

# DMI RESEARCH REPORT

KORIN・コンサルティング

## 目次

エグゼクティブ・サマリー	2
インド： マクロ経済の「スナップショット」	6
当社とビジネスモデルの概観	7
投資根拠の概観	9
投資機会の概観	16
付録	19

# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

### エグゼクティブ・サマリー

DMI ファイナンス・プライベート・リミテッド（以下「当社」または「DMI」）はシバシシュ・チャタジーとユブラジャ・シング（以下「経営陣」または「創設者」）が 2009 年に設立したノンバンクの金融会社（「NBFC」）で、担保を裏付けとする金融業者です。当社のオーナーはインド人で国内の大ニューデリー地域で営業しており、要件を満たす借入人には業界を問わず運転資金を融資し、融資のポートフォリオの多様化を図っています。現時点で 7 件の担保付融資を実行しており（累積融資額は約 2,500 万ドル）、借入人は大ニューデリー地域の中小企業です。DMI の融資状況は極めて健全です。融資額は 500 万ドル、融資比率（LTV）は 50%以内に収まっており、融資期間は 1~2 年です。また融資契約では 100%の見返り担保と繰上げ返済の制限条項を設定しています。

NBFC および担保を裏付けとする金融業者として、DMI は信用力のある中小企業に対し、高い安全性を有する非常に魅力的な融資を実行可能と考えています。さらに DMI の投資機会は、以下のマクロ経済およびビジネスモデルの論拠に基づいています。

1. インドの急速な成長によって借入需要の増加が見込まれます。2020 年までにインド中産階級の市場規模は 1.5 兆ドルに達し、世界第 5 位となる可能性があります。
2. デュー・ディリジェンス： デュー・ディリジェンスの基準は実際にはインドの銀行が使用している基準より非常に厳格です。当社は共同または単独で基本的な融資の許可／否認プロセスの責任を負う、独立した第三者の公認会計士、弁護士、不動産経営管理士を雇用しています。
3. 諮問委員会： 事業には信用がすべてです。DMI は有力者を集めた諮問委員会を有し、ニューデリーの公的／民間セクターの上層部と幅広くかつ密接に連携しています。

インドの法律では、NBFC は当初数年以内に最低 5,000 万ドルの調達が必要です。DMI の場合、5,000 万ドルの調達期限は 2011 年 11 月です。このため、当社は 2010 年末までに最低 3,000 万ドル~5,000 万ドルを調達し、2011 年末までには 8,000 万ドル~1 億ドルに増額したいと考えています。その後、（インド

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

の銀行から) 5,000 万ドルまで融資を受け、合計 1 億 5,000 万ドルを調達する予定です。資産が十分に拡大すれば、非常に控えめに見積もっても、当社は 5 年目までに最低 3 億ドルを調達し、3 億ドルの資産と 1 億ドルの株式資本を有すると予想しています。この場合、自己資本比率は 3:1、負債資本比率は 2:1 となります。

当社は年間最低収益率を 8%と想定しており、私募または公募/IPO (「株式の現金化」) 前の正味年平均リターンを最低 15%と想定しています。ちなみに事業開始 1 年後の当社の未監査の総平均リターンは現在 19.95%であることに留意下さい。DMI が私募または公募/IPO (「株式の現金化」) 前に最低 15%の正味年平均リターンを達成した場合、経営陣は以下のロックアップと成功報酬/給与スキームを提案します。

#### ロックアップ・スキーム

最低 5 年間のロックアップ期間中、リターンが分配可能となる前、または私募もしくは公募/IPO (「株式の現金化」) 前に、投資家には最低 15%の正味年平均リターンが生じます。同時に DMI は格付機関と契約し、顧客リストを審査し、当社に格付けを付与します。一方、この格付けは規模にレバレッジを効かせ、当社の資本コストを引き下げるはずですが、また、私募または公募/IPO (「株式の現金化」) により追加のキャピタルゲインが発生し、投資家に生じた正味年平均リターンをさらに引き上げる機会が拡大します。

