

インド進出日系企業の業績と経営課題

——インド上場企業 23 社の事例研究を通して——

安 積 敏 政

- I はじめに
- II パラダイムシフトしたアジア
- III 日本企業のインド進出実態
- IV インド証券取引所の概要と上場実態
- V インド上場企業 23 社の事例研究
- VI 事例研究から見る経営課題
- VII おわりに

I はじめに

1. 本研究テーマ設定の背景

日本は 1991 年のバブル経済崩壊後、四半世紀にわたってアジアのダイナミックな経済成長から取り残されている。一方、1991 年に外資規制緩和を開始したインドは、外資導入をてこに成長路線を歩んでいる。外資規制緩和の前年の 1990 年、インドの GDP (国内総生産) は日本の 1 割の規模であった。2016 年現在、インドの GDP は、日本の GDP 約 500 兆円の半分近いレベルまですでに迫っており、さらに 2017 年 4 月発表の IMF (国際通貨基金) の 2017 年～2022 年予測によれば、2022 年には日本の GDP の 7 割超に達する見込みである。従来、あり得ないと考えられていた「インドの GDP が日本を追い抜く日」が今日、日本の産業界の俎上にのぼろうとしている。こうした経営環境下で持続的成長性と収益性を海外に求める日本企業のインド進出は年々加速している。

インドのダイナミックな経済発展の中で、日本企業の現地法人の過去から今日に至る業績を把握し、経営課題を浮き彫りにすることは、既存進出企業はもとより今後インド投資を計画する多くの日本企業にとっても示唆するところは大きい。また 2016 年 10 月現在、インド進出企業数が 1300 社を超えた今日、このテーマは時宜に適っていると考えられる。

2. 先行研究

インドにおける日本企業の経営に関する学術的研究の多くは、現地法人の業績を具体

的に把握する困難さから「定性的なアプローチ」となっている。また、マーケティングや人事のような一つの経営機能に特定した「職能特化型アプローチ」になったり、研究者の人脈のある特定企業をとりあげた「1社深掘型アプローチ」や「成功物語談的アプローチ」である。したがって定量的、時系列的、業種横断的、総合的なアプローチによる研究論文は、本稿テーマでは見つけることは困難であった。

3. 研究方法

1970年代からインドに進出した日本企業の多くは、マイノリティ出資かマジョリティ出資かを問わずインド政府の外資政策により合弁形態を余儀なくされると同時に、合弁パートナーの意思を反映してインド証券取引所に上場した。歴史的には、上場がまずボンベイ証券取引所 (BSE) になされ、ナショナル証券取引所 (NSE) の設立とともにこの2大証券取引所に上場し、企業によってはカルカッタ証券取引所 (CSE) など合弁パートナーの本社のある地方の証券取引所へ上場を拡大した企業もあった。

日本の産業界から見てインドが本格的に期待値の高い新興国になったのは、1991年にインド政府が外資に対する規制緩和策を打ち出した以降である。その後、四半世紀が経過したが、果たして日本企業はインドにおいて所期の業績、期待の業績を上げているのだろうかという疑問がある。少なくとも産業界は企業経営である以上、株主をはじめとするステークホルダー (利害関係者) に対する責任があるので最終的な経営判断はすべて数字によって行われる。

以上の疑問に対する研究方法は、インドに進出した日本企業で BSE または NSE または両方に上場している現地法人の業績を数字で判断する定量的かつ時系列的な手法である。研究対象とする企業をインド進出のパイオニア的業種であった家電、電子部品、二輪車、自動車、自動車部品、機械に加えて化学、製薬、インキ、塗料、文房具などから23社選んだ。対象企業の日本の親会社は、大企業、中堅企業、中小企業と広範にわたる。

これら23社の1996年～2016年の具体的な業績把握のため、各社の現地法人の英文アニュアルレポート (年次報告書) をインド証券取引所から入手し分析した。各社の年次報告書は平均100頁ほどであり、対象とした10年間分で1社あたり1,000頁に及んだ。23社で2万3,000頁を読み込む労働集約的作業ではあったが、資本金、株主構成、

1 インドルピー (以下“ルピー”と略す) は、1970年代から2017年の今日まで対米ドル、対日本円の為替レートは大きく変動している。本稿中に使用される換算レートは以下の原則で記載されている。各社が発表時に、(1) 邦貨換算レートを付記した場合は、そのままレートを転記して邦貨換算額を採用。(2) 使用された邦貨換算レートは付記されていないが、邦貨換算額のみ記載されている場合は、そのまま邦貨換算額を採用。(3) 前記(1)と(2)以外で筆者が文中で邦貨換算額を併記する場合には、一律、1ルピー=1.7円を採用している。

売上高，輸出額，利益，資産，キャッシュフロー，法人税，配当，ロイヤリティの推移といった経営上の基本項目を把握するためには避けて通れない方法であった。本稿では，以上の分析結果から見えてくる日本企業のインド進出検討から現地経営ならびに事業撤退までの経営課題について考察した。

Ⅱ パラダイムシフトしたアジア

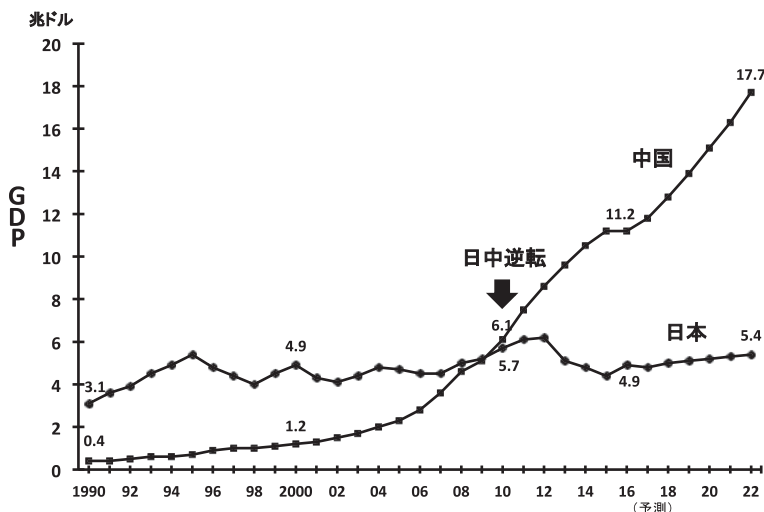
1. 日本の GDP の 3 倍規模となる中国

日本と中国の GDP の推移を 1990 年から 2016 年までの 27 年間の実績値と，2017 年から 2022 年までの 6 年間の予測値を表したのが図 1 である。出所は IMF の「World Economic Outlook Database April 2017」に基づく。

1990 年，日本の GDP 3 兆 1,406 億ドルに対して中国は 3,986 億ドルであり対日本比 12.7% と 1 割超の経済規模であった。その後，日本は 1991 年にバブル経済の崩壊に直面し，経済の長期的な停滞局面が続く一方，中国は外資導入と日米欧の先進国向けを中心とした輸出をてこに大きく経済が成長した。2000 年には日本の GDP 4 兆 8,873 億ドルに対して中国は 1 兆 2,149 億ドルとなり，対日本比 24.8% と 4 分の 1 の経済規模に成長した。

2000 年代（2001 年～2010 年）に年平均成長率 18.2%（ドルベース）という高い経済成長を遂げた中国は，2010 年の GDP が 6 兆 663 億ドルに達し，日本の 5 兆 7,001 億ドルを初めて追い越した。「GDP の日中逆転」が起き，経済規模という面では日本は「アジアの盟主」，「アジアのリーダー」から陥落した。その後も急成長を遂げる中国経済の

図 1 日本と中国の GDP 推移



出所：IMF「World Economic Outlook Database April 2017」

躍進は続き、2016年にはGDPが11兆2,182億ドルとなり同年の日本のGDP4兆9,386億ドルに対して2.2倍超の規模になっている。

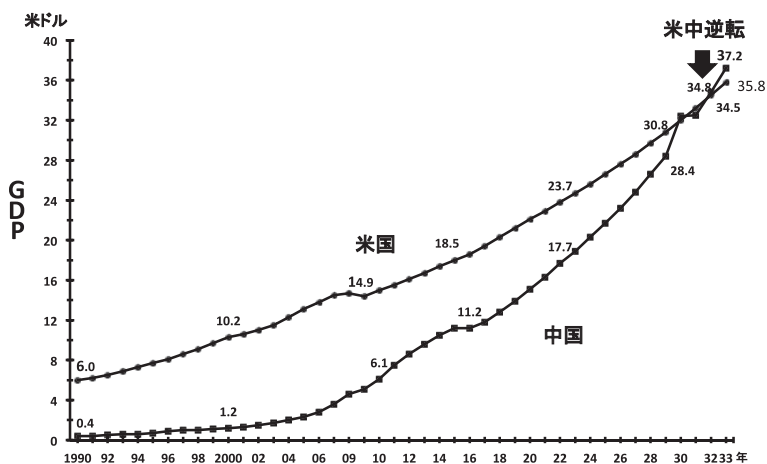
IMFの2017年～2022年の予測値によれば、2022年の日本のGDP5兆3,681億ドルに対して中国は17兆7,066億ドルと対日本比3.3倍の規模に急拡大する。中国は1990年から30年間で、日本の1割超の経済規模が3倍超になることが予測されている。

2. 米国のGDPを追い抜く中国

前節の日中比較に次いで本節では米中の経済規模の変化を図2で見る。1990年、米国のGDP5兆9,795億ドルに対して中国は3,986億ドルであり対米国比6.6%と1割以下の経済規模であった。この米中格差は、年を追うごとに縮小している。2010年には米国14兆9,644億ドルに対して中国6兆663億ドルと対米国比40%となり、さらに2016年現在、米国が18兆5,691億ドルに対して中国が11兆2,182億ドルと対米国比60.4%に上昇している。IMFの2017年～2022年の予測値によれば、2022年の米国のGDP23兆7,603億ドルに対して中国は17兆7,066億ドルと対米国比74.5%となり米国の4分の3規模に急拡大する。

経済規模で世界1位の米国を2位の中国がいつ追い越すかという予測は各種経済予測機関から今後も発表されると思われる。IMFが予測した2017年～2022年の年平均成長率の中で、2022年の対前年成長率（米国3.8%、中国8.4%）を仮に2023年以降にそのままスライドすると、2029年に中国のGDPは31兆1,400億ドルに達し、同年の米国30兆8,480億ドルを追い越すことになる。また仮に中国の経済成長率が若干の失速に見

図2 中国と米国のGDP推移



注) 2023年以降は、年平均成長率は米国3.8%、中国7.0%で筆者が予測
出所：IMF「World Economic Outlook Database April 2017」

舞われ年率7.0%、米国は上記と変わらず3.8%と仮定すると、2032年に中国のGDPは34兆8,300億ドルに達し、同年の米国の34兆4,990億ドルを追い越すことになる。今後、世界の経済、政治環境は大きく変化し、また米中の政権運営も大きく変化することを想定すれば、上記予測値も大きく変動するであろう。いずれにしても2030年前後に「米中経済の逆転」は起こるものと推測される。

中国の経済規模が存在感を増す世界の中で、中国の政治・経済・外交・軍事などにわたる覇権主義の行方に世界の関心が集まる。米ソ2強の冷戦の時代から米国1強の時代を経て、米中2強の時代がすでに来ている。中国の巨大になった経済規模は、そのまま共産党一党独裁の中国政府の政治、外交、軍事、貿易などあらゆる面に影響を及ぼし始め、その覇権主義はさらに顕著になっていく。中国の持続的な経済発展は、グローバル展開を図る世界の企業にビジネスチャンスをもたらすが、一方では中国政府の政経不可分の覇権主義は、外資系企業にカントリーリスク、ビジネスリスク対応について構造的な見直しを求める。

3. 中国の人口を追い抜くインド

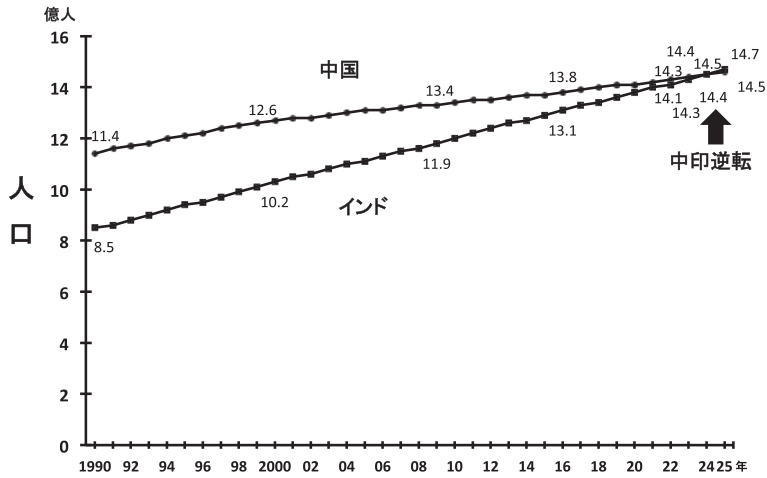
本節では、世界の人口72億9,452万人（2016年）の中で第1位の人口を誇る中国と第2位のインドの人口推移を見る。図3は両国の1990年～2022年までのIMFの実績値と予測値に加えて、筆者がIMFの2017年～2022年の予測年平均成長率における2022年の対前年成長率（中国：0.58%、インド1.31%）を2023年～2025年にそのままスライドした数字である。

1990年のインドの人口は8億4,743万人で、同年の中国の人口11億4,333万人に対して74.1%の規模であり、その人口差は3億人近くあった。2000年には、従来から人口抑制策をとらないインドは10億2,919万人となり、一方「一人っ子政策」という家族計画を進めてきた中国は12億6,743万人となり、その人口差が2億人台に縮小した。

2010年には、インドの人口は11億9,506万人、中国は13億4,091万人となり、その人口差は1億4,585万人とさらに縮小した。2016年には、インドの人口はIMFの予測値で13億935万人と13億人台に上昇、一方、中国は実績値で13億8,271万人となり、ともに13億人を超す人口大国になっている。但し、人口構成はインドのほうが若く「ピラミッド型」に対して、中国は高齢化傾向が顕著な「つぼ型」である。

IMFの予測値では、2022年にインドの人口は14億1,616万人、中国14億3,226万人とほぼ拮抗するレベルになる。さらに2024年にインドの人口は14億5,350万人に達し、同年の中国14億4,892万人を僅かに超す。2024年前後に「インド・中国の人口逆転」が生じることになる。

図3 インドと中国の人口推移



注) 2017-2025年は予測値

出所: IMF 「World Economic Outlook Database April 2017」

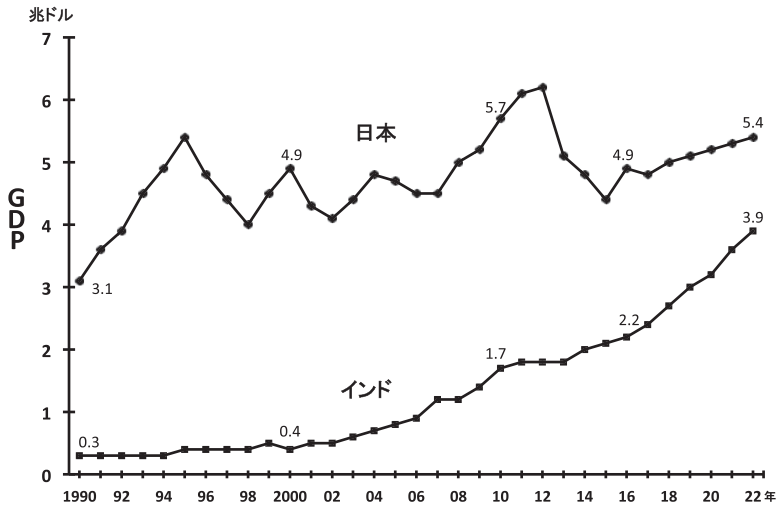
4. 日本のGDPの7割に迫るインド経済

中国に遅れること12年、1991年に外資への規制緩和に踏み切ったインドは、2000年代に入って、高い経済成長を見せている。図4が示す通り1990年、日本のGDP 3兆1,406億ドルに対してインドは3,266億ドルであり対日本比10.4%と約1割の経済規模であった。

