

ソブリン・ウェルス・ ファンドは どこに行く

鈴木 裕



中東や中国・ロシアなどの政府が国家資産を国際的に運用するソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)と呼ばれる投資家が、経営危機に陥った欧米金融機関へ巨額の出資をするなどして注目を集めている。

原油高によって資産規模を急激に膨張させているだけでなく、運用対象が株式やヘッジファンドなどに拡大しており、市場に与える影響は軽視できない。

国家のファンドであることから、政治的な目的で投資をして、国際的な摩擦を惹き起こすことが懸念され、何らかの規制ガイドラインが必要ではないかとの声が欧米からは上がっている。また、一部のSWFは、欧米の年金基金並みに株主権を積極的に行使しており、物言う投資家としても存在感を強めている。

わが国においてもSWFの創設を検討されているところである。

1. ソブリン・ウェルス・ファンドとは
2. SWFに集まる関心
3. SWFの投資手法の変容
4. SWFへの警戒感
5. 透明性の確保か資金導入の優先か
6. 物言わぬ投資家か
7. 情報開示と株主権行使
8. 規制と実効性
9. 日本版SWF

1. ソブリン・ウェルス・ファンドとは

(ア) 注目を集める大型投資

昨年後半から、ソブリン・ウェルス・ファンド (Sovereign Wealth Fund=SWF) による投資の活発化に注目が集まっている。「ソブリン」とは主権とか国家とかと言う意味であり、「ウェルス」は富や財産を意味するので、SWFは国家資産運用基金、政府系ファンド、国富ファンドなどと訳される。

昨年から今年にかけて、シティ・グループ、UBSやモルガンスタンレー、メリルリンチなどに中東やシンガポールのSWFが大規模な株式投資を実施した。プライベート・エクイティ大手のブラックスストーンへ中国系SWFが出資を行ったこともあり、存在感を急速に高めた。わが国企業へも投資を積極化しており、中東の資金がコスモ石油株式の20%を取得し役員を派遣し、ソニー株の取得も公表された。中国のSWFが日本の帝石HDへの出資を検討しているとの報道もあった。ロシアや中国の新興SWFは、日本株も投資対象であると明言しており、株式市場への影響は軽視するべきではない。

債券や株式への投資だけでなく不動産、ホテル、介護ホームやアミューズメント設備へも出資している。日本でもショッピング・モールやホテルがSWFへの所有物となっている例が散見されるようになった。こうした投資の積極化によって資産運用ビジネスにとって、顧客としての重要性を増していることはもちろんであるが、それ以上に銀行・証券をはじめとする多くの会社の株主として大きな影響力を潜在的に有するようになった。

(イ) SWFの多くに共通する特徴

どのような資金をSWFと呼ぶか定義があるわけ

ではないが、①政府のファンドであること、②外貨建て運用の比率が大きい、③特定の債務との対応が希薄と言った特徴をもつ資金を言うという理解が一般的であろう。特定の債務と密接にリンクしていないので、通常は投資リスクの許容度は高く、投資期間も長いと考えられるが、個々のSWFの運用方針には、かなりの幅がある。リスク性資産を志向するSWFもあれば、債券投資に集中するSWFもある。

運用の原資は、多くの場合取得された外貨だ。外貨取得の源泉は石油などの天然資源の売却対価である場合と、外為介入による取得を当てる場合とに大別できるが、オーストラリアのようにそれ以外の資産(民営化企業の株式売却収入)が元になっている例もある。

外貨準備につき当面の必要水準を上回る分を有効に活用する目的で投資が行われる。天然資源の売却収入を原資とする場合の運用目的は、資源価格の乱高下による収入の不安定性を除去することと、資源枯渇に備えた代替的な収入源の確保を目指すことの両者だ。

あまり情報開示に積極的でないことも、SWFの特徴といえるかもしれない。資産規模さえ推測せざるを得ないほどで、一般には情報開示は行われないが例外もある。

2. SWFに集まる関心

(ア) 新たな投資家ではない

図表1から判るとおり、SWFは最近になって設立されたのでもなければ産油国が先鞭を付けたわけでもない。創設が早かったのは、南太平洋のキリバス共和国やナウル共和国だったといわれる。