例: 期間ゼロ (0) に投資家は 1 ドルを投資します。DMI のベースケースとなる 15%の正味年平均リターンを想定すると、期間 5 までに 15%の正味年平均リターンからは 2 ドルの回収が期待できます (当初元本の 1 ドルと 5 年間の平均利息 15%から得たキャピタルゲイン 1 ドルの合計)。さらにこの 2 ドルに加えて、DMI は当社の簿価を評価する独立した、第三者の投資見解を模索します。評価額を簿価の 1.5 倍と控えめに見積もると (インドで最良の銀行株は現在簿価の約 4 倍で取引されています)、当社は約 5 年後に投資家へ 3 ドルの支払いを予想します (2 ドル x 簿価の 1.5 倍 = 3 ドル) - すべて込みで内部収益率 (IRR) 25%が達成されます。

# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

年	0	1	2	3	4	5	簿価	合計
投資	\$1.00	\$1.15	\$1.32	\$1.52	\$1.75	\$2.01	1.5倍	\$3.02
前年比(%)	15%	15%	15%	15%	15%		50%	

IRR: 0-5年 @ 15% 年平均リターン+ 簿価の1.5倍「株式の現金化」によるリターン =

24.74%

現行の最低投資期間を5年としている主な理由は2つあります。第1に、企業がインド証券取引所に上場する前には、最低5年間の営業実績が必要です。第2に、この5年間のうち、最低でも最後の3年間は黒字経営が求められます。例えば、企業が事業を開始して、当初2年間は黒字が達成できません。しかし、3年目から4年目、5年目にかけて、同社には黒字の維持が求められます。

### 成功報酬のスキーム

想定最低収益率8%を上回り30%までのリターンに対して、経営陣はその20%を受け取ります。30%を上回るリターンについては、経営陣は増分の35%を受け取ります。例えばリターンが31%の場合、経営陣は増分の1%のリターンについて、その35%を受け取ります。

成功報酬の一部として、同社の資産が十分に拡大した後に限り、双方の創業者は各々賞与を伴わない100万ドルの固定給与を受け取ります。この固定給与は資産がいかに増加しても変更されないため、資産に対する運用報酬の比率は低下します。

(各創業者は創業資金として約100万ドルを当社に出資し、血縁者の累積投資額も25万ドルに及ぶことに留意下さい。)

しかし重要なのは、経営陣の段階的成功報酬スキームがいくつかの運用ベンチマークに基づいていることです。その結果、総利益が高ければ経営陣はインセンティブの一部として運用益に対してより高い配分を受けることとなります(以下のテーブルを参照下さい)。

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

総利益	創業者への正味分配比率 (%)	総利益に対する比率 (%)	投資家への正味分配比率 (%)	総利益に対する比率 (%)
10%	2%	20%	8%	80%
20%	4%	20%	16%	80%
30%	6%	20%	24%	80%
40%	9.5%	24%	30.5%	76%

\*\*\*

# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

### インド：マクロ経済の「スナップショット」

GDP	1兆95億ドル (公定為替相場ベース)	2009年推定
GDP	3兆5,600億ドル (購買力平価ベース)	2009年推定
GDP成長率(%)	6.5% (世界第12位)	2009年推定
	7.4%	2008年推定
	9.0%	2007年推定
GDPのセクター構成	サービス業: 54.8% 製造業: 28.2% 農業: 17.0%	2009年推定
労働力人口	4億6,700万人 (世界第2位)	2009年推定
失業率	10.7%	2009年推定
インフレ率	10.9%	2009年推定
中央銀行の基準貸付利率	4.00%	2010年第2四半期実績
公的債務	GDPの58%	2009年推定

出典: CIA データベース、ヤフー・ファイナンス、DMI

### インドの弱気ケース

「インドの長期的な課題には、貧困のまん延、物理的・社会的インフラの不備、限定された雇用機会の制限、初等および高等教育へのアクセスの不足などがあります。長期的に見ると、人口増加と人口動態の変化は社会・経済・環境問題を悪化させるだけです。」 - CIA ファクトブック

