

新たな展開を見せる金融危機後の SWF

神山 哲也

■ 要 約 ■

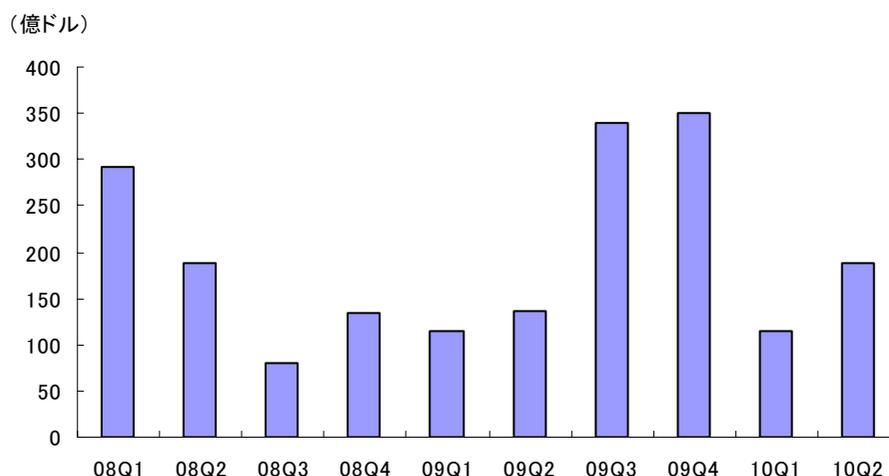
1. 中東やアジアの政府系ファンド（SWF）は、金融危機時の欧米金融機関への相次ぐ出資で一躍グローバル資本市場の新たな主要投資家としての地位を確立した。しかしその後、SWFによる海外投資は、暫くのあいだ鳴りを潜めるかたちになった。
2. その間、SWFは徐々に欧米金融機関への出資のエグジットを図ってきた。損失を計上したり訴訟にまで発展した投資案件も多かったが、クウェート投資庁とGICによるシティグループへの出資、カタール投資庁によるパークレイズへの出資など、収益を計上したのもあった。
3. 2009年後半以降は、一部のSWFの間で海外投資を再び活発化させる動きが見られる。例えばテマセックはアジア、特に中国への投資を拡大しており、中国のSWFである中国投資有限責任会社は海外の資源・エネルギー部門への投資に注力している。カタール投資庁は明確な傾向は見られないが、フォルクスワーゲンやハロックスなど有名ブランドへの投資を志向している模様である。
4. 世界のSWFの資産規模は4兆ドルに満たないものの、中国農業銀行のIPOで複数のSWFが戦略投資家として参加する事例にもあるように、リスク許容度の高い長期投資家としてSWFに期待する向きもある。今後のSWFによる海外投資の動向が注目される。

I 金融危機後に停滞した SWF の対外投資

中東やアジアの政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund、SWF）は、ダイムラーやバーニーズ・ニューヨーク、ソニーなど先進国の有名企業への出資や、金融危機時における欧米金融機関への相次ぐ出資で一躍グローバル資本市場の新たな主要投資家としての地位を確立した。米国のSWF研究所によると、2010年3月末で世界のSWFの運用資産額は3兆8,100億ドルに達したと見られる¹。しかし、SWFによる海外投資は、欧米金融機関

¹ SWF研究所（Sovereign Wealth Fund Institute）は、2008年にカール・リナバーグ氏とマイケル・マデュエル氏によって設立されたSWFに関する調査・研究、金融機関や政府へのコンサルティングを行う機関。両氏はSWFの透明性を計測するリナバーグ・マデュエル透明性指数を開発している。

図表 1 SWFによる海外直接投資の金額推移



(出所) SWF 研究所より野村資本市場研究所作成

の出資が一巡した後、すっかり鳴りを潜めるかたちになった。

SWF 研究所によると、金融危機で資本不足に陥った欧米金融機関への SWF の出資が一巡した 2008 年第 3 四半期から 2009 年第 2 四半期にかけて、SWF による海外への直接投資は、四半期平均で 116.5 億ドルに留まっていた。これは、2007 年 12 月にシンガポールの GIC が UBS に対して行った出資一件の金額 (約 105 億ドル) とほぼ同額である。

しかし、2009 年の後半に入ると、SWF は再び海外投資を活発化させた (図表 1)。2010 年に入ると欧州ソブリン危機などを受けて SWF の海外投資は再び低調になったが、後述するように、一部の SWF は引き続き海外投資を拡大させている。また、2010 年 7 月の中国農業銀行の IPO では、戦略投資家として、カタール投資庁が 28 億ドル、クウェート投資庁が 8 億ドル、シンガポールのテマセック・ホールディングスが 2 億ドルを出資しており²、欧州のソブリン危機で再び景気後退が懸念される中で、金融危機時と同様、長期の安定的な投資家として改めて SWF に対する期待が高まっているとも言えよう。

以下では、SWF による欧米金融機関への出資のエグジット状況について概観した上で、2009 年後半以降に新たな展開を見せている SWF による海外投資の特徴を紹介する。