リン鉱石の産地として名高かったが、20世紀の終わり頃に枯渇することが予想されていたために、1950年代から鉱石売却収入を積み立てて運用してきた。ナウルではオーストラリアやハワイへの不

動産投資を活発に行っていたといわれる。キリバスの積立金はおよそ5億ドルに達し、国家財政を支えている。

図表1：主なSWFの概要

国	ファンド・投資機関名	推定資産 (億ドル)	資金源	設立年	一人当たり 資産(ドル)	経済 自由度
UAE	Abu Dhabi Investment Agency	8,750	原油	1977	\$1,067,070	60.4
シンガポール	Government Investment Corporation (GIC)	3,300	非資源	1981	\$75,000	85.7
ノルウェー	Government Pension Fund - Global	3,100	原油	1990	\$65,960	70.1
サウジアラビア	Saudi Arabian Monetary Agency	3,000	原油	N/A	\$17,200	59.1
中国	China State Investment Corp (SIC)	2,000	非資源	2003	\$150	54.0
クウェート	Kuwait Investment Authority	1,740	原油	1953	\$181,250	63.7
ロシア	Stabilisation Fund of the Russian Federation	1,220	原油	2004	\$860	54.0
シンガポール	Temasek Holdings	1,080	非資源	1974	\$24,550	85.7
中国	Central Huijin Investment Company	660	非資源	2003	\$50	54.0
カタール	Qatar Investment Authority	500	ガス	2005	\$178,570	60.7
アルジェリア	Revenue Regulation Fund	430	原油, ガス	2000	\$1,270	52.2
オーストラリア	Australian Future Fund	420	その他	2006	\$2,040	82.7
ブルネイ	Brunei Investment Agency	300	原油	1983	\$76,920	N/A
アメリカ(アラスカ州)	Alaska Peramant Fund	394	原油	1976	\$63,550	82.0
ロシア	Fund for Future Generation	320	原油	2008	\$230	54.0
韓国	KIC	252	非資源	2005	\$520	68.6
マレーシア	Khazanah National BHD	183	非資源	1993	\$700	65.8
カザフスタン	National Fund	180	原油, ガス	2000	\$1,220	60.4
台湾	National Stabilisation Fund	150	非資源	2000	\$660	71.1
カナダ(アルバータ州)	Alberta Heritage Savings Trust Fund	154	原油	1976	\$470	78.7
イラン	Oil Stabilisation Fund	120	原油	2000	\$170	43.1
ニュージーランド	Superannuation Fund	100	非資源	2003	\$2,440	81.6
ボツワナ	Pula Fund	62	ダイヤモンド	1993	\$3,440	68.4
チリ	Economic & Social Stabilisation Fund	39	銅	2007	\$230	78.3
オマーン	State General RF	20	原油, ガス	1980	\$1,100	63.9
アゼルバイジャン	State Oil Fund	15	原油	1999	\$180	55.4
ベネズエラ	FIEM	8	原油	1998	\$30	47.7
トリニダードトバゴ	Revenue Stabilisation Fund	5	原油	N/A	\$380	71.4
		28,502				

(出所)資産額等はEconomist Intelligence Unit, Peterson Instituteのデータおよび他の公表数値に基づき大和総研作成
一人当たり資産算出の基礎となる人口は、国連人口統計によったが、湾岸諸国は「Gulf Statistical Profile」による
経済自由度はヘリテージ財団

(イ) 原油高に資金量の急増

中東のSWFの多くも20世紀中に創設されており、新たな投資家と言うわけではない。オイルダラーとしてその動向は注目されていたが、ここ1年ほどの間にわかにその存在感を増しているのは、幾つかの理由がある。一つは原油価格の高騰により中東系のSWFが急激に規模を拡大していることだ。採掘コストに大きな変動は無いのだから、値上がり分が産油国の増収になり、世界中に運用先を求めることになる。最大の産油国であるサウジアラビアでは、通貨庁がSWFとして米国債中心の慎重な投資を行ってきたが、別に最大級のSWFを創設して積極的な運用に乗り出すとの報道もある。

