

「産油国マネー」の行方（下）

産油国国営セクターの今後と日本企業への影響

奥 雄太郎



伊藤 剛



CONTENTS

- I 産油国マネーの投資先
- II 産油国マネーの行方
- III 日本企業への影響

要約

- 1 湾岸産油国は、国内産業の多様化のための投資を進めている。開発計画のいくつかは類似しており、重複投資の懸念も出ている。
- 2 湾岸諸国の特徴として、石油収入からもたらされる余資の投資・運用を、組織形態にかかわらず、さまざまな国営企業体が担っている点が挙げられる。ただしこの柔軟な体制がかえって警戒や混乱を生んでいる面もあり、今後は目的に応じた組織の再編が必要になる可能性もある。
- 3 とりわけソブリン・ウェルス・ファンド（政府系ファンド、以下、SWF）については、金融投資以外に複数の目標を有しているケースがあり、複雑な組織を運営する際のリスク管理や運用ノウハウの不足が懸念される。加えて最近では、欧米でのセンセーショナルな投資が政治的な反発を生んだり、金融危機で資産価値が暴落したりするなどの事態も出てきた。現在のようなSWFは過渡的な姿である可能性がある。
- 4 国営企業についても、成功を収めるもの、淘汰されるものの差が開いていくだろう。最近では湾岸地域から、世界的に存在感を高める国営企業も登場している。
- 5 日本企業は、さまざまな形で産油国の国営投資家とかかわっていくことになる。将来、日本企業の競合として台頭してくる可能性についても留意が必要である。
- 6 湾岸諸国は進出先としての魅力も高めてきており、ハブもしくは市場としての魅力を見極め、対応を検討していくことが求められる。

前月号（『知的資産創造』2008年11月号）では、湾岸産油国が国営の企業やファンドを通じて国内外への投資活動を活発化させている様子を見てきた。本稿では、引き続き湾岸産油国の国内の産業多様化施策について整理し、今後の産油国マネーの行方について検討していきたい。

I 産油国マネーの投資先

1 各国の産業多様化戦略

——「Me Too」症候群（承前）

(1) 産業・工業開発

サウジアラビアは、石油ショック直前に「第1次5カ年開発計画（1970～75年）」を策定し、産業多様化政策を開始した（各国の政策については次ページの表1参照）。

1974年にサウジ工業開発基金（SIDF）が、76年にはサウジアラビア基礎産業公社（SABIC）がそれぞれ設立され、またジュベイル、ヤンプーを中心とした工業団地が開発されていった。現在ではSABICは石油化学分野の世界的な企業に成長しており、特に1998年に現CEO（最高経営責任者）のムハンマド・アルマディ氏が就任してからは、近隣国のソブリン・ウェルス・ファンド（政府系ファンド、以下、SWF）を思わせるような積極的なM&A（企業合併・買収）に乗り出し、事業規模・分野を飛躍的に拡大させている（69ページの表2）。

サウジアラビアはまた、大規模な「メガ経済都市」の建設を進めている。これは、2010年までに国内に6カ所の経済都市を新たに建設する大規模な計画である。たとえば、2008年末に第一期区画の完成が見込まれている

「キング・アブドゥッラー経済都市」は、紅海に面した都市ラービグに建設されており、その投資額270億ドル、居住人口200万人という稀有な規模である。この経済都市は、物流および石油化学の拠点として計画されており、日本からは住友化学も進出し、サウジアラムコと合併でペトロ・ラービグを設立した。

さらに同国は、外資の誘致により産業を開発するために、「国家産業クラスター（集積）育成計画庁」を設立し、「国家産業クラスター育成プログラム（NICDP、2006～11年）」を策定した。同プログラムでは、自動車、消費財（電機・電子〈機器〉など）、金属加工、包装、建材の5分野を育成の重点分野に指定し、外資企業の誘致を図っている。

この計画で指定されている分野、特に自動車はきわめて先端的な分野であり、裾野産業の整備、エンジニアや経営管理層を含めた豊富な人材の供給源、そして国内（または域内）の大規模な消費市場が求められる。現実にはこれらの条件を一度に満たすことは難しく、2006年に計画期間が始まってから、サウジアラビアでは自動車産業への投資はまだ見られない¹⁾。

湾岸諸国にとっては、バーレーンも産業開発の先行的なケースである。同国では少量の石油が生産されているものの、2034年ごろには埋蔵量が枯渇すると見られており、真っ先に「石油後」を見据えた戦略を始めた。

まず同国は、1936年に建設されたシトラ製油所を活用し、サウジアラビアより原油を輸入して精製、輸出する精製拠点となっていた。また、1968年にはアルミニウム・バーレーンを設立し、安価な燃料費を利用したアル

ミニウムの精錬を開始した。さらに1970年代には、ドバイ酋長国のラシード・ビン・サイード酋長がジュベル・アリ港の浚せつを始めたことに対抗し、金融センターの促進も始めた。

アブダビ酋長国も産業開発に動いている。同国は2006年に戦略的国営企業としてアブダビ基礎産業公社（ADBIC）を設立し、産業政策を本格化させた。同社はプラスチック加工工場の建設、中小企業のプラスチック加工

