

政府系ファンド（SWFs）における投資動向分析

——ストラテジック・アセット・アロケーションの考察から——

中 村 み ゆ き

1 サブプライムローン問題と政府系ファンド

2007年後半、アメリカにおいてサブプライム（信用度が低い貸出層）住宅ローンに起因した金融問題が表面化した。欧米諸国の大手金融機関が資産担保証券（ABS）の一種である住宅ローン担保証券（RMBS）等から構成された債務担保証券（Collateralized Debt Obligation; CDO）と呼ばれる金融商品に多額の投資を行った結果、巨額の損失懸念が広がった問題である。アメリカにおいて、地価の下落傾向が続いたことからCDOの元になるサブプライムローン債務者の返済延滞が顕著となり、2008年に国際格付け機関は高く格付けしていた同証券を組入れた金融商品の引き下げを行った。これにより信用リスクが高まったことから世界的信用収縮が起これ金融不安へとつながったというものである。

このような金融商品は性質上リスク分散が図られるように設定されており、最終的な損失が見えにくくなっていることから信用収縮は世界的規模で波及した。このリスク分散の過程において、証券化を図り、かつその証券に投資を行うというCDO証券化事業において大きな役割を果たしていたのが欧米諸国の金融機関であった。

以上のいわゆるサブプライムローン問題といわれる金融危機において欧米諸国の金融機関が巨額の損失を被った事実が明らかにされるなかで、世界の政府系の投資機関（政府系ファンド、Sovereign Wealth Funds; SWFs, 以下SWFsとする。）が多額の資本注入に応じたことが注目された（図表1参照）。この資本注入の額は2007年11月から4ヶ月で400億¹に及んでいる¹。このような投資動向は国際金融市場の安定化の役割を果たすものとして評価されているが²、他方でリスク性の高い資産への積極的投資による金融市場へのインパクト、または企業買収を押し進め

1 IMF, "IMF Intensifies Work on Sovereign Wealth Funds", *IMF Survey Magazine*, 4 Mar., 2008, p.1.

2 IMFの筆頭副専務理事J. リプスキーは、SWFsの規模と投資戦略ゆえに懸念が出ていると指摘しながらも、「国際金融市場の観点から、SWFsは商品剰余金から得た収益の他国への効率的な配分を促し、市場の流動性を高めることができ…」とし、「またSWFは資金を引き出すニーズが少ない長期的投資家となる傾向が強く、危機時において市場の圧力に耐え、ボラティリティーを抑制することができる」と述べている。IMF, *ibid.*, p.2. また同氏はSWFsの資金の供給は「衝撃を吸収する役割」を果たしたと評価し、それはSWFsの長期的スタンス、流動性ニーズの低さ、また主としてレバレッジをかけていないポジションを要因として挙げている。IMF, "SWF Principles Will Help Cross-Border Investment-Lipsky", *IMF Survey Magazine*, 3 Sept., 2008.

ることによる企業支配などが問題視されている。特に近年、金融市場のリスクテイク者としてのヘッジファンドの投資が減速するなかで、それに代わる新たな投資家として投資額が急増していることから、SWFsを市場の流動性を生み出す主体として歓迎しながらも投資戦略をめぐる懸念が噴出している。つまり政府が運営するファンドを通じて他国の企業を所有することは、外国政府が民間企業の株主となることを示唆しており、国防上の問題を引き起しかねないこと、また多くのSWFsが投資に関する情報公開を行わずにいることが投資上の問題として議論の対象となり、そのための早急な枠組み作りが要請されるようになったのである。

このような状況を受けて、IMFが中心となり政治的な投資行動の開示など行動原則づくりが進められることになった。2007年10月、ワシントンDCで開催されたG7（先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議）では、初めてSWFsがテーマに上げられ、その投資行動におけるベストプラクティスを策定すると共同声明が発表された³。この後、情報開示の在り方について26ヶ国が参加した国際ワーキンググループ（IWG）によって検討が進められた。IMFは2008年9月に24項目の自発的な規制原則（投資目的や投資実態の開示）を公表し、最終的にチリのサンチャゴにおける討議を経て、「行動規範・慣行に関する原則合意（サンチャゴ原則）」（Generally Accepted Principles and Practices; GAPP）として結実した⁴。この投資規制ルールによりSWFsの情報開示が期待されている。

