



# インドM&A市場

## — 機会と課題

M&Aアドバイザー・サイナテクノロジーズ株式会社 代表

**吉仲 滋**

### 1. はじめに

2014年第3四半期（10月～12月期）におけるインド国内総生産は前年同期比7.5%増と、第1四半期の6.5%増、第2四半期の8.2%増に引き続き順調で、インド中央統計局は今年度通期のGDP成長率見通しを7.4%増と公表した。人口減少社会を迎える日本にとって経

#### 〈目次〉

1. はじめに
2. インドの経済概況と、落ち着きつつあるインフレ
3. インドM&A市場  
— 2014年の市場規模とトレンド
4. インドM&Aの規模感とプロモーターの存在
5. 日本の事業投資家、金融機関のインド市場での機会

済成長著しいアジア諸国の躍進をどう取り込み、その成長の支援をし、互惠関係をいかに築いていくのかは政策的にもビジネス的にも大きな課題である。インドは人口規模と成長力からその戦略の中核にあるべきはずである。しかし現状では未だ「最も赴任したくない国」と揶揄されるように、日本人ビジネスマンにとって心理的ハードルの高い地域であるのも事実。本稿では、著者のこれまで8年間に渡るインド企業への対日進出支援、日本企業への対印進出支援ビジネスを通じての経験をもとに、インドM&A市場の現状とそのM&Aを支援する立場である金融機関、いわゆる投資銀行にとっての機会と課題について考察した。

### 2. インドの経済概況と、落ち着きつつあるインフレ

12億1,057万人（2011年国勢調査）の人口

を抱えるインドの経済規模は、名目GDPで1兆8,768億ドル、PPP（購買力平価）ベースでは6兆7,760億ドル（2013年IMF）なので、日本の4兆8,985億ドル、4兆6,676億ドル（2013年、IMF）と比較して、名目ベースで日本の1/3強、PPPベースですでに日本を上回っている（注1）。「1人当たりGDP」を考えると、インドは依然としてそれほど豊かではないのも事実であるが、それでも3億人と言われる中産階級の生活水準はここ数年で急速に向上しており、日本企業が、毎年7～8%の巡航速度で成長を続けるインド経済に参入する恩恵は計り知れないと言えるだろう。

PPPの代表例として引き合いに出される英エコノミスト誌のビッグマック指数によると、日本のビッグマックの価格は3.14ドル（370円、2015年1月）、これに対してインドは1.89ドル（116.12インドルピー、日本円では約232円に相当）である。インド価格は日本価格の約63%（税抜き）で、国際的にも割安である（注2）。

一方でエコノミスト誌は、スターバックス指数（トールラテ指数）と称してスターバックスのトールラテの値段も国際比較している。著者が2014年暮れに滞在した時の価格では、ムンバイのBKC（注3）のスターバックスでトールラテが145ルピー（税抜き価格、約290円。実際にはVAT（消費税）とサービス税（“Dine-in”＝イートインの場合に課税）が合計で約17.5%付く）。これは日本での価

格（トールラテ370円、税込抜き）の約78%（税込での比較だと約85%）の水準であった。いずれにしても、国際的なフランチャイズ商品の価格は、日本もインドも大きな隔たりはないものの、やはり安めで、それがPPPベースのGDPに反映されている。インドの消費者の購買力は、名目GDPを指標にしたのでは見誤りかねない。インドの消費市場の急速な拡大に日本企業は目を向けざるを得ないはずだ（注4）。

諸悪の根源と言われてきたインドの2桁のインフレ率は、ここ数年で徐々に下落してきたものの、依然として7～8%で、RBI（Reserve Bank of India：インドの中央銀行）のたび重なる利上げにもかかわらず、高い水準であった。しかし最近の原油価格の大幅な下落から燃料・電力WPIの伸び率は急速に静まってきた。インドは鉄鉱石、石炭、ボーキサイトを始め豊富な鉱物資源を持つ。しかし原油に関しては純輸入国であり、原油価格の大幅な下落はインドの経済成長にとって明らかな追い風になる。ここ数カ月間のCPIは前年比5%増水準となり、ようやくインフレターゲットの4%に近づきつつある。