その後、日本は1991年にバブル経済の崩壊に直面し、経済の長期的な停滞局面が続く一方、インドは外資導入の規制緩和により大きく経済が成長した。2000年代(2001年~2010年)に年平均成長率14.7%という高い経済成長を遂げたインドは、2010年のGDPが1兆7,084億ドルに達し、一方、日本は5兆7,001億ドルとなり対日本比30%に上昇した。その後も急成長を遂げるインド経済の躍進は続き、2016年にはGDPが2兆2,564億ドルとなり、同年の日本のGDP 4兆9,386億ドルに対して45.6%と半分近い経済規模になっている。

IMFの2017年~2022年の予測値によれば、2022年の日本のGDP 5兆3,681億ドルに対してインドは3兆9,352億ドルとなり対日本比73.3%となる。インドは1990年から30年間で、日本の僅か1割だった経済規模が7割超に迫ることが予測されている。国土面積で日本の9倍、人口で10倍の規模を持つインドは、経済規模では世界第3位の経済規模を持つ日本の「7割経済」にまで迫っている。インドは2022年にはアジア構成比11.2%(3兆9,352億ドル/34兆9,642億ドル)を占め、中国、日本に次ぐアジア第3位の経済大国として大きく飛躍する。

図4 日本とインドの GDP 推移



注) 2017-2022年は予測値

出所：IMF「World Economic Outlook Database April 2017」

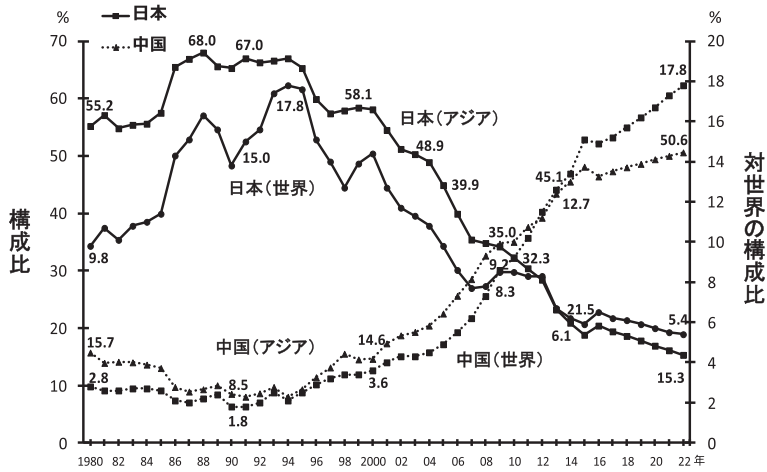
5. 世界の GDP 17% からアジアの GDP 15% に凋落する日本

1970年代末に外資への開放政策をとった中国は、その後、高成長を遂げ、2016年のGDPは米国18兆5,691億ドルに次いで世界第2位であり、アジア全体の46.4%を占める。香港・台湾のGDPを加えると49.9%となり、すでにアジアの半分を占めている。また、日本、韓国、ASEAN主要国は、いずれも最大の貿易相手は、米国から中国に取って代われ、中国依存度は急上昇している。個々の産業を見ても、世界の2大製造業種と言われるエレクトロニクスと自動車において、中国は生産と市場の両面で、すでに日本と米国を凌駕して世界最大になっている。

また、日本のアジアにおけるGDPは図5が示す通り、1988年68.0%とアジアの3分の2超を占めたが、2016年現在、20.4%にまで低下している。IMFの予測では2022年に15.3%となる。かつて経済面では“アジアの盟主、リーダー”を意識した日本は、今や「世界のGDPの17%国からアジアのGDPの15%国」になろうとしている。

その背景にあるのは、1991年のバブル経済の崩壊から、“失われた10年”、“失われた20年”が論じられ、そしてアベノミクス経済の成否では“失われた四半世紀”が論じられようとしていることである。日本の長期にわたる経済低迷と、逆にアジア新興国の短期間の急成長が相対的に日本の世界とアジアにおける地位を急激に低下させている。

図5 日本と中国の対世界と対アジアにおける GDP 構成比の推移



注) 2017-2022年は予測値
 出所: IMF「World Economic Outlook Database, April 2017」をベースに筆者作成

6. インドを中心とした「アジアの第2次パラダイムシフト」

以上、第1節から第5節を通してアジアの経済構造は、日本のポジションが長期凋落傾向を示し、中国が2010年に日本を抜いて圧倒的に台頭したというパラダイムシフト(枠組みの変更)を引き起こした。2010年を境に「アジアの第1次パラダイムシフト」と名付ける。

さらに、従来、世界でもアジアでも存在感が希薄だったインドが、中国の人口を抜いて14億人という世界最大の人口大国に躍り出るだけでなく、近年(2015~17年)では中国の経済成長率を上回る躍進を見せ、その経済規模も2022年には日本の7割超レベルに達することが見込まれている。インドの潜在力が顕在化し、南アジアの盟主としてだけでなく「アジア第3位の経済大国」として改めて存在感を増す2020年代に「アジアの第2次パラダイムシフト」が起こる可能性が大きい。

日本企業にとっては過去の日本の高度成長や成功体験から抜けきれないと、現実起こったこの「第1次パラダイムシフト」も、今後起こるであろう「第2次パラダイムシフト」も心情的に受け入れ難い面があるかもしれない。日本人の心情的な切り替えよりもアジアの現実が先行しているといっても過言ではない。しかしながら、企業経営視点から見れば、勝ち残りのためにはこれらのパラダイムシフトを所与の条件として冷静に受け止め、中長期的な観点から対応策を考えざるを得ない。本稿では以下、「第2次パラダイムシフト」の主役であるインドに焦点を当てて、2020年代以降の日本企業のあるべきインド経営を考察する。

Ⅲ 日本企業のインド進出実態

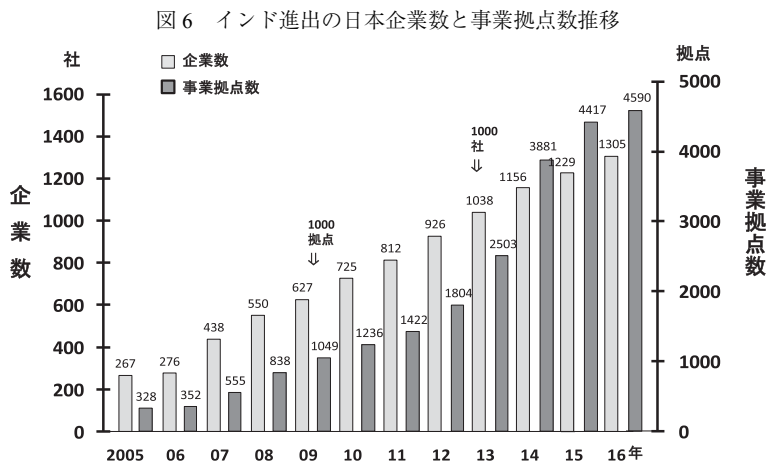
1. インド進出企業数と事業拠点数の推移

2000年代に入って、インドの高い経済成長率が顕著になっていくとともに、日本企業のインドへの関心が増大した。自動車、電機など1社1事業拠点からスタートした各社のインド事業は、基幹部品の新たな拠点設置、製販分離による販売部門の強化、事業分野の新たな拡大などにより複数の事業拠点が設立されていった。

在インド日本大使館ホームページの「二国間関係」各年資料から進出企業数と事業拠点数を集計しその推移を表したものが図6である。2009年には、進出企業数627社、事業拠点数1,049拠点と初めて事業拠点数が1,000か所を超えた。2013年には、進出企業数が1,038社と初めて1,000社を超えた。2008年の550社から僅か5年間で倍増したことになる。自動車や電機分野でコスト削減などのために大手企業が取引先の中堅・中小企業にインド生産を促したことや、化学・製薬といった製造業の新たな進出、そして保険・小売業・サービス業など新たな非製造業（サービス産業）の進出件数の増加がこの背景にある。

2014年以降も日本企業のインド進出は大企業、中堅中小企業へとさらに広がりを見せ、投資分野も製造業からサービス産業に至るまで拡大基調となった。2016年には進出企業数1,305社、事業拠点数4,590か所となり前年比は各々76社増、173か所増となった。特にハリアナ州の企業数（341社）、拠点数（522か所）の伸びが他州を抜いて大きくなっている。また、全国の企業の半分、拠点の3分の1は製造業である。

この日本企業のインド事業拠点数の伸び方は、1980年代半ばの中国進出と同じ伸び



注) 各年の発表時点の数字。2005～07年はその後、若干の修正がなされている。
出所：在インド日本大使館ホームページの「二国間関係」各年資料より筆者作成

方をしている。当時の沿海部の開放都市を中心として数十か所の事業拠点が90年代前半頃には数百か所となり、その後数千か所と伸び、今日合計2万5,000社の事業進出となった。産業発展と投資環境の異なるインドと中国を同列にして類推はできないが、インドにおけるビジネスチャンスを意識した日本企業のインド進出数が今後増え続ける可能性は極めて高いものと思われる。

2. 多様化するインド事業

進出企業の主な業種は、先行した自動車・自動車部品・二輪車、家電、ソフトウェアに加えて、建設機械、工作機械、化学、インキ、ガラス、食品、製薬に広がっている。これら製造業の進出に伴い、非製造業（サービス業）の金融、商社、海運の新規事業進出や事業拡大が顕著であり、陸運業の進出も活発化している。さらにインド政府の港湾・空港・幹線道路などインフラ基盤の拡充を背景に“インフラ関連企業”の進出も見られる。

また、進出形態も多様化している。1991年までの外資系企業に対する規制が厳しかった時代には、インド政府から事業ライセンスを得た限られた数の地場企業との合弁形態をなかば義務づけられ、その合弁会社はボンベイ証券取引所に上場を余儀なくされ、ブランド使用にも制限が付いた。2000年代に入ると、日本企業の進出形態は、インド事業の先行きをさぐる駐在員事務所、支店レベルから独資（完全出資）や合弁による本格的な現地法人の設立、さらに建設関係などに見られる特定・個別プロジェクトのプロジェクトオフィス、会社設立の手続きが比較的簡単な有限責任事業組合（LLP）へ拡大している。

また、設立目的も多様化を見せている。中間所得層の伸びを背景とした「成長市場としてのインド」、そのインドの内需狙いの足場を築こうとする「生産拠点としてのインド」、廉価な人件費と豊富な労働力を活用して欧米やASEAN市場を狙う「輸出拠点としてのインド」、さらにIT産業や製薬業に見られるような「研究開発拠点としてのインド」がある。

3. 急増するインド在留邦人数

外務省の「海外在留邦人数調査統計」平成28年（2016年）要約版によると、2015年10月1日現在、海外進出している日系企業の総数（拠点数）は7万1,129拠点で前年より2,556拠点（約3.7%）の増加を見せ、本統計を開始した平成17年（2005年）以降最多となっている。この中で「アジア」が日系企業全体の約70%（4万9,983拠点）を占め、平成17年以降一貫して首位を維持している。次いで「北米」、「西欧」の順である。

以上の拠点数を国別に見ると、「中国」が日系企業全体の約47%（3万3,390拠点）、「米国」が約11%（7,849拠点）であり、次いで「インド」が第3位で約6.1%（4,315拠点²）を占める。「インド」は平成17年の本統計調査開始以降、現地進出日系企業（拠点）数が年々大幅に増加し、国別順位が世界第3位までに上昇している。

さらにインドの拠点数の増加は、在留邦人数の急上昇をもたらしている。平成8年（1996年）に僅か1,572人のインド在留邦人数は、平成23年（2011年）5,554人に増え、平成27年（2015年）は8,655人、翌平成28年（2016年）には9,147人となっている。2011年から2016年の僅か5年間に3,500人超の急増という事実からも日本企業の加速するインド進出が窺える。

4. 日本企業の高まるインド依存度

東京証券取引所に上場している企業数3,566社（2017年9月末現在）の中で、かつて中国への売上高や生産高、営業利益の依存度が高まる中で有価証券報告書の地域セグメントに「東アジア」、「中国」という表示が増えた。

同様に、インドへの売上高、生産高、純利益の依存度の高い上場企業が有価証券報告書に記載する地域別セグメントデータに「南アジア」または「インド」を記載している企業が徐々に増えてきた。スズキ、関西ペイント、油研工業、ユシロ化学工業、フジテック、郵船ロジスティクスなどがある。特にスズキや関西ペイントのようにインドの現地法人の業績が日本の親会社の連結業績に大きなインパクト（売上高、利益、資産のいずれかが10%以上を占める）を与える場合は、当該企業の個別業績を円換算で掲載するケースもある。

また、東証一部企業の新田ゼラチン株式会社は、ゼラチン原料の調達、ハラル製品の供給拠点である持分法適用関連会社のニッタゼラチンインディア社およびインドの関連会社2社を2015年4月より連結子会社化した。これに伴い、インドへの売上高依存度が高まり、従来、連結決算の売上高地域セグメントデータにあった「アジア」から「インド」を独立した地域カテゴリーとして記載している。因みに同社のインド売上高貢献度は、連結売上高2015年度368億円、2016年度365億円に対して各々8.9%、7.4%を占めている。

日本の上場企業の中でインドへの依存度が最大な企業は自動車メーカーのスズキである。表1はスズキのインド現地法人、Maruti Suzuki India Ltd.（以下、「マルチスズキ・インディア」と略す）の2006年度から2016年度の業績推移である。2017年3月期（2016年度）の売上高は1兆908億円、純利益は1,224億円であり、スズキの連結決算

2 前掲図6の在インド大使館発表の統計では4,417拠点であり、外務省の「海外在留邦人調査統計」における拠点数とは若干の乖離がある。

表1 マルチスズキ・インドアの業績

単位：億円

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高 (A)	3,857	5,136	4,625	5,831	6,900	5,913	6,655	7,269	8,922	10,556	10,908
連結構成比(A)/(C)(%)	12.2	14.7	15.4	23.6	26.4	23.5	25.8	24.7	29.6	33.2	34.4
税引前当期純利益	607	735	383	729	593	360	473	627	900	1,226	1,650
当期純利益 (B)	416	510	276	522	437	282	380	479	689	869	1,224
連結構成比(B)/(D)(%)	55.5	63.5	100.7	180.6	96.9	52.4	47.3	44.6	71.1	74.5	76.5
純資産額	1,906	2,174	1,865	2,558	2,621	2,539	3,331	3,720	4,720	4,719	6,416
総資産額	2,781	3,114	2,701	3,509	3,427	3,742	4,807	5,434	6,688	6,845	8,989
スズキ 連結売上高 (C)	31,637	35,024	30,048	24,690	26,082	25,121	25,783	29,383	30,154	31,806	31,695
スズキ 連結純利益 (D)	750	803	274	289	451	539	804	1,074	968	1,166	1,599

出所：スズキの有価証券報告書 各年度版より筆者作成

の各々 34.4%、76.5% を占めており、その依存度の高さからインド事業に社運がかかっていることが窺える。

IV インド証券取引所の概要と上場実態

1. インド証券取引所の概要

インドの証券取引所は2016年3月現在、全国に23か所あり、ボンベイ証券取引所(BSE: Bombay Stock Exchange Limited)とナショナル証券取引所(NSE: National Stock Exchange of India)の2か所が全国レベル、アーメダバード、カルカッタ、デリー証券取引所など21か所が地方レベルである。これら証券市場の発展を促進すると同時に、投資家利益の保護に取り組んでいるのがインド証券取引委員会(SEBI: Securities and Exchange Board of India)である。