また同時期、2008年1月にスイスのダボス会議においても、SWFsがテーマの一つとして討議されている⁵。ここではサウジアラビア通貨庁（SAMA）ジャーセル副長官、クウェート投資庁（KIA）アル・サアド長官、ノルウェーのハルボシャン財務大臣やロシアのクドリン財務大臣といったSWFsの代表が参加して議論が交わされた。欧米諸国の懸念に対して、常にSWFs側は、政府系ファンドの歴史は長いこと、また投資はインデックスに投資するパッシブ投資であること、長期スタンスの安定投資であること、さらにヘッジファンドのようにヘッジを効かせた投資は行わないことなどを上げて、投資信託のような投資ビーグルと変わらないことを主張している。

投資のあり方に問題を認めながらも金融機関への資本供給を肯定的に捉えている英国に比較して、米国では、SWFsの投資規制に関する議論が活発化している。上院銀行都市委員会は米国会計検査院（Governmental Accounting Office; GAO）へ調査依頼してGAOレポートを公表した⁶。米国では資本を受入れるメリットがあるとしながらも安全保障等の問題もあわせて考えなければ

3 GAPP（サンチャゴ原則） <http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples/pdf>, IMF, "IMF Board Endorses Work Agenda on Sovereign Wealth Funds", *IMF Survey Magazine*, 21 March 2008.

4 IMF, "Wealth Funds Group Publishes 24-Point Voluntary Principles", *IMF Survey Magazine: In the News*, 15 October 2008, IWG, "Sovereign Wealth Funds-Generally Accepted Principles and Practices 'Santiago Principles'", October 2008.

5 <http://www.businessweek.com/magazine/content/08.04/64068000159055.htm>.

6 'Sovereign Wealth Funds -Publicly available Data on Size and Investments for some funds are limited' 2008年. (<http://www.gao.gov/new.items/d08946.pdf>)

ならないという考え方が主流となっている。現在、米国は二国間条約締結をすることで、SWFsとの折合いを図り投資を受入れる方向性にあり、アメリカ財務省はアブダビとシンガポール政府との間で投資における二国間締結を締結している。

筆者は以前シンガポールの政府系ファンドの一つであるテマセク持株会社（Temasek Holdings. Pte. Co.）に関して、民営化企業に及ぼす公的支配の影響力についての実証分析を行った⁷。近年、テマセク社も欧米諸国の金融機関への資本注入を積極的に行っており、他のSWFsと同様に、投資受け入れ国から政府による民間企業の支配に関する問題が指摘されるようになってきた。そこで本稿はIMFレポートに則り、世界規模で投資を積極的に行っている世界の政府系ファンドの実態を把握することを目的として、SWFsの位置づけ、投資動向の分析と投資における問題点についての考察を行うものである。

2 政府系ファンド（SWFs）の定義

SWFsは、政府による対外資産を管理・運用するために設立された投資ファンドを指す⁸。このSWFsに関しては、(1)所有が政府や国家など公的であること、(2)政府部門の外貨建て資金（余剰金）の運用配分が大きいこと、(3)債務が存在しないこと、(4)長期投資であること、(5)リスク性資産への投資などが概ね共通する特徴として挙げられている。しかしながら、(1)を除けば、これらの特徴を必ずしも満たさない場合や投資スタンスを変化させている場合もあり、現在のところ、SWFsは論者により多様に論じられ明確な定義が確立しているわけではない。

このSWFsの財源となる資金の特質は、通常のコモディティと異なり資産を提供する一般の投資家が存在せず政府自身の余剰金であることである。一般的には、その原資はコモディティ（おもに原油）関連収益と外貨準備の2つに分類される場合が多い。原油価格の高騰によるコモディティ収益と貿易ギャップ（米国の貿易赤字と新興国の輸出黒字）により生じた外貨準備高を豊富にもつ国々が中心となりファンドを設立している⁹。また、より広義にその原資を(1)コモディティ収益、(2)外貨準備金、(3)政府余剰金、(4)年金資金の4つに分類できる¹⁰。

(1)のコモディティ収益とは、中東諸国などを中心とした資源国の原油などの資源から生み出される輸出や税収入のことである。2004年頃から高騰を始めた原油価格がそれら資源国家に急速な高収益をもたらしているが、他方で原油価格の変動が国家の財源を不安定にさせることがあり、また今後資源が枯渇しうる可能性があることから将来の世代に向けての運用が必要となる。この

7 拙稿「シンガポール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—」『アジア経済』第50巻4号、アジア政経学会、2004年。

8 Udaibir S. Das, Yinqiu Lu, Christian Mulder and Amadou Sy, "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations", *IMF Working Paper*, August 2009, IMF, p. 5. その呼称については、他に国富ファンド、国家資産運用基金と訳される場合もある。

9 世界の外貨準備残高は急速に伸びている。2007年末に6.4兆ドルに上り、その内2.5兆ドルが政府系ファンドによって占められるという。第一生命経済研究所「政府系ファンドから投資を考える」『Financial Trend』2008年2月27日。