(ウ) SWF創設国の増加

また、中東圏だけでなく中国やロシアといった政治大国がSWF設立や投資の活発化に動いていることも、関心を高める理由になっている。潜在的な緊張関係にある以上、資本供給を通じた浸透を警戒することになる。昨年10月のG7でSWFに何らかのガイドラインを設けるべきとの提言があったように、投資を受け入れる側の欧米では、一定の規制が必要だとの考え方が有力だ。ドイツは、国防や公共秩序に関わる企業の株式を25%超取得することに政府が拒否権を発動する制度の導入が検討されているし、フランスでは、SWFへの警戒感も理由の一つとして、企業買収防衛基金の設立が構想されており、SWFへ対抗するための政府主導の基金設立といった図式となっている。ブラジル・インド・タイなどでも設立を予定していると報じられており、規模と運用姿勢の両面でSWFの影響力は強まるばかりだ。

中東やアジアのSWFが欧米の金融機関に資本を

提供していることについて、現状では警戒感は小さいと言っていいだろう。規制当局としても、金融機関の財務的脆弱性が軽減されることは好ましいので資本供給源として歓迎されている。しかし、今後仮にサブプライム問題が拡大し、更なる出資がSWFによって行われ、保有比率が20%になり、30%になりと上昇していった場合、それでも投資を認めるだろうか。欧米主要金融機関が、SWFによる実質的支配に帰することもあながちありえないことではない。外国政府に実質支配されている金融機関が国内市場に重大な影響力を有するようになるならば、判断は変わる可能性がある。貿易環境や資源価格動向に左右されるとはいえ、SWFは、今後資産規模が急激に増大するだろうと予想されている。投資が量的に増えれば、質にも変化を生じる。その時に、規制の態様が変更される可能性はあり得るものと思える。

巨額の資金を有するSWFが投資をしそうな会社を事前に予想できれば、その後の株価上昇を手にできるのでSWFの物色動向は投資家の大きな関心事なる。ドバイのSWFがソニー株の大量購入を表明した後に急騰しており、SWFが買う・売るといった情報が株価変動要因となることは否定できない。金融の収縮によってヘッジファンドの影響力が小さくなる一方で、SWFが相対的に影響力を増しているとも言えよう。

3. SWFの投資手法の変容

(ア) 脱ドル・脱債券投資の兆候

SWFの投資は、ここ数年の間で変化を示しており、特に原油高を背景とした資産の膨張は、投資対象・投資スタンスの両面で市場でのプレゼンス

を一気に高めた感がある。

従来SWFは、米国債の比率が相当に高かったが、ドル安ヘッジのため他の通貨への投資も行われるようになった。また、株式を通じた産業政策に資する関係作りをも視野に入れた戦略的投資を行うようになった。

(イ) 国内産業振興の一手段

SWFの目的の一つが資源枯渇へ備えることにあり、海外企業を誘致することはその目的に合致する。大株主としての発言力を背景とすれば、当該国への進出を促進でき、国内産業の多角化に資する。近年の欧米金融機関への投資も、中東の金融ビジネスの一層の活性化を視野に入れた行動であろう。

そのような長期的な戦略に基づく投資であるから、短期的な売買は考えにくい。いわゆるアクティビストファンドのように内部留保の払い出しを求めるような行動ではないが、事業自体の進出や原油などの取引関係の構築を目指した株主権行使の可能性があり、経営への影響と言う可能性を考えると重視すべき株主となるだろう。

(ウ) 多様な投資手段の採用

ここ半年の間で続々と公表されている大型案件を見ても投資先の会社との関係の濃淡は多様だ。会社経営に影響を及ぼさない程度の少数株主として投資することもあれば、株式の100%を買い上げ、会社経営を支配するケースまである(図表2)。アブダビ投資庁によるシティグループへの75億ドルの投資は、高い利率を確保したが議決権を伴わないものであった一方、バーニーズへの投資は100%の株式保有を行っている。投資対象セクターも

様々で、ハイテクのアドバンスト・マイクロ・テクノロジーやソニーもあれば、蠟人形館で有名なタッソーグループへも投資を行っている。銀行証券も対象となるし、プライベート・エクイティ・ファンド運営会社への出資も行われている。カタールのSWFは、株式会社化された証券取引所(ロンドンや北欧)の株式も大量に取得保有している。

