

台頭する国富ファンド

神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 国富ファンドの外貨建て運用資産は 1.9 兆～2.9 兆ドルに及ぶと見られており、国際金融・資本市場における存在感が高まっている。
2. 国富ファンドの確立された定義は存在しないが、一般的に、外貨準備や国有天然資源の利益といった公的資金を運用するファンドを指す。前者はアジア諸国、後者は中東諸国に多く見られる。
3. 近年では、国富ファンドが投資先企業を買収したり、大株主になったりするケースも出てきている。特に 2007 年末から 2008 年初にかけて、サブプライム問題で損失計上した欧米の金融機関に対する国富ファンドによる大型出資案件が相次いだ。
4. 公的資金を運用する国富ファンドが外国企業を保有することによる政治的な摩擦を懸念する声もあり、国富ファンドに対する規制・監視の強化を求める議論が欧米で沸き起こっている。
5. 国富ファンドの中には、日本企業への投資に関心を示すものもあり、今後の動向が注目される。

I はじめに

国際金融・資本市場において、中東やアジアの国富ファンド (Sovereign Wealth Fund) の存在感が高まっている。国際通貨基金 (IMF) は、全世界で国家が有する外貨建て資産は 5.6 兆ドルであり、そのうち国富ファンドで運用されているのは 1.9 兆～2.9 兆ドルと推計している。これは、年金基金、投資信託、保険会社といった伝統的な機関投資家の運用資産残高 53 兆ドルと比べると少ないが、近年の国際金融・資本市場において重要な流動性の供給主体とされるヘッジファンドの推計運用資産残高 1.5 兆ドルを上回っている¹。IMF は、国富ファンドが今後、年間 8,000 億～9,000 億ドルを積み上げて行き、2012 年には 12 兆ドルに達すると推計している。

多くの国富ファンドは情報開示を行っていないため、運用資産残高や投資の内容など、

¹ もっとも、ヘッジファンドは運用においてレバレッジを用いることが多いため、実際の取引金額では国富ファンドを上回っている可能性がある。

その実態は謎に包まれている。しかし、近年、国富ファンドが欧米の有名企業を買収したり大株主になったりするケースが増加しており、米国や欧州連合（EU）では、国富ファンドに対する監視ないし規制強化を求める声が高まっている。

本稿では、現状では諸説ある国富ファンドの定義や分類を整理した上で、国富ファンドの現状と動向、国富ファンドに係る規制を巡る議論について紹介することとする。

II 国富ファンドとは

国富ファンドそのものは以前より存在していたが、その名称は、公的な資金の運用主体を総称するために用いられるようになったものであり²、法律用語ではない。そのため、国富ファンドを取り扱った各種報告書や新聞・雑誌記事は多数あるものの、何れも対象となる主体の外延が異なっている³。そこで以下では、現在一般的に国富ファンドと呼ばれているものの特性について、原資と目的の二点からアプローチすることにより、最大公約数として人々が言う「国富ファンド」の意味するところを探ることとする。

まず、国富ファンドが公的な資金を運用するものである、という点には異論はないであろう。国富ファンドの原資となる公的資金は、二つに大別することができる。一つは、石油などの国有天然資源から得られる利益を原資とするものであり、もう一つは中央銀行の外貨準備を原資とするものである。前者は中東の石油産出国に多く見られ、後者はアジアの経常収支黒字国に多く見られる。

次に、国富ファンドの目的を上記の原資別に見てみよう⁴。まず、中央銀行の外貨準備を原資とするものについては、適正外貨準備高を上回る分についてより高いリターンを追求することが第一の目的である。その結果、国内の過剰流動性を吸収し、インフレを抑制する効果も期待される。他方、天然資源を原資とする国富ファンドの目的については、主に二通り考えられる。一つは、コモディティ価格の短期的なボラティリティの国家財政や経済に対する影響を和らげることを目的とするものであり、もう一つは、いずれ枯渇する天然資源の恩恵を将来世代に残すことを目的とするものである（図表 1）。前者の例としてはロシアの石油安定化基金、後者の例としてはノルウェーの政府年金基金－グローバルが挙げられる。

上記いずれの類型に属するとしても、国富ファンドにはいくつか共通した特徴がある。まず、投資対象となるアセット・クラスを問わず、大部分が国外への投資であるという点が挙げられる。これは、外貨準備を原資とする国富ファンドはもちろんのこと、天然資源

² Sovereign Wealth Fund の名称は、State Street Global Advisors のアナリスト Andrew Rozanov 氏が “Who Holds the Wealth of Nations?” *Central Banking Journal*, May 2005 で用いたのが最初とされる。

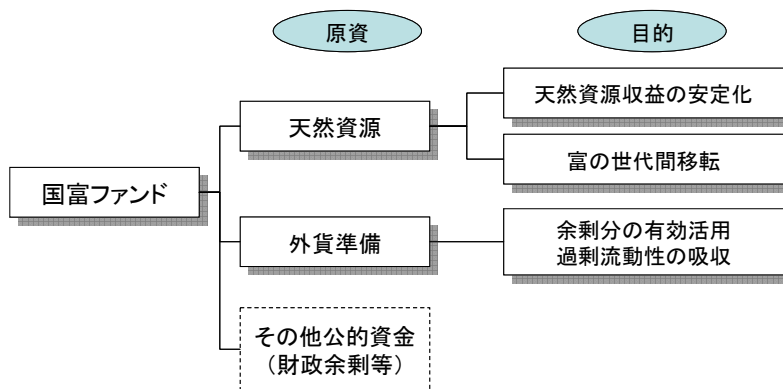
³ Sovereign Wealth Fund の日本語訳も統一されておらず、例えば IMF は「政府系投資機関」という訳語を用いている。