10 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、40頁。

ことから資源国はファンドを積極的に設立していると言われる。代表例として、アラブ首長国連邦(UAE)のADID(Abu Dhabi Investment Authority), クウェートのKIA(Kuwait Investment Authority), ノルウェーのGPF(Government Pension Fund-Global), 米国アラスカ州のAPF(Alaska Permanent Fund)などがある。

また、(2)外貨準備金とは、為替レートの安定化や外国への輸入代金支払いに充てるために蓄積した外貨資産のことである。近年、この累積額が急速に増大している輸出志向の新興工業国である中国、シンガポール、韓国などの国々が揃ってファンドを設立してきている。この種のファンドとして先駆的存在であるシンガポールのGIC(Government Investment Corporation)をはじめとして、近年韓国のKIC(Korea Investment Corporation)や中国のCIC(China Investment Corporation)があるが、なかでもCICは膨張した外貨準備の資産運用を増加させている¹¹。外貨準備は不測の事態が起こった場合における対外債務に備えるという性格をもつのであり、基本的には安全性の高い資産での運用が必要となることから、SWFsのなかではリスク許容度が低いといえよう。しかし、近年は新興国で経常収支の黒字額が増大し続けており保有すべき一定額を超過した部分において、リスク性ある資産への投資を積極的に展開する例が見られている。

(3)は、SWFsのなかでは稀なケースであるが、民営化による政府の余剰金が発生した場合などの偶発的に生じた資金を意味する。シンガポールのテマセク社は民営化により高収益を上げて投資を行っている代表例である。

さらに(4)の年金基金、なかでも公的年金、中央銀行や投資会社などをSWFsに含める場合もしばしば見られる。年金基金における年金支払いは将来の債務であり、将来にわたる支払いに備えて資金の運用を行うのが常である。しかし公的年金は性質上慎重な投資が求められることからリスク資産への運用に制約があり、一般にリスク性の投資を行わないことが多い。そのため論者によっては、SWFsとして分類しない場合も見られる。図表2に示されるのは、IMFレポートに基づいて作成したSWFsの一覧表である。IMFはSWFsを広い範疇で認識しているのが分かる。

上記のように、それぞれの財源はSWFsが成立した動機や経過が深く関わっており、またそれらに関連して投資を行う必要性や投資目的を持っているのである。IMFは投資目的の観点から見た分類も行っている。1. コモディティの不安定な価格から予算と経済を防衛するために設立する安定化ファンド(stabilization funds), 2. コモディティによる収益を世代間に渡り分配していくために設立する貯蓄ファンド(savings funds), 3. 外貨準備を保有することで生じるコスト(cost-of-carry)を切り下げる、または高収益を追求する投資戦略をもつ場合に設立する外貨準備金投資公社(reserve investment corporations), 4. インフラ等の優先的社會經濟プロジェクトのために資源を配分するための開発ファンド(development funds), 5. 年金か偶発債務の一方または双方とみなされるものである年金積立金ファンド(pension reserve funds), 以

11 金堅敏「中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド」『Economic Review』2008年7月, 13頁。中国の外貨準備は2002年末の2,864億^{ドル}から2007年末の15,283億^{ドル}に膨張した。

図表1 SWFsによる欧米諸国金融機関への資本注入

SWFs名	出資先金融機関	出資額(億USドル)	証券	付記	
アブダビ投資庁	シティグループ	75億 ^{ドル}	優先株式	普通株式強制転換権付き証券	
クエート投資庁	シティグループ	30億 ^{ドル}	優先株式		
	メリルリンチ	20億 ^{ドル}	優先株式		
シンガポール政府投資公社	USB	115億 ^{ドル}	優先株式		
	シティグループ	69億 ^{ドル}	優先株式		
テマセク持株会社	メリルリンチ	44億 ^{ドル}	優先株式		株式コールオプション購入
	パークレイズ	115億 ^{ドル}	普通株式		
カタール投資庁	パークレイズ	36億 ^{ドル}	優先株式		
	クレディ・スイス	5億 ^{ドル}	普通株式		
中国投資有限責任公司	モルガン・スタンレー	50億 ^{ドル}	優先株式		

(出所) 各種日刊紙等より作成。

上の5つのグループに分類している¹²。しかしながら、SWFsの投資目的においても複数の要因がある場合もあり、また近年、時間の経過とともに投資スタンスが変化してきている場合も多々見られ、限定できない場合が多い（投資の目的に関しては、次章の投資戦略のなかで詳細にみていく）。