SWFは、運用に関する規制を通常は受けないので、自由に投資対象を選択できる。ヘッジファンドやプライベート・エクイティへも投資を広げている。SWFが証券投資を行う場合には、レバレッジを利用したり、ショートポジションを取ったりすることは通常は無いのだが、ヘッジファンド等を経由することで、実質的にはレバレッジをきかせた投資を行っているとも言える。しかし、それは限られた規模に過ぎず、ほとんどは現物の買い持ちポジションであるから、ヘッジファンドが惹き起こすような市場の混乱を生じる恐れは無く、むしろ市場の安定に貢献しているとSWF側では主張している。

4. SWFへの警戒感

(ア) 政治的意図を有する投資への危惧

SWF投資の問題として、純粋な利益目的の投資ではなく、政治的目的を伴う投資を懸念される。対象国の安全保障上、産業政策上重要と考えられる企業の支配権を取得して、機密情報を入手したり、技術移転を図ったりする恐れは確かにあるだろう。しかし、政治的摩擦が懸念される国のSWFによる投資を受け入れることは、逆に相手国の資産を自国内に封じ込めることもできるようになるのだから、政治的対立の激化を互いに避けようと

図表2：最近のSWFによる主な投資案件

SWF名	国	対象企業	保有比率	投資金額	備 考
Isthismar	UAE	バーニーズ・ニューヨーク	100%	9.4億ドル	ファーストリテイリング(ユニクロ)との競合TOBに勝利。
IPIC	UAE	コスモ石油	20%	890億円	社外取締役2名の受け入れを含む業務提携。
CIC	中国	ブラックストーングループ	10%程度	30億ドル	IPOに先立って、無議決権株を取得。
CIC	中国	モルガンスタンレー	10%程度	50億ドル	株式転換後に10%程度の保有
Temasek	シンガポール	メリルリンチ	10%以下	44億ドル	株式コールオプションも購入
GIC	シンガポール	UBS	9%程度	115億ドル	株式転換後に筆頭株主
アブダビ投資庁	UAE	シティグループ	4.9%	75億ドル	普通株へ強制転換する出資証券。転換後に筆頭株主。
DIC	UAE	ソニー	5%未満	—	大規模な投資が公表されたが、保有比率等は不明

(出所)最近の報道から大和総研作成

する動機ともなるはずだ。つまり、有事には相手国の資産を凍結する選択肢を手にするのだから、安全保障上はむしろ好ましいともいえる。

投資を受け入れることは一般には歓迎すべきことであって、企業にとって資本の提供者が誰であるかは通常は大きな問題ではない。海外からの投資によって、モノやサービスが提供され、雇用が拡大することは投資を受け入れる大きなメリットだ。したがって、SWFといえどもその投資を原則的に遮断するというのは全くの愚策だ。安全保障や産業政策上の問題を生じるような場合に例外的に外国人の保有を制限するという方向での規制が適切だ。

(イ) 事後的規制の事例

こうした規制は、古くから行われてきたが、9.11同時テロを契機として強化されている。米国では、日本以上に厳しい外資規制を行っており、株式取得を差し止めた例もある。中国海洋石油総会社が米国の石油大手ユノカルを買収しようとし

た際に、中国政府の金銭的支援を受けた国有企業によって戦略的に重要なアメリカの産油企業が買われてしまうという米国議会での反発に応じて、買収を断念したという経緯がある。また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外資の分離が実施されたという事例がある。

(ウ) 国民感情のもつれも

このような実効性のある規制手段によってSWFによる海外企業の株式取得の問題は、芽のうちに摘み取ることができるのだが、漠然とした警戒感は根強く、それが安全保障や産業政策上問題とならないような企業への投資まで規制することになりかねない。シンガポールのSWFは、タイやインドネシアの企業へ投資したことで、対象国で反発を買っている。テマセクがタイの通信大手シン・コーポレーションの株式を取得した際には、そのプロセスが問題視され、タイのタクシン首相の地

位を脅かす一因となったし、インドネシアの携帯電話会社2社の株式を大量取得したときには独占禁止法違反にも問われている。民間資金であれば反発も少ないだろうが、国家対国家の関係になれば、感情的な対立にも発展しかねないのである。

