

スーパーメジャーの最近動向（2003 年および 2004 年 1Q 業績から）

エネルギー動向分析室 主任研究員 近藤 大輔

はじめに

2002 年 12 月以降、国際石油市場における指標原油である米国産 WTI 価格が高騰を続けている。ベネズエラでのゼネストに伴う米国向け原油供給の停滞や北米寒波到来による実需要の増加の影響を受けて、11 月に記録した月間最高値 27.73 \$ /B は翌 12 月には一気に 32.68 \$ /B へと上昇するに至った。2003 年初めには、米国主導によるイラク戦争は不可避との流れの中で「戦争プレミアム」が価格に上乗せされる形となり、2003 年 3 月 12 日には 37.87 \$ /B に達している。米軍主導による連合軍の圧倒的な軍事力行使による戦争の早期終結という楽観的観測から原油価格が 28 \$ /B 台に下落した 2004 年 4、5 月の 2 ヶ月を除いて、WTI 原油価格は、戦後イラク復興へ向けた治安回復が、イラク国内外のテロ組織の抵抗を受けて遅滞として進まない状況を反映し、月間平均 30 \$ /B を超えた水準で推移した。2003 年 WTI 平均価格は 1982 年以来の年最高値となる 31 \$ /B を記録している。

このように原油価格が高止まりで推移する中、スーパーメジャーと呼ばれるエクソンモービル、R/D シェル、BP、シェブロンテキサコ、トタルの 5 社は稀に見る好業績を挙げるに至っている。ここ数年のメジャー各社の収益動向を見る限り、原油価格の高低の振れに連動するようにメジャー各社の収益も上下に振れてきた傾向があり、2003 年の年間を通しての記録的な原油の高価格はそのままそっくりメジャー各社の業績にプラスとなって跳ね返った。

本稿では、2003 年および 2004 年第 1 四半期のメジャー各社の業績を概観するとともに、好業績を挙げている一方で、メジャー各社を取り巻く市場環境の変化や直面している課題等を整理する。

1 . 2003 年の業績概観

1 - 1 . 5 大メジャーの総売上・純利益の推移

下表 1-1 はメジャー各社の総売上高・純利益の推移を表している。

2003 年の 5 大メジャーの総売上高・純利益の状況は、各社とも前年と比較して軒並み二桁の業績の伸び率となっており増収増益という結果であった。この好業績の主な理由としては以下のような市場環境が挙げられる。

2003 年の WTI 原油平均価格は 31.16\$/B となり、2002 年の 26.16\$/B と比較すると実に 5\$/B

の大幅な上昇となった。北海ブレント価格も 2002 年の 25.05\$/B に対して 2003 年は 28.85\$/B と 3.8\$/B の大幅な上昇となった。この世界の原油価格の大幅な上昇は当然のことながらメジャー各社の業績に強力な追い風となった。

天然ガス価格についても前年比大幅な上昇が見られた。例えば、厳冬による北米を中心とするガス需要の増大と国内産ガス供給の不足による天然ガス在庫の低下が影響し、米国市場では 2003 年の Henry Hub ガス平均価格は 5.37\$/MMBTU となり、前年同期の 3.22\$/MMBTU から約 2 ドル（約 67%）も大幅に上昇した。この天然ガス価格の上昇も好業績に大きく寄与したとされている。

2001 年 9 月 11 日の米同時多発テロ以降の米国に端を発した世界的経済不況の影響により、2002 年にかけての製品需要は停滞した。その結果、相対的な供給力過剰下での在庫過多、需給調整のための精製プラント停止によるコスト増等により精製マージンは著しく低下した。しかし、2003 年に入ってから、米国を中心とする世界経済の上昇基調に伴う需要の強含みから、慢性的に低いレベルに留まった石油在庫も相俟って、各社の石油精製マージンは大きく改善する結果となり、下流部門の利益に貢献した。

表 1 - 1 . メジャーの総売上高・純利益の推移
(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	総収入	純利益	総収入	純利益	総収入	純利益	総収入	純利益	総収入	純利益
2001 年	2127.85	153.20	1674.31	103.50	1753.89	115.59	1044.09	32.88	1053.18	75.18
2002 年	2045.06	114.60	2227.68	97.22	1801.86	87.15	986.91	11.32	1025.40	62.60
2003 年	2467.38	215.10	2688.92	124.96	2360.45	123.79	1200.32	72.30	1046.52	73.44
伸び率	21%	88%	21%	29%	31%	42%	22%	639%	2%	17%

注：トタルは単位：億ユーロ。

1 - 2 . 上流・下流部門の利益額の推移

下表 1-2 はメジャーの上流・下流部門利益額の推移を表している。まず各社共通の特徴として言えることは、下流部門利益が昨年と比較して大きく改善されていることである。RD シェルの伸び率 9%は一見して小さいが、それでも二桁の伸びに迫る勢いであり、利益額はエクソンモービル、BP に次ぐものとなっている。

この下流部門利益増加の理由としては、2003 年の世界規模での精製マージンの大幅な改善が挙げられている。BP のレポートで参照している Global Indicator Refining Margin の数値を見ると、2003 年の精製マージンは 2002 年の 2.11\$/B から 1.77\$/B 上昇して 3.88\$/B となっている。また、トタルのレポートによれば、欧州における精製マージンも 2002 年の

