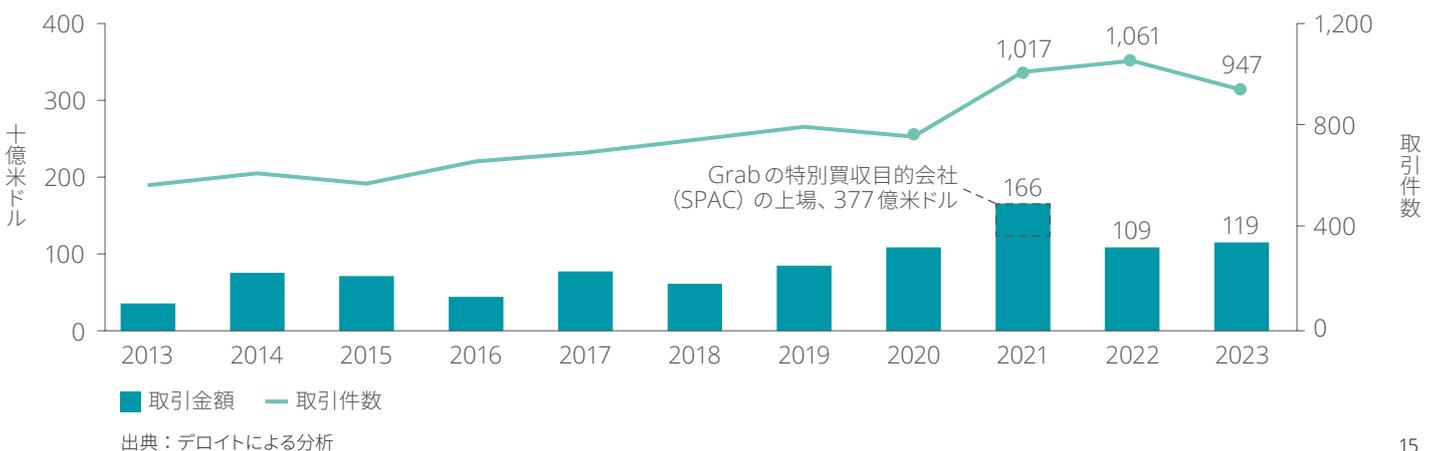
- アジア太平洋におけるPEファンド投資は2023年も依然として低調だった。地域によって異なるが、少しの例を挙げても、地政学的な緊張、サプライ・チェーンの寸断、消費者信頼感の低下、インフレの上昇、資本コストの上昇など、様々な問題が引き続き取引数量を低下させている。
  - ベンチャー・キャピタル投資は、前年同期比で、取引件数23.8%減、取引金額28.6%減と、2021年の過去最高水準から減り続けている。
  - しかしバイアウトは、取引件数と取引金額の両方において、2021年（Grabによる特別買収目的会社（SPAC）の上場377億米ドルを除く）および2022年の水準に近く、レジリエントであることがうかがえる。

- しかし全体的なセンチメントは、ほとんどの市場におけるバイアウト投資の数量の減少を示唆し、数値の精査がこの見解を裏付けている。2023年のバイアウト投資上位10件中、5件は現在の投資先企業への投資に関連している。例としては、
  - Zhuhai Wanda Commercial Property Managementは、PAGとその他複数社から成るコンソーシアムとの90億米ドルの取引であり、2023年末までに同社がIPOに失敗した後、IPO以前の投資家と行った取引を再編したものだ。
  - EQTは、TricorとVistraを合併させ、第8号ファンドによる投資の形で、第5号ファンドの投資を回収できた。
  - GICがWorks Human Intelligenceに投資したことにより、Bainは、自社の支配持分を共同支配・共同所有の取り決めに移行させ、持分の一部についてエグジットし、残りの部分をBainの直近ファンドに移管することができた。

### ベンチャー投資 (2013年～2023年)



### バイアウト投資 (2013年～2023年)



### PE投資の地域的な傾向

#### 中国は、バイアウト取引金額で、トップの地位を失った

- ・ マクロ的な向かい風の影響は、この地域の個々の市場によって異なった。
  - 他の市場では活動の減少がみられたものの、件数・金額ともに最も活発なPE投資市場である日本では、前年同期比で、取引件数4.6%増の252件、取引金額48.5%増の388億米ドルとなった。
  - 同様に、南アジア（ほとんどがインド）では、2023年に増大がみられ、取引件数が15.4%増の180件、取引金額が66.1%増の185億米ドルとなった。
  - 豪州とニュージーランドでは、取引金額が2022年の約半分と急減したが、その理由の一端は、2022年に取引が相当多かったことによる。
    - 豪州で、2022年の最大の取引は、ブラックストーンによる66億米ドル（89億豪ドル）のCrown Resortsの買収だった。これに比べ、2023年の最大の取引はブラックストーンの11億米ドル（16億豪ドル）のEnergy Exemplaの買収だった。
  - その一方、これまでアジア太平洋で取引額最大のバイアウト市場であった中国は、大型ポートフォリオ・マネジメント型の取引（Wanda, Chindata, Vistra）が複数あったものの、2位に転落した。
    - ちょうどこの3件の取引（金額にして149億米ドル）を除くと、中国の取引金額はインドを下回り、4位の韓国にかなり近づく。

### バイアウト投資の上位地域

#### 取引件数

|              | 2023年 (順位) |   | 2022年 (順位) |
|--------------|------------|---|------------|
| 日本           | 252 (#1)   | ▲ | 241 (#2)   |
| 南アジア         | 180 (#2)   | ▲ | 156 (#4)   |
| 中国           | 156 (#3)   | ▼ | 271 (#1)   |
| 豪州及びニュージーランド | 149 (#4)   | ▼ | 205 (#3)   |
| 韓国           | 119 (#5)   | — | 95 (#5)    |
| 東南アジア        | 88 (#6)    | — | 92 (#6)    |

