

対内投資振興を目指すロシアの国富ファンド

林 宏美

■ 要 約 ■

1. 最近ロシアの国富ファンド（SWF）の一つで、創設から1年が経過したロシア・ダイレクト・インベストメント・ファンド（RDIF）が、相次いで投資プロジェクトを公表している。具体的には、ロシアの証券取引所である MICEX-RTS への出資を皮切りに、OJSC Enel OGK-5（第5卸売電力）への出資、今後6～18ヶ月以内に MICEX-RTS で IPO を実施する予定であるロシア企業への出資を行うファンドの設定等である。
2. 外国からの投資を呼び込むべく設立された RDIF は、国家資金と外国資金との共同投資スキームとする条件が設けられており、この点が他の SWF では見られない特徴である。また、個別の投資案件については、仮に RDIF が1億ドルの資金を投じる場合には、外国投資家も1億ドル以上の資金を投じることを義務付ける規定が設けられている。
3. RDIF の出資先はロシア関連企業が中心である。RDIF は、投資先企業のセクターや産業を特定分野に制限することはしていないが、魅力的な投資機会として「近代化が進展するセクター」および「イノベーションが起きるセクター」を掲げている。
4. メドベージェフ大統領（当時）が RDIF 設立を提唱した背景には、ロシア経済が天然資源に大きく依存する状況を打開し、外国からの投資を呼び込みながら、経済の構造改革を行いたい点に加え、ロシアの証券取引所への国内企業の上場を促したい点の2点がある、と捉えられる。
5. 近年ロシア政府が、グローバル・スタンダードを意識した資本市場改革を推し進めようとしている点や、世界貿易機関（WTO）への正式加盟が予定されている点は、外国投資の大きな呼び水となろう。一方で、RDIF は、個別の投資案件における外国からの投資金額について、他の類似するファンドであるフランスの戦略投資ファンド（FSI）や我が国の産業革新機構にはない厳しい条件を課している。RDIF が、どのような具体的な成果をあげていくのか、今後の展開が注目される。

I. ロシア・ダイレクト・インベストメント・ファンド (RDIF) とは

最近ロシアの国富ファンド (SWF) の一つであるロシア・ダイレクト・インベストメント・ファンド (Russian Direct Investment Fund、RDIF) が、相次いで多様な投資プロジェクトを公表している。具体的には、ロシアの証券取引所である MICEX-RTS への出資を皮切りに、OJSC Enel OGK-5 (第5卸売電力) への出資、今後6~18ヶ月以内に MICEX-RTS で IPO を実施する予定であるロシア企業への出資を行うファンドの設定などである (図表1)。RDIF が2012年6月20日に公表したプレス・リリースによれば、RDIF が出資を検討しているプロジェクトは、林業、地方自治体関連事業、交通インフラやエネルギー効率性を高める事業、製薬業などの分野で50程度あるとしており、今後も RDIF が関与する様々な投資案件が公表される公算が大きい。

1. 外国投資家との共同出資を特徴とする RDIF

RDIF は、メドベージェフ大統領 (当時) が、外国からの投資をロシアに呼び込むべく、2011年6月に設立した SWF¹ であり、その運営はロシア国営の開発対外経済銀行 (Vnesheconombank、VEB) の100%子会社が担っている。RDIF には、今後5年間に、ロシア連邦予算から約100億ドルの資本が投入されるのに加えて、外国からも600~900億ドルの出資が行われることが想定されている。