II 欧米金融機関への出資のエグジット

2007 年末から 2008 年初を中心に行われた SWF による欧米金融機関への出資案件は、2008 年末以降、徐々にエグジットが図られている。SWF による欧米金融機関への出資を巡っては、各国で批判が生じており、実際に含み損を抱えていたり、損失が確定したりした事例もある (図表 2)。

² 中国農業銀行は 7 月 15 日に上海市場に A 株 (人民元建て)、同 16 日に香港市場に H 株 (香港ドル建て) を上場した。カタール投資庁、クウェート投資庁、テマセックが出資したのは H 株である。

図表 2 金融危機を受けた欧米金融機関への出資

SWF	発表日	対象金融機関	金額	投資結果
アブダビ投資庁	2007年11月	シティグループ	75億ドル	係争中
クウェート投資庁	2008年1月	シティグループ	30億ドル	売却済み(11億ドルの利益)
	2008年1月	メリルリンチ	20億ドル	—
カタール投資庁	2008年6月	バークレイズ	17.64億ポンド (26.81億ドル)	売却済み (6.15億ポンド(9.3億ドル)の利益)
テマセック	2007年12月	メリルリンチ	44億ドル (59億ドルまで買増し)	売却済み(46億ドルの損失)
	2007年7月	バークレイズ	9.75億ポンド (14.82億ドル)	売却済み (8億ポンド(12億ドル)超の損失)
	2008年6月		2億ポンド (3億ドル)	
GIC	2007年12月	UBS	110億スイスフラン (105億ドル)	普通株への転換で52億スイスフラン (49億ドル)の含み損
	2008年1月	シティグループ	68.8億ドル	売却済み(16億ドルの利益)
中国投資有限責任公司	2007年12月	モルガン・スタンレー	50億ドル	追加出資
韓国投資公社	2008年1月	メリルリンチ	20億ドル	—

(注) 為替レートは2010年7月9日時点。

(出所) 各 SWF プレスリリース、各種報道等より野村資本市場研究所作成

例えば、金融危機の最中における SWF による単独出資案件では最大であった GIC による UBS の強制転換社債への投資については、2010年3月に普通株へ転換されたことにより、GIC は 52 億スイスフラン (49 億ドル) の含み損を抱えることとなった。同じくシンガポールのテマセックは、世界的に株価が回復する直前の 2008 年末から 2009 年初にかけて、バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチ (2009 年 1 月に旧メリルリンチ株式から転換) の持分売却で 46 億ドル、バークレイズの持分売却で 8 億ポンド (12 億ドル) 超の損失を計上したとされている³。

また、投資案件が訴訟に発展しているケースもある。アブダビ投資庁による 2007 年 11 月のシティグループ強制転換社債 75 億ドルの出資に関して、アブダビ投資庁はシティ側の資料に虚偽記載があったとして、2009 年 11 月に 40 億ドル超の損害賠償請求を提起しており、本稿執筆時点で調停手続きが採られている。本件強制転換出資証券において最初に転換されるトランシェの転換価格が 31~37 ドルに設定されている一方、訴訟提起時点のシティ株価は 4 ドル台前半の水準となっており、転換が実施されればアブダビ投資庁に巨額の損失が生じるものと見られる。

もっとも、金融危機最中の SWF による欧米金融機関への出資案件の中には、結果的に成功しているものもある。例えば、シティグループへの投資では、クウェート投資庁が 2009 年 12 月、前年 1 月に 30 億ドルで取得したシティグループの持分を全て売却し、11 億ドルの利益を計上しており、GIC も 2009 年 9 月、シティグループへの投資で 16 億ドルの利益を実現したことを発表している。また、バークレイズへの投資では、2009 年後半にカタール投資庁が持分の一部売却で 6.15 億ポンド (9.3 億ドル) の利益を計上したこと

³ “Temasek Sells Bank of America Stake, Looks to China” *Bloomberg*, May 15, 2009, “Singapore’s Temasek sold Barclays stake: sources” *Reuters*, June 3, 2009.

が報じられている⁴。

一部ではあるが、金融危機が一段落した後に、欧米金融機関への出資を更に推し進めようという SWF の動きもある。CIC は 2009 年 6 月、モルガン・スタンレーの TARP 返済を目的とした総額 22 億ドルの増資において、12 億ドル分を取得した。これにより、CIC によるモルガン・スタンレーの保有比率は、モルガン・スタンレーと MUFG の資本提携で 7.68% に低下していたが、再び 9.86% に回復した。また、カタール投資庁は、米財務省が保有するシティグループ株式 27% の一部買取に関心を持っているとの報道がある⁵。カタール投資庁は更に、シンガポールの GIC とともに、2010 年 3 月、英国プルデンシャルによる AIA 買取原資のための 200 億ドルの増資において、増資の相当部分を引き受けている。