工場への資金供与、国内鉄鋼メーカーの買収など、素材分野での投資を進めている^{注2}。

加えて、2012年までに、鉱物資源メジャーのリオ・ティントと合併で、アルミ精錬工場を建設する予定となっている。

また後述するように、国際石油投資会社（IPIC）の積極的な海外投資も同国の産業政策の一つの要になっている。

さらに同政府は、2004年に経済特区統括公社（ZonesCorp）を設立し、「アブダビ産業

表1 GCC（湾岸協力会議）各国の主要な産業多様化施策

	物流・輸送ハブ	フリーゾーン（自由貿易特区）・経済特区	金融センター
UAE（アラブ首長国連邦）	- ジュベル・アリ港（1983年） - ドバイ国際空港 - ドバイ・ワールド・セントラル（新空港、2008年開港予定） - エミレーツ航空（1985年）	- ジュベル・アリ・フリーゾーン（1985年） - ドバイ・エアポート・フリーゾーン（1996年） - ドバイ・インターネットシティ（2000年） - ドバイ・メディアシティ（2001年）	ドバイ・インターナショナル・フィナンシャル・センター（2004年）
アブダビ酋長国	- アブダビ国際空港 - エディハド航空（2003年）	アブダビ産業都市サディヤット・フリーゾーン（計画頓挫）	サディヤット・フリーゾーン（計画頓挫）
その他の酋長国	エア・アラビア（シャルジャ、2003年）	- ハムリヤ・フリーゾーン（シャルジャ） - シャルジャ・エアポート・インターナショナル・フリーゾーン（シャルジャ） - アジュマン・フリーゾーン（アジュマン） - ラス・アル・ハイマ・フリートレードゾーン（ラス・アル・ハイマ） - アフマド・ビン・ラシード・フリーゾーン・ウンム・アル・カイワン（UAQ） - フジャイラ・フリーゾーン（フジャイラ）	—
サウジアラビア	- キング・アブドゥルアズィーズ国際空港 - キング・カリド国際空港 - キング・ファハド国際空港 - サウジアラビア航空（1945年） - 鉄道敷設計画（サウジ・ランドブリッジ、メッカ・メディナ・レール・リンク）	- ジュベイル工業団地 - ヤンブー工業団地 - サウジ工業団地・技術地域機構の14の工業団地 - キング・アブドゥッラー経済都市（計画中） - プリンス・アブドゥルアジーズ・ビン・ムサイド経済都市（計画中） - ジーザン経済都市（計画中） - マディーナ知識経済都市（計画中）	キング・アブドゥッラー金融地区
クウェート	- クウェート国際空港 - クウェート航空（1954年） - シルクシティ内に港湾・空港の建設を予定	シルクシティ	—
カタール	- ドーハ国際空港 - カタール航空（1994年）	カタール科学技術団地（GE航空エンジン整備・保守技術者向け研修機関が進出）	カタール金融センター
バーレーン	- ヒッド港（建設中） - バーレーン国際空港 - ガルフ・エア（1974年）	ヒッド（建設中）	金融センター（バーレーン・フィナンシャル・ハーバー含む）
オマーン	- サラール港（1998年） - マスカット国際空港 - オマーン航空（1993年）	サラール・フリーゾーン	—

注）カッコ内は完成年、または運航開始年
出所）各種資料より作成

都市」(第1期～3期)の建設に着手した。進出企業には、100%外資の進出の認可、各種税の免除などの特典が与えられる。この3期分の特別区建設のために、アブダビ首長国は2009年までに80億ドルを超える投資をしているとしている。

以上の産業開発計画は、多くの場合、外資企業の誘致が目標とされている。しかし、日本企業から見ると、「日本企業に技能移転を求めているケースでは、30年後の投資の回収イメージがわからない。結果として自らの競争を増やすだけで終わるのではないか」との懸念の声も上がっている^{注3}。

加えて、より根本的な点として、人材の質の問題が挙げられる。今後、GCC(湾岸協力会議)諸国(とりわけサウジアラビア)が製造業を振興していくならば、自国民を中心とした、定着率の高い良質な労働者や現場管理者の層が大量に必要となる^{注4}。

しかしながら現状では、GCC各国の自国民の技術力、教育、ノウハウなどは十分ではないといわれている。単純に教育水準を見ても、GCCの6カ国はまだ先進国に追いついていない(図1)。特にサウジアラビアのように、人口の約4割が15歳未満という国では、教育は将来にわたる重要問題であり、教育投資を迅速に進めることは必須である。

UAE(アラブ首長国連邦)には、外資系のインターナショナルスクールなどがすでに多く開校し、国際水準の教育を持ち込み始めている。他のGCC諸国、とりわけ若年人口の多いサウジアラビアにおいても、新規参入を含めた教育システムの革新は必要となってくるだろう。2009年4月に開校が予定されている「キング・アブドゥッラー科学技術大

表2 サウジアラビア基礎産業公社(SABIC)の最近のM&A(企業合併・買収)

	国	業態	投資年
DSM	オランダ	石油化学	2002
GEプラスチック	米国	プラスチック	2007
ハンツマン・ペトロケミカル(Huntsman Petrochemicals)	英国	石油化学	2007

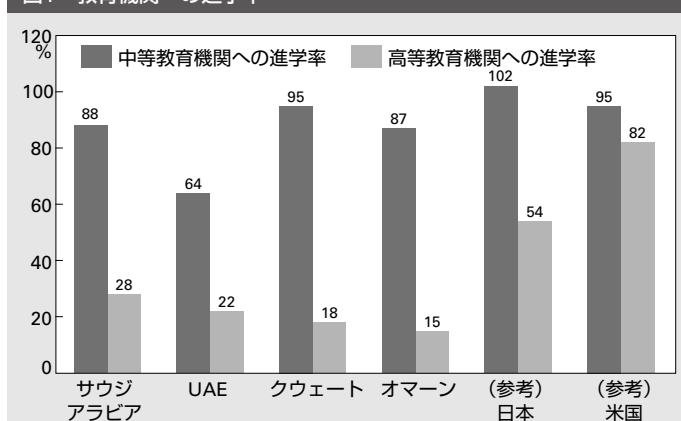
出所) 各種資料より作成

学」^{注5}が、教育水準向上のその一つの契機になるかどうか注目されるところである。

以上見てきたように、現時点では、各国が望むような産業開発の見通しが立っているわけではない。しかし、フリーゾーン(自由貿易特区)や工業団地などのインフラ整備は、思わぬ成果を生む可能性もある。

たとえば日本のユニ・チャームは、出生率の高い中東・アフリカ諸国全体をねらって2005年にサウジアラビアに進出しており、08年にはインデックス・ホールディングスも、アラブ圏全体をねらったコンテンツ配信拠点としてサウジアラビアへの進出を決めた。これらはサウジアラビア側が最重視している分野とは異なっているが、サウジアラビアを外から見ると別の魅力が見つかるという点で大変興味深い。子ども向けビジネス、アラビア

図1 教育機関への進学率



出所) 世界銀行『世界開発報告』

語コンテンツビジネスなどは、若年層やアラビア語人口が多いという、市場としてのサウジアラビアと中東・アフリカ諸国のメリットが活きる分野であり、こういった分野の裾野を広げられるかどうかも重要である。