5. 透明性の確保が資金導入の優先か

(ア) 透明性確保のための情報開示要求

投資を受け入れる側の不安を解消するには、情報開示が有効であるが、多くのSWFでは、そのような開示のインセンティブに欠けることも確かだろう。もともと、SWFに限らず投資家が保有する資産を公表する義務は一般には無いといっていだろう。

開示が義務付けられるのは、投資家が受託者である場合に、委託者が要求した場合だが、SWFの委託者を各国の国民だと考えるならば、開示要求は小さいと思える。表1では、ヘリテージ財団による各国の経済的自由度の評点も記載したが、SWFを設定する国々の多くは、自由度が低い。本来国家の保有資産は国民の利益のために運用されるとすれば、国民に向けた情報開示が行われ、そうした情報は投資を受ける企業にとっても役立つものとなる。

しかし、国内的な経済活動の自由度が低ければ、自国政府に対する民主的圧力は小さいので国民に向けた情報開示は行われにくい。SWF資産を人口一人当たりに直すと、産油国では日本円で一千万円程度を超えることも珍しくは無く、国民の重大な関心事になっているのではないかとも思えるが、資産総額さえ開示しないSWFがほとんどだという事

実は、情報開示を促す国内の政治的なプレッシャーが薄弱であることを想像させる。G7で表明された懸念は解消されておらず、情報開示は、SWF設立国政府の意向次第であるというのが現状だ。

(イ) 対内投資促進とのバランス

情報開示しない投資家を排除するような規制を行えば、より規制の少ない国への投資はシフトする可能性が高い。国家の政策として他国のSWF投資を規制すれば、投資資金は逃げて行き、そのような投資を許容する他国の成長を支えることになるわけだ。つまりは、規制によって対内国内投資が減少する効果と、安全保障や産業政策の効果との比較考量によって規制政策は決定されるべきであろう。独仏が規制強化の方向にあることは前記の通りだが、英国ではSWFの投資を歓迎するという見解が強いし、米国FRBのバーナンキ議長もSWF投資は米国経済の活性化に有益と言う理解を示した。また、UBSの本拠であるスイスの経済大臣は、情報開示ルール策定に言及しつつもSWFを狙い打ちにした規制を行わないとコメントをした旨が報じられた。他にも資金の導入を促進しようとする国家首脳の見解も度々報じられている。日本でも閣僚がSWF関係者と情報交換するなどしているようだ。

6. 物言わぬ投資家か

(ア) SWFは物言う投資家か物言わぬ投資家か

SWFが政治的な目的をもって投資を行うという懸念がある一方で、投資先の会社の経営に全く関

心を持たずに物言わぬ株主になるのではないかということに危惧する見解もある。ダボスの世界経済会議で米国のサマーズ元財務長官が、SWFの政治的投資を警戒しながら、もう一つの問題として、この物言わぬ投資家となる懸念を表明していた。これは、国家の資金であり、収益追及への貪欲さを欠くので、投資先の会社が十分な成果を上げていなくても寛容な態度を採るのではないかということだ。これは、収益重視の他の株主にとって見れば、経営者へプレッシャーをかけようとしても同調しない株主が存在することになるので、株主の影響力が減殺されて、経営者の非効率を改善できなくなる恐れが生じることを意味する。国営事業にしばしば見られるように、利潤追求がおろそかになってしまうのではないか、そうした懸念は投資事業についても当てはまるのではないかということだ。

(イ) 資産運用の判断を 民間委託することで解決

この問題は、SWFが民間運用会社に運用を委託すればある程度は解決できるかもしれない。

わが国の公的年金積立金を管理する年金積立金管理運用独立行政法人は、20兆円ほどを国内株式に投資しているが、決して物言わぬ株主ではない。株式運用は全て民間運用会社に委託されており、株主としての権利行使も運用会社の判断で最善と思われる方法を選択するものとされている。独立行政法人は運用会社から報告を受けるのみだ。運用会社は、受託資産の適正な管理を実施する責務があることから、積極的な株主権行使を行っており、結果的に投資先の会社の株主総会議案に対して毎年多くの反対票を投じている。