このように、SWF による欧米金融機関への出資の中には成功とは言えない事例もあるものの、結果的にプラスのリターンを獲得したものも多く、また、更なる出資を模索する動きもあることから、SWF は必ずしも先進国の金融機関への出資意欲を失ったわけではないと言えよう。実際、アブダビやドバイ、カタール、クウェートといった中東諸国、更には中国やシンガポールといったアジア諸国は、国際金融センターとして自国・自国内都市を成長させることを国家目標の一つとしており、その戦略の一環として、各国の SWF が先進国の金融機関に出資し、その知識・経験の吸収を企図していることは想像に難くない。

III 2009 年後半以降の新たな投資行動

前述の通り、金融危機後の SWF の海外投資（直接投資）はしばらく鳴りを潜めていたが、2009 年央辺りを境に、再び活発化の兆しを見せている。もともと、2007 年後半以降に見られたように、各国の SWF が一様に世界の資本市場を席卷するといった様子ではなく、SWF によって海外投資のスタンスにかなりの濃淡が見られる。以下では、金融危機後に未だ海外投資を本格化させていない SWF と、逆に活発化させている SWF の状況を見る。

1. 海外投資を本格再開させていない SWF

金融危機後、多くの SWF は各々の事情から海外投資を積極化するまでには至っていない。例えば、世界最大の SWF と目されるアブダビ投資庁は、金融危機後は従来にも増して小口の分散投資に傾注しているようである。大型出資の実績で言えば、2009 年 12 月のハイアット・ホテルズのクラス A 普通株式 10.9% を 480 万ドルで取得した以外は、英国ガトウィック空港やリオデジャネイロのタワー二棟などへの出資が報じられている程度である。隣国ドバイ首長国の債務問題の支援で 20 億ドル超の支援を行ったほか、自国のイン

⁴ “Qatar Makes \$1 Billion by Selling Barclays Shares” *Bloomberg*, October 20, 2009.

⁵ “U.S. profits on Citi stake sale” *The Wall Street Journal*, May 28, 2010.

フラ整備や銀行の不良債権問題に迫られているため、アブダビ投資庁に回される資金が減少している可能性もある⁶。

また、ドバイ首長国の SWF であるドバイ・インターナショナル・キャピタル (DIC) およびイスティスマル・ワールドは、両社の親会社の債務返済問題で対外投資余力は極めて限られていると見られる。イスティスマル・ワールドの親会社で政府系持株会社のドバイ・ワールドについては、2009 年 11 月に表面化した債務返済問題でイスティスマル・ワールドの清算も取り沙汰されるほどになっており、もう一つの政府系持株会社で DIC の親会社であるドバイ・ホールディングスについても、同様の債務問題を懸念する声が台頭しているため、当面は両 SWF が海外投資を活発化させることは難しいものと思われる。

他の国では、SWF の投資実績に対する批判や、国内経済のてこ入れのために、SWF の海外投資が手薄になっている実態が見られる。例えば韓国では、外貨準備を原資として 2005 年 7 月に設立された韓国投資公社によるメリルリンチへの出資が巨額の含み損を抱えていることに対して批判が噴出している。

ロシアでは、2008 年 2 月に旧石油安定化基金が分割され、積極運用を行う国民福祉基金と外国債で運用する石油安定化基金 (準備基金) が設立されたが、金融危機の影響で国内市場が混乱したため、2010 年 1 月、国民福祉基金から 20 億ドル相当が政府系金融機関である Vneshekonombank に拠出され、住宅ローン等に使用されることとなった。また、2010 年 5 月には、国民福祉基金および石油安定化基金 (準備基金) の双方から合計約 120 億ドルが拠出され、財政赤字と年金債務の穴埋めに用いられることとなった。

クウェートでも、クウェート投資庁の 2008 年 3~9 月の投資で 301 億ドルの損失が生じたことに対する批判が議会で噴出した。同時に、クウェート国内株式市場は 2008 年中に 38% 下落しており、国内市場のてこ入れが急務となっていた。そこで 2009 年に入り、クウェート投資庁は、ポートフォリオに占める海外株式比率の引き下げを決定し、76.2% 保有するクウェート・インベストメント・カンパニーが前年 12 月に設立した国内上場株式ファンドに 13.7 億ドル拠出することとなった。

2. 金融危機後に海外投資を本格再開させた SWF

上記で見たアブダビ、ドバイ、韓国、ロシア、クウェートの SWF とは逆に、シンガポール、中国、カタールの SWF は金融危機の影響が落ち着いた後、三者三様に海外投資を本格再開させている。

1) シンガポール：アジア・中国への投資

シンガポールのテマセックは、2009 年 9 月、設立来初めて年次報告書 (2009 年

⁶ アブダビ首長国では、アブダビ国営石油会社 (ADNOC) の石油輸出収入をアブダビ投資庁と政府一般会計に振り分けている。なお、アブダビ投資庁が初めて公表した 2009 年版の年次報告書では、過去 30 年間の年次の収益率が 8.0% であること、資産の 80% の運用が外部委託されており 60% がインデックス運用されていることが明らかにされた。

