

## 【研究論文】（投稿）

## インド航空業界の M &amp; A 戦略

セダイン・マダブ・プラサド  
（創価大学・院生）

## 【要 約】

本稿は、企業の経営戦略として重要視されている M & A について、インドの航空会社 3 社（Air India, Jet Airways and Kingfisher Airlines）を事例として取り上げ、M & A がインドの航空会社にもたらした財務効果を検証したものである。1991 年の自由経済政策の導入以降、Jet Airways をはじめ、インドの航空業界に新しい民間航空会社の参入、さらに 2000 年以降、低価格キャリア（Low Cost Carriers）の市場への参入はインドの航空業界に大変革をもたらした。多くの LCC の市場参入によって競争が激化し、航空会社が M & A を行うこととなった。

分析の結果、M & A 後各航空会社が損失を継続していたが、近年において回復傾向にあることが明らかになった。インドでは、経済成長に伴い、収入が増えることによって人々の購買力が向上し、交通手段として飛行機が利用されるようになってきた。本稿は、中間階級が増加しているため、航空インフラの整備を行い、サービスを拡大することがインドの航空会社に対してプラスの影響を与える一因となることを示された。

キーワード：航空会社、規制緩和、競争、LCC、財務

## 1. はじめに

近年インド経済は年間およそ 8% の高い成長を遂げ、新興国において最も注目を集めている。1991 年の自由経済政策<sup>(1)</sup> 導入以来、多国籍企業から注目を集めており、技術提携や資本提携を中心にインド市場への進出が増えている。その結果、インド国内において競争が激しくなり、国内企業間の M & A が活発に行われている。インド国内では、競争が激化した業界の 1 つとして航空業界が挙げられる。インドの航空業界は年間およそ 25% という高い成長を遂げている<sup>(2)</sup>。しかし、インドの航空業界では航空インフラ（駐機場など空港設備）、資金などの問題が存在しており、これらの問題から脱却するため、インドの航空会社同

士で M & A が行われている。しかし、いまだ問題は解決できずにいるが、これらの問題は航空インフラへの投資拡大、競争相手から市場シェアを獲得することによって解決できる。

本稿は、インド航空業界で行われた 3 つの M & A のケースを取り上げ、M & A 前後の財務状況から M & A がもたらした財務効果を明らかにすることを主な目的としている。そのため、Air India, Jet Airways と Kingfisher Airlines の M & A 戦略を本研究の対象とする。また、各航空会社の SWOT 分析を行い、各社における競争力について考察する。本稿の構成は、第 1 に海外における航空会社の M & A の先行研究を分析する。その理由は、インドの先行研究が不足しているため、アメリカや日本の研究を参考にインドを考察していくためである。第 2 に、インド航空業界の

現状分析を行う。具体的には、国営航空会社と格安航空会社（Low Cost Carrier；以下、LCC）を含む民間航空会社の市場状況を分析する。第3に、国営を含む3つの航空会社（国営の Air India, 民間の Jet Airways と Kingfisher Airways）の M & A のケースを分析する。インド航空業界では、財務データを確認できるのは、この3つの会社のみであるため、本稿では M & A を行う会社の側面からこれらの各航空会社にもたらした財務効果を考察する。第4に、3社の M & A 前後の財務効果の比較考察を行う。第5に、インド航空業界の課題について考察する。

## 2. 先行研究

航空業界の M & A はアメリカでは 1980 年代に盛んになっており、当時から航空会社の M & A の研究も展開されてきた。しかし、近年学術機関においてもアメリカのみならず、世界の航空業界における M & A 戦略や LCC についての議論が始まっている。

Ben-Yosef [2005] は、1990 年代にアメリカの航空会社が湾岸戦争の影響を受け、燃料価格の高騰による航空運賃の値上げと乗客の減少が、各航空会社に大きな打撃を与えたと述べている。燃料価格の増加とともに、各航空会社の競争激化によって運賃の値下げ、リース機の支払いなどによって航空会社は倒産したり、また他社に買収されたりするケースが相次いだ。

アメリカの国内航空会社の M & A に関する研究は、他にも Joseph [2002], Peters [2003] などが存在する。これらの研究の共通点は、規制緩和、燃料価格の高騰、人権費などが航空会社の財務状況を圧迫し、会社が倒産したり、他の会社によって買収されたりするケースが相次いだ点にある。

Endo and Terada [2010] の研究は、米国の

サウスウエスト航空、EU のイーージェットとライアンエアー、日本のスカイマークなどを中心に LCC の経営戦略について考察している。彼らの研究では、米国では 1978 年の自由化を基に、多くの航空会社が新規参入し、LCC のサービスを開始したと述べている。例として米国におけるサウスウエスト航空のケースが挙げられている。また、EU においては、イーージェットが英国航空の子会社をはじめ、いくつかの航空会社を買収し、乗客の獲得を増加させてきた。また、他の大手航空会社も、中小航空会社との M & A を行い、市場占有率を伸ばしてきた。インドにおいても同様な傾向が見られ、航空業界で自由化経済政策を導入したことによって多くの航空会社が新規参入し、LCC のサービスを開始した。その後大手航空会社がこれらの LCC の航空会社を買収する傾向が見られる。

Endo and Terada [2010] は、航空会社が提供する航空サービスの内容から大きく3つに分類している。第1にフルサービス航空会社（Full-Service Airline）、第2にチャーター便を専門とする航空会社、第3は、LCC である。フルサービス航空会社とは、短距離と長距離を組み合わせた路線網を構築し、国内外線を運航するものである。従来の大手航空会社はフルサービス航空会社であった。一方、チャーターとは旅行会社などが主催する団体旅行向けに航空機を貸し切ることである。また、LCC はノーフリルと呼ばれるサービスの簡素化を軸とする低費用な生産活動を通じ、短距離路線を対象に低運賃サービスを提供している。彼らの研究では、LCC は経営戦略としてコスト削減に重点を当てており、LCC の費用水準として整備費、販売費、旅客サービス費における節約が共通点である。

インドにおいても、規制緩和、燃料価格の高騰などによって、航空会社の財務状況が圧迫されたと見られる。インドの航空会社における M & A

が注目されるようになったのは近年のことであり、インド国内においてもこれに関する経営学的な研究は非常に少なく、ビジネス誌や経済新聞などに掲載されることが多く見られる。本研究は、そのような空白を埋めることにする。研究方法としては、各航空会社のホームページ、インドの証券取引所などから入手可能なデータを用いて財務分析を行うことにする。

### 3. インドの航空業界の現状

インドの航空業界は、インド独立から 1991 年まで国営航空会社 2 社（Indian Airlines と Air India）のみで運航されてきた。1991 年の市場開放からおよそ 20 年が経過した現在インドの航空会社数は、2011 年時点で 10 社（子会社を含む）も存在する。インドの航空業界では、国際線を運航しているのは 2011 年時点で 5 社、国内線は 8 社となっている。以下は、インドの各航空会社の基本状況を示す。

