

インドの民営化: 国有企業ではなくセクターの民営化

Helios Capital Management
Samir Arora

インド政府の民営化に対する消極性はエコノミストやアナリストに広く批判されてきた。これに対して、中国は国有企業の一部を積極的に法外な評価額で外資に売却し続け、インドの国有企業の売却のペースの遅さを顕著にしてきた。

消極性の批判理由は多々あるだろうが、当社ではインドの民営化は実際には目覚ましいものであったと判断している。実際に、株式市場で投資家が手にした利益は政府の慎重な民営化戦略の賜物であるとみている。

インドの民営化戦略を理解するには、まず「民営化」の意義を考えてみる必要があるだろう。民営化とは単に民間企業に国有企業を売却することのみが目的のように思われるかもしれない。しかし、政府が独占管理してきた業種や市場を民間が新規参入できるよう開放し、市場原理を働かせることが本来の目的では無いだろうか。

各派閥の圧力を背景に、国有企業を戦略的に売却できたインド政権はこれまでなかった。こうした状況を打開するため、政府は民間企業に従来、政府の管理下にあった業種への参入を認めた。新民間企業はメディア、銀行、資産運用、保険、航空や通信等のセクターに自由に参入したことにより巨大な利益をあげた一方、セクターが開放される前に戦略的な変革を行わなかった既存の国有企業はこの犠牲となった。こうした新民間企業は業界の成長に関与し、さらに国有企業から市場シェアを瞬く間に奪って、価値を創出した。

インドは既存の国有企業を民営化することなくセクターを民営化するという素晴らしい戦略を採用したのである。これまでのところ、こうした戦略は成功しているが、政府は国有企業の政府持分は売却可能な最大価値に達していないため、これは民営化の最善策ではないという声もある。この点は真実ではあるが、政府持分を最大価値で売却することは民営化プログラムの成功を判断する唯一の尺度ではない。インド政府が国営資産を売却できていた場合、将来的な収益の恩恵を受けられたのは1~2社の成功した入札者だけだろう。実際、戦略的投資家に国有企業を売却していた場合は、改革や再編をするため、企業の市場占有期間をさらに数年延ばす条件が付いたと考えられる。仮に政府が海外の戦略的投資家に国有企業を直接売却していた場合、株式市場の投資家はどのような恩恵を受けることができたのだろうか。

インド政府のこの独特の戦略は、政治的な制約により政府が国有企業を戦略的に売却できなかったことに起因する。意図されたものではなかったにせよ、改革は歴代の政権に継承され、個人投資家や株式市場の参加者に富をもたらした。インドは国有企業の売却による直接的利益は受けられなかったが、民間企業にセクターを次々に開放することに成功した。実質的には、このように新規開放された各セクターの民間参加企業に（国有企業の）価値を移転している。国有企業と競合していく中でインドの起業家は巨万の富を築き上げた。もし、国有企業が単純に売却されていた場合、実質的に相対的な独占状態がさらに長期間続く。自由参入を認めたことで各セクターへの参入者が増え、投資家がさらに増加し、その成功から恩恵を受ける人が増え、競争が高まり、消費者には選択肢と利益が増えるという結果になった。

国営銀行は一行も「民営化」されていないが（現在はほぼ全て国内証券取引所に上場）、時価総額が最大の銀行は民営銀行である点は注目に値する。1991/92年まで独占市場だったメディア・セクターの国有企業は売却されていないが、現在はテレビ市場全てに民放が浸透している。国内線航空会社は未だ民営化はもとより、上場もされていないが、（シェア、およびその他要因からみて）インド最大の国内線航空会社は民間企業である。既存の国営通信会社はいかなる戦略的投資家にも売却されていないが、今日、民間通信会社（全て過去10～12年間に創業）の時価総額の合計は推定1,250億米ドルを超えている。民営化の候補はこれだけではない。

当然ながら、（政府が国有企業の株式保有率引き下げには消極的なことから）国有企業の新株発行による供給がないため、海外からの投資フローに対し発行される証券の供給が不十分な点も全体的な市場パフォーマンスの支援材料になっている。