

政府系ファンドが 株主になる日



鈴木 裕

政府系ファンドの規模拡大は、減速しているもののなお、巨大な投資家である。中東や中国・ロシア等の政府系ファンドによる投資は透明性が十分ではなかったが、IMFが策定した情報開示原則によって、解決される方向にある。しかし、外国政府が大株主となって、民間会社の経営に影響を及ぼす可能性は払拭されていない。

また、国家の資金による投資では、投資家としての責任が強調される可能性があり、これまで以上に社会的責任投資が拡大するのではないかと思われる。

1. はじめに
2. 政府系ファンドの情報開示 — 米国における調査
3. 国家の資金による株式投資が惹き起こす問題
4. IMFの政府系ファンド規制原則
5. GAPPにおける社会的責任投資の位置づけ
6. GAPP以降の進展 — 政策防衛ファンド
7. 政府系ファンドの投資と他の政策の整合性
8. 今後の展望

1. はじめに

一時期のように大きな関心を集めることは少なくなかったものの、政府系ファンド¹の投資動向や投資目的に対する関心は未だに根強いものがある。これまで資本を供給していた欧米諸国は、むしろ中東や中国・ロシアなどの政府系ファンドからの資本を受け入れる側に回った。世界の資金の流れが一変したように見え、なじみの無い投資家である政府系ファンドへの警戒感が沸き起こったのである。政府系ファンドが警戒感を持たれる最大の理由は、その資産規模が巨額であるがゆえに、産業政策や安全保障政策に関わる重要な民間企業の株式を大量に購入し、容易に実質的に支配できるようになると懸念されるからだ。資源価格の高騰によって資金量が増大すれば、投資リスクを大きく取ることも容易になるので、高リスク運用にシフトする。結果的に株式保有が一層増加し、株主としての影響力をますます強めると予想されたのである。

しかし、ここ数ヶ月でかつての状況は様変わりした。資源価格は急落し、産油国の政府系ファンドの成長にブレーキが掛かっているし、新興産油国の中には、採掘コストに原油価格が届かず、政府系ファンドの組成自体が困難になると見込まれる例さえ現れてきた。輸出も世界的な景気後退によって縮小している。また、欧米金融セクターに巨額投資を行って注目を集めた政府系ファンドは、今では大きな含み損を抱えて、国民の富を失ったとして国内的に非難を浴びるようになっている。2008年後半以降政府系ファンドによる巨額投資の事例を目にすることは少なくなった。

2015年には、現在の4倍の12兆ドル程度になるとみられていた政府系ファンドの資産総額は、下方修正を避けられない情勢だ²。今後の資源価格

動向や株式市場動向などにより影響を受けるので、確たる予測は難しいが、巨額な資産の急激な増大という政府系ファンドへの警戒感を生んだ前提条件の一つは、揺らぎつつあると言えるだろう。

とはいえ、政策アセットミックスを策定して行うポートフォリオ投資では、アセットクラス別の資産比率を維持するために、価格が下落した資産を買い増す、いわゆるリバランスが行なわれる。金融危機以来株価が下落している中で、株式の比率を維持するために買い増しが行なわれるので、年金基金や政府系ファンドが今まで以上に保有比率を上げることは十分に考えられる。資産額の伸びは鈍化するものの、他の投資家が手放した株式を政府系ファンドが買い集めるかもしれないのである。

本稿では、「経営戦略研究」2008年春季号に掲載した「ソブリン・ウェルス・ファンドはどこに行く」³を踏まえて、株主としての政府系ファンドの問題を考察する。まず、政府系ファンドが一般には情報開示に消極的であるという事実を確認した後、この点を改善するための国際的な取り組みの現状を紹介する。そして、情報開示だけでは解決されない株主行動における問題点を指摘する。また、政府の資産運用であるが故に、今まで以上に重視される可能性のある、政府系ファンドによる投資における社会的責任と現状と展望について言及する。

2. 政府系ファンドの情報開示 — 米国における調査

(ア) GAOの調査

2007年に注目を集めたように政府系ファンドが

1 政府系ファンドの定義は確立されていないが、後記の「GAOレポート」やGAPPの整理が一般的であると思われる。しかし、年金積立金を政府系ファンドに分類する例もあり、何を政府系ファンドと定義するかは未だ不明確である。定義に関する議論について、http://crr.bc.edu/images/stories/Briefs/ib_8-21.pdf

2 <http://www.morganstanley.com/views/gef/archive/2008/20081110-Mon.html#anchor7146>

3 <http://www.dir.co.jp/souken/consulting/report/strategy/cg/08052602strategy.pdf>

欧米金融機関での持ち株比率を高める中で、米国の上院銀行住宅都市委員会 (Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs) は、各国の政府系ファンドの情報開示状況を米国会計検査院 (The U.S. Government Accountability Office = GAO) に照会した。GAOは、現状でどのような情報が公開されているかを丹念に調査し、その結果は、「SOVEREIGN WEALTH FUNDS-Publicly Available Data on Sizes and Investments for Some Funds Are Limited」(政府系ファンド－規模・投資に関して利用可能な情報が不十分な場合も：以下「GAOレポート」)として2008年10月に公表された⁴。GAOレポートは、米国内の各種公的機関や政府系ファンド自身が政府系ファンドに関してどのような情報を管理し公開しているかを調査するものであるから、政府系ファンドについて新規な情報を明らかにするものではない。

GAOレポートからは、政府系ファンドによる対米投資の状況が非常に判りにくいという現状が浮かび上がってくる。従来の統計では、政府系ファンドの投資のみを抽出して動向を把握することができないので、政治的な投資であるとか、安全保障上の漠然とした懸念が強まり、外国からの投資に対する排外主義を醸成しかねない。外資投資を警戒するが故の情報開示要求だけでなく、外国からの資本導入を進めるべきとする立場からも情報の開示が期待されているのである。

(イ) 情報公開への取り組みは消極的

GAOレポートでは、何をもって政府系ファンドと言うかを検討しているが、定義付けと言うよりは、議会が関心を示すファンドの属性として、次の4点を指摘し、こうした性質のファンドの情報開示状況を調査している。

