

利付国債というローリスクの運用が中心となっている。またテマセク社は民営化した政府系企業からの上場益や配当収益が原資であることからよりリスク性ある投資が可能になっており、ハイリスク運用で高収益を追求し、自己勘定の運用である<sup>10</sup>。一方、GIC は後述するが、同じ SWF でも原資が外貨準備であることもあり、その運用は安全資産での投資を基本としながらも、一部リスク性資産へ投資を行うという総体的にはミドルレベルの運用を目指している。いずれの機関もシンガポールが目指す資産運用拠点の制度化とともに、それを利用した運用体制を強化している。

シンガポールでは1965年独立後の経済振興政策の一環として、政府が金融部門を自国経済の成長軸の一つとして位置づけ、アジアの金融センターとなるべき戦略を掲げてきた。アジア地域の中では比較的早くから国際的金融市場を目指して、1968年に ACU (Asian Currency Unit) 勘定の創設など本格的にオフショア市場発展のための整備に取りかかった。1973年に証券取引所 (Stock Exchange of Singapore ; SES), また1978年に金の先物市場を創設し、これを1984年には国際金融取引所 (Singapore International Monetary Exchange ; SIMEX) として改組し発展させている。さらに資本市場改革の一環として、1999年に SIMEX と SES は合併し、シンガポール証券取引所 (SGX) を新たに設立した。現在 SGX は証券・デリバティブ取引を行う国際的な資本市場として成長している。

さらに1997年終盤から MAS の主導により金融改革を推し進めるようになった。政府は1998年2月、金融セクター再検討策 (Financial Sector Review, 「シンガポール競争委員会における金融・銀行小委員会による国際競争力を備えた国際金融市場の育成」) を示し、MAS 内に金融セクター発展促進部 (Financial Sector Promotion Department) を発足した<sup>11</sup>。この改革案は国際金融センターとしての位置を高めることを目的としたものである。これは金融部門の国際競争力を目指した金融規制緩和政策であり、MAS を中心に証券市場発展のための諸施策が実施された。

特に2000年代に入ると、外資系金融機関の税制インセンティブに依る積極的誘致、資本市場でのデリバティブ取引拡大、金融部門に従事する人的資源の育成・集積やプライベート・バンキングの拠点づくりなど金融制度の強化を図っている。その結果、外国為替やデリバティブ商品の取引高は、アジア諸国の市場のなかで最大となっている。その後、アジア諸国の競合的金融市場の出現などもあり、金融部門の競争力を更に高めるために資本市場の改革に乗り出すことになった。そのなかでも証券市場の活性化やファンド・マネージメント市場の拡大など資産運用ビジネスの強化が発展政策の中心におかれた。

このようにシンガポールではアジアの金融センターとしての地位固めを行うために、政府が中心となって運用拠点としての環境づくりを推し進め、特に金融分野の人材集積のための施策を積

10 テマセク社は2005年より社債を発行して負債による資金調達も行っている。中村みゆき、前掲書、2011年3月、69頁。

11 関雄太「進展するシンガポールの金融セクター改革」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、1999年秋号 (Vol. 3 No. 2)。

極的に開始した。その結果、1998年以降はヘッジファンド、PE（プライベート・エクイティ）などのオルタナティブ投資や富裕層向けプライベート・バンキング業務の増加とともに資産運用アドバイザーやファンド・マネージャーの急増をみた。また外資の民間投資会社の誘致などにより運用部門が一層強化され、それにより株式、公社債、短期債、不動産など資産の投資活動が拡大している。

これら施策のなかで特に注目される点は、公的金融機関の余剰資金の運用のために民間ファンド・マネージメント会社を活用することが決定されたことである<sup>12</sup>。それを受けて GIC の運転資金のうち、100億 S ドルから350億 S ドルを民間のファンド・マネージメント会社に運用委託されることが決定した。また運用ノウハウの蓄積を目指すために CPF の資産運用の手法を多様化するという改革も含まれた。同時に CPF 資金を運用するファンド・マネージャーの資格の規制が緩和されるようになった。特に、GIC とテマセク社の民間委託の背景には、公的金融機関の活性化とともに欧米諸国の金融機関の先端の金融技術の獲得を目指していることがある<sup>13</sup>。このように、2000年前後にシンガポールでは金融制度の高度化が図られるようになったが、そのなかで公的金融機関の資金運用を活用するといったことが見られた。つまり、シンガポールでは資産運用の制度化において、公的金融機関である SWFs が一定の役割を果たしたといえる。

### 3. GIC の投資戦略

#### (1) 外貨準備運用の意義

GIC の運用原資は外貨準備であり、同社の使命はこの外貨準備の国際購買力を維持し高めることにある。この外貨準備とは、通貨当局が変動する為替レートの安定化、対外債務の返済や輸入代金の決済などのために積み上げている外貨のことである。特にアジア諸国や BRICs などの輸出志向型の工業国において、輸出拡大に伴った巨額の経常黒字を生み出しているために外貨準備高を積み上げていることが多い。その外貨準備は、資金の性質上、米国債などローリスクの資産や優良企業株式（ブルーチップ）で運用される場合が多い。しかし、近年、この一部を切り離して、より高リターンを狙ったリスク資産運用に転換するために SWFs を設立するケースが見られるようになった<sup>14</sup>。既述したように、GIC も MAS から切り離した形で高収益を目指して運用する主体として、米国債等だけでなく国際金融市場での積極的なリスク資産の運用を行っており、近年、世界的注目を集めるようになっていく。