### インドの強気ケース

「我々の分析では、インドが現行の高度成長軌道を維持すれば、今後20年以内にインド市場は大きな変革を経験するでしょう。所得水準はほぼ3倍となり、消費者市場の地位は現在の世界第12位から2025年には第5位へと上昇すると考えられます。(中略) しかしインドがこれらのポジティブな結果を達成するためには、同国は経済の改革と近代化を継続するとともに、インフラと教育システムの著しい不足に対処しなくてはなりません。」 - マッキンゼー・グローバル・インスティテュート

# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

### 当社とビジネスモデルの概観

DMI ファイナンス・プライベート・リミテッド（以下「当社」または「DMI」）はシバシシュ・チャタジーとユブラジャ・シング（以下「経営陣」または「創設者」）が 2009 年に設立したノンバンクの金融会社（「NBFC」）で、担保を裏付けとする金融業者です。当社のオーナーはインド人で国内の大ニューデリー地域で営業しており、要件を満たす借入人には業界を問わず運転資金を融資し、融資のポートフォリオの多様化を図っています。現時点で 7 件の担保付融資を実行しており（累積融資額は約 2,500 万ドル）、借入人は大ニューデリー地域の中小企業です。DMI の融資状況は極めて健全です。融資額は 500 万ドル、融資比率（LTV）は 50%以内に収まっており、融資期間は 1~2 年です。また融資契約では 100%の見返り担保と繰上げ返済の制限条項を設定しています。

NBFC として、インド準備銀行（「RBI」 - インドの中央銀行）は DMI を管理／規制する一方、インドの法律は当社の「担保を裏付けとする金融業者」としての営業を法的に認可します。担保を裏付けとする金融業者として、DMI の融資期間はおよそ 1 年~2 年です。このため当社は、借入人の事業の中長期的な不利益な変化から保護されます。追加的な保護として、DMI は当社が差押えて処分可能な企業および個人名義の有形資産を有する顧客に対してのみ融資を実行します。これは、顧客が債務不履行となった場合、DMI が失った貸付金を回収するためです。

さらに、DMI の顧客は債務不履行となった場合、担保に供されている有形資産／担保を 100%放棄する旨の合意が必要です。このため DMI は極めて厳格な融資契約（繰り上げ返済の制限など）により融資の「裏付け」をしており、法的に強制執行可能な条項は、DMI が将来顧客に担保権を実行する際、非常に有利に働きます。最後に、担保として要求可能な範囲は、借入人の企業の資産にとどまりません。この厳格な契約のもと、DMI は借入人の個人資産をも差押えることができます。また、いかなる場合でも追加担保を要求することが可能です。

（今まで、DMI の融資に対して債務不履行に陥った顧客は在りません。しかし市場の悪化局面では、借手は債務不履行に陥りやすく、差押えられた担保は貸手にとって往々にして流動性に乏しいことに留意下さい。）

DMI の顧客は概ね、日常業務や事業拡大のため、運転資金をさらに調達する必要がある大ニューデリー地域の（すべての業界に亘る）中小企業です。RBI は

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

インドの銀行が従わなくてはならないあらゆる種類の複雑かつ厳しい融資と資本要件を定めているため、これら中小企業は現在インドの銀行から融資を受けることが度々困難となります。この複雑かつ厳しい融資と資本要件は、銀行の借入コストの上昇につながることが多く、銀行にとって融資の魅力は低下し、中小企業にとって借入ははるかに困難となります。

このため DMI は、銀行の企業融資（過大）と零細規模融資（過少）の間に生じ、拡大する融資の隙間の架け橋となる「スイートスポット」です。当社融資のポートフォリオは現在不動産の比重が高いのは事実ですが、新規融資契約を締結する度に融資のポートフォリオを着実に多様化しています。— そして顧客リストが十分に拡大した段階では、不動産の比率は 20～25%以内に収まると予想しています。