8.0\$/t から 2003 年には 20.9\$/t へと 260%も上昇している。

このような精製マージンの改善の要因としては、世界経済の回復基調からくる需要増加、ベネズエラの供給支障による米国石油在庫の低下、米国の総石油精製設備容量の需要に対する絶対的な不足、等が挙げられる。また、上記理由から高稼働を余儀なくされている製油所が人災・天災により稼働停止に追い込まれてしまうケースも散見され、先物市場の投機的な動きに拍車を掛けることにもなっている。

表 1 - 2 . メジャーの上流・下流部門利益額の推移

(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	上流	下流	上流	下流	上流	下流	上流	下流	上流	下流
2001 年	107.36	42.27	79.63	19.70	144.98	48.30	43.12	18.14	90.22	30.04
2002 年	95.98	13.00	67.96	26.27	120.05	20.81	45.56	-3.67	93.09	9.09
2003 年	145.02	35.16	91.05	28.60	159.77	36.89	64.03	11.67	104.76	19.70
伸び率	51%	270%	134%	9%	133%	177%	141%	NA	113%	217%

注：トタルは単位：億ユーロ。

上流部門についても各社大幅な増益を記録している。この要因としては、これまで述べてきたとおり国際原油価格ならびに天然ガス価格の高騰といったメジャーにとっては棚ボタ的な市場環境の好転が最も大きな影響要因となっており、原油・天然ガス生産量の減少や為替差損といった各社個別マターである負の要因を容易にカバーしうるほどの強い追い風となった。

1 - 3 . キャッシュフローと資本支出の推移

下表 1-3 はメジャーのキャッシュフローの推移を表したものである。この表からわかることは、ここでも原油価格の持続的高価格が各社の営業キャッシュインフローの増加に大きく影響を与えたということである。このように潤沢な営業キャッシュフローを稼ぎ出したメジャー各社であるが、キャッシュアウトとなる資本支出(Capital Expenditure)の推移を示した表 1-4 を見ると、支出の増減が二極化していることが分かる。

エクソンモービルおよび BP は全体・上流共に堅実な資本支出の伸びを示している。特に BP の上流支出は、2003 年 8 月にアルファグループ、アクセスレノバとのジョイントベンチャーとしてロシアに立ち上げた TNK-BP の権益取得費用 57.94 億ドルの影響が大きい。トタルについても見かけ上は全体の支出額は減少しているが、2003 年のドルに対するユーロ高の為替影響を考慮したドルベースでは逆に 6%の増加ということであるため、実質支出増と

考えてよいだろう¹。

一方 RD シェルとシェブロンテキサコは、全体・上流支出共に減少している。その理由として、RD シェルは 2002 年の英 Enterprise の買収等による反動、シェブロンテキサコは北海・メキシコ湾での大規模リース権取得やカナダ西部オイルサンドプロジェクト、ダイナジー株式への追加投資などの反動が挙げられる。

2003 年の資本支出の傾向は、全体支出に占める上流部門への投資が各社 6～7 割以上となっている。このことからやはりメジャーは利益の源泉である探鉱・開発、生産事業等の上流部門への資本投資を重視しており、より一層の費用対効果を追求するため資本投下分野の選択と集中を進めてきている。

表 1 - 3 . 営業キャッシュフローと期末残高の推移

(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トータル	
	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残
2002 年	212.68	72.29	162.83	15.56	193.42	NA	99.43	29.57	110.06	49.66
2003 年	284.98	106.26	217.19	19.52	216.98	NA	123.15	42.66	124.87	48.36
伸び率	34%	47%	33%	25%	12%	NA	24%	44%	13%	-3%

注：トータルは単位：億ユーロ。BP の期末残高は不明。

表 1 - 4 . メジャーの資本支出の推移

(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トータル	
	全体	上流	全体	上流	全体	上流	全体	上流	全体	上流
2002 年	139.55	103.94	236.51	131.55	191.11	96.99	92.55	62.83	86.57	61.22
2003 年	155.25	119.88	132.35	82.76	200.75	154.52	73.63	56.75	77.28	53.02
伸び率	11%	15%	-44%	-37%	5%	59%	-20%	-10%	-11%	-13%
上流支出占有率		77%		63%		77%		77%		69%

注：トータルは単位：億ユーロ。

1 - 4 . 原油・天然ガス生産量の推移

下表 1-5 ならびに 1-6 はメジャー各社の原油・天然ガス生産量の推移を示したものである。一見してトタルの石油・天然ガスの生産量が共に対前年比+5%・+6%と好調であったことが分かる。石油では、ベネズエラ Sincor、アルジェリアの Cepsa 権益分、イラン Balal・

¹ 2003 年ドルの対ユーロ平均為替レートは 2002 年の 0.95 から 2003 年には 1.13 と 16%も下落し、ユーロ高ドル安の展開となった。

South Pars、ナイジェリア Amenam が好調。天然ガスは、メキシコ湾、インドネシア、北海が貢献した。トタルの 2003 年上流部門投下資本利益率（ROACE）29%（全体で 16%）が好業績を物語っている。

トタルとは対照的に、シェブロンテキサコ、RD シェルの生産量は低調なものに止まった。シェブロンテキサコに関しては、石油・天然ガス共に北米既存油田・ガス田の生産減退やメキシコ湾の暴風雨による操業停止影響、インドネシアでの石油 PS 契約失効に伴う影響などがその要因として挙げられる。また、RD シェルについても、北米・北海の既存油田・ガス田の生産減退や、英国 Shearwater 等の油田操業トラブル、ナイジェリア北部三角州エリアの民族対立による石油操業停止などが原因とされている。BP の生産量増加に関しては、ロシアでの JV 企業 TNK-BP の有機的な生産量増加が影響している。