図表 1 はインドの各航空会社の市場シェアや乗客数などを示している。同図表では民間航空会社

は 1991 年以降航空業界に参入し、2000 年以降の傾向が多く見られる。Kingfisher Airlines, Jet Airways, IndiGo と Air India は国際線（IndiGo は国内線を中心であるが、2011 年 8 月から国際線の運航を開始）を運航しており、他の航空会社は国内線を中心に運航している。また、同図表ではこれらの各航空会社の M & A 後の市場シェア、機体数、座席利用率を示している。各航空会社は Jet Airways は 12 機、Kingfisher Airlines は 27 機をリース機として利用している。

インド航空会社では、便数も 1990 年のおよそ 100 便から、2010 年にはおよそ 370 便に達している<sup>(3)</sup>。しかし、インドは 2030 年までに 800 機の新航空機を必要とし、購入機数の増加が見込まれている。その購入金額の合計は、およそ 720 億米ドルに上ると予測されている。

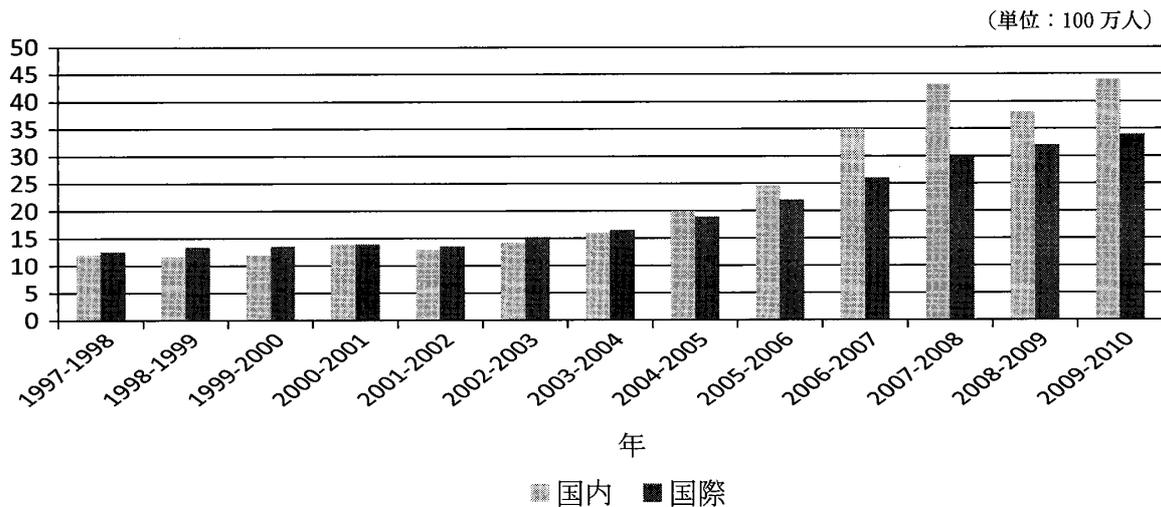
インド航空業界が注目されるようになったのは、インドの対外貿易が急拡大し、インドに関心を寄せる外国企業が増えるにつれ、ビジネス目的での航空機の利用が大きく増加していることからである。また、アメリカやヨーロッパ、中東に移住<sup>(4)</sup>した Non-Resident Indian (NRI)<sup>(5)</sup> が母国へ旅

図表 1 インド航空会社の概要

航空会社名	開業年	機体数	市場シェア	乗客数 (万人)	座席利用率
Air India	1932	135	19.0%	8,800	87.10%
Indian	1953				
Jet Airways	1993	88	18.80%	1 億 1,100	73.60%
Jet Lite	1993				
Kingfisher Red	2002	66	17.70%	8,200	70.80%
Kingfisher Airlines	2005				
SpiceJet Airlines	2005	25	16.80%	6,300	84.40%
Paramount Airways	2005	5	13.60%	—	—
GoAir	2005	10	7.40%	3,100	77.40%
IndiGo	2006	37	6.60%	—	86.10%

(出所) Centre for Asia Pacific Aviation のホームページ (<http://www.centreforaviation.com/news/2010/11/23/double-digit-traffic-growth-in-india-domestic-market-continues-47-up-on-2008-levels/page1>) と各航空会社のホームページを基に筆者作成。

図表2 インドの航空会社の乗客数の推移 (1996年～2010年)



(出所) Airport Authority of India (AAI) のホームページ (<http://www.airportsindia.org.in/AAI/main.jsp>) と CAPA India のホームページ (<http://www.capaindia.com/research-and-intelligence.html>) を基に筆者作成。

行するようになったことや観光産業が成長したことなども増加要因として挙げられる。

インドの民間航空会社の乗客数は、2000年から2007年にかけて毎年約35%増加した<sup>(6)</sup>。とりわけ2006年にはインドの国内乗客数は前年比46%も増加し、1日あたりの乗客数は11万4,000人に上った<sup>(7)</sup>。International Air Travel Association (IATA) によると、インドとアジア太平洋地域は航空産業において世界で最も成長率が高い地域であり、インド国内航空産業は2020年まで毎年およそ25%の継続した乗客の増加を見込んでいる<sup>(8)</sup>。

従来、インド政府はAir Indiaを保護する目的で、海外の航空会社のインドへのフライト数を限定してきたが、不便さに不満を募らせた旅行者の声インド政府の長年の方針を転換させた。その後、インド政府はイギリス、シンガポール、EUなどに対しフライト数の大幅拡大を認可し、アメリカとオープンスカイ協定<sup>(9)</sup>を締結した。2011年現在、人気路線の旅客輸送能力の制約は緩和され、航空運賃も大幅に低下している。そのため、インド経済の発展と共に収入が増えている中産階級が他の交通手段よりも飛行機を選ぶようになった。

た。2000年以降インドの航空産業が急成長した要因としては、旧Air Deccan, Kingfisher Airlines, SpiceJet Airlinesなどの民間航空会社が参入し、LCCのサービスを始めたことが挙げられる。これらの航空会社に共通する特徴は、運賃を大幅に値下げしている点にある。Centre for Asia Pacific Aviation (以下、CAPA) によると、2014年までにインドの航空産業のおよそ70%の市場シェアはLCCが占めるようになると予測されている<sup>(10)</sup>。

図表2は、インドの国内・国際乗客数の推移を示している。多くのLCCの参入を背景に、とりわけ2005年以降の乗客は大幅な増加傾向にある。同図表では、2000年以降インド国内・外に乗客が増加していることを示している。インド経済の発展に伴い、あらゆる産業が発展している。その結果、航空手段の利用者が増え、産業全体の成長率も高く見られる。

