

インドにいつ投資すべきか ——「2つの競争」と「インフラ整備」——

国際協力銀行 ニューデリー駐在員事務所
首席駐在員

大矢 伸



2つの競争

企業にとってインドの最大の魅力は「成長する市場」だが、同時にインドは「競争の厳しい市場」としても知られている。他の外国企業との競争はもちろん、インド地場企業とも厳しい競争を強いられる。企業は競争に勝って初めて「成長する市場」の恩恵に浴す。

他方、国家も直接投資の受入先としての地位を他国と競争している。企業は、「成長する市場」に魅力を感じつつも、許認可取得や土地買収の容易さ、インフラ整備の状況、労働コストなどさまざまな要素を考慮してインドへの投資を決定する。もし他国の投資環境のほうが総合的に優れているのであれば、企業はインドではなく他国を選ぶ。インド地場企業にとっても、国内（インド）投資にホームカントリーバイアスがあるものの、他国の投資環境が相当優れていると考えれば海外に投資を行う。国家も直接投資受入国として他国と競争している。

このように、直接投資を巡る競争を「企業の競争」と「国家の競争」という「2つの競争」として眺めれば、ビジネス環境の改善の働きかけがもつ複層的の意味に気づく。ビジネス環境の改善は、通常は、特定国からの投資だけではなく、ましてや特定外国企業のためではなく、恩恵は広く外国企業全般に及ぶ。許認可手続きの迅速化やインフラ整備といったビジネス環境の改善は、外国企業のみならずインド企業にも恩恵を及ぼす。したがって、日本企業やインド日本商工会からの投資環境改善のための要望は、特定企業の障害除去を越えて、投資先としてのインドの競争力を高めるための公共財の提供ともいえる。

さらに、連邦制をとるインドにおいては「州の競争」も存在する。たとえば、硬直的な労働法制のために労働集約的な製造業の発展が阻害されているという問題意識はインド政府ももっており、すでに改革に着手しているが、ラジャスタン州はさらに進んだ改革を率先して実行した。インド政府はこうした州政府のイニシアチブによる州の間の改革競争を歓迎しており、協力的・競争的連邦主義がインド全体の投資環境改善に資することに期待を表明している。

ボトルネックとしてのインフラ

インドが「国家の競争」に勝つために必要なことは何か。広くは投資環境の改善だが、なかでもインフラ整備は特に重要である。国際協力銀行は毎年日本企業に「海外直接投資アンケート」を実施しているが、直近の2014年度版においても、インド向け投資の課題のうち最大のもは「インフラが未整備」であり、回答企業の51.6%がこれを挙げている。インド政府自身も近時インフラ整備の重要性を強く認識している。インド向け投資を増やすためにはインフラ整備が不可欠である。

インフラ整備には莫大な資金が必要となるが、そのすべてを政府支出で賄うことは不可能であり、Public Private Partnership (PPP) というかたちで民間の知恵と資金を導入することが重要となる。財政が厳しいインドは以前よりPPPに力を入れており、相当の実績を有する。たとえば、電力では全発電容量268GWのうち、37%に相当する98GWを民間企業が保有・運営する。デリー、ムンバイ、ハイデラバード、バンガロール、コチの空港は民間企業が保有・運営するとともに、さらに他の空港の一部についても民営化の動きがある。道路は、2007年4月から12年3月までの5年間、国の高速道路(National Highway) 建設のための支出のうち41%が民間事業主体によるものである。このように、これまでにはインドの地場企業(デベロッパー)の強気の事業権入札と地場銀行による積極的な融資に支えられてインドのPPPは大きく拡大してきたが、最近、デベロッパーの負債比率の上昇や地場銀行の不良債権比率の上昇といった逆風の中、PPPによる新規案件にブレーキがかかっている。こうしたなかで、たとえば、道路ではPPPではなくEPC事業(国や州が資産を保有・運営し、民間企業は道路の設計・建設のみを行う)の比率が増え、また、電力では売電契約の内容を事業者に有利なかたちに変更すべく事業権入札の枠組みの改善に向けた議論が行われている。

PPPを巡る議論の3つの段階

あるべきPPPの姿に関する議論にはいくつかの段階がある。第一の段階は、政府側はリスクはすべて民間が負うべき (PPP as Pure Private Project) と考え、民間側はリスクはすべて政府が負うべき (PPP as Pure Public Project) と考え、議論が平行線に陥るといふ段階。この段階においては、政府は「プロジェクトに対して (リスクをとる) 民間資金が不足している」と考え、民間は「民間資金に対して適格なプロジェクトが不足している」と考える。

