

## 第 4 章

### 湾岸諸国の産業構造と企業の資金調達構造

齋藤 純

要約：

本章では、企業の資金調達手段に注目し、企業にとっての資金調達環境の不備もしくは未発達、産業ごとの資金需要に十分に対応することができず、石油産業以外の産業が十分に育成することが困難である可能性について考察を行う。

湾岸産油国各国ともに産業多角化の重要性は認識し、努力は進めているもののマクロデータ、産業レベルデータを見る限りでは、明らかな成果が現れているとは言いがたい。ドバイ・バハレーン両国が、さらなる産業の育成をはかるためにはさらなる資金調達環境の整備が必要である。特に銀行部門の育成は大型の投資プロジェクトを遂行する製造業やインフラ事業に長期資金を提供するために必要不可欠である。豊富な投資需要を抱えるドバイにおいては、長期資金を提供するための金融装置が必要である。一方で、投資需要が十分でないバハレーンの場合では、小口の事業資金を提供できるような中小企業金融システムなどの整備が必要ではなかろうか。

キーワード：

GCC 企業 資金調達 産業多角化

#### はじめに

石油・天然ガスなど天然資源に国家収入の大部分を依存する「レンティア国家」である湾岸産油国には、2000 年代に入り急速な原油価格の上昇とともに、多額のオイルマネーがもたらされ、余剰資金によって国内開発と海外投資を進めてきた。その結果、2000 年から 2006 年にかけて名目 GDP 成長率はアラブ首長国連邦で 65%、サウジアラビアで 60%、オマーン 70%、バハレーン 78%、クウェート 82%、カタールでは 115%と急速な経済成長を遂

げてきた。しかし、2008 年半ばからの世界的な資源価格の下落に伴って、それまで国家収入の大部分を占めていたオイルマネーに依存することは困難になりつつある。

1970 年代のオイルブームとその後のショックから湾岸産油国を初めとして脱石油産業政策を推し進めてきた。しかし、2000 年代の再度のオイルブームは産業の多角化の必要性を低下させ、多角化の進行が鈍化してきたものと予想される。以前より産業の多角化を目指し、実際に取り組んできた湾岸産油国にとって、多角化の進展を困難にしている原因ははたして原油価格の変動のみであろうか。産業の多角化の進展は、石油産業とその代替となる産業のみの問題ではない。本章では、企業の資金調達手段に注目し、企業にとっての資金調達環境の不備もしくは未発達が、産業ごとの資金需要に十分に対応することができず、石油産業以外の産業が十分に育成することが困難である可能性について考察を行う。

具体的には、湾岸産油国の上場企業の財務データを利用することによって、産業ごとの資金調達構造を比較し、各国の金融環境の現状を踏まえた上で、対象となる産業の資金調達面での問題点を指摘することにしたい。

第 1 節では、湾岸諸国が取り組んでいる産業の多角化政策について整理を行い、その進展の度合いをマクロデータから示す。第 2 節では、数少ない中東諸国企業を対象とした先行研究から、この地域特有の企業経営環境について整理をし、次節での企業分析のための布石としたい。第 3 節では、利用する企業データについて解説を行い、企業の財務構造についての考察を行う。最後に、第 4 節では、これまでの議論を整理し結論をまとめる。

## 第 1 節 湾岸諸国における産業多角化の進展

### 1. UAE における産業育成政策

UAE は 7 つの首長国からなる連邦国家であり、石油資源の賦存状況や市場規模も異なるために各首長国で経済開発戦略も大きく異なる（細井[2003]）。UAE における石油生産の大部分を担い、豊富な石油資源を背景に石油関連の工業化を進めてきたアブダビ首長国、石油産業だけでなく軽工業の集積地を志向したシャルジャ、そして早期から石油資源の枯渇に備え産業の多角化に取り組んできたドバイなど、それぞれ特色が見られる。しかし、1985 年のドバイにおいて設立されたジュベル・アリ・フリーゾーンを契機として、各首長国においても製造業の振興や物流の拠点構築を目的としたフリーゾーンの設立が相次ぎ、産業の多角化に邁進してきた。

そこで、2000 年以降の産業多角化の進展を表 1 の UAE の産業別 GDP 構成の推移から見ると、非石油部門の GDP 構成比率は 2000 年の 76.1% から 2006 年の 62.7% へ低下を続けている。産業多角化が開始された 1980 年代から大幅に石油産業への依存度は低下してきたことは予想できるが、2000 年代に入ってからその速度が鈍化してきたと考えられる。特に

2004 年以降の原油価格の急騰を受けて原油・天然ガス部門の生産が拡大したのに対して、産業の多角化の成果は実績規模としては堅調に拡大を続けている<sup>1</sup>ものの UAE 経済全体に占める割合は依然として大きくない。特に製造業については 2000 年の 15.5%から 2006 年の 12.3%となっており、急速に成長しているとはいいがたい。