さらに付け加えるとコモディティ収益を運用する国のなかには、政府ではなく王族による投資ファンドが存在する場合があります。上記の特徴を満たしたとしてもSWFsに分類することはできない。いかなる特徴をもってSWFsとしての範疇に含めるかは論者によって異なっているが、明確に規定するのは困難を伴う。IMFがSWFsを年金基金も含めて幅広く分類しているように、明確な線引きをするのではなく、その投資の性質を捉えていくことが重要であろう。

3 SWFsにおける投資戦略

ここでは投資戦略の視点からSWFsについての検討を試みたい。投資戦略は投資する地域、資産、セクターや投資期間などからその特質を見ることができる。SWFsの投資目的は国の事情や環境により異なるが、一般に近年の投資の特徴はグローバル市場における長期的かつ積極的なエクイティ投資であるといわれている。

従来、SWFsの場合は戦略的アセット・アロケーション（SAA）として伝統的に米国債券の投資が大部分を占めており、エクイティ投資などのリスクを取る投資は僅かに過ぎなかった。しかし、近年よりリスク許容度が高い投資対象へと投資を多様化させてきている¹³。図表2からも窺えるが、投資期間の戦略的アロケーションにおいて、SWFsは債権から株式中心にした国際的な分散投資を志向する傾向が増えている。投資資産としては、株式、国債や社債の債券、資産担保証券、商品、不動産、デリバティブ、プライベート・エクイティなどの対外直接投資といった

12 IMF, "World Economic and Financial Surveys-Global Financial Stability Report", October 2007, p. 46.

13 Cornelia Hammer, Peter Kunzel and Iva Petrova, "Sovereign Wealth Fund: Current Institutional and Operational Practices", *IMF Working Paper*, November 2008, IMF, p. 14. 同調査はIWG加盟メンバーの21のSWFs（6ヶ国、設立は1950年代～近年、1人当たりの所得が1,000～80,000USドル）からの返答による。

図表2 主要 SWFsの規模と構造 一覧表

国	資産額	資金源	ファンド名称 / 所有と経営	投資戦略と戦略的資産配分
アブダビ首長 (UAE)	2,500億 ^{ドル} 8,750億 ^{ドル}	石油	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) Abu Dhabi Investment Council (ADIC) ADIA はアブダビ・エミネートの所有。ADIA は1976年から原油による剰余金を海外資産で運用。将来の石油枯渇に備える目的で設立。2006年 ADIC が設立され、ADIC の資産の一部が運用されている。アブダビ国の剰余金は ADIA, ADIC 両方に配分されている。	グローバル投資。投資戦略と資産規模は不明。多くの資産はエクイティで運用、次いで債券、不動産、オルタナティブ運用。(50~60% 株式, 20~25% 債券 5~8% 不動産・プライベートエクイティ, 5~18% オルタナティブ運用)
ノルウェー	3,080億 ^{ドル} (2007.3)	石油	Government Pension Fund-Global (GPF) 政府所有。Norges Investment Management による運用。石油関連収益を将来に向けて運用。ファンドに関して情報開示している。	先進国・新興国市場のエクイティ、債券、コモディティ等資産と多様な資産で運用。グローバル投資。
サウジアラビア	2,500億 ^{ドル} 以上	石油	Saudi Arabian Monetary Agency (SAMA) 外貨準備金運用機関として1952年設立。サウジアラビア通貨庁が保有する外国資産225億 ^{ドル} を運用。資金源は石油収益による剰余金。SAMA は退職年金資産も運用。	グローバル投資 (外国証券のなかで米国債中心) 資産規模は公表されているが、投資戦略や SAA は知られていない。(外国証券56%, 国内証券33%, 外銀預金7%)
クウェート	1,600億 ^{ドル} 2,500億 ^{ドル}	石油	Kuwait investment Authority (KIA) 1953年石油の枯渇に備える目的で設立。政府歳入10% が繰り入れられるファンド、財政黒字時の剰余金を蓄積するファンド、政府歳入が原資のファンド、その他の政府機関資産を運用する自立した投資機関。役員によって認可された投資ガイドラインに基づく国際資産アロケーション。	債券の投資基準を緩和して、近年、ハイ・イールドボンドやエマージング市場のエクイティ・債券に投資対象を拡大。また PE, 不動産、ヘッジファンド等のオルタナティブ投資も行う。
シンガポール	1,000億 ^{ドル} 以上 1,000億 ^{ドル} 以上	外貨準備 財政剰余金	Government Investment Corporation (GIC) 政府が100% 所有する独立投資公社として1981年に設立。 Temasek Holdings 1974年に投資を運営するためには私会社として設立。以前は大蔵省が主要株主。	国際資産アロケーション。 GIC は国外の多様に資産クラスに投資。SAA の比重は未公表。テマセクは企業投資中心。地域別には地場資産38%, アジア地域40%, OECD 諸国20%, その他2% (2006.3)
中国	2,000億 ^{ドル}	外貨準備	China Investment Corporation (CIC) 1兆 ^{ドル} を超える外貨準備金の運用のために2007年設立。	内外の民間企業に対して積極的投資を行う。
ロシア	1,270億 ^{ドル} (2007.8)	石油	National Welfare Fund/Reserve Fund 政府所有、ロシア中央銀行により運営。石油下落に備え財政安定化を図る目的で設立。Stabilization Fund を改組して2008年設立。	主に確定利付き資産に投資。44% US ^{ドル} , 46% ユーロ, 10% ボンド。GDP10% 相当は Reserve Fund に蓄積し、堅実運用。それを上回る分を Welfare Fund で積極的運用。
オーストラリア	420億 ^{ドル} (2007.5)	年金資産	Australia Future Fund 2006年設立。政府により所有、フューチャ・ファンド・マネージメント・エージェンシにより運営。目的は政府の将来の年金支払金を賄うこと。原資は国営の通信会社の株式売却益。	国内株式13%, 国外株式28%, プライベート・エクイティ2%, 不動産3%, 債券25%, オルタナティブ資産11% 他。
アラスカ (アメリカ)	350億 ^{ドル} (2006.7.6)	石油・鉱物	Alaska Permanent Fund (APF) 1976年、石油関連収益を最低25% を運用する目的で設立。アラスカ州により所有、国営アラスカ・パーマネント・ファンド・コーポレーションにより運営。	SAA は53% 株式, 29% 債券, 10% 不動産, 8% ヘッジ・ファンド。投資対象は上場株式, 非上場株式, 債券, 不動産, ヘッジファンド。