BSEとNSEの両方ともインド金融の中心都市であるムンバイ市に設立されており、現在ではインド全体の取引額の99.9%が両取引所に集中している。1875年に設立されたアジアで最も古い証券取引所BSEに対して、1992年に公的セクターの金融機関が共同出資で設立したNSEは設立当初から電子取引システムを採用し、取引の効率化を図っている。

上場企業数は、2017年9月末でBSEが5,651社、NSEが1,851社であり、BSEの上場企業数は世界最大になっている。株式時価総額(Market Capitalization)は、2016年末に、BSEが1兆5,667億ドル(世界10位)、NSEが1兆5,396億ドル(同11位)とBSEが僅かに上回っているが、売買代金では電子取引システムの導入・強化に先行したNSEがBSEの6.1倍の規模になっている。因みに東京証券取引所は1878年に創立され、2017年9月末現在のの上場企業数は3,566社(市場第一部2,032社、第二部524

社、マザーズ他 1,010 社）、株式時価総額は 643 兆 1,026 億円である。

インド株式市場の特徴の一つに、創業オーナーである「プロモーター」(Promoter)と呼ばれる会社設立発起人が存在していて、彼らによる企業集団支配がある。典型的な例は、設立発起人が発行株式数の半分以上を抑え、合弁パートナーの外資系企業が外資側設立発起人となり 10% を保有し、国内外の金融機関や機関投資家が 15%、残り 25% を一般株主が所有するというパターンである。株式市場での一般流通株が極めて少ないというのが特徴である³。

インドでは、自動車、電機、IT 産業などにおける企業グループでは株主利益を害する不透明な取引がグループ企業間で行われることが問題視されてきた。2013 年の会社法の改正の翌年には、インド証券取引委員会の上場契約条項にも変更が加えられ、また株主の権利やコーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーの役割などに関する条項が新設された。

2. 日系企業のインド上場実態

インドで 2017 年 3 月現在上場している日系企業およびそれ以前に上場していたが上場廃止となった日系企業は、表 2、表 3、表 4 が示す通り合計 23 社の合弁企業である。業種別内訳は、自動車、自動車部品、二輪車などの「自動車関連」が 8 社、電化機器、通信機器、電子部品、乾電池などの「電機関連」が 8 社、製薬、塗料、インキ、文房具など「その他業種」が 7 社である。これら企業には、日本側のマジョリティ出資とマイノリティ出資があるが、本稿ではいずれのケースも「日系企業の上場企業」としてカウントしている。

上場している 23 社全部が全国レベルの BSE のみ、あるいは BSE と NSE の両方に上場している。企業によっては、それに加えて現地法人の立地している市や州にある地方の証券取引所や、合弁パートナーの創業地や本社がある地方の証券取引所にも上場している。たとえば日立ホーム・アンド・ライフ・ソリューション インディア社は BSE、NSE、アーメダバード市の ASE、デリー市の DSE の 4 か所に上場している。

表 2 主要日系企業のインド上場実態（1）自動車

	企業名 (日本の親会社)	上場企業名 (日本語表示)	上場 (市場)	事業内容	設立年	資本金	日本側 出資比率	備考
1	スズキ	Maruti Suzuki India Ltd. (マルチスズキ・インド)	BSE NSE	自動車の製造販売	1982 年	15 億 1,040 万ルピー	スズキ 56.2%	旧・Maruti Udyog Ltd.

3 日本においては、「2016 年度株式分布状況調査の調査結果」によれば、全国 4 証券取引所（東京、名古屋、福岡、札幌）の上場企業 3,636 社（株式時価総額 581 兆円）の株式保有状況は、外国法人など 30.1%、信託銀行・都銀・地銀・生命保険会社などの金融機関 28.4%、事業法人 22.1%、個人・その他 17.1% などである。

2	スズキ	Machino Plastics Ltd. (マチノプラスチック)	BSE	プラスチックモ ールド製品の製 造販売	1987年	6,136 万 ルピー	スズキ 15.35% マルチスズキ 15.35%	スズキ側が 筆頭株主 30.7%
3	ホンダ	Hero Honda Motors Ltd. (ヒーローホンダ)	BSE NSE	二輪車の製造販 売	1984年	3 億 9,900 万ルピー	ホンダ 26%	2011年 合弁解消
4	ホンダ	Honda Siel Power Products, Ltd. (ホンダ シエル パワー プロダクツ)	BSE NSE CSE	小型発電機、汎 用エンジンの製 造、販売	1985年	1 億 143 万 ルピー	ホンダ 66.67%	CSE は 2003 年上場廃止申 請
5	住友商事	SML Isuzu India Ltd. (SML いすゞ)	BSE NSE	トラック・バス の製造販売	1983年	1 億 4,471 万ルピー	住友商事 43.96% いすゞ 15.0%	旧・Swaraji Mazda Ltd.
6	旭硝子	Asahi India Glass Ltd. (旭インディア硝子)	BSE NSE CSE	自動車用ガラ ス、板ガラスの 製造販売	1984年	2 億 4,309 万ルピー	旭硝子 22.21% マルチスズキ 11.11%	CSE は上場 廃止申請
7	ジェイテクト	Sona Koyo Steering Systems Ltd. (ソナ光洋ステアリング・ システムズ)	BSE NSE	自動車のステア リング装置等の 製造販売	1985年	1 億 9,874 万ルピー	ジェイテクト 20.1% マルチスズキ 6.94%	親会社は旧・ 光洋精工
8	デンソー	Denso India Private Limited (デンソーインド)	BSE NSE DSE MSE	電装品、マグネ ト等の製造販売	1984年	2 億 7,879 万ルピー	デンソー 90.47%	2013年 上場廃止

出所：各社有価証券報告書及びインド現地法人の年次報告書・ホームページより筆者作成 (2017年3月末現在)

表3 主要日系企業のインド上場実態 (2) 電機

	企業名 (日本の親会社)	上場企業名 (日本語表示)	上場 (市場)	事業内容	設立年	資本金	日本側 出資比率	備考
1	パナソニック	Panasonic Appliances India Co., Ltd. (パナソニック アプライ アンスズ インド)	BSE NSE MSE	炊飯器等小物調 理家電の製造販 売	1988年	9,832 万 ルピー	パナソニック 93.59%	2014年 上場廃止
2	パナソニック	Panasonic Energy India Co., Ltd. (パナソニック エナジー インド)	BSE	乾電池の製造販 売	1972年	7,500 万 ルピー	パナソニック 58.06%	旧・ラカンバ ルナショナル
3	パナソニック	Panasonic Carbon India Co., Ltd. (パナソニック カーボン インド)	BSE NSE	乾電池用炭素棒 の製造販売	1982年	4,800 万 ルピー	パナソニック 63.27%	旧・インド松 下カーボン
4	ジョンソン コントロール ズ日立空調	Hitachi Home & Life Solu- tion (India) Ltd. (日立ホーム・アンド・ラ イフ・ソリューション イ ンディア)	BSE NSE ASE DSE	エアコン、冷蔵 庫の製造、販売	1999年	2 億 7,190 万ルピー	ジョンソン コントロールズ 日立空調インデ ィア ホールディ ングス 74.25%	2015年日立 エアコン事業 の米国法人と の合弁化
5	シャープ	Sharp India Ltd. (シャープ インディア)	BSE PSE	液晶 TV、エア コン、冷蔵庫、 電子レンジの製 造販売	1989年	2 億 5,944 万ルピー	シャープ 75.01%	旧・Kalyani Sharp India
6	リコー	Ricoh India Ltd. (リコー インド)	BSE	各種コピー機 械、プリンター の製造販売	1993年	3 億 9,767 万ルピー	リコー 73.6%	2015年 不正会計発覚
7	マーレジャパ ン (旧国産電機)	India Nippon Electricals Ltd. (インド国産電機)	BSE NSE	2輪、3輪車用 電子イグニッシ ョンシステムの 製造販売	1986年	1 億 1,310 万ルピー	旧国産電機 20.5%	元・日立系列 現・マーレ ジャパン
8	五十嵐電機製 作所	Igarashi Motors India Ltd. (五十嵐電機インド)	BSE NSE	各種自動車用モ ーターの製造販 売	1992年	3 億 608 万 ルピー	五十嵐電機 11.33%	間接所有含め 53.25%

出所：各社有価証券報告書及びインド現地法人の年次報告書・ホームページより筆者作成 (2017年3月末現在)

表4 主要日系企業のインド上場実態（3）その他業種

	企業名 (日本の親会社)	上場企業名 (日本語表示)	上場 (市場)	事業内容	設立年	資本金	日本側 出資比率	備考
1	DIC	DIC India Ltd. (DIC インディア)	BSE NSE CSE	印刷インキの製造販売	1999年	9,178 万ルピー	DIC 71.75%	仏資本より買収
2	関西ペイント	Kansai Nerolac Paints Ltd. (関西 ネロラック ペイント)	BSE NSE	自動車・建築用塗料の製造販売	1986年	5 億 3,891 万ルピー	関西ペイント 74.99%	
3	コクヨ	Kokuyo Camlin Ltd. (コクヨ カムリン)	BSE NSE	文具・画材の製造販売	2011年	1 億ルピー	コクヨ 73.75%	
4	新田ゼラチン	Nitta Gelatin India Ltd. (ニッタ ゼラチン インディア)	BSE NSE	ゼラチン、オセインの製造販売	1975年	2 億 4,879 万ルピー	新田ゼラチン 42.96%	親会社は東証一部上場企業
5	油研工業	Yuken India Ltd. (油研インディア)	BSE	油圧製品の製造販売	1976年	3,000 万ルピー	油研工業 40.0%	インド現法創業 40 周年
6	第一三共	Ranbaxy Laboratories Ltd. (ランバクシー ラボラトリーズ)	BSE NSE	高コレステロール血症、感染症のジェネリックの開発製造販売	1961年	21 億ルピー	第一三共 63.4%	2008 年買収 2015 年売却
7	第一三共	Zenotech Laboratories Ltd. (ゼノテックラボラトリーズ)	BSE	癌治療用ジェネリックの開発製造	2003年	3 億 4,427 万ルピー	第一三共 20.0%	ランバクシー子会社

出所：各社有価証券報告書及びインド現地法人の年次報告書・ホームページより筆者作成（2017年3月末現在）

次に上場企業の設立年と上場年を見る。インド政府が外資への規制緩和を始める1991年以前に進出したマイノリティ出資の合弁企業の多くは、合弁パートナーにより上場を余儀なくされている。その上場パターンには、1) 合弁設立前に地場企業として過去独自に上場している、2) 外資との合弁を見込んであるいは合弁契約締結を機会に上場、3) 合弁設立後数年して上場というものがある。外資側が必ずしも上場を希望しなくてもインド側の合弁パートナーが外資との合弁を機会にキャピタルゲインを狙って積極的に上場したケースが多い。

インドにおける日本企業の上場は、マイノリティ出資のもと、合弁形態による現地法人がマジョリティ出資者のインド側合弁パートナーのイニシアティブで上場している。合弁期間中に日本側がマジョリティを取得した場合には、ホンダ、デンソー、パナソニックのように自由に意思決定ができる経営権の確保や上場維持コストなどを総合的に勘案して上場廃止に踏み切っている。

V インド上場企業 23 社の事例研究

前章第2節「日系企業のインド上場実態」に掲出した23社の事例研究の中で、業績を配当とロイヤリティの両面から分析すると、大きくは次の4パターンに分類される。1) 配当とロイヤリティの両方が好調、2) 配当は好調だが、ロイヤリティが不調または設定されていない、3) 配当は無配または不調だがロイヤリティは好調、4) 配当もロイ

ヤリティも不調である。

1. 配当・ロイヤリティによる投資・対価回収を確実に行う企業事例

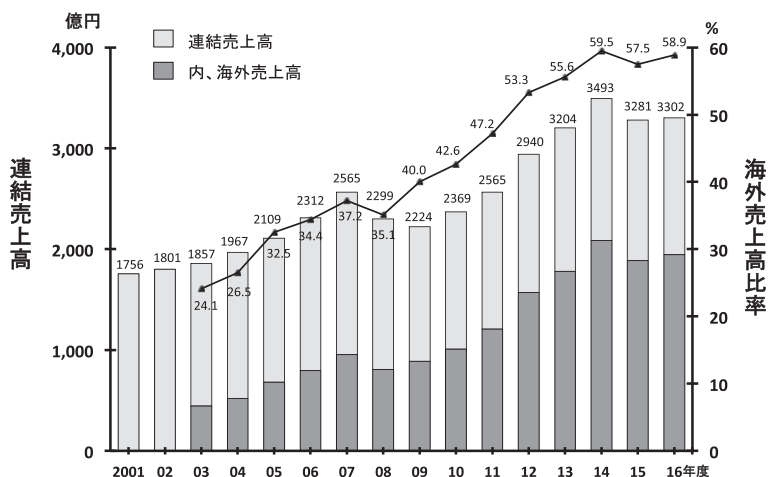
該当企業には、マルチスズキ・インドア、ホンダシエルパワープロダクツ、パナソニック エナジー インド、DIC インドア、関西ネロラック、油研インドアがあるが、本稿では関西ネロラックを代表事例として取り上げる。

関西ネロラックの親会社である関西ペイント株式会社（以下、「関西ペイント」と略す）は、1917年創業、1918年設立の総合塗料メーカーである。事業内容は、各種塗料の製造・販売、配色設計、バイオ関連製品および電子材料関連製品の製造・販売である。同社は、大阪府大阪市に本社を置き、2017年3月現在、資本金256億5,800万円、連結売上高3,302億円の東証一部上場企業である。事業内容を売上高ベースで見ると、自動車塗料37.2%、工業塗料25.3%、建築塗料26.2%、船舶・防食塗料6.3%、その他5.0%である。

同社の連結売上高と海外売上高比率の推移を示したものが図7である。日本がバブル経済崩壊年の1991年から2016年度の25年間、経済成長が停滞している中であって、同社は持続的な成長性を確保している。日本の売上高は2003年度の1,409億円から2016年度1,357億円とマイナス成長を示す中で、海外売上高は同期間に448億円から1,945億円と4.3倍の伸びを示している。その結果、海外売上高比率も20%台から50%台へ急伸している。同社の連結売上高の成長は海外市場が牽引している。

関西ペイントの地域別の業績推移を見ると、売上高の成長を牽引する海外は、2016年度は最大がアジアの42.8%であり、とりわけインドが22.6%を占め、残りはタイ、中国、インドネシアなどである。この年度は2014年度に次いで、インドを含むアジア

図7 関西ペイントの連結売上高と海外売上高比率



出所：関西ペイントの有価証券報告書 各年度版より筆者作成

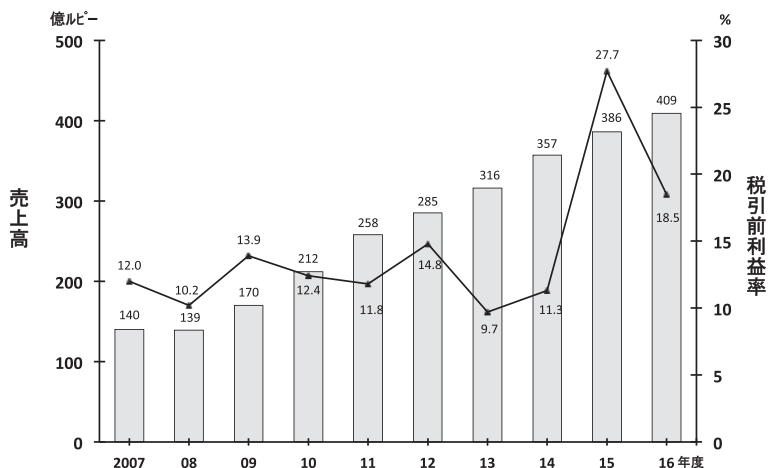
の売上高 1,414 億円が日本の売上高 1,357 億円を凌駕した。アジアに次ぐのがアフリカの 8.9% で南アフリカ、ジンバブエ、ナミビアなどである。次いでトルコやスロベニア、英国を含む欧州の 5.5% であり、米国を含むその他地域の 1.7% である。同社の海外売上高を牽引するのがインドを中心としたアジアであることが明らかである。