表 1 アラブ首長国連邦の産業別 GDP 構成

産業	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年
農業・畜産・水産業	4.1%	4.3%	3.9%	3.7%	2.7%	2.3%	2.0%
原油・天然ガス	23.9%	22.1%	21.2%	22.6%	32.5%	35.7%	37.3%
その他鉱業	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
製造業	15.5%	15.1%	15.3%	15.7%	13.1%	12.6%	12.3%
電気・ガス・水	2.1%	2.2%	2.3%	2.2%	1.8%	1.6%	1.6%
建設	7.5%	7.6%	7.5%	7.3%	7.5%	7.2%	7.5%
流通	9.6%	9.7%	10.0%	9.7%	10.2%	10.9%	10.4%
外食・ホテル	2.2%	2.3%	2.4%	2.4%	1.9%	1.8%	1.7%
運輸・通信	7.6%	7.7%	8.9%	9.0%	7.2%	6.7%	6.4%
不動産	8.7%	8.7%	8.6%	8.3%	7.8%	7.4%	7.7%
その他	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%	1.5%
金融部門	6.6%	7.4%	7.5%	7.4%	5.9%	5.9%	6.0%
<b>非石油部門</b>	<b>76.1%</b>	<b>77.9%</b>	<b>78.8%</b>	<b>77.4%</b>	<b>67.5%</b>	<b>64.3%</b>	<b>62.7%</b>
政府サービス	11.3%	12.0%	11.9%	11.3%	8.5%	7.2%	6.5%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所：Central Bank of UAE, “ Annual report ” 各号より筆者作成

先に述べたようにアラブ首長国連邦の中でも、首長国ごとに産業構造は大きく異なり、したがって各首長国政府が採用する産業政策も異なっている。製造業の中でも例として自動車産業を取り上げると、UAE における自動車生産は依然として発展途上である。地域内での自動車産業育成のための取り組みとしてドバイ首長国が中古自動車フリーゾーンや自動車部品市場育成のための措置など、外資系進出企業に対する各種の優遇措置を意欲的に行っている。石油生産については隣国のアブダビ首長国に依存しているために、石油関連産業への依存度が小さいこと<sup>2</sup>が大きな特徴である（表 2）。中でも小売業や製造業、建設業の割合が高く、全体的に特定産業への集中は見られない。さらに石油関連産業の比率も低下傾向にあり、徐々にではあるが産業の多角化が進展しつつあることが見受けられる。

<sup>1</sup> 2000 - 2006 年の産業別の実質 GDP 増加率を見ると、原油・天然ガス（228%）は顕著であるが、次いで流通（128%）、建設（110%）などの非石油部門の成長が観察される。

<sup>2</sup> 1985 年当時は、ドバイ首長国の GDP に占める石油部門の比率は約 50%であった（中東協力センター[2005]）

1985 年のジュベル・アリ・フリーゾーンの開設や情報技術関連のフリーゾーンを開設したことにより、運輸・倉庫業・通信などの分野の拡大の効果も見られる。

表 2 ドバイ酋長国連邦の産業別 GDP 構成

産業部門	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
農林水産業	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%
鉱業	7.8%	6.2%	5.4%	5.7%	5.4%	5.1%	4.5%
原油・天然ガス	7.7%	6.1%	5.3%	5.7%	5.3%	5.0%	4.4%
その他鉱業	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
製造業	16.0%	14.7%	14.3%	14.2%	15.8%	15.7%	14.9%
電気・ガス・水利	1.6%	1.7%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.3%
建設	7.9%	11.0%	12.2%	11.8%	11.7%	12.7%	13.4%
小売	15.9%	18.2%	20.4%	22.7%	22.3%	21.4%	22.2%
レストラン・ホテル	4.5%	4.0%	3.7%	3.5%	3.6%	3.4%	3.1%
運輸・倉庫・通信	15.5%	14.6%	14.1%	12.8%	13.0%	12.7%	11.6%
不動産	9.5%	10.4%	10.0%	10.3%	10.2%	11.4%	11.0%
社会サービス	2.6%	2.9%	2.8%	2.6%	2.3%	2.2%	2.0%
金融機関	11.4%	9.9%	9.5%	9.8%	9.8%	10.2%	9.3%
政府サービス	9.0%	8.2%	7.5%	6.7%	6.0%	5.4%	8.1%
家内工業	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所：Department of Economic Development, Dubai[2008]

アブダビの石油埋蔵量は UAE 全体の約 9 割を占め、石油・天然ガス事業から上がる収益を重要な国家収入源としている。アブダビ酋長国の産業構造は石油関連産業がその中心となり、2007 年には GDP 比で 56.4%を占めている。しかし、石油関連産業に依存するアブダビは 2000 年代のオイルブームによる余剰資金の積み増しを行ってきたが、2008 年夏以降の原油価格の下落に伴い、危機感を強めている（Financial Times [2008]）。