一般に、外貨準備を保有している国全てがファンドを作り積極的なリスク運用を行っている訳ではないことから<sup>15</sup>、外貨準備があるだけでは SWFs を作ることに繋がないという指摘があ

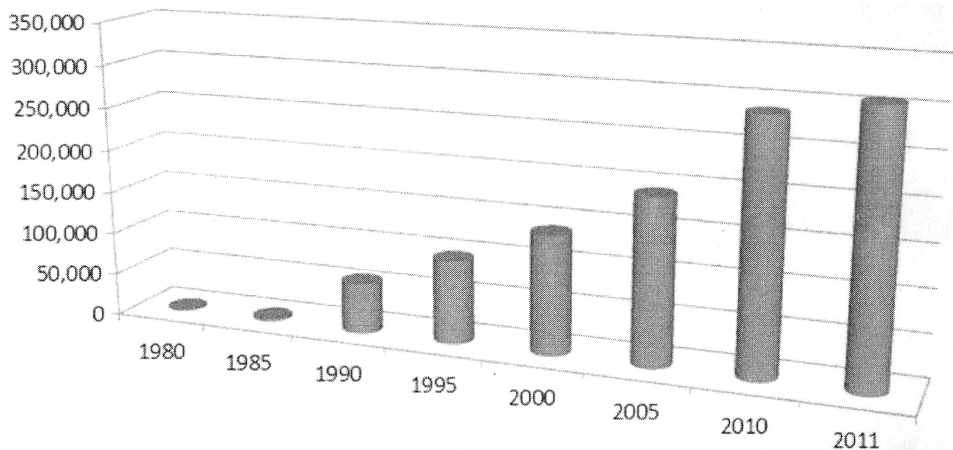
12 落合大輔「シンガポールの証券市場改革」, 同上誌, 1998年春号 (Vol.1 No.4) 参照。

13 松井謙一郎「シンガポールの国際金融センター戦略と SWF (ソブリン・ウェルス・ファンド) ~対外純債権国にもかかわらず所得収益は赤字の問題~」Newsletter, (財)国際通貨研究所, 2008年2月6日

14 中国は米国国債中心に外貨準備を運用してきたが、2007年設立の中国投資有限責任公司によって積極運用を開始した。アジア地域では、その他に韓国、マレーシアが SWFs を設立した。

15 例えば日本も高水準になった外貨準備の運用に関する是非が議論されている。

第2図表 外貨準備高の推移 (単位: 100万 S ドル)



(出所) 1980, 1985年: Department of Statistics, *Economic & Social Statistics Singapore 1960-85*, p.96. 1990年: MAS, *Annual Report 1998/98*, p.117. 1995, 2000年: MAS, *Annual Report 2001/02*, p.84. 2005年: MAS, *Annual Report 2006/07*, p.101. 2010, 2011年: [http://www.mas.gov.sg/data\\_room/reserve\\_statistics/Official\\_Foreign\\_Reserves.html](http://www.mas.gov.sg/data_room/reserve_statistics/Official_Foreign_Reserves.html).

る<sup>16</sup>。シンガポールの場合は、現在と将来の世代の利益のために、政府は外貨準備を効率的に運用することを重視してきた<sup>17</sup>。以下にシンガポールにおいて外貨準備を運用するために SWFs を設立する合理性と背景を見ていきたい。

シンガポールの場合は、60年代が工業化の初期段階であり、当初は軽工業を中心としていた。その後、外資を梃にした産業政策に転換し、輸出志向の工業化に成功していく。70年代に外資の半導体メーカーなど電子産業の誘致に成功して以来、政府の外資誘致のインセンティブもあり、次第に製造業部門の多くの外資が集積して産業の高度化が図られていった。工業化の進展によって輸出額は堅調に伸びるようになったが、経常収支が黒字に転換し始めたのは、より高付加価値の産業に転換した80年代に入ってからであった。

90年代半ばに入ると国際経常黒字は一貫して拡大を続け、それに伴い外貨準備も累積してきている(第2図表)。これは政府が施行した輸出志向型工業化が奏功し、輸出額が輸入額を上回るようになったことが要因となっている。一般的に SWFs の設立契機は、資源輸出に基づく剰余金の拡大か、もしくは国際収支の黒字による外貨準備高の累積の増大である。シンガポールの場合は後者の外貨準備の増大であり、その累積額は2011年10月時点で307,207.8億 S ドル (2,454

16 外貨準備を資金源として SWFs を設立する国では、通常、経常収支と貿易収支が黒字になっている場合が多い。特に黒字による国内への外貨流入を自国経済に対する深刻な脅威ととらえて積極的な為替介入を行っており、これが外貨準備と SWF をつなぐことになる。つまり、自国通貨高による競争力の低下をも防ぐ為替介入は、時としてインフレ懸念に繋がることや政府部門の国債購入に大方充てられて成長性を損ねることなどあり、これが設立の背景になっているとの指摘がある。谷山智彦・福田隆之・古賀千尋『政府系ファンド入門』日経 BP 社、2008年、pp.114-117。