#### 4. インド航空会社におけるM & A

2000年以降のLCCの参入は、インドの航空業界に革命を起こした。すなわち高い運営経費がか

かる状況にも拘らず激しい競争の中で生き残るために、運賃の値下げ、あるいは割引などを行い、乗客を増加させる動きが高まった。そして事業コストが削減できないまま競争が激化した航空業界では、企業戦略として M & A が行われるようになった。インドでは国営の大空港であったデリー空港とムンバイ空港の 2006 年に民営化を決定したことにより、航空業界に対するインド政府の長年の方針が変わったと考えられる。この 2 つの空港の民営化は、インドの民間航空セクターの大規模革命の総仕上げとなる取り組みの 1 つである。もう 1 つの取り組みは、国営航空会社 2 社 Air India と旧 Indian Airlines の株式上場と民営化であった。国営空港の民営化とともに長年政治家の間で議論されてきた、国営航空会社 2 社の合併も実現した。長年インド政府の管理下に置かれた空港の近代化が遅れていた。民営化をすることによって、デリー空港とムンバイ空港がそれぞれ 280 億ルピーと 260 億ルピーの多額の投資を行い近代化が図っている。国営航空会社の戦略転換が行われる中、民間航空会社においても戦略が見直された。高い運営経費がかかる現状にありながらも、激しい競争に生き残るために運賃を下げることや割引制度 (Discount Offer) を導入するなど乗客を増加させる動きが高まった。民間航空会社も企業戦略として M & A を行おうとする動きが見られたが、2007 年以前はインド政府から民間航空会社同士の M & A が認可されなかった。その主な理由は国営航空会社を保護することにあった。

図表 3 は、インドの国内航空業界における M & A の状況を示している。同図表は 2007 年に行われたインド航空会社 3 社と買収された航空会社と買収額を示しているが、なぜ 2007 年にインドの航空業界では 3 つの M & A が行われたのか。次は、3 社の M & A の経緯と M & A を行う必要性について論じる。

### (1) Air India のケース

2007 年にインドの 2 つの国営航空会社である、Air India と旧 Indian Airlines の合併が発表された。インドでは長年議論されてきた 2 つの国営航空会社の合併が実現したが、この目的は国営航空会社に見られた財務状況の改善を図る点にあった。1995 年から民間航空会社の参入をはじめ、2003 年以降さらに LCC の参入が増え、会社経営が赤字を継続していた。Air India によれば、2007 年の合併後 Air India の損失は 1,330 億ルピーであり合併以前の Air India は 447 億ルピーと旧 Indian Airlines は 24 億ルピーであった。

しかし、現在 Air India は新プランを発表し、2014 年から会社を黒字に転換させると発表している。Air India は現在、135 の航空機を保有しているが、2016 年にはその数は 248 にまで拡大する目標である。ストライキによる頻繁に発生するフライトのキャンセル、政府の圧力などが Air India の損失を継続する主な要因となっている。これらを受け、Air India は空港使用金、従業員給料なども払えない状態にある。Air India は、政府系銀行から 4,000 億ルピー以上を借りている。

図表 3 インド航空会社における M & A

買収会社	被買収会社	M & A のタイプ	年度	買収金額
Air India	Indian Airlines	合併	2007	—
Jet Airways	Air Sahara	買収	2007	3 億 4,000 万ドル (100%株式)
Kingfisher Airlines	Air Deccan	買収	2007	55 億ルピー (26%株式)

(出所) 各航空会社のホームページを基に筆者作成。

図表4 Air India の合併前後の売上高と営業利益

(単位：100 万ルピー<sup>(11)</sup>)

年	売上高	経営経費	営業利益
1991-1992	20,727.9	19,269	1,458.9
1992-1993	25,831.9	22,500.5	3,331.4
1993-1994	27,679.6	25,660.6	2,019
1994-1995	31,302.6	30,894.6	408
1995-1996	35,326.1	38,044.5	( 2,718.4 )
1996-1997	38,177.8	41,147.2	( 2,969.4 )
1997-1998	41,741.6	43,551.7	( 1,810.1 )
1998-1999	42,362.2	44,112	( 174.48)
1999-2000	47,169.7	47,546	( 37.63)
2000-2001	52,241	52,685	( 44.4 )
2001-2002	50,329.4	48,058.9	2,270.5
2002-2003	56,578.7	54,656.3	1,922.4
2003-2004	62,364.4	61,042.4	1,322
2004-2005	76,299.9	75,388.8	911.1
2005-2006	92,449.5	92,333	116.5
2006-2007	92,192.5	98,700.4	( 6,507.9 )
2007-2008	152,574.7	178,542.6	(25,967.9 )
2008-2009	134,793.8	188,964.5	(54,170.7 )

(出所) Air India のホームページ ([http://home.airindia.in/SBCMS/Webpages/archive-news\\_year.aspx?MID=320](http://home.airindia.in/SBCMS/Webpages/archive-news_year.aspx?MID=320)) を基に筆者作成。

そのため、Air India が年間売上高を 500 億ルピーまで増やす目標としている。Air India の従業員は 2 万 8,000 人であり、民間の Jet Airways のほぼ 2 倍である。

図表 4 は Air India の M & A 前後の売上高と営業利益を示している。1990 年代前半まで利益を得たものの 1990 年代後半には売上が増加しているが、経費も増加しているため営業損失を計上している。その背景には 1995 年から 1997 年にかけて、Caribjet A310/Caribjet L1011 などの航空機を 46 万 7,500 ドル/月でリースした結果、およそ 32 億 2,000 万ルピーの損失を計上したことが挙げられる。また 2000 年代に入り乗客の増加に伴い売上高が増加しているが、経費がさらに増

加傾向にあるため利益が低い。2006 年以降は経費が急増し、会社経営が赤字となっていることが示されている。また、Air India の会社経営が 2007 年度からは再び赤字となった要因として、経営が悪化していた旧 Indian Airlines との合併があるが、外部要因として燃料費の高騰などが挙げられる。例えば、インドでは航空タービン燃料 (Aviation Turbine Fuel) の価格高騰が続いており、2004 年 1 月に 17,317.21 ルピー/Kilolitre であったが 2006 年 1 月時点でその価格は 28,416.5 ルピー/Kilolitre に増加し、この増加率は 64%であった。また、2007 年 1 月時点では 31,455.77 ルピー/Kilolitre となりさらに燃油の高騰が続いていた。燃料費高騰の主な理由の 1 つと

して世界的な航空燃料の需要の高まりが挙げられる。そのため、Air Indiaの燃料費も2000-01年の売上高の19.92%（98億8,590万ルピー）から2009-10年度に売上高の34.42%（501億5,020万ルピー）となっている<sup>(12)</sup>。このようなコストの上昇もAir Indiaの損失を計上させていると言える。

またAir Indiaが2006年以降赤字を継続したもう1つの理由は、2003年から2005年にかけて複数の新規参入の影響が大きいと考えられる。これらの航空会社は、LCCを中心に運航を開始したため、Air Indiaの市場シェアに悪影響を及ぼしたと見られる<sup>(13)</sup>。