一方で、脱石油経済依存の体質を目指すために、これまで石油関連の工業化を推進してきたアブダビ政府も 2004 年に自動車部品産業などの誘致を目的とした国内製造業の育成に取り組み始めている。アブダビ政府の支援を受けて、地場資本による自動車メーカーも育ちつつあり、2007 年 11 月にアブダビの地場メーカー Gulf Auto Industry Corp.がアブダビ初の国産車の生産を開発し、2009 年からサウジアラビア政府の支援を受けてサウジアラビア国内に工場建設を計画している。決して急速には進んでいないものの、徐々に石油産業依存の体質から脱却しつつある。製造業の地道な拡大の今後の展開に期待したい。

表3 アブダビ酋長国連邦の産業別 GDP 構成

産業部門	2005 年	2006 年	2007 年
農業	2.3%	2.0%	1.9%
石油	<b>57.0%</b>	<b>57.2%</b>	<b>56.4%</b>
製造業	<b>10.9%</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.2%</b>
電気、ガス、水道	1.6%	1.5%	1.5%
建設	4.4%	4.3%	4.7%
卸売、小売	3.7%	3.9%	4.0%
レストラン、ホテル	0.7%	0.7%	0.7%
運輸、コミュニケーション	3.0%	3.4%	3.4%
不動産	4.3%	4.1%	4.4%
社会、個人サービス	1.3%	1.2%	1.2%
金融	<b>5.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.3%</b>
政府	6.7%	6.7%	6.6%
合計	100.0%	100.0%	100.0%
非石油部門	<b>43.0%</b>	<b>42.8%</b>	<b>43.6%</b>

出所：Abu Dhabi Chamber of Commerce & industry[2008]より筆者作成

## 2. バハレーンの産業育成政策

1973 年の第一次中東戦争以降、バハレーンはレバノンに替わる MENA 地域の金融センターとしての役割を担ってきた。MENA 地域のなかでは比較的早期から、先進的な金融システムの構築のために法制度の整備やインフラの整備を行ってきたと同時に MENA 地域の金融センターとして、国内のムスリムだけでなく海外投資家からの投資を呼び込むために多様な金融機関の育成を続けている。特に 2000 年代に入って、世界におけるイスラム金融の市場規模が急速に拡大し、既存のイスラム金融機関だけではなく、大手地場商業銀行がイスラム金融窓口を開設し、また欧米系金融機関もイスラム投資銀行を設立している。

バハレーンにおいても国際的なイスラム金融センターとして、イスラム金融の国際機関がバハレーンに設置された。2004 年には、バハレーンは湾岸諸国では初となる米国との自由貿易協定（FTA）を締結し、国を挙げて経済の対外開放に努めてきた。また現在、バーレーン政府の支援を受けた民間事業である「バハレーン・フィナンシャル・ハーバー：BFH」を建設中であり、外資系金融機関にとって進出しやすい経営環境を整備中でもある。

このように MENA 諸国の中では比較的早期から石油依存の経済体制からの脱却を目指して、複合的な銀行システムの育成に取り組んできたバハレーンでは、2007 年 9 月時点で 395 の金融機関が存在し、そのうち 149 の銀行が経営を行っている。GDP に占める金融セ

クターの寄与度は金融機関、オフショア金融機関、保険業を含めると 2005 年時点で 22.2%と石油・天然ガス部門の 22.8%を規模として迫る勢いである（表 4）。さらに金融業全体が拡大傾向にあり、今後もその成長が見込まれる。自由度の高い経営環境において銀行間での競争も活発であり、相対的に健全な銀行経営が行われているという評価もなされている。

しかしその一方で原油・天然ガス関連産業との比較で見た場合、非原油・天然ガス関連産業の対 GDP 比率は 77.5%から 77.2%と 2000 年代においては、原油・天然ガスへの依存から十分に脱却したとは言いがたい。産業構造では原油・天然ガスへの依存度が相対的に低いバハレーンであるが、政府歳入や輸出は依然として石油収入に大きく依存している（細井[2002]）。さらなる産業の多角化のためには、高い収益性が見込まれる銀行業やホテル業、通信業の育成が今後の鍵と成るであろう。

表 4 バハレーンの産業別 GDP 構成の推移

	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年
原油・天然ガス	22.5%	22.4%	22.6%	20.9%	22.8%
鉱業	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
農業・漁業	0.7%	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%
製造業	11.0%	10.8%	10.2%	9.7%	11.8%
電気・水利	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%
建設	3.7%	3.9%	3.5%	3.3%	3.4%
貿易	7.8%	8.3%	8.1%	9.3%	9.1%
ホテル・レストラン	2.0%	1.9%	1.6%	2.0%	1.9%
運輸・通信	6.9%	7.2%	6.6%	6.4%	5.6%
社会・個人サービス	2.8%	3.0%	3.1%	3.1%	2.9%
不動産	8.8%	8.8%	8.1%	8.2%	7.1%
金融機関	5.1%	5.4%	5.2%	4.9%	4.6%
オフショア金融機関	9.1%	8.4%	10.9%	13.3%	13.5%
保険	2.9%	2.4%	3.4%	3.9%	4.1%
政府サービス	9.9%	9.7%	9.1%	8.1%	7.2%
教育	3.0%	3.3%	3.3%	3.1%	2.8%
健康	1.6%	1.6%	1.6%	1.5%	1.3%
民間非営利組織	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
家内企業	0.6%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
合計	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