(2) 物流ハブ

サウジアラビアのような工業分野の開発戦略に対し、ドバイ首長国は物流のハブとして成功を収めた^{注6}。図2のように同国は1972年に、「近代ドバイの父」と呼ばれる第7代首長（シェイク）であるラシード・ビン・サイード氏のもとで、ジュベル・アリに大規模港湾を建設することを決定し（1976年に工事開始、83年開港）、85年にはジュベル・アリ・フリーゾーン（JAFZ）を開設した^{注7}。

これらのドバイ首長国の戦略はみごとに奏功し、ジュベル・アリ港は世界の物流ハブとして、取り扱いコンテナ数で世界第7位（1065万TEU〈TEUとは、20フィートのコン

テナ1個〉、2007年）にまで台頭してきている（日本で最も取り扱いコンテナ数の多い港湾は東京港で、382万TEU、順位は25位。世界1位はシンガポール港で2790万TEU）^{注8}。ジュベル・アリ港は、湾岸諸国への再輸出拠点としてゆるぎない地位を保っている。また、中央アジア、インドから東アフリカに至るまでのアジアの西半分、アフリカの東半分の物流拠点としての潜在性も持っている。

しかし、地理的な優位性という点では、他の湾岸諸国も同様である。特に、イエメンのアデン港、オマーンのサラール港（デンマークのマースクが運営）は、ペルシャ湾の内部に入り込んでいるドバイ首長国に比べても立地上の優位性があり、1990年代後半に再開発されて以降、再輸出拠点として存在感を高めつつある（図3）。

このように競合が増えていくなか、ドバイ首長国は航空輸送の拠点化にも力を入れ始め、1996年にドバイ・エアポート・フリーゾ

図2 ドバイ首長国の産業開発の経緯

1830年代	アブダビ首長国の首長ナヒヤーン家と同じバニー＝ヤース部族のマクトゥーム家が、1830年代にアブダビ首長国から移住	
1853年	他の首長国と同時に英国の保護国となる	
1954	ラーシド・ビン・サイードの推進によりクウェートからの借金をもとにドバイ港の浚せつ工事に着手	●ドバイ港の浚せつ工事 ●ドバイ空港の建設
1958	ラーシド・ビン・サイード（第7代、在位1958～90年）が即位	
1960	ドバイ港の浚せつ工事が完了し、500トン級の船舶がクリーク（小湾）内に入港できるようになる	
1965	ドバイ空港が完成	
1966	ドバイ沖合に海上油田が発見される。生産開始と同時にピークアウト	
1971	他の6の首長国とともにアラブ首長国連邦をこの地に結成	
1972	ジュベル・アリに大規模港湾を建設することを決定	●ジュベル・アリの開発 ●エミレーツ航空の設立
1976	ジュベル・アリの工事開始	
1985	ジュベル・アリ・フリーゾーン（JAFZ）が開設	
1985	ドバイへの往来を容易にするためナショナル・フラッグ・キャリアとしてエミレーツ航空を設立	金融、IT（情報技術）、メディアなど物流以外の産業育成
1989	ドバイ貿易観光局（現ドバイ政府観光商務局）を設置	
1990	マクトゥーム・ビン・ラシード（第8代、在位1990～2006年）が即位	
1996	ドバイ・エアポート・フリーゾーンの設立	
2000	ドバイ・インターネットシティの設立	
2001	ドバイ・メディアシティの設立	
2004	ドバイ・インターナショナル・センターの設立	
2006	ムハンマド・ビン・ラシード（第9代、在位2006年～）が即位	

出所）各種資料より作成

ーンを開設した。また、2016年の開港を目指して、新空港（ジュベル・アリ国際空港）の建設にも着手している。さらに2005年には、ドバイ・ポーツ・ワールド（以下、DPワールド。1999年に、ドバイ港湾局と、国際事業を手がけるDPIターミナルが合併して設立された）がアデン港のコンテナターミナルに投資し、同所の運営を30年間にわたり行うことが決まり⁹、イエメンとドバイ首長国との競合は、「すみ分け」に変化していく可能性が出てきた。

サウジアラビアにおいても、前述のラービグと、ペルシャ湾最大級の港湾を抱え世界最大の油田も擁する都市ダンマームとの間に、鉄道を通す計画が出されている¹⁰。さらに、シリアのダマスカスからメッカまでを結ぶ「ヒジャーズ鉄道」（オスマン帝国が建設し、その後破壊され廃線）を再建する計画もある。これらによって、地中海、スエズ運河、ペルシャ湾を、海と陸でつなぐ一大物流ネットワークを形成し、サウジアラビアがその中継点になるという構想である。

各国で整備される物流拠点は、湾岸および中東・アフリカ地域向けの再輸出ハブという機能に重複があるだけではなく、各地で港湾が整備されることによって「再輸出」のニーズ自体が減退するという皮肉なリスクにも直面している。

今後は、イランをはじめ、物流機能が十分でない後背地に向けたビジネスをどれだけ増やしていけるかが課題だろうが、競争が相互に激化していくことが予想される。

その際、基本的に生き残るハブは「1つ」であり、複数のハブがある場合、後背地や機能などの面ですみ分けを図る必要がある。ド

バイ首長国は、港湾、フリーゾーン、経済都市開発などについては、近隣諸国に出資やコンサルティングを行っているため（DPワールド、ジャフザ〈JAFZA、後述〉、エマール・プロパティーズの各社）、今後ドバイ首長国中心のすみ分けが実現していくかどうか注目される。

（3）国際金融センターに向けて

湾岸諸国では、金融センターの設立・育成に向けた取り組みも盛んである。湾岸域内に資金が蓄積し、また大規模なプロジェクトも多く計画されるようになると、金融機関にとっても市場として魅力的になる。

ドバイ首長国は、2004年に「ドバイ・インターナショナル・フィナンシャル・センター（DIFC）」を設立し、銀行サービス、資本市場、資産運用・ファンド設定、再保険・キャプティブ保険、イスラム金融、付随サービス、事務処理オペレーションの各分野で金融機関を誘致している。DIFCでは、進出する企業に対し、外資100%での参入を認め、利益配当送金の自由、所得税・法人税の50年間の免除などの特典を付している。DIFCは「オンショア金融センター（居住者と非居住

図3 湾岸地域の物流拠点



者が区別されない国内金融市場)」を謳っているが、フリーゾーンと同じ位置づけであり、UAE国内とは法的管轄が異なる。進出金融機関は、DIFCの区域内での業務のみが認められており、国内金融市場へのアクセス（UAEディルハム建ての取引やUAEの国内からの預金取り扱いなど）は禁止されている。