⁴ 本節における国富ファンドの分類や目的に関する記述は、“Global Financial Stability Report” *IMF*, September 2007、「SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド）－中国・ロシアも加わり市場の関心が高まる国家ファンド」財団法人国際金融情報センター（2007年6月18日）等を参考にした。

を原資とするものについても、その利益は輸出によるものが大部分となるため、外貨建ての投資が最もコスト効率が良いためである。

次に、情報開示の少なさが挙げられる。これは、ヘッジファンド同様、国富ファンドが各国において直接的な規制の対象となっていないことに起因しており⁵、後述する規制・監視強化の議論に繋がる点である。但し、ノルウェーの政府年金基金－グローバルは、むしろ積極的に情報開示を行うことを方針としており、国富ファンドの中でも希有な存在と言える⁶。国富ファンドの情報開示の充実度については、米国の経済研究所であるピーターソン・インスティテュートが定性評価を行っている（図表 2）。これによると、ノルウェーの政府年金基金－グローバルやシンガポールのテマセックが高い評価を得ている一

図表 1 国富ファンドの分類



(注) 財政余剰を原資とする国富ファンドの例としては、オーストラリアのフューチャー・ファンドが挙げられる

(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 2 情報開示の充実度評価

1	ニュージーランド・スーパーアニュエーション・ファンド
2	ノルウェー政府年金基金－グローバル
3	シンガポール・テマセック
4	チリ経済社会安定化基金・年金準備基金
5	ロシア石油安定化基金
6	クウェート投資庁
7	シンガポールGIC
8	中国投資有限責任公司
	アルジェリア収入平準化ファンド
10	アブダビ投資庁

(注) 二重線は平均水準

(出所) ピーターソン・インスティテュート資料より野村資本市場研究所作成

⁵ 但し、TOB 規制や大量保有報告など、市場参加者全般に係る規制の適用は受ける。

⁶ 詳細については、関根栄一「『石油から金融資産へ』～ノルウェーの公的年金基金を巡る改革とガバナンス」『金融・資本市場動向レポート』No.07-40（2007年8月31日）参照。

方、ロシア石油安定化基金、クウェート投資庁、シンガポール GIC、中国投資有限責任公司、アブダビ投資庁は相対的に低い評価を受けている⁷。

上記のように国富ファンドを分類し、外延を定めても、国富ファンドと呼べるか否か判然としにくいものも出てくる。例えば、各国の公的年金は一般的に国富ファンドとは呼ばれないが、公的資金を運用する主体という意味では国富ファンドとされてもおかしくはない。実際、サウジ・アラビア公的年金庁やニュージーランドのスーパーアニュエーション・ファンドを国富ファンドと認識する文献もある。他方、オーストラリアのフューチャー・ファンドやノルウェーの政府年金基金－グローバルは、公的年金システムの一部ではあるものの、将来の年金給付に備えるものであり、現在給付債務が生じているものではないため、国富ファンドに含まれる場合が多い。

また、シンガポールのテマセックやマレーシアのカザナなど、国有企業を維持・管理する持株会社として設立されたものが国富ファンドに含まれるか否かも、意見の分かれるところであろう。もっとも、テマセックは近年、外国企業の株式に積極的に出資するなど、国有企業を維持・管理する持株会社の域に留まらない活動を展開しているため、国富ファンドに分類されることが多い。

UAE ドバイ酋長国のドバイ・インターナショナル・キャピタル (DIC) 及びイスティスマルについても意見の分かれるところである。何れも政府保有の持株会社の傘下⁸、国営石油会社の収益の一部を運用するが、それと併せて外部資金の運用も行っているため、国富ファンドではないと見る向きもある。例えば DIC は、ホームページ上でプライベート・エクイティ・ファームを自称し、企業買収に当たってはレバレッジを活用するなど、民間の金融機関に似た特徴を有する。しかし、後述するように、DIC 及びイスティスマルによる欧米企業の買収が、欧米諸国の国富ファンドに対する警戒感を強めた一因となっており、両社とも国富ファンドと認識されることが多い。

図表 3 は、IMF が認識する世界の主要国富ファンドに、イスティスマルと DIC を追加するなどの加筆修正を施したものである。中東の国富ファンドの資産残高は 7,240 億～1兆 4,590 億ドル、アジアの国富ファンドの資産残高は約 4,580 億ドルと推計される。両者の原資を見ると、中東の国富ファンドは石油等の天然資源、アジアの国富ファンドは外貨準備を原資としていることがわかる。また、アジアでは、近年の経常黒字の増加を受け、2005 年の韓国投資公社、2007 年の中国投資有限責任公司と、大型国富ファンドが近年二つ設立されている点も特徴的である。