## (2) Jet Airwaysのケース

Jet Airwaysは1995年5月に営業を開始したインド最大の民間航空会社であり、2011年現在国内・外の44地点に運航している。国際線ではコロンボ、カトマンズ、シンガポール、ロンドンなどに運航していたが、相次ぐ国内線への新規参入と価格競争の中、Jet AirwaysはBoeing社及びAirbus社の最新機種を導入し、顧客からの安全性に対する信頼を獲得して南アジア地域ではベスト航空会社として表彰を受けたこともある<sup>(14)</sup>。2007年、インド国内最大の市場シェアを持つ民間航空会社Jet Airwaysが旧Air Saharaを買収した。民間航空会社の市場シェアでトップを誇る両社のM & Aは、インド航空業界に注目を集めた。

旧Air Saharaは、Sahara India Pariwar (SIP)が設立した非上場会社であった。SIPはその他、金融、インフラ、住宅建設、観光、メディア、消費財、貿易など様々な分野に進出している。旧Air Saharaは、1993年にBoeing 2機からサービスを開始した。現在では27機で26地点に運航しており、American Airways, British Airwaysなどと提携し、各国に21の代理店を持っている。国内航空部門では、LCCの参入が相次ぎ、値下

げ競争も激化したため、多額のリース料金を払っている旧Air Saharaに強いマイナスの影響を及ぼしたと考えられる。

Jet Airwaysが旧Air Saharaの買収を開始したのは2006年のことであった。2006年1月にJet Airwaysが旧Air Saharaに対し設備や整備のために9,000万ドルを投資し、65日間で買収することが決定した。しかし、航空業界におけるM & Aには政府の認可が必要であり、Jet Airwaysは65日間のうちに政府から旧Air Saharaの買収の許可を得る必要があった。合意決定から65日後にも政府からの買収許可を得られず、Jet Airwaysは買収期間を3ヶ月間延長し、2006年6月に旧Air Saharaを買収することを発表した。この段階に至っても政府から買収の許可が得られなかった。その背景には、政府内でのM & Aに対する賛成派と反対派の摩擦があった。反対派には、このM & Aによってインドの航空業界で独占市場が形成され、それによって国営航空会社のAir Indiaに重大な影響を与えるのではないかという懸念があった。

しかし、2007年に政府から認可が下り、Jet Airwaysは旧Air Saharaの買収に成功した。Jet Airwaysが政府から買収の許可を得る間、LCCの参入と激しい路線競争が増し、旧Air Saharaの財務状況は2006年よりもさらに悪化し続けていた。旧Air Saharaは2005年3月末では3億ルピーの利益を上げたにも拘らず、1年後には1.7億ルピーの損失を計上した。その結果、2007年には旧Air Saharaの会社評価額はさらに低下した。

Jet Airwaysと旧Air SaharaとのM & Aに関する合意事項は次の通りである。Jet Airwaysは旧Air Saharaの100%株式を5億ドルで買収し、4億ドルは2007年4月までに支払い、残りを分割で2011年の3月までに支払うということである。また旧Air SaharaがJet Airwaysの完

全子会社として運営されることが決められていた。

Jet Airways が旧 Air Sahara を買収する主な理由は 5 つ考えられる。第 1 に、旧 Air Sahara が保有していた航空機を獲得することである。旧 Air Sahara は 27 の航空機を保有しているため、買収後は合計 80 機となり、インドにおいて機体保有数で第 1 位となる（インド国営航空会社 Air India は 70 機であった）。これによって、市場シェアをさらに拡大することが可能となる。第 2 は、旧 Air Sahara 社の駐機場の確保である。インドでは、多くの空港でインフラの欠如が問題とされており、空港での駐機場の獲得が非常に困難であることが指摘されている。その中で旧 Air Sahara の駐機場を獲得し、重要な都市の空港インフラを利用することによって国内線を増やす狙いがあった<sup>(15)</sup>。第 3 は、各国に保有している Air Sahara 社の 21 の代理店の獲得である。近年、インドへの海外直接投資（Foreign Direct Investment；以下、FDI）の増加に伴い、ビジネス目的でインドへ訪問する人々が増えている。そのため、Jet Airways は旧 Air Sahara の代理店を通じ、これらの乗客を獲得することを狙ったのである。第 4 は、旧 Air Sahara の 2,000 人の技術者やパイロットを獲得することである。インドでは技術者やパイロットの不足の指摘が多く、インド民間航空省の 2008 年 10 月の予測によれば、2020 年までに 8,000 人以上のパイロットが必要となるとの予測がある<sup>(16)</sup>。

第 5 は、国際線の拡大である。インド民間航空会社として国際線を持つのは Jet Airways と旧 Air Sahara 社の 2 社のみであった。買収によって国際線市場を拡大することができ、さらに国際線の民間航空会社は 1 社のみとなり、その後 2 年間競争がなくなるからであった（2006 年には旧 Air Deccan が 2008 年 8 月から国際線を運航する許可をとっていた）。

Jet Airways は旧 Air Sahara の 100%株式を

買収して完全子会社化し、現在は JetLite という新しいブランド名で運航している。2011 年 10 月現在、Jet Airways は航空機 88 機（Boeing 777-300ER；10 機、Airbus A330-200；12 機、Boeing 737-700/800/900；52 機、ATR72-500 Turbo-prop；14 機）を所有し、新規飛行機の所有台数で世界一の航空会社となっている<sup>(17)</sup>。また、アメリカ、ヨーロッパ、アジアなど世界の主要な 61 の空港に運航している。

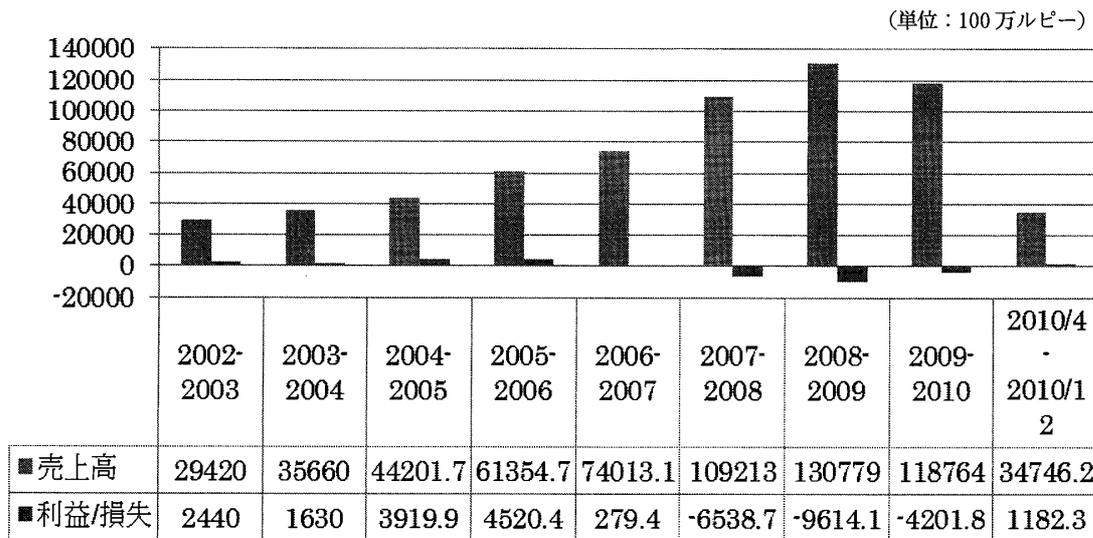
2010 年末の時点では、JetLite が提供するサービスはエコノミークラスのみであり、23 機（Boeing 737；16 機、Canadian Regional Jets 200；7 機）で国内 28、海外 2（コロンボ、カトマンズ）の空港に運航している。