17 GIC の投資収益の一部は政府準備金として積み立てられているが、これは大統領承認により一般会計に繰り入れられることが可能になっている。2009年に初めて金融危機における景気対策の財源として一部取り崩された。

億 US ドル) に到達している<sup>18</sup>。

またシンガポールは、1981年から自国通貨 (S ドル) を主要な貿易国の通貨からなる通貨バスケット制に連動した通貨フロート制を採り、国内の物価水準の安定を図るために為替レートが決められている。シンガポールのような貿易国では、為替レートの水準の操作が物価安定の手段として重要となっており、実際に、このような政策のもとで物価の安定を実現して成長を遂げた経緯がある。そのために物価安定を目的とする為替レート水準を維持するために、為替介入に用いる外貨準備を売却するのは難しくなる。つまり、累積した外貨準備を保全するために、より効率的に運用することが重要になってくるのである<sup>19</sup>。

シンガポールでは、外貨準備をグローバルに運用する GIC を自ら SWF と位置づけ、現在および将来の世代の利益のために資産の運用を積極的に行っている。特に政府は外貨準備の投資収益の一部を消費することを認めており、経済政策上、重要な役割を持つものとなっている。以下に外貨準備を運用する GIC の投資戦略に関して見ていこう。

## (2) GIC の投資戦略

一般に SWFs は情報の非公開性が指摘される場合が多いが、2008年、GIC は投資に関する情報公開に部分的に踏み切った。未だに公開資料が限定されているが、その中から投資の方向性や戦略を検討していく<sup>20</sup>。

前稿において、SWFs の共通する投資の特徴として、政府資産のグローバル市場での長期的かつ積極的なリスクを取るエクイティによる運用であると指摘した。また年金基金や保険会社などの機関投資家と異なる SWFs 固有の投資の特徴は、(1)投資の迅速性、(2)投資額の大きさ、(3)流動性に関わらず投資を行うという指摘がある<sup>21</sup>。実際に世界の機関投資家は金融市場において投資を積極的に行っているが、SWFs の場合はより高い投資収益を目指した投資動向になる。それは、それぞれの国が持つ独自の社会的・経済的背景のもと政府自身の資金を運用する必要性が生じ、その結果、政府の意図を反映した投資を行うようになるからである。その投資の性質は、概して長期的スパンのリスク性投資である。しかしながら、一方で SWFs は国家 (政府) が所有する資金の性質により投資が規定されるのであり、そのことにより投資動向が異なってくる一面もある。

18 Department Statistic Singapore, Statistics, (<http://www.singstat.gov.sg/stats/latestdata.html>). 現在のシンガポールの外貨準備高は2011年10月時点で世界10位となっている。

19 シンガポールでは物価安定のために設定された為替レート水準を維持できなくなるために外貨準備を売却するのが難しく、それが投資する要因となっており、実際 GIC は外貨資産を売却して国内で運用することは禁止されているとの指摘がある。竹内満「日本の外貨準備の政策分析」『開発金融研究所報』2008年3月第36号、134-135頁。

20 GIC の情報は毎年刊行される会社年鑑と役員による会社リリースやインタビュー記事に主に基づく。しかしながら、為替を投機筋の攻勢から守るために運用の詳細はデスクローズされていない。

21 立松博史「特集 グローバルマネーの台頭と経営戦略 - グローバルマネーの台頭に変化を求められる企業戦略」『知的資産創造』2008年11月、p.8。

第3図表 資産アロケーション (2008年－2011年)

(%)

資 産		2008年		2009年		2010年		2011年	
上場株式	先進国市場	34	44	28	38	41	51	34	49
	新興国市場	10		10		10		15	
確定利付債券	名目債	20	26	19	24	17	20	20	22
	インフレ連動債	6		5		3		2	
オルタナティブ	不動産	10	23	12	30	9	25	10	26
	プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、インフラ	8		11		10		10	
	絶対収益戦略（ヘッジファンド）	3		3		3		3	
	天然資源	2		4		3		3	
キャッシュ・その他		7	7	8	8	4	4	3	3
合計		100	100	100	100	100	100	100	100

(出所) GIC, *Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2008/09, 2009/10, 2010/11* より作成。

(注記) 比率は各年3月末日時点の数値。

GIC に関して見てみると、将来世代に向けた収益の獲得のために外貨準備を国際的なリスク性資産での運用を行っている。以下に外貨準備を運用原資とする場合の SWFs の投資動向をみていこう。一般に、外貨準備高を運用する SWFs の投資は、(1)不安定な投資期間、(2)流動性を重視したポートフォリオ、(3)通貨分散投資への制約、(4)ミドルレベルでの投資利回り、(5)国策投資の必要性、といった特徴がある<sup>22</sup>。これは為替介入を行う時期や資金規模が不確定であること、またそれ故に必要な場合にできるだけ現金に換えやすい流動性のある投資の必要性があるためである。つまり外貨準備の運用では流動性の低い不動産やインフラストラクチャー等を投資資産としてポートフォリオを組むことには向かないのである。このように外貨準備は投資利回りのリスクが高い投資には向かない資金であると言えるが、必ずしもこの種の SWFs が一概に同じ特徴をもつとは言えない。例えば、GIC の場合、経済の長期的安定性ととも投資収益の高さから流動性を犠牲にしてハイリスクを目指す投資を行うことが可能であり、実際にヘッジファンドによるハイリスク投資や不動産等の流動性の低い投資を増やしていることが見て取れる。

