

ブログ「アラビア半島定点観測」:<http://ocin-japan.dreamlog.jp/>

ブログ「内外の石油情報を読み解く」:[http://blog.goo.ne.jp/maedatakayuki\\_1943](http://blog.goo.ne.jp/maedatakayuki_1943)

OCIN INITIATIVE(荒葉一也ホームページ):<http://ocininitiative.maeda1.jp/>

マイライブラリー: 0400

2017年3月8日

荒葉 一也

### (ニュース解説)サウジアラムコ IPO(株式公開)の行方は？



サウジアラビア国営石油会社サウジ・アラムコ社の IPO(株式公開)が山場を迎えている。サウジ政府は来年2018年後半の上場を目指してアドバイザーの選任、海外証券市場の選定、上場に必要資料作成などに忙殺されているようである。しかしながら最近になって上場の条件をクリアすることの難しさが浮き彫りにされつつある。また株式の5%上場により1千億ドルが得られると目論んだ皮算用に対して、サウジが見積もるアラムコの企業価値2兆ドルは高すぎるとする欧米金融機関も現れた。さらにアラムコと政府との特殊な関係を清算し、欧米における通常の企業上場基準を満たすことは容易なことではない、との懸念も表明され、アラムコの上場に黄信号が灯り始めた。

#### 企業価値2兆ドル説の根拠

そもそもアラムコの企業価値を2兆ドルと言い出したのはムハンマド副皇太子(サルマン国王の息子)であり、2016年1月の英 Economist のインタビューにおいてであった。サウジアラビアの石油可採埋蔵量は2,666億バレルであり<sup>1</sup>、これに埋蔵量評価の指標価格とされるバレル当たりの8ドルを掛けると2兆ドル強になることが計算根拠とされる。アラムコはサウジアラビア唯一の石油開発企業であることから、同国にある埋蔵石油の評価額は即ちアラムコの企業価値になるという理屈である。埋蔵量については現在米国の Baker Hughes 社に評価を委託中と伝えられている<sup>2</sup>。

上場石油企業としては世界最大の ExxonMobil の時価総額は約3,400億ドルであり(今年2月現在)、2兆ドルの6分の1にすぎない。企業価値と時価総額は意味が異なるにしても市場関係者はアラムコ2兆ドル説に疑問を呈しており、Wood Mackenzie 社はアラムコの中核ビジネスの価値は概算4千億ドルとの見解を示している。サウジ政府内の関係者ですらアラムコの企業価値は5千億ドル程度と考える者もいるのである<sup>3</sup>。

#### 国営企業なるが故の不透明な財務内容と高い税率

アラムコは米国の石油企業によって1933年に設立され、その後1980年に完全国有化された。油田管理技術或いは人事などの事務管理は米国の流儀が浸透し透明性が高く外国からも高い評価を受けている。しかし経理面では不透明な部分が多く財務内容もほとんど明らかにされていない。また石油がサウジアラビアの唯一最大の収入源であることもあり、アラムコの税率は85%という高率である。さらにアラムコが有能な人材と効率的な経営ノウハウ及び豊富な資金力を抱えていることに目をつけ、政府は

同社に対して石油の開発生産・精製以外の分野への関与を求めている。それは石油化学のような下流部門にとどまらず、アブダラー前国王の時代にはサッカースタジアムの建設まで押し付けられている。また石油の歳入の一部が密かにサウジアラビアの王室費或いは王族の費用に回されているという噂も絶えない。

このような財務の不透明性或いは民間企業とかけ離れた税制はアラムコ上場前に投資家に対して説明責任を果たさなければならない。海外の株式市場に上場することを念頭に置いているだけになおさらである。

サウジ政府もこれら海外金融機関・投資家の疑問に答える姿勢を示しており、今年中に同社初の四半期決算財務報告書を作成、来年の IPO 実施時に公表するとしている<sup>4</sup>。またアラムコの内部アドバイザーとしてすでに選定済みの JPMorgan 及び Michael Klein に加えニューヨークの投資顧問会社 Moelis & Co. を指名している。そして Goldman Sachs, Morgan Stanley, HSBC(英)及び Credit Suisse の4行に IPO のアドバイザー役を求めている。IPO の引受銀行団は近く固まる見通しである<sup>5</sup>。