第二の段階では、第一段階における両サイドの議論は極端なものと否定したうえで、最も効果的にリスクをコントロールできる主体が当該リスクをとるべきとの原則に立って、政府と民間でリスク配分を行うべきと考える。いわば比較優位に基づくリスク配分の考えであり、哲学としては正しいものの、神学論争に陥りやすい。たとえば、法制変更リスクは政府が比較優位をもち、完工リスクは民間が比較優位をもつと考えられるが、需要リスクはどちらに比較優位があるのか。道路の需要リスクを考えると、道路整備計画を作るのは政府という立場からは、競合道路の許可を含めて国に比較優位 (責任) があるといえるが、地域の企業立地に基づく物流動向の予想や道路の適切な維持・管理などの営業努力を通じた需要の創出は民間に比較優位 (責任) がある分野ともいえる。このように、最も効果的にリスクをコントロールできる主体に関して、必ずしも関係者のコンセンサスが得られるとは限らない。

こうした神学論争を超える第三の段階の議論としては、政府は目標の数値を達成すべく柔軟に支援を提供するというアプローチもあろう。リスクを固定的に配分するのではなく、目標とするPPPを達成するために必要な政府支援を提供するという実際的な考え方である。民間がPPPに積極的な時期においては政府へのリスク配分は少なく済み、逆に民間が慎重なときは政府がより多くのリスクを引き受けることになる。道路でいえば、民間が積極的なときには需要リスクを民間がとるツール型とし、民間が弱気な場合には政府が需要リスクをとって定額支払いを約すアニュイティー型とするなど、状況に応じた現実的な制度設計を行うという考え方である。なお、政府支援には、リスクテイクに加えてViability Gap Funding (VGF) による補助金供与もあり、VGFを活用することで個別案件ごとに政府支援のレベルをきめ細やかに調整することが可能となる。

上述の地場企業の負債比率上昇などにより、現在インドでは、強気な民間セクターがけん引するこれまでの

PPPの継続が困難になっているが、上記の第三の段階の議論を踏まえて、政策を見直すよい機会が到来しているといえよう。

インドにいつ投資すべきか

以上みてきたとおり、インドは「成長する市場」という魅力がありながらも、インフラを含めた投資環境については改善の余地が大きい。では、そのようなインドに外国企業は投資すべきか。また投資する場合に最適なタイミングはいつか。

「2つの競争」を考えれば、インフラ整備を含めて投資環境が大いに改善したところには、企業の競争はより厳しくなっている可能性が高い。インドに遅れて進出しても、高い技術力や世界的ブランドで先行者を追い抜く力をもった企業もいるだろうが、環境整備を待たずに他社に先んじてインドに進出し、先行してサプライチェーンや販売網を確立してインド国内での知名度を高めておくという戦略もあろう。一般に後者の戦略はリスクが高いがリターンも大きい。こうしたリスクテイク型の戦略をとれるかどうかは、個々の企業の文化にもよるが、日本企業全体でみた場合には、コーポレートガバナンスのあり方も影響する。銀行 (債権者) や従業員にとっては、企業の存続が何よりも重要であり、リスク回避を指向するが、株主は、アップサイドのメリットを享受するとともにポートフォリオによるリスク分散も可能なために、長期的な企業価値最大化のためのリスクテイクへの許容度が高い。したがって日本版スチュワードシップ・コードの浸透などによる株主の力の増大は、リスクテイクの積極化につながる可能性がある。

もちろん、インドにいつ投資すべきかは、セクターや個別企業の置かれているポジションにより異なり、唯一の正解は存在しない。検討の結果、投資するという結論を得る企業もあれば、投資しないという結論に至る企業もあろう。ただ、今後ますます多くの日本企業にとってインド投資が真剣な検討を要する課題となることは間違いない。雰囲気あおに煽られた拙速な投資は避けるべきだが、他方、投資をしな~~い~~先送りすることにもリスクが伴うことを忘れてはならない。(2015年5月16日、記)

※筆者略歴：1991年日本輸出入銀行入行、98～2001年世界銀行、05～06年日本カーボンファイナンスで南アジアを担当、06～08年国際協力銀行東南アジア地域担当課長、08～11年CEO秘書、11年～石油・天然ガスセクター担当課長、12年5月より現職。休日はインド国内旅行とサッカーを楽しむ。東北大学法学部卒、ボストン大学大学院法学修士。