⁷ 例えば、クウェート投資庁のホームページは国富ファンドの中でも比較的充実しているが、ポートフォリオの内容に関するページでは、クウェート投資庁が資産内容を公開してはならないことを規定した法律の文言を掲載しているだけである。また、最大の国富ファンドとされるアブダビ投資庁のホームページは、アブダビ投資庁の連絡先が掲載された 1 ページのみとなっている。

⁸ DIC はドバイ・ホールディング、イスティスマルはドバイ・ワールドの子会社である。

図表3 主要国富ファンドの概要

国名	国富ファンド名	資産規模	原資	保有者、組織概要	投資戦略、資産配分、他
アラブ首長国連邦 (UAE)	アブダビ投資庁	2,500億～8,750億ドル	石油	1976年設立。アブダビ首長国所有。アブダビ投資庁は国営石油事業で得た資金で海外投資を行ってきた。中東・北アフリカ投資を担うアブダビ投資理事会 (Abu Dhabi Investment Council) を別組織として設立し、資金の一部をアブダビ投資理事会に振り分けた。	世界最大の国富ファンド。投資戦略、資産配分ともに明らかにされていないが、株式比率50～60%、債券比率20～25%の他、不動産、プライベート・エクイティ、オルタナティブにも投資している模様。
ノルウェー	ノルウェー政府年金基金—グローバル	3,080億ドル	石油	ノルウェー政府が保有し、中央銀行の資金運用部門が運用している。	グローバル・エクイティ40%、グローバル・フィクスト・インカム60%の資産配分。将来的にはエクイティ比率を60%とする予定。情報開示に最も積極的ま国富ファンドとされる。
サウジアラビア	名称はなし	2,500億ドル超	石油	サウジアラビア通貨庁が海外資産の運用を行っており、2,250億ドルが貸借対照表に記載されている。そこには、年金積立金や、海外政府に代わって運用しているもの (510億ドル) も含まれている。	世界最大の国富ファンドの1つ。資産規模は公表されているが、投資戦略、資産配分については非公表。しかし、大部分が米国債に投資されているものと見られる。
クウェート	クウェート投資庁	1,600億～2,500億ドル	石油	政府機構であるクウェート投資庁が一般準備基金 (General Reserve Fund) と将来世代基金 (Future Generations Fund) を運営。クウェート投資庁は両基金以外の政府資金も管理している。	一般準備基金は国内、アラブ諸国、及び海外の金融市場に投資を行っている。将来世代基金は将来世代基金委員会のガイドラインに沿ってロンドンにあるクウェート投資局が海外投資を行っている。
シンガポール	シンガポール政府投資公社 (Government of Singapore Investment Corporation, GIC)	1,000億ドル超	外貨準備 社会保障基金の一部	1981年設立。100%政府保有の投資会社。	資産配分は非公表だが、幅広いアセットクラスに投資。日本の汐留シティセンターやホークスタウンといった日本や欧州のオフィスビルや商業施設、欧米のプライベート・エクイティ・ファンドなどに投資している。
	テマセック・ホールディングス	1,080億ドル	国有企業 売却益 債券発行	1974年に民間の組織として設立。財務省が所管していた国有企業を引き継ぎ、それらを維持・管理することが目的。	資産配分は非公表。投資先地域については、2006年3月時点でシンガポールが38%、その他アジア諸国が40%、OECDが20%、その他の国が2%となっている。
中国	中国投資有限責任公司	2,000億ドル	外貨準備	2007年9月設立。財務省が2,000億ドル相当の特別国債発行、外貨準備と交換。	設立に先立ち、2007年5月、米プライベート・エクイティのブラックストーン無議決権株式を30億ドル相当取得。2,000億ドルの1/3を海外株式・ファンド投資に向ける。
ロシア	ロシア石油安定化基金	1,360億ドル	石油	政府が保有し、ロシア中央銀行が運用。2008年2月より、外貨準備と同様の運用を行う準備基金 (1,180億ドル) と、より積極的な運用を行う国家福祉基金 (180億ドル) に分割される。	現状では、主にフィクスト・インカムに投資。44%が米ドル、46%がユーロ、10%が英ポンド建てとなっている。
カタール	カタール投資庁	500億～700億ドル	天然ガス	2005年に設立された政府機構。	世界各国の株式に投資。日本、中国、韓国、ベトナムなどアジア諸国の金融機関及び輸出関連産業への投資を拡大する予定。
オーストラリア	オーストラリア・フューチャー・ファンド	420億ドル	財政余剰	2006年設立。政府が保有し、フューチャー・ファンド管理庁 (Future Fund Management Agency) が運営を行っている。公務員年金の積立不足を穴埋めする目的で設立された。	現状ではオーストラリア国内を投資対象としている。
米国 (アラスカ)	アラスカ永久準備基金	350億ドル	石油、鉱物	1976年設立。アラスカ州政府が保有。州の組織であるアラスカ永久基金機構 (Alaska Permanent Fund Corporation) が運営している。	エクイティ53%、フィクスト・インカム29%、不動産10%、オルタナティブ8%。
ブルネイ	ブルネイ投資庁	300億ドル	石油	政府が保有し、ブルネイ投資庁が一般準備基金を運営。	複数のポートフォリオを通じ海外の金融資産、実物資産に投資。資産配分は非公表。
韓国	韓国投資公社	200億ドル	外貨準備	2005年設立。200億ドルの外貨準備を運用している。原資は、韓国銀行より170億ドル、韓国政府より30億ドル調達。	海外資産への投資を計画。資産配分は非公表。
カナダ	アルバータ遺産貯蓄信託基金 (Alberta Heritage Savings Trust Fund)	150億ドル	石油	アルバータ州政府が保有し、アルバータ・ファイナンスが運営。	海外資産への投資を行っている。フィクスト・インカム30%、エクイティ45%、不動産10%、オルタナティブ15%。
ドバイ首長国 (UAE)	イステスマル	80億ドル	石油 外部資金	政府系持株会社ドバイ・ワールドが保有。公的資金だけでなく外部資金も受け入れている。	主に株式、不動産に投資している模様。
	ドバイ・インターナショナル・キャピタル (DIC)	60億ドル	石油 外部資金	政府系持株会社ドバイ・ホールディングが保有。公的資金だけでなく、外部資金も受け入れている。	プライベート・エクイティ投資に焦点を当てている。
チリ	経済社会安定化ファンド	98.3億ドル	銅	2006年設立。政府が保有し、チリ中央銀行が財務代理人として運営を行っている。	外国債72%、短期金融市場28% (米ドル、ユーロ、円建て)。
	年金準備基金	13.7億ドル	銅		外国債79%、短期金融市場21% (米ドル、ユーロ、円建て)。
ボツワナ	ブーラ・ファンド	68億ドル	ダイヤモンド	ボツワナ政府とボツワナ銀行の共同保有。政府保有分は、ボツワナ銀行のバランスシートに計上されている。	先進国の上場株式や債券に投資。コモディティへの依存度が高い新興国への投資は行っていない。