#### いつ、どこで？－IPO の時期と上場証券市場

IPO の時期は今のところ2018年後半とされているが、投資家の疑問解消にはなお数多くの問題が残されている。特に現在の税制ではキャッシュフローに問題が残るとの懸念は強く、来年中の IPO は無理ではないかとも言われている。

また IPO はサウジ国内市場(Tadawul)のほか、海外の有力証券市場にも同時に上場されることになっているが、その対象としてはニューヨーク、ロンドンの他、カナダのトロント、さらにはアジアの市場として香港、シンガポール、上海及び東京が取沙汰されている。すでに東京証券取引所を傘下に置く日本取引所グループの幹部は上場誘致のためサウジアラビアを訪問している。

しかしサウジ政府は欧米3市場のいずれか、中でもニューヨークでの上場を本命とし、アジア市場はあくまで当て馬と考えている模様で、しかもアジア4市場の中でも国際企業の少ない東京市場は可能性が薄いようである<sup>6</sup>。ただ昨年米国議会は911テロ事件に関して米国民が直接サウジアラビア政府を訴えることができるとするいわゆる JASTA 法を可決しており、これに対抗してサウジアラビアは大量に保有している米国政府債の売却をちらつかせるなど、両国は緊張関係にあるため、アラムコのニューヨーク上場も紆余曲折がありそうである。

東証上場問題はさておきサウジ政府は日本の豊富な投資資金には魅力があり、昨年6月に北京で開かれた G20エネルギー大臣会合で Falih エネルギー相はアラムコ IPO に日本からの投資を期待していると語っている<sup>7</sup>。一方日本側も低金利政策で海外での有利な運用先を物色中の個人や機関投資家はアラムコの IPO を注視している。

これに対して欧米の金融機関はアラムコ IPO を冷めた目で見えており ExxonMobil 等の石油株を保有する Allianz Global Investors は、政府に近すぎる企業への投資は魅力が乏しい、として IPO での株式購入に消極的である。なお日本政府関係者も日本はサウジと合併事業などの経済技術協力を重点を置

いており、公的資金によるアラムコへの投資は考えていないと語っている<sup>8</sup>。

今月14日から3日間の予定でサルマン国王が来日するが、国王がアラムコ IPO への投資に言及するのか、さらには随行する要人が金融機関に直接働きかけるのか、その成り行きが注目される。

以上

本稿に関するコメント、ご意見をお聞かせください。

荒葉一也

E-mail; areha\_kazuya@jcom.home.ne.jp

携帯; 090-91 の 57-3642

---

<sup>1</sup> BP Statistical Review of World Energy 2016 年版による。

<http://bpdatabase.maeda1.jp/1-1-T01.pdf>

<sup>2</sup> ‘Saudi Aramco selects US firms to audit reserves for IPO’ by The Peninsula on 2017/1/26

<http://www.thepeninsulaqatar.com/article/26/01/2017/Saudi-Aramco-selects-US-firms-to-audit-reserves-for-IPO>

<sup>3</sup> ‘\$2tr Aramco vision runs into market reality’ by Gulf News on 2017/2/26

<http://gulfnews.com/business/economy/saudi-arabia-2tr-aramco-vision-runs-into-market-reality-1.1984671>

<sup>4</sup> ‘A giant IPO on track’ by Arab News on 2017/2/19

<http://www.arabnews.com/node/1056341/business-economy>

<sup>5</sup> ‘Riyadh likely to list Aramco on Western exchange’ by MEED on 2017/2/21

<https://www.meed.com/sectors/finance/riyadh-likely-to-list-aramco-on-western-exchange/5012788.article?blocktitle=Latest-4&contentID=24688>

<sup>6</sup> 同上

<sup>7</sup> ‘Saudi Arabia seeks Japanese investment into Aramco IPO’ by MEED on 2016/7/1

<http://www.meed.com/sectors/finance/saudi-arabia-seeks-japanese-investment-into-aramco-ipo/5005943.article?blocktitle=Latest&contentID=24149>

<sup>8</sup> ‘Japan is not eying Aramco IPO investment’ by MEED on 2016/9/18

<https://www.meed.com/sectors/finance/japan-is-not-eying-aramco-ipo-investment/5007941.article?blocktitle=Latest-4&contentID=24688>