表 1 - 5 . メジャーの原油生産量の推移

（単位：千 B/D）

	エクソンモービル	RD シェル	BP	シェブロンテキサコ	トタル	合計
2002 年	2,496	2,359	2,018	1,897	1,589	10,359
2003 年	2,516	2,333	2,121	1,808	1,661	10,439
伸び率	1%	-1%	5%	-5%	5%	1%

表 1 - 6 . メジャーのガス生産量の推移

（単位：百万 cf/D）

	エクソンモービル	RD シェル	BP	シェブロンテキサコ	トタル	合計
2002 年	10,452	9,286	8,707	4,376	4,532	37,353
2003 年	10,119	8,849	8,613	4,292	4,786	36,659
伸び率	-3%	-5%	-1%	-2%	6%	-2%

以下、参考としてメジャーの原油精製量及び製品販売量を示す。

表 1 - 7 . メジャーの原油精製量の推移

（単位：千 B/D）

	エクソンモービル	RD シェル	BP	シェブロンテキサコ	トタル	合計
2002 年	5,443	3,881	3,103	2,079	2,349	16,855
2003 年	5,510	3,949	3,097	1,991	2,481	17,028
伸び率	1%	2%	0%	-4%	6%	1%

表 1 - 8 . メジャーの製品販売量の推移

（単位：千 B/D）

	エクソンモービル	RD シェル	BP	シェブロンテキサコ	トタル	合計
2002 年	7,757	7,399	4,180	3,775	3,380	26,491
2003 年	7,957	7,445	4,032	3,738	3,652	26,824
伸び率	3%	1%	-4%	-1%	8%	1%

2．2004 年第 1 四半期の業績概観

2 - 1．5 大メジャーの総売上・純利益の推移

引き続き 2004 年第 1 四半期の業績を見ていくこととする。次表 2-1 は 2004 年第 1 四半期と前年同期の総売上・純利益の比較を示したものである。各社の純利益に注目してみると、増益となった BP、シェブロンテキサコに対して、エクソンモービル、RD シェル、トタルは減益となっており収益の明暗が分かれている。ここでは RD シェル、トタルのレポートを参考に、2004 年第 1 四半期と前年同期の事業環境の相違を具体的な数字で比較した後で、各社の増減益要因を簡単に説明する。

原油価格については、北海ブレントの 2004 年第 1 四半期平均価格が 32.05\$/B で前年同期（31.50\$/B）に比べて 0.55\$/B 上昇した。また、WTI の第 1 四半期平均価格も 35.35\$/B となり、前年同期（34.0\$/B）に比べて 1.35\$/B 上昇した。両指標原油とも対前年同期比での上昇率だけをみれば大きな上昇幅では無いものの、共に 30\$/B を超過したレベルからの一段の上昇であり、この 2004 年第 1 四半期の原油価格の高値振りがうかがえよう。このように原油価格が高値安定で推移している要因としては、OPEC による生産調整が奏効していること、イラクからの原油輸出が度重なるイラク国内での妨害・破壊行為により供給ペースが上がらないこと、世界的な景気回復軌道にあり、特に米国と中国が石油需要増加の先導的役割を担っていること、が挙げられる。

天然ガス価格については、2004 年第 1 四半期の Henry Hub ガス価格について見ると 5.61\$/MMBTU となり、2003 年第 4 四半期の同ガス価格 5.08\$/MMBTU に比べて 50 セント上昇したものの、前年同期の 6.90\$/MMBTU からは 1.29\$/MMBTU の低下となった。このように米国では、6 連続四半期にわたって 4\$/MMBTU を超える天然ガス価格の高値安定が継続している。2004 年第 1 四半期の価格下支え要因としては、北米における産業用天然ガス需要の伸び、米国の天然ガス生産トレンドへの先行き不透明性、また記録的な低在庫レベルの継続等が挙げられている。

2004 年第 1 四半期の石油精製マージンは、ロッテルダム、シンガポール、米メキシコ湾岸、米西海岸それぞれの市場平均で 2.70\$/B、2.00\$/B、7.65\$/B、9.60\$/B となり、前年同期との比較ではそれぞれ -1.20\$/B、-0.05\$/B、+1.25\$/B、+2.75\$/B という結果

であった。米国の製品需給のアンバランスと在庫の低下、ならびにガソリン価格の高騰がメキシコ湾岸・米西海岸のマージンを増加させた。また、欧州の昨年に比べて低いマージンは米国での鞘取り機会を作り出した。

2004 年第 1 四半期の対ユーロ米ドル為替相場は、ドル安ユーロ高傾向が昨年に比べて一段と加速した。2003 年第 1 四半期には平均 1.07 ドル/ユーロであったレートが翌年同期には 1.25 ドル/ユーロへと 14%もドル安ユーロ高となっている。