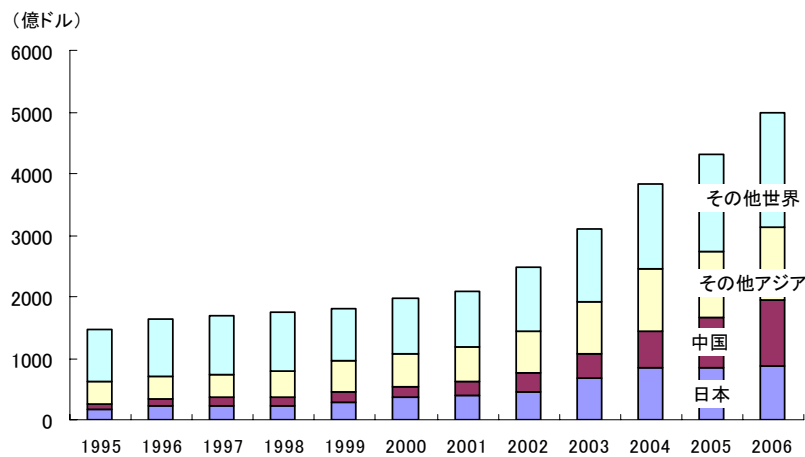
(出所) IMF 資料に野村資本市場研究所加筆

III 国富ファンドの最近の動向

1. 国富ファンドの規模拡大

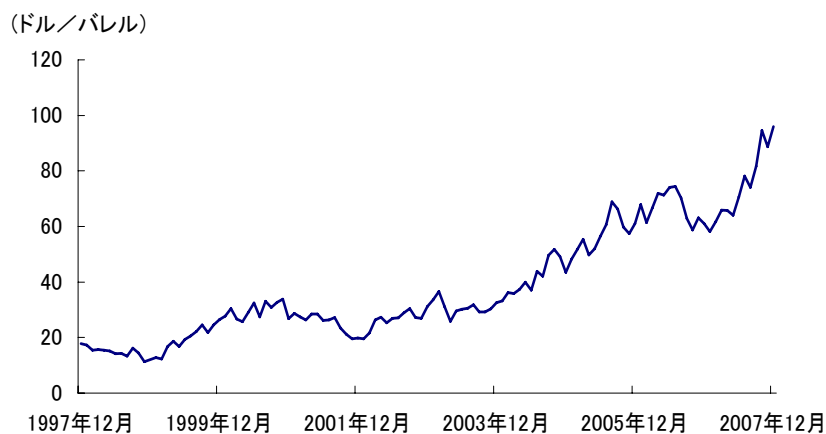
国富ファンドが注目されるようになった背景の一つに、その規模の拡大が挙げられる。外貨準備を原資とするアジアの国富ファンドの場合、アジア諸国が廉価な労働力を強みに輸出を増やし経常黒字を拡大させ、原資が増加した（図表 4）。他方、天然資源を原資とする中東の国富ファンドの場合、原油価格の高騰により原資が増加したものと見られる（図表 5）。

図表 4 世界の外貨準備の推移



(出所) McKinsey Global Institute “The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets”より野村資本市場研究所作成

図表 5 NYMEX WTI スポット・レートの推移



(出所) 野村総合研究所オーロラより野村資本市場研究所作成 (原典は Asian Wall Street Journal)

アジア諸国の経常黒字は今後も拡大していく一方、原油価格については現在の水準が今後も持続性することについて疑問視する向きが多い。そのため、将来的な資産残高の成長性については、アジアの国富ファンドが中東の国富ファンドを上回ると言われている⁹。