#### 取引金額 (十億米ドル)

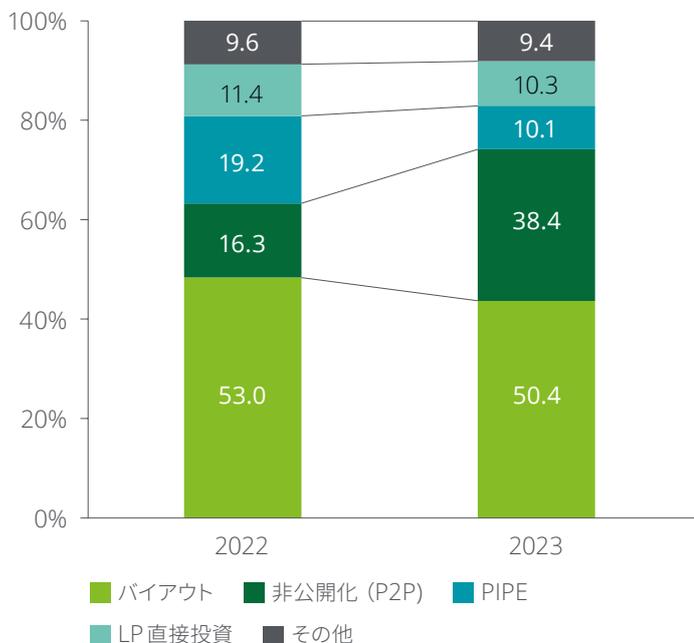
|              | 2023年 (順位) |   | 2022年 (順位) |
|--------------|------------|---|------------|
| 日本           | 38.8 (#1)  | ▲ | 26.1 (#2)  |
| 中国           | 32.4 (#2)  | ▼ | 28.9 (#1)  |
| 南アジア         | 18.5 (#3)  | ▲ | 11.1 (#5)  |
| 韓国           | 14.6 (#4)  | — | 17.8 (#4)  |
| 豪州及びニュージーランド | 9.4 (#5)   | ▼ | 18.5 (#3)  |
| 東南アジア        | 5.0 (#6)   | — | 7.0 (#6)   |

出典：デロイトによる分析

### 日本が先頭となり、非公開化 (P2P) は増加

- ・ 非公開化 (P2P) への投資は、2023年に取引件数と金額の両方で増加し、他のカテゴリーは、ほぼ変わらなかった。2023年に総額384億米ドル、25件の非公開化ディールがあり、2022年の163億米ドル、17件よりも増加した。
- ・ 日本では、プラス要因 (コーポレート・ガバナンス・コードと企業買収ガイドラインの改訂、株主アクティビズム、株価純資産倍率の低い企業に対して東京証券取引所が厳しい目を向けていること、潤沢な低コストの資金) により、PEファンドにとって、日本の上場企業を非公開化するバイアウトの好機となった。
  - 日本は、2023年に303億米ドルの非公開化取引を記録し、アジア太平洋における非公開化取引総額の79%を占めた。
  - また、日本の非公開化取引は、2023年のPE投資上位10件のうち3件を占めた。

### バイアウト案件のタイプ別取引金額 (十億米ドル)



出典：デロイトによる分析

### セクター別のPEの投資傾向

#### テクノロジー・メディア・通信と消費財は、引き続き選ばれるセクターに

- テクノロジー・メディア・通信（TMT）セクターは、取引活動を先導し、総額192億米ドル、252件のPEバイアウト取引があった。この地域における2023年の規模上位10件の取引のうち2件は、テクノロジー・メディア・通信関連の取引であった。
  - 半導体の開発・製造ニーズの高まりが旺盛な需要を生んだため、半導体産業での競争は激化すると思われる。JICによる新光電気工業の買収がその一例である。
  - ソフトウェア/SaaSは、最大のサブセクターであり、2023年の取引は、件数が116件、金額が87億米ドルとなり、全地域で強い関心と呼んだ。Works Human Intelligence (GIC, Bain) や Pushpay (BGH, Sixth Street) がその例である。しかし中国では、テクノロジー・メディア・通信（TMT）の取引活動が落ち込み、2023年に記録された取引は、件数36件、金額47億米ドルと、2022年の取引件数57件、取引金額51億ドルよりも減少した。
- 2023年に消費財は引き続き2番目に活発なセクターとなったものの、その取引活動は、2022年の件数246件、金額295億米ドルから、2023年の取引件数202件、金額

265億米ドルに下落した。

- 中国、豪州、ニュージーランドでは、消費財関連の取引が最も落ち込んだ。ただし2022年の豪州の取引金額は Crown Resorts（ブラックストーン、66億米ドル）の取引によって偏向していた。
- 企業向けサービスは2023年のもう一つの明るい点であり、2023年に取引件数99件、取引総額142億米ドルとなり、2022年の取引件数77件、取引金額30億ドルよりも増加した。
- 資本財関連は、取引活動の減少を記録し、取引件数が2022年の104件から2023年に72件、取引金額では、2023年におけるアジア太平洋最大のPE投資となった日本産業パートナーズによる東芝の非公開化取引148億米ドルを除くと128億米ドルだった。
  - 特に、データセンター、コーポレートサービス、セキュリティが関心と呼ぶサブセクターとなり、それぞれがこの年の上位10の投資に入った。
    - BainによるChindata Groupの買収
    - EQT Private Capital AsiaによるVistraとTricorの合併
    - QT Value-Added InfrastructureによるSK Shieldusの買収

#### バイアウト投資件数でみたセクターのヒートマップ (2023年)

|                        | 日本   | 南アジア | 中国   | ニュージーランド・豪州 | 韓国   | 東南アジア | 中央アジア | 総取引件数 | 総取引金額 (十億米ドル) |
|------------------------|------|------|------|-------------|------|-------|-------|-------|---------------|
| テクノロジー・メディア・通信 (TMT)   | 78   | 38   | 36   | 56          | 23   | 19    | 2     | 252   | 19.2          |
| 消費財                    | 67   | 34   | 29   | 31          | 21   | 19    | -     | 201   | 14.9          |
| 医療                     | 18   | 39   | 18   | 11          | 18   | 17    | -     | 121   | 16.1          |
| 企業向けサービス               | 28   | 14   | 15   | 21          | 13   | 8     | -     | 99    | 14.2          |
| エネルギー、ユーティリティ、インフラ、不動産 | 21   | 11   | 27   | 7           | 18   | 3     | -     | 87    | 18.5          |
| 金融サービス                 | 11   | 26   | 6    | 15          | 7    | 14    | 1     | 80    | 6.2           |
| 資本財                    | 20   | 16   | 22   | 5           | 7    | 2     | -     | 72    | 27.6          |
| 交通および物流                | 9    | 2    | 3    | -           | 12   | 6     | -     | 32    | 2.0           |
| 金属および鉱業                | -    | -    | -    | 3           | -    | -     | -     | 3     | 0.2           |
| 総取引件数                  | 252  | 180  | 156  | 149         | 119  | 88    | 3     | 947   | -             |
| 総取引金額 (十億米ドル)          | 38.8 | 18.5 | 32.4 | 9.4         | 14.6 | 5.0   | -     | -     | 118.7         |