関西ペイントは、1986 年にインド地場メーカーの Goodlas Nerolac Paints Ltd. の株式を取得し 1999 年に子会社化し 2006 年に社名を関西ネロラックペイント株式会社（Kansai Nerolac Paints Ltd., 以下“関西ネロラック”と略す）に変更した。関西ネロラックは資本金 5 億 3,891 万ルピーで、関西ペイントの出資比率は 74.99% であり主要連結子会社のひとつである。なお同社は関西ペイントが経営権を取得する前にインド企業として 1968 年に BSE に上場している。

関西ネロラックの事業は自動車用および建築用等の塗料製造である。インド国内に 4 工場を有し、それらはマハーラーシュトラ州、ウッタルプラデシュ州、ハリアナ州、タミルナドゥ州にある。このほか、研究開発センター 1 か所、ディストリビューション・センター 4 か所、倉庫・営業拠点 98 か所を有する。2017 年 3 月末現在、従業員は 2,697 人、売上高は 409 億 7,300 万ルピー（約 696 億円）である。主な販売先はインド国内の自動車メーカーや建築業界であるが、一部近隣国のネパールへの輸出（輸出高 2,240 万ルピー）があり、今後スリランカへの輸出が始まる可能性がある。

関西ネロラックの売上高と税引前利益率の推移を示しているのが図 8 である。自動車分野では、2010 年度は現地及び日系メーカーの新工場が本格稼働を開始し、生産を拡大させたこともあり、売上は伸長した。その後も主要顧客の生産台数の増加もあり、売上が伸長した。また、内需を中心とした景気拡大に伴う市場への積極的な販売展開により、建築分野の売上が伸長した。建築分野においては、2014 年の新政権発足後、国内

図 8 関西ネロラックの売上高と税引前利益率



出所：関西ネロラックの年次報告書 各年度版より筆者作成

表5 関西ネロラックの配当・ロイヤリティ支払実績

単位：億ルピー、%

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	累計
売上高	140	139	170	212	258	285	316	357	386	409	2,672
配当支払 ^{注1)}	0.22	3.24	3.23	4.04	5.39	5.93	5.93	5.93	7.55	16.44	57.90
出資比率 (%)	66.41	69.27	69.27	69.27	69.27	69.27	69.27	69.27	73.12	74.99	
受取配当 (A)	0.17	2.15	2.24	2.80	3.73	4.11	4.11	4.11	5.23	12.02	40.67
ロイヤリティ (B)	0.62	0.54	0.72	0.92	0.92	1.03	1.01	1.23	1.31	1.46	9.76
ロイヤリティ対売上高比 (%)	0.44	0.39	0.42	0.43	0.35	0.36	0.32	0.34	0.34	0.35	0.36
受取合計 (A) + (B)	0.79	2.69	2.96	3.72	4.65	5.14	5.12	5.34	6.54	13.48	50.43

注1) 「Proposed Dividend」(予定配当)を採用

出所：関西ネロラックの年次報告書 各年度版より筆者作成

経済の成長が進展したことにより、国内塗料需要が活発化し、売上が大きく伸長した。これらにより利益も大きく増加し業績拡大が続いた。

関西ペイントから見たインド進出の事業成果を、2007～2016年度の10年間を対象に配当およびロイヤリティ(技術援助料)の支払い実績から見たのが表5である。

まず直接投資の対価としての配当だが、配当総額に対して関西ペイントの受取り分は、出資比率の66.41%(2007年度)と69.27%(2008～2014年度)と70%台(2015～2016年度)相当分である。上記10年間の配当総額は、57億9,000万ルピー(約125億円)であり、関西ペイントはその出資分見合いの40億6,700万ルピー(約69億円)を受け取ったことになる。その額は年平均4億670万ルピー(約6.9億円)である。

次に技術援助の対価としてのロイヤリティだが、関西ペイントはインド現地法人への出資に当たっては以下の「技術援助契約」を3本締結している。

① 契約期間：1986年5月27日～2008年4月30日(22年間)

契約内容：カチオン電着塗料及び溶剤型自動車用特殊塗料の製造技術並びに製造販売権

対価：売上高に対して一定率

② 契約期間：2007年4月1日～2017年3月31日(10年間)

契約内容：各種塗料の製造技術及び製造販売権並びに商標の使用許諾

対価：売上高に対して一定率

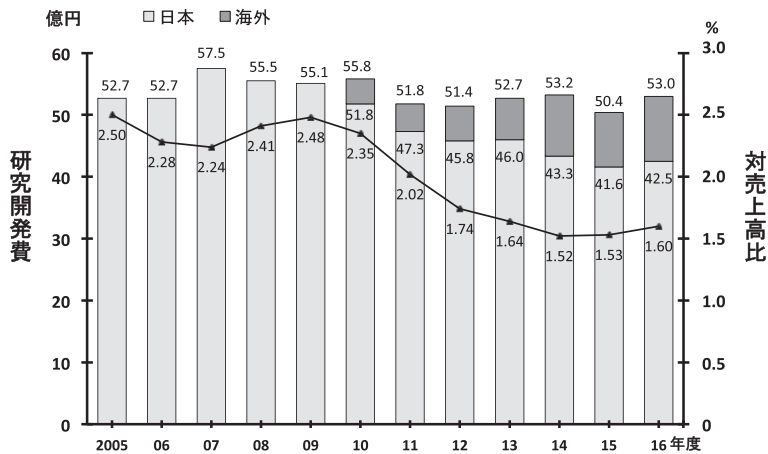
③ 契約期間：2017年4月1日～2018年3月31日(1年間)

契約内容：各種塗料の製造技術及び製造販売権並びに商標の使用許諾

対価：売上高に対して一定率

上記契約は、それぞれ対象期間が異なるが、ロイヤリティに相当する「対価」は「売上高に対して一定率」としている。供与された技術を使用する該当売上高に対して各年度ランニングロイヤリティの支払い義務があることが推察される。また、②と③の契約

図9 関西ペイントの研究開発費



注）2009年度以前は日本、海外の内訳は未公表
出所：関西ペイントの有価証券報告書 各年度版より筆者作成

においては「商標の使用許諾」がなされている。関西ペイントのブランド、商品名の使用料が入っている。

前掲表5が示す通り、ライセンサー（Licensee）の関西ネロラックはライセンサー（Licensor）の関西ペイントに対して上記10年間にロイヤリティ総額9億7,600万ルーピー（約16億5,920万円）を支払った。これは該当期間の対売上高比率は0.36%である。

因みにこの対売上高比率は親会社の関西ペイントの研究開発費に対してどのような位置づけになるのであろうか。以下、関西ペイントの研究開発費の推移と対売上高の推移を示すのが図9である。

- ① 「関西ペイントグループは、5研究所1センターを中核とし、グループ各社の技術部門と連携をとりながら、市場ニーズに適応した技術・製品をタイムリーに開発するべく、効率的で幅広い研究開発活動を目指している」。「また、グローバル展開を加速していくなかで、グループ各社との連携をより一層強化し、各国市場に適合した新技術の開発及び世界に通用する人材育成に取り組んでいる」。（同社有報より）
- ② 2005年度～2016年度の12年間の研究開発費は、50億円台で推移してきたが、その間、売上高は2,109億円から3,302億円と1.56倍増えたため、対売上高比は、2.5%から1.6%へと大幅に低下している。
- ③ また技術員数（研究開発者数）は2005～2013年度の9年間は560人～600人で安定的に推移してきたが、2014年度以降は増加傾向を示し、2016年度は、700人を超える体制となっている。
- ④ 関西ペイントは、2010年度から研究開発費を地域別に開示している。日本は、2010年度は研究開発費全体の92.8%を占めたが、欧州、インド、アフリカなどの

海外が徐々に増加したため、2016年度は80.3%へ低下している。なお、インドの研究開発費は2010年度の2.1億円から2016年度に4億円弱に大幅増加している。連結売上高の2割超をインドが占める時代を迎え、同社はインド市場向け開発に力が入っている。

以上、要約すると、関西ネロラックの売上高は、すでに関西ペイントの連結売上高の2割に達し、日本の売上高の半分の規模に成長した。近年、インド経済は中国のGDP成長率を上回る高成長を見せ、自動車生産やインフラ投資の建築需要が急増している。関西ペイントは、高成長高収益のインド事業から着実に受け取り配当額を増やし、投資回収を確実にし、日本本社でインド専用の研究開発を拡充強化して経営の好循環をつくらうとしている。同社は、全社の中長期ビジョンの中で関西ネロラックのインド事業をさらに大きな柱にしようとしている。自動車業界のスズキのインド事業、マルチスズキ・インドアに続く成功事例になるか注目を浴びている。

2. 配当・ロイヤリティによる投資・対価回収に苦戦中の企業事例

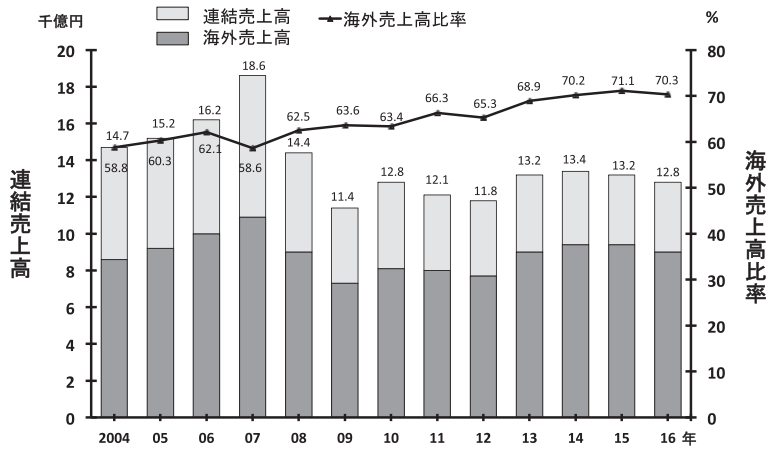
該当企業には、旭インディア硝子、シャープインディア、コクヨカムリン、新田ゼラチンがあるが、本稿では旭インディア硝子を代表事例として取り上げる。

旭インディア硝子の親会社である旭硝子株式会社（以下、「旭硝子」と略す）は、創業1907年、設立1950年のガラスメーカーである。同社は東京都に本社を置き、2016年12月期現在、資本金908億7,300万円、連結売上高1兆2,825億円の東証一部上場企業である。事業内容を売上高ベースで見ると建築用ガラス、自動車用ガラスなどの「ガラス」52.9%、液晶用ガラス基板などの「電子」20.1%、塩化ビニルなどの「化学品」24.5%、「セラミックス・その他」2.5%である。

同社の連結売上高と海外売上高比率の推移を示したものが図10である。2008年の米国の金融危機を発端とした世界的な経済環境の急激な悪化により売上高が急減し、その後も低迷が続いている。一方、海外売上高比率は2004年の50%台から2016年の70%台へ上昇基調にある。2016年の連結売上高の地域別構成は、アジアが最大の34.8%、次いで日本29.7%、欧州22.4%、その他13.1%である。

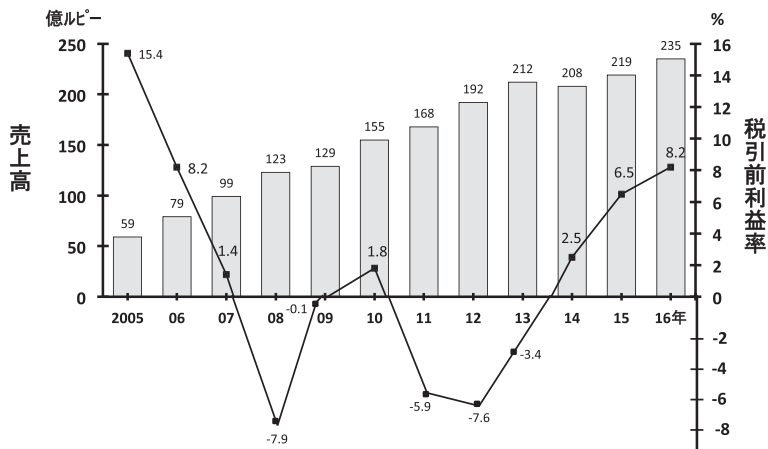
旭硝子は1984年にインドに自動車用ガラス等の製造販売合弁会社、旭インディア硝子株式会社（Asahi India Glass Ltd. 以下「旭インディア硝子」と略す）を設立した。資本金は2億4,310万ルピーで、主な出資者は旭硝子（出資比率22.21%）、スズキのインド現地法人マルチスズキ（同11.11%）、インドのパートナーであるLabroo家（同20.99%）の3者である。残りの45%の株式はBSEまたはNSEの一般株主の所有である。

図10 旭硝子の連結売上高と海外売上高比率



注1) 旭硝子は2003年より決算期を3月から12月に変更
 注2) 2014年よりIFRS採用
 出所: 旭硝子の有価証券報告書 各年度版より筆者作成

図11 旭インド硝子の売上高と税引前利益率



出所: 旭インド硝子の年次報告書 各年度版より筆者作成

旭インド硝子の本社はハリアナ州グルガオン市で、工場はフロートガラス、自動車用ガラス、建設用ガラスなどの13工場をインド各地に有する。従業員数は正規社員5,498人、パート社員3,405人の合計8,903人であり、内、女性の正規社員は51人に留まる。主な顧客は、マルチスズキ、ホンダ、トヨタ、日産、フォルクスワーゲン、タタ自動車などである。

旭インド硝子の売上高および税引前利益率の推移を表したのが図11である。インド自動車生産の高い伸びの中で同社の売上高は2005年59億ルピーから2016年235億ルピーへ推移し、年平均成長率は13.4%という高い成長を見せている。但し、収益性を税引前利益率で見ると2008年から2013年のうち5年間は損失を経験、厳しい局面になっている状況が読み取れる。

表6 旭インディア硝子の配当・ロイヤリティ支払実績

単位：百万ルピー、%

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高	5,912	7,894	9,957	12,383	12,932	15,577	16,801	19,273	21,236	20,794	21,900	23,551
配当支払 ^{注1)}	96	0	0	0	0	0	0	0	0	0	146	243
出資比率 (%)	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21	22.21
受取配当 (A)	21.3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	32.4	54.0
ロイヤリティ (B)	51.4	74.6	189.5	237.6	209.0	243.7	204.5	104.0	73.6	68.3	59.6	62.6
ロイヤリティ 対売上高比 (%)	0.87	0.94	1.90	1.92	1.61	1.56	1.21	0.54	0.34	0.32	0.27	0.26
受取合計(A)+(B)	72.7	74.6	189.5	237.6	209.0	243.7	204.5	104.0	73.6	68.3	92.0	116.6

注1) 「Proposed Dividend」を採用

出所：旭インディア硝子の年次報告書 各年度版より筆者作成

旭硝子から見たインド進出の事業成果を、配当およびロイヤリティから見たものが表6である。

まず直接投資の対価としての配当だが、配当総額に対して旭硝子の受け取り分は、出資比率の22.21%相当分である。旭インディア硝子は、その低収益性から配当を実施したのは2005年から2016年の12年間のうち2005年、2015年、2016年の3年だけである。連続無配期間が9年間と長く、受取配当額の合計は1億770万ルピー（約1億8,309万円）に留まる。

次に技術援助および経営ノウハウの対価としてのロイヤリティだが、旭硝子と旭インディア硝子との間では技術援助契約が締結されているが、その内訳は公表されていない。前掲表6の「ロイヤリティ」欄が示す通り、ロイヤリティ支払額の過去最高額は2010年度の2億4,370万ルピー（対売上高比1.56%）、また、対売上高ロイヤリティ料率の最高値は2008年の1.92%である。2005年～2016年累計の対売上高ロイヤリティ料率は0.84%であり、特に2012年以降は、0.2～0.5%ときわめて低水準にある。