図表1：政府系ファンドの情報開示状況 (48ファンド)

資産総額を開示している(2007年以降)	29
(内) 監査を受けている	17
ファンド専用WEBサイトを持つ	24
政府のWEBサイト(中央銀行や財務当局)	21
投資に関して何らかの情報を公表している	30
(内) 投資先を詳細に開示している	4
投資目的を開示している	40

(出所)「GAOレポート」をもとに大和総研作成

- ①政府設立または政府出資の投資手段
- ②債券以外の外国資産に投資を行う
- ③財政余剰、貿易黒字、中央銀行準備金、または国有商品資産の売却益を原資とした基金
- ④年金基金ではないこと

以上のように調査対象を限定することで、①によって民間ファンドは除外され、②で株式や不動産へ投資するファンドを対象とすることになる。また④によりわが国の公的年金積立金などが除外される。こうした絞込みを行なうことで、通常イメージされるような政府系ファンドが調査対象として残される。こうして、34カ国の48ファンドを対象として政府系ファンドの情報開示状況が調査された(図表1)。13ファンドはアジア太平洋地域、10ファンドが中東、25ファンドがアフリカと南北米州・カリブ海域・欧州であった。アラブ首長国連邦(UAE)、シンガポール、ロシアは2つ以上の政府系ファンドを有している。これらのうちクウェートやキリバスが1950年代に設立されているが、28ファンドは2000年以降の設立だった。

調査結果の概要は、以下の通りだ。48ファンド

⁴ <http://www.gao.gov/new.items/d08946.pdf>

のうち資産総額を公表しているのは60%であるが、保有内訳は4ファンドしか明らかにしていないという。情報開示に対する取り組みはファンドによって大きく異なる。ほとんど情報を明らかにしないものもあれば、運用資産の詳細を開示する政府系ファンドもある。クウェート投資庁(Kuwait Investment Authority)は、クウェート政府に対して詳細な報告を行なっているが、それが公表されることは無い。情報はあがるが公表はされないということだ。ノルウェーでは、保有資産の詳細が公表されている。シンガポールの政府系ファンドの一つ、Temasek Holdingsは2004年からアニュアル・レポートを公表しているが、同じシンガポールのGIC (Government of Singapore Investment Corporation)は、今年になって設立以来はじめてのアニュアル・レポートを公にしており、同じ国でありながらも対応が異なることもある。

3. 国家の資金による株式投資が惹き起こす問題

(ア) 公的年金積立金でも論点となる

欧米の規制当局が現在想定している、政府系ファンドによる株式保有にかかる様々な問題の多くは、政府系ファンドが株主権を濫用的に行使することによって生じる。つまり、政府系ファンドが株主としての影響力を不当に行使して、株主に配分される正当な利益以上の利益を手にとろうとする恐れがあることから生じるものであろう。

しかしこのような問題は政府系ファンドが注目を集める以前から、同じ政府管理の資金である公的年金積立金による株式購入の是非という形で論じられてきた。

公的年金による株式保有について、リスク運用は避けるべきであるとか、過去の損失の処理方法だとかが問題とされることがあるが、米国ではそもそも公的資金の株式所有が、国民経済の観点から好ましいかどうか論じられ、結果的には否定的にとらえられている。これは、公的資金が株式に投資することは、好ましくない影響が生じるからだ。以下、政府系ファンドとは離れるが米国において公的年金による株式保有の是非がどのように論じられたかを略述する。

周知の通り、米国の公的年金積立金はおおよそ2兆ドルに達するが、その全ては米国政府保証債の引き受けによって運用されている。しかし、クリントン政権の後半期は景気の長期的な拡大によって生じる財政黒字の相当部分を株式市場で運用し、高収益をあげ社会保障基金(公的年金)の充実を図ることが企図された。企業年金基金および公務員年金基金など職域年金では既に年金資金の市場運用は広範囲に行われて、職域年金基金の財政改善に寄与している。これらの私的分野での経験を有効に活用し、資産運用に特化した独立機関を設け公的年金分野でも高収益を目指すという政策が掲げられた。

しかし、この構想は強い批判にさらされた。批判の先鋒に立ったのは当時のFRB(連邦準備制度理事会)議長だったグリーンズパンである(1999年1月28日議会証言⁵)。反対の理由は大きく二つに分けられる。一つは公的年金資金が果たして完全に独立した投資判断ができるかという疑問である。もう一つは、仮にその様な懸念が無用だとしても、公的資金の株式投資によって得られるであろう利益は、私的部門(私的年金)の投資機会喪失によって実現するものだという理由だ。つまり、公的年金資産における投資判断の妥当性確保の問題と、それが確保されているとして経済全体では

5 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1999/19990128.htm>

ゼロサムになり、価値を産まないのではないかという指摘だ。公的資金の株式投資を考える上では、極めて有意義な問題提起だ。

投資判断の独立性の問題を敷衍すれば、公的資金の場合には投資目的が高収益の達成だけにあるわけではないということであろう。様々な政策から影響があり得るので、運用の効率性を阻害されることがある。そのような公的資金の性質的な制約を考慮すれば、政治的な影響を完全に排除した資産運用は極めて困難であるし、また政治的影響を排除すること自体が望ましいことかも疑問とされるだろう。

公的資金が株主となった場合の株主権行使に関して、あまり重視されていないがもう一つ別の論点がある。政府系ファンドが株主としての影響力を行使しなすぎることによって生じる問題だ。2008年のダボス経済フォーラムで米国のサマーズ元財務長官は、政府系ファンドがパッシブで長期的な投資家であることから、経営者の監視を行わず非効率な経営者を交代させるための市場の圧力が効かなくなる恐れがある旨の発言をしている⁶。公的資金による株式保有では、株主権を行使すればしたで、政治的影響力が問題視されるし、行使しなければしないで、市場機能を害すると批判的になるのである。