投資活動において、政策ポートフォリオ (Policy Portfolio) が重要とされているが、これは、投資する資産クラスの選定やいかに資金を各資産クラスに配分するかという投資政策である。またそれは政府が決定した投資収益とリスク許容度を合わせることを目的となっている。以下にこの投資政策に基づいた実際の資産アロケーション (Asset Mix) を見ていきたい。

第3図表は、2008年から2011年に至る4年間の実際の資産アロケーションの変化を示している。この資産アロケーションは、リスクとリターンが最適な関係になるための資産の比率の組み合わせであり、リスク許容度の視点から利益を生み出すための重要な投資戦略となる。

22 谷山智彦・福田隆之・古賀千尋、前掲書、日経 BP 社、2008年、p.129。

GIC の投資の資産アロケーションとして、大きく分けると上場株式、確定利付債券と不動産、PE、ヘッジファンドなど含めたオルタナティブの3つの資産クラスを組み合わせていることが窺える。伝統的資産である株式投資を中心にして、ローリスクの安定資産（債券）と高収益を目指すハイリスク資産（オルタナティブ）をバランスさせたアロケーションである。しかし、それらの投資比率は経済環境や金融市場の変化で大きく左右されている。この期間は、特に2008年後半に表面化した世界金融危機により世界の証券市場において株価が下落し、それが2009年の第1四半期の底値圏まで続くという経済環境の大きな変動があった。そのためGICもそれまで増加傾向にあったオルタナティブ運用をさし控える投資政策へと転換するなど、この期間は投資戦術の変化が表れている（09年の30%から11年26%に減少）。株式に関する実際の資産アロケーションの変化は、2007年7月から2008年9月の期間に先進国の株式売却によりポートフォリオのリスク低減を図っていることであるが（08年34%から09年28%に減少）、世界経済の回復基調のなかで、2009年初めから株式の買戻しを再び行い株式投資を戦略的に増やしてきている（09年38%から11年49%）。そのなかでも Tony Tan Kem 氏は、先進国のソブリンリスクなど経済の不安定要素に比較して新興国の高い経済成長率に注目して、今後それらの投資を戦略的に増やしていくことに言及している（10年10%から2011年15%）<sup>23</sup>。債券と現金への投資は大幅減少したが（08年33%から11年25%）、これは株式の買戻しに使われたためである。GICはこのようにポートフォリオ運用プロセスで堅実に投資し、かつ選別的にダイベスト（売却）をしている<sup>24</sup>。

次に投資対象国・地域を見ると、投資比率はアメリカ42%、ヨーロッパ28%、アジア27%（2011年3月末時点）であり、地域的にも分散が図られている（第4図表参照）。2008年から2011年までのGICの投資対象国の配分として、アメリカ、ヨーロッパ諸国、アジア諸国はそれぞれ4：3：2となっている。上記したが、GICは今後の投資対象地域としてアジア諸国の新興市場を今後の潜在的投資地域として考えており、投資比率を伸ばしていく方向性が公表されている<sup>25</sup>。ヨーロッパへの投資は08年35%から2011年10月時点で29%に切り下げられ、代わってアジア投資が増加した。

近年、テマセク社と同様にGICにおいても、サブプライム金融危機時に欧米諸国の金融機関に出資をしたことが注目された<sup>26</sup>。GICレポートでは2008年に実施したイギリスのバークレーズ

23 GIC, "New Presidents in GIC. GIC Strengthens Reach in Emerging Markets", 8 June 2011. GICは新興国投資の重要性を指摘している。または以下参照。GIC, Keynote Address by Mr. Ng Kok Song, group Chief Investment Officer, Government of Singapore Investment Corporation and Chairman, Wealth Management Institute, At CFA Institute Conference, "Private Wealth Management, Successful Strategies for Asia and Beyond", 29-30 Sep. 2010.

24 GIC, *GIC Report 2010*, p.11.

25 *Ibid.*, p.13.

26 2007年3月～2008年4月の銀行資本注入において、テマセク社はMerlynchに44億USドルと追加して6億USドル（9.4%新規普通株式）の投資を行った。またBarclaysに対し20億USドル（1.8%普通株式）、Standard charteredに対し40億USドル（11.6%）の投資を行っている。サブプライム時にはSWFsによって9つの欧米諸国の金融機関・投資銀行への出資が行われたが、アジア諸国の出資は12件460億USドル、そのうちシンガポールの2つのSWFsの出資額合計は283億ドルでSWFsの中で最大出資額であった。

第4図表 投資国 アロケーション (2008年-2011年)

(%)

国 名		2008年		2009年		2010年		2011年	
アメリカ	北アメリカ	34	40	38	45	36	43	33	42
	その他	6		7		7		9	
ヨーロッパ	イギリス	8	35	6	29	8	30	9	28
	ユーロ圏	11		12		11		12	
	その他	16		11		11		7	
アジア	日本	11	23	11	24	11	24	11	27
	北アジア	8		10		10		12	
	その他	4		3		3		4	
オーストラリア		2	2	2	2	3	3	3	3
合計		100	100	100	100	100	100	100	100