因みに旭硝子の研究開発費の推移を表7で見る。2016年の研究開発費は392億円であり、対売上高研究開発費比率は3.05%である。ガラス事業部門だけを取り上げると1.02%であり、電子事業部門3.54%、化学品事業部門2.16%と比べると相対的に低い。また、事業分野ごとの研究開発とは別に、同社は長期的・基礎的な研究開発と新規事業の創出を目指したコーポレートレベルの研究開発を行っておりその費用は全研究費の約4割を占める。

次に2005年から2016年の12か年のガラス研究開発費累計987.7億円を対象にすると、対売上高研究開発費比率は1.21%である。自動車用ガラスや板ガラスに関する商品設計や新技術開発、生産技術開発を行っている。また省エネ効果の高い建築用ガラスや自動車用ガラスに関する技術開発も行っている。

以上、要約すると、旭硝子の本社から見るとインド現地法人によるマルチスズキへの

表7 旭硝子の対売上高 研究開発費比率

単位：億円，%

年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	累計
売上高	15,266	16,205	18,612	14,443	11,482	12,886	12,146	11,899	13,200	13,483	13,263	12,825	165,710
ガラス	7,548	8,063	8,660	7,413	5,250	5,709	5,544	5,646	6,673	6,863	6,929	6,800	81,098
研究開発費	317	307	339	377	449	394	464	483	468	447	389	392	4,826
ガラス	70.4	74.2	97.2	91.6	96.1	81.7	84.6	80.5	85.3	81.9	74.6	69.6	987.7
対売上高 研究開発費 比率（%）	2.07	1.89	1.82	2.61	3.91	3.05	3.82	4.06	3.54	3.31	2.93	3.05	2.91
ガラス	0.93	0.92	1.12	1.23	1.83	1.43	1.52	1.42	1.27	1.19	1.07	1.02	1.21

出所：旭硝子の有価証券報告書 各年度版より筆者作成

自動車用ガラスの供給責任という意味では対応してきたが、その事業の果実として、旭硝子の本社が受け取る配当およびロイヤリティという側面では必ずしも満足のいくレベルにはなっていないと推察される。

旭インディア硝子の事例研究からのレッスン（教訓）やインプリケーション（示唆）は、30年を超える長期にわたり、マイノリティ出資の合弁会社において、ロイヤリティは進出時から極めて低料率に抑え込まれ、その後、料率アップを目論んでもできない。そのうえ、マルチスズキ・インディアなど主要納品先のコスト削減要望の厳しさから低収益ないし赤字事業を余儀なくされて配当も十分できない。結果としては日本の先端技術と経営ノウハウを合弁会社に供与したものの、日本本社では配当もロイヤリティも十分確保ができないジレンマに悩む「ボランティア型」低収益インド事業という見方ができる。

VI 事例研究から見る経営課題

1. マイノリティ出資からの経営権確保

(1) 出資比率増加による経営権確保 ……ソナ光洋の事例

23社の事例研究を通して出資比率を概観すると、第一三共による現地の後発薬企業、ランバクシーラボラトリーズの買収の事例を除くと、インド進出時の日本企業の出資比率は10～40%のマイノリティ出資に留まっていた。その背景には、外資側出資比率の制限、合弁パートナーの意向、外資側のインド進出リスク回避意図、インド経済の先行き不透明さなどがあった。

合弁事業開始後、日本企業とインド側地場企業（創業家）の間では良好な関係の時期を経て、日本企業にとってはマイノリティ出資下の経営の難しさから経営の自由度を高めるため経営権確保の問題が大きく浮上した。BSE または NSE 上場の株価に2～3割のプレミアムを付けた株式を合弁パートナーの創業家及びその関係企業から譲り受

け、場合によっては一般株主からの株式の公開買い付けも行いながら出資比率を増やし、最終的には50%以上を確保するというものであった。

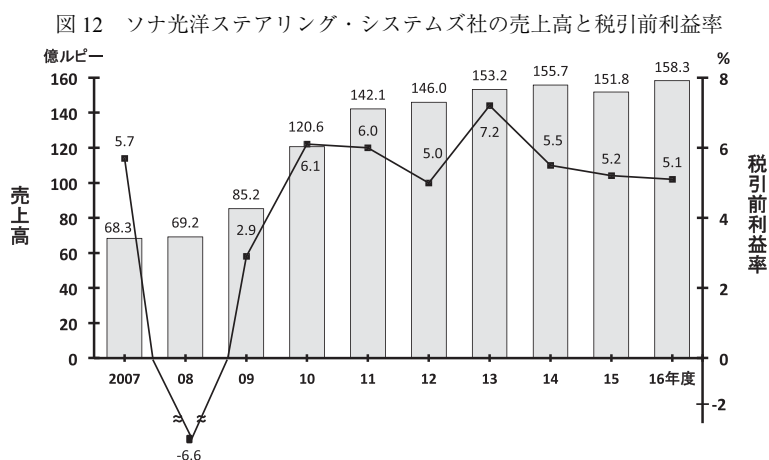
マイノリティ出資者からマジョリティ出資者になり経営権を確保するまでにはかなりの時間と追加投資を余儀なくされた。この追加投資への回収戦略を配当回収などによりどのように進めるかは極めて重要な経営課題となった。

ここで出資比率増加による経営権確保の事例を一事取り上げる。日本のジェイテクトがニューデリー市に本社を置く現地法人、ソナ光洋ステアリング・システムズ社 (Sona Koyo Steering Systems Limited 以下“ソナ光洋”と略す) の事例である。1985年に日本の光洋精工 (現・ジェイテクト) がインドの地場企業ソナグループ企業のひとつ、ソナステアリング・システムズと技術提携を行ったのがスタートである。具体的にはマニュアル・ステアリング・ギアおよびステアリング・コラム組立に関する技術協力契約である。1987年に生産を開始した。

その後、1992年に光洋精工がソナステアリング・システムズに8%出資をし、1995年にパワーステアリング・ギア製造に関する技術協力契約を締結した。1996年には光洋精工が出資比率を20.47%に上げ、1998年に日本側の光洋 (Koyo) の名前を加えて現社名になった。ソナステアリング・システムズは、光洋精工が出資前の1991年にBSEとNSEに上場している。

当時のソナ光洋の資本金は8,793万ルピー (約2.2億円) で株主構成は、光洋精工20.47%、マルチウドヨグ7.85%、創業家のスリンダー・カプール氏5.48%、一般株主 (公開株) 24.55%、その他41.65%であった。生産拠点はハリアナ州のグルガオン市とタミルナドゥ州のチェンナイ市の2か所である。

ソナ光洋の売上高および税引前利益率の推移を表したのが図12である。売上高は、2007年度68.3億ルピーから2016年度158.3億ルピーへと増え、収益性も世界的な影響



出所：ソナ光洋ステアリング・システムズ社の年次報告書 各年度版より筆者作成

を受けたリーマン・ショックの2008年度を除くと安定的な収益性を保持している。2016年度の同社商品別売り上げは、パワーステアリング、アクセル、コラムなどから構成されている。また主要な顧客は、同社主要株主のマルチスズキに加えて、トヨタ自動車、現代自動車、タタ自動車、マヒンドラ、GMなどである。

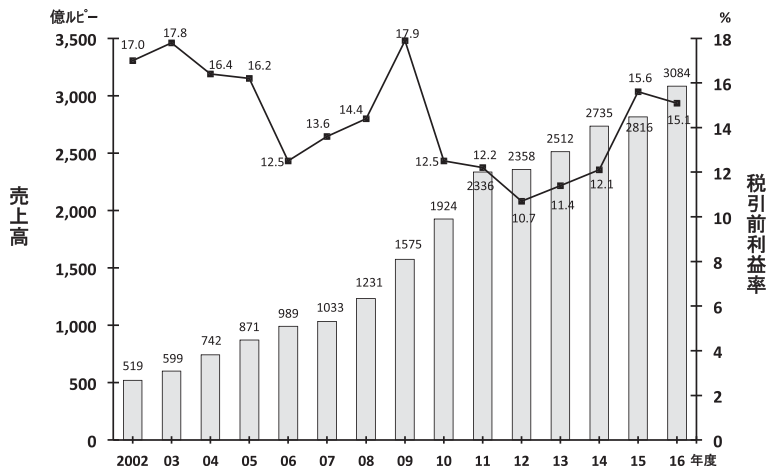
ジェイテクトは、2017年6月、ソナ光洋の筆頭株主である Sona Autocomp Holding Limited の持ち株 25.12%（4,991万株）を74億円で取得すると同時に、公開買い付けにより 25.23%（5,015万株）を74億円で取得し、従来からの自社持ち株 20.10%（3,995万株）と合わせて合計 70.45%（1億4,001万株）の株式を取得した。ジェイテクトは計148億円の追加出資で経営権を確保し、従来持分法適用関連会社であったソナ光洋を連結子会社化した。

（2）合弁解消による経営権確保・・・ヒーローホンダの事例

経営権確保のためには、合弁を解消して独自に自社100%の現地法人を設立するという戦略をとった企業がある。ホンダの事例を以下に紹介する。2010年12月、ホンダはヒーローホンダの合弁解消の意向を発表し、2011年3月期に合弁解消手続きは完了した。それではホンダは2010年度までの合弁経営でヒーローホンダから何を得たのであろうか。以下、要約してみる。

ヒーローホンダの2002年～2016年の業績推移を示しているのが図13である。2010年度までがホンダが参加したヒーローホンダでの合弁経営であり、2011年度～2016年度は合弁解消後のインド側パートナーによる社名変更したヒーローモトコープ社（Hero MotoCorp Ltd.）経営の実績である。同社の売上高は、インド二輪車市場の成長を背景に2002年度～2016年度の15年間の年平均成長率13.5%で順調に拡大し、税引前利益

図13 ヒーローホンダの売上高と税引前利益率



出所：ヒーローホンダの年次報告書 各年度版より筆者作成

表8 ヒーローホンダの配当・ロイヤリティ・モデル料支払実績

単位：億ルピー、%

年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	累計
売上高	519	599	742	871	989	1,033	1,231	1,575	1,924	9,483
配当支払 ^(注1)	35.9	19.9	39.9	39.9	33.9	37.9	39.9	59.5	69.8	376.6
出資比率	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	26.0	
受取配当 (A)	12.4	14.5	5.1	10.3	10.3	8.8	9.8	51.9	15.5	138.6
ロイヤリティ (B)	6.8	8.9	15.7	21.2	25.4	27.6	32.4	41.6	36.8	216.4
ロイヤリティ対売上高比 (%)	1.31	1.48	2.11	2.43	2.56	2.67	2.63	2.64	1.91	2.28
モデル料 (C)	1.0	2.2	2.5	5.2	4.7	3.1	3.2	1.6	8.8	32.3
受取合計 (A) + (B) + (C)	20.2	25.6	23.3	36.7	40.4	39.5	46.4	95.1	61.1	389.3

注1) 「Proposed Dividend」を採用

出所：ヒーローホンダの年次報告書 各年度版より筆者作成

率も10%台で推移し高成長高収益企業となっている。

ヒーローホンダが、2010年度まで日本のホンダに支払っている内訳は、1. 配当 (Dividend), 2. ロイヤリティ (Royalty), 3. モデル料 (Model Fee), 4. 技術指導料 (Technical Guidance Fee), 5. 輸出コミッション (Export Commission), 6. 原材料・部品・修理部品の購入額の6項目である。合弁解消前の同社の業績9年間 (2002~2010年度) を対象に上記6項目の中の1. 配当, 2. ロイヤリティ, 3. モデル料支払いの推移を示しているのが表8である。

一つ目の配当だが、同社の利益処分の際の配当性向は、2001年度の70%台から2002年度60%台、2004年度50%台、2005年度40%台と低下はしてきたものの、2002年度~2010年度の9年間にホンダに支払った配当総額は138.6億ルピー (約236億円) に上る。これはホンダの出資比率26%に相当する部分の配当金額である。

次にロイヤリティは、二輪車一台当たり、または工場出荷額のある一定の料率が支払われていると推定されるが、同9年間に総額216.4億ルピー (約368億円) が支払われ、対売上高比は2.28%である。

因みに、ホンダの研究開発費と対売上高比率は表9の示す通りである。2016年度は連結売上高13兆9,992億円に対して研究開発費は6,599億円で対売上高比4.7%である。二輪事業のみ取り上げると売上高1兆7,161億円に対して研究開発費は743億円で対売上高比4.3%である。また2007年度~2016年の10年間を対象にすると、二輪事業の累計研究開発費7,352億円の対売上高比は4.8%である。同社のインドにおけるロイヤリティ料率は、日本の対売上高研究開発費比率の約半分のレベルにある。

モデル料が毎年支払われているが、新機種の導入時に一時的に支払われたものではなく継続的に発生している。同9年間に総額32.3億ルピー (約55億円) が支払われた。また、技術指導料は同期間に7.8億ルピー (約13.2億円) が支払われているが、これは

表9 ホンダの対売上高 研究開発費比率

単位：億円，%

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	累計
売上高合計	120,028	100,112	85,791	89,368	79,480	98,779	118,424	133,280	146,011	139,992	1,111,265
内、二輪事業	15,586	14,115	11,402	12,881	13,488	13,395	16,636	18,466	18,054	17,161	151,184
内、四輪事業	94,893	76,744	65,548	67,940	58,059	77,092	91,763	96,033	106,254	100,868	835,194
研究開発費合計	5,879	5,631	4,633	4,875	5,198	5,602	6,341	6,703	7,198	6,599	58,659
内、二輪事業	917	836	647	678	633	664	730	737	767	743	7,352
内、四輪事業	4,754	4,223	3,693	3,898	4,278	4,640	5,314	5,673	6,142	5,598	48,213
対売上高研究開発費比率（%）	4.9	5.6	5.4	5.4	6.5	5.6	5.3	5.0	4.9	4.7	5.2
内、二輪事業	5.8	5.9	5.6	5.2	4.7	4.9	4.4	4.0	4.2	4.3	4.8
内、四輪事業	5.0	5.5	5.6	5.7	7.4	6.0	5.8	5.9	5.7	5.5	5.7

注）ホンダには二輪、四輪事業の他に汎用パワープロダクツ事業などがある。

出所：ホンダの有価証券報告書 各年度版より筆者作成

日本からの技術者や技能者の指導・支援のための交通費・宿泊費・日当などの実費支払い分と推察される。

以上からヒーローホンダは、前掲表8が示す通り、合弁解消直前の9年間に日本のホンダに対して配当とロイヤリティとモデル料の3項目で総額389.3億ルピー（約662億円）を支払ったことになる。

次に合弁解消によりホンダが得たものを下記に要約する。1984年の合弁会社設立から27年目を迎えた2011年3月、ホンダとヒーローグループは、合弁を解消した。ホンダは発行済み株式の26%（簿価342億7,500万円）の持株全部を合弁パートナーに710億7,300万円で売却した。またホンダとヒーローホンダとの間で、ヒーローホンダが現在の商品の製造・販売・サービスを継続できるライセンス契約を新たに締結し、当該契約の対価を450億円とし、ヒーローホンダは2014年までに分割して支払うことが決まった。上記取引は、ホンダの2010年度単独決算の損益計算書上では、「特別利益」の中の『合弁解消による利益』項目に1,122億4,800万円として計上され、その内訳は「注記事項」欄に、合弁パートナーへの株式譲渡益702億7,600万円と、ヒーローホンダとのライセンス契約締結による利益419億7,200万円と開示している。

また、ホンダの同年度の連結損益決算書上では、ライセンス契約に伴う収益を「売上高及びその他の営業収入」に320億1,500万円計上し、株式譲渡益を「営業外収益」の「その他」に467億5,600万円計上している。

合弁解消後の両社の動きは以下の通りである。ヒーローグループは合弁解消した2011年8月、社名を「ヒーローホンダ」から「ヒーローモトコープ」(Hero MotoCorp Ltd.)に変更した。新社名のもとBSEでの上場は継続している。合弁解消の背景には、急成長するインド国内二輪車市場に注力したいホンダと、インド国外に輸出や直接投資