出所：Gulf Investment Corporation [2006]より筆者作成

## 第2節 MENA 諸国の企業経営の特徴

MENA 諸国の企業経営に関する研究は十分に行われているとはいえないものの、いくつかの先行研究から知見を導き出すことができる。Omran [2004]では、新規民営化エジプト企業と国営企業のパフォーマンスの変化を比較することによって、民営化は民間企業のパフォーマンスを改善するが、競争効果・デモンストレーション効果・先取り効果を通じて国営企業に spillover 効果をもたらす。さらに、競争的な環境であれば民営化企業も国営企業も同様のパフォーマンスを生み出すことを示している。

同様にエジプトの中小企業を対象としたものに Mead [1982]があり、中小家具企業を取り上げ投入財・生産物・生産技術の観点から大企業との比較を行っている。中小企業では半熟練工が 25% で非熟練工はいないこと、大企業では 60-70% が半・非熟練工によって占められているなど労働力が均質ではないことなどを指摘している。

さらに武藤 [1998]は、1980 年代初め～1990 年代半ばのエジプトの公共部門と民間部門の生産・雇用規模の対比とその変化、生産構造、賃金、労働生産性の変化を時系列的に比較して、エジプト製造業がどのような構造変化を起こしているかを見ている。全公共部門と民間大企業がエジプトの製造業生産に占める比率は 7 割で、残りの 3 割が零細企業の生産によるものであるとの指摘がなされている。

以上の先行研究から一般的に中東地域（エジプトに限定されているが）の企業部門の特徴として、多くの企業が零細経営で生産額としては大企業に追従することができず、一国全体の生産額の大部分を大企業が占めるということが伺える。また大企業で雇用されている労働者は半・非熟練工が大部分であり、労働生産性も高くはないことが示唆される。

## 第3節 湾岸諸国非金融産業の資金調達構造

### 1. 企業データ

一般的に数の上では中小企業が多くを占める新興市場国において、企業分析をする際には非上場企業を含めた分析がより正確であると考えられるが、データの制約や新興市場国の産業全体に占める資産規模を鑑み、本章では上場企業に限って分析を行うことにする。さらに GCC 諸国の上場企業の経営内容については、依然として十分な情報開示がされているとは限らず、以下で取り上げる上場企業の財務データについてもいくつかの制約があることに留意されたい。

ドバイの企業データについては、ドバイ金融市場（Dubai Financial Market）に上場している企業のものが利用可能である。ドバイ金融市場が発行している Companies Guide には、銀行 10 行、投資・金融サービス 8 社、保険 11 社、不動産・建設 9 社、素材産業 3 社、生

生活用品 5 社、通信 1 社、運輸 3 社、公益 1 社の財務データが掲載されている。本章では、非金融・保険企業に焦点を絞って分析を行うため、以後の分析に用いた企業は表 5 の通りである。

生活用品や素材産業など非石油産業の工業部門も育成しつつあることが伺える。表 2 で見たように、他の湾岸産油国で見られるような石油産業への依存度が低いドバイについては、生活用品や不動産関連、運輸産業が盛んであり、周辺国と比較して産業の多角化に進展が見られる。

表 5 ドバイ金融市場の上場企業リスト（金融企業・保険業は除く）

生活用品
Jeema Mineral Water United Foods United Kaipara Dairies Dubai Refreshments Gulfa Mineral Water Processing Industries
素材産業
National Cement National Industries Group Holding Aerated Concrete Industries
不動産
Union Properties Emaar Properties Arabtec Holding Al Mazaya Holding National Real Estate Arab Heavy Industries Dubai Development Grand Real Estate Projects Kuwait Markets Complex
電気通信
Emirates Integrated telecommunications
運輸
Public Warehousing Aramex Gulf Navigation Holding
公益事業
National Central Cooling

出所：Dubai Financial Market [2006]より筆者作成



次にバハレーン証券取引所（Bahrain Stock Exchange）に上場している非金融企業をリストアップする。バハレーン証券取引所発行の Investor's Guide2007 によれば、商業銀行 7 行、投資 15 社、保険 6 社、サービス 8 社、工業 2 社、ホテル・観光 5 社となっており、ドバイ以上に金融・保険業の上場が目立つ。上場企業のリストを見てもホテル・観光業やサービス業が中心であり、第二次産業に当たる部分のプレゼンスが大きい（表 6）。後にも触れるがバハレーン企業は上場企業といえども資産規模が小さく、市場も小さいために金融・保険業以外の産業が十分に育成されていないことが伺える。