（RBI の具体的な要件および銀行に与える影響については、本サマリーの取り扱い範囲外です。）

出典: DMI; RBI



# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

### 投資根拠の概観

NBFC および担保を裏付けとする金融業者として、DMI は信用力のある中小企業に対して高い安全性を有する、非常に魅力的な融資を実行できると考えています。この信念の背景には、昨年成功裏に実行した 7 件の 100%正常債権があります。

さらに DMI の投資機会は、以下のマクロ経済およびビジネスモデルの論拠に基づいています。

#### 1. インドの成長加速が借入需要の増加に帰結

1991 年、インドは社会主義から資本主義の市場モデルへ変革を開始しました。その結果 1995 年以来、GDP 成長率は 5~10%の間で推移しています。このため過去 20 年間で実質平均世帯収入は 2 倍となりました。所得の増加につれインド人の消費者需要と事業拡大も増加し（特に新築と中古住宅に対する需要増加による不動産が顕著ですが、これに限定されません）、拡大する新たな中産階級と約 3,800 億ドルの消費者市場に恩恵を与えています。ちなみに、この市場は 2020 年までに 1.5 兆ドルへ拡大が予想されています（世界第 12 位から第 5 位）。同時に、急速かつ堅調な繁栄により比較的若いインド人人口が地方から都市部およびその近郊に流入し、現在 28%の都市人口は 2020 年までに 40%に達すると予測されています。

比較的若い世代の消費の拡大とインド都市部人口の増加に応じ、借入需要も増加するはずですが、例えば消費者の間では、クレジットカードの利用が 2001 年の 2.5%から 2005 年には 8.1%へ上昇しました。ビジネスではエクイティ・ファイナンスが企業の資本確保の主要な方法です。事実、株式市場は今やインドの GDP の 105%に達しています。（この株式市場ブームはおそらくバブルと思われ、高値に急速に近づいていることに留意下さい）。同時に、インドの債券市場は GDP の 6~7%に過ぎず、最高の優良企業のみが銀行以外から借入可能であることを意味しています。

確かに、このように高い成長はインフレ率の上昇と高金利をもたらします。しかしながら、インドのエコノミストと企業の CEO（最高経営責任者）は高金利が消費者需要や経済拡大を著しく減少させるとは予想していません。— これはサブプライム・ローンの破綻直前の米国エコノミストや CEO の強い自信とど

# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

ことなく同じに響く意見です。それにもかかわらず、現在入手可能な最善の情報と見解に基づくと、インドの借入需要の拡大は持続可能であり、高い水準を維持するはずで。事実、今後10年以内に、市場は1兆ドルを超える追加信用が必要となる可能性があり、民間信用の総額はGDPの60%~100%に拡大すると思われ。

出典: DMI; マッキンゼー

## 2. デュー・ディリジェンス

DMIは顧客を熟知しており、大ニューデリー地域のビジネス・ネットワークとも極めて密接に連携しています。当社のデュー・ディリジェンスの基準は、実際にはインドの銀行が使用している基準よりはるかに厳格です。借入人の財務の健全性、要求すべき融資契約、顧客への融資契約を締結するか否かを判断する際の一環として、共同または単独で基本的な融資の許可/否認プロセスの責任を負う第三者の公認会計士、弁護士、不動産経営管理士を雇用しています。

- 融資の申請 (DMI および Unistar プロパティーズ)
- 担保の特定と評価 (DMI および Unistar プロパティーズ)
- 企業の報告 (DMI および ABL フィナンシャル・サービスズ)
- 資産評価 (DMI および ABL フィナンシャル・サービスズ)
- 財務分析 (DMI および ABL フィナンシャル・サービスズ)
- 契約の交渉 (DMI および Dhir & Dhir)
- 担保権登録 (Dhir & Dhir)
- 契約締結 (DMI および Dhir & Dhir)
- 借入人の信用 (DMI および ABL フィナンシャル・サービスズ)