冷たい  熱い

## 2023年のバイアウト投資 トップ10

| #  | 投資対象企業                             | 地域      | 取引日          | 取引タイプ   | 投資家   | 売り手  | 産業           | 取引規模<br>(米ドル) |
|----|------------------------------------|---------|--------------|---------|---|--|--------------|---------------|
| 1  | (株) 東芝                             | 日本      | 2023年<br>9月  | P2P     | 日本産業パートナーズ  |  | 工業製品         | 148億ドル        |
| 2  | Zhuhai Wanda Commercial Management | 中国      | 2023年<br>12月 | バイアウト   | PAG, Trustar, Tencent Inv., Ant Group, Shenzhen Country Garden Venture Capital  | Dalian Wanda Commercial Management Group                     | インフラおよび不動産   | 93億ドル         |
| 3  | JSR (株)                            | 日本      | 2023年<br>6月  | P2P     | JIC キャピタル   |  | 化学、プラスチック、ゴム | 66億ドル         |
| 4  | 新光電気工業 (株)                         | 日本      | 2023年<br>12月 | P2P     | 大日本印刷、三井化学、JIC キャピタルが主導する共同事業体  | 富士通 (株)  | ハードウェア       | 49億ドル         |
| 5  | Chindata Group                     | 中国      | 2023年<br>8月  | P2P     | Bain  |  | 企業向けサービス     | 32億ドル         |
| 6  | COFCO Fulinmen                     | 中国      | 2023年<br>2月  | グロース    | CCT Fund Mgmt., CIC, Affirma, National Social Security Fund China, China Life Asset Management, China Investment Corp., Temasek, Cosco Shipping, Hopu |  | 食品・飲料        | 31億ドル         |
| 7  | Works Human Intelligence (WHI)     | 日本      | 2023年<br>3月  | バイアウト   | GIC   | Bain Capital   | ソフトウェア       | 26億ドル         |
| 8  | Vistra Group                       | 香港特別行政区 | 2023年<br>1月  | アドオン、合併 | Tricor Services (EQTの投資先企業), EQT, PSP Investments   | EQT  | 企業向けサービス     | 24億ドル         |
| 9  | SK Shieldus Co., Ltd.              | 韓国      | 2023年<br>3月  | バイアウト   | EQT   | SK Square, Keystone Partners, Macquarie PE Korea, Daishin PE | 企業向けサービス     | 24億ドル         |
| 10 | Manipal Health Enterprises         | インド     | 2023年<br>4月  | バイアウト   | TPG, Temasek Holdings   | TPG, National Investment and Infrastructure Fund             | 医療提供         | 20億ドル         |

出典：デロイトによる分析

■ 既存ポートフォリオの投資と既存ポートフォリオの部分的エグジットの片方または両方を伴う取引。

# 市場の統計データ

## バイアウトのエグジット

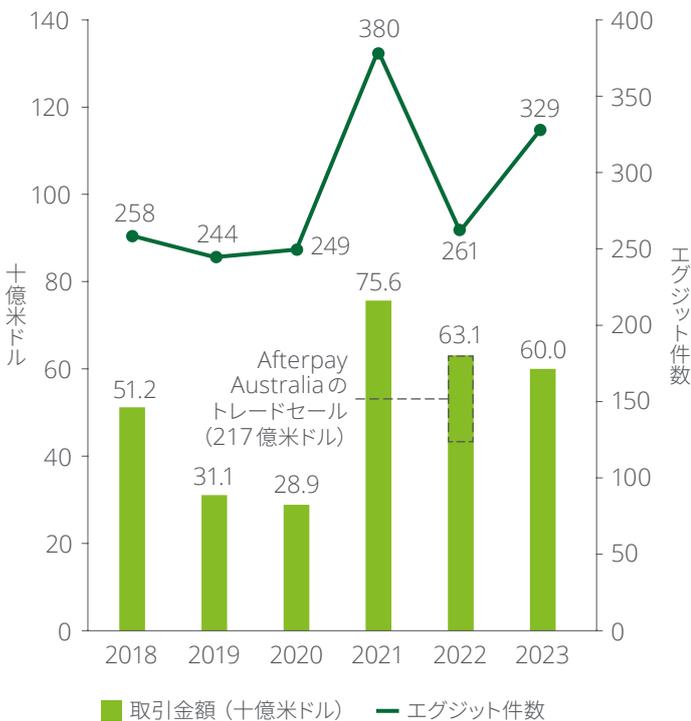
### PEによるエグジット

#### エグジットは依然として難しく、新規株式公開 (IPO) は減少

- エグジットは、2023年に依然として低調で、件数329件、総額600億米ドルのエグジットとなり、エグジットの平均額が25%減少して1億8,240万米ドルとなった。
  - エグジットの取引総額は、2022年(631億米ドル)から横ばいだったものの、豪州におけるAfterpayの取引217億米ドルを除くと、2022年から大幅な改善を示している。
  - 投資の場合と同様、エグジットの取引はいくつかのポートフォリオ・マネジメント関連の取引を含んでおり(例えば2023年の上位10件のエグジットのうちの4件Yingde Gases, Works Human Intelligence, Vistra, Manipal Health)、総額は142億米ドルである。

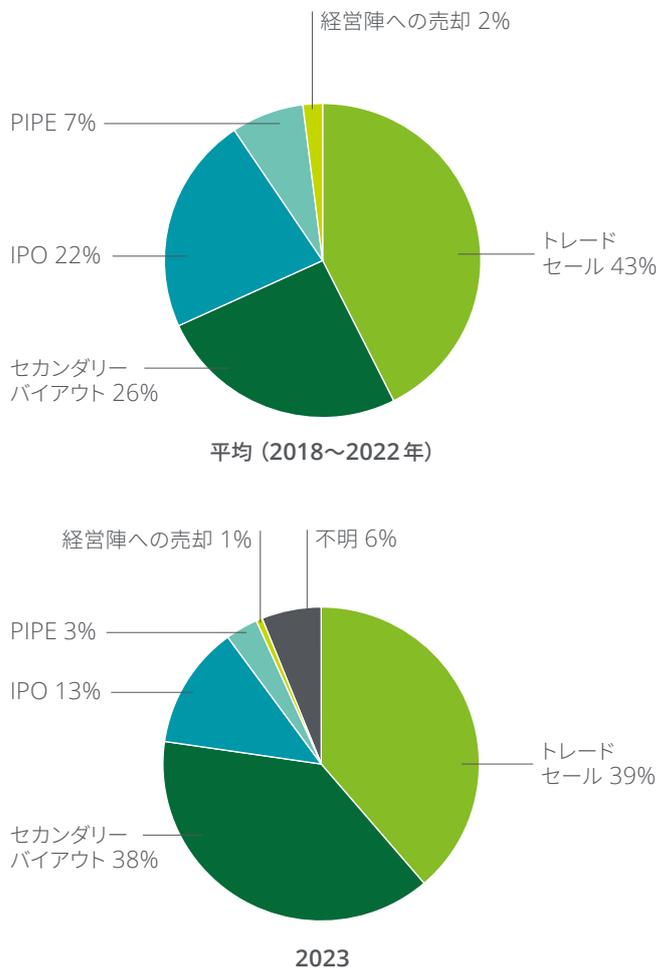
- 2023年に最もよく見られたエグジットの形態は、戦略的な買い手への売却(トレードセール)およびその他のファンドへの売却(セカンダリー・バイアウト)であり、それぞれ2023年の取引総額の39%と38%を占めた。
- アジア太平洋におけるIPOによる調達金額は、2023年<sup>9</sup>に33%落ち込み、そのためIPOによるPEのエグジットは、ここ5年間でPEのエグジット総額の約22%であったものが、わずか13%になった。
  - 特筆すべきは、PEによるエグジット上位10件のうち、2023年にIPOによるものが皆無だったことである。