ブルネイ	300億 ^{ドル}	石油	Burunei Investment Authority General Reserve Fund 原油関連収益を原資にして運用。	金融・不動産への大規模グローバル・ポートフォリオ。SAAは未公表。
韓国	200億 ^{ドル}	外貨準備他	Korea Investment Corporation (KIC) 20億 ^{ドル} の委託された外貨準備金を運用するために2005年に開始。うち17億 ^{ドル} が韓国銀行、3億 ^{ドル} が政府。海外金融の転入などによる金融手法の獲得など金融部門強化が目的。	投資計画はグローバル・ポートフォリオ・アロケーション。投資対象は証券、外為、デリバティブ、不動産等。SSAは未公表。現時点での投資実績は少ない。
カナダ	150億 ^{ドル} (2007.3)	石油	Alberta Heriage Savings Trust Fund アルバータ州政府により所有、アルバータファイナンスにより運営。	30%固定資産、45%エクイティ、10%不動産、15%オルナタティブ資産のグローバルSAA。
チリ	98.3億 ^{ドル} 13.7億 ^{ドル}	銅	Economic and Social Stablization Fund 2006年設立。政府所有、チリ中央銀行財務局により運営。 Pension Reserve Fund 2006年設立。政府所有、チリ中央銀行財務局により運営。	SAAは72%政府債、28%USDドル、ユーロ、円でのマネーマーケット運用。 SAAは79%政府債、21%USDドル、ユーロ、円でのマネーマーケット運用。
ボツワナ	50億 ^{ドル}	ダイヤモンド	Pura Fund 政府とボツワナ銀行により共同所有。ファンドの政府持ち分はボツワナ銀行のバランスシート上に計上。	公募エクイティ、ファンドはコモディティに高く依存するエマージング市場では投資なし。
香港	1,100億 ^{ドル}	外貨準備	HongKong Monetary Authority (HKMA)/ Investment Portfolio 通貨価値安定のために運用。高リスク追求の投資は行わない。	短期米国債など債券投資中心。その他は30%株式、20%OECD諸国資産で運用。
マレーシア	250億 ^{ドル} (2007.5)	財政余剰金	Khazanah Nasional BHD 1993年政府により設立。投資目的は国家建設と国際的競争力を掲げ、通信、金融、建設と広範な産業分野への積極投資。	国内企業への投資中心。近年、インドや中国などアジア地域に投資を拡大。
ドバイ首長国 (UAE)	100~250億 ^{ドル}	政府出資金	Dubai International Capital (DIC) 2004年に投資会社として設立。	投資対象は非上場株式。積極的に企業投資を行う。

(出所) IMF, "World Economic and Financial Surveys-Global Financial Stability Report", October 2007, pp. 48-49, 各社 Website により作成。