表 6 バハレーン証券取引所の上場企業リスト（金融企業・保険業は除く）

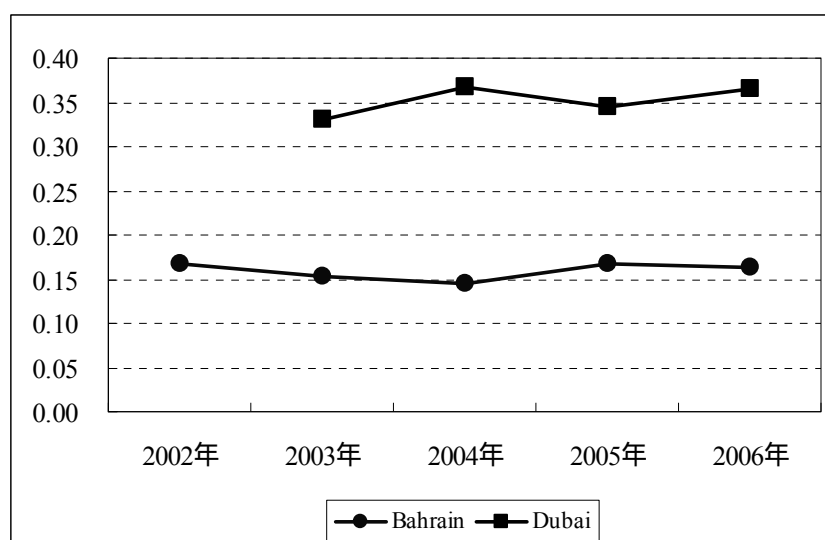
ホテル・観光	
	Bahrain Family Leisure Company Bahrain Hotels Company Bahrain Tourism Company Banader Hotels Company National Hotels Company
工業	
	Bahrain Flour Mills Company Delmon Poultry Company
サービス	
	Bahrai Ship Repairing & Engineering Company Bahrain Car Parks Company Bahrain Cinema Company Bahrain Duty Free Shop Complex Bahrai Maritime & Mercantile International Company Bahrain Telecommunications Company General Trading & Food Processing Company Nass Corporation

出所：Bahrain Stock Exchange [2007]より筆者作成

## 2. ドバイとバハレーンの企業行動の比較

銀行などの資金提供者にとって、資金需要者との間の情報の非対称性が大きい場合、融資先の経営内容が不明瞭なため、多額の融資を行うことを控える。反対に企業情報が十分に開示され融資側にとって資金を回収する見込みがある場合であれば、融資額を増やすインセンティブが与えられる。バハレーンとドバイの総資産総負債比率（負債比率）を比較すると明らかな差異が観察された（図1）。ドバイ企業が平均して総資産の約35%を負債に依存しているのに対して、バハレーン企業の場合は約15%を占めている。ドバイ企業のほうが負債による資金調達が可能であるという見方ができる一方で、一般に負債依存度の高い経営は経営の不健全化を招くという見方もできるため、バハレーン企業は内部留保を主要な資金調達先とした保守的もしくは健全な経営を行っているとの判断もできる。

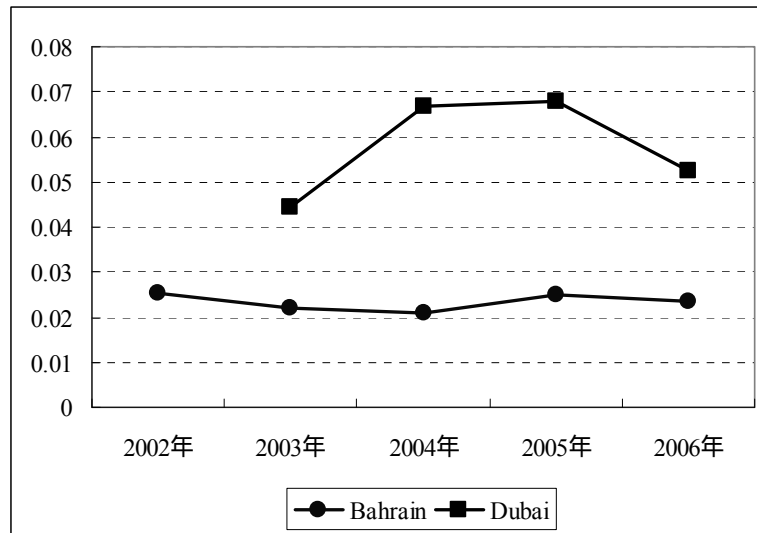
図1 負債比率の推移



出所：Dubai Financial Market [2006], Bahrain Stock Exchange [2007]より筆者作成

企業にとって長期借入金は1年以上の返済期間を有する借入金であり、主に銀行や関連企業などから調達する。したがって、工場や大型機械などの長期的視野にたった大型投資を行う際に用いられる。図2からは、2003年から2005年にかけてドバイ企業が大型の長期投資のための資金調達を行ったことが伺える。それに比して、相対的に低調な経済成長を続けていたバハレーンにおいては、十分な大型投資案件に恵まれず、長期借入金の必要性がなかったことが言える。