版)を作成・公表しており、その中で、これまでと今後の投資方針について記している。元々テマセックは国内政府系企業の特株会社を出自とするが、その売却益などで海外投資を拡大してきた歴史がある。今後の投資方針については、特にアジア経済の見通しについて強気の姿勢を示しており、政策アセット・アロケーションとして、アジア(日本、シンガポール除く)：シンガポール：OECD：その他(新興国)の比率を40：30：20：10とするとしている。その中で、アジアについては約半分を中国、OECDについては主にオーストラリア⁷、その他新興市場は南米、東欧、中東、アフリカに投資するとしている。全体で言えば、アジア・シフト、とりわけ中国シフトを打ち出したものと言えよう。

その後のテマセックの投資行動は、上記2009年版年次報告書にある通り、アジア・シフト、中国シフトが鮮明になっている。実際、2010年7月8日に発表された2010年版の年次報告書では、2010年3月末のアセット・アロケーションが、アジア(日本、シンガポール除く)46%、シンガポール32%、OECD20%、その他(新興国)2%になったことが明らかにされ、今後もアジアへの投資を更に拡大していくとしている⁸。また、同報告書では、2010年3月末の資産残高が前年同期比で42%増加し、過去最高の1,860億シンガポール・ドル(1,339億ドル)に達したことも明らかにされた。

テマセックの中国への投資戦略としては、第一にIPOへの参加が挙げられる。例えば、中国(香港含む)への投資では、前述の中国農業銀行のほか、紳士服販売の利邦集団、不動産開発の佳兆業集団および龍湖地産、太古地産など、①香港市場でのIPOにおける戦略投資家としての参加、②不動産部門への投資、が目立つ(図表3)。

第二に、中国のボリュームゾーンの獲得に向けた中国現地での提携関係の構築が挙げられる。例えば、テマセックは中国銀行と提携し、中国の農村部に数百支店の農村銀行を展開する合弁会社を双方15億ドルずつの出資で設立することが報じられている⁹。テマセックは既にインドネシアで農村銀行を展開しており、その経験を中国で活用することを考えているものと思われる。2010年5月には、テマセック傘下のシングブリッジ・インターナショナル・シンガポールが中国吉林省で食品生産・加工区域の開発計画を発表している。既に、シングブリッジ子会社のジリン・フード・ゾーンと吉林省政府がフィージビリティ・スタディを実施することで仮契約を締結した模様である。

また、テマセックは2009年9月、中国国内株式に海外投資家として投資する適格海外機関投資家(QFII)の枠を1億ドルから3億ドルに増額しており、小口の分散投

⁷ テマセック自身は明言していないものの、2008年10月に英豪資源大手BHPビリトンの元CEOチャールズ・グッドイヤー氏がテマセックの新CEOに内定した際(後に「戦略的問題に関する相違」から取り消し)、テマセックによる資源部門への投資強化策の一環と見られていたことから、オーストラリア重視姿勢も同様の背景と思われる。

⁸ “Temasek to put greater focus on Asian investment as portfolio grows” *Financial Times*, July 9, 2010

⁹ “Lenders aim to close city-countryside gap” *Financial Times*, May 14, 2010.