バーレーンは、1973年以降、第一次中東戦争で破壊された当時の金融センター都市、ベイルート（レバノン）に取って代わる形で、その形成を進めた。ドバイ首長国同様、外資100%での参入が可能であり、所得税・法人税も免除されている。ドバイ首長国との最大の違いは、国内市場と金融センターとが切り離されていない点である。また、2002年には「バーレーン・フィナンシャル・ハーバー」と呼ばれる巨大な不動産開発（オフィスビル、アパート、ホテル）も始まった。

加えて、金融センターとしての機能が徐々にドバイ首長国に奪われてきていることを受け、同国はイスラム金融のハブとして名乗りを挙げている^{注11}。1979年には早くも初のイスラム金融専門銀行が設立され、その後イスラム金融サービス委員会（Islamic Financial Services Board：IFSB）、国際イスラム格付機関（International Islamic Rating Agency：IIRA）などイスラム金融関連の国際機関の誘致にも成功している。

これらの金融センターは、域内マネーの運用、およびインフラなどのプロジェクト向けのプロジェクトファイナンス組成や、イスラム債発行などの拠点として活用されているようである。ただし、当初期待されていた「ファンドの設定地」としての利用は進んでい

ない（2007年末で9ファンドのみ）。カストディ（有価証券の保管管理）およびファンド管理の機能も、まだ集積していないといわれている^{注12}。

バーレーンとドバイ首長国が激しく競争するなかで、カタールも、2005年にカタール金融センター（QFC）を設立し、ドバイ首長国と類似の外資優遇策を設けて金融機関を誘致していた。

加えてサウジアラビアも、リヤド近郊に「キング・アブドゥッラー金融地区（KAFD）」と呼ばれる金融都市開発を行っている。これは「オフショア金融センター（非居住者が自由に参加できる市場）」ではなく、リヤドの金融機能を集約させる地域となる予定である^{注13}。サウジアラビアは国内市場が大きく、後述するように株式市場も規模があるため、他の金融センターとは違った優位性がある。

各国は証券取引所の設立にも積極的で、湾岸6カ国にはすでに8カ所（うちUAEに3カ所）の取引所が設立されている。特に大きいのはサウジアラビアの証券取引所タダウルであり、2007年末現在、その時価総額は5190億ドルに達している。これは、東京証券取引所の10分の1の規模だが、シンガポール取引所の時価総額（メインボード上場国内企業の時価総額は5015億シンガポールドル〈7219億ドル〉2007年末）にほぼ匹敵する。

しかし、上場企業数は111社と、シンガポールの7分の1にすぎない。また、時価総額の25%をSADICが、30%を銀行セクター（全10社）が、また9%をSTC（サウジテレコム）が占めるという偏った市場構成になっている。

サウジアラビア以外の取引所は、歴史がま

だ浅いこともあり、規模はきわめて小さい。

ドバイ首長国には、ドバイ証券取引所（DFM）とドバイ国際金融取引所（DIFX）の2つの取引所がある。両者とも上場社数はまだわずかであり、時価総額も小さい。このうちDIFXは、GCC域内および国際的な企業の上場を目指した取引所であり、イスラム圏では休日である金曜日にも市場が開かれ、取引も米ドル建てで行われる点が特徴である。資源セクターを中心とする外国企業の上場を誘致しており、その点もDFMなど他の市場とは異なっている^{注14}。

このほかに、アブダビ首長国、クウェート、カタール、オマーンの各国も取引所を持っているが、規模は小さく、過当競争が懸念される状況である。

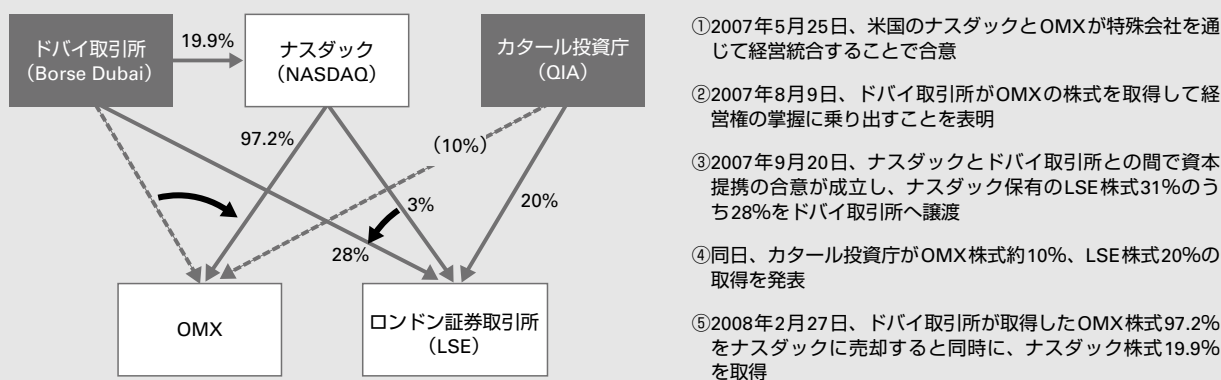
取引所に関連して注目されたのは、北欧のバルト海の取引所運営会社OMXをめぐるドバイ首長国とカタールの攻防である。OMXはもともと、2007年5月に米国のナスダックとの経営統合に合意していた。ところが8月に、ドバイ首長国の取引所持ち株会社であるボース・ドバイ（ドバイ取引所）がOMXの株式を20%取得し、同社に対しTOB（株式公開買い付け）をかけた。その後の折衝の結

果、9月に、ナスダックとドバイ取引所の間で、図4に示すような資本提携合意が成立した。

ところが、カタール^{注15}はその発表と同じ日に、OMXとLSE（ロンドン証券取引所）の株式買い取りを発表した。最終的には、カタールはOMX株をドバイ取引所に売却することになったが、LSEの株式は保有し続けているため、LSEはナスダック陣営となったドバイ取引所との狭間に立たされている。SWF（カタール投資庁）が、国際的な取引所再編劇のなかで、主役級の役割を果たすようになったのである。