### アジア太平洋のPEによるエグジット\* 2018年~2023年



出典: デロイト分析

### アジア太平洋のPEによるエグジット形態の内訳(金額ベース)\* 2023年と5年間平均との比較



出典: デロイトによる分析

\*注: プライベート・デット、不動産、インフラ関連の取引を除く  
9. Dealogic

## 2023年のエグジット上位10件

| #  | 投資対象                           | 地域      | 取引日      | 売り手  | 投資家   | エグジット形態    | 産業              | 取引規模(米ドル) |
|----|--------------------------------|---------|----------|--|---|------------|-----------------|-----------|
| 1  | Zhejiang Yingde Holding Group  | 中国      | 2023年5月  | AirPower Technologies (PAGの投資先企業)                            | Hangzhou State owned Capital Investment Management Co. Ltd.   | 戦略的な買手への売却 | 化学、プラスチック、ゴム    | 72億ドル     |
| 2  | Works Human Intelligence (WHI) | 日本      | 2023年3月  | Bain   | GIC   | ファンドへの売却   | ソフトウェア          | 26億ドル     |
| 3  | Vistra Group                   | 香港特別行政区 | 2023年1月  | EQT  | Tricor Services (EQTの投資先企業), EQT, PSP Investments   | ファンドへの売却   | 企業向けサービス        | 24億ドル     |
| 4  | SK Shieldus Co., Ltd.          | 韓国      | 2023年3月  | SK Square, Keystone Partners, Macquarie PE Korea, Daishin PE | EQT   | ファンドへの売却   | 企業向けサービス        | 24億ドル     |
| 5  | (株)ニチイ学館                       | 日本      | 2023年11月 | Bain   | 日本生命保険相互(株)   | 戦略的な買手への売却 | 医療              | 21億ドル     |
| 6  | Manipal Health Enterprises     | インド     | 2023年4月  | TPG, National Investment and Infrastructure Fund             | TPG, Temasek Holdings   | ファンドへの売却   | 医療              | 20億ドル     |
| 7  | 中国と香港特別行政区のマクドナルド店舗            | 中国      | 2023年11月 | Carlyle Group  | McDonald's Corporation  | 戦略的な買手への売却 | ホスピタリティおよび娯楽    | 18億ドル     |
| 8  | 日本風力開発(株)                      | 日本      | 2023年12月 | Bain   | インフロンニア・ホールディングス(株)   | 戦略的な買手への売却 | エネルギーおよびユーティリティ | 15億ドル     |
| 9  | CMS Info Systems               | インド     | 2023年8月  | EQT  | PSP Investments, Aditya Birla Sun Life Mutual Fund, Goldman Sachs, Massachusetts Institute of Technology, ADIA, ICICI Prudential AM | 戦略的な買手への売却 | 金融サービス          | 13億ドル     |
| 10 | 総合メディカルグループ(株)                 | 日本      | 2023年12月 | CVC  | ポラリス・キャピタル  | ファンドへの売却   | 医療              | 12億ドル     |