2. 国富ファンドの投資戦略

国富ファンドが注目を集めるようになったもう一つの理由として、その活発な投資行動が挙げられる。米国債を中心に保守的な運用を行う外貨準備と異なり、国富ファンドは外国株や、場合によってはプライベート・エクイティやヘッジファンドにも投資することで、より積極的な運用を行い、リターンを追求する。そのため、今後、国富ファンドの資産増加により、グローバル・エクイティへの資金流入の増加を見込む欧米金融機関のアナリストは多い。また、従来の公的資金のアロケーションが米国債に偏重していた中、米ドルの下落リスクを懸念し、投資対象通貨を分散する傾向もあり、その結果米ドルに下げ圧力がかかると見る向きも多い。

国富ファンドによる投資の中でも特に注目を集めており、同時に懸念の対象にもなっているのが、彼らによる戦略投資である。従来、国富ファンドは投資対象企業を買収したり、大株主になることは、テマセックによるアジア域内の金融機関に対する投資を除き、ほとんどなかった。しかし近年では、国富ファンドの資産増加に伴い、彼らが企業を買収したり、その大株主になるケースが増えている。例えば、DICによる英国タッソー・グループやトラベロッジの買収、イスティスマルによるバーニーズ・ニューヨークの買収の他、中国投資有限責任公司による米国ブラックストーンへの出資¹⁰、カタール投資庁によるロンドン証券取引所への出資（20%）、テマセックによるスタンダード・チャータード銀行への出資（18%）などがある。

国富ファンドが好む投資対象企業は、国際的なブルーチップ銘柄が多い。この点については、DICのアナンド・クリシュナン COO も、DIC が投資するのは「『フォーチュン・グローバル 500』に入るような企業」であると述べている¹¹。

国富ファンドの投資対象セクターについては、自国の経済発展に資するセクターが好まれるようである。国富ファンドが投資リターン以外の目的で投資することについては批判の対象にもなっているが、前出の DIC アナンド・クリシュナン COO は「第一に高利回りを追求、その上で買収した企業のノウハウがドバイの発展に役立てばよい」と述べており、カタール投資庁の幹部も「仮にソニーやトヨタ自動車に投資し、工場をカタールに誘致できれば最高だ」と述べるなど、自国経済発展のための戦略投資の意図を隠そうとはしてい

⁹ “Asian SWFs in Europe: Much Ado About Nothing?” *Chatham House* (November 2007)、“The overflowing bathtub, the running tap and SWFs” *Merrill Lynch* (October 2007) など。

¹⁰ この場合、中国投資有限責任公司による投資は無議決権株式によるものであったため、ブラックストーンの経営に中国有限責任投資公司が関与することはない。詳細については、関根栄一「中国の外貨準備運用会社の設立に向けた動き」『季刊中国資本市場研究』2007年秋号参照。

¹¹ 「投資、新興国に軸足—日本企業も投資の対象」日本経済新聞（2007年11月25日）。

ない。

図表 6 は、国富ファンドが投資実績のあるセクター及び関心を表明しているセクターをプロットしたものである。これを見ると、国富ファンドを有する国が最も強化を図っているセクターが金融であることが分かる。また、金融セクター以外では、例えば、①カタールは教育、健康・医療、インフラ、自動車、②アブダビ首長国は医療、航空、通信、半導体、といったセクターの強化を図っているようである¹²。

3. サブプライム問題の影響

国富ファンドの投資行動で 2007 年末から 2008 年初に特徴的であったのが、欧米大手金融機関への相次ぐ大型出資である。GIC による UBS への出資、アブダビ投資庁及び GIC によるシティグループへの出資、中国投資有限責任公司によるモルガン・スタンレーへの出資、テマセック及び韓国投資公社、クウェート投資庁によるメリルリンチへの出資、という大型出資案件がわずか 2 ヶ月の間に発表されている。UBS、シティグループ、モルガ

図表 6 国富ファンドの投資対象セクター

	アブダビ投資庁 <2,500~8,750億ドル>	クウェート投資庁 <1,600~2,500億ドル>	テマセック <1,080億ドル>	GIC <1,000億ドル超>	中国投資有限責任公司 <2,000億ドル> (海外投資は1/3)	カタール投資庁 <400億ドル>	韓国投資公社 <200億ドル>	イスティスマル <80億ドル>	DIC <60億ドル>
金融関連	シティグループ	シティグループ メリルリンチ	メリルリンチ 中国銀行 パークレイズ スタンダード・ チャータード	UBS シティグループ	モルガン・ スタンレー ブラックストーン	ロンドン証券取引所	メリルリンチ	スタンダード・ チャータード	HSBC
医療関連	関心あり					フォーシーズンズ・ ヘルスケア ラッパルス・ メディカル・ グループ			マウザー アライアンス・ メディカル
自動車		ダイムラー				関心あり			ダイムラー
航空	関心あり								
エネルギー、インフラ	プライム・ウェスト・ エネルギー・トラスト			アソシエイテッド・ フリティッシュ・ポーツ BAA		関心あり			
情報通信	関心あり		イー・モバイル タタ・テレサービス						
テクノロジー関連 (機械/電気機器等)	関心あり								ドンキャスターズ ソニー
衣料								バーニーズ・ ニューヨーク	
教育			ABCラーニング・ センターズ			関心あり			
物流			アイ・ロジスティクス						
旅行/娯楽								ユニオン・スクエア・ ホテル	タッソー・グループ トラベロジ