(イ) 公的資金による株式投資の是非

グリーンспан証言は、小さからぬ波紋を生じさせた。当時世界銀行の首席エコノミストだったスティグリッツは、公的資金の運用は、無意味ではないし、運用の効率性を害するとも言えないと反論した⁷。公的資金が株式運用を行なうことで、国民のポートフォリオがリスク分散できるし、期待収益も向上するのだという。公的な機関による

証券投資が低収益に陥るという証拠も無く、問題は民間の運用と同様に運用組織が収益追及という目的を完遂するためにどれほど規律付けられているかということであると指摘した。

日本の公的年金積立金運用に関しても、同様の問題が意識されており、社会保障審議会年金資金運用分科会でも議論された(2002年10月30日)⁸。

同分科会では、加藤秀樹教授(現慶應義塾大学教授)がグリーンспанの証言を紹介して、「民間株式を国が大量に保有することについての概念整理がまだ不十分だと思います」、「結果的にはGDPのかさ上げをするという効果を持たない限りは、それはマクロ的に見ても経済的な意味はないではないか」と指摘した。

それに対して竹原均助教授(現早稲田大学教授)が、「例えば税制であるとか、個人の、特に若年層の株式投資に何らかの阻害要因が市場においてあるとすれば、公的年金で株式投資を行うことには十分に、それは世代間のリスクシェアリングを促進するという点で、意味がある」と反論している。

竹原教授が指摘するように、個人レベルでの株式投資を行わない者へリスク運用の果実を配分するスキームとして公的主体による株式投資が有用であるとも考えることもできよう。しかしそれは配分方法の変更であるから、公的資金が投資を行わなければ、その分の収益機会を手にしたはずの個別投資家の期待は損なわれることとなる。そのような個々の投資家の利益と公的な利益が等しいかどうかは意見が分かれるところではないか。

公的資金が株式投資を行うことは、証券投資におけるいわば民業圧迫とはならないだろうかという問題提起にまったく理由が無いとは思えないのである。

6 http://www.weforum.org/en/media/Latest%20Press%20Releases/PR_SovereignWealthFunds_240108

7 <http://www.worldbank.org/knowledge/chiefecon/conferen/papers/rethinking.pdf>

8 <http://www.mhlw.go.jp/shingi/2002/10/s1030-3.html>

(ウ) どのような問題が生じるか

より具体的に危惧される懸念を説明するとすれば、政府系ファンドが株式を購入すること自体によって生じる問題と、購入後の株主としての振る舞いから生じる問題に分けられるのではないだろうか(図表2)。

まず、購入自体によって生じる問題とは、グリーンズパン元議長が指摘するように、巨額の資金を持つ政府系ファンドが証券市場に参入すると、他の投資家が投資機会を失うということがある。投資機会つまり株式の数量は有限であるから、たとえパッシブ運用であろうと他の投資家が購入できる株式の数量は減少するはずだ。アクティブ運用の場合には、そのような問題は一層顕著になるだろう。政府系ファンドによって、民間投資が圧迫される事例としては、ユニクロによるバーニーズ買収の不成功が指摘できる。衣料販売の「ユニ

クロ」を経営するファーストリテイリング(FR)は2007年に米国の高級衣料品店バーニーズ・ニューヨークの買収を企画した。バーニーズの親会社ジョーンズ・アパレルへの価格提示において、FRよりもアラブ首長国連邦(UAE)の投資会社イステスマール(Istithmar)が高価格(違約金等勘案後の価格)を提示したことで、FRは買収を断念することとなった⁹。FRは、「洗練されたファッションを提供するバーニーズニューヨーク社の成長ポテンシャルとファーストリテイリンググループとの相乗効果が期待される」としていたものの、その期待は芽のうちに摘みとられてしまった。

また、外国政府が株式を購入し、残余利益への請求権を持つことに対する感情的反発も生じるかもしれない。ある国の会社の株式を別の国の政府系ファンドが大量に保有し、配当を得ようとする場合、その会社の従業員は、他国政府の利益のためになぜ労働しなければならないか、感情的な反

図表2：SWFの株式投資に生じる問題

SWFの行動	発生する問題点	問題となる理由	事 例
株式投資を大規模に行う	他の国内投資家の投資機会を奪う	有限な投資機会をSWFが奪う	バーニーズNYへのTOB競合
	外国投資の場合には、従業員等の感情的反発を招く	外国政府への配当によって労働分配が低下	Temasekによるインドネシア通信会社事業への投資
株主権を積極的に行使しない	投資先会社への監視行動を行わない	他のアクティブな投資家の影響力を減殺する	CICの議決権不行使の姿勢
株主権を積極的に行使する	投資先会社の経営方針に影響を及ぼす	民間会社への(外国)政府による介入となる	
政策達成の手段として株主としての影響力を行使する	会社にとっての最適な経営ではなく、SWF設置国の利益を優先	他の株主の損失によって政策達成	政治的投資を疑われたKIAやDP Worldの事例

(出所) 大和総研作成

⁹ http://www.fastretailing.com/jp/ir/news/pdf/fr_ir_n20070809.pdf

発を覚える恐れが絶無であるとは言えまい。また、他国政府が実質支配する会社の製品やサービスの購入をボイコットすることも考えられる。チベット問題を契機として北京オリンピックに批判的な発言をフランス大統領がしたため、フランス系小売会社が中国でボイコットや抗議デモを受けた¹⁰。政府出資ではない民間会社においてさえ、このような反発の対象になるのである。ある会社が設立された国はどこか、といういわば偶然的な事情でさえ反発を受ける理由となるのだから、資本提供という意図的な行動が排外主義の埒外にあると考えることは到底できない。

株主となった後に政府系ファンドの株主行動が惹き起こす問題としては、サマーズ元財務長官が指摘するように、過度に消極的であることによって生じる問題と、不当なほどアクティブに権利を行使することによって生じる問題がある。