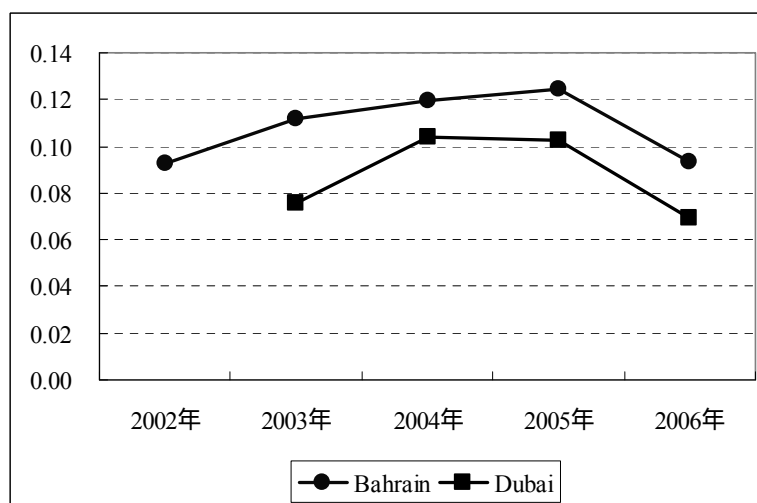
図2 長期借入金比率の推移



出所：図1に同じ

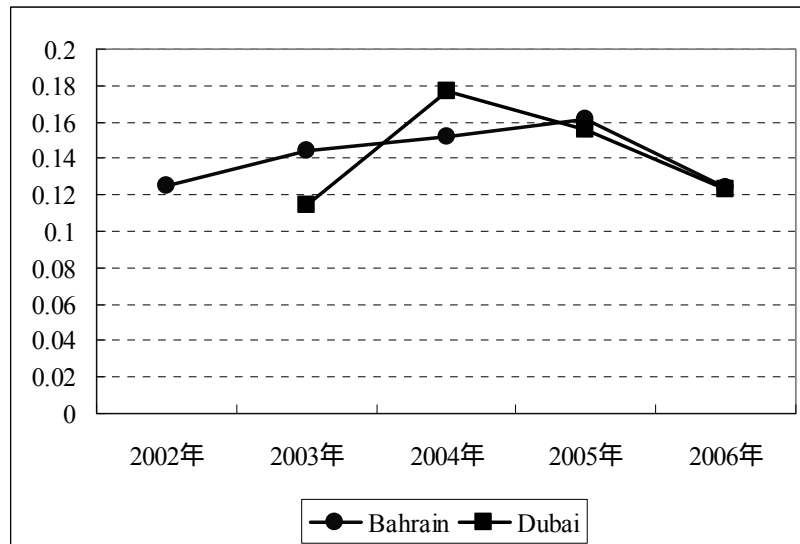
図3は、ドバイとバハレーンの上場企業について収益性の比較を行ったものである。自己資本による健全な資金調達を行い、大型の投資案件に恵まれなかったバハレーン企業の総資産利益率（ROA）が全期間を通じて、ドバイ企業よりも高かったことは興味深い。上場企業のなかに多くの不動産関連企業を含むドバイでは、不動産業のもつ短期的な利益を生みにくいという性質が相対的なROAの低さに現れたのではないだろうか。さらに2005年をピークにドバイ・バハレーン企業ともにROAの低下が見られ、2000年代に入って好調を続けてきた湾岸諸国のブームの陰りの前兆だったのではないだろうか。

図3 ROAの推移



出所：図1に同じ

図4 ROEの推移



出所：図1に同じ

自己資本純利益率（ROE）についても比較を行う（図4）。2004年に一時的にドバイ企業の収益性が上昇しているものの、概してバハレーン企業のほうが小さな自己資本にもかかわらず、自己資本に対する収益率は高い。バハレーン企業の方が株主資本を効率的に使い、高収益を上げていることから効率的な資金運用がなされていることがわかる。

以上から、ドバイとバハレーンの上場企業を比較した場合、ドバイ企業は不動産関連企業を中心として大型の投資案件を抱え、多額の投資資金を調達するために銀行借入れを中心とした資金調達を行っていた。しかし、短期的な収益を上げることは困難であり相対的に収益面では十分なパフォーマンスを得られなかったことが分かる。一方で、バハレーンの上場企業については、堅調な経済成長の中でドバイほどの大型投資プロジェクトに恵まれず、自己資本を中心とした資金調達に依存せざるを得なかったものの、堅実に高い収益を上げており、徐々にではあるが産業の多様化が進展する条件は整いつつあることが伺える。