(注) 金融関連については主要案件のみ表示

(出所) 各社ホームページ、新聞報道、各種報告書等より野村資本市場研究所作成

¹² 「国家マネー：世界に広がる影響力(中)『ポスト石油』へ先行投資」日本経済新聞(2007年12月21日)。

ン・スタンレー、メリルリンチは何れもサブプライム問題で損失計上した金融機関であり、国富ファンドによる4社への出資総額は392億ドル超に及ぶ（図表7、8）。

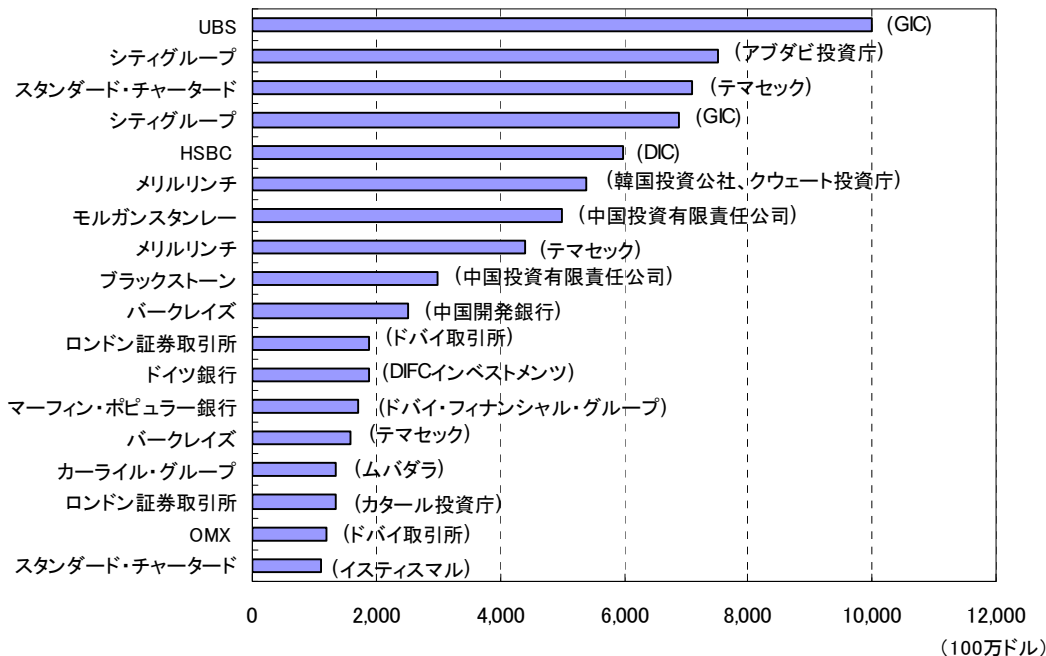
国富ファンドによる上記4社への出資が成立した背景については、出資を受け入れたUBS、シティグループ、メリルリンチが、何れも国富ファンドと「合意に達した」と発表していることから、金融機関側からアプローチした可能性がある。他方、出資主体である国富ファンド側では、GICがUBSへの出資に関して、それが純投資であることを強調す

図表7 サブプライムで損失計上した欧米金融機関

金融機関	損失額
シティグループ	3兆2,330億円
メリルリンチ	2兆6,250億円
UBS	1兆5,150億円
モルガン・スタンレー	1兆1,060億円
バンク・オブ・アメリカ	6,790億円
JPモルガン・チェース	5,390億円
ドイツ銀行	3,630億円
ベアー・スターンズ	3,180億円
ワコビア	2,700億円

(注) ドイツ銀行は7-9月期、ベアー・スターンズとモルガン・スタンレーは6-11月期、その他は7-12月期
1ドル110円で換算
(出所) 各社発表、新聞報道より野村資本市場研究所作成

図表8 国富ファンドによる欧米金融機関への出資事例



(注) 韓国投資公社及びクウェート投資庁によるメリルリンチへの出資については、両国富ファンドの内訳が不明のため、合算した
(出所) モルガン・スタンレー資料に野村資本市場研究所加筆

ると同時に「金融の安定化に貢献する」と述べていることなどから、金融のノウハウ獲得と並び、国富ファンドに対する欧米諸国の懸念を払拭する思惑もあったものと思われる。

IV 国富ファンドの規制を巡る議論

国富ファンドによる外国企業への積極的な投資は、欧米諸国の国富ファンドに対する警戒感を高めることとなった。というのも、政府の影響を受ける国富ファンドによる外国企業の株式取得において、取得される企業が戦略的に重要なセクターにある場合、政治問題に発展する恐れがあるからである。例えば、中東の国富ファンドが米国の軍事産業に関連する企業を保有する場合などが典型的であるが、それ以外にも、社会インフラ関連の企業の株式が国富ファンドによって取得される場合や、中国やミャンマー、北朝鮮など一党独裁体制国家の国富ファンドが日米欧のメディア企業の株式を取得する場合なども問題視される可能性がある¹³。