図表 3 テマセックの海外投資

発表・報道日	投資対象	金額・持分比率	備考
2009年9月 (観測)	MCX証券取引所	5%	2008年10月に設立されたインドの通貨デリバティブの電子取引所。テマセックやアブダビ投資庁が5%を取得する方向で調整中と報道。
2009年9月 (観測)	プレスティジ・エステイツ	共同で15%強	インドの不動産開発会社。HDFC子会社と共同で出資する方向で調整中と報道。
2009年9月	国薬控股	1億ドル	中国の医薬品卸売最大手。香港IPOに際して引受け。
2009年9月	中国医薬集団(シノファーム)	1億ドル超	中国の製薬会社最大手。香港IPOに際して引受け。
2009年10月	利邦集団(トリニティ)	1,500万ドル	中国の紳士服販売会社。香港IPOに際して引受け。
2009年11月	ソウル半導体	3.43億シンガポール・ドル (2.47億ドル)	韓国の発光ダイオードのメーカー。同時に子会社にも出資。
2009年11月	龍湖地産(ロングフォー)	最大5,000万ドル	中国の不動産開発会社。香港IPOに際して引受け。GICも同額出資。
2009年11月 (観測)	三一重装国際控股	—	中国の炭鉱設備メーカー最大手。香港IPOに際して引受け。GIC、GEキャピタルと合わせて3,750億ドルを引受けると報道。
2009年11月 (観測)	コーヒー・デイ・ホールディングス	—	インドのカフェやホテル、小売仲介、不動産などを傘下に収める持株会社。同社の資金調達において、KKR、スタンダード・チャータード子会社、テマセックが投資意思を表明していると報道。
2009年12月	佳兆業集団	—	中国の不動産開発会社。香港IPOに際して引受け。
2010年1月	サウスゴビ・エナジー・リソーシズ	5,000万ドル	モンゴルの鉱山開発を行うカナダの会社。香港IPOに際して引受け。他にGICも参加。
2010年2月	ソバハ・デベロッパーズ	約10億ルピー (約2,000万ドル)	インドの不動産開発会社。
2010年2月	セカンド・マーケット	750万ドル	2004年に設立された米国の非流動的な資産の取引を専門とする市場の運営会社。中国の実業家の李嘉誠氏も750万ドルを出資。
2010年3月	VNPTグローバル	10%	ベトナムの大手通信会社の海外部門子会社。子会社のSTテレメディアを通じて取得。
2010年4月	エッサー・エナジー	—	インド複合企業大手エッサー・グループのエネルギー子会社。
2010年4月 (観測)	Uモバイル	約10億リンギ (約3億ドル)	マレーシアの第四位携帯電話会社。子会社を通じて33%を近く取得すると報道。
2010年4月 (観測)	太古地産公司	—	中国の不動産開発会社。香港IPOに際して引受けと報道。他にGICの参加が取り沙汰されている。
2010年4月	セルトリオン	2,080億ウォン (1.7億ドル)	韓国の製薬会社。子会社を通じて10%の持分を取得。
2010年4月 (観測)	中国雨潤食品集団	6.24億香港ドル (8,112万ドル)	中国の食品会社。同社の第三者割当において、テマセックが4.68億香港ドル、テマセック傘下の投資会社シータウンが1.56億香港ドルを引受けると報道。
2010年4月	GMRエナジー	2億ドル	インドのGMRインフラストラクチャーのエネルギー部門。転換社債への投資。
2010年5月	ナショナル証券取引所	1.75億ドル	インドの二大証券取引所の一つ。NYSEユーロネクストより取得。
2010年5月	チェサピーク・エナジー	5億ドル	米国の天然ガス最大手。転換権付優先株を取得。

(注) 2009年6月以降。為替レートは2010年7月9日時点。

(出所) 各種報道等より野村資本市場研究所作成

資でも中国へのエクスポージャーを拡大する構えである。

テマセックは、中国以外のアジアへの投資も拡大している。インドでは、例えば、2010年4月、バンガロールの電力会社 GMR エナジーの転換社債を2億ドル相当購入したほか、同年5月には、NYSE ユーロネクストよりナショナル証券取引所の株式5%を1.75億ドルで取得することで合意している。中国とインドは2011年に二国間協力の強化に向けた協議をシンガポールで行うことが報じられているが、その根回し・企画はテマセックが担っているとされている。中国とインドの仲介役を果たすことで両国における今後の投資案件獲得を図ったものと見られる¹⁰。

¹⁰ 日本経済新聞「中印接近、シンガポールのファンド動く」(2010年4月1日)。

2) 中国：資源・エネルギー部門への投資

中国の中国投資有限責任公司（CIC）も、金融危機後の 2008 年央以降、既存の出資案件で含み損を抱えたことなどから、海外への大型投資を控えてきた¹¹。しかし、2009 年央以降、再び海外投資を活発化させている。その背景には、CIC の運用体制の整備に加え、豊富な手元資金を抱えていることが考えられる。CIC が初めて作成・公表した 2008 年の年次報告書では、2008 年末時点のポートフォリオにおける現金比率は 87.4%となっており、運用資産額が 2,888 億ドルだとすると¹²、2,500 億ドル以上の現金を保有していることになる。

CIC の 2009 年央以降の海外投資は、明確に資源・エネルギー部門への傾斜が見て取れる。元々、資源・エネルギー部門は SWF の重要な投資対象であった。伝統的には、クウェートやアブダビ、リビアなどの原油輸出の収益を原資とする SWF が、自国の資源からの収益を分散させることを目的として、他国の資源セクターに投資してきた。しかし近年では、原油などの天然資源を原資としない SWF も、外国の資源セクターに投資するようになってきている。その背景としては、①発展途上国では、自国の持続的な経済成長のためにも海外の資源を確保する必要があること、②SWF 自身の分散投資の必要があること、が考えられる。

中国の場合は、特に①が該当しよう。というのも中国では、国民の所得水準の向上に伴い生活水準が向上し、鉄鋼生産量が 1996 年に、自動車生産・販売台数が 2009 年に世界一になっている中で、資源・エネルギーの確保が中国政府にとって喫緊の課題になっている。このような背景から CIC が国の政策の一環として海外の資源・エネルギー部門への投資を強化していることは想像に難くない。

実際、直近一年間の CIC による海外出資案件のほとんどは資源・エネルギー部門となっている。CIC による公式発表だけでも、2009 年 7 月のカナダの鉱山会社のテック・リソーシズのクラス B シェアに 15 億ドルを出資したことを皮切りに、カザフスタンの石油・天然ガス、ロシアの石油、モンゴルの鉱山、インドネシアの石炭、更にはグローバルな農業・エネルギー商品のサプライチェーンや電力などの関連企業に相次いで出資している（図表 4）。