(注) 香港、マレーシア、ドバイ首長国は執筆による加筆。

より広範な資産で分散投資を行っているのが分かる。基本的に長期的スタンスの投資を行うためにグローバルな株式、債券、商品などを分散ポートフォリオに組み入れて最適リスクとリターンの組み合わせの各資産クラスに投資比率を決めている¹⁴。これにより各SWFsは戦略に合わせたリターンを志向していくというものである。

IMF調査によると、代替的（オルタナティブ）アセットクラスの投資を行っているSWFsは、40-70%のベンチマークを中心としたエクイティ、4-10%のプライベート・エクイティ、13-40%の固定資産、2-5%インフラストラクチャ、2-5%のコモディティ、8-10%の不動産への投資を行っているという結果であった¹⁵。その投資スタンスの性質からみた幾つかのタイプに分類

14 IMF, *op.cit.*, Aug. 2009, p. 14.

15 IMF, *op.cit.*, Nov. 2008, p. 14.

できる。以下に投資スタンス別にSWFsを分類して見ていこう。

まず基本的なSWFsの投資動向は長期投資であり、かつ伝統的ポートフォリオ戦略を追求するというものである¹⁶。この投資スタンスは、インデックスに基づいたエクイティ投資を中心にしており、代替投資や不動産投資のアロケーションは低い。アラスカのAPF、ロシアのSFRF、現時点での香港のHKMAなどがこの範疇に入る。

次に、高リターンを追求する投資スタンスを持つSWFsであるが、このタイプは近年、従来のポートフォリオ投資から手法を多様化させ、長期的リスクを志向する投資戦略に転向している場合が多く見られるようになってきている。これらは絶対的リターンを生み出す投資を命題としているため戦略アロケーションを志向するのが特徴である。シンガポールのGIC、アブダビ(ADIC)、中国のCIC、近年のオーストラリアのFuture FundやクエートのKIAなどがこのタイプに分類できる。

また近年の特徴としてポートフォリオを組む分散投資の志向性は低いが、企業への直接投資や買収等に積極的に関与していくプライベート・エクイティに分類できるSWFsがある。例えば、クエートのKIAは株式、債券、不動産の資産投資も行うが、他方プライベート・エクイティやヘッジ・ファンド投資を積極的に行うようになってきている。この他にもアブダビのADID、サウジアラビアのSAMA、シンガポールのテマセク社などが投資を多様化している。ベンチャービジネス、企業再生などを行うプライベート・エクイティやグローバル投資に関しては、専門的スキルを持った人材が必要であるためにノルウェー、アブダビ、シンガポールを除いて少なかったが、近年は多くのSWFsが投資戦略に沿って、インハウス型の投資の専門家を育成してきている¹⁷。

以上から、投資対象としてエクイティ投資を中心にしたものの他にも高リターンを追求したオルタナティブ投資やコモディティ資産への投資を行う分散投資ポートフォリオ系とさらには企業買収を積極的に行う企業買収系(ステークホルダー系)のSWFsの傾向が見て取れることである¹⁸。企業買収系の場合、プライベート・エクイティ型は経営支配権取得を目的とした直接投資を行う例も見られる。シンガポールのテマセク社は債券の他にもアジア諸国の株式を積極的に運用している一方で、企業買収も同時に行っていることから、後者の買収系の要素も併せ持っている。また企業買収系の場合、近年、SWFsは自国の産業発展などを考慮して戦略的な投資を行うようになってきている。この場合も、基本的には長期視野をもった投資であるが、非買収側にとっては経営上の問題、特に公企業の場合は安全保障上の問題として議論されている(この点の詳細は次章に譲る)。他にプライベート・エクイティ型としてドバイのDubai International Capital(DIC)もその代表例といえる。

16 基本的に伝統的ポートフォリオ型SWFsはMPT理論を適用しているといわれる。

17 IMF, Sovereign Wealth Fund-A Work Agenda, February 2008, p. 9.

18 近年のSWFsの特徴として、多くの論者がポートフォリオ分散系と企業買収系に分類している。谷山智彦、福田隆之、古賀千尋前掲書、2008年。他に、ポートフォリオ系とステークホルダー系として分類する例も見られる。重藤哲郎「SWF—中国・ロシアも加わり市場の関心が高まる国家ファンド—」6頁。

またSWFsの金融危機時の資本供給を考えると、表1にあるように議決権のない優先株を中心にして出資を行っていることが分かる。これが普通株に転換されたとすると、多くのSWFsは大株主になる可能性もでてくるが、現時点ではそのような動きは見られない。一般に長期投資家であるSWFsは議決権を通じた企業支配には影響を及ぼさないといわれてきたが、企業買収系SWFsの出現など今後の推移を見守る必要がある。さらには近年、ヘッジファンドに投資するケースも散見できるようになってきた。SWFs自身はレバレッジにより多額の資金調達を行い、空売りなどの手法によって高リターンを獲得を目指すというようなデリバティブ戦略を基本的に取らないが、ヘッジファンドを通して同様な投資を行う例が見られるのも新たな傾向である。