図表 5 は、Jet Airways の M & A 前後の売上高と営業利益経営実態を示している。同図表では、2002 年から 2006 年まで売上も増加し、損失は計上していないことが理解できる。しかし、2007 年の旧 Air Sahara の買収後、売上が増加するにも関わらず会社が損失を継続している。上述したように、損失の背景には、財務状況が悪化した旧 Air Sahara の買収が挙げられる。旧 Air Sahara は 2006 年時点で多額の損失を抱えていたにもかかわらず、この買収は十分な計画や将来性を見込まずに行われたからである。Jet Airways の会社経営が買収後も赤字を継続していた点については CAPA, India の CEO である Kapil Kaul も経営が悪化している旧 Air Sahara の買収は「間違えた判断」<sup>(18)</sup> であるという。

### (3) Kingfisher Airlines のケース

Kingfisher Airlines は、2003 年にインドの United Breweries Group によって設立された航空会社である。Kingfisher Airlines は 2005 年にボンベイ証券取引所（Bombay Stock Exchange; BSE）に上場しており、インドの民間航空会社では Jet Airways に次ぎ、第 2 位の市場シェアを

図表5 Jet Airways の買収前後の売上高と営業利益



(出所) Anjuli Bhargava [2009], Reconfiguring Jet Airways, The private carrier is reinventing itself and using every trick in the book to get back in the black, *Business World*, Volume 29, Issue 28, p. 44. と Bombay Stock Exchange のホームページ (<http://www.bseindia.com/>) を基に筆者作成。

示している。

2007年にKingfisher Airlinesは、旧Air Deccanの株式の26%を55億ルピーで買収した。両航空会社は71便で運航することで、インド市場シェアのおよそ30%を占めていた。両社の特徴として、Kingfisher Airlinesは、インド国内において初めて、ファースト・クラス・サービスの提供を開始した優れた航空会社である。旧Air Deccanはインドで初めてのLCCの航空会社である。国際線の運航のため、国内サービスは5年間と制限されており、旧Air Deccanが2008年から国際線も運航することが、Kingfisher Airlinesにとっては大きなメリットであると言える。旧Air Deccanは負債が多いため、資本提携の相手を探していた。2007年9月までには20億ルピーをSBI(State Bank of India)銀行に借入金元利金を支払うはずであったが、資金不足のためそれも払えない状態であった<sup>(19)</sup>。

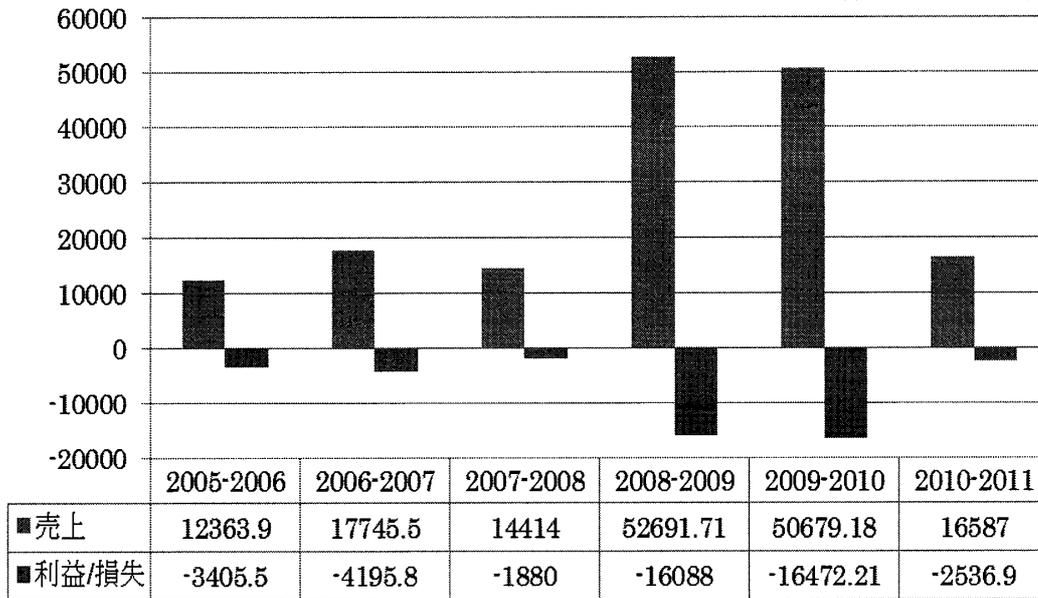
旧Air DeccanがM & Aに乗り込んだもう1つの理由は損失を継続していた点にあり、外部からの資金調達をする方針であった。Kingfisher Airlinesの全株式のおよそ24%を、インド最大

の国営銀行であるSBI銀行やICICI銀行などの金融機関が保有していた。そのため、一時的に赤字であってもKingfisher Airlinesがこれらの金融機関から十分に投資を受け入れられることから、旧Air DeccanがKingfisher Airlinesに出資を求める方針であったと考えられる。インドのほぼ全ての航空会社が利益を得られないという現状の中、旧Air Deccanも2007年3月末時点で21.3億ルピーの損失を計上した。また、当時発注した新しい機体も約4年後に手に入るようになっていたが、そのために保証基金(Guarantee Fund)が必要であった。運用コストが高いため会社の経営が困難であり、G. R. Gopinathがインドの有名な財閥家であるAnil Dhirubhai Ambani Groupの会長、Anil Ambaniに、投資の相談をしたこともある。このような状況にありながらも、Air Deccanは財務状況が危険な状況になっていないと発表したが、最終的にKingfisher Airlinesにより買収され、現在Kingfisher Redというブランド名で運航している。

図表6は、Kingfisher Airlinesによる旧Air Deccanの買収前後の財務状況を示している。

図表6 Kingfisher Airlinesの買収前後の売上高と営業利益

(単位：100万ルピー)



(注) 年度は毎年4月1日から3月末の時期を示す。

(出所) Bombay Stock Exchangeのホームページ(www.bseindia.com/)を基に筆者作成。

BSEに掲載されている当社の財務データによれば、Kingfisher Airlinesは2005年から売上が増加しているにもかかわらず、損失を継続している。2007年に旧Air Deccanの株式を買収し、市場シェアが拡大したため、売上が増加しているが経営が悪化している。旧Air Deccanの買収後もKingfisher Airlinesが損失を計上していたため、この買収はKingfisher Airlinesの財務状況にはプラスの影響を与えたとはいえない。