(出所) GIC, *Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2008/09, 2009/10, 2010/11* より作成。

(注記) 比率は各年3月末日時点の数値。

とアメリカのメリルリンチへの投資に関しての言及はないが、スイスの UBS AG (98億 US ドル, 9.8%, 株主割当増資引受け, またサウジアラビア通貨庁と共同で115億 US ドル, 9%投資)<sup>27</sup> やアメリカのシティグループ (69億 US ドル, 3.7%)<sup>28</sup>の投資では地理的な分散投資戦略としてではなく, 投資機会の選択として為されたものであると言及している<sup>29</sup>。これは, 第4図表に示されるように, アメリカへの投資が増加していることに表れている (08年40%から09年45%)。また GIC は UBS AG とシティグループに対しては金融危機の初期段階ですでに投資を行っており, これは UBS の世界における富裕層の資産管理のビジネス・フランチャイズ, またシティグループの新興国での顧客層や法人金融といった資本化 (取込み) が動機である。つまり金融分野への投資が重点的になされているテマセク社同様に, GIC にとっても欧米諸国の金融機関への投資は, 金融の先端技術を取り込み, かつ人材の吸引などシンガポールを金融ハブ化するために必要な投資であった。しかしながら, 実際には信用収縮により両金融機関の株価が下落した結果, 両国政府の資金の支援要請もあり, それに応じてかなりの損失を負担したと述べている<sup>30</sup>。またシティグループに関しては, 1株3.25ドルで優先株から普通株へ転換することで初期損失を回復したが, UBS では, より長い時間を回復に要した。いずれにせよ2行への投資が収益を上げるには暫くかかるとしているが, これは GIC が長期的スタンスの株主であることを強調している

27 GIC, Statement by Dr Tony Tan Keng Yam deputy Chairman and Executive Director, GIC at CIC Media Conference on 10 Dec. 2007.

28 GIC, "GIC Investment USD 6.88 Billion Citi Group", 15 Jan. 2008 (Press Release), GIC, "GIC Take Citi Group stake below 5%", 22 Sep. 2009 (Media Release), GIC, "GIC Converts Convertible Preferred Note in Citi Group to Common Shares", 27 Feb. 2009 (Media Release).

29 GIC, *GIC Report 08/09*, p.12.

30 *Ibid.*, p.12.

通り、長期の視点から投資を見ていることの表れであろう。またこれは同機関が投資スパンとして20年間の投資期間の一つの基準としていることから窺える<sup>31</sup>。

また GIC のポートフォリオ戦略は様々な資産クラスに対するリスク・エクスポージャのアロケーションが重要になっている。このように GIC の場合、高いリターンを生み出すオルタナティブ投資も重要な投資戦略となっているのである。それは流動性が低い不動産、PE、ベンチャーなどにも積極的に投資していることに表れている。先述したように、一般に外貨準備の SWFs の場合、流動性を保つ資産を保有するケースが多いが、GIC は流動性の低い資産にも一定割合を積極的に投資している。PE やベンチャーにおいては、どのような企業への投資を行っているかの詳細は公表されておらずに不明であるが、不動産投資においては、投資額も多いことから若干の情報が入手できる（次章参照）。

### (3) GIC の組織と運用プロセス

GIC の運用は外貨準備の国際的購買力を高めることである。これを達成するために GIC は多数の資産クラスへの国際的な分散投資を行っている。またこの投資決定においては、3 層からなる意思決定レベルを構成する一貫した投資プロセスをもってシステムティックになされている。

それは、それぞれの段階の投資意思決定プロセスにおいて、高度に専門化した運用がなされる。ファンド・マネージャーなど運用に関わる人材は世界25ヵ国からリクルートしており、各専門分野に配置されている。GIC の従業員40%は外国出身者となっている。また同時に GIC が運用するファンド・マネージャー育成スクールにおいても高度な金融技術を持った人材育成に努めている。以下はその投資決定のプロセスである（第5図表参照）。

#### (1) 第一の意思決定レベル（投資目的と長期ポリシー）

政府の投資目的、計画期間、リスク許容度、それぞれの資産クラスごとの期待収益率とリスクに基づく多様な資産クラスに対する資金の長期的アロケーションを決定する。このアロケーション（Policy Asset Mix アセットミックス政策）は取締役によって決定され、定期的に検討される。この検討において新規の資産クラスの選定が考慮される。アセット・ミックス政策は、市場における資産のアクティブ運用に関するパフォーマンス・ベンチマークとなっている。