このように、国富ファンドが非経済的な理由（政治的な理由）に基づいて投資するリスクが欧米で指摘されており¹⁴、国富ファンドの情報開示の少なさと相俟って、欧米諸国において国富ファンドに対する規制ないし監視の強化を巡る議論が行われている。

1. 規制強化に向けた動き

1) 先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議における議論

2007年10月19日に開催された先進7カ国（G7）財務相・中央銀行総裁会議の共同声明では、下記の点が指摘・提案された¹⁵。

- ・ 近年の公的資金による海外投資の増大は、自由市場経済が私的セクターによる最適な財の配分機能に基づくことを前提とした国際金融システムの構造変化である
- ・ 国富ファンドに関する最良行為規範（Best Practice）をIMFが中心となって策定する
- ・ 最良行為規範は、①国富ファンドのストラクチャー、②システミック・リスクの最小化、③透明性及び説明責任、の分野で策定する
- ・ 国富ファンドの投資を受け入れる側も、非差別、透明性、予見可能性の原則に基づいて行動する

上記声明に対しては、具体性に欠ける、あるいは、国富ファンドに対して好意的な

¹³ “We are living in a brave new world of state capitalism” *Financial Times*, October 17, 2007

¹⁴ 前掲注13の *Financial Times* 記事や“The New Power Brokers: How Oil, Asia, Hedge Funds, and Private Equity Are Shaping Global Capital Markets” *McKinsey Global Institute* (October 2007) など。

¹⁵ 同会議の日程中、議長国米国のヘンリー・ポールソン財務長官は、中国、韓国、クウェート、ノルウェー・ロシア、サウジ・アラビア、シンガポール、UAEの財務相及び国富ファンドの代表者を夕食会に招き、意見交換を行った。

スタンスが取られたと見る向きもあるが¹⁶、先進諸国が共同して国富ファンドに対して最初の行動を起こしたことは注目される。

2) IMF の提言

IMF は G7 財務相・中央銀行総裁会議に先立ち、2007 年 9 月の国際金融安定性報告書 (Global Financial Stability Review) において、国富ファンドに関する IMF の考え方を明らかにしている。IMF は、国富ファンドの投資行動がもたらすメリットとして、市場の流動性を向上させ、金融資源の配分を促すとする一方、デメリットとして、国富ファンドの運用及び組織に係る透明性の欠如や目的の多様性により、国富ファンドの資産運用及び市場への影響の評価が困難であることを挙げている。その上で、国富ファンドに求められる事項として、以下の三点を提示している。

- ・ 目的の規定、アセットアロケーションの策定 (明確な投資政策を伴った精緻なアセットアロケーションが必要)
- ・ 組織間の取り決めの明確化 (政府、中央銀行、国富ファンドとの間で、資産の積立てや利用に関するルールを策定し、投資及びその結果に関する責任の所在を明らかにすることが必要)
- ・ アカウンタビリティの確立 (自国民に対する受託者責任、国富ファンドの法的な存立基盤、ガバナンスに関する説明責任の確立が必要)

G7 財務相・中央銀行総裁会議で IMF が欧米の国富ファンド対策の音頭を取ることが決定している中、上記 IMF の見解は、今後の議論の叩き台になるものと思われる。

3) 米国財務省の取り組み

米国財務省は 2007 年 12 月に発表した半期為替報告書において、国富ファンドのメリットとデメリットを挙げた上で、米国としての政策上の対応について見解を示している。米財務省は、国富ファンドのメリットとして、国富ファンドが原則として長期的・安定的な投資家であり、総じてレバレッジ水準は低く、投資家の解約等でポジションの解消を求められることがない点を挙げている。他方、国富ファンドによる外国企業への出資で懸念されることとして、投資対象国で安全保障上の懸念を喚起し、保護主義を誘発する恐れがあることや、国富ファンドのアセットアロケーションの変更によって金融市場の安定性が脅かされる可能性がある点を挙げている。

以上を踏まえ、国富ファンドに対して米国が既に採っている対応策として、下記 4 点を指摘している。

- ・ 安全保障と開かれた市場とのバランスを重視
- ・ IMF に国富ファンドが遵守すべき最良行為規範の策定を提言
- ・ 経済協力開発機構 (OECD) に国富ファンドの投資を受け入れる国が遵守すべき最良行為規範の策定を提言

¹⁶ 「協調確認 即効薬はなしー金融政策綱渡り」日本経済新聞 (2007 年 10 月 21 日)。

- ・ 財務省内に作業部会を設置し、主要国不ファンドとの二国間協議を開始
上記③の OECD に対する提言の具体的な内容は未だ明らかにされていないが、国富ファンドの最良行為規範を補完し、国富ファンドの責務と受け入れ国の責務とのバランスを取ることを企図したものとして注目される。

4) 欧州の動向

上記の議論は、自国の戦略部門が外国政府傘下のファンドに買収されることを恐れた米国が主導したものであるが、欧州でも国富ファンドへの対策が議論されている。欧州連合（EU）のホセ・バローゾ欧州委員会委員長は、10月17日から開催されたリスボン EU サミットにおいて、国富ファンドに対して欧州共通のアプローチが必要であると説いている。