過度な消極性ゆえの問題とは、年金基金や投資信託など積極的な株主行動を採っている投資家との関係で生じるかもしれない。年金基金や投資信託が株主権を行使して、経営者に影響を及ぼし、株価重視の経営を経営者に実行させようとしていることはよく知られるとおりで。政府系ファンドが権利行使に消極的になれば、年金基金や投資信託の株主行動の影響力は減殺されてしまうだろう。国家の資金は、利得を追求するという意欲に欠けるので、このような問題が生じるかもしれないという懸念には理由があろう。年金基金や投資信託を構成メンバーとする連絡団体である国際コーポレートガバナンスネットワーク (International Corporate Governance Network = ICGN) の議長は、政府系ファンドについて、「純粹にパッシブな投資では目的は達成できない。投資価値を守るには株主権の適正行使が重要だ。」と述べている¹¹。政府系ファンドが寛容な投資家であることから生

じる問題については、あまりいい実例を挙げることはできないが、中国の政府系ファンドであるCIC (China Investment Corporation) の社長は、ICGNの会議で、「われわれは、取締役の席を要求しないし、議決権も行使しない、行使したくない」と述べている¹²。

このような投資家がある会社の株式を大量に保有するようになれば、行使されない議決権は実質的には経営者を支持することになるだろう。そうなれば、会社経営者にプレッシャーを掛けようとする他の投資家の影響力が減殺することはありえよう。

欧米の市場規制当局の関心の的は、積極的に株主としての権利を行使することによって生じる問題だ。投資先国の安全保障を害したり、産業政策に介入するような政治的意図が顕現した場合には、国家間に摩擦が生じる。

株主が得られる情報、あるいは役員を選任することによって役員経由で得られる情報が、軍事機密や高度な技術情報であれば不当な漏洩を恐れるのは当然だろう。これを規制するには、政府保有義務や大口規制、外資規制といった方法があり、わが国でも導入されている¹³ものの、規制の枠を広げすぎれば保護主義・排外主義という批判を招きかねない。対内直接投資促進という政策との兼ね合いからも、適時に適切な規制ができるか、疑問が無いではない。また、こうした既存の保有規制等では対処できないケースもあろう。例えば経営政策に影響を及ぼし、工場を政府系ファンド側の国に誘致することがあれば、それまでの投資受入国の雇用が海外に流出するので、労働政策上の問題となりうる。このような場合に外資規制は効果を表さない。

株主として株価上昇や配当を期待するのではなく、ある政策意図を実現することで利益を得る目

10 <http://jp.reuters.com/article/foreignExchNews/idJPhNS815258420080501>

11 「The Guardian」 2008年3月6日

12 「Pensions and Investments」 2008年3月17日

13 この点については、拙稿「外国人投資家への保有規制をどう見るか」(「経営戦略研究」2008年夏季号 vol.18)参照

的が政府系ファンド設置国にある場合には、ここで記したような問題が現実には生じうる。

株式会社制度においては、所有と経営が分離しており、会社の株主が誰であるか保有比率がどれ程であるかは、会社の経営に影響を及ぼすことはないはずだ。しかし、それは、株主構成が比較的小規模で多数に分散している場合に妥当するのであり、大規模な所有があれば、その支配力が株主権を通じて顕在化することは当然あり得る。ここに記した海外の事例も経営者が株主の意図は無関係に会社の価値増大にのみ注力するのであれば、そもそも問題化することはなかったはずだが、支配的株主が経営者を選任する権利を実質的に有している以上は、支配的株主の意図に沿った経営が実現し、その他のステークホルダーの利益が害される危険が生じることもまた当然だ。支配的株主といえども株主である以上、株主としての立場に基づく損得に晒されているが、株主としての立場以外の利害関係に基づく判断を行なう場合があるから、一般株主とは完全に利害が一致しているわけではない。ビジネスのパートナーとしての利益を持つ株主の場合が身近な例だろう。他の会社と株式持合関係を会計経営者が作ることに反対する株主が多いのは、株主としての権利を、持ち合い株主たちは株主以外の立場からの利益を追求するために濫用するのではないかと警戒しているからだ。

同じように海外政府には、株主としての立場以外の利害関係が投資対象の会社との間で生じ得る。そこで、支配的株主としての外国政府の意図がどのようなものであるのかを探らなければならないが、これは困難を極める。投資を受け入れた国の側では、投資を行なった海外政府系ファンドの意図をあれこれ忖度するとしても、それは政府系ファンド側から見れば過剰な警戒でしかない場

合であろう。また、当初は株主権を政治的に利用する意図はなかったとしても、政府系ファンド側の政権が変われば、別な方向に変わる可能性もある。国の資産は、国民の福祉を維持・向上させるために使用されるのだから、政治とは不可分なはずだ。他国との関係は、友好から敵対まで様々であるし、ある分野では敵対的であってもある分野では協調的なこともある。

投資を含めた経済関係は、一つ一つを独立して取り出して論じたとしてもあまり意味はなく、総合的な検討に委ねるほか無い。株主としての政府系ファンドを規制するにあたっては同様に、多様な利害損失を最後は総合して具体的な対処方法に集約していくしかあるまい。

4. IMFの政府系ファンド規制原則

(ア) GAPPの策定

これまでに掲げた政府系ファンドによる株主行動によって生じる諸問題は情報開示を進めることでコントロールしようとされている。

既に記した通り、多くの政府系ファンドは情報開示に積極的でないが故に、投資における政治的な意図を疑われるようになり、2007年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、政府系ファンドに対するベスト・プラクティス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。これを受けて国際通貨基金(International Monetary Fund=IMF)は、政府系ファンドの情報開示等のあり方について検討を進め、一年が経過した2008年11月に、その規制原則を明らかにした¹⁴。これは、政府系ファンドの投資目的や投資実態を開示させる

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

ことで、投資対象となった国側が不信感を抱くこと無しに対内投資を受け入れられるようにして、国際的な資金流通を活発化させることを意図している。新たに公表された規制ルールは、「行動規範・慣行に関する原則合意」(Generally Accepted Principles and Practices=GAPP)と呼ばれる。公表にさきだち2008年9月にチリのサンチャゴで集中的な討議を行なったことから、別名サンチャゴ原則とも言われている。