で積極的にグローバル事業展開したいヒーローグループの思惑が対立したものであろう。合弁解消後、ホンダは完全子会社のスクーター会社の HMSI (資本金 31 億ルピー) で第二工場を建設し生産能力を拡大、さらに第三工場の建設を決定した。第二工場が完成した 2012 年前半に同社の年間生産能力は合計で 280 万台となり、第三工場が稼働する 2013 年前半には 400 万台となる予定と発表した。一方、ヒーローモトコープは、バイクのヒーローホンダとスクーターの HMSI という商品棲み分けはなくなったため 2015 年にはスクーター事業への参入を図っている。HMSI は、ヒーローホンダの合弁解消前から主戦場のスクーターに加えてすでにバイクの事業にも参入していた。パートナー同士からライバル同士へ両社の立場は変わり、両社ともにバイクとスクーターを揃えて二輪車市場で熾烈な競争を繰り広げている。

次にホンダの合弁解消のメリット&デメリットを以下に要約する。ホンダ側の合弁解消メリットは、1) 保有株式の売却益とライセンス料、2) ホンダ 100% 出資で設立したスクーター会社 HMSI へ投資が集中できること、3) 合弁の制約から解放されてインド二輪車全体の絵が描けるという事業戦略立案の主導権が握れること、4) インド事業の強みを世界のホンダ二輪車事業に活用できること、5) 中長期視点からのインド投資収益の拡大期待である。

一方、デメリットは、1) 元の合弁会社から配当収入がなくなること、2) 合弁解消後は合弁パートナーだったヒーローが業界 1 位のライバル社に転じて両者間で熾烈な競争が繰り広げられることである。なお、ロイヤリティは、前述の通り、ホンダとヒーローホンダの間でライセンス契約が新たに締結されたことから支払いが続いている。合弁解消後の 2011 年～2016 年度に合計 38.9 億ルピー (約 66 億円) が支払われた。

ヒーロー側のメリットは、合弁会社のくびきから解放されて独自の経営権を発揮でき、またインド国内にだけ留まる必要はなく、自由に国際展開ができることであろう。ヒーローホンダの最終年度に当たる 2011 年 3 月期の従業員数 5,257 人がヒーローモトコープ経営下の 6 年目の 2017 年 3 月期には 8,069 人と 5 割以上の増員をみている。また、同期間に売上高は、前掲図 13 が示す通り 1,924 億ルピーから 3,084 億ルピーへ 6 割増である。

2. 配当による直接投資の対価回収

本稿 23 社の事例研究対象会社の回収実態を以下に整理する。海外への事業進出において本国での投資回収の基本は、直接投資の対価回収として「配当」、技術援助の対価回収として「ロイヤリティ」の二つがある。インド進出企業 23 社の事例研究を通して下記 11 項目の対価が出てくる。現地法人設立時の合弁パートナーやインド政府との交渉、当時の外資に対するインドの時代背景、設立後の外資側出資比率の変更などに伴

い、各社の対価回収の実態は大きく異なる。

- 1) 配当 (Dividend)
- 2) ロイヤリティ (Royalty)
- 3) 特許料 (Patent fee)
- 4) 技術支援料 (Technical Assistance Fee, Technical Knowhow & Support Fee, Technical Service Fee & Application Cost, Technical Know-how Fee, Consultancy Fee)
- 5) モデルフィー (Model Fee)
- 6) ブランド料 (Brand Fee, Brand License Fee)
- 7) ブランド認知費用分担金 (Reimbursement of Brand Awareness Expenses)
- 8) 商標ライセンス料 (Trademark License)
- 9) 輸出コミッション (Export Commission)
- 10) 本国設備の現地法人への売却・・・自社製の独自設備、または自社で使用していた設備で新品再生、検収した設備
- 11) 半完成品、部品、材料売り

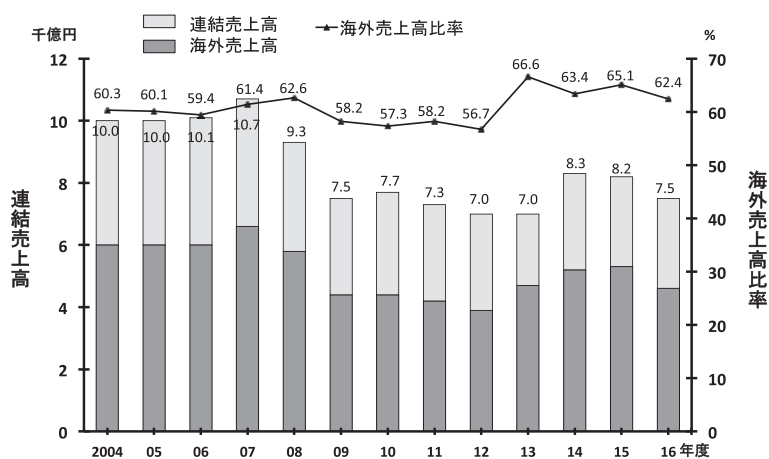
以上 11 項目の中から 1) 配当、2) ロイヤリティ、6) ブランド料、9) 輸出コミッションに焦点を当てて実態を下記に要約する。

2007 年～2016 年度の 10 年間を対象期間として「配当」支払いの有無について事例研究 23 社を分類すると下記の通りである。この 10 年間に配当金額の多寡、配当性向、配当率にかかわらず、1) 継続して支払っているのがマルチスズキ・インドシアなど 8 社、2) 短期間であるが業績低迷のため 1～2 回配当支払いを見送った年度があるが、他の年度は配当を一貫して支払っており累計配当額としては株主の期待に込んでいるのが DIC インディアなど 6 社、3) 業績低迷につき累損解消などが目標となっており、配当支払いを実施した年度が 2～3 回しかないのがパナソニック アプライアンスズ インドなど 6 社、4) 業績低迷が長期間続き配当支払いを行った年度が一度もないのはシャープインドシアなど 3 社である。本節では第 2 分類の DIC インディアと第 4 分類のシャープインドシアを以下に要約する。

(1) DIC インディアの事例

DIC 株式会社（以下、“DIC”と略す）は、1908 年創業、1937 年設立の印刷インキメーカーである。同社は東京都中央区に本社を置き、2017 年 3 月期現在、資本金 966 億円、連結売上高 7,514 億円の東証一部上場企業である。事業内容を売上高ベースでみる

図 14 DIC の連結売上高と海外売上高比率



出所：DIC の有価証券報告書 各年度版より筆者作成

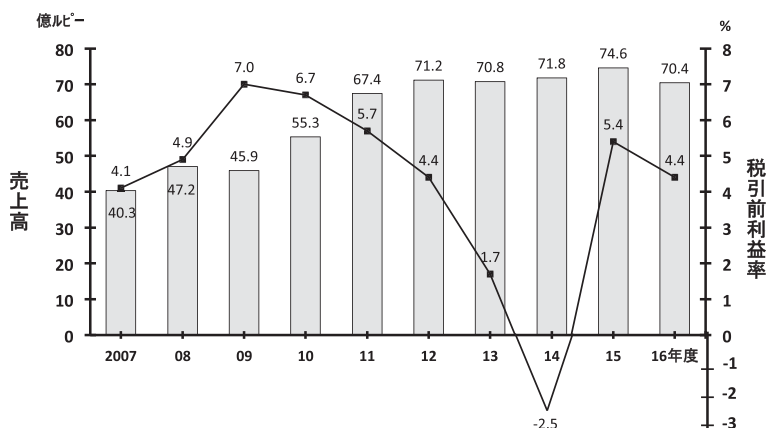
と「印刷用インキ」48.6%、「ポリマ」23.6%、顔料・液晶材料などの「ファインケミカル」12.2%、「コンパウンド」8.1%、「アプリケーションマテリアル」7.4%、「その他」0.1%である。

同社の連結売上高と海外売上高比率の推移を示したものが図14である。海外売上高比率は2004年度の60%台からリーマン・ショック後の一時50%台に低下したが、2013年以降は再度60%台へ回復している。2016年度の連結売上高の地域別構成は、日本37.6%、米国13.0%、アジアや欧州その他地域49.4%である。

DICは、インド・ウッタールプラデシュ州ノイダ市に事務上の本社を置く現地法人、DIC インディア株式会社 (DIC India Ltd. 以下“DIC インディア”と略す)を有する。DICが1999年にフランス資本より買収し、マイノリティ出資者であった。2002年にDICのシンガポール子会社 DIC Asia Pacific Pte. Ltd. Singapore (資本金3億579万シンガポールドル)を通じてDIC インディアの59.42%を取得し、もともとの所有分を含めて65.76%の持ち分となる。その後買い増し、2008年に71.75%となった。2016年末現在、資本金は9,178万ルピー(1億5,600万円)である。DIC インディアの株主構成は、DIC 71.75%、一般株主28.25%であり、株式はBSE、NSEに加えてカルカッタ証券取引所にも上場している。

DIC インディアの売上高および税引前利益率の推移を表したのが図15である。売上高は、2001年度18.54億ルピーから2007年度40.3億ルピーへ順調に増え、2015年度には74.6億ルピーに達した。2001年度から2015年度の15年間の年平均成長率は9.7%と二桁に近い伸びを見せた。収益性の面では、2014年度はムンバイ工場の閉鎖と従業員の自主退職制度の実現のための2億1,124万ルピーのコストなど、その関連費用の合計負担額2億5,870万ルピー発生のため損失を計上したが、その他の年度は比較的安

図 15 DIC インディアの売上高と税引前利益率



出所：DIC インディアの年次報告書 各年度版より筆者作成

表 10 DIC インディアの配当・ロイヤリティ支払実績

単位：百万ルーピー，%

年度	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	累計
売上高	4,038	4,719	4,592	5,533	6,747	7,123	7,086	7,186	7,460	7,041	61,525
配当支払 ^{注1)}	32.13	32.13	36.72	45.89	36.72	36.72	36.72	0	36.72	36.72	330.47
DIC 出資比率	71.75	71.75	71.75	71.75	71.75	71.75	71.75	71.75	71.75	71.75	
DIC 受取配当 (A)	15.85	23.05	23.05	26.34	32.93	26.34	26.34	26.34	-	26.34	226.58
ロイヤリティ (B)	55.48	57.87	61.16	70.36	86.48	94.57	95.79	97.72	101.31	93.08	813.82
対売上高比 (%)	1.37	1.22	1.33	1.27	1.28	1.32	1.35	1.36	1.36	1.32	1.32
受取合計 (A) + (B)	71.33	80.92	84.21	96.70	119.41	120.91	122.13	124.06	101.31	119.42	1,040.40

注 1) 「Proposed Dividend」を採用

出所：DIC インディアの年次報告書 各年度版より筆者作成

定的な税引前利益率を見せている。

DIC から見たインド進出の事業成果を、配当面から見たのが表 10 である。2007 年度～2016 年度の 10 年間に DIC インディアの配当支払い総額は 3 億 3,047 万ルーピーであり、出資比率 71.75% の DIC には 2 億 2,658 万ルーピー（約 3 億 8,518 万円）が支払われている。

(2) シャープインディアの事例

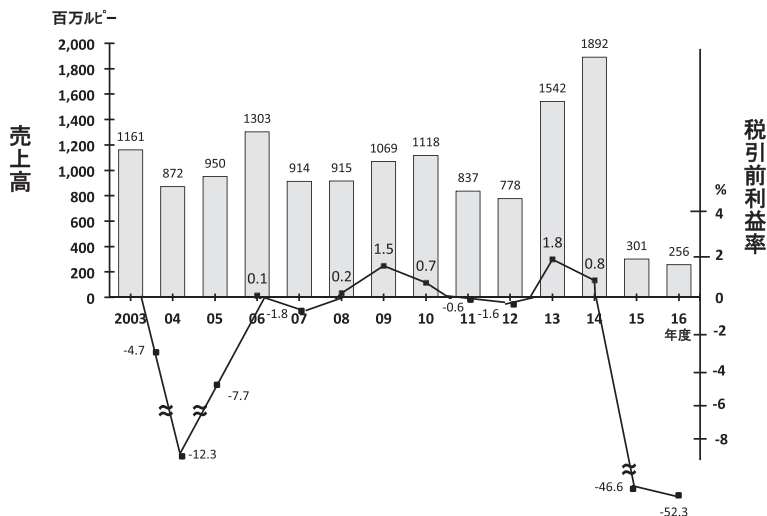
シャープ株式会社（以下“シャープ”と略す）は、1912 年創業、1935 年設立の液晶テレビ、液晶パネルや白物家電のメーカーである。同社は、大阪府堺市に本社を置き、2017 年 3 月末の連結売上高 2 兆 506 億円、同年 12 月現在、東証一部上場企業である。事業内容を売上高ベースで見ると、液晶パネルなどのディスプレイデバイス 39.3%、ビジネスソリューション 15.1%、冷蔵庫・電子レンジをはじめとする家電などの健康・環境システム 13.7%、その他 31.9% である。

シャープはインド現地法人を3社有している。1社目は、1985年設立の液晶テレビや家電製品の製造販売会社の Sharp India Limited (以下、“シャープインディア”と略す)でマハーラーシュトラ州のプネー市にある。2社目は、2005年設立のOA機器販売会社の Sharp Business System India Private Limited (資本金66億5,900万ルピー)でシャープ100%出資の連結子会社である。なお同社は、前述のシャープインディア製品の販売をも担当している。3社目は、1999年設立のソフトウェア開発の Sharp Software Development India Pvt. Limited でバンガロール市の International Tech Park の中に位置する。本稿では1つ目のシャープインディアに焦点を当てる。

シャープインディアは、合併会社として資本金2億5,944万ルピー(株式総数2,594.4万株、額面10ルピー)で設立されBSEに上場している。設立当初のシャープの出資比率は51%で、2004年にインド側合併パートナーの Kalyani Group から持ち株752万株を買い取りにより80.0%になった。この時点で社名を従来の Kalyani Sharp India Limited から現在の Sharp India Limited に変更した。また、一般株主の出資比率25%を維持するため、2013年にシャープは市場で5%を売却して75%に出資比率を下げた。

シャープインディアの売上高と税引前利益率の推移を表したのが図16である。売上高のピーク年は2014年の18億9,200万ルピー(約32億1,640万円)であったが、2015年3億100万ルピー、2016年2億5,600万ルピーと続けて大幅に減少している。これは熾烈な市場競争と価格下落の中で同社の液晶テレビとエアコンの販売が極度の不振に陥り、その結果2015年以來、両製品の生産を停止したことがあげられる。これにより2015年と2016年両年の売上高における輸出比率が各々48.9%、96.8%と突然急上昇しているが、これはインド国内販売の落ち込みをカバーするためにエアコンを中近

図16 シャープインディアの売上高と税引前利益率



出所：シャープインディアの年次報告書 各年度版より筆者作成

東、アフリカ方面へ輸出したものと推測される。ちなみに、同社の2016年度の損失は1億3,696万ルピーであり、累損は4億ルピー台に上っている。

同社の収益性を図16の税引前利益率で見ると、2003年～2016年度の14年間のうち8年間は損失を出しており、その他の年度も極めて低収益である。14年間の税引前利益の累計は4億7,741万ルピー（約8億1,160万円）の損失を計上し、この間無配である。以上、要約するとシャープは、設立30年を超える事業歴史を有するインドの子会社から、年次報告書上判明した2003年度以降を見る限り、配当はなく、ロイヤリティ累計額も1億4,870万ルピーを得ただけに留まっている。シャープインディアは、2015年度、2016年度の売上高急減後、企業としてのその存続基盤をシャープ本社の今後の資金援助に大きく依存している。

3. ロイヤリティによる技術援助の対価回収

(1) 技術援助契約への確固たる経営方針

海外直接投資の対価回収が「配当」によって行われると同様、技術援助への対価回収は技術援助契約に基づく「ロイヤリティ」によって行われる。この「ロイヤリティ」は、頭金に相当するダウンペイメント、イニシャルペイメントや一括払いに相当するランサムペイメントおよび生産高（販売高）に応じて発生するランニングロイヤリティという名称で現地法人が支払っている。「配当」と「ロイヤリティ」の回収はその基本的性格は異なっても海外事業存続の生命線である。