今後、世界的な人口増と発展途上国の経済発展を受けて世界の資源獲得競争がますます過熱していく中で、CIC の資金を活用した中国が引き続き重要な位置づけを占めていくものと思われる。もっとも、資源・エネルギー部門は各国で戦略部門とされている場合も多く、投資対象国の反発も想定される。そのため、今後の CIC による海外投資では、中国の公的資金による買収への諸外国の反発を回避するべく、中国企業と共同出資で CIC は少額出資に留め、中国企業を側面支援していく方向に舵を切っていく可能性も考えられよう。

¹¹ 2009 年央までの CIC の状況については、関根栄一「中国：外貨準備と CIC の運用多様化に向けた動き」『資本市場クォータリー』2009 年秋号参照。

¹² SWF 研究所推計。

図表 4 CIC の海外投資

発表日	投資対象	金額	備考
2009年6月	モルガン・スタンレー	12億ドル	TARP返済を目的とした22億ドルの普通株オファリングへの応募。持分は9.86%に。
2009年7月	テック・リソース	15億ドル	カナダの鉱業会社。傘下の福布羅投公司を通じてBシェアを取得。持分17.2%、議決権ベースでは6.7%に。
2009年9月	JSCカズムナイガス・エクスプロレーション・プロダクション	9.39億ドル	カザフスタンの石油・天然ガス会社。ロンドン証券取引所に上場するGDR11%を取得。
2009年10月	ノーベル・オイル・グループ (ノーベル・ホールディングス・インベストメンツに改称)	1.5億ドル	ロシアの石油会社。本件出資はフェーズ1であり、フェーズ2として追加で1.5億ドルを出資する予定。
2009年10月	サウスゴビ・エナジー・リソース	5億ドル	モンゴルの鉱山開発を行うカナダの会社。福布羅投公司を通じて出資。また、2010年1月の香港IPOに際して5,000万ドル引受け。
2009年11月	PTブミ・リソース	19億ドル	インドネシアの石炭会社。CICにとって初のインドネシア投資案件。
2009年11月	ノーブル・グループ	8.58億ドル	農業・エネルギー商品のグローバル・サプライ・チェーン最大手。14.91%取得。本社は香港、登記地はバミューダ、上場はシンガポール。
2009年11月	AESコーポレーション	15.8億ドル	米国の電力会社。15%を取得し、役員一名を派遣。AESの風力発電事業に5.71億ドル出資予定であったが、2010年7月に交渉打ち切り。
2009年11月	GCLポリール・エナジー	55億香港ドル (7億ドル)	香港の太陽光発電向け素材メーカー。20%を取得。合併会社設立を目的とする。
2010年6月	ベン・ウェスト・エナジー	12.52億加ドル (12.02億ドル)	カナダの石油・天然ガス会社。CICの子会社を通じてベン社とパートナーシップを組み、同パートナーシップに8.17億加ドルを出資。同時に、ベン社のトラスト・ユニットにも4.35億加ドルを出資。

(注) 2009年6月以降。為替レートは2010年7月9日時点。

(出所) CIC ウェブサイトなどより野村資本市場研究所作成

3) カタール：有名ブランドへの投資

シンガポールのテマセックや中国の CIC と並んで、カタール投資庁も金融危機後に海外投資を再び活発化させている。

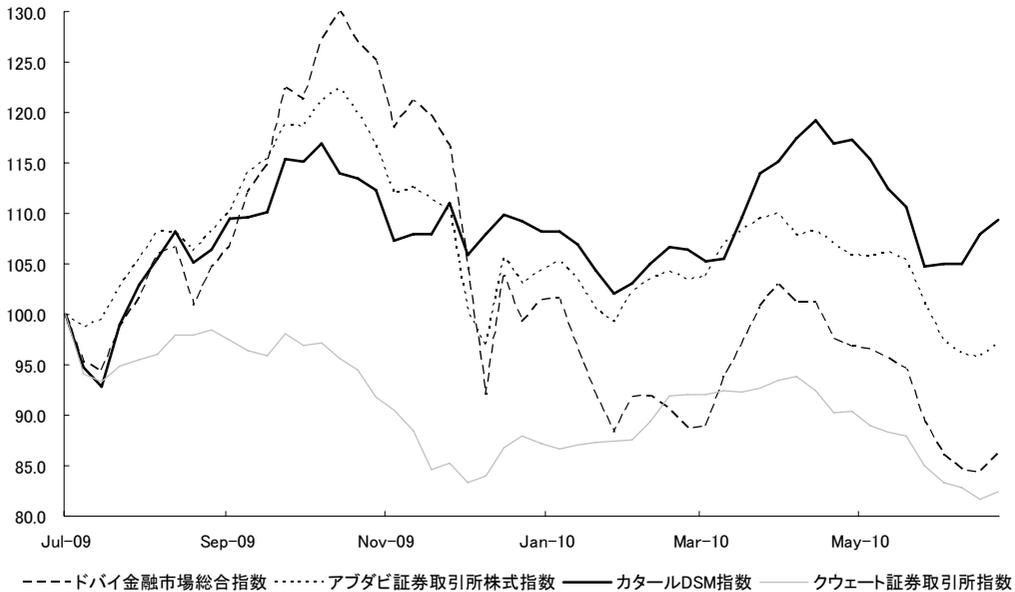
カタール投資庁が他の中東の SWF に先駆けて海外投資を再び活発化することができた理由としては、原資である天然ガスの輸出が 20～25 年の長期契約に基づくため、カタールが産油国のような原油価格の乱高下によるバブルから景気失速という道筋を辿らなかったことが挙げられよう¹³。また、カタールの金融部門は、債務問題に揺れたドバイ・ワールドやデフォルトを起こしたサウジアラビアの企業グループであるサード・グループおよびアル・ゴサイビ・アンド・ブラザーズへのエクスポージャーが他の中東諸国と比べると少なかったことが指摘されている¹⁴。そのため、2009 年後半以降の中東全域の景気後退の影響も抑えることができた(図表 5)。更に、前記のクウェートと同様、カタールでも SWF が国内経済対策に用いられた。カタールの場合、政府がカタール投資庁を通じて、53 億ドルを用いて国内銀行 7 行の持分を 10～20%取得した。これらにより、カタール経済が他の中東諸国と比べて安定を保ち、カタール投資庁の海外投資再開の下地になったものと考えられる。