このGAPPは、政府系ファンドの適切な投資慣行、およびガバナンスとアカウントビリティ(説明責任)の取り決めの指針となる自主的な枠組みである。2007年からの欧米諸国を中心とする金融不安では、政府系ファンドが資金を供給して衝撃を緩衝する役割を果たしたと言える。政府系ファンドは、長期的な投資スタンスを持ち、また、通常レバレッジをかけていないこともあり、安定的、長期的な資金の提供主体として期待されているのである。

GAPPは、自主的(Voluntary)なもので、たとえ遵守しなかったとしても、これによって直接制裁を課すようなものではないが、多くの政府系ファンドはこれに従うであろうと期待されている。市場の安定は政府系ファンドにとっても利点が多いからだ。

政府系ファンドが、GAPPの行動規範・慣行を遵守することで投資受け入れ側の懸念を払拭し、それによって政府系ファンドの投資に対する保護主義の台頭を抑えられるし、また、国際的な資本移動に対する規制が過度に及ぶことを防止するのに役立つとみられる。

(イ) GAPPの構成

GAPPは、24の原則から構成されている。政府

系ファンド側には、透明性や健全なガバナンスの確保を促し、投資先の国の規制や情報開示基準に従うよう求めている。

24の原則を分類すると、

- ①法的枠組み、投資の目的、マクロ経済政策との調和に関する事項(第1原則から第5原則)
- ②政府系ファンドの内部的な枠組み、ガバナンス構造に関する事項(第6原則から第17原則)
- ③投資とリスク管理に関する事項(第18原則から第24原則)

IMFは、このGAPPを実効あるものにするために、常設部会を設置する方針である。

政府系ファンドの株式投資は、経済的利益を目的としているのでは無く、政治的意図があると国際的に警戒されたために、IMFによるGAPPの検討が開始された。GAPPの中心的な目的はこの点をどのように解決するかにある。以下、GAPPの24項目中政治的投資に関わる部分の要点を示し、生じるかもしれない問題について付言する。

(ウ) 政治的投資に関する GAPPのルール

GAPPの第19原則は、政府系ファンドの投資は、リスク調整後の収益を最大化するために、経済的理由(economic and financial grounds)に基づいて行なわれるべきであるとしている。収益最大化は、政府系ファンドの中心的な目的であり、投資行動はこの目的と整合的でなければならないというものである。

第19原則は抽象的であるが、投資を受ける個別の企業や規制官庁にとって原則として経済的な目的のみによる投資が一応保証されたことは、前向

きにとらえることができるだろう。投資における説明責任と透明性が政府系ファンドに要求されたことで、これが遵守されるのであれば、これまでの警戒感は払拭されることとなる。

また、第20原則は、政府系ファンドが、政府であることを利用して民間投資家よりも優位に特別な情報を得たり、不当な影響力を行使するべきではないとしている。他の投資家には無い政治的影響力を認めては、市場の公正な競争が歪められる。こうした点も、政府系ファンドは厳しく律していかなければならない。

(エ) 議決権行使に関する GAPPのルール

政府系ファンドが消極的な株主になることで生じると懸念される問題についてもGAPPは対処している。

第21原則は、株主権が株式の価値の構成要素であることを前提に、政府系ファンドは、投資の価値を守るために(protects the financial value of its investments)、株主権を行使すべきであるとする。さらに、議決権行使に関する一般的な方針を開示し、重要な要素(key factors)を明らかにするように求めている。

こうした議決権行使方針の策定は、周知の通り、欧米の年金基金が先行し、日本においても、年金基金や資産運用会社が議決権行使方針を持つようになってきている。このような年金基金等と同様の行動を政府系ファンドに促すものとなっている。

5. GAPPにおける 社会的責任投資の位置づけ

(ア) 社会的責任投資と政府系ファンド

ここまでは政府系ファンドによる政治的投資の問題に焦点を当ててきたが、政府系ファンドによる社会的責任投資(Socially Responsible investment = SRI)も今後関心を集めるようになるのではないだろうか。そこで第5～7節では、SRIの問題を扱う。

まず、GAPPにおいてSRIがどのように位置づけられているかを確認し、続いて政府系ファンドによるSRIの現状を何例か紹介する。あわせて海外政府系ファンドから自国会社を防衛するためのファンドに関するEUの動向を見た後、SRIが時には他の政策との摩擦を生む可能性があることを指摘する。

(イ) GAPPの中のSRI

GAPPが政府系ファンドを年金基金など既存の機関投資家と同じ条件で競争すべきであるし、また、受託者としての議決権行使などでは、年金基金などの行動を模範的なものとして記すだけでなく、ある特定の意図を有する投資行動に関しては、むしろ他の投資家の模範となるべきであると態度を示していることは注目すべきである。先に記した第19原則は、さらに2つの下位原則を包含しており、SRIについて言及している。第19.1原則は、経済的利得以外を考慮した投資については、それを明確にして公表するべきとする。第19.2原則は、政府系ファンドの資産運用は、健全な資産運用の原則(sound asset management principles)に整合するものでなければならないことを求めている。

経済的理由以外の投資を絶対的に排除するものではないという点に注意が必要だろう。

GAPPにSRIに関する原則が盛り込まれているからといって、政府系ファンドはSRIを中心に投資行動をおくべきというわけではないだろう。後記のように幾つかの実例が既にあるので、政治的な考慮に基づく投資が投資受け入れ国の国内政策に対する過度な介入とは言えない場合もあることを示すためのルールであろうと思われる。

(ウ) 社会的責任投資を実施する政府系ファンド

政府系ファンドにおける資産運用の重要な目的の一つは、許容されるリスクの下で最大のリターンを実現することであり、多くの場合私的な資産運用で採用される運用手法と通常は同じと言えるであろう。私的な資産運用と同様に、リスクを大きく取れる場合もあれば、リスクを全く許容しない場合の両極端の例もあるので、運用のポートフォリオは、政府系ファンドごとに大きく異なる。