### ■ 3. インドM&A市場 —2014年の市場規模とトレンド

2014年のインドのM&A市場は、グラント・ソントン・インディアLLPの調査によると（注5）、金額ベースで前年比35%増の381億

(表1) インドのM&amp;A市場の概要

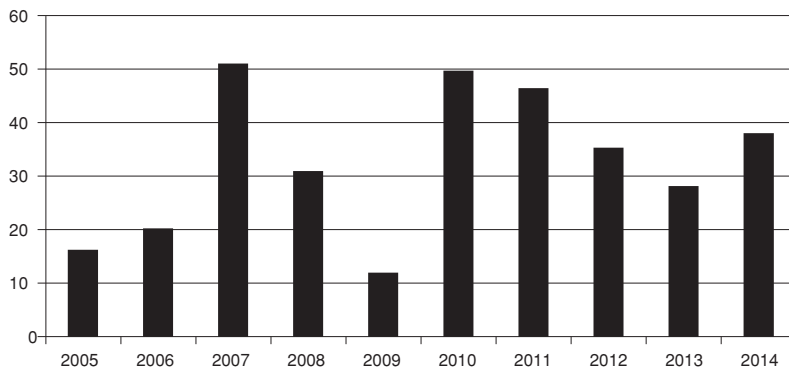
百万米ドル	2012	2013	2014	前年比	
				2013	2014
国内	6,088	5,636	16,316	-7.4%	189.5%
クロスボーダー	14,507	17,985	17,810	24.0%	-1.0%
インバウンド	5,955	8,736	11,829	46.7%	35.4%
アウトバウンド	8,552	9,249	5,981	8.2%	-35.3%
合併・再編	14,789	4,541	3,989	-69.3%	-12.2%
合計M&A	35,384	28,162	38,115	-20.4%	35.3%
プライベートエクイティ	7,378	10,007	12,358	35.6%	23.5%
総合計	42,762	38,169	50,473	-10.7%	32.2%

件数	2012	2013	2014	前年比	
				2013	2014
国内	233	218	253	-6.4%	16.1%
クロスボーダー	262	221	283	-15.6%	28.1%
インバウンド	140	139	166	-0.7%	19.4%
アウトバウンド	122	82	117	-32.8%	42.7%
合併・再編	100	58	37	-42.0%	-36.2%
合計M&A	595	497	573	-16.5%	15.3%
プライベートエクイティ	401	450	604	12.2%	34.2%
総合計	996	947	1,177	-4.9%	24.3%

(出所) Grant Thornton India LLP, Deal Tracker 2014

インドM&amp;A市場の推移 (単位: 10億ドル)



(出所) Grant Thornton India LLP, Deal Tracker 2014

1,500万ドル、数量ベースで前年比15%増の573件となり、1ディール当たり平均サイズは6,700万ドル(前年比17%増)であった。過去10年のトレンドを見てみると、市場は右肩上がりでも拡大したわけではなく、それぞれの年の景気の状態や大型案件の有無が影響を

与える、シクリカルな動きが特徴的だ(表1参照)。国内M&A(in-in型)がこのうち43%、クロスボーダーM&Aが47%、合併・再編が残り11%という構成比である。クロスボーダーM&Aの内訳として、インバウンドM&A(海外企業によるインド企業の買収)の構成

(表2) 日本企業が関与したインドM&amp;A (2014年)

	投資家	被買収会社	セクター	百万ドル	持分	概要
1	Sun Pharmaceutical Industries Ltd	Ranbaxy Laboratories Ltd	医薬品	3,200	100%	ジェネリック医薬品、売主は第一三共
2	ソフトバンク	Snapdeal	IT	627	NA	eコマース
3	ソフトバンク	Olacabs	IT	210	NA	タクシー配車アプリなど
4	Meiji Seikaファルマ	Medreich Ltd.	医薬品	290	100%	ジェネリック医薬品の製造会社買収
5	日本生命	Reliance Capital Asset Management	金融	108	9%	投資信託運用会社への持分引き上げ
6	NTTコミュニケーションズ	Netmagic Solutions Pvt Ltd.	IT	96	8%	データセンターへの出資
7	日本農業	Hyderabad Chemicals Ltd.	農業	—	74%	農業製造販売の買収
8	三井住友信託銀行	Reliance Capital Ltd.	金融	58	3%	リライアンスの新銀行への出資を予定
9	明電舎	Prime Electric Ltd.	製造業	—	23%	変圧器製造会社への出資で共同事業を目指す
10	東芝	UEM India Pvt Ltd.	製造業	20	26%	排水処理施設建設への出資で共同事業を目指す