今回23社の事例研究から判明したことは、1) 会社設立と同時に技術援助契約を締結した企業、2) 設立後5年、10年のようにある一定期間が経過後はじめて技術援助契約を交渉して締結した企業、3) 会社設立時から今日に至るまで技術援助契約を締結していない無契約企業に3区分される。筆者の契約の有無の判断根拠は、該当企業の日本側の有価証券報告書の中の「経営上の重要な契約等」と、インド側現地法人の年次報告書の「沿革」並びに株主に公表される各年度の「日本の親会社へのロイヤリティ支払金額」の存在である。

23社の事例研究対象企業は、日本で長期にわたって貴重な研究開発費を投入し構築してきた技術をインド（海外）で技術援助、技術指導する際の対価獲得に、総じて不十分であったことと、したたかに対価獲得が出来ている企業とそうでない企業との差の大きさを示している。

インド事業進出が本格化した40数年後の今日、ロイヤリティに対する各社の明確な方針が問われている。技術援助が実質的になされているにもかかわらず対価の回収が無い、または極めて少ない「ボランティア型事業」の場合は、上場企業のケースでは、株主総会で株主の権利棄損を厳しく指摘される恐れがある。また、日本側のマイノリティ

出資下でインド側合弁パートナーに対する交渉力の弱さと社内の国際交渉人材不足から“取れる分だけ取る”という技術援助契約はあり得ないことは当然である。日本側からの技術援助の合理的な対価回収を行っていなければ、日本で莫大な研究開発費をかけて作り上げた技術を海外に無償贈与したという理由で税務当局から「移転価格税制違反」(Transfer Pricing)を指摘される恐れがでてくる。

(2) パナソニックのインドにおけるロイヤリティ契約事例

各社の技術援助契約は締結されたことを公表しない企業も少なくはないが、たとえ締結したという事実が公表されても供与する技術内容、ロイヤリティの算出基準、料率、対象期間など具体的内容は機密事項として公表されない。また、その内容が公表されても「ロイヤリティは売上高(または生産高)の一定率を支払う」という程度の開示である。

以下は松下電器産業株式会社(現パナソニック株式会社、以下“松下電器”と略す)を日本企業の一つの具体的事例として取り上げ、1970~1990年代設立のインド事業からロイヤリティをどのように確保しようと試行錯誤していたのかを同社の社史(「海外事業史」の『アジア・大洋州編』稿本)から3社を探ってみる。

日本企業のインド進出は約半世紀前にスタートした。1991年にインド政府が外資規制緩和を打ち出す前の時代、とりわけその前の20年間(1970~1990年)は日本企業のインド進出の黎明期であり試行錯誤の時代であった。1966年に就任したインディラ・ガンディー首相の率いるインドは、1971年に第3次インド・パキスタン戦争勃発もあり、また中国との国境紛争を抱え、親ソ連、親東欧の時代であり、経済は社会主義的政策を基本に外国資本の排除と民族資本の保護・育成を基本政策としていた。一方、国内的には失業率も高く、外貨準備が不足し、ほとんどの商品は輸入禁止状態にあった。

こうした状況下でインドは長期にわたる経済停滞に喘いでいた。インド政府はこの事態打開のため、工業化の促進と地域開発に全力を傾注していた。当時、インド政府は異例の政策転換ともいえるが、外資に対してわずかに門戸を開いたのが生活必需品の「乾電池」であった。但し、この外資導入には二つの条件があり、一つは外資側の出資比率が40%以下であること、もう一つは同時に2社設立というものであった。

このインド政府の工業化政策の期待に応えたのが当時の松下電器であり、1973年に西部のグジャラート州バローダ市(現ヴァドーダラー市)に「ラカンパルナショナル株式会社」を、南部のタミルナドゥ州マドラス市(現・チェンナイ市)に「インドナショナル株式会社」を同時に設立したのである。異なる地域に異なるパートナーと、いずれも政府認可可能な最大の出資比率40%の乾電池製造会社を設立した。インド事業のバイオニアとされる自動車のスズキがマイノリティ出資でインド進出したのが1982年で

あり、その約10年前には、すでに松下電器は外資への厳しい制限下で合弁会社2社を立ち上げていたのである。

この時代に、松下電器は技術援助契約でインド側パートナー及びインド政府と厳しい交渉を行っていた。「ラカンバルナショナル」のケースでは、設立20周年を迎える1992年に締結し直した新合弁契約のもとの技術援助契約書の骨子は、以下の通りであった。1) 技術援助は、「製品製造のための指導・助言の提供」であり、技術者の受け入れ訓練、派遣指導の実施である、2) ロイヤリティにあたる「報酬」は、無水銀単一、単三、単四紙筒および金属外装乾電池では、インド国内販売3%、輸出販売5%であり、無水銀でない単一、単三乾電池はインド国内2%、輸出販売5%、算出基準は正味蔵出し販売価格、3) ライセンスは製造及び販売の非独占ライセンス、4) 契約期間は1993年7月18日～1999年3月31日、というものであった。

以上からわかる通り、松下電器はインドにおいて、外資規制緩和政策が打ち出された当時から自社の技術援助に対する対価獲得は当然のこととして、ロイヤリティ交渉を行い契約が締結されていた。

同様に、その後同社のインドに進出した現地法人のロイヤリティは、1997年設立の松下エアコンインディア社（その後、「インド松下エアコン社」に変更）のケースでは、締結した「技術援助契約」では、「ロイヤリティは付加価値の5%を松下電器産業エアコン事業部に支払う」ことが記されている。また、1997年設立のインド松下洗濯機株式会社が日本の親会社との間で締結した技術援助契約では、「販売価格の5%をロイヤリティとして支払う」ことと、「インドから第三国へ製品が輸出される場合は8%のロイヤリティ支払」が明記されている。さらに、新会社発足時の技術支援料として「図面、仕様書、ノウハウ提供の一時金として67万5,000ドル（約7,500万円）」が数回分割で日本に送金されている。

(3) ロイヤリティ料率と対売上高研究開発費比率

ロイヤリティ獲得の問題は、具体的には料率、算出基準、対象期間の3つである。技術援助する側の日本本社は研究開発力や生産技術力の高さを理由に、極力高い料率と工場出荷価格100%の算出基準と、対象技術の予想陳腐化を超える極力長い対象期間を主張する。一方、ロイヤリティ支払い義務の発生するインド現地法人側としては、使用権を許諾される技術を極力過小評価し料率を引き下げ、算出基準からは保険代、梱包代、現地従業員の人件費などを差し引いた外資側付加価値見合いだけを対象にしたいという算出基準の引き下げを主張し、当該技術の陳腐化は世界的に見てかなり早いと対象期間の短縮を主張する。

しかしながら、インド現地法人が日本親会社の100%子会社で連結対象子会社になっ

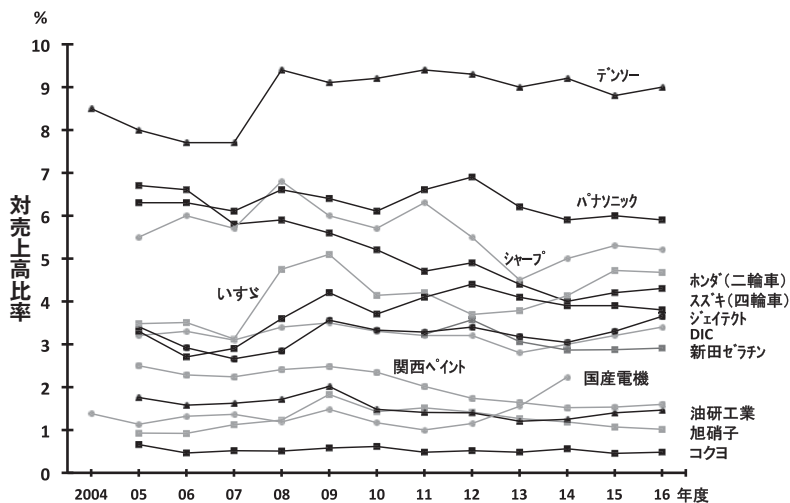
ている場合を除いて、日本側がマイノリティ出資で参画した合弁会社においては、マジョリティ出資者のインド側パートナーと日本側企業のロイヤリティ交渉というスタイルになる。ロイヤリティの料率が低ければ、それだけインド現地法人の収益性が高くなり配当金額が増える可能性があるため、ロイヤリティ交渉には厳しく臨んで来るのが一般的である。

マイノリティ出資者の外資側の出資比率が徐々に上昇し、マジョリティ株主になった時点で経営権が外資側に移るため、その後のロイヤリティ交渉は従前よりは容易になるとは言うものの、やはり国境を超えてのロイヤリティの支払側と受取側という構図には変わりはない。このような構図の中でロイヤリティ料率の妥当性を判断するため、当該技術をライセンスする側の日本本社の研究開発費と対売上高比率を一つの定量化された指標としてみた場合、インド現地法人が支払っているロイヤリティ金額と対売上高比率がどのようなポジションになっているのかを時系列的に追いかけてみた。

まず、事例研究対象企業23社に技術援助を行う日本側企業の2005年度～2016年度の研究開発費と対売上高比率の推移を分析したのが図17である。連結売上高と研究開発費が各々事業セグメント別に公表されている場合は、連結合計ではなく、該当する事業セグメントとして対売上高研究開発費比率を算出している。

一方、技術援助を受けるインド現地法人側の2005年度～2016年度のロイヤリティ支払額⁴と対売上高比率の推移分析したのが図18である。

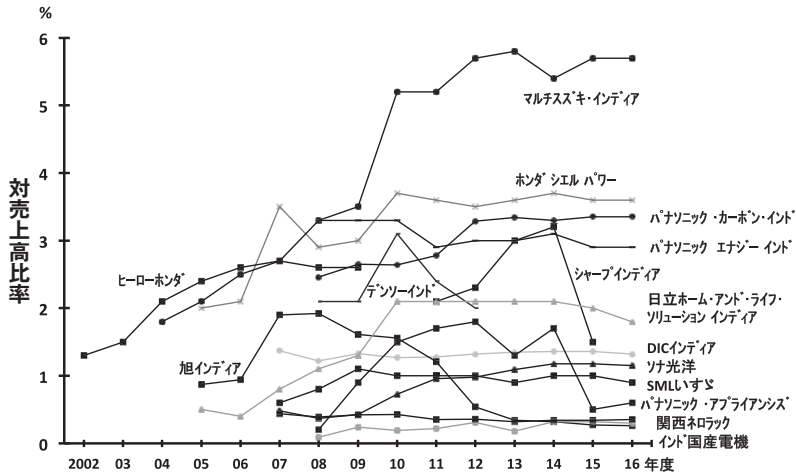
図17 日本企業の研究開発費の対売上高比率



出所：各社有価証券報告書 各年度版より筆者作成

4 日印租税条約 第12条により、日本へのロイヤリティ・技術的役務費支払にかかる実効税率は10%である。また配当については、インド政府は配当支払いインド企業に対する配当支払税 (Dividend Distribution Tax: DDT) を設け、支払い企業側に一律15% (実効税率20.36%) を課税し、受取り側には免税としている。

図 18 インド現地法人のロイヤリティ支払額の対売上高比率



出所：各社有価証券報告書 各年度版より筆者作成

両図から示唆されるのは、ホンダ、スズキ、デンソー、パナソニック、日立のように海外事業の歴史が古く、海外進出規模が大きく海外売上高比率が高く、対売上高研究開発費比率の高い企業は、海外現地法人においてもロイヤリティ料率は相対的に高く、合理的な料率を確保し技術援助の対価をしっかりと確保しているのが窺える。

例えば、デンソーの事例では、前掲図 17 が示す通り 23 社中、デンソー本社の対売上高研究開発費比率が 8～9% と一番高いが、インド現地法人のデンソーインドは、業績開示義務のあった上場期間中の 2008 年～2012 年度（これ以降上場廃止）においては前掲図 18 が示す通りロイヤリティの対売上高比率は 2～3% の水準であった。この料率の乖離の背景にあるのは、デンソー本社の「既存の技術、図面をそのまま海外現地法人にトランスファーするコピーエンジニアリングの対価は、基本的に料率 2% のロイヤリティとする」という考え方および「新規に特定の製品開発、設計を行う場合は別途エンジニアリング費用を請求する」という考え方があるものと推察される。

また、ホンダ シエル パワー プロダクツの事例では、日本のホンダに対して、該当製品の「ネットの工場出し値ベースの販売価格（Net ex-factory sales price）の 6.0% を支払う契約」になっており、株主に公開される年次報告書に明記している。前掲図 18 上では、同社売上高合計の 3.5% 前後に相当するものと推察される。

また、パナソニックの事例では、同社の対売上高研究開発費比率が 6% 前後で推移しているが、インド現地法人 3 社のロイヤリティ料率は 1%～3% 台で推移している。この料率の違いの背景には、各現地法人のインド側パートナーとの交渉における力関係にもよるが、パナソニックのロイヤリティに対する基本的な考え方があったものと推察される。同社は 1960 年代前半にタイに生産進出して以来、1970 年代～1980 年代の ASEAN、南米、アフリカへ生産進出した。その海外生産の先兵となった商品が「乾電

池」であり、次いで「ラジオ、録音機」であり、さらに「冷蔵庫、洗濯機、エアコンという白物電化機器」や「白黒テレビ、カラーテレビという映像機器」であった。海外事業の黎明期の1970年代に「対象製品を乾電池、部品、完成品に3分類して、そのロイヤリティ料率を3~5%とする」という基本的な考え方が出来上がったものと推察される。

またスズキの場合、1982年にマイノリティ出資のマルチスズキ・インディアではロイヤリティ料率は1~2%台に抑え込まれ、親会社の対売上高研究開発費比率を大きく下回った。しかしマジョリティ株主になり経営権を確保した以降は、このロイヤリティ料率は、前掲図18が示す通り、徐々に上昇し、2016年度には親会社の対四輪車売上高研究開発費比率3.8%を上回る5.7%⁵に達している。

4. ブランド料の回収

ブランド料 (Brand Fee) は、独立した徴収項目とする場合と「ロイヤリティに含む」とする場合の2種類ある。前者のケースとしてパナソニック・アプライアンス・インドを取り上げる。パナソニックは、配当やロイヤリティとは別に、「ブランドライセンス料」 (Brand License Fee) を受け取っている。その受取金額は2007~2016年度の10年間に9,260万ルピー (約1億5,742万円) であり、同期間の受取配当総額の5.0倍である。ブランドライセンス料は、年平均で対売上高比率0.59%となっている。因みに親会社パナソニックの2016年度の連結売上高7兆3,437億円の中で、ブランド広告や商品広告など宣伝広告費合計は1,052億円を占め、対売上高比率は1.43%である。

パナソニックは、上記10年間でロイヤリティとブランドライセンス料を合わせて2億4,470万ルピー (約4億1,599万円) を得ている。収益性が低迷し、税引後利益が損失の年度は配当受取はないが、確実にロイヤリティとブランドライセンス料で回収を図っている。

次に後者の「ブランド料をロイヤリティに含む」という事例ではパナソニック エナジー インドを紹介する。パナソニックはインド現地法人への出資に当たっては「技術援助契約」を締結している。この契約にはブランド料 (Brand Fee) を含む10年間の「ロイヤリティ」と5年間の「商標使用料」 (Trademark License Fees) を含んでいる。2016年度の「ロイヤリティ」と「商標使用料」を合わせた支払額は6,252万ルピー (約1億625万円) であり対売上高比率は2.9%である。2008年度~2016年度の9年間の累計支払額は5億5,440万ルピー (約9億4,248万円) であり、対売上高比率は3.1%

5 スズキのインド現地法人マルチスズキ・インディアからの「技術援助対価としてのロイヤリティの回収」については拙稿「成功事例 マルチスズキ・インディアのインプリケーション-日本企業のインド進出事業拠点4,000か所を目前に-」『甲南経営研究』第57巻第3号 平成28年12月に詳しい。