上記 4 点のエネルギー市場環境が複雑に絡み合って各社の業績に影響を及ぼしている。エクソンモービルの 2004 年第 1 四半期純利益は前年比 23%減の 54.4 億ドルであった。前年同期に適用された資産除却債務に対する新財務会計基準の適用（5.5 億ドル）独 Ruhrgas の株式譲渡による収益（17 億ドル）の One-Time Positive Impact を除けば、実質 6.5 億ドルの増益であったとしている。RD シェルも前年同期比 16%減の 44.33 億ドルであったが、エクソン同様に前年の独 Ruhrgas 株式の譲渡益と資産除却債務に対する新財務会計基準の適用による 12.91 億ドルの増益要因を除けば、RD シェルが会計報告で採用する CCS (Current Cost of Supplies) ベースでは対前年比 9%の増益という結果となる。BP は対前年比 17%増の 47.17 億ドル。中国 Petrochina 株式 2%、Sinopec 株式 2.1%の売却に伴う営業外利益が増益要因となっている。シェブロンテキサコの純利益は対前年比 33%と大きく増加した。下流部門のマージン改善が大きく寄与したとされる。トタルの 2004 年第 1 四半期 Press Release では、純利益がユーロベースで 7%減の 19.78 億ユーロ、同時にドルベースでは 9%増の 24.7 億ドルという結果が併記されており、ドル/ユーロの為替変動による影響を強調させている。上記 の為替変動の大きさが効いているということであろう。

表 2 - 1 . メジャーの総売上高・純利益の推移
(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	総収入	純利益	総収入	純利益	総収入	純利益	総収入	純利益	総収入	純利益
2003 年 1Q	637.80	70.40	693.74	53.08	624.29	40.48	307.62	19.20	283.03	21.20
2004 年 1Q	676.02	54.40	762.30	44.33	694.80	47.17	335.66	25.62	278.60	19.78
伸び率	6%	-23%	10%	-16%	11%	17%	9%	33%	-2%	-7%

注：トタルの単位は億ユーロ。

下表 2-2 はメジャーの上流・下流部門利益額の推移を表したものである。一見して、トタルを除いた各社下流部門の利益が伸びていることが分かる。特に米国の精製マージンが、力強い製品需要、低温気候、ガソリン不足等の影響により改善したことが大きい。フランスを中心とした欧州市場に製品事業の重きを置くトタルは、同社のレポートによれば、2003

年上期マージン 32.3\$/t に比べて 2004 年上期は 33%減の 21.6\$/t になったことが下流部門の減益に繋がったとしている。上流部門の利益額に目を転じると、高値安定した原油価格の恩恵を受けたものの、メキシコ湾や北海等メジャー各社の伝統的な既存油田・ガス田からの生産の伸び悩みが利益相殺される結果となった。原油・天然ガス生産量の推移については後述する。

表 2 - 2 . メジャーの上流・下流部門利益額の推移

(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	上流	下流	上流	下流	上流	下流	上流	下流	上流	下流
2003 年 1Q	56.93	7.23	30.19	10.56	51.41	8.33	19.36	3.15	14.05	5.85
2004 年 1Q	40.13	10.04	27.46	11.23	45.68	9.41	19.51	6.40	13.89	4.11
伸び率	-30%	39%	-9%	6%	-11%	13%	1%	203%	-1%	-30%

注：トタルの単位は億ユーロ。

2 - 2 . キャッシュフローと資本支出の推移

下表 2-3 は営業キャッシュフローと第 1 四半期末残高の推移を示したものである。各社総じて営業 CF を伸ばし、期末の CF 残高を前年同期比較で大幅に積みますことに成功している。2004 年第 1 四半期純利益が増加したことに伴う営業 CF の増加という主たる要因のほか、エクソンモービルは 2003 年第 1 四半期の Ruhrgas 株式関連支出の反動による営業キャッシュインの増加、RD シェル、BP、シェブロンテキサコはそれぞれが不採算部門等の資産売却を進めた結果による投資活動におけるキャッシュイン増加、トタルは財務部門における効率的な資金調達による財務活動キャッシュイン増加等が各社のキャッシュフロー残高の増加に少なからず寄与していると見られる。

このように増加したキャッシュフローは次なる事業成長機会を追求すべく確実に投資へと還流される。表 2-4 は 2004 年第 1 四半期のメジャー各社の資本支出を示しているが、一見して分かるように、事業全体への投資総額に対する上流部門への投資占有率は 70%を超えるレベルとなっている。2003 年第 1 四半期の 5 社合計の上流部門投資占有率は 76%にまで達していたが、2004 年第 1 四半期はそれをも上回る 79%となっており、CF の積み上げは新たな上流部門の探鉱・開発投資に向けて注がれていったことが想定される。BP の上流部門資本支出の高い伸びについては、TNK-BP に関する支出が大きく影響している。

表 2 - 3 . 営業キャッシュフローと第 1Q 末残高の推移

(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残	営業 CF	期末残
2003 年 1Q	86.46	123.28	66.88	24.35	59.61	NA	33.32	38.04	38.22	131.17
2004 年 1Q	101.38	158.94	77.97	37.80	76.74	NA	34.77	58.58	40.83	161.75
伸び率	17%	29%	17%	55%	29%	NA	4%	54%	7%	23%

注：トタルは単位：億ユーロ。BP の期末残高は不明。

表 2 - 4 . メジャーの資本支出の推移

(単位：億ドル)

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	全体	上流	全体	上流	全体	上流	全体	上流	全体	上流
2003 年 1Q	34.96	27.84	21.75	14.84	28.68	21.18	15.41	11.92	14.94	11.66
2004 年 1Q	34.01	27.04	24.27	17.31	45.25	38.23	16.82	13.01	16.11	12.12
伸び率	-3%	-3%	12%	17%	58%	81%	9%	9%	8%	4%
上流支出占有率	80%		71%		85%		77%		75%	