図表1 ロシア・ダイレクト・インベストメント・ファンド (RDIF) の投資状況

発表時期	投資先	投資規模	共同投資する外国投資家	備考
2012年1月	MICEX-RTS (証券取引所)	NA 持分比率は7.54%	欧州復興開発銀行 (EBRD)	MICEXとRTSとが統合して誕生した取引所。MICEX-RTSは2013年3月頃までに自市場でIPOを実施見込みである。 EBRD: 6.29%、RDIF: 1.25%(株式取得済み)
2012年5月	OJSC Enel OGK-5 (第5卸売電力)	6億2,500万米ドル 持分比率は26.43%	①キセノン・キャピタル・パートナーズの Rusenergoファンド ②AGCエクイティ・パートナーズ ③マッコーリー・ルネサンス・インフラストラクチャー・ファンド (MRIF)	モスクワ拠点の発電・電力卸売会社。RDIFおよびMRIF: それぞれ1億3,750万米ドル キセノンおよびAGC: それぞれ1億7,500万米ドル 株式取得済み
2012年4月	70%: ロシア及び他の CIS諸国の企業或いはプロジェクト 30%: ロシアと関連がある中国企業やプロジェクトに投資	20~40億米ドル	中国投資有限責任公司 (CIC)	2012年6月にファンドをローンチ。RDIF、CICがそれぞれ10億米ドル出資。残りの20億米ドルについては向こう2年間に他の外国投資家を募ることを想定。具体的な投資先セクターについては、2012年末までに公表予定。とりわけエネルギー効率の向上やエネルギー削減を目指すプロジェクトに着目している模様。
2012年6月	6~18ヵ月以内に MICEX-RTSでIPOを実施予定のロシア企業	NA	①ブラックロック ②ゴールドマン・サックス ③フランクリン・テンプレトン	上場前プログラム (Pre-IPO program) 年間の収益が5億米ドル以上のロシア企業を対象としている
2012年6月	不明 (RDIFの投資先)	KIAは5億ドル	クウェート投資庁 (KIA)	KIAは、RDIFが関与するすべてのトランザクションに共同投資する方針 (自動投資メカニズム) を表明
2012年?月 (交渉中)	ロシア企業	20億米ドル?	米国のプライベート・エクイティ	

(出所) RDIF をはじめとした各種資料を基に野村資本市場研究所作成

¹ ロシアの SWF としては、RDIF の他に、①リザーブ・ファンド (Reserve Fund) と②国民福祉基金 (National Welfare Fund) の2つがある。従来の石油安定化基金が2008年2月に上記2ファンドに分割された。

国富ファンドといえば、原資の種類の違いこそあれ、国家資金のみが投じられるのが一般的であるが、RDIFは、国家資金(=RDIF)と外国資金との共同投資(co-investment)スキームとする条件が設けられている点が、他のSWFでは見られない特徴である。また、個別の投資案件についても、仮にRDIFが1億ドルの資金を投じる場合には、外国投資家も1億ドル以上の資金を投じることを義務付ける規定が設けられており、外国投資家による出資をあくまでも「主」として呼び込みたいロシア政府の意図は明白である。なお、共同投資をする外国投資家については、RDIFは、「少なくとも1社以上」と規定していることから、複数の海外投資家がコンソーシアムを組成して投資することも可能である。

RDIFは、共同投資スキームを採用することで、RDIFと外国投資家という少なくとも2つの独立した主体がそれぞれ、運用チームや会計士、弁護士などを抱え、こうした専門家がすべての取引について精査する仕組みによって二重(或いはそれ以上)のチェックが可能となることから、RDIFのガバナンス体制にプラスである、としている。しかしながら、一方で、外国投資家の数が増えれば増えるほど、投資に対する見解も様々となり、結果として共同投資が行き詰まる可能性もないとは言えない。

ちなみに、フランスのSWFである戦略投資ファンド(FSI)²においても、国家資金に加えて、内外の民間企業やプライベート・エクイティなどが共同投資を行っている投資案件が少なくないが、FSIの場合は必ずしも共同投資が義務付けられているわけではない。FSIの場合、潜在力の大きい自国産業の発展、大規模な変革を迫られている自国産業の構造変化を後押しすることが投資の目的とされていることから、この目的を達成するために、例えば当該セクターに属する大手民間企業などとの共同投資にすることによって、民間企業が有する技術的なノウハウなどを活用しやすくし、投資の有効性を高める狙いがある。また、国家資金単独の場合に比べて、資金面の規模を拡大できる効果は言うまでもない。