DMIの独立した第三者パートナーは以下の通りです。

- 公認会計士 - ABL フィナンシャル・サービスズのサンジブ・サヤル氏
- 弁護士 - Dhir & Dhir のシヴィ・アガワール氏
- 不動産経営管理士 - Unistar Properties のチャンダーおよびソーラブ・バトラ氏

公認会計士 - ABL フィナンシャル・サービスズのサンジブ・サヤル氏

30年を超えるインド企業の財務分析の経験を有する公認会計士です。同氏は実

# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

際には、インドの銀行が使用するよりはるかに厳格な基準を用いて、借手の信用力を評価します。その基準は以下の通りです。

### 削除済 / 機密

サンジブ・サヤル氏と共に DMI は 4 名の諮問委員会のメンバーの一人、ラビ・カスパリア氏から、追加の会計／監査のアドバイスを受けています。同氏はインドの元会計局長官および財務省長官（財務大臣に次ぐ官僚のトップ）です。

カスパリア氏は、インドでは金融システムの構造が米国や欧州と異なるため—法律、規則、その他の市場ルール、RBI の複雑で厳格な銀行への要求、および（特に）その執行において—バブルの破裂や経済のメルトダウンは「起こりえない」（直接の引用）との信念を持っています。同氏はまた、これらすべての規制の最終結果は国内の負債の浸透水準に最も顕著に表れると指摘しています。確かに、インドの総民間信用（約 60%）は他の同等の経済よりはるかに低い水準です。

### 弁護士 – Dhir & Dhir アソシエーツのシヴィ・アガワール氏

DMI の弁護士はパートナーで、ニューデリーで最も評価の高い不動産関連弁護士事務所の一つである Dhir & Dhir で 20 年を超える経験を有しています。同氏は、不動産融資契約の専門家で、不良債権における貸手の担保権の保護に関する権威です。さらに氏は、取引構造および融資関連書類について DMI の投資家に対して最善の法的保護に関する専門的なアドバイスを提供します。

また氏の指摘では、インド（不動産関連）法は借手ではなく貸手に極めて有利です。合法的な先日付小切手というインドの商慣習などは、詐欺との判決が下れば厳格に執行される刑事犯罪です（詐欺の例：譲渡人が実際には先日付までに支払う意思がなく小切手が不渡りとなり、貸手が損失を被った場合、借手は禁固刑となる可能性が高い）。さらに、今後 12~16 ヶ月以内には、より厳格なインド破産法が発効する予定です。— 貸手はより恩恵を受けます。

また、DMI の弁護士はインド政府がモーリシャスとの租税条約を変更しないと考えていることも重要です。その理由は 2 点です。第 1 に、莫大な海外投資資本が既にインドに流入しており、これは明らかに既存の租税条約が要因です。第 2 に、これらの資金の経済への流入の継続を確実にし、同国の安定した成長

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

をさらに加速するのが、インド政府にとっては得策です。既存の租税条約のいかなる変更もこれを著しく脅かします。

DMI ではシヴィ・アガワール氏と共に、4名の諮問委員会のメンバーの一人、R.S.ソディ氏からさらに法的アドバイスを受けています。ソディ氏は、ニューデリーの高等裁判所に10年間務めた元判事です。同氏はその立場で、注目を集めたいいくつかの刑事事件を扱いました。判事就任前は、パンジャブ州の特別法務官とパンジャブ州最高裁判所に登録の弁護士を務めました。

ソディ氏は、他の事情が同じならば、インドの法律は一般的に（例えば）米国法とは異なると述べています。おそらくより重要なのは、氏がインドの法律は通常改正に長期間を要し、変更がなされる場合でも大規模／画期的ではなく、段階的／漸進的であると指摘している点です。市場の変化が法改正に先行する点を同氏は慎重に警告しています—このため、差押えた担保を処分しようとする際の流動性不足が DMI の金融面の課題であるように、時代遅れの法律は法的課題となる可能性があります。