注：トタルの単位は億ユーロ。

以下の表 2-5、6 は 2003/04 年第 1 四半期における原油・ガス生産量の推移を示している。原油生産伸び率の各社合計を見ると、前年同期比 6%の伸びを示しているのに対して、ガスのそれは-4%となっている。トタル以外の 4 社のガス生産量はマイナスの伸び率であった。

エクソンモービルの場合、その原因として既存ガス田からの生産余力の減退が挙げられる。他 RD シェル、BP、シェブロンテキサコもエクソンモービルと同様、北米や北海を中心とするこれまでのプロフィットセンターであった既存ガス田からの産出量減退ならびに北米・欧州・アジアにおける天然ガス資産の売却等が生産量減少に起因しているとする。

原油生産量に目を転じると、BP の伸び率 23%がひときわ目を引く。既述のとおり、ロシアでの TNK-BP 設立に伴う純粋に有機的な成長による生産量が追加されたことのほか、メキシコ湾深海の NaKika およびアンゴラの Xikomba からの生産開始が生産量増加に貢献したとされている。トタルも石油・ガスの合計石油換算量の伸びは前年同期比 4.7%の伸びと好調であった。ナイジェリアの Amenam やメキシコ湾深海 Matterhorn、ベネズエラ Sincor からの新規生産開始、インドネシアやアルゼンチンでの生産増加が影響している。エクソンモービルの石油生産量は前年同期比 5%の伸び率となり、石油・ガス合計の石油換算量の伸び率は 1%であった。この理由として、主に西アフリカやノルウェーの新規生産開始、ベネズエラのストライキによる生産停止の影響を受けなかったことが挙げられる。

対照的に前年同期比でもっとも低調な生産の伸び率となったのはシェブロンテキサコ、

次いで RD シェルである。シェブロンテキサコのアニュアルレポートによれば、同社の北米における合計石油換算生産量の落ち込みが大きく、既存油・ガス田の生産減退や資産売却などにより前年同期比 10%減少している。天然ガスに至っては 13%減少している。RD シェルの場合には、合計石油換算生産量は 3%の減少となった。北米や英国、タイでの資産圧縮、既存油田・ガス田の生産減退（特に米国内や北海）が理由として挙げられる。

表 2 - 5 . メジャーの原油生産量の推移

(単位：千 B/D)

	エクソンモービル	RD シェル	BP	シェブロンテキサコ	トタル	合計
2003 年 1Q	2,504	2,407	2,063	1,823	1,612	10,409
2004 年 1Q	2,635	2,342	2,533	1,756	1,723	10,989
伸び率	5%	-3%	23%	-4%	7%	6%

表 2 - 6 . メジャーのガス生産量の推移

(単位：百万 cf/D)

	エクソンモービル	RD シェル	BP	シェブロンテキサコ	トタル	合計
2003 年 1Q	12,046	10,636	9,017	4,506	4,926	41,131
2004 年 1Q	11,467	10,172	8,600	4,231	4,951	39,421
伸び率	-5%	-4%	-5%	-6%	1%	-4%

3 . メジャーを取り巻く環境と直面する課題

3 - 1 . 石油・天然ガスの開発と生産

下表 2-7、8 はメジャーの北米・欧州の石油・天然ガス生産量の推移を表したものである。この表からは、これまでのメジャーの主力生産地である北米、北海等を含む欧州の 2003 年の石油・天然ガスの生産が 2002 年と比較して共に減少していることが分かる。その結果として、前述してきたように、メジャーの生産の伸びが停滞している形となっている。そこでメジャー各社としては、将来の生き残りを掛けたサバイバル競争のためにも新たな主力生産地を探さざるを得なくなっている。

その候補地として、アフリカ、メキシコ湾、および旧ソ連、中東などの地域がメジャーにとっての新たな資源探求の地として脚光を浴びてきている。旧ソ連、中東に関しては、3-3 で後述するような問題があるために本格的な取り組みはこれからの状況である。従って、現時点ではアフリカ、メキシコ湾にメジャーの資本も集中的に投下されているものと思われる、アフリカ、メキシコ湾での生産量は順調に伸びてきている²。しかしながら、メジャー

² 2003 年の西アフリカ 9 カ国（ナイジェリア、アンゴラ、赤道ギニア、ガボン、コンゴ、チャド、カメルーン、DR コンゴ、Ivory Coast）の原油生産量は 406.5 万 B/D となり 2002 年と比較して 6%増加、2004 年には 458.5 万 B/D となり 2003 年比 13%の伸びが見込まれている。この内、ナイジェリア、アンゴラの 2

も将来の持続的な事業成長を図る上ではアフリカへのコミットメントだけでは不十分であると考えられる。将来的には旧ソ連、中東にどのようにして取り組んでいくかが課題となろう。

表 2 - 7 . メジャーの北米・欧州等主力生産地の生産量の推移（石油）

（単位：千 B/D）

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	北米	欧州	北米	欧州	北米	英国	北米	英国	北米	欧州
2002 年	681	592	442	696	765	462	602	113	5	464
2003 年	610	579	414	671	726	377	562	116	4	460
伸び率	-10%	-2%	-6%	-4%	-5%	-18	-7%	3%	-20%	-1%