独立行政法人が自ら株主権を行使しないのは、

国が民間企業の経営に影響を与える等の懸念を生じさせる恐れがあるからだ。同じことはSWFの場合も言えるだろう。SWFでは、国外会社への投資を活発に行っていることから、外国政府による経営関与という問題を生じるので、もっと自制的であることがSWFには求められるかもしれない。

このように運用の判断を民間の運用会社に委託すれば、SWFが物言わぬ投資家となる恐れは軽減できる。しかし、一方で、株主としてSWFは、次節で述べるように物言う投資家として軽視できない影響力を発揮しつつあることにも注意が必要だ。

7. 情報開示と株主権行使

(ア) コード・オブ・コンダクトを 先取りするノルウェーのSWF

ノルウェー政府基金は、欧米から警戒感を抱かれることの少ないSWFだ。これは、もちろん主たる投資先である欧米と地理的歴史的に密接な関係があるということもあろうが、情報開示に積極的に取り組んでいるからというのも理由の一つになっていると考えるべきだろう。どの国のどの会社にどれくらい投資しているかを詳細に開示するだけでなく、特定の会社に対する持分に上限を設けて、自らが主要な株主の地位につくことを注意深く回避している。

現在、EUやIMFで検討が進められているSWFの行為基準(コード・オブ・コンダクト)を先取りするような開示基準や投資基準を自発的に定めている。ノルウェー政府基金をモデルとして他のSWFに同様の行動を求めようとしているのだが、何故ノルウェーだけが多々あるSWFの中で行為基準を策定できたかという検討を欠かすことはでき

ない。行為基準を策定する基礎的な条件があったのは何故ノルウェーに限られたのかという問題だ。これは、前述の通り国家と国民の関係によって規定されているのではないかと考えられる。民主国家では、国民に対する政府の説明責任と言う見地から、国有財産の運用を詳細に開示するし、欧州地域にあるからこそ、国際的な軋轢を避ける強い動機があったのだろう。既述の通り、国民に説明する責任の無い国家が運営するSWFでは、情報開示や行為基準は国内的に見れば不必要なのである。

(イ) 欧米年金基金並みの議決権行使

この民主国家によるSWFの保有株式については、投資を受ける会社に一つの問題を生じさせる可能性がある。保有株式の議決権行使問題だ。

中東地域のSWFは、一般に議決権行使にはほとんど関心を示さない。会社の株主総会事務では、中東の投資家から議決権行使書面が送られてくることは珍しいと言われる。一方、議決権行使に熱意を示すのは、米国や英国の年金基金であることはよく知られている。年金制度による保有株式は、究極的には年金制度加入者の利益を実現する目的であり、保有株式にかかる議決権もその目的と整合するように行使することが要求されるからだ。つまり、加入者に対する説明義務を履行するために年金制度管理者に議決権行使とその結果を開示する責任が生じるのである。

同じことが民主国家の運営するSWFでは生じる。明確な説明責任が生じない資金とは異なり、国家財産の運用を国民に報告する義務が生じるのである。ノルウェーやシンガポールのSWFは、他国のSWFとは異なり情報開示に積極的だが、これは投資先の欧米への情報開示をしているのではな

く、国民に向けた国有財産の管理報告なのだ。

この国有財産管理の一環として、保有株式に係る議決権行使を適正に行わなくてはならない。ノルウェーのSWFは、この点では欧米の年金基金と同様だ。すなわち、資金を多くの会社に分散投資し、それぞれの会社の株主として適正な議決権行使を行っている。株主総会議案の中に株主の利益を損なう恐れが認められれば、議案に反対票を投じている。昨年6月の株主総会でもノルウェーのSWFは、多くの議案に反対しており、日本の会社に投資している場合でも変わる所は無い。図表3では、ノルウェーSWFによる日本株の投資額が多い順に10社取り出し、株主総会議案にどのような判断をしたかを記した。