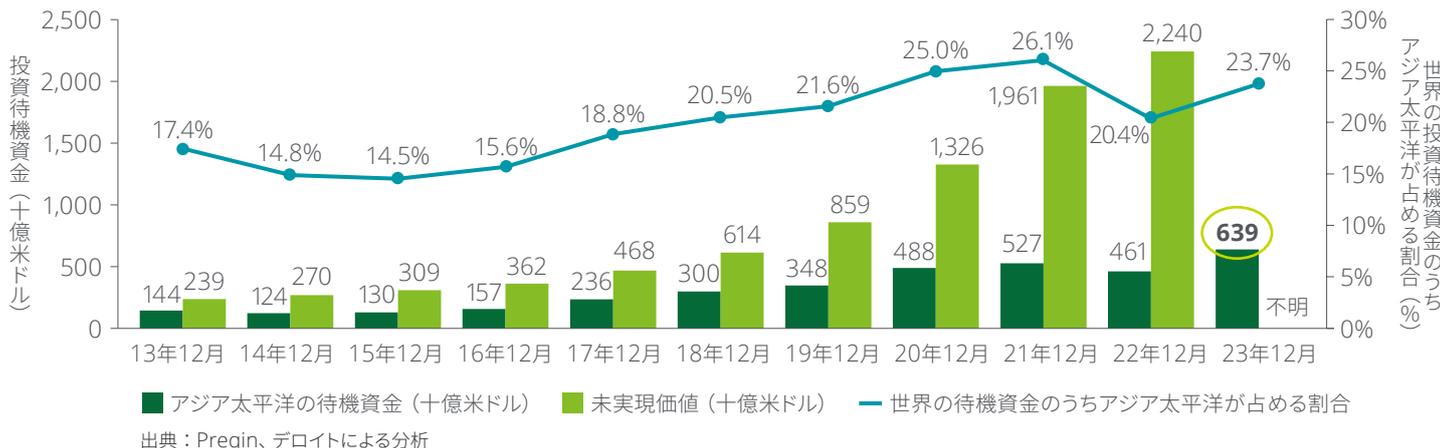
出典：デロイト分析

■ 既存ポートフォリオの投資と既存ポートフォリオの部分的エグジットの片方または両方を伴う取引。

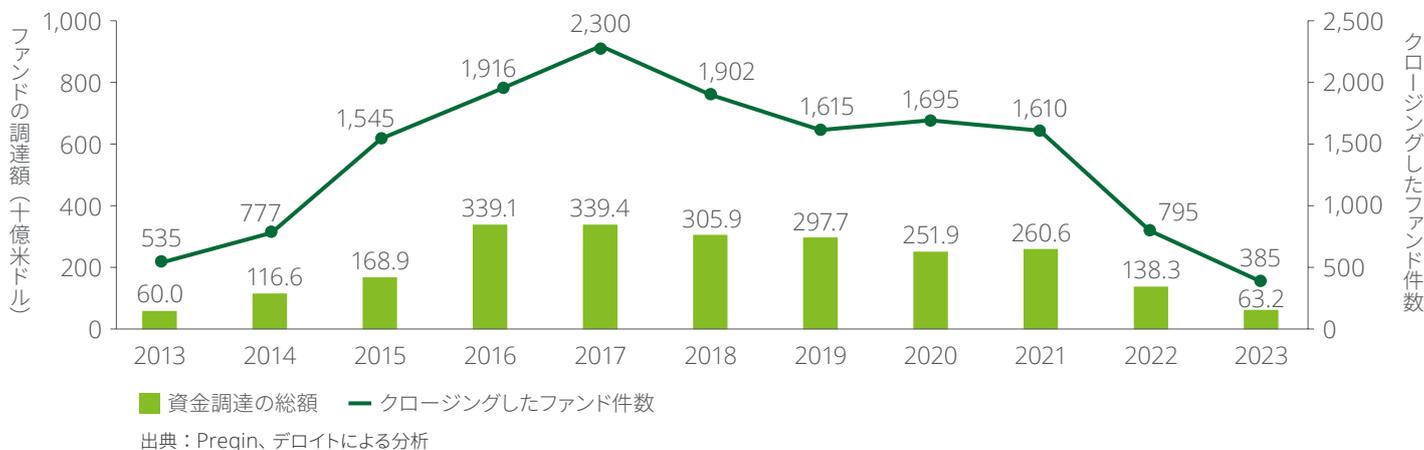
# ドライパウダー及び資金調達

## 資金調達の膠着状態にもかかわらず 過去最高水準

アジア太平洋におけるPEのドライパウダー(投資待機資金) \* 2013年~2023年



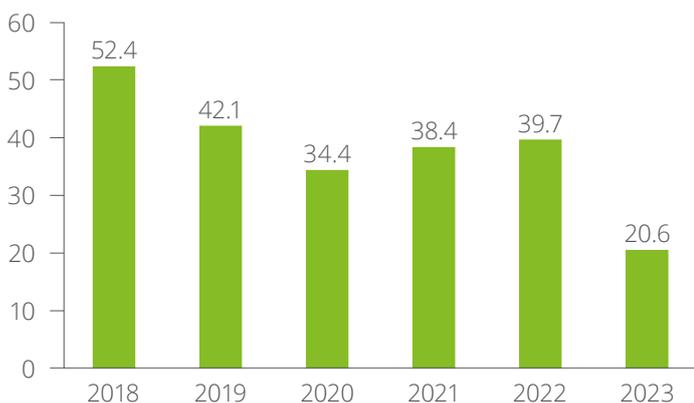
アジア太平洋におけるPEファンドの資金調達 \* 2013年~2023年



- 過去10年間、全ての資産クラスにおいて、アジア太平洋に焦点を置いたPEのドライパウダー(待機資金)は344%増加、運用資産残高(AUM)は385%増加し、2023年には過去最高の6,390億米ドルに達した。
  - これは世界のPEのドライパウダーの23.7%を占める。
- しかし、ドライパウダーの増加は、単に資金を調達した結果ではない。実際、アジア太平洋の全資産クラスにおけるPEの資金調達は、クロージングしたファンド数と調達総額の両方において、この2年間で大幅に減少した。
  - 2023年にクロージングしたファンド数は、2013年以來の最低、資金調達額は10年来の最低である。

\*注) ベンチャー・キャピタル、バイアウト、セカンダリー、ファンド・オブ・ファンズ、スペシャル・シチュエーションズを含み、プライベート・デット、不動産、インフラを除く。

アジア太平洋に地域的な重点を置く、クロージングされた  
バイアウトPEファンド（十億米ドル） 2018年～2023年



出典：Preqin、デロイトによる分析

- 同様の傾向がバイアウトPEファンドにも見受けられ、2023年の資金調達額は、わずか206億米ドルと、過去4年間の各年における資金調達額の約400億米ドルの半分近くになっている。
- 低調な資金調達にもかかわらず、大型ファンドがクロージングしており、これはLPが数少ないバイアウト・ファンドに資金を集約させており、市場で集中化が起こっていることを意味する。

2023年にクロージングしたアジア太平洋のバイアウト・ファンド上位10

| #  | ファンド                                   | ファンドの販売開始日 | クロージング日  | 主要な地域的重点           | 取引規模 (米ドル) |
|----|--|------------|----------|--------------------|------------|
| 1  | Bain Capital Asia V                    | 不明         | 2023年5月  | アジア                | 71億ドル      |
| 2  | Primavera Capital Fund IV              | 2021年1月    | 2023年2月  | 中国                 | 41億ドル      |
| 3  | Advantage Partners Fund VII            | 不明         | 2023年4月  | 日本                 | 9億5,600万ドル |
| 4  | Unison Capital Partners Korea Fund III | 不明         | 2023年7月  | 韓国                 | 7億6,900万ドル |
| 5  | Capital Square Partners Fund II        | 不明         | 2023年1月  | 東南アジアおよびインド        | 7億ドル       |
| 6  | Crescent Capital Partners VII          | 2022年2月    | 2023年3月  | オーストラリアおよびニュージーランド | 6億7,000万ドル |
| 7  | NSSK III                               | 2021年5月    | 2023年10月 | 日本                 | 6億6,700万ドル |
| 8  | Nexus Point Partners II                | 不明         | 2023年7月  | 中国                 | 6億ドル       |
| 9  | Novo Tellus PE Fund 3                  | 不明         | 2023年12月 | 東南アジア              | 5億1,000万ドル |
| 10 | Pemba Capital Partners Fund III        | 不明         | 2023年10月 | オーストラリアおよびニュージーランド | 4億700万ドル   |

出典：Preqin、デロイトによる分析

# デロイト アジア パシフィック プライベート・エクイティ チーム

より詳細な情報に関し、本書の調査結果について検討するため、またはデロイトのプライベート・エクイティ・チーム担当者とのコンタクトをとるためには、以下までご連絡ください。

## プライベート エクイティ 担当 共同リーダー



**Dwight Hooper**

dwhooper@deloitte.com.hk



**関根 俊**

satoshi1.sekine@tohmatu.co.jp

## プライベート エクイティ オリジネーションおよび年鑑編集チーム



**Samuel Padgett**

spadgett@deloitte.com.hk



**Ken Tam**

ktam@deloitte.com.hk



**Maggie Douglas**

maggdouglas@deloitte.com.hk



**Matthew Liew**

mliew@deloitte.com.hk

## 地域別 プライベート・エクイティ 担当リーダー



**Aaron Black**

オーストラリア



**Conrad Chan**

中国



**関根 俊**

日本



**Sang Wook Nam**

韓国



**Richard Dorset**

ニュージーランド



**Andy Khanna**

南アジア



**Soo Earn Keoy**

東南アジア



**Alan Wong**

台湾 (中国)