もっとも、テマセックはアジア(特に中国)、CIC は資源・エネルギー部門という傾向が見られる一方、明確な傾向が見られないのがカタール投資庁である。ロンドンの

¹³ 日経ヴェリタス「カタールー天然ガスで18%成長へ」(2010年1月17日)。

¹⁴ “Bahrain shows resilience to region’s jitters” *Euromoney*, April 2010.

図表 5 中東主要株価指数の推移



(注) 週次平均。2009年7月第一週を100として指数化。

(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

米国大使館の建物（チャンスリー・ビルディング）の買収やフランスの水メジャーであるヴェオリアへの出資など、不動産やインフラ関連も多いものの、それ以外の海外投資では特定のセクターというよりも、敢えて言うならば有名ブランドへの出資が目立つ¹⁵。例えば、2009年8月にドイツのフォルクスワーゲンを6.78%取得したほか、シンガポールの名門ホテルを運営するカナダのフェアモント・ラッフルズの買収（2011年予定）やロンドンの老舗デパートであるハロッズの買収などがある（図表6）。

また、カタール投資庁は、金融部門への投資機会も引き続き模索しているようである。実際、カタールは、自国の国際金融センター化を企図しており、そのためにカタール取引所はNYSE ユーロネクストの出資20%を受け入れ、システム提供や人材交流などで提携している。また、欧米の最先端の金融技術の導入というものとは趣旨が異なるが、中国農業銀行のIPOでは、戦略投資家の中では最大の28億ドルを出資している。金融危機時には、パークレイズやロンドン証券取引所に出資しており、前述のシティへの出資観測も、こうしたカタールの国策としての金融部門強化が背景にあるものと思われる。

¹⁵ こうした有名ブランドへの出資は、DIC（2004年設立）によるダイムラーやソニーへの出資、イステスマル（2003年設立）によるバーニーズへの出資に見られるように、中東の新設SWFに共通した特徴であるように見える（カタール投資庁は2005年設立）。

図表 6 カタール投資庁の海外投資

発表・報道日	投資対象	金額・持分比率	備考
2009年8月 (観測)	バルチック・シー・シップヤード(造船所)	—	ポーランドの造船会社の造船所二つについて、ポーランド財務相がカタール投資庁による買収を言明。
2009年8月	ポルシェ	10%	同時に、ポルシェと経営統合するフォルクスワーゲンの株式を取得できるオプションをポルシェから取得している。
2009年9月	カナリー・ワーク	8.45%	ロンドン金融街の不動産開発。出資する英ソングバード・エステイツを経由しての追加取得。持分は69.3%に。
2009年11月 (観測)	チャンスリー・ビルディング	—	ロンドンの米国大使館建物。
2009年12月	フォルクスワーゲン	17%	普通株。2009年8月に取得した6.78%からの出資比率引上げ第三位の株主に。保有していた優先株は2009年11月に約半分を売却。
2010年1月 (観測)	ヒンズジャ・ナショナル・パワー	20億ルピー (4,000万ドル)	インドの電力会社。10%取得に向けて最終調整中と報道。
2010年4月	ラッフルズ・ホテル	—	カナダのラッフルズ・グループが保有するシンガポールの名門ホテル。2011年までにカタール投資庁傘下の不動産投資会社に売却予定。
2010年4月 (観測)	CMA CGM	7.4億ユーロ (9.4億ドル)	フランスの大手造船会社。ローン・ギャランティの形態。
2010年4月	ヴェオリア・エンヴァイロメント	5%	フランスの水メジャー。役員の派遣に加え、中東・北アフリカ地域での水関連の公益インフラ・プロジェクトで提携。
2010年5月	ハロッズ	約15億ポンド (約23億ドル)	ロンドンの老舗デパート。オーナーのエジプト人実業家アル・ファイド氏から取得。
2010年5月 (観測)	シティグループ	—	米財務省保有のシティ株式27%の一部買取に意欲ありと報道。
2010年6月 (観測)	中国農業銀行	28億ドル	香港IPOに際して引受けと報道。