表 2 - 8 . メジャーの北米・欧州等主力生産地の生産量の推移（天然ガス）

（単位：百万 cf/D）

	エクソンモービル		RD シェル		BP		シェブロンテキサコ		トタル	
	北米	欧州	北米	欧州	北米	英国	北米	英国	北米	欧州
2002 年	2,375	4,463	1,679	3,667	3,483	1,555	2,405	361	214	2,230
2003 年	2,246	4,498	1,527	3,587	3,128	1,446	2,228	378	294	2,286
伸び率	-5%	1%	-9%	-2%	-10%	-7	-7%	5%	37%	3%

3 - 2 . 確認埋蔵量と市場の評価

2004 年 1 月 9 日付けの RD シェルのプレス発表によって明らかになった同社の確認埋蔵量の下方修正問題は、その後 5 月 28 日の修正年次決算報告までの間で実に都合 4 回もの修正が行われる結果となった。この間、株主をはじめとするステークホルダーからの責任追及の動きもあり、同社のトップである Sir Philip Watts 会長他が辞任に追い込まれたほか、Standard & Poors 等の格付け機関による信用格付けの低下を招いた。

Watts 前会長を引き継いだ Jeroen van der Veer 現会長は、失った信頼の回復と企業体質の抜本改革、そしてなんといっても減少した埋蔵量および生産量の早期補填に向け全力を注いでいるようである。しかしながら、本問題に絡み、米国をはじめオランダ・英国の株主からも損害賠償請求や経営・統治の面で同社の二重構造経営に対する改革等の要求が突きつけられており、経営層は厳しい状況に直面している。

カ国だけで全体生産量の約 75%を占めている。(Petroleum Argus 2004/04/19)

³ 2003 年の西アフリカ 9 カ国（ナイジェリア、アンゴラ、赤道ギニア、ガボン、コンゴ、チャド、カメルーン、DR コンゴ、Ivory Coast）の原油生産量は 406.5 万 B/D となり 2002 年と比較して 6%増加、2004 年には 458.5 万 B/D となり 2003 年比 13%の伸びが見込まれている。この内、ナイジェリア、アンゴラの 2 カ国だけで全体生産量の約 75%を占めている。(Petroleum Argus 2004/04/19)

そもそもこのような確認埋蔵量の修正が生じた背景を簡単に説明しておく、米国の規制当局である SEC (Securities and Exchanges Commission) が 1970 年台に規定し、現在も会計基準として認めている確認埋蔵量の算定根拠は、実際の油・ガス井のテストによる結果である(一部メキシコ湾を例外としている)。一方で、RD シェルは最新の技術革新によってもたらされた反射法地震探査の結果をそのよりどころとしていたことから両者の間で大きな見解のズレが生じており、RD シェルが SEC 基準に準拠させたために今回の下方修正という結果になった。4 回目の下方修正は 1.2 億バレルと小幅であったが、1 回目の修正からの総削減埋蔵量は 44.7 億バレルに達し、実に 23% も確認埋蔵量が減少したことになる。その結果、RD シェルの可採年数は 10.2 年となり、ライバルであるエクソンモービルの 13.5 年、BP の 14.1 年、シェブロンテキサコの 13.0 年、トタルの 12.3 年に大きく水をあけられた。また、資源補填率 (Reserve Replacement Ratio) は 63% と、こちらも上記 4 社それぞれの 116%、122%、100% 超、145% (3 カ年平均) に比べて相当低いレベルとなった。メジャーにとって毎年の埋蔵量補填ならびに埋蔵量の増加は、企業間競争上の優位に立ち、持続的成長を図る上での最大の強みとなりうる要素であり、投資家にとっても当該企業への投資適格性を判断する上での重要なファクターとなっている。それ故に、RD シェルのみならず、他メジャーにとっても本問題の今後の展開は大きな意味を持つてくる。RD シェルの確認埋蔵量修正問題以後、ノルウェー Ormen Lange ガス田の確認埋蔵量をめぐって同ガス田開発プロジェクトの権益を有するパートナー 4 社のスタンスに違いが生じている。Statoil と RD シェルは元々自社保有権益分に対して保守的な埋蔵量評価を実施してきたが、Norsk Hydro は SEC 基準に従い下方修正を実施、BP は逆に SEC 基準に反論する形で上方修正を行っている。SEC の BP に対する今後の出方が注目されるところであるが、このまま本件を放置しておくことになれば SEC ガイドラインの適用ならびに統一的な規制の実施という面でも SEC の対応に矛盾が生じることになるだろう。また、SEC の従来からの基準に厳格に則っていく場合には、既存油・ガス田にコミットしてきた各社のこれまでの投資に対する費用対効果が減じられ投資効率の低下が懸念されるといった問題も生じかねない。このような中、IEA が独自の確認埋蔵量の算定基準を設定する動きが出てきている。2004 年末までには基準ドラフトを制定、関係国の意見調整を実施後、2005 年にも発表する見通しである。確認埋蔵量に関する問題は、今後の SEC の動向によっては大きな論争の火種になりうることも予想され、注目していく必要がある。