(出所) グラントソントン、各社HP、各社発表資料より著者作成。持分は最終的な持ち株比率ではなく、今回の増資分のみ。

比が31%、アウトバウンドM&A（インド企業による外国企業の買収）が16%だった。日本に関するM&Aは、金額ベースでインバウンド（日本企業によるインド企業の買収）が9億200万ドル、アウトバウンド（インド企業による日本企業の買収）が3億ドルであった。

2014年の最も顕著なディールはインドのジェネリック医薬品のサンファーマ社によるインドの同業ランバクシー社の買収であろう。これは総額32億ドルで、当年のインドM&Aディールで最大のものであった。売り手は日本の第一三共であり、日本の各メディアはインド大型M&Aの失敗例として盛んに記事にした。次いでソフトバンクによる2件の投資、すなわちスナップディール社（eコマース）とオラキャブ（タクシー配車、社名はANI Technologies Pvt Ltd）で、それぞれ6億2,700万ドルと2億1,000万ドルである。ほかにMeijiSeikaファルマによるメドライク社（ジェネリック医薬品）の買収（2億9,000万

ドル）、日本生命によるリライアンスキャピタルアセットマネージメントへの追加出資（1億800万ドル）。以上5件が1億ドルを超える日本企業が関与したディールである（表2参照）。

インドM&Aを考えた場合、1）インドで比較優位にある産業を買う、2）インドで必要性・需要が高く、高成長が期待できる産業を買う、という2つの選択肢が有用であると思われるので、IT、ジェネリック医薬品などインドが国際的に強みのある分野や、インフラ、消費のように高い需要がある分野が、今後も買収の焦点になるはずだ。ソフトバンクが目をつけたインドのeコマース分野（スナップディール社）はITの強みと現在急成長している消費分野の2つの組み合わせであり、またオラキャブへの出資は、後述するが、インドで地域外から来訪する旅行者・ビジネスマンが直面するタクシーサービスへの不信任感・不安感をスマホアプリなどで払しょくする好感を持たれるサービスである。一方、イ

(表3) インドM&Aの1ディール当たりのサイズ

百万米ドル	2012	2013	2014
国内	26.1	25.9	64.5
クロスボーダー	55.4	81.4	62.9
インバウンド	42.5	62.8	71.3
アウトバウンド	70.1	112.8	51.1
合併・再編	147.9	78.3	107.8
合計M&A	59.5	56.7	66.5
プライベートエクイティ	18.4	22.2	20.5
総合計	42.9	40.3	42.9

(出所) Grant Thornton India LLP, Deal Tracker 2014

インド側からの要請としてあげられるのが、1) 日本の先進的技術導入に対する期待、2) 新たな投資資金の供給、3) 高金利のデットをエクイティに振り替えることによるキャッシュフローの改善、の3つがその主なもの。日本側とインド側のニーズとデマンドは、うまくかみ合えばwin-winの関係となるはずである。

#### ■ 4. インドM&Aの規模感とプロモーターの存在

表3に示すように、インドM&Aの平均ディールサイズは、PE投資も合わせると4,000万ドルから6,000万ドルである。実際、1億ドルを超える中大型案件はそれほど多くなく、「2,000万ドル～5,000万ドルあたりがボリュームゾーンでありスイートスポット」(米大手投資銀行のインドM&A担当ディレクター談)という話も聞かれる。ディールサイズはその国のビジネス規模、経済規模とある程度相関すると考えられる一方で、対象となる

特定の産業の規模やその時その時のトレンドも重要な説明変数であると思われる。しかし1つここで説明しておきたいのが、プロモーターと呼ばれる存在である。

インドのM&Aを語る場合、「プロモーター」がキーパーソンの1人になる。Promoterを辞書で調べると、「会社の設立時の発起人」とある。しかしインドに言うプロモーターは日本で言う「発起人」のニュアンスではない。インドのプロモーターとは、その会社の創業者であり、株式の大半を握る筆頭株主であり、現社長または現会長でもある。そのような株主をプロモーターと呼び、買い手企業はプロモーター個人と株式の譲渡について交渉するのが一般的だ。