しかし、資産運用がリターンの最大化を目指すばかりではないこともまた事実であり、この点でも私的な資産運用と同様である。環境問題や人権問題など社会的な問題を緩和するような投資を行うべきであるとするSRIへどのような態度で臨むべきかは、政府系ファンドにおいても重要な問題となる。

SRIでは、投資可能な資産(株式であれば発行会社ごと)の集合(いわゆる投資ユニバース)を自ら縮小するのだから、資産運用の効率性を引き下げることになる。結果的に、単位リスク当たりの収益率は、そのような制約をかけていない場合に比べて劣るようになると予想できる。この点、SRIの投資実績を研究した学術研究20件、金融証券

業者の研究10件、合計30件の論文を検討した国連環境計画金融イニシアティブ(UNEP)によれば、3件がSRI投資は収益を引き下げるとの結論であり、14件は中立的との分析結果を得ているという¹⁵。SRIがリターンを下げると明確になってはいないにしても、リターン追及の方法として効果的であるという結論もできないのではないだろうか。リターンの向上だけを追及するのであれば、ポートフォリオを構築する際に投資する範囲をあえて狭くする必要はそもそもない。私的な投資であればそれは個人の選好ということになるだろうが、政府系ファンドの場合にはどのように考えるべきであろうか。

投資における効率性を犠牲にしても投資ユニバースに制約をかけることが望ましいと判断されるのであれば、そのような投資手法を選択することも当然ありうる。例えば、多くの国営事業では、利益の追求ではなく、国民へ行政サービスを行き渡らされることが重視されることがある。郵政民営化で、過疎地域における低収益事業の継続が大きな問題になったように、公的事业では収益性を度外視した判断をしなければならない事態も生じよう。資産運用においても同様であり、政府系の資金を運用する場合には、投資収益極大化は必ずしも唯一絶対の目的とはされない。例えばわが国の公的年金積立金の例で言えば、かつては住宅取得資金として加入者への融資や、保養施設の設置といった投資収益の追求とは異なる目的による運用が行われていたし、現在でもリスクは低いと比較的低収益の国債への投資がポートフォリオの過半を占めており、国家財政への寄与を大きな目的の一つとしているように思える。

投資収益極大化を最優先としていないことは、公的資金の宿命であると言えるのかも知れない。究極的には国民の福利向上を実現すべき国家が

¹⁵ http://www.unepfi.org/fileadmin/documents/Demystifying_Responsible_Investment_Performance_01.pdf

資産運用において収益追求のみを目的とすれば、国民が賛同できるだろうか。収益追求は重要であるが、それは国民の福利を総合的に考えた上での相対的な位置づけになるのではないだろうか。つまり、国家の資産運用は、様々な政策目的と整合をとる中で行なわれるということになる。

(エ) SRIも政治的価値観を反映する

i) 多様なSRI

SRIでは、どのような問題を取り扱うかによって、無数とも言えるパターンがある。米国のキリスト教教会が資産運用を行う際に採用した初期のSRIでは、たばこ・アルコール・ギャンブルなど教義に反する内容の業種を投資対象から排除した。1960年代-1970年代には、大学の基金や労働組合、公務員年金基金などが、ベトナム戦争に反対するため軍需産業を、アパルトヘイトに反対するため、南アフリカ関連の企業の株を売却し、あるいは投資対象から除外した。今や、動物愛護の立場から動物実験に反対したり、年少者の権利擁護のため児童労働に反対するなどを投資判断に組み入れるケースもある。地球温暖化の一因とされる温室効果ガスの削減に資する投資や、環境を破壊するような操業をする会社を投資においてボイコットしたり、兵器産業を投資対象から除外するなどの取り組みが進められているのである。

ii) ノルウェー政府年金基金の例

ノルウェー政府年金基金(Norway Government Pension Fund - Global)では、2004年に「倫理ガイドライン」¹⁶を設けてSRIを実施している。「倫理ガイドライン」では、まず、ノルウェー政府年金は

次世代へ石油収入の利潤を承継することを目的とすることを確認するとともに、株主権の適正行使によって投資収益を確実なものとするところの考えを表明している。続いて、反人道的事業に従事する会社や、受け入れがたいリスクを生じる恐れのある投資を避けることを明らかにした。具体的には、軍需産業は非人道的であるとして投資対象から排除される。人権侵害や環境破壊のリスクが大きな会社への投資も禁止される。投資の禁止は業界ごとではなく、個社ごとに判断される。いわゆるネガティブ・スクリーン型の社会的責任投資の手法だ。このスクリーンによって投資不適格と判断された会社は今までのところ27社で、軍需産業に属するものが多いが、米國小売大手のWal-Martは途上国における製品製造の人道問題ゆえに排除されている。最近では、英国の鋳業会社Rio Tinto Groupを投資対象から除外している。これは、2006年に既に除外していた米国のFreeport McMoRan Copper&Gold Inc.とRio Tinto Groupが共同してインドネシアで行なっていた事業にかかる環境汚染が問題とされたようである¹⁷。また、韓国の軍需会社も投資禁止リストに名を連ねており、全世界の会社に審査の網を広げていることがわかる。

iii) アブダビ首長国のTAQAの例

TAQA (Abu Dhabi National Energy Companyの通称)は、新規のプラント建設や既存プラントの能力拡大により、アブダビ首長国の電力、水の安定供給を実現することを目的として2005年6月に設立された。民間出資分が4分の1で、アブダビの証券取引所に上場しているが、アブダビ政府が過半を出資しているため、政府系ファンドに準ずる投資基金だ。首長国内の水道と電力の85%を

16 <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Selected-topics/andre/Ethical-Guidelines-for-the-Government-Pension-Fund---Global-.html?id=446948>

17 <http://www.regjeringen.no/en/dep/fin/Press-Center/Press-releases/2008/the-government-pension-fund-divests-its-.html?id=526030>