1998 年から 2001 年にかけて発生した国際石油企業間の合併・再編の動きは、有機的成長とコスト削減効果により、現時点ではエクソンモービル、BP、シェブロンテキサコ、トタルの各社にシナジー効果をもたらすことに成功した感がある。しかしながら、株式市場におけるパフォーマンスから見る限り投資家は必ずしも満足しているわけではなさそうである⁴。エクソンモービルの株価は現在でも合併前レベルの一株 40 ドル前後で推移しているし、BP、シェブロンテキサコも同様にそれぞれ 50 ドル前後、90 ドル前後で推移している。一方、

⁴ Retroileum Argus 2004/03/22

当時の再編劇に加わらなかった RD シェルに至っては、前述の埋蔵量下方修正問題の影響もあって 1999 年の株価レベルから約 20 ドル前後も下落した 50 ドル付近で低迷している。唯一大きく株価を伸ばしたのはトタルで、2000 年の約 65 \$ から 2004 年 7 月には 95 ドルへと 30 ドルも株価を上昇させている。

メジャー各社はこれまでも有機的な成長へ向けた投資を継続してきたし、原油価格の高値継続が利益を生み出しているにもかかわらず株価が現状維持あるいは低下してきているという事実には、未だ株主資本経営そのものに株主が満足していない一つの証拠としてみることができよう。稼ぎ出した利益を採鉱開発投資に使うのか、株主への利益還元原資として使うのか、メジャー各社の経営姿勢が問われているところである。そうした状況下で最近のトレンドとしては、自社株買い (Share Buy Back) で一株あたり利益高めて株主価値の向上を図る動きが顕著になってきたことがある。

3 - 3 . ロシア、中東への投資機会増大と課題

上記 3 - 1 では、メジャーによるアフリカへの開発投資が年々増加傾向を示しており、当該地域では資源開発ブームが起こっていること、そしてメジャーにとっての貴重な成長エリアの一つとして位置付けられていることを説明した。ここでは、その他の数少ない未アクセス資源保有国であるロシアと中東への投資機会と取り巻く課題について整理してみる。

2004 年 5 月ロンドンで開催された Russian Economic Forum において、BP、RD シェル、シェブロンテキサコの各経営層は自社ポートフォリオにおけるロシアの重要性を確認している。競争優位の源泉となり且つ持続的経営の柱となる資源開発・資源埋蔵量の確保に関する各社の思惑は一致しており、世界有数の資源保有国であり未開発地域の多いロシアに注目が集まることは当然といえる。実際、メジャー他社に先駆けてロシアでの JV (TNK-BP) 設立を果たしている BP の 2004 年第 1 四半期好業績における TNK-BP の多大な貢献度を見ればロシアのポテンシャルの大きさは明らかであろう⁵。2004 年第 2 四半期に至っては、TNK-BP からの石油・ガス生産量がそれぞれ 7%、16%も第 1 四半期に比べて増加しており、今や BP の総生産量に占める割合は 22%にまで達している⁶。RD シェルの場合は極東ロシアでのサハリンの開発にコミットしており、日本企業もプロジェクトに加わってアジアの LNG 市場への供給に向けて顧客獲得に余念がない。2007 年には世界の LNG 市場においてロシアという Big Supplier の誕生が実現する⁷。

⁵ Russian Economic Forum における TNK-BP の発表によれば、2003 年原油生産の対前年比は 14%の伸び、2004 年第 1 四半期は 16%の伸びであった。(第 2 四半期は 17%の伸び) 今後も 12%年以上の伸びを計画しているという。

⁶ Financial Times 2004/07/03

⁷ シェブロンテキサコは、サハリン 3 キリンスキー鉱区の権益の 33.35%を保有している。1999 年 4 月に生産分与契約が発効したが、2003 年 6 月対象プロジェクト件数の制限と外資に対する税優遇措置の一部撤廃を主な内容とした生産分与法の改正がなされたために、当該鉱区については、ロシア政府が PSA を白紙に戻して再テンダーを掛けるとの話も出てきており、今後どのような取扱いになるのか先行き不透明な状

このようにメジャーの投資戦略上ロシアへの期待が確実に高まる一方で、相当な事業リスクの存在や投資への不安も市場アナリストやステークホルダーの間から指摘されている。その最大のきっかけとなった事件が、石油企業ユコス社の前社長であるホドロコフスキー氏の逮捕であろう。ロシアのオリガルヒと呼ばれる資産家の一人であった同氏は、その地位と財力を駆使して政界に介入し、プーチン政権への批判を強めていったとされており、一連のユコス事件の多額脱税容疑はプーチン大統領の逆鱗に触れた結果であり、極めて同大統領の政治的意図が前面にでた事件との見方が強い。

2004 年 3 月のロシア大統領選挙を圧倒的な強さで勝利した第 2 期プーチン政権は、ユコスには強硬な態度をとりつつ、ガズプロムやロスネフチ、スルグトネフテガスといった所謂「クレムリンのお気に入り」国営企業に大きな権限を与えるといった優遇をすることで、エネルギー部門を政府の管理下に置こうとする動きが見え隠れする。このことから、メジャー等外資がロシアのエネルギー部門に投資を行おうとする際に、ロシア政府の対応が現段階で極めて不透明であるということが大きなリスクの一つとなっている。至近のユコス事件の動きでは、多額の追徴課税（34 億ドル）の未払いによる欧米日銀行団による債務不履行の通告によりユコスは破産の危機にある。今後はホドロコフスキー氏ら大株主が保有するユコス株式（52%）を政府に譲渡してユコスの一時国有化 & 資産売却といった最悪シナリオも想定される⁸。ロシア中央銀行の統計によれば、ロシアから海外への資本逃避が、2004 年上期だけで昨年全体の 2 倍以上の 55 億ドルに達したとされ、プーチン政権のユコスに対する攻撃で、ロシア国内での資本運用に警戒感が高まったとの見方が有力である⁹。