4 SWFsの投資に起因する問題点

SWFsとは政府の意思を反映した投資をおこなう主体である。国家資金（公的資金）による株式投資が引き起こす問題、つまりSWFsは性格上、国際的に多額の投資を実行する機会が多いことから、政府が他国企業の株式を大量に保有するという問題点が浮上する。これには経済的側面としての金融市場への影響と政治的側面としての国際摩擦を生じるような政治的意図を持つ投資の影響が考えられる。またSWFsの投資に関しては、透明性が低いことも指摘される。以上の問題点を踏まえて、IMFはこれらの問題を事前に解決するために投資の情報開示を行い¹⁹、公正な投資を担保するGPAA原則を公表した。以下にGAPP原則とSWFsの投資に関わる問題点を見ていきたい。

(1) GAPP原則

GAPPは、SWFsがガバナンス、デスクロージャーやアカウントビリティを確立するとともに投資先の国の規制や情報開示を守るように促すためのボランティアなルールであり、24原則から構成されている。遵守しない場合において制裁を課す規則はないために、IMFは同原則を実行力あるものにするためにIWGを組織している。投資することにおいて、特に政治的意図がある場合にどのように解決するかの検討が必要となる。以下に同原則を見ていく。

第1～5原則	法的枠組み、投資目的、マクロ経済政策との調和に関する事項
第6～17原則	内部的枠組み、ガバナンス構造に関する事項
第18～24原則	投資とリスク管理に関する事項
第19原則	政治的投資の問題
第20原則	株主行動について

19 ノルウェーのGPFは独自の投資ガイドライン（Code of Conduct）に沿って情報開示を積極的に行っている。

(2) 投資における問題点

政府が株式を所有することによって引き起される問題として公的資金の株式投資の是非が議論される。これは政府が経済的リターンではなく他の特定の目的のために株式所有を行う場合である。

a 企業支配と金融市場に与えるインパクトの問題

SWFsの株式所有に伴い公的機関が株主権利を行使するか否かの問題が浮上するが、これは公的年金基金などの場合も当てはまる。株式所有の基本的問題としては、SWFsの投資方針の開示がなされないことによる金融市場への影響、リターンの最大化ではなく他の目的をもった投資行動を取ることによる最適な資源配分への阻害、政府が大量の株式所有を行った場合に民間部門の投資機会が喪失する可能性、株式取得における議決権の問題として株主権を積極的に行使する、もしくは行使しないことの問題²⁰、証券市場の監督機関者と投資が同一であることの問題（つまり監督の規制を受けないことによるインサイダー取引等の問題）、政府による情報収集能力による投資家とのモラルハザードなどが挙げられる。近年、新設のSWFsが増加し金融市場における投資額が増大していることにより金融市場における問題が更に大きくなってきている。

b 安全保障上の問題

また上記以外の問題点として、政治的意思を伴った投資が行われる場合である。例えばSWFsが投資対象国の企業の支配権を取得した時に、その企業が通信・衛星事業や国防産業などに携わる場合には、機密情報や技術を手入れし安全保障上重要な機関部分を支配しようとするような国家安全保障の問題が生じる場合がある。大株主や役員という立場から企業の内部情報を知り得る立場となることは当然考えられる。電力や公益事業などへの投資においても同様のことが言える。さらに、国内産業の育成など産業政策上の目的をもつ場合の投資は国家が民間企業の技術取得に関わるなどのことも想定される。

この種の問題として、2006年、シンガポールのテマセク社の例がある²¹。テマセク社はタイのタクシン首相一族所有の衛星通信事業であるシン・コーポレーション買収を公表した。これはアジア最大の買収劇として注目を集めたが、衛星通信事業が国家機密を漏洩しかねないこと、外資出資規制に抵触すること、さらにはテマセク社CEOがシンガポール首相夫人でありシンガポール首相一家であるリー家はタクシン家と懇意にしていることが問題視された。結果として、同買収はタイで政局混乱の引き金となり、タクシン政権を崩壊に追い込む問題にまで発展した。

このような状況を踏まえて、GAPPの第19原則政治的問題において、SWFsは経済利益に基づいて投資を行うべきであると規定された。また第20原則においては、政府であることを利用して民間企業に優って有利になる情報を取得したり、不正な権力を行使すべきではないと規定されている。