# 付録

## 地域別の主な取引

### Southeast Asia top 10 PE investments and exits in 2023

| #  | Target company              | Deal type               | Deal date | Investors | Sellers   | Primary industry   | Deal size                                 |                       |
|----|-----------------------------|-------------------------|-----------|-----------|---|--|---|-----------------------|
| 1  | Energy Exemplar Proprietary | Buyout                  | +<br>-    | Oct 2023  | Vista Equity Partners, Blackstone                               | The Riverside Company  | Software                                  | AU\$1.6B              |
| 2  | Zimmermann Wear             | Buyout                  | +<br>-    | Aug 2023  | Advent International  | Style Capital  | Retail (Durable + Non-Durable) /Wholesale | AU\$1.44B             |
| 3  | Australian Venue            | Buyout                  | +<br>-    | Aug 2023  | PAG   | KKR  | Hospitality & Leisure                     | AU\$1.4B              |
| 4  | VetPartners                 | Buyout                  | +<br>-    | Oct 2023  | EQT   | National Veterinary Associates                               | Business Services                         | AU\$1.4B              |
| 5  | Pushpay                     | P2P                     | +<br>-    | May 2023  | BGH Capital, Sixth Street Growth                                | TA Associates, Nikko Asset Mgmt., Accident Compensation, ANZ | Software                                  | NZ\$1.37B (AU\$1.28B) |
| 6  | Ausenco                     | Buyout                  | +<br>-    | Sep 2023  | Brightstar Capital Partners, Eldridge Industries, Claure Group  | Resource Capital Funds                                       | Business Services                         | AU\$900M              |
| 7  | Estia Health                | P2P                     | +<br>-    | Aug 2023  | Bain  |  | Healthcare Providers                      | AU\$838M              |
| 8  | JELD-WEN Australia          | Buyout                  | +<br>-    | Apr 2023  | Platinum Equity   | JELD-WEN Inc.  | Consumer Products                         | AU\$688M              |
| 9  | Honan Insurance             | Sale to strategic buyer | -         | Aug 2023  | Marsh & McLennan Companies                                      | TA Associates  | Financial Services                        | AU\$658M              |
| 10 | Nitro Software              | P2P                     | +<br>-    | Apr 2023  | Consortium led by Potentia, including L Capital and HarbourVest |  | Software                                  | AU\$550M              |

出典：デロイトによる分析

+ Investment   - Exit

### Southeast Asia top 10 PE investments and exits in 2023

| #  | Target company                                | Deal type               | Deal date       | Investors  | Sellers  | Primary industry             | Deal size          |
|----|---|-------------------------|-----------------|--|--|------------------------------|--------------------|
| 1  | Zhuhai Wanda Commercial Management            | Buyout, re-investment   | + Dec 2023      | PAG, Trustar, Tencent Inv., Ant Group, Shenzhen Country Garden Venture Capital   | Dalian Wanda Commercial Management Group   | Infrastructure & Real Estate | CNY65B             |
| 2  | Zhejiang Yingde Holding Group                 | Sale to strategic buyer | - Mar 2023      | Hangzhou State-owned Capital Investment Management   | AirPower Technologies (portfolio company of PAG)   | Chemicals, Plastics & Rubber | CNY51B             |
| 3  | Chindata Group                                | P2P                     | +<br>- Aug 2023 | Bain   |  | Business Services            | CNY22.1B           |
| 4  | COFCO Fulinmen                                | Growth                  | + Feb 2023      | CCT Fund Mgmt., CICC, Affirma Capital, National Social Security Fund, China Life Asset Mgmt., CIC, Temasek, Cosco Shipping, Hopu |  | F&B                          | CNY21B             |
| 5  | Vistra Group                                  | Merger, Add-on          | +<br>- Jan 2023 | Tricor Services (portfolio company of EQT), EQT, PSP Investments   |  | Financial Services           | CNY16.8B           |
| 6  | McDonald's Outlets in China and Hong Kong SAR | Sale to strategic buyer | - Nov 2023      | McDonald's Corporation   | Carlyle  | Hospitality & Leisure        | CNY12.6B           |
| 7  | HollySys Automation Technologies              | P2P                     | + Dec 2023      | Ascendent Capital Partners   |  | Software                     | CNY11.6B           |
| 8  | Gracell Biotechnology Ltd.                    | Sale to strategic buyer | - Dec 2023      | AstraZeneca  | 6 Dimensions Capital, Suzhou Minying Capital, Janus Henderson, OrbiMed Advisors, Temasek, Wellington Mgmt., others | Biotech                      | CNY7B              |
| 9  | Hangzhou Silan Microelectronics Co.,Ltd.      | PIIPE                   | + Nov 2023      | Guotai Junan, Shougang Fund, SINO-IC Capital, MSPE, China Life Asset Mgmt, UBS, others   |  | Hardware                     | CNY5B              |
| 10 | ZJLD  | IPO                     | - Apr 2023      | KKR  |  | Consumer Products            | HK\$5.3B (CNY4.8B) |

出典：デロイトによる分析

+ Investment - Exit

Southeast Asia top 10 PE investments and exits in 2023

| #  | Target company                 | Deal type               | Deal date       | Investors  | Sellers               | Primary industry             | Deal size |
|----|--------------------------------|-------------------------|-----------------|--|-----------------------|------------------------------|-----------|
| 1  | Toshiba Corporation            | P2P                     | + Sep 2023      | Japan Industrial Partners  |                       | Industrial Products          | JPY2,000B |
| 2  | JSR Corporation                | P2P                     | + Jun 2023      | JIC Capital  |                       | Chemicals, Plastics & Rubber | JPY904B   |
| 3  | Shinko Electric Industries     | P2P                     | + Dec 2023      | Consortium led by JIC Capital, Dai Nippon Printing, Mitsui Chemicals | Fujitsu               | Hardware                     | JPY685B   |
| 4  | Works Human Intelligence (WHI) | Buyout, sale to fund    | + Mar 2023<br>- | Bain, GIC  | Bain                  | Software                     | JPY350B   |
| 5  | NICHII (aka NICHIIIGAKKAN)     | Sale to strategic buyer | - Nov 2023      | Nippon Life Insurance Co.  | Bain                  | Healthcare Providers         | JPY310B   |
| 6  | OUTSOURCING                    | P2P                     | + Dec 2023      | Bain   |                       | Healthcare Providers         | JPY221B   |
| 7  | Benesse Holdings               | P2P                     | + Nov 2023      | EQT  |                       | Education                    | JPY208B   |
| 8  | Japan Wind Development         | Sale to strategic buyer | - Dec 2023      | INFRONEER Holdings   | Bain                  | Energy & Utilities           | JPY203B   |
| 9  | SOGO Medical Group             | Buyout, sale to fund    | + Dec 2023<br>- | CVC  | Polaris Capital Group | Healthcare Providers         | JPY170B   |
| 10 | Hitachi Astemo                 | Growth                  | + Oct 2023      | JIC Capital  |                       | Automotives                  | JPY140B   |