### 3. 産業別資金調達の分析

次に、ドバイとバハレーンの上場企業について、産業別に資産規模と資本構成の比較を行う。ドバイの上場企業の資産規模が平均して13.8億ドルであるのに対し、バハレーンのそれは2.8億ドルに過ぎない（表7）。特にドバイでは、素材関連産業や運輸、不動産関連企業の資産規模が大きく、小規模な生活用品関連産業と比較してもその違いは顕著である。

企業経営に当たり大規模な生産設備や販売網が必要となる公共事業関連やホテル・観光業の固定資産比率が高い。

総負債/総資産比率（負債比率）を見ると、概して資産規模が大きな産業について負債比率が高い傾向がある（表7）。これは、大規模な投資プロジェクトを遂行するに当たり大型の資金が必要であり、新興市場国において多額の資金調達先として負債が有力な資金調達手段となる。一般的に株式市場からの資金調達も想定されるが、新興市場国においては株式市場の規模も十分なものとは言えず、もっぱら銀行部門からの資金調達に依存することが多い。

ドバイの公共事業や不動産関連企業では特に大型の資金需要が存在し、負債による資金調達への依存度が高い。公共事業については、大型の長期資金が必要であり、長期借入金による資金調達への依存度が高い。不動産関連企業については、長期借入金比率が低いことから、短期間の支払期限を必要とする流動負債による資金調達に依存し<sup>3</sup>、長期資金による調達を行っていなかったことが分かる。セメント製造などの素材産業についても、大型の資金需要が必要であると予想されるが、比較的短期資金による借入を行っていたと考えられる。食料・飲料関連が含まれる生活用品関連産業については、資産規模は小さいながらも、やはり短期資金による資金調達に依存していたと見られる。

表7 産業別資本構成の比較（2006年）

		サンプル 数	総資産（100 万ドル）	固定資産/総 資産	総負債/総資 産	長期借入金/ 総資産
ドバイ	生活用品	5	46	0.280	0.358	0.019
	素材産業	3	1973	0.084	0.352	0.071
	不動産	9	1819	0.130	0.370	0.022
	電気通信	1	1126	0.271	0.180	0.000
	運輸	3	1842	0.210	0.328	0.135
	公共事業	1	1140	0.306	0.716	0.237
	平均	22	1378	0.183	0.366	0.052
バハレーン	ホテル・観光	5	61	0.481	0.093	0.010
	工業	2	38	0.228	0.054	0.007
	サービス	9	446	0.247	0.232	0.035
	平均	16	275	0.302	0.164	0.023

出所：図1に同じ

バハレーンの上場企業については、サンプル数は十分とは言えないものの、ドバイ上場企業と資本構成上の大きな違いが見られる。図1と図2で指摘したようにバハレーン上場企業の主要な資金調達手段は自己資本によるものである。いずれの産業についても負債依

<sup>3</sup> ドバイ上場企業の不動産関連企業全体についても流動負債への依存度は高い。2005年の総負債額に占める長期借入金の比率が21.1%であるのに対して、流動負債は69.0%を占めている。

存度が相対的に低い。全体的に小規模なバハレーン上場企業は、大型の投資プロジェクトを遂行することは資金調達面で困難であり、負債もしくは長期借入金の実必要性もあるとは言いがたい。バハレーン上場企業の中で比較的大規模な企業に通信企業である Bahrain Telecommunications Company などがあるが、こうした大企業についても内部留保を中心とする自己資本への依存度が高く、銀行借入などの調達手段を活用できていない。

先に見たように、負債依存度が低く健全な経営を行っているバハレーン企業の収益性は、ドバイ企業に比較すると高い(表8)。しかし、産業毎に詳細に観察してみるとバハレーン企業で収益率が高いのは通信関連企業や小売業等がサービス業を牽引しており、すべてのサービス業の収益率が高いわけではない。バハレーンのホテル・観光業、鉱業については収益性が高いとは言えず、バハレーン政府が今後も産業の多角化に邁進するのであれば、収益性のある産業を見極め、効率的な資源配分を図るべきであろう。

表8 産業別収益率の比較(2006年)

		サンプル数	ROA	ROE
ドバイ	生活用品	5	0.039	0.060
	素材産業	3	0.105	0.181
	不動産	9	0.105	0.180
	電気通信	1	-0.147	-0.180
	運輸	3	0.066	0.112
	公共事業	1	0.025	0.088
	平均	22	0.069	0.123
バハレーン	ホテル・観光	5	0.050	0.056
	工業	2	0.059	0.062
	サービス	9	0.124	0.175
	平均	16	0.093	0.124

出所：図1に同じ

以上から、ドバイ・バハレーン両国が、さらなる産業の育成をはかるためにはさらなる資金調達環境の整備が必要であると考えられる。特に銀行部門の育成は大型の投資プロジェクトを遂行する製造業やインフラ事業に長期資金を提供するために必要不可欠である。また同時に、株式市場の育成も急務である。各国ともに中東地域における金融センターをめざし、海外資金の取り込みに努力を重ねているが、国内企業の豊富な資金需要に応えるために多様な資金調達チャンネルの創設が必要である。