つまり、民主的なコントロールが行われない国のSWFでは、政治的な意図による投資や情報開示の不十分さが批判的になるが、民主国家のSWFでは、物言う株主として、外国政府が例えば日本の会社の経営者人事に反対するなどということが生じる。外国政府が日本の会社経営へ株主として介入してくるとのことだ。ノルウェーのSWFは、SWF全体の中では圧倒的な少数派であり、現在のところ日本の会社の総会運営に実務的な影響を及ぼしているとはいえ、将来的にはその可能性が無いとは言えない。実際、オーストラリアのSWFであるFUTURE FUNDは、もともと民営化電話会社TELSTRA(日本のNTTに相当する)の政府保有株を原資としてスタートしたが、その株式について議決権行使を行うに当たり総会議案の一部議案に反対票を投じている。FUTURE FUNDは、TELSTRAの筆頭株主であり、しかもオーストラリア政府の一部だが、国民への説明責任を果たすためには、かつての国有企業であろうともその経営に物言う姿勢をとっているのだ。

図表3：ノルウェーのSWFの議決権行使結果

社名	反対または棄権した議案	投資額(億円)	保有比率
トヨタ自動車	取締役選任(30名)：1名に反対、28名に棄権、1名に賛成。 監査役退任慰労金：反対。	543	0.26%
JT	監査役選任(4名)：1名(社外)に反対。3名(内社外2名)に賛成。 取締役・監査役退職慰労金並びに打ち切り支給：反対。	383	0.59%
三菱UFJ	取締役選任(15名)：1名に反対、14名に賛成。 取締役・監査役退職慰労金並びに打ち切り支給：反対。	374	0.34%
三井住友FG	定款変更：反対。	346	0.55%
みずほFG	取締役・監査役退職慰労金：反対。	280	0.47%
ソニー		267	0.44%
任天堂		265	0.29%
キャノン		264	0.39%
T&D		225	1.63%
三井物産		190	0.45%

斜線は反対や棄権した議案が無いことを示す。

(出所)ノルウェー政府年金基金公表資料をもとに大和総研作成

(ウ) SWFが物言う株主となる可能性

SWFに情報開示を積極化し政治的意図の排除を求めることは、SWFを現在の欧米年金基金のような物言う株主に変えることになるかもしれない。欧米は中東や中国・ロシアのSWFが、政治的な目的ではなく、経済的な目的、つまり収益追求のために投資判断を下すべきであると主張している。その主張通りに、収益追及のための株式投資を行うとすれば、株主としての議決権もその目的にそって行使されることになる。それは欧米年金基金が年金制度加入者の利益を最大限重視した結果、議決権行使にもその考え方が及んで、株主重視の経営を株主として投資先の会社に求めるための議決権行使に結実したことを思い起こせば当然の成り行きとして予想できる。

そのような方向にSWFを誘導することは、物言う株主の存在感を高め、会社に対する影響力を強化することになるので、既存の物言う株主にとっては歓迎される。欧米の年金基金等大手機関投資家の連絡組織であるICGN (International Corporate Governance Network) は、SWFが政治的動機に従って投資を行うことに対しては反発を持っているが、保有株の議決権を株主価値の最大化のために活用すべきであると考えている。ICGNの有力なメンバーである米国の各州公務員年金基金は、政治的な存在だ。役員には州政府のメンバーが含まれるし、州公務員の代表も含まれる。投資方針にも、政治的な意図が反映する場合が多く、地域の住宅建設への融資が年金基金によって行われることを許容する州もある。わが国でも年金積立金が住宅融資に活用されていたこともあるが、

社会政策的な資金の融通が行われていることが年金基金には珍しくない。また、外交・安全保障に関連する投資規制も行われる。州公務員年金基金によっては、人権問題や労働問題を理由として特定の国家への投資を禁止する規制が成立している例もある。こうした規制は、公的資金が国民の監視下にあるがゆえに設けられる。

SWFに責任ある投資を求めるならば、議決権行使が積極化することを予想しておくべきであろう。

8. 規制と実効性

投資を受ける欧米ではSWFに「コード・オブ・コンダクト」つまり行為基準を設けて、投資の透明性を確保しようとしている。IMFは、SWFに関する報告を作成中であり、秋までには行為基準を策する意向だ。保有している株式等の資産を公開することと、政治的目的での投資を行わないことを求めている。SWFの方は、決して一枚岩ではなく、ノルウェーやシンガポールのように前向きな対応をしているところもあれば黙殺しているところもある。