出典：デロイトによる分析

+ Investment - Exit

Southeast Asia top 10 PE investments and exits in 2023

| #  | Target company                  | Deal type               | Deal date       | Investors  | Sellers  | Primary industry             | Deal size |
|----|---------------------------------|-------------------------|-----------------|--|--|------------------------------|-----------|
| 1  | SK Shieldus Co., Ltd.           | Buyout                  | + Mar 2023<br>- | EQT  | SK Square, Keystone Partners, Macquarie PE Korea, Daishin PE | Business Services            | KRW3,000B |
| 2  | Osstem Implant                  | Buyout                  | + Feb 2023      | MBK Partners, UCK Partners Korea   |  | Medical Devices              | KRW1,800B |
| 3  | SK on Co. Ltd.                  | Pre-IPO                 | + Jun 2023      | BlackRock Inc; MBK Partners Inc.; Qatar Investment Authority; Hillhouse; SNB Capital |  | Energy & Utilities           | KRW1,718B |
| 4  | AirFirst Co., Ltd.              | Buyout                  | + Aug 2023<br>- | BlackRock  | IMM Private Equity   | Energy & Utilities           | KRW1,050B |
| 5  | Genuone Sciences Inc.           | Unspecified exit        | - Jul 2023      | Unspecified buyer  | IMM Private Equity   | Pharma                       | KRW1,002B |
| 6  | PI Advanced Materials Co., Ltd. | Sale to strategic buyer | - Jun 2023      | Arkema   | Glenwood Private Equity                                      | Chemicals, Plastics & Rubber | KRW1,000B |
| 7  | Lutronic Corporation            | P2P                     | + Jul 2023      | Hahn & Company   |  | Medical Devices              | KRW964.6B |
| 8  | Hankuk Glass Industries, Inc.   | Sale to strategic buyer | - Jan 2023      | LX International Corp.   | Glenwood Private Equity                                      | Chemicals, Plastics & Rubber | KRW590.4B |
| 9  | NexFlex Co.,Ltd.                | Buyout                  | + Aug 2023<br>- | MBK Partners   | SkyLake Investment   | Hardware                     | KRW530B   |
| 10 | ISC Co., Ltd.                   | Sale to strategic buyer | - Jul 2023      | SKC  | Helios Private Equity  | Hardware                     | KRW522.5B |

出典：デロイトによる分析

+ Investment   - Exit

Southeast Asia top 10 PE investments and exits in 2023

| #  | Target company                       | Deal type   | Deal date       | Investors   | Sellers  | Primary industry           | Deal size             |
|----|--------------------------------------|-------------|-----------------|---|--|----------------------------|-----------------------|
| 1  | Sharekhan                            | LP Direct   | + Dec 2023      | Mirae Asset Securities  | BNP Paribas, Human Value Developers Private      | Financial Services         | INR229B               |
| 2  | Manipal Health Enterprises           | Buyout      | + Apr 2023<br>- | TPG, Temasek  | TPG, National Investment and Infrastructure Fund | Healthcare                 | INR163.8B             |
| 3  | AM Green Ammonia                     | LP Direct   | + Oct 2023      | Petronas Ventures, GIC  |  | Energy Storage & Batteries | INR145.2B (US\$1.75B) |
| 4  | CMS Info Systems                     | LP Direct   | + Aug 2023<br>- | PSP Investments, Aditya Birla Sun Life, Goldman Sachs, Massachusetts Institute of Tech., ADIA, ICICI Prudential Asset Mgmt. | EQT  | Financial Services         | INR107.2B             |
| 5  | HDFC Credila                         | Buyout      | + Jun 2023      | Consortium led by EQT   | Housing Development Finance Corporation          | Financial Services         | INR90.6B              |
| 6  | Reliance Retail                      | LP Direct   | + Aug 2023      | Qatar Investment Authority  | Reliance Industries                              | Retail                     | INR82.8B              |
| 7  | Coforge                              | Block Trade | - Aug 2023      |   | EQT  | Outsourcing                | INR80.4B              |
| 8  | Kerala Institute of Medical Sciences | Trade Sale  | - Oct 2023      | Quality CARE India (portfolio company of Blackstone)  | True North                                       | Healthcare                 | INR66.4B (US\$800M)   |
| 9  | Quality CARE India                   | Buyout      | + May 2023<br>- | Blackstone  | Evercare Health Fund (managed by TPG)            | Healthcare                 | INR58.1B (US\$700M)   |
| 10 | Mankind Pharma                       | Block Trade | - Dec 2023      |   | Capital Group, ChrysCapital                      | Pharmaceuticals            | INR55.9B              |

出典：デロイトによる分析

+ Investment    - Exit

Southeast Asia top 10 PE investments and exits in 2023

| #  | Target company                                       | Geography   | Deal type               |        | Deal date | Investors  | Sellers  | Primary industry             | Deal size            |
|----|--|-------------|-------------------------|--------|-----------|--|--|------------------------------|----------------------|
| 1  | Ramsay Sime Darby Health Care                        | Malaysia    | Add-on                  | +      | Nov 2023  | Columbia Asia Hospitals (portfolio company of Temasek and TPG) |  | Healthcare Providers         | US\$1,524M (MYR6.9B) |
| 2  | SingTel. (Regional data centre business) (20% stake) | Singapore   | Growth                  | +      | Dec 2023  | KKR  | Singapore Tele-communications                      | Infrastructure & Real Estate | US\$807M (SG\$1.1B)  |
| 3  | QuEST Global Services                                | Singapore   | Buyout                  | +<br>- | Aug 2023  | Carlyle  | Bain, Advent International                         | Software                     | US\$600M             |
| 4  | MFS Technology Singapore                             | Singapore   | Sale to strategic buyer | -      | Jul 2023  | Victory Giant Technology                                       | DCP Capital  | Hardware                     | US\$441M (SG\$600M)  |
| 5  | FV Hospital  | Vietnam     | Sale to strategic buyer | -      | Jul 2023  | Thomson Medical Group  | Quadria Capital, Neuberger Berman, DEG             | Healthcare Providers         | US\$328.5M           |
| 6  | Masan Group  | Vietnam     | Growth                  | +      | Dec 2023  | Bain   |  | Transport & Logistics        | US\$250M             |
| 7  | The Medical City                                     | Philippines | Buyout                  | +<br>- | Oct 2023  | CVC  | Lombard  | Healthcare Providers         | US\$228M (PHP12.7B)  |
| 8  | Primaya Hospital                                     | Indonesia   | LP Direct               | +      | Mar 2023  | GIC  | PT Sehat Abadi Cemerlang, PT Awal Bros Citra Batam | Healthcare Providers         | US\$197M (IDR2.95T)  |
| 9  | Challenger Technologies                              | Singapore   | P2P                     | +      | May 2023  | Dymon Asia   |  | Hardware                     | US\$176M (SG\$240M)  |
| 10 | PT Samator Indo Gas                                  | Indonesia   | PIPE                    | +      | Mar 2023  | CVC  |  | Energy & Utilities           | US\$155M             |

出典：デロイトによる分析

+ Investment - Exit

# デロイトのアプローチ

プライベート・エクイティは、まさにその性質がゆえ、不明瞭な領域でありえる。他の投資分野に比べれば、その不明瞭さに疑う余地はない。検証可能な唯一の真実を語る情報源を確認することは本当に難しい。なぜなら、異なるプレイヤーは、異なる形式と異なる尺度を用いて情報を提供するからである。(そもそも情報を提供してくれる場合だが。)