GCC諸国の金融センター化構想がどれほどの成功を収めるかは、現時点では未知数である。湾岸諸国が蓄積している資金量から考えると、資産運用をはじめとするニーズは大きく、また、GCC諸国は中東のなかでは最も政情が安定した地域である点もプラスである。一方で、どの国も類似のハブ化政策を取り、また小規模な取引所が林立しているため、「共倒れ」のリスクもある。港湾などの場合と同様、今後はすみ分けが必要になるだろう。たとえば、バーレーンのイスラム金融、DIFXの外国資源企業の上場市場^{注16}な

図4 OMXをめぐるドバイ首長国とカタールの攻防



注) OMX：北欧バルト海の取引所運営会社
出所) 各種資料より作成

どが切り口になりうるかもしれない。

なお、根本的な問題として、これらの金融センターがかつてのバイルートのような戦乱に巻き込まれないという保証はない¹⁷。金融センターにとって「安全性」は不可欠の要件であり、これをいかに湾岸地域が確保できるかが、長期的には重要になろう。今後の歴史で、安全性、安定性が証明されれば、他の不安定なイスラム地域（イラン、コーカサス、パキスタン、アフガニスタンなど）にあってのハブとしての魅力は特に高まることになる。

II 産油国マネーの行方

以上に見てきたように、湾岸諸国は、組織形態にかかわらず、さまざまな国営企業体をかなり柔軟に使っている。ただし、柔軟である分、投資先から不要な警戒を招くことも多い。今後は湾岸諸国の側も、各投資主体の切り分けや目的の明確化を少しずつ迫られていく可能性がある。

また、2008年9月以降の金融危機および原油相場調整の局面では、産油国経済の将来性についても懸念が生じてきた。今回の危機は、銀行間・企業間の信用市場の崩壊、ドルなどの短期金融市場の流動性枯渇によって引き起こされたものである（アイスランドやいくつかの新興国の金融破綻は、外貨借入れに多くを依存する国際収支の構造によってもたらされた）。2007年8月のサブプライムローン（米国の低所得者向け住宅融資）危機前まで続いた世界的な低金利（特にドルと円）が、世界各国で過剰借入れを誘発したといわれている。このような信用ブームのなか、

湾岸諸国においても、負債比率の高いプロジェクトが多く計画された（たとえばプロジェクトファイナンスによるインフラ整備など）。特に、ドバイ首長国の国営企業やファンドは、事業資金・投資資金の多くを借入れによってまかなってきた。今回の金融危機によって、これらの事業や投資の持続可能性について黄信号がともっていることは事実である。

ただし、上に見てきたような湾岸諸国の国営企業の事業や投資のほとんどは、自己資本100%で実施されている。また、ドバイ首長国の負債についても、万が一の事態においてはUAEとして「救済」の余地を残しているとの指摘もある。その点で、他の新興国に比べて相対的に健全である。

とはいえ、多くの国営企業やSWFにおいて、投資ポートフォリオが金融、貿易、不動産、リテールなど景気に敏感なセクターに偏っていることも確かである。今後、世界的な需要減退を前に、ポートフォリオの軌道修正をしなければならない可能性はあろう。

このような過渡的な状況のなか、本章ではSWFおよび国営企業の今後の方向性について簡単な見通しを行い、日本企業にとっての意味や事業機会について整理をしたい。

1 SWFは過渡的なツールか

ドバイ・インターナショナル・キャピタル（DIC）に勤務した日本人投資アナリストが、『ドバイ・ビジネス・トゥデイ』誌に寄せたコラムのなかで、以下のような興味深い指摘をしている¹⁸。

「私がDICで働いていて特に興味深かったのは、彼等の投資方針が単なる金銭的な利益目的の投資だけではなく、ドバイの知名度をあ

げるようなセンセーショナルな投資案件であることや、戦略的な利益も伴うものであることなどが、重要視されていたことです」「私が更に驚いたのは、巨額の投資を実行しているドバイの大手ファンドは、どこも投資判断を行なっている社員のほとんどが投資の未経験者だったことです」「引き抜かれてきた若手社員は、ロンドンの証券会社時代の商業習慣といちいち比べては、『こんなに意思決定プロセスができていない会社が、これほど多額の投資をして良いのだろうか?』と上司に忠告して頻繁に言い争っていました」

この記事だけをもって、DICについての判断をすることはもちろんできないが、SWFが単純な金融投資の側面だけでは捉えられない複雑さを持っていることは事実であり、その戦略や組織運営面で混乱が生じているとしても不思議はない。

加えて、このような「センセーショナル」な動きが、「SWFの一般的な動き」として世の中に報道され、過剰反応や疑心暗鬼が増幅されている。SWFにとっては、リスク管理や運用ノウハウの不足によるリスクだけでなく、政治的な反発にあうリスクまで抱えてしまうことになる。

多くのSWFは、政治的反発には敏感である。2008年2月に開催されたダボス会議（世界経済フォーラム）では、サウジアラビア通貨庁（SAMA）、クウェート投資庁（KIA）、ノルウェー財務省から代表者が出席し、SWFの投資姿勢の正当性をそれぞれ主張した。

また、アブダビ首長国政府は、2008年3月にG7の財務大臣、IMF（国際通貨基金）、世界銀行、欧州委員会に向けて、SWFを政

治的目的に使わないことを確約する旨を記した3ページにわたる書簡を送っている。この書簡には9項目の投資ガイドラインが設けられていた。

これらの動きを受けて、米国財務省はアブダビ投資庁（ADIA）およびシンガポール政府投資公社（GIC）の代表と会談し、SWFの投資指針に関する相互協定を締結するに至った。

ちなみに2007年8月には、ADIAは米国の大手PR会社であるパーソン・マーステラに、同機関のPR活動を委託することを決めている。このように、SWF側も打ち手を積極的に講じており、政治的反発をできるだけ避けたい姿勢がうかがえる。

そもそも、金融投資（ポートフォリオ運用）と、国にとっての戦略的投資¹⁹とでは、求められる組織目標や人材像はかなり異なる。これらを同一組織として共存させるためには、高度なリスク管理や経営・人事管理が必要となる。しかし、湾岸諸国のSWFや国営企業は多くが設立後間もなく、人材面でも経営管理面でも必要な水準に迫り着くことは容易ではない。

最悪の場合は、投資の失敗や違法行為（インサイダー取引等）などにより、SWF自体が危機に陥るという事態も想定される。すでに、ドバイ首長国では2008年8月にイスティスマルなどの国営企業の幹部や従業員が、不正取引の疑いで当局の捜査を受けている。