#### 不動産経営管理士 – Unistar プロパティーズのチャンダーおよびソーラブ・バトラ氏

チャンダーおよびソーラブ・バトラ氏は、父子のチームでグルガーオンに広大な不動産を所有しています。急速に発展し、人気のあるニューデリー郊外の同地域では広範な不動産開発が進展中で、不動産価格も上昇しています。バトラ氏（父）は、ニューデリー地域の不動産の評価および投資に40年超の経験を有しています。

グルガーオンの極めて好調な市場を考慮すると、不動産バブルが懸念されます（例えば三菱東京 UFJ 銀行の指摘）。しかし、「チーム・バトラ」は、バブルは負債から生じるが、商用物件の占有率は90～100%で推移しているにもかかわらず、実際のグルガーオンの負債と不動産の評価水準は依然として極めて低いと反論しています。

値上がり率は高すぎるのでしょうか。過去10年間でグルガーオンの不動産価格は6倍に上昇しました。またインドの名目 GDP はこの間3倍に増加しました。このため、グルガーオンの不動産価格は、国全体の名目 GDP 成長率の2倍の速度で上昇したこととなります。グルガーオンの GDP 成長率はこの間、国全体の成

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

長率を凌ぐと容易に論じることができます。この点に照らして、グルガーオンの不動産価格はバブルとは思われず、価格の上昇は正当化されると主張することは比較的容易です。

DMI は通常、不動産価格の 50%を 1~2 年間融資します。このため、グルガーオンの不動産価格にこの短期間で 50%の調整があっても、当社の LTV は依然として 100%に留まります。最近のサブ・プライム不動産危機において — 史上最悪の不動産価格の調整— 米国不動産価格の最も下落した地域でも、3 年間で 40%超の下落であったことに留意下さい。

同様に、インドの借手は米国の借手と非常に基本的な面で異なる点も重要です。インドで最悪のケースが起り、DMI の LTV が 100%を上回った場合でも、供された担保を手放すことによって責任を逃れる米国のオプションはインドには全く存在しないため、借手（当社の厳格な融資契約の下にある）は、依然として当社に全額を返済する必要があります。インドでは破産は清算（米国の「連邦破産法第 7 章」）を意味します。さらに、先日付小切手は、借手にとって禁固刑への非常に強力な脅威となります。

DMI が融資保護の一環として不動産を融資の裏付けとしているのは事実ですが、当社には不動産価格への投機を目的や意図としていません。むしろ当社のビジョンは、インドの債券市場拡大の大きな将来性の恩恵を受けることです（「インドの成長加速が借入需要の増加に帰結」を再読下さい）。DMI は担保を裏付けとする金融業者で、当社が不動産担保に満足できない場合には、LTV を引き下げるか（例えば 50%から 40%）、不動産担保の受け入れを完全に停止します。

最後に、「チーム・バトラ」は、DMI は不動産賃貸業者や不動産金融事業ではないと指摘しています。さらに当社は、担保へのエクスポージャーが 1~2 年の短期融資を行っています。このためローリング・ベースで価格変動に合わせてエクスポージャーをリセットすることが可能であり、アップサイドではより保守的になれる一方、新規融資契約を締結する度に融資のポートフォリオを着実に多様化しています。— そして顧客リストが十分に拡大した段階では、不動産の比率は 20~25%以内に収まると予想しています。

出典: DMI

# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

### 3. 諮問委員会

事業には信用がすべてです。このため DMI は有力者を集めた諮問委員会を有し、ニューデリーの公的／民間セクターの上層部と幅広く密接に連携し、独自の詳細な市場の専門知識と独立した第三者のビジネス・コンサルタントの経験を補完、補足しています。

DMI の諮問委員会が重大な個人的かつ専門的な風評被害のリスクを進んで受け入れ、当社へのアドバイスと支持を行う理由は主に 2 点あります。第 1 に、諮問委員会のメンバーは全員、創業者と長期にわたる個人的な関係を維持しています。第 2 に、これに関係なく諮問委員会のメンバーは積極的かつ全員で DMI のビジネスモデルと戦略を支援しています。— 事実、諮問委員会のメンバー自身が創業者を支援し、これらを改善しています。