## 5. Air India, Jet AirwaysとKingfisher Airlinesの比較による考察

### (1) 売上高当期利益率による比較

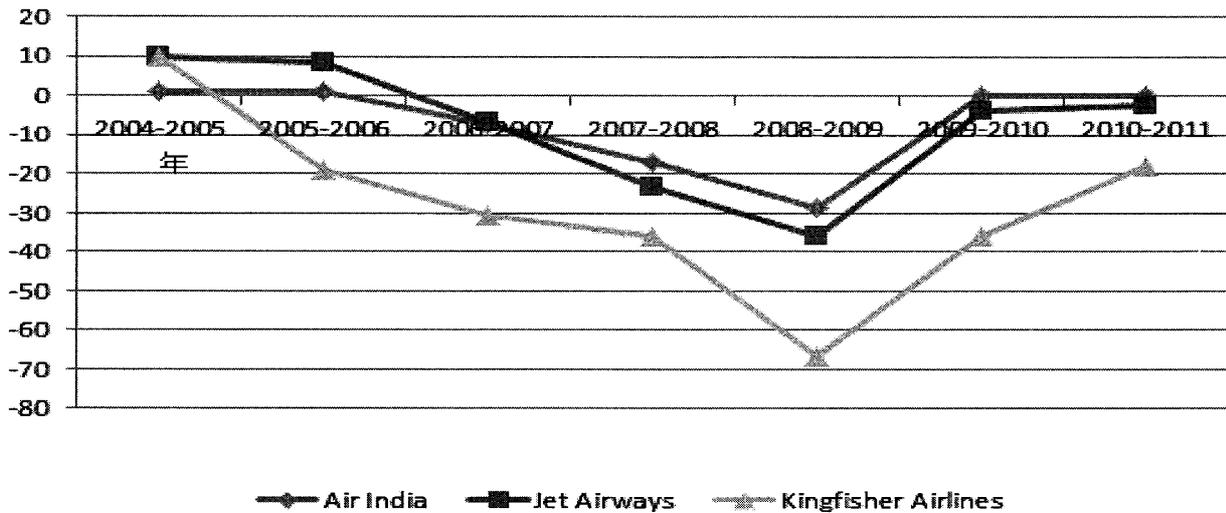
以上、航空会社3社のM&AのケースとM&A前後の財務状況について考察した。次に3社のM&A前後の売上高利益率の比較を行う。インドでは2003年以降LCCの参入が相次いだ結果、航空会社の市場競争が激化し、インドを代表する全ての航空会社に影響を及ぼした。殆どの航空会社がM&Aを行った後も財務状況がさらに

悪化したが、その理由として、買収する側の航空会社の経営が悪化しながら、買収される航空会社の経営も悪化していたことが挙げられる。

図表7はAir India, Jet AirwaysとKingfisher Airlinesの売上高当期利益率を比較したものであり、2004年以降3社の売上高当期利益率の減少傾向が2008年まで続いている。その後はV字型で回復しているが、Jet Airways以外は赤字となっている。2010年4月から同年12月末までの決算では、国営のAir IndiaとJet Airwaysは合計11億8,230万ルピーの利益を出している。また、財務状況がさらに悪化しているKingfisher AirlinesもV字型に回復している。

例えば、Kingfisher Airlinesはレンタル機の削減や従業員の給料削減に力を入れてきた。2008年度の従業員の給料は82億3,852万ルピーから2009年度は68億8,754万ルピー、飛行機のレンタル料金は2008年度の260億5,132万ルピーから2009年度には109億3,815万ルピーに削減した。同様に、燃料費のコストも2008年度の260億2,620万ルピーから2009年度に180億2,987万

図表7 インドの航空会社3社の売上高当期利益率の比較 (%)



(出所) 各社のホームページに掲載されているアニュアルレポート, また Bombay Stock Exchange のホームページに掲載されている各社 (Air India を除く) の財務データを基に筆者作成。

図表8 各航空会社のSWOT分析

	強み	機会
Air India	<ul style="list-style-type: none"> <li>強いブランド力</li> <li>インド最古の航空会社</li> <li>政府のサポート</li> <li>航空インフラ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長市場</li> <li>観光産業の発展</li> <li>LCC への参入機会</li> </ul>
Jet Airways	<ul style="list-style-type: none"> <li>利益の計上</li> <li>リースに対するリストラ</li> <li>コスト削減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>成長市場</li> <li>海外航空会社の出資許可</li> <li>短距離の国際線の運航</li> </ul>
Kingfisher Airlines	<ul style="list-style-type: none"> <li>強いブランド力 (インド国内評価ランキング1位) (794/1000: By Hindustan Times)</li> <li>事業の多角化 (UB Group が親会社)</li> <li>新しい航空機</li> <li>従業員の効率化 (一機当たりの従業員: 100人以下)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場シェアの拡大の機会</li> <li>観光産業の発展</li> <li>中間層の増加</li> </ul>
	弱み	脅威
Air India	<ul style="list-style-type: none"> <li>知的な人材不足</li> <li>高い競争力/市場シェアの削減</li> <li>高いコスト</li> <li>サービスの低さ/悪いイメージ</li> <li>従業員 (一機当たりの従業員: 100人以上)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>世界的な競争</li> <li>国内競争</li> <li>鉄道省による中・長距離の鉄道の向上</li> </ul>
Jet Airways	<ul style="list-style-type: none"> <li>多いブランド</li> <li>リスクの高い航空会社の買収</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>国際線での競争</li> <li>LCC との競争</li> </ul>
Kingfisher Airlines	<ul style="list-style-type: none"> <li>損失の継続</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>LCC との高い競争力</li> <li>空港インフラの問題</li> <li>鉄道の向上</li> </ul>

(出所) 各航空会社のホームページを Centre for Asia Pacific Aviation のホームページ (<http://www.centreforaviation.com/>) を基に筆者作成。

ルピーとなっている。これらは、Kingfisher Airlines がコスト削減を行ったことによって、回復したと見られる。

## (2) SWOT 分析による比較

インドの航空業界では、民間の Kingfisher Airlines と Jet Airways が買収した旧 Air Sahara と旧 Air Deccan それぞれが、もともと経営悪化していた航空会社であった。しかし、中間層の増加などインドにおける航空サービスの重要が高まっているため、各航空会社は LCC のサービスを開始し、市場シェアを拡大できる大きな機会があると言える。しかし、航空インフラの発展がまだ整備されていないため、人気路線での競争が激しくなっている。また、これらの人気路線として挙げられているムンバイ、デリーなどの大都市では、近年インド鉄道省は劇的な高速鉄道の発展を目指している。これは、インドの航空会社にとっては脅威としても挙げられる。ここでは、M & A を行ってもなお赤字を計上している各航空会社が、さらにどのような点を改善すれば、利益を得られるのかを探るために SWOT 分析を行う必要があると考えられる。

図表 8 ではインドの大手 3 つの航空会社の SWOT 分析を行っている。各航空会社の SWOT 分析として、まず Air India はインド最大の航空会社であり、総資産でもインド最大の航空会社である。国営航空会社であるため、政府の財務的サポートなど国内線とともに世界各国においてもインド国営航空会社として高いブランド力を持つ。しかし、各航空機においては 100 人以上の従業員があるなどコストが高い。また、他の航空会社による LCC の導入、鉄道の発展は Air India をはじめ、Jet Airways や Kingfisher Airlines にとっても脅威として挙げられる。しかし、航空インフラが十分に整備されていないため、空港インフラの改善、サービスの向上によって財務状況を改善