#### (2) 第二の意思決定レベル（実施計画）

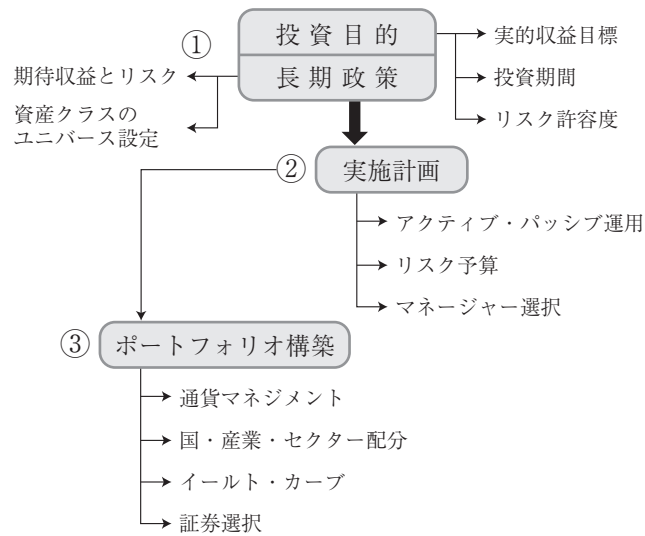
いかにアセット・ミックス政策が遂行されるかを管理する。ここでの意思決定、資産のアクティブ・パッシブ運用比率、投資戦略のタイプなどの決定、リスク・バジェティング（リスクが適切に分散されているか継続的にモニターすること）や運用マネージャーの選択が含まれる。

#### (3) 第三の意思決定レベル（ポートフォリオの構築）

---

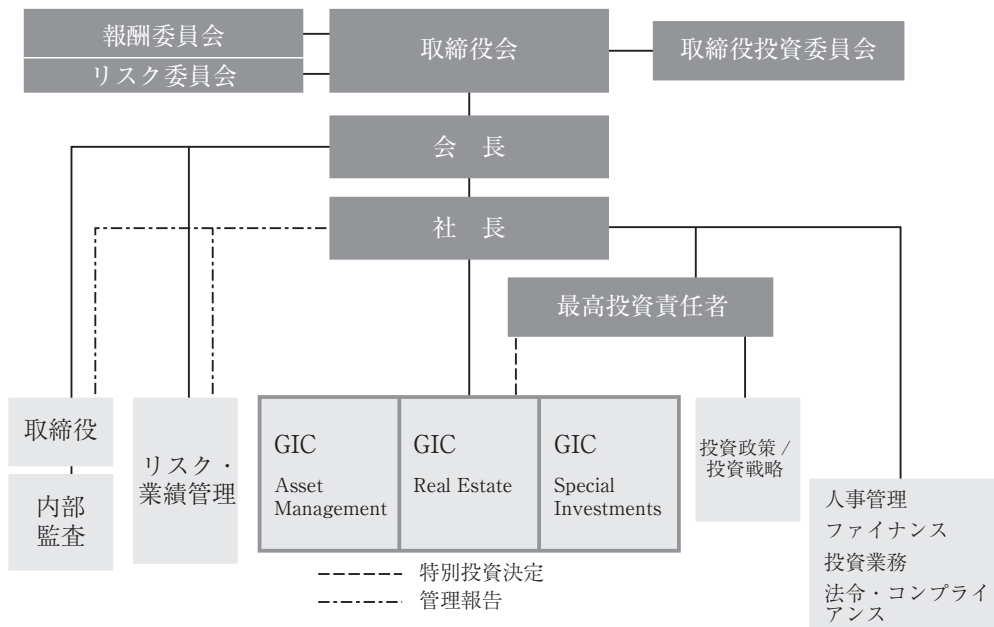
31 20年にわたる期間は幾つかの市場ピークと底を含む景気循環に及ぶため適正な期間である。従って20年間の投資期間は実質収益率の測定基準として適正であり、長期投資家である GIC の投資期間として重要である。また実質収益率を用いることは外貨準備高の国際購買力が維持されることを保証するものである、と言及している。GIC, *GIC Report 2010/11*, p.8.

第5図表 3段階の投資決定プロセス



(出所) [http://www.gic.com.sg/aboutus\\_invest.htm](http://www.gic.com.sg/aboutus_invest.htm)

第6図表 GIC 組織構造



(出所) [http://www.gic.com.sg/aboutus\\_structure.htm](http://www.gic.com.sg/aboutus_structure.htm) より作成。

ここではポートフォリオ構築とポートフォリオ運営者の意思決定がなされる。またこれらの決定は運用通貨（通貨マネージメント）、投資国、産業、セクターのアロケーション、イールドカーブや証券選択が含まれる。

以上のように GIC のポートフォリオはこれらの 3 段階の投資の意思決定を経て議論された結果となっている。

また傘下に投資子会社 3 社を配置し、それぞれが専門に特化した運用を行っている（第 6 図表参照）。それは、GIC アセット・マネージメント（GIC Asset Management）が市場での証券投資、GIC リアル・エステート（GIC Real estate）が不動産投資、また GIC スペシャル・インベストメント（GIC Special Investment）が PE（プライベート・エクイティ）<sup>32</sup>、ベンチャー・キャピタル投資やインフラ事業などのオルタナティブ関連の投資を担い、運用会社を介さずに直接運用体制を採っている。特に GIC Real Estate はアメリカ、アジアに積極的に不動産投資を展開しており、なかでも日本での投資は注目を集めている（次節参照）。また子会社の GIC 海外物流部門グローバル・ロジスティック・プロパティーズ（GLP）は2010年10月多額の IPO（新規株式公開）を SGX で行ったが<sup>33</sup>、これは同社傘下企業が新規公開する最初のケースとなった。この資金調達された資金は日本をはじめとしたアジア地域の事業拡大の資金に充てられている。