上記で触れた通り、DMI の諮問委員会にはラビ・カスパリア氏と R.S. ソディ氏があります。カスパリア氏はユブラジャ・シングの父のいとこの最年長者です（シング氏は DMI の共同創業者の一人です）。R.S. ソディ氏はシング氏の家族の親しい友人です。

当社諮問委員会の二人の名士に参加したのが、グルチャラン・ダス氏（シング氏の叔父）とアルジュン・マルホトラ氏（シング氏の家族の親しい友人）です。

グルチャラン・ダス氏は、プロクター・アンド・ギャンブル・インディア・リミテッドの元 CEO で、プロクター・アンド・ギャンブル本社の上級副社長兼常務取締役を務めました。同氏は業界と政府に対するコンサルタントを務め、シティバンク・インドの諮問委員会会長です。また、SKS マイクロファイナンス・リミテッドの会長とインド最大の製薬会社、ランバクシー・ラボラトリーズ・リミテッドの取締役会メンバーでもあります。ダス氏は *India Unbound* 『インドの解放』および *The Difficulty of Being Good* 『善人の試練』を著しています。

アルジュン・マルホトラ氏は、グローバルな IT ベースの金融サービス会社、ヘッドストロングの CEO 兼会長です。同氏はシリコンバレー・起業家アワードとアルバート・アインシュタイン技術メダルを獲得しました。また 1975 年、インド大手の情報技術企業、HCL グループを共同で設立しました。

ダス氏もマルホトラ氏も、DMI のビジネスモデルに対する最大のリスクはイン

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

ドの銀行がいよいよインドの中小企業に融資を開始することであると述べています。しかし、銀行に対する固定化された、複雑、厳格な規制環境を考慮すると、両氏とも近いうちにこれが実現する可能性は現実的ではないと考えています。しかしダス氏は、他の諮問委員会のメンバーほどは、インドの法律制度の能力と借手の債務不履行時に貸手を有効に支援する権力を信頼できないと補足しています。氏の経験に拠れば、裁判の判決は法改正と同じくらい時間を要すると述べています。

出典: DMI

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

#### 投資機会の概観

インドの法律では、NBFC は当初数年以内に最低 5,000 万ドルの調達が必要です。DMI の場合、5,000 万ドルの調達期限は 2011 年 11 月です。このため、当社は 2010 年末までに最低 3,000 万ドル～5,000 万ドルを調達し、2011 年末までには 8,000 万ドル～1 億ドルに増額したいと考えています。その後、(インドの銀行から) 5,000 万ドルまで融資を受け、合計 1 億 5,000 万ドルを調達する予定です。資産が十分に拡大すれば、非常に控えめに見積もっても、当社は 5 年目までに最低 3 億ドルを調達し、3 億ドルの資産と 1 億ドルの株式資本を有すると予想しています。この場合、自己資本比率は 3:1、負債資本比率は 2:1 となります。(以下のテーブルを参照下さい)

年	資産	負債	株式資本
0	US2,500 万ドル	--	US2,500 万ドル
1	US1 億 5,000 万ドル	US5,000 万ドル	US1 億ドル
2	US2 億ドル	US1 億ドル	US1 億ドル
3	US2 億 5,000 万ドル	US1 億 5,000 万ドル	US1 億ドル
4	US3 億ドル	US2 億ドル	US1 億ドル
5	US 億ドル	US2 億ドル	US1 億ドル

DMI の融資が「スイートスポット」であることを考慮すると、当社の予測は非常に控えめであることを留意下さい。 — この点は既に将来性が証明された現在進行中の機会であり、銀行の企業融資（過大）と零細規模融資（過少）の間で広がっている穴の架け橋となっています。

