

ベネズエラ政府による国有化政策とその財政への影響について

I. オリノコ・ベルトの4ジョイント・ベンチャー

- 2007年1月8日、チャベス大統領はオリノコ・ベルトにおいてStrategic Associationと呼ばれる超重質油の軽質化を行う4つのジョイント・ベンチャー(JV)、Sincor、Petrozuata、Ameriven、Cerro Negro¹について、国有化を実施すると発表した。
- これら4JVには、石油メジャー6社(BP、Chevron、ConocoPhillips、ExxonMobil、Statoil、Total)が参入し、PDVSAの出資比率は約40%平均となっている。ベネズエラ政府は、同4JVにつき、本年5月1日までにPDVSAの出資比率が60%以上の新たなJVに移行するよう要求している。
- 新JVへの移行に伴う参入外資に対する補償については、3月5日、ラミレスエネルギー石油大臣が、補償は現金ではなく原油等で行う旨発表しているが、補償自体が実施されるか否かも含め、詳細は未定。
- 補償が現金により実施された場合の金額を、ウォールストリートの主なアナリストは約30~80億ドル規模と試算している。その代表例は次の通り。これらの試算は、①4JVの合計資産価値(試算により150~330億ドル)の約20%(出資比率の約40%から60%への増加分)と、②各JVの関連債券の買取額(約30~40億ドル)の組合せに等より算出されている²。

¹ 各JVの場所は別紙1を参照。

² 大方のアナリストは全く補償が実施されないシナリオも想定しているが、ここでは現金補償が仮に行われた場合の試算額のみ紹介。

a. A 金融機関: 70～80 億ドル

- A金融機関の試算は、オリノコ・ベルトの4JVのPDVSAの出資比率を現在の40%平均から60%へ拡大することに伴う、PDVSAの出資比率増加分を、各JVの資産価値に基づいて算定している。
- 試算の内訳にかかる根拠は次の通り。
 - ・ 4JVの資産価値は、各々①Sincor 109億ドル、②Petrozuata 56億ドル、③Ameriven 107億ドル、④Cerro Negro 55億ドルで合計327億ドルと試算される。
 - ・ これらの各資産価値に、PDVSAの出資率を60%に拡大する為に必要な割合を掛け、これを合計すると74.6億ドル。

b. B 金融機関: 30～70 億ドル

- B金融機関は、①PDVSAの出資比率増加に伴う各JV参入外資への支払総額を20～30億ドル、②JVの関連債券買収額を30～40億ドルと試算。オリノコ・ベルトの4JVについて、何らかの補償がされると仮定した場合として、次の2つの試算額を紹介している。
 - ・ ①、②共に実施の場合: 50～70億ドル
 - ・ ②のみ実施の場合: 30～40億ドル

c. C 金融機関: 56 億ドル

- C金融機関は、4JVの資産価値を280億ドルと試算。これに、PDVSAの出資比率を現在の40%平均から60%へ拡大することに伴う、約20%の増加分を掛け、必要額を56億ドルと算出している。

II. 電力・通信企業

1. カラカス電力(EDC³)

- 2月8日、ベネズエラ政府は、カラカス証券取引所に上場されているカラカス電力の株式につき、米発電大手AESが保有する82.14%を7億3,900万ドルで買い取ることをAESとの間で合意した。同日ラミレス・エネルギー石油大臣は、当該株式全株を計9億ドルで買収する意向を示したが、少数株主には株式の保持も認めると発表した。支払はPDVSAによって行われるとの報道も見られる⁴。
- ベネズエラ政府・AES間の上記株式の82.14%買収にかかる合意内容は、100%換算で8億9,968万ドルで、政府の提示する全株買収の9億ドルとほぼ合致する。この金額の妥当性について、2007年1月8日の国有化発表迄の約1ヶ月と、発表後、買収額発表日前日の2月7日迄約1ヶ月のカラカス電力株の株価平均から算出される時価総額のドル換算値と比較(以下の表をご参照)すると、株価が下がる前、すなわち国有化発表前までの時価総額平均の公定為替レートに最も近い水準であり、比較的妥当な金額であると言える⁵。

発行会社	期間	株価 平均	発行済み 株式数	時価総額平均 (ボリバル)	公定為替レート (2,150 ボリバル/ドル) でのドル換算値	並行レート 1ヵ月平均値 (ボリバル/ドル)	並行レートでの ドル換算値 (並行レート)
カラカス電力	国有化 発表前1ヵ月*	644	3,292,214,078	2兆1,201億	9.86億	3,351	6.33億
	発表後1ヵ月**	525	3,292,214,078	1兆7,284億	8.04億	4,135	4.18億