欧州の中にあってドイツ政府は、EU の動きとは別個に国富ファンド対策を講じ始めている。ドイツでは、ドイツ取引所がロンドン証券取引所との経営統合に動いた際、ドイツ取引所が英国のヘッジファンドに圧力をかけられたことなどから、外国の「ファンド」が国内企業を買収ないしその経営に影響力を及ぼすことに対して社会的に強い拒否反応がある。今回のドイツ政府による動きも、このような背景から来たものである。

ドイツでは、与党ドイツ・キリスト教民主同盟のワーキング・グループにおいて、外国人投資家によるドイツ企業買収に対する防衛策が検討されてきた。2007年10月22日に発表されたワーキング・グループの答申書では、ヘッジファンド及びプライベート・エクイティに開示義務及び報告義務を課すことが提案された他、国富ファンドへの対応策についても案が示された。答申書は、まず、国富ファンドが経済的動機以外に企業に出資ないし買収する動機として、①自国への技術移転の動機、②戦略的・政治的動機、を挙げている。ドイツの現行法では、軍事関連産業の株式取得に関してのみ政府が拒否権を発動できるとされているが、答申書では、①政府による拒否権の適用対象を「公共安全」若しくは「戦略的インフラ」に関わる企業の株式取得に拡大し、②25%超の出資に関し、事前申請が行われる場合は政府による即時審査が行われるが、事前申請が行われない場合は過去3年にまで遡り政府が株式取得を無効にできるようにすることが提案された¹⁷。この答申書に対しては、ドイツ産業団体連合会が、過去に遡り株式取得を無効にするのは現実的ではない、との意見を表明するなど、ドイツ国内でも批判的な意見が多かった¹⁸。国会に提出された法案では、株式取得を政府が無効にできる期間は3年から3ヶ月に短縮されたが、それでも法案に対する反対意見は多く、2008年に審議は持ち越しとなっている。

このように、ドイツではややもすれば急進的な措置を採る方向で議論が進められて

¹⁷ “In Chancen denken – Strategische Standortpolitik im 21. Jahrhundert” CDU Deutschlands, October 22, 2007

¹⁸ “BDI kritisiert CDU – Plane für Staatsveto (BDI criticizes CDU – Plan for state veto)” *Financial Times Deutschland*, October 17, 2007

いる一方、米国や EU では、国富ファンドとの対話を踏まえた上で、緩やかな形で国富ファンドを律することを志向していると言えよう。米国や EU が国富ファンドに対して必ずしも否定的でないのは、一つには、国富ファンドによる投資がドルやユーロを下支えしていることを踏まえてのことと見ることができる¹⁹。

2. 規制強化慎重論

欧米の政府当局や公的機関が総じて国富ファンドに対する規制を強化する方向性を示しているのに対し、金融機関は以下のように主張し、国富ファンドに対する規制強化には反対の姿勢を示している²⁰。

- ・ 国富ファンドのみを特殊扱いする理由はなく、投資ファンド全般に対する規制で対処すべき
- ・ 国富ファンドは長期の投資家であり、市場の安定化に資する存在である
- ・ 国富ファンドは政治的影響に基づいて投資するのではなく、純粋にリターンを追求した投資を行っている
- ・ 国富ファンドによる投資はコーポレート・ガバナンスの水準向上に寄与している

国富ファンドも、欧米の国富ファンド脅威論に配慮する姿勢を示している。上記の GIC による UBS への出資に関する発言以外にも、テマセックのダナバラン会長は、①相手国を象徴する企業の買収や経営権取得のための投資は控える、②協調投資する地元投資家を探す、③相手国を代表する企業や相手国民を刺激しかねない企業に投資する場合は少数株主に留まる、との原則を示している²¹。また、中国財政部の李勇副部長も、中国投資有限責任会社の投資対象について、①通信、石油、航空会社は投資対象としないこと、②欧米企業の大株主にはならないこと、を表明しており、欧米諸国との摩擦を避けようという姿勢を前面に打ち出している²²。

V 我が国への示唆

これまでのところ、国富ファンドによる日本企業への出資実績は少ない。しかし最近では、日本企業への出資に関心を示す国富ファンドが増えている。中国投資有限責任会社がホームページ上で米国・日本株ファンド・マネージャーを募集したほか、カタール投資庁、テマセック、ロシア石油安定化基金も、日本企業への出資に前向きな姿勢を示している²³。

¹⁹ 前掲注 16 日本経済新聞記事。

²⁰ 複数の欧米金融機関のアナリスト・レポート等より抜粋。

²¹ 「シンガポールのテマセック、国代表する企業買収控えますー批判に配慮減速設定」日本経済新聞（2007 年 11 月 24 日）。

²² “China says its \$200 billion fund will invest two-thirds at home; foreign plans less ambitious” *Associated Press*, November 9, 2007

²³ 「カタール政府系ファンド、日本企業へ直接投資」日本経済新聞（2007 年 12 月 14 日）、「日本への投資拡

実際、DIC は 2007 年 11 月にソニーへの出資を発表しており、日本の各企業が中東への IR 活動に注力しているとの報道もある²⁴。今後の動向が注目される。

大に意欲、幅広い分野に関心」ロイター（2007 年 5 月 14 日）、「ロシア政府系ファンド、2 兆円で運用開始」日本経済新聞（2007 年 11 月 29 日）。

²⁴ 「NTT・ソニーなど日本企業—中東マネー呼び込み急ぐ」日本経済新聞（2007 年 1 月 12 日）。