供給している。また、海外では石油、ガス開発事業から電力供給に至るまで幅広いエネルギー事業に参画しており運用資産額は、230億ドルに達する。

TAQAは、上場していることもあり、財務情報や投資行動を詳細に開示している数少ない政府系ファンドである上、国連のグローバル・コンパクトに2008年7月に参加している。グローバル・コンパクトは、各企業に対して、それぞれの影響力の及ぶ範囲内で、人権、労働基準、環境に関して、国際的に認められた規範を支持し、実践するよう要請するものだ。その狙いは、各企業がそれぞれの事業を遂行する中で、これらの規範を遵守し、実践することを通じて、世界に積極的な変化をもたらすことにある。

環境問題に関してグローバル・コンパクトは、次の3つの原則が掲げられている。

- ①環境上の課題に対する予防原則的アプローチを支持すること
- ②環境に関するより大きな責任を率先して引き受けること
- ③環境に優しい技術の開発と普及を奨励すべきこと

このグローバル・コンパクトに参加したTAQAは、現在、社名は明らかではないものの、再生可能エネルギーに関する会社の株式購入が進行中のようである¹⁸。また、フランスの上場風力発電会社Theoliaとモロッコにおける事業に関して戦略的提携関係を結んだ¹⁹。TAQAの投資は、自国のエネルギー・水利用の改善を第一義としているのであろうが、結果的には温暖化ガス削減をビジネスチャンスとする会社の株式を保有することになっており、環境重視型のSRIに近接しているとも言えよう。

iv) カタール投資庁と 英国カーボントラストの合併ファンド

カーボン・トラスト (Carbon Trust = CT) は、英国政府の出資によって設立された会社で、英国の環境省や通商産業省などとも共同で各種の温暖化対策プロジェクトを進めている。特にカーボン・フット・プリントという、地球温暖化への寄与が少ない商品が消費者が選択しやすいよう、商品ごとに温暖化ガス排出量を表示する事業を推進していることで著名だ。このカーボントラストとカタールの政府系ファンドであるカタール投資庁 (Qatar Investment Authority = QIA) とが、合併で2億5000万ポンド (約4億ドル) のファンドを組成し、炭素排出量の低いエネルギー技術の開発を支援するという²⁰。資金の過半はQIAが中心となりCTの負担分とあわせて当初1億5000万ポンドを予定しており、外部からの調達も実施するという。

投資対象は英国内の低炭素技術ベンチャーが中心だが、より広く欧州の会社も視野に入れる。また、カタールに低炭素技術革新センター (Low Carbon Innovation Centre) の設置も検討するという。温暖化ガスの源泉となる化石燃料の売却収入を原資としながら、その削減を目指すのであり、一種のカーボン・オフセットとも言えよう。

6. GAPP以降の進展 — 政策防衛ファンド

GAPPは、ある国の会社に対する別の国の政府系ファンドの投資を適正化するためのルールだが、そうした枠組みから外れるような投資が行われる可能性が濃くなっている。本節では、政府系ファンドの新たな設立目的となる防衛的な政府系

18 http://www.business24-7.ae/articles/2008/10/pages/10062008_81b8c9c693f04c3b9f415ddebe2f1568.aspx

19 <http://www.theolia.com/lang-en/media-center/news-2008.html?&actpage=&ID=ACTUS-0-12851&CLIENT=ACTUS-0-175>

20 <http://www.carbontrust.co.uk/News/presscentre/CleanTechnologyFund.htm>

ファンドの動向について付言する。これは、海外の政府系ファンドによる投資が、安全保障政策や産業政策と摩擦を生じかねない場合に、いわばホワイトナイト的な投資家となる自国の政府系ファンドを設立しておくというものだ。国家の資金が公共の利益に関わる会社の経営支配の行方をコントロールしようとしているのであるから、投資における政府の責任を遂行するという意味でSRIの一種とも思えるが、これまでのSRIとはかなり色彩が異なる投資である。

中東や中国・ロシアの政府系ファンドの投資動向に政治的意図を読み採るとすれば、それに対抗する行動も投資を通じて行なうことが検討されても不思議ではない。フランスのサルコジ大統領は、GAPPによる情報開示だけでなく、より積極的に防衛的な政府系ファンドの設立を強く主張している。株価の急落によって買収が容易になった会社が、公共利益に密接に関わる場合には、好ましからざる買収を防止するために、政府が株式を購入することも検討すべきではないかということである。EUの議長国として、EU全体での政府系ファンド設立を提唱したが、政府系ファンドへの警戒という点では一致しているドイツのメルケル首相は、保有規制によって適切に対処できることを理由にこれに反対しているし、EUのバロツソ委員長も、保護主義に結びつく懸念を表明して反対しているほどだ²¹。

現状ではEUの協調による政府系ファンド設立は、困難になっているが、代わって、フランス独自の政府系ファンドを創設している。フランスの政府系ファンドは、新規の資金と他にフランス政府所有の民間会社株式を移管によって200億ユーロのファンドを組成するとのことである。

このファンドは、産業政策や安全保障政策に対する外国資本の介入を防止するものであるから、

政治的な目的の遂行を主たる目的としていると言えるのではないだろうか。海外の政府系ファンドによる政治的投資を排除するために、政治的的目的をもったファンドを創設するわけで、苦渋の選択とも思えるが、矛盾した態度とも言えそうである。

7. 政府系ファンドの投資と他の政策の整合性

国家の政策は多様であるから、全ての政策がSRIや防衛ファンドの政策目的と整合的であるというわけではない。時には矛盾を示す例もある。

ノルウェー政府年金基金は、兵器産業の一部を投資対象から除外していることは前記の通りであるが、投資対象から除外された数少ない会社とノルウェー政府が大きな契約を締結しようとしている。米国の航空機製造企業ロッキード・マーチン社は、クラスター爆弾の部品を製造しているとしてノルウェー政府年金基金のネガティブ・リストに載せているが、ノルウェー国防省はこのロッキード・マーチン社のF-35を次期主力戦闘機に選定したと公表された²²。投資対象から除外している会社から、高額な兵器を購入することは、一見矛盾した政策と思えなくも無い。また、イスラエルによるガザ侵攻を契機として、ノルウェー政府年金基金の運用から、イスラエル関連銘柄をはずすことも検討されているという²³。民間会社株式への投資の問題であるとはいえ、外交的な摩擦ともなりかねない投資判断ではないだろうか。