## おわりに

湾岸産油国は1970年代のオイルブームとその後の危機から、石油産業依存の経済体制からの脱却を図ってきた。しかし幸か不幸か2000年代に入って再度のオイルブームの到来

によって、産業の多様化・多角化の喫緊性が薄れつつある。しかしながら、資源価格の変化に直接的に影響される湾岸産油国が持続可能な経済成長を遂げていくためには、複層的な産業構造が必要であることは言うまでもない。

本章で述べたように湾岸産油国各国ともに産業多角化の重要性は認識し、努力は進めているもののマクロデータ、産業レベルデータを見る限りでは、明らかな成果が現れているとは言いがたい。産業の発展のためには、成長産業の豊富な資金需要に対応するための資金調達手段が必要不可欠である。湾岸産油国に限ったことではないが新興市場国の健全な経済成長のためには、資金需要者である企業部門の育成と同時並行的に、資金供給者である金融システムの構築が必要である。

ドバイとバハレーン企業の資金調達環境を産業レベルで観察することによって明らかになった点がいくつかある。まず、豊富な投資需要を抱えるドバイにおいては、長期資金を提供するための金融装置が必要であろう。長期資金を提供する際には、融資側による投資プロジェクトの精査が必要であり、資金提供者のモニタリングが機能することによって、優良な投資プロジェクトが選別され、より効率的な資金回収が可能となる。

また、投資需要が十分でないバハレーンの場合については、小口の事業資金を提供できるような中小企業金融システムなどの整備が必要ではなかろうか。資金調達面で融資が比較的容易にできるのであれば、中小企業を中心とした産業育成に繋がるものと考えられる。

本稿で取り上げた湾岸産油国は政府主導で産業の多角化に取り組んでいるとはいえ、依然として石油関連産業のプレゼンスは大きい。原油価格が今後順調に推移する限り豊富なオイルマネーを当該地域にもたらし、さらなる経済発展を続けられると思われる。一方、各国が産業の多角化を推し進めるにあたり幾つかの課題があるだろう。

第一に、外国人労働力と若年層の失業などの労働問題である。湾岸諸国の人口に占める外国人の割合は約4割であり、UAEでは約8割、サウジアラビアで約2割と言われる。これらの地域の急速な経済発展の一方で、安価なインド系・アジア系の外国人労働者の劣悪な労働環境に関する報道がしばしばなされる。さらに、急速な人口増加に伴って若年自国民の失業問題が深刻になりつつある。同地域内の産業育成のためにこれらの貴重な労働力を有効的に活用するのであれば、これらの労働問題を緩和し効率的な生産活動に従事させる努力が必要である。第二に、国際的な資源価格の変動と食料価格の変動に伴う物価変動の問題である。特にUAEでは2004年辺りから物価水準が高騰しており、生産コストの急激な変動は国際市場での競争上不利になる。安定的な経済運営が求められるだろう。最後に、さらなる法制度の整備が必要である。近年、ドバイにおいて自動車部品を始めとする品目で模倣品が出回っており、日系企業も多くの被害を受けている。今後さらに外資系企業の誘致を進めるのであれば、適切な環境づくりが必要である。

## 参考文献

### 日本語文献

- 財団法人中東協力センター [2005] 『アラブ首長国の産業基盤』財団法人中東協力センター  
日本自動車工業会 [2008] 『世界自動車統年報』  
日本貿易振興機構 『アラブ首長国連邦；経済動向』  
日本貿易振興機構 『通商弘報』各号  
細井長 [2002] 「湾岸諸国の石油政策における外資導入策とレンティア国家論」『立命館経営学』第40巻第6号、pp.219-244.  
—— [2003] 「湾岸首長国の経済開発戦略 - UAE、バハレーン、カタル、オマーンを中心として - 」『立命館経営学』第42巻 第4号  
武藤幸治 [1998] 「市場経済移行下のエジプト製造業」『現代の中東』第25号,pp.49-62.

### 外国語文献

- Abu Dhabi Chamber of Commerce & Industry[2008] “Abu Dhabi Facts & Figures 2007-2005”  
*Arab News* 各号  
Bahrain Stock Exchange [2007] “Investors’ Guide”各号  
Central Bank of the United Arab “Emirates Annual Report”  
Department of Economic Development, Dubai [2008] “Dubai Economic Profile”  
Dubai Financial Market [2006] “Companies Guide 2006”  
Financial Times [2008] ”Abu Dhabi braces for slowdown,” 2008年12月17日。  
FOURIN [2007] 『世界自動車統計年刊』  
Gulf Investment Corporation [2006] “GCC Economic Statistics 6th Edition, 2006,”  
Mead, Donald C. [1982] "Small Industries in Egypt: An Exploration of the Economics of Small Furniture Producers," *International Journal Middle East Study* 14: 159-171.  
Omran, Mohammed [2004] "The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Does Privatization Really Matter?" *World Development*, 32(6): 1019-1041.