デロイトの「アジア パシフィック プライベート・エクイティ年鑑」は、こうした不完全なデータの欠点の多くを克服し、バイアウト市場に関し、可能な限り最も洞察に富んだ見解を提供することを試みている。本年鑑は、デロイトが年間を通じ、本市場をつぶさに調査した結果に基づく解説と市場への洞察を反映したものである。動向と統計データは、アジアにおけるPEファンドのポートフォリオ投資先に関するデロイト独自のデータベースと照合され、裏付けられている。

年鑑の対象範囲は、PEファンドとその取引（すなわち、支配権をめぐる従来のバイアウト・ファンド）に限定されており、したがってベンチャー・ファンド、グロース・ファンド、インフラ・ファンド、不動産ファンドによって実行されると考えられる取引は含まれていない。地理的な対象範囲は、中国、日本、韓国、オーストラリア、ニュージーランド、南アジア、東南アジアという、アジア太平洋全域にわたるPEの活動をカバーしている。

アジア太平洋バイアウト市場は、総体的かつ正確に追跡調査を行うことが難しい市場として有名だが、我々の目的は、この市場に関し、可能な限り厳密で完全と考えられる見解を提供することである。デロイトは、業界の参加者が市場全体に関して定性的かつ定量的な理解を深め、十分な情報に基づいてより良い判断を行えるよう、「アジア パシフィック プライベート・エクイティ年鑑」という新しく有益なツールを提供している。

# 用語集

|                        |   |
|------------------------|---|
| <b>アドオン／ボルトオン</b>      | PEが所有する投資先企業による買収。  |
| <b>破産／償却</b>           | 投資先企業が事業撤退、清算、破産申立てを行い、それによってPE投資会社の持分が償却されるエクジット。  |
| <b>ブロック取引</b>          | 市場外で、相対で交渉され、実行される上場証券の取引。  |
| <b>バイアウト</b>           | 多くの場合、支配的持分を取得する意図で、会社の過半数またはかなりの少数持分に出資すること。その会社の事業改善による価値の創造を目的とする。   |
| <b>「中国で中国のために」</b>     | China-for-China。中国で生産した商品を国内で販売し、現地の需要に応える現地化戦略。  |
| <b>分母効果</b>            | ポートフォリオの一部の価値が激減したため、ポートフォリオ全体の価値が下がり、それによって同ポートフォリオの他の部分の占める相対的な割合が膨れ上がること。  |
| <b>配当リキャップ</b>         | 企業が負債を発行して資金を調達し、その資金で株主に特別配当を支払う方法。  |
| <b>実現倍率 (DPI)</b>      | 分配金の払込出資金に対する倍率。PEファンドが投資家に還元した資金総額の尺度となる。その時点までに、投資家への分配金の累積総額がファンドに払い込まれた資本総額の何倍になっているかを計算する。                                       |
| <b>ドライパウダー</b>         | PEファンドの出資約束金額のうち、GPがまだ投資に充当していない金額。   |
| <b>ファンド・オブ・ファンズ</b>    | 資本を企業に投資するのではなく、複数の他のファンドに投資するファンド。   |
| <b>ジェネラルパートナー (GP)</b> | 投資を要する事業に関し、パートナーシップの運営・投資の決定に責任を負っている。   |
| <b>ハードル・レート</b>        | ジェネラルパートナー (GP) や運用会社が利益の分配を受ける前に、投資家のためにファンドが達成すべき最低のリターン。モデル化された予測において、GPが投資を行うために必要な「(超えるべき) ハードル」リターンとして、目標リターン率を表すために使用されることもある。 |
| <b>新規株式公開 (IPO)</b>    | 未公開企業の株式を証券取引所に上場し、一般に公開すること。   |
| <b>期限切れ／撤回</b>         | 合意と発表があったものの、その後成立しなかった取引。または中止された売却プロセス。   |
| <b>リミテッドパートナー (LP)</b> | ジェネラルパートナー (GP) の運用するファンドに資金を投資する投資家。通常は、機関投資家、富裕層個人、洗練された投資家となる。   |
| <b>上場金融商品</b>          | 証券取引所に上場されている金融商品。  |
| <b>LP直接投資</b>          | リミテッドパートナー (通常は機関投資家) による単一の特定の資産への投資やそのような資産の取得。   |
| <b>合併</b>              | PEの投資先企業2社を1社に統合すること。   |
| <b>PIPE</b>            | Private Investment in Public Equity。上場企業の私募増資を引き受けること。  |
| <b>財務試算の調整</b>         | 「もしも」を仮定し、変化が財務数値に対して及ぼす影響を示すために行われる財務数値の調整。  |
| <b>非公開化 (P2P)</b>      | Public-to-private。上場企業がPE投資会社によって買収され、上場廃止になること。  |

|                          |   |
|--------------------------|---|
| <b>資本の再投資</b>            | リミテッドパートナーがPE投資から還元された資本を使い、新たなPEファンドへ出資約束を行なうこと。リミテッドパートナーの資産から、あるいは他の資産クラスを換金して、「新たな」資金の出資約束を行なうことは対照的である。            |
| <b>セカンダリー・バイアウト</b>      | PEファンドがスポンサーとなっている企業が他のPEファンドに売却されること。  |
| <b>セカンダリー・ファンド</b>       | プライマリーのPEファンドの投資家から、既存の持分や資産を取得するプライベート・ファンド  |
| <b>特別買収目的会社 (SPAC)</b>   | Special Purpose Acquisition Company。上場された白地小切手会社（投資対象や投資金額が定まらない会社）。その設立目的は、既存の非公開企業との合併または非公開企業の買収により、同非公開企業を上場会社にする事。 |
| <b>切り売り (strip sale)</b> | リミテッドパートナーに流動性を提供するため、ファンドの投資先のうち、対象資産の全部または一部を部分的に売却すること。  |
| <b>ターム・ローンB (TLB)</b>    | 借り手が利用可能な上位有担保クレジット・ファシリティーのトランシェ。機関投資家向けのローン市場で、シンジケートローンとして組成される。   |
| <b>TMT</b>               | テクノロジー・メディア・通信  |

# Deloitte.

## デロイト トーマツ

デロイト トーマツ グループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ 合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ リスクアドバイザー 合同会社、デロイト トーマツ コンサルティング 合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー 合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ グループ 合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツ グループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市に約2万人の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツ グループ Web サイト、[www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp) をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイト ネットワーク”）のひとつまたは複数 を指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL およびDTTLの各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTLはクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は[www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務・法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約9割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来175年余りの歴史を有し、150を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をバース（存在理由）として標榜するデロイトの45万人超の人材の活動の詳細については、[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of  
Deloitte Touche Tohmatsu Limited

© 2024. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



IS 669126 / ISO 27001



BCMS 764479 / ISO 22301