フランスによる防衛ファンドの設立も同様である。フランスは対内投資庁を設け²⁴、諸外国からの投資を盛んに勧誘しているが、今回の防衛ファンドは、そのような政策と整合的であるか疑問もある。

21 <http://uk.reuters.com/article/fundsNews/idUKLNE4AQ01Z20081127>

22 http://www.lockheedmartin.com/news/press_releases/2008/112008ae_f35_norway-future.html

23 <http://www.reuters.com/article/latestCrisis/idUSL6437690>

24 <http://www.invest-in-france.org/>

年金資金の運用と国防政策は異なるし、対内投資政策と安全保障政策も目標は異なるだろう。公的資金の投資において、政策的に様々な制約を設ける動向はあるものの、それが他の政策と整合的でなくなったり重点課題が変更されたりすることはありうる。政府系ファンドに見られるSRIは、他の政策的課題と無縁ではなく、一貫性が欠けるように見えるような場合も生じるのではないだろうか。

8. 今後の展望

(ア) 株主行動に関する情報開示

ここまで見たように、政府系ファンドが株式を保有することには様々な問題がある。その問題を解決・緩和するための方策としては、透明性の確保、情報開示の充実が意図されていることは、IMF等の動向から見て明らかである。しかし、それによって解決・緩和する政府系ファンドの問題は、政治的な投資に関わる点の一部に限定されるのではないだろうか。

政府系ファンドの株式保有によって他の投資家の投資機会が奪われる問題は、情報開示によって解消されるはずはない。また、物言わぬ投資家としての問題も同様だ。政府系ファンドへの規制検討は、政治的投資への警戒感からはじまっていることから、その他の問題はあまり意識にのぼらないのは無理からぬところだ。しかし、民間資金の投資機会喪失、会社のガバナンスへの消極性の問題は軽視すべきではないだろう。

政府系ファンドが株主となることによって様々な問題が生じる可能性があるものの、投資を受け入れる会社に大きな利益があることは言うまでもないし、対内投資を過度に規制することが国民経

済に益になることはない。巨額な資金を長期的に運用する政府系ファンドは、金融資本市場の安定を実現する上で、重要な役割を期待できる。そのような投資家が市場からの退出を選択することなく、また同時に、他の投資家・投資対象会社が情報不足から疑心暗鬼に陥ることのないようにするための情報開示が必要とされている。

(イ) SRIの担い手としての政府系ファンド

政府系ファンドは、究極的には国民の財産であるから、民意に背く運用方針は取れない。たとえ投資収益の極大化に反する結果になろうとも、国民の多数が支持するのであれば、資産運用はその支持する方向に向かうこととなろう。わが国における世論調査の結果でも温暖化問題への関心は高まっており²⁵、これは世界的な傾向であろう。国民の関心が公的資金の運用に向けば、こうした問題への取り組みと整合的であるべきとする考え方が強くなるのもまた自然なことだ。

環境問題への配慮を投資行動に盛り込むべきとする国際的な動きは、国連グローバル・コンパクトだけでなく、より端的に国連責任投資原則に現れている²⁶。国連責任投資原則は、機関投資家の意思決定プロセスにESG課題（環境、社会、企業統治）を受託者責任の範囲内で反映させるべきとしている。投資方針書に、ESGの課題を明確化するように求めており、機関投資家に対して環境を投資判断の要素とするように方向付けている。あまり知られていないが、環境への配慮を国家による投資の投資先選択基準として採用すべきことを促進する効果を有すると思える法規が日本で既に制定されている²⁷。

IMFのGAPPは、政府系ファンドによる環境投

25 <http://www8.cao.go.jp/survey/h19/h19-globalwarming/images/z01.gif>

26 <http://www.unpri.org/principles/japanese.html>

27 「環境情報の提供の促進等による特定事業者等の環境に配慮した事業活動の促進に関する法律」第3条には、「国は、自らの環境配慮等の状況を公表する…」と記されている。

資を促進する効果を持つのではないかと考えられる。前記の通り、GAPPに環境問題への配慮を明示的に促すような記述はないが、政府系ファンドが、環境や社会問題などを投資判断の材料としている場合には、それを明確に開示せよと求めている(GAPPの19.2)。逆に言えば、環境投資を掲げていない政府系ファンドは、環境問題を投資判断の要素としないことを明らかにしたということになり、環境重視の民意と整合するか、問われることになる。国民の財産を運用するのに環境への配慮を表明する方が、国民からの支持を得やすくなるとは言えないだろうか。

国連責任投資原則やGAPPが政府系ファンドに受け入れられるにつれて、環境投資を標榜する事例が増えていくのではないだろうか。

(ウ) むすび

世界最大の政府系ファンドであるアブダビ投資庁(The Abu Dhabi Investment Authority)は、早くもGAPPを遵守することを表明している²⁸。また、アブダビ投資庁次官、米国財務長官、シンガポール財務大臣の連名で公表された論説(Open Editorial)では、政府系ファンドが長期・安定的投資家であり、世界の金融市場の安定に大きな貢献をしており、GAPPは、国際市場の自由と公正を維持するための重要なステップであると位置づけている²⁹。

以上のように、幾つか不明確な問題は残るものの、国際的な資金の循環を促進するという観点からは政府系ファンドに関する新たな秩序作りによって大きな効果を期待できるだろう。巨大な資金をどのように管理していくべきか、世界的な金融危機の中で政府系ファンドの資金力に対する期待はますます強くなっているのである³⁰。

■ 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：コーポレートガバナンス

投資家行動

28 http://www.adia.ae/ADIA_AE_press.asp

29 <http://www.adia.ae/PDFs/OpEd1310.pdf>

30 <http://afp.google.com/article/ALeqM5hSpw4O5GzGRWzjiMf4u7Rmuk3RSQ>