SWFの投資対象は民間企業であるが、金融証券市場の秩序維持や産業政策・安全保障政策は政府の役割だ。そこで、投資家としての国家と、政策当局としての国家との関係、つまり国家対国家の関係になるところにSWFの規制の難しさがある。行為基準を策定したとしても、SWF側はこれに従うとは限らない。既に規制に対して資金の逃避を匂わせているSWFもある。欧米側も投資を過度に規制して資金が逃げてしまうことを恐れるだろう。対内投資促進と規制の必要性を考慮しつつ、投資する側と投資を受ける側の妥協点を探っていくことになるだろう。

9. 日本版SWF

(ア) 国産SWF構想

各国のSWFのプレゼンスが拡大している中で、株式市場の相対的不振とも相まって、金融市場の中核的プレーヤー足りうるSWFを日本でも創設すべしとの主張もある。他国のSWFの例から見ても幾つかの原資を元にすることが構想できよう。

わが国の外貨準備高は、中国に次ぐ規模であるがSWFは組織されておらず、ここに注目するのは当然の成り行きだ。しかし、外貨準備を原資とするSWFには、ドル安を加速する恐れがあること、リスク運用の是非、G7内の懸念への配慮、などの理由で、設立には批判的な意見が強い。

150兆円ある公的年金積立金は年金給付債務と結びついているために定義上SWFと呼ばれないが、資産の11%を国内株式に振り向けており、実態的にはわが国で最大級の株主となっている。現在の政策アセットミックスでは、国内債券67%とされているが、これを見直せば巨額の資産をリスク運用にシフトすることも可能だ。50兆円程度をSWFとして運用する案もあるようだ。もっとも、公的年金積立金による株式運用の当否自体がたびたび問題になっており、リスク性資産の比率を高めることは、政治的な課題になりかねない。

民営化企業株式の売却代金は、国庫に帰属するがSWFのような特別な運用スキームが採られることは無い。しかし、民営化企業株式の売却収入をSWFに充当するオーストラリアの例もある。とはいえ、資産運用に回す資金があれば、国債の縮減や減税を優先すべきという主張にどう反論するかが問われよう。

(イ) SWF創設の諸課題

財源の他にもSWFの設立にあたっては、考えておかなければならない問題は数多い。

第一に、有限な投資機会を国家のSWFが占めてしまえば民間の投資が縮小してしまう恐れがあるということだ。株式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。

また、SWFが政治的考慮無しに収益追及に突き進むことが望ましいか問題だ。政府の資金は、民間では採算が合わないが社会的には必要な投資に振り向けられるべきとも思える。国家の資金である以上、政治的なコントロールから完全に自由であるべきとは言えないので、社会政策的な事業への投資を行うべきであるとする国民的な批判が生じる恐れもある。これは、市場運用における中立的な投資判断をいかに確保するかという問題だ。

SWFの構想では、「プロ中のプロ」を雇うなどと言われているが、偶然や運・不運が大きく作用する資産運用で将来も勝ち続ける一流のプロをどうやって見出して、適正なインセンティブを与えるか、これまた困難な課題だ。公的資金の株式運用の規模や歴史で言えば、日本は世界で最も多額の資金を長期間運用してきた実績がある。前述の公的年金積立金は、1980年代半ばから株式への運用を行っているが、これは世界でも類例が極めて少ない。公務員の年金積立金が株式に投資することは珍しくないが、国民全体に強制適用される社会保障年金の積立金を市場で運用しているのは、カナダやスイス、南米、北欧に数少ない例がある程度でそのいずれも規模・歴史では日本に遠く及ばない。公的年金資金の運用で手に入れた経験を

日本版SWFにどのように生かせるか問われる。

国家の資産を有効に活用して、国民の福利を増大させるというSWFの目的自体に反対する理由は無い。しかし、現実的に実施できるか、失敗した場合の責任の所在などを考えると検討は慎重に進めるべきであろう。

■ 執筆者

鈴木 裕 (すずき ゆたか)

経営戦略研究所 経営戦略研究部 主任研究員

専門：企業年金の資産運用

運用機関の管理