2009年7月に主に政府出資によって設立された我が国の産業革新機構も、民間企業および民間ファンドとの共同投資を行っている案件が少なくなく、RDIFとの類似点が見られる。もっとも、フランスのFSIと同様、産業革新機構も共同投資が義務付けられているわけではない。また、そもそも株式会社である産業革新機構には、1,420億円出資している日本政府に加えて、設立当初から民間企業19社が合計100億円の出資を行うなど、機構自体が官民連携の体制になっている点で、RDIFと性格を異にしている。

RDIFにおけるロシア政府との共同出資という枠組みについては、外国の投資家からも評価する声が少ない。例えば、既にRDIFとのファンド設定を決定している中国のSWFの一つ、中国投資有限責任公司(CIC)の楼継偉取締役会長は、「RDIFは、外国投資を惹きつけるための融通が利く方法となり得る。というのも、RDIFは、外国投資家が、ロシア政府と協働して、ロシアで必要なプロジェクトの発掘・評価を行うのに一役買うことが

² フランスの戦略投資ファンド(FSI)について詳細は、林宏美「潜在力の大きい自国産業の発展を支援するフランスの戦略投資ファンドFSI」野村資本市場研究所『野村資本市場クォーターリー』2010年夏号参照。

出来るからである」、と発言していた³。

これまでに RDIF の投資プロジェクトに出資した、或いは出資を表明した外国投資家としては、欧州復興開発銀行 (EBRD) をはじめ、CIC やクウェート投資庁 (KIA) といった他国の主要 SWF、Rusenergo ファンドや AGC エクイティ・パートナーズといったプライベート・エクイティ、ブラックロックやゴールドマン・サックス、フランクリン・テンプレトンから成る投資銀行コンソーシアムが挙げられるなど、幅広い投資家の関心を惹き付けつつある。

2. ロシア関連企業への出資が中心

外国から国内への投資呼び込みを目的としている RDIF の出資先は、ロシア関連企業が中心である。RDIF は、投資先企業のセクター或いは産業を特定分野に制限していないが、メドベージェフ大統領 (当時) は、魅力的な投資機会として「近代化が進展するセクター (Modernization sectors)」および「イノベーションが起きるセクター (Innovation sectors)」の両者につき、それぞれ 5 つの具体的な分野を掲げていた。すなわち、前者が①天然資源の先進的な加工、②農業・食品小売業、③付加価値のある鉱業、④住宅・建築資材、⑤交通およびロジスティックス、後者が①航空宇宙産業、②代替エネルギー、③原子力、④製薬およびヘルスケア、⑤通信・IT である。

また、図表 1 の CIC との共同ファンドで見られるように、ロシアと関連の深い中国企業やプロジェクトに出資する事例など、ロシアとの関係によっては外国企業への出資もあり得る、というスタンスに立っている状況が伺われる。

国内企業の事業強化やグローバル展開、さらには、国益にかなう海外事業への出資などを行うという意味で、RDIF と類似したファンドとしては、前掲したフランスの FSI や我が国の産業革新機構なども挙げられる。産業革新機構は、従来のビジネスモデルにとらわれずに、自己変革と革新を推し進めていくという「オープン・イノベーション」の考え方の基で、次世代の国富を担う産業を創出するための活動を行うとされており、FSI の投資目的とも類似している。