#### 4. GIC の新たな投資動向—不動産運用の積極化

GIC に限らず、多くの SWFs は投資手法を多様化させる傾向にある。近年、GIC の投資戦略の一つの方向性として、不動産投資の積極化が看取できる。同社は1988年に設立され、1999年に株式会社化された GIC リアル・エステート（GIC Real Estate : GICRE）を中心にして、グローバルな不動産投資を積極的に行うようになってきている。近年の投資全体に占める不動産投資の比率は約10%程度で推移しており、現在、世界32カ国・地域の150を超える物件に投資している。SWFs は自己所有の資金であるがゆえに PE や場合によっては不動産投資など流動性が低くても投資を行う場合が多いが、GIC の不動産投資は拡大を続けており、近年では世界の10大不動産投資会社として認識されるまでに成長している<sup>34</sup>。

日本の不動産投資は1997年より開始された。投資案件を概観すると、汐留旧国鉄跡地の再開発案件「汐留シティセンター」（97年投資、三井不動産と共同開発）をはじめとして、福岡の複合施設「シーホークスタウン（ヤフードーム）」の投資がある。同施設は2004年ホークスタウンをダイエーから買い取った投資ファンドのコロニー・キャピタルから買収したものである<sup>35</sup>。また

32 プライベートエクイティ（PE）とは非公開企業に投資しファンドから人材を派遣して企業価値を向上させ、投資先企業を上場し株式の転売によって高利益を得るファンドであり、SWFs にとっては自国への産業誘致やノウハウの獲得などのメリットがある。場合によっては、PE を通すことで投資の実態を表面的に隠すこともある。

33 GIC, “Statement on GIC’s Investment in GLP”, 11 Oct. 2010.

34 <http://www.gic.com.sg/our-business/overview>

35 GIC, “GIC Real Estate Acquires Hawks Town in Fukuoka City”, 12 April 2007 (News & Speeches)

東京・恵比寿のウェスティン東京をモルガン・スタンレーから770億円で買収した一連の大型案件がみられる<sup>36</sup>。その他にも、川崎テックセンター（01年）、品川シーサイドイースト／ウェストタワー（06年）、プロロジス社との物流施設開発共同ファンド「プロロジス・ジャパン・プロパティー・ファンド」（06年6億 US ドル）、イオン仙台富谷ショッピングセンターなどがある<sup>37</sup>。また2007年、住友との間にジョイント・ベンチャーを設立し、13億 US ドルの大型商業施設の投資を行っている。

今後はベトナムやインド等アジア地域やロシアの投資を強化していくとの方向性を示しており、中国では、北京首都国際空港（股フェン有限会社株式）に投資し、2億5,000万株取得している<sup>38</sup>。その他にもイギリス、ドイツ、イタリア、マレーシア、オーストラリア等の不動産投資を行っている。また長期投資の一環として、近年パイプラインや発電所など米国エネルギーインフラ関連会社 AEI 株式約11%を約4億 US ドルで取得している。このような天然資源への投資は全体としての割合は3%であり大きくないが、近年の重要な投資資産となっている。同様にテマセク社も資源投資を拡大してきており、政府の国策の関連から考える必要があろう。

## 5. 小活—金融制度化とファンドの関わり

シンガポール SWFs は20年以上にわたる投資の結果、高収益を獲得してきた。両機関ともに2008年のサブプライム金融危機による収益の悪化に陥ったが、2010年には危機時以前の収益に回復して周囲の耳目を集めた。近年では世界的景気の低迷の中で債券発行や傘下企業の IPO などによる資金調達を活発に行い、投資を積極化している状況も見られる。

このような高収益を達成する要因として、安定した経済成長とファンドの戦略が指摘できる。同国ではまず長期間に渡る自国通貨（シンガポールドルの対米ドルレート）や物価の安定があり、さらには基幹産業の一つとして金融市場の整備（金融産業の振興に適合する市場の創設）などの背景があった。また政府は投資ファンドとしての成長戦略、つまり達成しようとする政策目標や戦略を明確にした積極運用体制を指向している。シンガポールでは、これら SWFs であるテマセク社と GIC は国家の経済戦略のなかで産業政策における役割（産業育成とテマセク、ファンド育成と GIC）がそれぞれに要請されて設立されている。後年、これらの機関は、政府により投資ファンドとしてより成長させる戦略がとられ、実際にリスク資産などで国際分散投資を行う積極的な投資姿勢をもった投資家に変化してきた。近年では世界の金融市場において SWFs とし

36 GIC, "GIC Real Estate Acquire The Westin Tokyo from Morgan Stanley Fund and Starwood Capital Group Funds", 26 Feb. 2008 (Press Release).

37 GIC, "GIC Real Estate and Sumitomo Corporation from joint venture to invest in large-scale retail properties across Japan", 24 May 2007 (News & Speeches). その後、GIC はプロロジス・ジャパン・プロパティー・ファンドの全ての持分を購入している。GIC, "GIC RE acquires all of Prologis' interest in Japan's Property funds and China operations - New joint venture to be set up to manage the acquired portfolios", 23 Dec. 2008 (News Release).