また、SWFによる海外企業への出資合戦についても、その投資判断の適切性にはさまざまな議論がある。話題となった投資案件に関して、その後の株価の推移を単純に見ると、金融市場全体の混乱もあり投資時点に比

べて値を下げている（2008年11月現在）。SWFの投資期間は長期であるとはいえ、どの程度の価格下落にまで耐えうるのか、注目されるところである。

このようなことから、純粋な金融投資部門と、戦略的・国営企業的な部門とが一つの組織のなかに混在するのは次第に困難になっていくだろう。将来的には、これらの部門は緩やかに分化していく可能性がある。これは実は、ロシアや中央アジアの産油国ではすでに起こっている。ロシアなどで国家戦略を担う事業投資を実施しているのは、たとえばガスピロムや外国貿易銀行（ブネシュトルグバンク）など、SWFではなく各分野の国営企業である。

2 「国営企業」間格差の時代

SWFと同様、産油国の「国営企業」も、今後は事業の成否に応じて、機能の特化や、場合によっては淘汰が進んでいくものと考えられる。

（1）ハブ機能を強化する

今後の戦略的国営企業の動向を見るうえで、の1つの鍵は、海外での積極的な投資を、国内での開発や事業にどのように結びつけられるか、という点であると思われる。ここでモデルになるのは、アジアの金融ハブとしての位置づけを確立したシンガポールである。

2007年、シンガポールのSWFであるテマセク（Temasek）やGICは、サブプライムローン危機によって増資を求めた欧米の金融機関に、次々と出資していった。金融危機を受けて、欧米金融機関は業務を縮小する傾向にあるが、出資を引き受けてもらったシンガポ

ールでの事業は重視せざるをえない。シンガポールによる出資には、このようなねらいもあったと考えることができる。

特にUBSについては、2006年にシンガポールに全アジア地域のプライベートバンカー向け研修施設「ウェルス・マネジメント・キャンパス」を英国極東軍司令官居宅（1939年建造）であった建物を利用して設立したばかりであり、双方の関係は深まっている^{注20}。シンガポール同様に欧米金融機関に出資したドバイ首長国やアブダビ首長国のSWFも、出資先との間で同様の相補的關係を築いていくのかもしれない。少なくとも、アジアや産油国のSWFによる欧米金融機関の救済は、ドル経済に依存する各国にとって、文字どおり「公的」資金注入であったといえる。

（2）海外投資の成果を国内に移転する

もう1つの方向性として、出資先から得た技術やノウハウを、国内に移転するという考え方があ

る。前述のサウジアラビアのSABICのほか、アブダビ首長国で海外投資を専門に担当する組織であるIPIC^{注21}の動きが注目される。同社は、先進国の精製・石油化学セクターに対し積極的な投資活動を行っている。投資先はデンマークのボレアリス（65%）、オーストリアのOMV（17.6%）、スペインのCEPSA（25%）、韓国の現代精油（現・現代オイルバンク、株式売却をめぐる現代重工業と係争中）、オマーン、エジプト、パキスタン、ウズベキスタンなどのほか、2007年9月には日本のコスモ石油に20%出資し、業務提携したことが話題となった。この提携により、コスモ石油は堺製油所の投資に必要な資金を調達

すると同時に、2012年に期限切れを迎えるムラバス油田の期間延長の足がかりをつかんだことになる。一方アブダビ首長国としては、同国が次世代の基幹産業と位置づける石油化学産業における日本のノウハウを学ぶ機会を得ることができる。

また、IPICのデンマークでの投資先であるボレアリスは、アブダビ首長国で巨大石油化学コンプレックスを建設することでIPICと覚え書（MOU）を結んだほか（2008年3月）、アブダビ石油公社（ADNOC）との合併事業によって上海で物流ハブを開発する。

さらに、アブダビ首長国の国営企業、マスダール（MASDAR、アブダビ未来エネルギー公社）は、新エネルギー分野で内外投資を矢継ぎ早に進めており、注目されている。これは、「石油後」をにらんだ戦略として、わかりやすいプロジェクトである。2008年1月に、同社は50億ドルの初期投資で新エネルギー開発を始めることを発表し、2月には新エネルギー関連の企業・研究機関誘致のため、広さ約6km²、5万人が居住する計画の経済特区・研究開発都市「マスダールシティ」の建設を始めた（図5）。さらに6月には、20億ドルを投資し、ドイツ中部エアフルトとアブダビ首長国に工場を建設し、薄膜型太陽電池パネルを生産すると発表した。

サウジアラビアでは、2008年5月に新しいSWFの設立が発表されたが、これも類似の目的に沿ったものである。このSWFは、「国内開発投資を中心とした経済多様化と雇用の創出のための投資を行う」（中央銀行アル・サヤリ総裁）、「西側諸国の製造業への投資を通じて技術移転をねらうほか、若年層の雇用創出のために外資誘致を通じた合併事業の推

図5 マスダールシティ（完成イメージ）



出所）アブダビ首長国環境庁

進を図り、さらには株式投資による一定の収益の確保も目指す」（イブラヒム・アル・アッサーフ財務大臣）ことを明言している^{注22}。

このように、海外での投資と国内投資とをリンクさせる考え方は、SWFや国営企業といった組織形態を問わず、今後大きな流れになっていくだろう。

（3）国内投資の成果を海外に移転する

3点目に、国内での成功を海外進出によって「輸出」していくという逆向きの方向性もすでに始まっている。この点で積極的なのは、一足先にハブ化政策を成功させたドバイ首長国の港湾およびフリーゾーンである。

ドバイ港を運営するDPワールドは、2006年に英国の港湾運営大手P&Oを買収し、世界第4位の港湾オペレーターとなった（前述のようにDPワールドは、アデン港のターミナル運営も行う）^{注23}。DPワールドは、身近なところでは韓国の新釜山港の建設にも大規模な投資をし（もともとはDPワールドが