* 2006年12月8日～2007年1月5日

** 2007年1月8日～2007年2月7日

³ La Electricidad de Carcas

⁴ ラミレスエネルギー石油大臣は、国営化後のカラカス電力、Seneca等の電力会社の運営をPDVSAが行うと発表している。

⁵ 但し、AESは2000年のカラカス電力株の取得の際、16.6億ドルを支払い、その後も総額6億ドルを投資したと報道されている。

2. CANTV⁶

(1) ニューヨーク証券取引所上場分

- 2月12日、米通信大手Verizon Communications が保有する、CANTVのADR⁷の28.5%について、ベネズエラ政府が5億7,200万ドルで買い取ることをVerizonと合意(17.85ドル/ADS⁸換算)。ベネズエラのチャコン通信大臣等によると、ベネズエラ政府は、本ADRの残りの株主保有分についても、4月までに17.85ドル/ADSで公開買付を行う予定で、60%以上の取得を目指す由。
- Verizonが保有するCANTVのADRについては、メキシコの富豪Carlos Slim氏が約一年前よりVerizonに対し、6億7,660万ドルで買収する旨、申し出ていた(2月8日、同氏はこの申し出を取り下げた)。Verizonにとり、今回ベネズエラ政府と合意した5億7,200万ドルはこれと比較すると低額。また、17.85ドル/ADS はCANTVの国有化が発表された1月8日以前1ヵ月の終値平均の19.71ドル/ADSより低額。しかし、国有化発表後1ヵ月の終値平均である13.41/ADSドルよりは高く、Verizonとの買収額合意の前日(12日)の終値の16.08ドル/ADSよりは11%高い水準である。

(2) カラカス証券取引所上場分

- ベネズエラ政府はカラカス証券取引所上場分の CANTV 株式については、1株当たり 2.55ドルで買収すると発表した。100%買収した場合の買収額は、10億2,000万ドル相当となり、これはボリバル・ドルの公定為替レートベースで見れば、国有化発表前後1ヵ月の何れの時価総額平均よりも低い。但し、並行レート換算では、国有化発表前後の時価総額平均の中間値となっており、2月7日までの1ヵ月平均より高い水準となっている。

⁶ Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela

⁷ 米国預託証券(American Depositary Receipt)

⁸ ADRにより表示される権利。株式でいう1株に相当。

発行会社	期間	株価 平均	発行済み 株式数	時価総額平均 (ボリバル)	公定為替レート (2,150 ボリバル/ドル) でのドル換算値	並行レート 1ヵ月平均値 (ボリバル/ドル)	並行レートでの ドル換算値 (並行レート)
CANTV	国有化 発表前1ヵ月*	9,233	429,929,526	3兆9,695億	18.46億	3,351	11.85億
	発表後1ヵ月**	7,996	429,929,526	3兆4,377億	15.99億	4,135	8.31億

* 2006年12月8日～2007年1月5日

** 2007年1月8日～2007年2月7日

3. Seneca⁹(電力会社)

- 2月13日、ベネズエラ政府は、米CMS Energyが保有するSenecaの未公開株の70%をPDVSAが1億500万ドルで買い取ることで、CMS Energyと合意。
- CMS Energy は、Seneca株を1998年に6,300万ドルで購入しており、1億500万ドルの買収額は理不尽なものではないと言える。

III. ベネズエラ政府財政に対する影響

- 既に関収合意等により買収額が発表された電力・通信企業の総買収額を試算すると、カラカス電力は9億ドル(全株取得の場合)、CANTVは22億2,421万ドル(ADR60%取得、カラカス証券取引所上場株は100%取得の場合)、Senecaは1億500万ドル(CMS Energy売却分)で、総計32億2,921万ドルとなる。これはベネズエラの2007年度政府予算(07年1～12月、約535億ドル)の約6%に相当する。これにオリノコ・ベルトの4JVの現金による補償の試算額を加えると、62～112億ドルとなり、2007年度政府予算の12～21%相当額となる。

⁹ Sistema Electrico de Nueva Esparta

- ラミレスエネルギー石油大臣は、一連の国有化にかかる補償の支払に国家開発基金(FONDEN)の資金は充当しない旨発表しているが¹⁰、今後その可能性もありうると指摘する専門家もいる。

以上

¹⁰ 2007年2月15日のベネズエラ紙El Universal報道より。FONDENの現在の残高は約87億ドル相当と見られており、これに加えて本年、中銀及びPDVSAより最大で計140億ドル規模の移転が実施される可能性もある。