20 鈴木裕「政府系ファンドが株主になる日」『経営戦略研究』vol.20 新年号、大和総研、2009年、参照。

21 拙稿「第2次リー・シェンロン内閣始動へ」『アジア動向年報』アジア経済研究所、2007年、378～379頁参照。

5 おわりに

政府系ファンドは投資ビークルの一つであり、他のファンドとの最大の違いは政府による所有であるという点である。その投資手法は、市場インデックスに連動した投資（パッシブ運用）を行い、債権と株式に限定して投資する伝統的ポートフォリオ型からオルタナティブを含めた多様な資産クラスに投資する戦略的ポートフォリオ型、さらには株式投資による企業買収を積極的に行っていくプライベート・エクイティ型と多様化してきている。これらファンドはレバレッジをかけない長期スタンスの投資であるため世界金融の安定化に寄与しているとの評価がある。しかし一方で投資における情報の非公開性や政府の意図が他国企業の投資に反映されることが脅威論として議論の対象となってきた。特にサブプライム時における状況下での欧米諸国の金融機関への巨額出資は世界経済の資源の効率的配分に寄与したと言われたが、逆に巨額投資による市場の混乱や安全保障問題の懸念などが表面化して透明性を高める議論へと繋がった。

近年、SWFsの置かれている環境は変化してきている。世界的金融危機による株式や不動産など資産価格のさらなる下落により、欧米諸国の金融機関に投資を行い運用収益を減少させたSWFsが増加した。これらのSWFsは積極的に国際資産へのアロケーションを進めた結果、損失額が膨らんでいるのである。シティ・グループやメリルリンチに対して投資を行ったKIA（クウェート投資庁）は、結果的に巨額の損失を生み出したため国際金融市場で上場している株式の投資比率を引き下げた²²。現時点においては、主要各国のSWFsは投資を差し控えている状況であり、今後、従来の米国債をはじめ欧米諸国のエクイティ証券に比重を置くという投資戦略の見直しが図られるであろう。

【参考文献】

- 金堅敏「中国企業の海外投資戦略と政府系ファンド」『Economic Review』富士通総研経済研究所、2008年7月
- 重藤哲郎「SWF—中国・ロシアも加わり市場の関心が高まる国家ファンド—」国際金融情報センター、2007年6月
- 鈴木裕「政府系ファンドが株主になる日」『経営戦略研究』vol. 20 新年号、大和総研、2009年
- 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—」『アジア経済』第50巻4号、アジア政経学会、2004年
- 中村みゆき「第2次リー・シェンロン内閣始動へ」『アジア動向年報』アジア経済研究所、2007年
- 畑中美樹「2009年下半年からの動向が注目されるGCC諸国の政府系ファンド」『中東協力センターニュース』2009年4月
- IMF, “IMF Intensifies Work on Sovereign Wealth Funds”, *IMF Survey Magazine*, 4 March 2008

22 畑中美樹「2009年下半年からの動向が注目されるGCC諸国の政府系ファンド」『中東協力センターニュース』2009年4月、50頁。同氏は、中東湾岸諸国のSWFsは投資戦略の見直しとして金融商品から石油など商品への投資にシフトする動きができてきていることに言及している。

- IMF, "IMF Board Endorses Work Agenda on Sovereign Wealth Funds" , *IMF Survey Magazine*, 21 March 2008
- IMF, "Sovereign Funds Working Group to Meet in Santiago" , *IMF Survey Magazine*, 15 October 2008
- IMF, "SWF Principles Will Help Cross-Border Investment-Lipsky" , *IMF Survey Magazine*, 3 September 2008
- IMF, "Wealth Funds Group Publishes 24-Point Voluntary Principles" , *IMF Survey Magazine: In the News*, 15 October 2008
- IMF, "World Economic and Financial Surveys – Global Financial Stability Report" , October 2007
- IMF, "Sovereign Wealth Funds-A Work Agenda" , February 2008
- IWG, "Sovereign Wealth Funds–Generally Accepted Principles and Practices ‘Santiago Principles’" , October 2008
- Cornelia Hammer, Peter Kunzel and Iva Petrova, "Sovereign Wealth Fund: Current Institutional and Operational Practices" , *IMF Working Paper*, November 2008
- Udaibir S Das, Yinqiu Lu, Christian Mulder and Amadou Sy, "Setting up a Sovereign Wealth Fund: Some Policy and Operational Considerations" , *IMF Working Paper*, August 2009

GAPP (サンチャゴ原則)

<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples/pdf>

Stanley Reed, "Sovereign Wealth Funds Top Davos Talk" , *Businessweek*, January 24 2008

http://www.businessweek.com/magazine/content/08_04/b4068000159055.htm