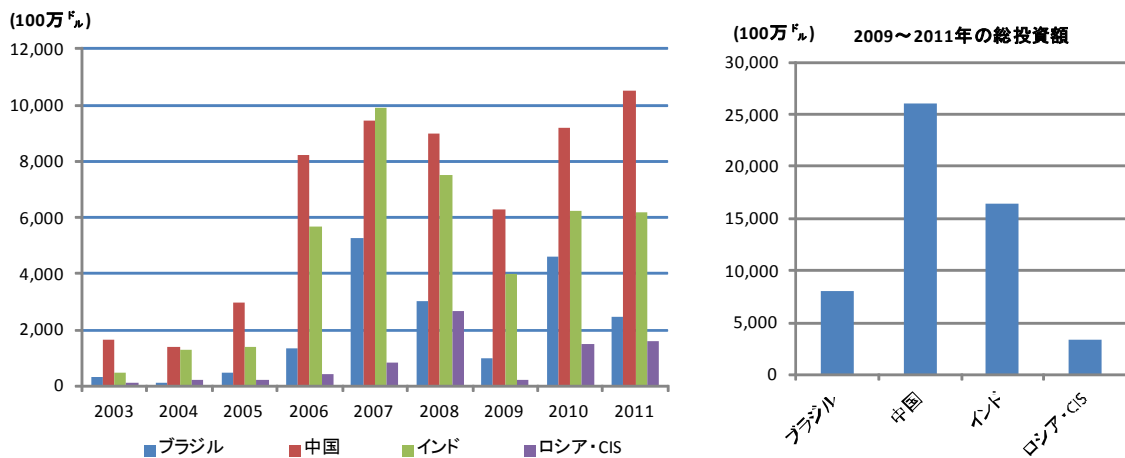
II. RDIF 設立の背景

メドベージェフ大統領 (当時) が RDIF 設立を提唱した背景には主に、ロシア経済が石油・ガスをはじめとする天然資源に大きく依存する状況を打開し、外国からの投資を呼び込みながら、経済の構造改革を行いたい点に加え、ロシアの証券取引所への国内企業の上場を促したい点の 2 点がある、と捉えられる。

一点目については、グローバルなプライベート・エクイティ (PE) によるロシアへの投資金額は、ブラジルや中国、インドといった他の BRICS 諸国に比べて少ないという問題意

³ Oxford SWF Project “The Kremlin as a Co-Investor”, University of Oxford, June 1, 2011

図表 2 BRIC 各国におけるプライベート・エクイティの投資状況



(出所) EMPEA 資料を基に野村資本市場研究所作成

識である。新興市場プライベート・エクイティ協会 (Emerging Markets Private Equity Association、EMPEA) の調査によれば、2009年～2011年までの3年間にPEが投資した金額が4ヶ国(地域)の中で最大となった中国の投資額(260億ドル)は、最下位であったロシア(独立国家共同体を含む、約33億ドル)の約7.9倍であるなど、大きな差が見られる(図表2)。また、過去10年間にロシア国内で出資を行った実績がある海外の大手プライベート・エクイティと言え、大手国営銀行VTB傘下の投資銀行であるVTBキャピタルとサンクトペテルブルグを本拠地とするスーパーマーケットチェーンのLentaに出資しているTPGキャピタルのみである⁴。

二点目については、ロシアの企業(主に大企業)は、かねてから国内の証券取引所よりも流動性が高く、グローバル・スタンダードに基づく規制環境が整備されているロンドン証券取引所(LSE)を中心とした海外市場でIPOを行う傾向があるが、この状況を打開し、MICEX-RTSでのIPOを増やしたい当局の思惑と関連している(図表3)。例えばブラックロックやゴールドマン・サックス、フランクリン・テンプレトンから成る投資家コンソーシアムは、RDIFとともに、6～18ヶ月以内にMICEX-RTSでIPOを実施する予定のロシア企業への出資を行う方針を打ち出しており、上場前企業の支援を行う。

また、RDIFは、EBRDとともに、2013年3月にも自市場でのIPOの実施が予定されているMICEX-RTS自体にも出資しており、取引市場の競争力強化にも力点を置いている状況が伺われる。この点は、モスクワを国際金融センターとして発展させたいと考えているロシア政府の動きを支援することにもつながる。ちなみに、MICEX-RTSは、2011年6月に従来のモスクワ銀行間通貨取引所(MICEX)とロシア取引システム(RTS)とが合併で合意して誕生した証券取引所であり、同年12月に取引を開始したばかりである。

⁴ “Sovereign, buyout funds take tentative steps in Russia”, Reuters, 21 June 2012