このユコス事件の他にも、格付け機関の Fitch が挙げているロシアの大きな事業リスク要因として¹⁰、エクソンモービルにとって極東ロシアのコミットメントであるサハリン 3 において、生産物分与契約合意（PSA）が破棄されたこと、RD シェルが進めるサハリン 2 の開発への Gazprom の参加の不透明性とコスト上昇、BP に対するロスネフチとサハリン 5 の探鉱に関する厳しい契約条件。

いずれにしても、ロシア政府が自国のエネルギー資源を政治・経済の両面において世界的プレゼンス獲得への交渉カードとして使う傾向が見え隠れする現状においては、欧米メジャーにとってロシア市場への積極的な進出は大きなリスクが伴わざるをえないというこ

況である。

⁸ ロシア政府は、ユコスが所有する最大の石油生産子会社ユガンスクネフテガス（Yuganskneftegas）の売却に向け動き出している。モスクワの金融アナリストによれば 150 億ドルの資産価値と評価される同社は、20 億ドル程度の叩き売りで所謂クレムリンに忠誠な国営石油企業に売り出される見込み。スルグトネフテガス（Surgutneftegas）が買収先トップリストと言われている。（PIW 2004/07/26）

⁹ 日本経済新聞 Web 版 2004/07/06

¹⁰ PIW 2004/07/19

とができるだろう。ただ既述のとおり、埋蔵量へのアクセスが至上命題のメジャー各社にとって、ハイリスク・ハイリターンといったリスクを積極的に取っていかないことには成長の機会は生まれてこないと思われる。

中東地域に目を転じてみると、サウジアラビアを初めとして、イラン、クウェート、UAE、カタールといった産油・ガス国の世界のエネルギー供給に占めるプレゼンスは絶対的なものがある。ロシア等非 OPEC 諸国の台頭により OPEC の石油供給シェアそのものは 1970 年代より低下したものの、圧倒的な資源埋蔵量を誇る OPEC 湾岸産油・ガス国の重要性は今後益々高まっていくものと思われる。エクソンモービルのレイモンド会長の言葉を借りれば、“米国をはじめとする世界のエネルギー消費国は今後も中東への依存を増していくだろう。これはイデオロギーやポリティクスの問題ではない。単純に不可避であるからだ”と中東のこれまで以上の重要性に触れ、単純に中東依存を軽減させようと試みる米国のエネルギー政策のあり方にも警鐘を鳴らしている。

しかしながら、イラク戦争後の中東湾岸諸国、特にサウジアラビア、イラクでの政治・治安の不安定化（に対する懸念）は、メジャーの積極的な投資をためらわせる要因になっている。伝統的に保守的且つ国営石油企業が支配するサウジアラビアへの投資コミットメントに関して、同国のガス資源開発・利用を外資導入によって実施しようとしたガスイニシアチブは、メジャーとサウジ側の調整が難航し、RD シェルを除いて米系メジャーが撤退する結末となった。また、世界第 2 位の石油資源埋蔵量を持つとされるイラクに関しては、主権委譲が完了したとはいえ、現実には政治体制の混乱や各地で頻発するテロによる治安悪化によりメジャーは表立って足を踏み込めないでいる状態である。政治プロセスが確立し、テロが抑制されて投資環境が整備されていかないことには、リザーブを欲するメジャーといえどもリスク回避には慎重にならざるを得ないであろう。本格的なイラクへの投資には今しばらく時間がかかることと思われる。その他、イランをはじめとして多くの中東産油国では様々な固有の課題、外資参入にとっての制約要因が存在しているのが実情である。以上のことから、中東での投資に関しても課題山積みであり、メジャーにとっても明るい展望を描くことは決して簡単ではない。

おわりに

2003 年初めの米国主導によるイラク戦争が不可避との流れの中で「戦争プレミアム」が原油価格に上乗せされる形となり、年間を通して記録的な高価格が続いてきた。このように原油価格が高止まりで推移する中、スーパーメジャーと呼ばれるエクソンモービル、RD シェル、BP、シェブロンテキサコ、トタルの 5 社の 2003 年および 2004 年第 1 四半期の業績は、稀に見る好業績を挙げるに至った。これまで見てきたように、メジャー各社の収益は、原油価格の高低の振れに連動するように上下に振れてきた傾向があり、2003 年の年間

および第 1 四半期を通しての記録的な原油の高価格はそのままそっくりメジャー各社の業績にプラスとなって跳ね返った。記録的な好業績の一方で、最近のメジャーの課題として挙がってきたこととしては、将来の生き残り競争を視野に入れた持続的な事業成長のための自社資源埋蔵量の確保ならびに石油・天然ガス生産量の増加、より透明性のある情報開示・企業統治への取り組みと株主価値向上へ向けた取り組みが急務となってきた点である。将来的に有望な資源埋蔵地域がアフリカやメキシコ湾等の遠隔地且つ超深海に移ってきていることや、旧ソ連、中東といった政治的・地政学的に不安定且つ不透明な地域への資源探求は避けては通れないは今後新たな課題になっていくものと思われる。

お問い合わせ ieej-info@tky.ieej.or.jp