

公的資金のアクティビズム

オーストラリアの事例

経営戦略研究部
鈴木 裕

公的資金による株式保有が深刻な問題を生じる可能性

- 政府保有の公的資金（SWF：Sovereign Wealth Funds）の投資動向が注目を集めつつある。
- オーストラリアでは、公営企業の売却益を原資に将来の年金給付に備える SWF として Future Fund を創設し、株式保有による運用も行っている。
- Future Fund が筆頭株主である Telstra の株主総会で、役員報酬関連の議案で反対が 6 割を超えた。公的資金もアクティビスト的行動を採る事例として注目すべきである。

1 公的資金による株式保有

10月に米国ワシントン 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、政府保有資産投資基金（SWF：Sovereign Wealth Funds）に対するベスト・プラクティスとなる運用ガイドラインを策定することを検討すべきとする共同声明が発表された¹。

SWF は、いまや様々な国で創設されているが、オイルマネーを原資とする UAE（アラブ首長国連邦）やサウジアラビアなど中東産油国やシンガポール、ノルウェーが先行していた。近年では、中国、韓国、ロシアでも設立されており、資金量が巨額なだけに、世界の金融市場の波乱要因になりかねないとの問題意識も持たれるようになってきている。

SWF が、株式保有を志向すれば、投資先の会社を支配するに十分な株式を保有できるであろうから、今後の動向によっては国家と民間企業の関係について深刻な問題を生じさせかねない。

2 オーストラリアの SWF

オーストラリアでは 2006 年に公務員の退職年金給付の財源に資することを目的に Future Fund が設立された。財政黒字と 06 年に国営通信会社 Telstra を民営化した際の政府の株式売却収入が原資となっている。07 年 6 月末時点で基金の規模は 523 億豪ドルに達するが、資金規模で言えば最大級の SWF の 10 分の 1 以下だ。ポートフォリオの組成も始まったばかりで、Telstra 株式を保有している他は、ほとんどがキャッシュであり、まだ具体的な投資は行われていない。

Future Fund の保有している Telstra 株は発行済み株式の 16.5% で筆頭株主だ。いかに政府

とは距離を置いて、収益の獲得が第一の目標であるといっても、Future Fund が Telstra に反対票を投じるとは考えにくいのだが、Future Fund の運用管理者は、アクティビスト的行動の可能性をも示唆してきた。

表：Future Fund の資産構成

資産種類	構成比	(豪ドル)
オーストラリア株式 (Telstra を除く)	3.5%	18.5 億
海外株式	3.9%	20.0 億
Telstra 株式	18.6%	97.4 億
現金	74.0%	387.3 億
合計	100.0%	523.2 億

出所：Future Fund ²

11 月 7 日行われた Telstra の株主総会では次の 3 つの議案が決議にかけられた。

役員報酬報告書の採択

会計監査人の選任

取締役報酬の増額

このうち、 は圧倒的な賛成多数であったが、 については賛成 33.82%、反対 66.18% であった³。 に対しては Future Fund も反対票を投じた。反対の理由は、役員報酬と株主の利益は適正にリンクするべきであるが、提出された報告書からはそのような趣旨が読み取れないと解されたからだ⁴。

ここで注意を要するのは、この決議はいわゆる勧告決議であって拘束力を持たない (NON-BINDING) ので、取締役会が新たな報告書を作成し、再度採択を求めるなどの義務を負担するものではないということである。とはいえ、事実上は役員報酬のあり方について多くの株主が反発を抱いており、何らかの改善を期待しているということが明らかになったのであるから、経営者としては今後の新たな課題を与えられたと考えなければならないだろう。

SWF による株式投資が一般化すれば、このような事例は増えていくだろう。実際、日本では

¹ http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/g7_191019.pdf

²

http://www.futurefund.gov.au/__data/assets/pdf_file/0014/1409/Future_Fund_Annual_Report_2006-07_internet.pdf

³ http://www.telstra.com.au/abouttelstra/investor/docs/tls578_agm2007proxypoll.pdf

⁴ http://www.futurefund.gov.au/__data/assets/pdf_file/0004/1498/Telstra_rem_report_071107.pdf

SWF ならぬ SPF (Sovereign Pension Funds) である年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF) の保有する株式の発行会社の株主総会において毎年多くの反対票が投じられている。GPIF では、株式の議決権行使を民間運用会社に委ねているので、Future Fund とは異なる仕組みであるが、巨大機関投資家の保有株式が反対票を投じているという結果は、同じである。今後、海外の SWF や SPF が日本企業の株主になることも考えられないではない。株主と会社の間新たな問題の萌芽であると言えよう。

第一の問題は、限られた投資対象である株式に巨額の公的資金が投じられることで、民間の投資資金が投資機会を奪われる恐れがあるということだ。上場株式会社に対する投資機会が一定であれば、公的資金による株式保有の分だけ、民間資金の投資は行き先を失う。SWF と民間資金を合算すれば収益に変動は無いかもしれないが、パイの切り分け方が変わってしまうのである。

もう一つの問題は、SWF が市場の公正性を歪める恐れがあることだ。例えば、同業の A 社と B 社で、SWF が A 社株を購入するという情報は、A 社がある種の公的サポートを受けるという情報となりかねない。国家の資金が民間会社の株式を保有すること自体が民間への介入とも思えなくもない。Future Fund の Telstra に対する行動は、この観点から様々な問題を生じさせる。仮に賛成票を投じれば、他の投資家の意向を軽視して経営者を擁護するものだとして批判される余地があるし、反対すれば民間会社の経営判断に公的介入を行うものとも難じられよう。株主権を行使しなければ、国民の財産である SWF の管理運営の適正が問題視される。株式を保有している以上は、権利を適正に行使することが受託者である SWF の義務であると考えられるからだ。どのように権利処理をしたとしても、SWF の公的性質に関連付けて批判を展開することは容易であろう。

さらに SWF 資金が海外投資に向かえば、相手国の安全保障を害する恐れも生じよう。SWF とは直接かわらないが、同じような問題は過去に生じている。UAE の公営港湾管理会社が、米国主要港湾のオペレーションを行う会社を買収しようとした時に、まさに安全保障問題と位置づけられ、米国議会の要請で米国事業の分離が実施されたという事例がある。SWF が他国の金融機関株の過半を所有している事例もあるようだ。

SWF による株式保有には、公的主体による株式保有の是非と言う問題が生じ、さらには安全保障上の摩擦の要因ともなりかねない。過去のポンド危機やアジア通貨危機などヘッジファンドが巻き起こしたような混乱を SWF は避けられるだろうか。あるいは SWF がアクティビスト・ファンドのような行動で、会社の経営を左右するような事態が生じるのであろうか。既に動き出している巨大な資金をどのようにコントロールして混乱を避けつつも利益を獲得していくか、今後の検討が必要とされる難しい課題だ。