図表3 ロシア企業のIPO トップ10

順位	期日	規模 (100万米 ² %)	発行体名	業界	証券取引所	備考
1	2010/1/22	2239	ユナイテッド・カンパニー・ルサル	鉄鋼	香港証券取引所、 ユーロネクスト・パリ	世界最大級のアルミ生産企業。
2	2011/5/23	1435	ヤンデックス	通信	ナスダック	インターネット検索大手。
3	2010/11/5	1003	メール・グループ	通信	LSE	
4	2011/4/18	782	ノモス銀行	金融	LSE、MICEX、RTS	
5	2011/6/24	588	グローバル・ポート・インベストメント	運輸	LSE	
6	2011/4/15	575	エタロン・グループ	不動産	LSE	ロシアの不動産開発最大手。
7	2011/7/13	565	フォシアグロ	化学	LSE、MICEX、RTS	ロシアのリン酸肥料最大手。
8	2008/4/30	470	グローバルトランス・インベストメント	運輸	LSE	
9	2010/11/2	428	オーケイ・グループ	小売	LSE	
10	2010/11/9	400	トランスコンテナ	運輸	LSE、MICEX、RTS	

(注) 1. 2008年～2012年4月13日までの期間。

2. MICEX と RTS は、2011年12月19日に統合された。

(出所) Institutional Investor (原データは Dealogic) 資料を基に野村資本市場研究所作成

Ⅲ. RDIF 設立の効果と今後の展望

図表1で示したように、2012年1月以降、海外投資家とRDIFとの共同投資或いは共同投資方針の合意がなされるなど、RDIFの様々な投資案件が次第に目立つようになりつつある。

今後も、グローバルなプライベート・エクイティをはじめとした海外投資家によるロシアへの出資が、件数、金額ともに増加していくとの期待が高まっている。実際、英国の監査法人であるアーンスト・アンド・ヤング (E&Y) が世界の主要なプライベート・エクイティ・ファンド150社を対象に実施した調査⁵では、PEのロシアへの投資意欲の高まりを裏付ける結果が出ていた。すなわち、同調査でロシアへの出資を今後1年以内に増やす方針である、と回答したPEの割合は、2011年10月時点の25%から2012年2月～4月時点には48%にまで上昇していた。

BRICSに含まれるロシアは、相対的に高い成長が見込まれる市場として近年注目されてはきたものの、他のBRICS諸国に比べて、海外からの投資は限定的であった。前掲したグローバルPEによる国内への投資金額でも、ブラジル、中国、インドの3ヶ国に大きく水をあけられる状況が続いてきた。それだけに、RDIFを活用した外国資金の流入金額の増加に期待する声は大きい。

近年ロシア政府が、インサイダー取引に関する法律の施行をはじめ、MICEX-RTS証券取引所での取引環境を整備し、グローバル・スタンダードを意識した資本市場改革を推し進めようとしている点も、外国からの投資の大きな呼び水となろう。なお、ロシアは、2011年12月に世界貿易機関(WTO)への加盟も承認されており、2012年9月頃には正式加盟する見通しである。WTO加盟によって、ロシアの貿易・投資政策がWTOルールに基づいたものとなる点も、外国資金の活用に対してプラスに作用すると考えられる。

このように、ロシアへの投資環境が従来に比べて好転している一方、RDIFがロシア政府から期待されている役割を果たしうるのかは、依然として未知数な部分である。RDIF

⁵ “Private Equity Global Capital Confidence Barometer”, Ernst & Young, Issue2 Outlook May 2012-August 2012

は、近代化が進展するセクターやイノベーションが起きるセクターと考える分野に、外国投資を呼び込み、天然資源への依存度が高い経済構造の変革を目指す方針ではあるが、既に RDIF が投資を行った 2 案件の 1 つは、ロシアの発電・電力卸売会社を対象としている。また、CIC との間で立ち上げたファンドも、エネルギー関連プロジェクトへの投資を中心に検討されているなど、ロシア政府の思惑通りに RDIF が経済構造の変革に貢献できるのか、不透明感は拭い去れない。

また、それ以外の投資案件については、証券取引所 MICEX-RTS 自体への出資、或いは 6~18 ヶ月以内に MICEX-RTS で IPO を実施する予定のロシア企業への出資など、当初からエグジットが視野に入りやすい案件である。

外国からの投資金額が RDIF による投資金額以上とすることが義務付けられるなど、RDIF は、他の類似するファンドである FSI や産業革新機構にはない厳しい条件を課している。RDIF が、どのような具体的な成果をあげていくのか、今後の展開が注目される。