2004年に買収した米国の港湾運営会社が新釜山港に出資していた)、50年間新釜山港を管理・運営する権利を得ている。

同じくドバイ首長国において、ジュベル・アリ・フリーゾーンを運営するジャフザの海外部門であるジャフザ・インターナショナルも、こうしたドバイ首長国のモデルを海外に輸出している。同社は米国サウスカロライナ州のオレンジバーグにおいて物流ハブを建設する計画に携わり、DPワールドとは対照的に、米国側からも大きな歓迎を受けている。また、アブダビ首長国、ジブチ、インド、セネガルのフリーゾーンや物流ハブにも協力している。これらのドバイ首長国の例は、数ある湾岸地域の国営企業のなかでも、自国の目覚ましい成功を背景にした最もダイナミックな海外進出といっていよい。

また、ドバイ首長国の不動産ディベロッパー、エマール・プロパティーズは、国内で「ブルジュ・ドバイ」(建設中の世界最高層のビル)や「ドバイ・マリーナ」を成功させたあと、前述のサウジアラビアにおける「キング・アブドゥッラー経済都市」にもディベロッパーとして参画している。中東、インド、アフリカ諸国でもすでに多くの案件を手がけており、2008年1月には、日本の大手ゲームメーカーのセガと協力し、中東、北アフリカ、南アジアでのテーマパーク開発を行うことで合意している。

今後は、国営企業の間に、成功するもの、失敗するものなど、かなりの格差が出てくることになるだろう^{注24}。特に、短期的には、これまで重点的に投資してきた金融、不動産、リテールなどのセクターの業況悪化の影響も免れない。今後は、投資先の選別や多様

化、経営効率の改善など、これまで以上に国営企業の影響力の真価が問われる。経営効率という点では、湾岸地域の国営企業同士の提携とすみ分け(たとえばジャフザ・インターナショナルがアブダビ首長国のフリーゾーンに協力しているケース)も注目される。

Ⅲ 日本企業への影響

1 日本企業と産油国国営投資家

日本においても、「SWFとどのように付き合うか」という問題が真剣に議論されるようになってきた。SWFを株主として見るのか、顧客またはパートナーとして見るのかによって、付き合い方も大きく変わってくるだろう。

株主としてのSWFについては、拒否感を抱く日本企業も少なくないと思われるが、一方で、最近は長期安定的な株主になるという期待も聞かれるようになった。ただし、前述のようにSWFといっても一枚岩ではなく、純粹に金融的な投資をしているのか、それ以外の戦略的目標があるのかによって日本企業に求める内容も異なる。10%以上のリターンを求める場合もあれば、技術移転を求めるケースも出てくるだろう。特に後者の場合は拒否反応もあろうが、戦略性のあるSWFであれば、合理的な関係を是々非々で築ける可能性もある。

金融機関にとっては、SWFは引き続き重要な顧客である。資産運用という観点だけではなく、M&Aやプライベートエクイティといったさまざまなサービスラインから総合的にアプローチしていくことが必要だろう。また、今後、SWF自身のリスク管理も課題になっていくものと思われる。SWFがリスク

を踏まえた合理的な投資を展開し、世界の資本市場にとっても重要なプレーヤーとして活動できるよう、アドバイザー（金融関連のアドバイスサービス）活動を展開していく余地もあると考えられる。

加えて、SWFや戦略国営企業は、日本企業にとっては投資パートナーとしても捉えることができる。具体的には、海外で戦略的な投資をしようとするファンドとともに海外展開を考えていくといった方向性がある。たとえば新エネルギー分野では、湾岸諸国の資源および資金力と、日本企業のニーズや技術力とがマッチするようなパートナーシップのあり方も考えられる。

また、多くのSWFは、投資に際して政治的な抵抗にあうのを嫌い、現地のパートナーを重視するようになっており、その点でも提携の機会がある。たとえばシンガポールのマセクが公表した海外投資に関する基準のなかに、「投資に際しては地元のパートナーと提携する」というものが含まれている^{注25}。

さらに、SWFが日本企業に投資する際に、直接出資することによる摩擦を避けるため、プライベートエクイティなどを通して投資するケースが増えているともいわれる。プライベートエクイティの側からは、このような新しい投資家層に対するアピールが求められるだろう。

以上を踏まえながらも、実は日本企業にとって最大のインパクトは、潜在的には「競合」としての湾岸企業の台頭であるかもしれない。「ハブ」としてのジュベル・アリ港や、運営会社としてのDPワールドの競争力は、すでに日本の港湾の競争力をはるかにしのぐものである。前述のように、DPワール

ドは日本の港湾と直接の競合関係にある新釜山港にも投資家・運営会社として進出している。

また、SABICやIPICなど、「海外投資の成果を国内に移転する」タイプの投資家も、潜在的には手ごわい。IPICは現在、日本企業がほとんど投資しない途上国（パキスタン、ウズベキスタンなど）の精油・石油化学セクターに投資している。これはどこことなく、かつてのミタル・スチール（現アルセロール・ミタル）を思わせる。ミタル・スチールは、さまざまな途上国の老朽化した製鉄所を次々と買収し、20年も経たずに世界最大の鉄鋼メーカーとなり、気がつけば日本企業にとって強力な競合となっていた。

今後、日本企業がこういった新興プレーヤーの積極的なリスクテイクに対しどのように伍していくかという点は、重要な課題になっていくだろう。

2 進出先としての湾岸諸国

湾岸地域は、2008年9月以降の金融危機においても影響が相対的に抑えられ、進出先としてもあらためて注目されている。湾岸諸国の人口は、2030年には5800万人までに急増していくことが予想されている。また、1人当たり所得は1万5000ドル以上ときわめて高いため、湾岸地域だけでも大きな経済圏である^{注26}。所得水準に比して内需が小さいこと、若年層人口が毎年増えていること、中東・アフリカ諸国には広大な「アラビア語圏」が広がっていることなどは、他地域に比べてもアドバンテージとなる点である。日本企業としては、「ハブ」としての機能や「市場」となりうる範囲を見極めつつ、湾岸とい

う「入り口」に臨んでいくことが期待される。

産油国が原油高でうるおう「棚からぼたもち」的な経済のあり方は、ともすると「あぶく銭を浪費する」というイメージに結びつきがちである。しかし、歴史的に見れば、世界経済の大きな転機は、このような突発的な出来事から生じることも多かった。