38 GIC の所有は0.2% から5.9% に増加した。取引成約価格約16億7,400万元。

の存在感を高めるようになってきている。

今回検討した GIC は MAS から切り離した独立した形で外貨準備を運用する投資機関である。GIC ではアジア地域で欠乏しているという金融専門家の育成やグローバルな人材糾合による強力な投資体制が発展の軸となっている。また運用における意思決定のメカニズムは、政府の具体的運用指示などの制約から独立しており、これは実際に運用者が自律的に運用をして高収益を上げるメリットとして働いている。このように民間と変わらない収益重視の GIC の運用能力や組織体制は、外貨準備が持つ本来の性質のデメリットを克服するのに役立っているといえる。

さらには、SWFs 設立の背景には、2000年以降の国家の発展シナリオとして、富裕層向けの資産運用拠点やファンド・マネージャーの集積拠点など金融のハブ化戦略がある。SWFs を通した欧州金融機関の投資は、金融技術の獲得などアジア地域での金融ハブ化を目指す新たなファンド拠点としての戦略があったといわれる。元来 SWFs の性質は国家戦略のなかでの機能する投資機関であり、単なる投資収益を求める民間の投資機関のようなものではないといわれるが、本稿で見た GIC は民間と変わらない利益追求の体制を採りながら、金融産業の発展を目指す国家戦略のなかで SWFs の役割を果たしてきているといえる。

#### 参考文献

- GIC, "GIC Converts its Convertible Preferred Notes in Citigroup to Common Shares", 27 Feb. 2009 (For Immediate Publication).
- GIC, "GIC Investment USD 6.88 Billion Citi Group", 15 Jan. 2008 (Press Release).
- GIC, "GIC takes Citigroup stake below 5%", 22 Sep 2009 (For Immediate Publication).
- GIC, "GIC Real Estate Acquires Hawks Town in Fukuoka City", 12 April 2007 (News & Speeches).
- GIC, "CIC Real Estate Acquire The Westin Tokyo from Morgan Stanley Fund and Starwood Capital Group Funds", 26 Feb 2008 (Press Release).
- GIC, "GIC Real Estate and Sumitomo Corporation from joint venture to invest in large-scale retail properties across Japan", 24 May 2007 (News & Speeches).
- GIC, "GIC RE acquires all of Prologis' interest in Japan's Property funds and China operations – New joint venture to be set up to manage the acquired portfolios", 23 Dec. 2008 (News Release).
- GIC, "GIC Take Citi Group stake below 5%", 22 Sep. 2009 (Media Release).
- GIC, Keynote Address by Minister Mentor Lee Kuan Yew, Chairman, GIC, At the GIC 25th Anniversary Dinner, 11 July 2006.
- GIC, Keynote Address by Mr.Ng Kok Song, group Chief Investment Officer, Government of Singapore Investment Corporation and Cairman, Wealth Management Institute, At CFA Institute Conference, "Private Wealth Management, Successful Strategies for Asia and Beyond," 29–30 Sep. 2010.
- GIC, Opening Address by Dr.Tony Tan Kem Yam, GIC Deputy Chairman and Exective Director, At Associates Programme 2007 Opening Session on 31 July 2007.
- GIC, "New Presidents in GIC. GIC Strengthens Reach in Emerging Markets", 8 June 2011.
- GIC, Remarks by Dr Tony Tan Keng Yam, Deputy Chairman and Executive Director, Government of Singapore Investment Corporation at the APEC CEO Summit Panel Discussion on "The Role of

- Sovereign Wealth Funds in Re-building the Global Economy" on 14th November 2009.
- GIC, *Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2010/2011*, 2011.
- GIC, *Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2009/2010*, 2010.
- GIC, *Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2008/2009*, 2009.
- GIC, Speech by Dr.Tony Tan keng Yam, Deputy chairman and Executive Director, GIC, at the 2008 Annual Meeting of the Institute of International Finance on "The Future Shape of Global Finance" on Sunday, 12 October 2008 at 11am in Washington DC,USA, 12 Oct. 2008.
- GIC, Statement by Dr Tony Tan Keng Yam deputy Chairman and Executive Director, GIC at CIC Media Conference on 10 Dec. 2007.
- 落合大輔「シンガポールの証券市場改革」『資本市場クオーターリー』野村資本市場研究所, 1998年春号 (Vol.1 No.4)。
- 関雄太「進展するシンガポールの金融セクター改革」『資本市場クオーターリー』野村資本市場研究所, 1999年秋号 (Vol.3 No.2)。
- 竹内満「日本の外貨準備の政策分析」『開発金融研究所報』2008年3月, 第36号。
- 谷山智彦・福田隆之・古賀千尋『政府系ファンド入門』日経BP社, 2008年。
- 中村みゆき「シンガポールの政府持株会社テマセク社の株式売却に関する考察—民営化政策による公的支配への影響—」『アジア研究』第50号4巻, 2004年10月。
- 中村みゆき「政府系ファンド (SWFs) における投資戦略—シンガポール・テマセク社の事例を中心に—」『創価経営論集』第35巻1・2・3合併号, 2011年3月。
- れる企業戦略」『知的資産創造』2008年11月。
- 松井謙一郎「シンガポールの国際金融センター戦略と SWF (ソブリン・ウェルス・ファンド) ~対外純債権国にもかかわらず所得収益は赤字の問題~」『Newsletter』(財)国際通貨研究所, 2008年2月6日。
- (財)国際貿易投資研究所 国際比較統計 (<http://www.iti.or.jp/>)。
- GIC (<http://www.gic.com/>)。