当社は年間最低収益率を 8%と想定しており、私募または公募/IPO（「株式の現金化」）前の正味年平均リターンを最低 15%と想定しています。ちなみに事業開始 1 年後の当社の未監査の総平均リターンは現在 19.95%であることに留意下さい。DMI が私募または公募/IPO（「株式の現金化」）前に最低 15%の正味年平均リターンを達成した場合、経営陣は以下のロックアップと成功報酬/給与スキームを提案します。

#### ロックアップ・スキーム

最低 5 年間のロックアップ期間中、リターンが分配可能となる前、または私募もしくは公募/IPO（「株式の現金化」）前に、投資家には最低 15%の正味年平均リターンが生じます。同時に DMI は格付機関と契約し、顧客リストを審査し、



# DMI RESEARCH REPORT

## KORIN・コンサルティング

当社に格付けを付与します。次にこの格付けは規模にレバレッジを効かせ、当社の資本コストを引き下げるはずで、また、私募または公募/IPO（「株式の現金化」）により追加のキャピタルゲインが発生し、投資家に生じた正味年平均リターンをさらに引き上げる機会が拡大します。

例： 期間ゼロ（0）に投資家は1ドルを投資します。DMIのベースケースとなる15%の正味年平均リターンを想定すると、期間5までに15%の正味年平均リターンからは2ドルの回収が期待できます（当初元本の1ドルと5年間の平均利息15%から得たキャピタルゲイン1ドルの合計）。さらにこの2ドルに加えて、DMIは当社の簿価を評価する独立した、第三者の投資見解を模索します。評価額を簿価の1.5倍と控えめに見積もると（インドで最良の銀行株は現在簿価の約4倍で取引されています）、当社は約5年後に投資家へ3ドルの支払いを予想します（2ドル x 簿価の1.5倍 = 3ドル） - すべて込みで内部収益率（IRR）25%が達成されます。

年	0	1	2	3	4	5	簿価	合計
投資	\$1.00	\$1.15	\$1.32	\$1.52	\$1.75	\$2.01	1.5x	\$3.02
前年比(%)	15%	15%	15%	15%	15%		50%	

IRR: 0 - 5年 @ 15% 年平均リターン+ 簿価の1.5倍「株式の現金化」によるリターン =

24.74%

現行の最低投資期間を5年にしている主な理由は2つあります。第1に、企業がインド証券取引所に上場する前には、最低5年間の営業実績が必要です。第2に、この5年間のうち、最低でも最後の3年間は黒字経営が求められます。例えば、企業が事業を開始して、当初2年間は黒字が達成できません。しかし、3年目から4年目、5年目にかけて、同社には黒字の維持が求められます。

### 成功報酬スキーム

想定最低収益率8%を上回り30%までのリターンに対して、経営陣はその20%を受け取ります。30%を上回るリターンについては、経営陣は増分の35%を受け取ります。例えばリターンが31%の場合、経営陣は増分の1%のリターンについて、その35%を受け取ります。

成功報酬の一部として、同社の資産が十分に拡大した後に限り、双方の創業者は各々賞与を伴わない100万ドルの固定給与を受け取ります。この固定給与は

## DMI RESEARCH REPORT

### KORIN・コンサルティング

資産がいかにも増加しても変更されないため、資産に対する運用報酬の比率は低下します。

(各創業者は創業資金として約 100 万ドルを当社に出資し、血縁者の累積投資額も 25 万ドルに及ぶことに留意下さい。)

しかし重要なのは、経営陣の段階的成功報酬スキームがいくつかの運用ベンチマークに基づいていることです。その結果、総利益が高ければ経営陣はインセンティブの一部として運用益に対してより高い配分を受けることとなります(以下のテーブルを参照下さい)。

総利益	創業者への正味分配比 (%)	総利益に対する比率 (%)	投資家への正味分配比 (%)	総利益に対する比率 (%)
10%	2%	20%	8%	80%
20%	4%	20%	16%	80%
30%	6%	20%	24%	80%
40%	9.5%	24%	30.5%	76%

出典: DMI

# DMI RESEARCH REPORT

KORIN・コンサルティング

付録

削除済 / 機密

KORIN・コンサルティング