させることが可能である。

## 6. インド航空業界の課題

インドでの航空サービスの役割は、高速道路と鉄道に比べ比較的少ない。インド航空業界は発展途上段階にあり、航空インフラ不足が大きな問題となっている。インドではおよそ 400 の空港があるが、運航されているのはおよそ 200 の空港のみである。しかも、国立公園、世界遺産などを含む重要な観光地域には航空サービスが存在しない。2005 年までは航空機数は 170 機であり、この数は 1948 年と同じである [Connell 2008]。

インド Census data によれば、1950 年には人口 100 万人を超える都市数は 5 つのみだったが、その数は 2001 年には 35 であり、さらに 2026 年には 70 になると予測されている。しかし Airbus (2004-2023) によると、インドと中国は世界最大の乗客市場となる予測がある。1989 年から 2000 年までは中国における座席利用数は 500% で増加し、同時期にはインドは 40% で増加している [Connell 2008]。

インドでは飛行機を利用する人々が人口の 1% 以下であり、1,400 万人は 150 年も前のシステムで運転する鉄道を利用している。インド航空業界には規制緩和の余地があり、FDI に対する規制も重視される。2004 年 11 月には、インドの航空輸送サービスでは自動認可ベースで 49% まで FDI が可能となっている (Non-Resident Indian は 100% 可能)。空港に関しては、グリーンフィールドプロジェクト<sup>(20)</sup> (Green Field Project) は自動認可で 100% 可能 (インド商工省; 2006) である。現在するプロジェクトも 100% 可能であるが、74% 以下の場合海外投資促進委員会 (FIPB) の認可が必要となる。インドの航空業界に、海外航空会社からの FDI は認可されていない。インドの航空業界では、民間の参入からおおよそ 18 年

が経過した現在、多くの航空会社が参入し、M & Aによってそのブランドが姿を消した。今日赤字を続けている航空会社が多いが、上述したように航空インフラ不足、人気路線での競争が主な原因であると見られる。インドの28州の内大都市はデリー、ムンバイ、コルカタなどがあり、交通手段は大都市では盛んになっているが、鉄道はまだ発展途上段階にあり、航空サービスの代替になるほどではない。他の交通手段を十分に発展していないことが航空サービスにとっては機会としても挙げられるが、空港インフラ事態が整備されていないことが問題点であり課題としても挙げられる。

## 7. おわりに

インドの航空産業におけるM & Aについて考察した結果、航空業界に劇的な変化が起きていることが明らかになった。本稿では、インドの航空業界の現状分析を行い、国営を含む航空会社3社のM & Aのケースを取り上げたが、3社ともM & A後にも損失を継続し、会社経営には大きな変化がなかったという点において共通している。インドの航空業界ではLCCの参入によって競争が激化し、各航空会社がコスト削減に力を入れている。例えば、Air Indiaと旧Indian Airlinesが合併し、人事削減を行ってきた。旧Indian Airlinesの2000-01年に1万9,598人であった従業員は2009-10年度に1万6,384人にも削減した。チケット販売代理店や空港でのサービス分野への従業員の削減を行い、パイロットの数だけは大幅に増加させた。2000-01年のパイロットの数は367人から2009-10年には830人にも増加している。しかし、Air Indiaの2000-01年の従業員のコストが96億6,950万ルピーから2009-10年には335億6,720万ルピーへと増加している。2001-01年の従業員へのコストが売上高(527億8,850

万ルピー)の18.32%であるが2009-10年度には売上高(1,340億2,270万ルピー)の25.05%へと増加している<sup>(21)</sup>。また、燃料費の上昇もインドの航空業界には損失を計上させていると言える。

M & Aを行う目的は、市場シェアの獲得、国際線の運航、航空機の確保、駐機場及び航空インフラの獲得などである。M & Aを行った3社とも売上が増加しているが、経営が悪化していることも共通している。M & Aを行うことにより、市場シェア・駐機場などが獲得できたことは利点であったのだが、損失を継続する要因になったのは、元々経営が悪化していた航空会社同士でM & Aを行ったこと、燃料費などの上昇によると言える。インドの航空業界はインフラ整備などを行い、サービスを拡大することによって、十分な利益を出せる可能性がある業界の1つである。インドでは、鉄道、高速道路など他の交通手段の整備が遅れており、日本や欧米のように航空サービスに代替できるような他の交通手段が十分に発展していない。そのため、航空インフラ整備は鉄道、高速道路と比べ比較的短時間で可能であり、このような地域へのサービス拡大はインドの航空会社の利益につながるのではないかと考えられる。

また、本論文において3社のSWOT分析を行ったことと言えることは、次のことである。すなわち、成長市場に即していることは各航空会社の成長の機会になり、インドの経済成長に伴って、収入が増えることにより人々の購買力が向上し、中間層と呼ばれるこれらの人々が飛行機を利用するようになっている。そのため、航空インフラ整備を行い、サービスを拡大することが航空会社の利益計上に貢献できると考えられる。しかし、航空会社が多く存在しており、競争も激化していることも航空会社の経営に影響を及ぼしている。インドの航空業界における組織再編は進行の途上であり、業界内の今後の動きに注意する必要がある。