インド企業の多くは家族経営で、売り買いするものよりも代々引き続いて行くもの、との考えが未だ根強く、近代的な株式会社の形態、すなわち経営と所有の分離は、端緒に就いたばかりである。ちなみに現在のインドには相続税はないので、なおさら相続による持分の希薄化は起きず、代々引き継ぐコストが

(表4) 大手IT企業のプロモーター保有比率 (%)

	プロモーター	機関投資家	個人投資家	政府	その他	合計
2004	57.2	8.1	10.5	2.3	21.9	100.0
2005	55.5	7.3	11.4	2.0	23.7	100.0
2006	53.9	8.1	10.8	2.0	25.3	100.0
2007	52.5	9.4	11.1	1.8	25.2	100.0
2008	51.0	10.2	7.7	1.6	29.5	100.0
2009	52.4	12.0	8.6	1.4	25.6	100.0
2010	50.2	14.2	6.8	1.8	27.1	100.0
2011	50.4	12.4	7.8	1.8	27.6	100.0
2012	49.5	12.4	7.2	1.0	29.9	100.0
2013	45.1	12.4	6.2	1.0	35.3	100.0

対象はHCL, HEXWARE, INFOSYS, INFOTECH, MPHASIS, NIIT, TCS, TECHMAHINDRA, WIPRO, ZENSAR (出所) インド・マイソール大学 Vincent Konadu Tawiah ほか。

“Who Owns Indian Companies? A Decade Of Shareholding Patterns Of Automobile And It Industry” より。  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2534899](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2534899)

安いこともこの傾向をサポートしている。

このため、巨大企業であっても実質家族経営であり、株式の過半をプロモーターファミリーが握っているのはよくある話である(表4参照)。インドの株式市場は実質BSE(ボンベイ証券取引所)とNSE(ナショナル証券取引所)の2つに集約され、主要企業はその両方で重複上場されている。特にBSEは東証より古いアジア最古の取引所であり、上場銘柄は5,576社(注6)もあり上場銘柄数では世界最大。一方、NSEは1992年に開設されたトレーディングのコンピュータ化をインドで最初に実現した先進の取引所である。両取引所ともにムンバイに本拠を置く。しかし株式上場に当たって浮動株比率の要件がゆるく、上場企業であっても株式の大半をファミリーで保有し、流動性に問題のある企業が多い。取引所自体からしてこのようにプロモーターによる支配権の集中を許しているのである。

前近代的なガバナンスによる透明性の欠如

は、買収側にとってデューデリジェンスコストと資本コストを引き上げるので、投資家からするとリスク回避もあって大型M&Aよりも中小規模のディールが多くなる傾向があると考えられる。

もっとも、若い経営者のなかには、IT企業を興し、それが軌道に乗ったら外国の大手企業に売り、また新たなIT企業を興す、といったシリコンバレー流の経営が徐々に浸透してきた。その背景にあるのはインドでもPEファンドが活発に投資活動を行い始め、そのエコシステムができてきたことと、またインド人富裕層は子息をアメリカのビジネススクールに留学させ、アメリカ流の経営学を学んだ彼らが家族経営の企業を引き継ぐようになってきたこともその要因であるように感じられる。今後アメリカ流のガバナンスの浸透によりインド企業の透明性は向上していくはずで、グローバル経済の統合化によるビジネスチャンスの拡大も手伝い、ディールサイ



ズも徐々に大型化していこう。

## ■ 5. 日本の事業投資家、金融機関のインド市場での機会

日本の金融機関にとってのインドM&A市場における機会は大きく分けて2つある。1つは財務アドバイザーとして事業会社のインド企業買収を指南する助言ビジネス。もう1つはPEファンドのGP、あるいはLPとしてインドビジネスへの直接参加（投資）。そのどちらを取るにせよ、インド国内に拠点開設が必要で、またインド担当人材の養成と配置も不可欠である。ここで2つの課題が浮かび上がってこよう。1) インド担当者の人選とそのモチベーション、2) 中規模案件の多いインドM&Aに対するコスト構造をどうするのか、である。

「インド」は好きになる人と嫌いになる人、両極端なので、インド赴任やインド担当者の人選は単なるトップダウンでは決められない。インド人の心を掴み、クライアントの利益となるアドバイスを継続して提供できる組織作りには、まずインドスペシャリストの養成から始める必要がある。特定のインド人グループとの個人的親交がより良いM&A情報、投資情報の取得には不可欠で、それにはそれなりの時間がかかる。日本人が考えるような企業ブランドはインドではほとんど通用しないと考えた方がよい。インド人は組織へのロイヤルティよりもファミリーや近い関