である。パナソニックにとり収益性とは直接関係なく生産または販売実績をベースに支払われるロイヤリティの受取額は、配当受取額と比べると上記9年間で2.7倍と大きく、対価回収の寄与度は高い。

なおパナソニックは、上記の「ブランド料を含むロイヤリティ」や「商標使用料」とは別に、「ブランド認知広告費用の分担金」（Reimbursement of brand awareness expenses）を受け取っている。『Panasonic』というブランドや『Eneloop』、『HYPER』、『GOLD』、『GOLD PLUS』という電池商標の既存の無形資産の使用料に加えて、パナソニックが毎年継続的に世界を対象に行っているブランド認知のための広告費用を、海外の現地法人にも相応の分担をしてもらうという考え方と推察される。2015年度からこの費用が発生している。2016年度にパナソニック エナジー インドが支払ったこの費用は2,290万ルピー（約3,900万円）と小さくはなく、対売上高比1.0%である。

次に油研工業のブランド料受け取りの事例を紹介する。油研工業は油研インドに対して、2001年5月に「油圧ポンプ、油圧バルブの製造実施権」を「契約期間8年間（のちに10年間に延長）」、2010年6月に自動切屑圧縮機「KIRIKO」の製造実施権を「契約期間5年間、以後自動契約」の条件で許諾している。この両契約について油研工業は、「頭金のほかロイヤリティとして売上高の一定率を受け取っている」（同社の有価証券報告書「技術輸出契約」欄より）としている。

油研インドが油研工業に対するロイヤリティ支払を年次報告書に正式に記載したのは、2012年度からである。2012年度から2016年度の5年間の累計支払額は、頭金（ダウンペイメント）とランニングロイヤリティの両方を含むとすると256万ルピー（約435万円）となり年平均87万円と極めて少額である。

なお油研工業の研究開発費の推移を見ると2016年度の研究開発費は3億8,900万円であり、対売上高研究開発費比率は1.46%である。また2007年度から2016年度の10か年の累計39億2,100万円を対象にすると対売上高研究開発費比率は1.48%である。日本本社で発生する毎年の多額の研究開発費に対して、油研インドからのロイヤリティによる対価回収は額と率の面で微々たるものである。

ただし、油研工業は、表11が示す通り2009年度より「YUKEN」のブランド料を油研インドから受け取っている。2009年度から2016年度の8年間に累計5,375万ルピー（約9,137万円）が支払われ、各年度の売上高の0.4%程度に該当する。

以上、要約すると油研工業は、設立40周年の事業歴史を有するインドの子会社から配当、ロイヤリティ、ブランド料の3つで年間1,000万ルピー弱（約1,700万円）の収入を得ている。1972年に台湾に次ぐ海外現地法人としてインドに油研インドを設立した時には、油研工業は今日の業態より小さかったものの、すでに東証、大証一部上場企業であった。果たして当時、インド進出にあたって、投資回収、技術援助の対価、

表 11 油研インディアの配当・ロイヤリティ・ブランド料支払実績

単位：百万ルピー、%

年度	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
売上高	704	851	1,045	1,200	1,584	1,790	1,585	1,671	1,885	2,001	2,099
配当支払 ^(注1)	5.4	7.5	7.5	—	7.5	7.5	7.5	4.5	4.5	4.5	3.0
油研工業出資比率(%)	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
受取配当 (A)	2.16	3.00	3.00	—	3.00	3.00	3.00	1.80	1.80	1.80	1.20
ロイヤリティ (B)							0.29	0.41	0.75	0.55	0.56
ブランド料 (C)				3.55	7.19	7.04	6.25	6.92	7.27	7.50	8.03
ブランド料対売上高比(%)				0.29	0.45	0.39	0.39	0.41	0.39	0.37	0.38
受取合計 (A) + (B) + (C)	2.16	3.00	3.00	3.55	10.19	10.04	9.54	9.13	9.82	9.85	9.79

注 1) 「Proposed Dividend」を採用

出所：油研インディアの年次報告書 各年度版より筆者作成

インド上場の是非などについて合弁パートナーとどのように交渉したかは、日本側の有価証券報告書やインド側の年次報告書からは不明である。但し、今日のインド事業からの受取金額の70%以上がブランド料に依存している。

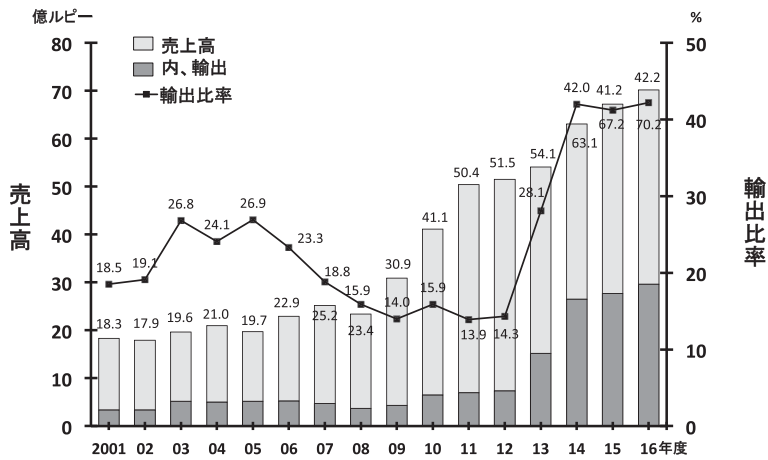
5. 輸出コミッションの回収

23社の企業事例の中で、主たる販売先が(1)インド国内市場だけという企業、(2)インド国内市場及び輸出市場という企業、そして(3)輸出主体の企業の3種類がある。(3)では、2016年度の輸出比率が95.7%の五十嵐電機インディアや同67.0%のパナソニックカーボンインドがあげられる。(2)と(3)の企業ではその輸出比率の高低に関わらず日本の親会社に対して輸出コミッションが毎年の輸出額に対してある一定率が支払われている。

例えば、ホンダが1985年にインドに合弁形態で設立したポータブル発電機やポンプの製造販売会社ホンダシエルパワープロダクツ社(Honda Siel Power Products Limited)の事例を見てみる。同社の売上高と輸出比率推移を表したのが図19である。2016年度の売上高70.2億ルピーの商品構成は、GENSET(発電機セット)65%、水ポンプ15%、エンジン12%、その他8%である。2013年度から輸出の伸びが売上高成長を牽引し、2014年度には欧州、日本向けに発電機の新製品「EU 70 S」の導入が輸出金額と輸出価格に大きな貢献をした。また中東地域も引き続き最大の事業機会となっている。

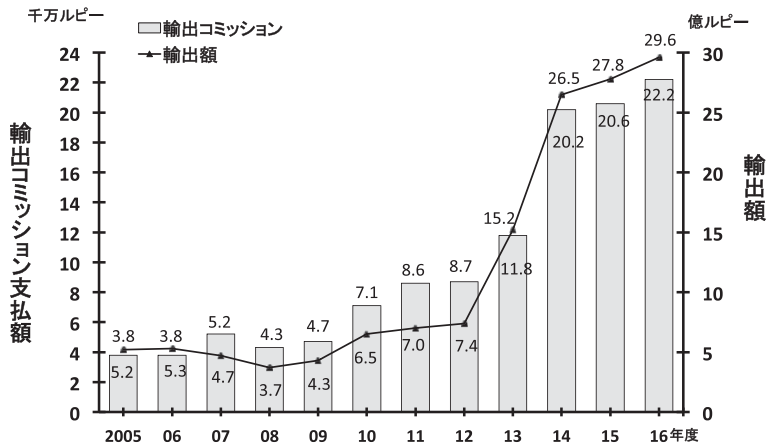
同社は、ホンダに対して輸出コミッションとして「FOBベースの輸出価格の8.0%を支払う契約」になっている。図20は、同社の輸出額と輸出コミッション支払額の推移を示しており、2005年度～2016年度の12年間に輸出コミッションとして12億1,090万ルピー(約20億5,853万円)をホンダに支払った。同期間の輸出金額合計は143億3,785万ルピーであり、コミッションは8.44%に相当している。同社製品がイン

図 19 ホンダ シエル パワープロダクツの売上高と輸出比率



出所：ホンダ シエル パワー プロダクツの年次報告書 各年度版より筆者作成

図 20 ホンダ シエル パワー プロダクツの輸出コミッション支払



出所：ホンダ シエル パワー プロダクツの年次報告書 各年度版より筆者作成

ドから世界 30 か国に輸出されており，市場開拓，販売チャンネルの構築，ブランド・商品広告などの一連のマーケティング費用に充当されているものと推察される。

また二輪車のヒーローホンダの事例では，対売上高輸出比率は，2002 年から合併解消前年度の 2010 年度の期間 1.8~2.9% で推移している。同社に代わって日本のホンダが輸出マーケティングを行う費用の支払いと推察されるが，同期間の輸出累計金額 218 億ルピーに対して輸出コミッションの累計額は 9.8 億ルピー（約 16.7 億円）であり，その平均コミッション率は 4.5% である。

VII おわりに

今回の研究テーマは，インドに進出した自動車や電機などの日本企業の定量的かつ時

系列的な業績研究である。積み残された研究課題は次の3点である。1つ目は、果たしてこれらの日本企業の業績は、同じくインドに進出した同業の欧米多国籍企業や韓国、中国、シンガポールなどのアジア企業の業績と比べて優位性のある結果なのか否かを検証する必要がある。設立形態、出資形態、配当による投資回収、技術援助による対価回収などの点で大きく異なっているとすれば、その業績の優劣はどこに起因しているのか、またインド特有の投資環境や事業環境は各国外資の業績にどのようなインパクトを与えてきたのかをさらなる研究課題として解明する必要がある。すなわち日米欧亜の外資系企業のインド業績の比較研究 (Comparative Study) である。

2つ目は、外資のインドへの直接投資や現地経営については、従来、29州からなるインド国内における立地戦略やマーケティング戦略のようにインド国内市場やインド国内経済が視座に置かれてきた。しかしながら今後は、インド・ASEAN 間の今日の国際分業に加えて新たなインド・中国間の国際分業の可能性や、インドを中心とした南アジア地域での国際分業の新たな進展の可能性にも言及する必要がある。

3つ目は、経済的には成長路線にあるアジア第3位の経済大国・インド、政治外交面では中国・インド間の国境紛争、インド封じ込めともいべき中国の新たな覇権主義の象徴としての「一帯一路」政策などのもと、外資はインドをどのように活用していくかが問われている。「成長市場としてのインド」、豊富で廉価な労働力を活用する「生産拠点としてのインド」、「輸出拠点としてのインド」、高度な人材を活用する「研究開発拠点としてのインド」、地政学的な優位性を活用する「ASEAN・中東・アフリカの結節点としてのインド」など様々な役割が期待される。外資による今後の「インド地域統括」のあるべき姿が喫緊の研究課題となろう。

参考文献

- [1] 安積敏政 (2010) 「アジア進出に伴う対価回収の課題と留意点」『地銀協月報』 pp 2-13, 一般社団法人全国地方銀行協会
- [2] 安積敏政 (2011) 「スズキのインドにおけるロイヤルティ取得」『サービス産業のアジア成長戦略』 pp 328-335, 日刊工業新聞社
- [3] 安積敏政 (2014) 「第3章1節 中堅・中小企業のアジア進出の20大留意点: ロイヤルティ」『実態調査で見た中堅・中小企業のアジア進出戦略「光と陰」』 pp 246~258, 日刊工業新聞社
- [4] 安積敏政 (2017 a) 「成功事例 マルチスズキ・インドのインプリケーション-日本企業のインド進出事業拠点4,000ヶ所を目前に-」『甲南経営研究』第57巻第3号
- [5] 安積敏政 (2017 b) 「インドのGDPが日本を追い抜く日」『IMPACT』世界経済評論 2017. 11. 27号
- [6] 安積敏政 (2018) 「インド進出日系企業の地域統括課題と展望」『甲南経営研究』第58巻第4号
- [7] EY 税理士法人 (2015) 「新興国における税務人材の現状と課税事案への対応に関する調査」, 経済産業省委託調査, 平成26年度アジア産業基盤強化等事業
- [8] 日立総合計画研究所 「州と都市がけん引するインド経済成長」『日立総研』2014年8月 Vol.9-2
- [9] 平林 博 (2017) 『最後の超大国 インド』日経 BP 社

- [10] International Monetary Fund 「World Economic Outlook Database April 2017」
- [11] Kohli, Meha (2012) *Disclosure and compliance practices and associated corporate characteristics-A study of listed companies in India*, Virginia Commonwealth University (U. S. A.)
- [12] KPMG アジア上場アドバイザーグループ編 (2014) 『アジア上場の実務 Q&A－香港・シンガポール・台湾・韓国・タイの株式市場徹底比較－』中央経済社
- [13] 久野康成 (2010) 『インド投資・会社法・会計税務・労務』TCG 出版
- [14] 公益財団法人 日本証券経済研究所 (2017) 「図説 アジア証券市場 2016年版」
- [15] Madhav Prasad Sedhain (2009年) 『インドの自動車産業における M&A』(創価大学大学院紀要)
- [16] 長島直樹 (2012) 「インド進出企業の事例研究から得られる示唆」富士通総研 研究レポート No.397
- [17] 中條秀治 (2011) 「トヨタ・インド子会社の戦略と組織」中京大学 中京企業研究 33号
- [18] R. Shah, Rima (2011) *Measurement and analysis of share holders value creation in the context of selected Indian companies*, Gujarat University (India)
- [19] 糖谷英輝 (2011) 「アジア株式市場のいま－第12回インドの株式市場」『月刊資本市場』No.309, 財団法人資本市場研究会
- [20] Vyas, Rahul V. (2012) *Mergers and acquisitions in India*, The Maharaja Sayajirao University of Baroda (India)
- [21] 渡辺章博 (2013) 『新版 M&A のグローバル実務』中央経済社

電子化された参考資料

- [1] インド証券取引委員会 ホームページ <http://www.sebi.gov.in/> (2017/11/02)
- [2] Bombay Stock Exchange ホームページ <http://www.bseindia.com/> (2017/12/02)
- [3] National Stock Exchange of India ホームページ <https://www.nseindia.com/> (2017/11/02)
- [4] 日本取引所グループのホームページ <http://www.jpx.co.jp/> (2017/08/05)
- [5] 東京証券取引所のホームページ <http://www.jpx.co.jp/> (2017/12/05)
- [6] Honda Siel Power Products Limited アニュアルレポート 2006～2016 年度版
- [7] Honda Siel Power Products Limited ホームページ <https://www.hondasielpower.com/> (2017/08/06)
- [8] Panasonic India Private Limited ホームページ <http://www.panasonic.com/in/> (2017/10/10)
- [9] Panasonic Carbon India Co. Ltd. アニュアルレポート 2009～2016 年度版
- [10] Panasonic Carbon India Co. Ltd. ホームページ <https://www.panasoniccarbonindia.in/> (2017/08/20)
- [11] デンソー ホームページ <https://www.denso.com/jp/ja/> (2017/09/23)
- [12] デンソー 有価証券報告書 2003～2016 年度版
- [13] Denso India Private Limited アニュアルレポート 2009～2012 年度版
- [14] Denso India Private Limited ホームページ <http://www.denso.co.in> (2017/09/23)
- [15] DIC ホームページ <http://www.dic-global.com/ja/> (2017/09/23)
- [16] DIC 有価証券報告書 2005 年度～2016 年度版
- [17] DIC India Ltd. ホームページ <http://www.dicindia.co/> (2017/09/12)
- [18] DIC India Ltd. アニュアルレポート 2008～2016 年度版
- [19] Sona Koyo Steering Systems Limited アニュアルレポート 2008 年度～2016 年度版
- [20] Sona Koyo Steering Systems Limited ホームページ <http://sonakoyosteering.com/> (2017/08/12)