## 〈注〉

- (1) インドでは、1990年まで民間企業の活動には産業ライセンスの取得が義務付けられ、統制されていた。その為、新しいビジネスを開始する場合産業ライセンスが障壁となり、新規参入は非常に困難であった。また、同時に湾岸戦争による石油価格高騰や中東で働くインド人労働者からの海外送金も、激減したことで外貨準備高の減少となった。これによって、インド経済は財政赤字の拡大、経済の長期停滞、高インフレ、外貨不足などの問題を引き起こした。自由経済政策とは、こうした状況を背景に、インド政府は危機的な経済状況から脱却するため、国際通貨基金（IMF）や世界銀行の構造調整プログラムを受け入れ、1991年に行われた様々な規制緩和（ライセンス制度の廃止、外資出資比率の緩和など）のことを意味している。
- (2) Swaminathan [2009], p. 135.
- (3) CAPA, India (2011年10月07日アクセス)。
- (4) 中東に滞在するNRIは1997年に320万人を超えている。1997年度のインドへ旅行する中東のNRIの数がインド全体の国際乗客数の11%も占めており、近年においてはさらに増加傾向にある [Jayashankar 2009, p. 139]。中東にNRIが増加する背景には、出稼ぎ労働が多いためである。インド政府は、6カ月（182日）以上海外に滞在するインド人のことをNRIとして認めている。
- (5) Non-Resident Indian (NRI) はインド国籍を保持・取得し、海外に住んでいるインド人を意味する。
- (6) インドの民間航空省のホームページ；<http://civilaviation.nic.in/> (2011年11月02日アクセス)。
- (7) Gopinath [2008], p. 241.
- (8) 同上書；243ページ。
- (9) 「オープンスカイ協定」とは、「米国によって促進されている航空協定の一形態で、市場参入、輸送力、運賃設定に関して、従来の航空協定の制限的な条件を自由にするもの」と定義している「山内、田村 (2009), 294ページ」。
- (10) 同上書；243ページ。
- (11) 2012年3月2日の為替レートに基づいて、1,000ルピーは20.21米ドルに計算。
- (12) Air India のアニュアルレポート2000-01, p. 59と2009-10, p. 87.
- (13) 例えば、1997-98年にはAir Indiaの国内市場シェアは50.7%であったが2007年には17.6%にまで減少した。その理由として、Jet Airwaysが21.5%、Spice Jetが9.9%、IndiGoが9.6%というように他の航空会社がAir Indiaの市場シェアを奪ったからである。
- (14) Jet Airwaysのホームページ；<http://www.jetairways.com/EN/IN/AboutUs/QualityCertification.aspx> (2011年09月17日アクセス)。
- (15) Puja [2006], p. 31.
- (16) Deloitte [2008], p. 20.
- (17) Bombay Stock Exchange (BSE) のホームページ；<http://www.bseindia.com/bseplus/StockReach/AdvanceStockReach.aspx?scripcode=532617>；(2011年10月16日アクセス)。
- (18) Kapil Kaulによると、Jet Airwaysが多くの航空機をリースで運行しているAir Sahara社は多額の損失を計上しており、5億ドルで買収したことは「間違えた判断」であったと述べている。つまり、この買収額は割高であったと言う。
- (19) 2012年2月現在も、Kingfisher Airlinesの全株式のおよそ20%、Jet Airwaysの全株式のおよそ6%がインドのSBI銀行やICICI銀行などの金融機関が保有しており、これらの金融機関から資金を調達している。2007年当時、旧Air Deccanもこれらの銀行から多額の資金を調達していたが損失を計上していたため、支払期限が過ぎても銀行への返済ができなかった。また、旧Air Deccanが保有していたATR-42, ATR-72, A-320などの航空機の殆どがレンタル機であったため資金問題に陥ったと見られる。
- (20) グリーンフィールドプロジェクト (Green Field Project) とは、海外直接投資を行う際、一から（合併、買収や合併ではなく）投資を行い新しい事業を開始することを意味する。ここでは、海外の投資家がインドの空港インフラへの投資を行う際のグリーンフィールドプロジェクトのことを意味している。
- (21) Air Indiaのアニュアルレポート2000-01, p. 59と2009-10, p. 87.

## 参考文献

- 塩見英治 (2006) 『米国航空政策の研究 — 規制政策と規制緩和の展開 —』文眞堂。
- 中村哲也、山部義裕、その他 (1998) 『規制緩和と航空リストラ』旬報社。
- 坂本恒夫、文堂弘之 (2008) 『M & A 戦略のケース・スタディ』中央経済社。
- 村上英樹「日本のLCC市場における競争分析：米国LCCの事例を参考に」『経済科学研究所』, 2008年, 第38号。
- Anjuli Bhargava [2009], Reconfiguring Jet Air-

- ways, The private carrier is reinventing itself and using every trick in the book to get back in the black, *Business World*, Volume 29, Issue 28, India.
- Craig Peters [2003], "Evaluating the Performance of Merger Simulation: Evidence from the U.S. Airline Industry," *DOJ Antitrust Division Economic Analysis Group Discussion Paper*, No. 03-1.
- Deloitte [2008], India Aviation: Scaling New Heights, *Ministry of Civil Aviation, Government of India*, p. 20.
- Dennis W. Carlton, William M. Landes and Richard A. Posner [1980], "Benefits and Costs of Airline Mergers; A Case Study," *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, No. 1, pp. 65-83.
- E. Han Kim and Vijay Singal [1996], "Mergers and Market Power: Evidence from the Airline Industry," *The American Economic Review*, Vol. 83, No. 3, pp. 549-569.
- Eldad Ben-Yosef [2005], "The Evolution of the US Airline Industry - Theory, Strategy and Policy -," *Studies in Industrial Organization*, Vol. 25.
- Fischer, T. and D. R. Kamerschen [2003], "Price-Cost Margins in the US Airline Industry using a conjectural variation- Approach," *Journal of Transport Economics and Policy*, Vol. 37, No. 2, pp. 227-259.
- G. R. Gopinath [2008], *Poised for Take-Off: Civil Aviation*, Business Standard India, BS books.
- Jayashankar M. Swaminathan [2009], *Indian Economic Superpower, India's Aviation Sector: Dynamic Transformation*, World Scientific, p. 135.
- Joseph A. Clougherty [2002], "US domestic airline mergers: The neglected international determinants," *International Journal of Industrial Organization*, Volume 20, Issue 4, pp. 557-576.
- John F. O'Connell and George Williams [2008], "Transformation of India's Domestic Airlines: A case study of Indian Airlines, Jet Airways, Air Sahara and Air Deccan," *Journal of Transport Management*.
- Nobuaki Endo and Kazushige Terada [2010], "Analysis of Strategy and Cost Advantages of Major Low-Cost Carriers in the U. S., EU and Japan," *Journal of Tokyo University of Marine Science and Technology*, Vol. 7, pp. 31-39.
- Puja Mehra [2006], Jet-Sahara Deal, Why It Crashed, *India Today*, Volume XXXI Number 27, India.
- Stephen Shaw [2007], *Airline Marketing and Management*, Ashgate Publishing Limited. 山内弘隆, 田村明比古【訳】(2009)『航空の経営とマーケティング』成山堂書店。
- Air India のホームページ ; <http://home.airindia.in/SBCMS/Webpages/Latest-news.aspx?MID=320#>
- Bombay Stock Exchange のホームページ ; <http://www.bseindia.com/>
- Business World のホームページ ; <http://www.businessworld.in>
- Centre for Asia Pacific Aviation (CAPA), India のホームページ ; <http://www.centreforaviation.com/india/>
- Kingfisher Airlines のホームページ ; <http://www.flykingfisher.com/investor-relations.aspx>

# M & A Strategy of Indian Aviation Industry

Sedhain Madhav Prasad  
(Graduate School of Soka University)

## **Abstract**

This paper discusses about M & A, with three examples of Air India, Jet Airways and Kingfisher Airlines of Indian Airlines Industry and its impact to their financial performance. After the introduction of new economic policy in 1991, many private airlines started new business and made revolution in the Indian airlines industry. The Industry has been constantly expanding since 2000, especially after the emergence of private airlines with LCC services.

This study shows that the said Airlines are still in losses even after M & A although they show a decreasing pattern. The increasing middle-class has positive sign for airlines industry to make profit. Because of the high growth rate of economy, the middle-class is increasing and they can afford the plane fair. So, the airlines can be achieve further profit by improving airport infrastructure.

**Keywords:** Airlines Industry, Competition, LCC, M & A, Finance