係の友人知人へのロイヤルティの方が高い傾向にあるからである。

次にコスト構造である。大手投資銀行が手掛けられない中規模案件がインドでは多く、それを低コスト体制を構築して手掛けるか、あるいは儲からないので切り捨てるかは経営判断である。それでも、インドでは大手銀行の証券子会社がM&Aの仲介を積極的に手掛けているので（たとえばインドステート銀行 State Bank of Indiaの証券子会社であるSBI Capital Markets社など）、いかにして低コストのオペレーションを構築できるのが焦点となるだろう。

成田から直行便がデリーに飛び、インディラガンディー国際空港に降りる。先進国はもとよりアジアの新興国でも空港からタクシーを拾ってホテルへ行くのに大きな問題はないはずだ。しかしデリーでは、やり方を間違えるとひと悶着ある。「1万8,000ルピー（約3万6,000円）でどうだ？」と、乗り込んだタクシーのドライバーが値段交渉を持ちかけてくるケースがままある。市街地のホテルまで1時間くらいの乗車で通常のメーターだと600ルピー（約1,200円）くらいなので、相場のざっと30倍だ。日本人旅行者は相場感がないので、納得できないものの、英語での交渉が面倒なのでついつい「yes、yes」と言ってしまうかもしれない。このタクシー・ハプニングが、インドビジネスの本質そのものだ、と著者は考えている。

「600ルピーを払う側なのか、1万8,000ル

ピーを払ってしまう側に落ちるのか」

「成長するインド市場へ参入するのか、やめておくのか」

しかしながら、インド市場を諦めるには、その成長性や市場規模は魅力的過ぎるとの意見に異存はないはずである。リターンの源泉は適切に取ったリスクであり、インドM&Aでもそれは方法が適切である限り、ESGリスクのコントロール<sup>(注7)</sup>は可能な範囲であると考えられる。

(注1) 出所：[http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_GDP\\_\(nominal\)](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(nominal))、および  
[http://en.wikipedia.org/wiki/List\\_of\\_countries\\_by\\_GDP\\_\(PPP\)](http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_countries_by_GDP_(PPP))より。元資料はIMF2013年

(注2) 出所：<http://www.economist.com/content/big-mac-index>

インドでは一般に牛肉を食べる習慣が乏しいので、インド版ビッグマックは、パテをチキンに替えた「チキン・マハラジャ・マック」で、英エコノミスト誌もインドのビッグマック指数はマハラジャマックの価格を代用に使っている。

<http://www.mcdonaldsindia.net/burgers-and-wraps/chicken-maharaja-mac.aspx>

(注3) BKC=Bandra Kurla Complex。ナショナル証券取引所を始め大手銀行や大手企業オフィスが集積するムンバイ市の新興ビジネス街。

(注4) バンガロールをはじめとする都市部のショッピングモールの光景は、シンガポールや東京と変わらない。日本の読者は、横浜のクイーンズスクエア、豊洲のららぽーと、川崎のラゾーナなどを思い浮かべていただきたい。

(注5) ロンドンに本拠を置く世界6位の国際会計監査ファームのインド法人。資料はDeal Tracker Annual Edition 2014より同社の許可、協力により

使用した。

出所：<http://www.grantthornton.in/transactions/dealtracker-annual-edition-2014/>

(注6) 出所：World Federation of Exchanges（国際取引所連合）

<http://www.world-exchanges.org/statistics/monthly-reports>

(注7) ESGリスクとは、Environmental, Social, Corporate governance Riskのこと。

[http://en.wikipedia.org/wiki/Environmental\\_social\\_and\\_corporate\\_governance#Management\\_structure](http://en.wikipedia.org/wiki/Environmental_social_and_corporate_governance#Management_structure)



#### 吉仲 滋（よしなか しげる）

無線通信の研究開発職を経て和光経済研究所にてハイテク担当証券アナリスト業務に従事。その後パークレイズ証券、SGウォーバーク証券、コメルツ投信にてアナリスト、WestLB証券にて調査部長、インド3位のビルラ財閥にて金融IT部門日本責任者を歴任。現在インド、ベトナム企業M&A業務を遂行中。理学士(原子核物理学・山形大学)。