数百年前の欧州には、新大陸の銅という「ぼたもち」が大量に流入した。その後、貿易ブームのなかで活気づいた欧州で覇権国となった英国は、植民地の物産の国際交易を主宰し、世界の富を蓄積していった。その富は、100年以上続くことになる経済システムや都市インフラの建設・構築に投資されることとなった。さらに時代を下り、英国の最盛期（ビクトリア王朝時代）から100年後の1970年代には、北海油田からの収入によって慢性的な財政難と為替市場の危機が緩和され、それが一連のサッチャー改革を可能にしたとの見方もある^{注27}。

富が大量に流入しただけでは、国が豊かになるわけではない。「資源の呪い」（前月号参照）のメカニズムによって、せっかくの国富が数年で失われてしまうことも珍しくない。国が豊かになるということは、その富の管理・活用の仕方が賢かったということであり、ウィンドフォール・ゲイン（思いがけない利益）というのはきっかけにすぎない。果たして、湾岸諸国の場合はどうであろうか。

注

1 2008年4月、いすゞ自動車はサウジアラビアで2009年にもトラック生産を開始するとの報道があった

- 2 サウジアラビアや台湾の事例にならったものといわれている
- 3 あるカンファレンスでの日本企業の発言
- 4 現在、GCC諸国には、国民の数を上回る移民を受け入れている国もあり（UAEでは国民84万人に対して外国人居住者が339万人）、労働市場は出自（国籍）によって分かれている。アジア系の移民の多くは、主に建設工事労働者として一時的に出稼ぎにきている層である。他方、GCC諸国の自国民は、公務員や企業管理職などホワイトカラー層を形成している
- 5 イスラム圏ではまれな男女共学の大学。カリキュラムの開発などについて、スタンフォード大学、カリフォルニア大学バークレー校、テキサス大学オースティン校と提携している。ほかに湾岸諸国では、アブダビ首長国がソルボンヌ大学、ニューヨーク大学、立命館大学を誘致するなど大学の整備に積極的である
- 6 UAEの製造業の開発という点では、シャルジャ首長国が先行している。同首長国には化学製品、金属、非金属をはじめとする集積があり、UAEの工業事務所の45%がシャルジャ首長国で生産活動を行っている（細井長「湾岸首長諸国の経済開発戦略」『立命館経営学』2003年11月）。また最近、同首長国は、ドバイにならったフリーゾーンの整備も始めた
- 7 フリーゾーンとは自由貿易特区であり、各種税金の減免、外資出資制限の緩和、送金の自由など外国企業への優遇措置を設けている。ドバイ首長国の場合、多くのGCC諸国が求める「スポンサー（現地側の出資者）」が不要とされている点もきわめて特徴的である
- 8 国土交通省関東地方整備局港湾空港部資料「我が国港湾の国際競争力の低下」より
- 9 1999年のコンテナターミナル開設後、シンガポール港湾公社が出資・運営を行っていたが、2002年にフランスのタンカーがアデン港沖で炎上する事故（テロともいわれる）を受け、取り扱い量が急減するなかで、2003年に撤退した
- 10 メッカ、リヤド間の「サウジ・ランドブリッジ構想」およびリヤド、ダンマーム間の既設線の

改修

- 11 なお、ドバイ首長国、バーレーン、カタールとともに、国際金融センターとしては、イスラム法ではなく、英国法を模した法体系が採用されている
- 12 "Euromoney" August 5, 2008
- 13 国際金融情報センター「湾岸協力会議（GCC）諸国の通貨統合に向けた取り組み状況」2008年2月
- 14 2008年9月現在、外国企業については7の株式、4の預託証券が上場されている。国籍は、オーストラリア（鉄鉱石、金、鉄、金）、カナダ（金）、南アフリカ（金）、スイス（プライベートエクイティ）、インド（パイプ製造）、パキスタン（IT〈情報技術〉）、ヨルダン（製薬）、英国（製薬）、バーレーン（銀行）
- 15 カタールのQIA傘下のカタール・ホールディング
- 16 DIFXは、「資源企業の上場市場」という目標を掲げているわけではないが、結果的にそれに近い形になりつつある
- 17 実際、湾岸戦争時には、バーレーンの金融センターとしての機能が低下した
- 18 「Dubai Business Today」CONEX Asia Network, March 2008
- 19 たとえばアブダビ首長国のムバドラ開発会社やドバイ首長国のDIC、カタールのQIAは、国にとっての戦略的投資を担っている側面がある。また、アブダビ首長国のIPICやサウジアラビアのSADICは、通常SWFには分類されていないが、SWFと類似した海外投資を行っている
- 20 同行はまた、他の国際的金融機関とともに、シンガポール政府の肝入りで設立された「ウェルスマネジメント研究所」（シンガポール経営大学）のパートナーになっている
- 21 アブダビ首長国政府が100%出資
- 22 畑中美樹「世界経済の健全な発展へ円滑な活用が望まれる政府系ファンドの資金」『中東協力センターニュース』2008年6、7月
- 23 その後、P&Oが米国で運営をしていた主要な港湾がUAE資本に渡ることについて米国内で安全保障上の論議が巻き起こり（「9.11」事件の実行犯にUAE国籍の人物が含まれていたことが米国側の懸念の根拠となっている）、DPワールドは米国内オペレーションを米国の保険大手AIG系の投資会社に売却することとなった
- 24 国営企業が経済のなかで大きな存在を占めることは市場の効率性を歪めるという考え方があるが、中東産油国に関していえば、油価下落時に非効率な国営企業を維持していくことは負担が大きく、少なくとも（共時的ではなく）通時的な「淘汰」は生じるものと考えられる
- 25 2007年11月23日、テマセクのスピア・ダナバラン会長がシンガポールの『The Straits Times』に語ったもの（山口正章、岩田佳也、横山恭一郎、郭穎、神山哲也「存在感を増す国富ファンド」『財界観測』野村證券、2008年1月）より
- 26 2006年現在で、経済規模（GDP〈国内総生産〉）はブラジルの70%、ロシアの76%、韓国の86%に達している
- 27 森本学「戦後英国の窮乏と国富ファンド」『開発金融研究所報』国際協力銀行、2008年3月

著者

奥 雄太郎（おくゆうたろう）

金融戦略コンサルティング部副主任コンサルタント
専門は新興国金融

伊藤 剛（いとうたけし）

主任コンサルタント（U.C.バークレー校留学中）
専門はエネルギー、ユーティリティ、不動産、建設分野の事業戦略、M&A戦略、マーケティング