(注) 2009年6月以降。為替レートは2010年7月9日時点。

(出所) 各種報道等より野村資本市場研究所作成

IV SWFによる連携強化と透明性の向上に向けた取り組み

SWFによる海外投資が一部の先進諸国の政策当局や国民の不安や反発を喚起させた中で、それに対応するべく、SWFの間の連携強化と透明性の向上に向けた取り組みも進んでいる。2008年10月には、IMFにSWFを保有する26カ国からなるワーキング・グループが構成され、SWFの任意の行動規範としていわゆるサンチアゴ原則が策定された¹⁶。同時に、この原則の遵守状況をモニタリングし、SWF間の情報交換を促進するべく、永続的な機関の設立を検討することも決定された。

2009年4月には、上記ワーキング・グループがクウェートで会合を開き、クウェート宣言が採択され、SWFのいわば業界団体として「SWF国際フォーラム(International Forum of Sovereign Wealth Funds)」が設立された¹⁷。その後、SWF国際フォーラムは、2009年9月にはアゼルバイジャンのバクー、2010年5月にはオーストラリアのシドニーで会合を開き、それぞれで宣言を採択している(図表7)。宣言は何れも、SWFによる透明性とガバナンスなどの強化を掲げる一方、受入国に対しては内外無差別の徹底を求めるものとなっている。なお、次回は2011年4月に中国の北京で開催される予定である。

こうした取り組みに対しては、①そもそもサンチアゴ原則が強制力を持たないことから、

¹⁶ 詳細については、神山哲也「SWF:行動規範の策定と最近の動向」『資本市場クォーターリー』2009年冬号参照。

¹⁷ 当初はIMFが事務局を担うが、将来的には参加SWFの費用負担で専任の事務局が設けられる予定。

図表 7 国際 SWF フォーラムが採択した宣言

<p>◆クウェート宣言(2009年4月) (国際SWFフォーラム設立の目的)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ SWF間のアイディア・見解の共有 ・ サンチアゴ原則の適用に関する見解の共有 ・ 投資受入国の協力の促進 <p>(SWFの任務)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 安定的なグローバル金融システムの維持と自由な資本のフローと投資の促進 ・ 投資対象国の規制や開示義務の遵守 ・ 経済的なリスク・リターンに基づく投資 ・ 十分なオペレーション統制、リスク管理、アカウンタビリティを確保するための透明かつ健全なガバナンス構造の維持
<p>◆バクー宣言(アゼルバイジャン、2009年9月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 受入国に、投資レジームを透明かつ非差別的にし、保護主義を回避し、建設的かつ互恵的な投資環境を促す ・ サンチアゴ原則の適用のアセスメントを引き続き行う ・ 十分なオペレーションの統制、リスク管理、アカウンタビリティを引き続き重視 ・ 国際SWFフォーラム参加者の能力開発を促す
<p>◆シドニー宣言(オーストラリア、2010年5月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ SWFはサンチアゴ原則を遵守している ・ SWFは母国・受入国の金融危機からの回復に重要な役割を果たしている ・ 資本の自由な移動を阻害する措置に警戒する

(出所) 国際 SWF フォーラムより野村資本市場研究所作成

その実効性に疑問が残る、②SWF の集合体であるため、ややもすればお手盛りの形式的な議論に終始しかねない、といった批判も考えられる。しかし、今後こうした会合を通じて個別の SWF 間の協調関係が築かれていけば、SWF の投資行動にも変化が生じる可能性がある。既に、韓国投資公社とアブダビ投資庁は 2009 年 11 月に提携関係を結び、両者が互いの国に投資する際にアドバイザーを提供することで合意するという事例もある。

V 今後の見通し

SWF は、2007 年から 2008 年の欧米金融機関への相次ぐ出資により、グローバルな資本市場で急速に存在感を増してきた異端の存在から、救世主としての位置づけが高まり、SWF 脅威論も急速に鳴りを潜めることとなった。その後、SWF による海外投資は一時停滞したものの、今般の一部 SWF による海外投資の再活発化でも SWF に対する欧米諸国の反発は見られない。総じて、SWF はメインストリームの機関投資家としての地位を確立したと言えよう。また、上記のように批判もあるものの、サンチアゴ原則の策定や国際 SWF フォーラムの設立などで、SWF といえども受託者責任、ガバナンス、リスク管理、透明性といった機関投資家としての体制作りの重要性も認識されるようになってきた。

但し、SWF の規模は、実はさほど大きくはない。例えば、世界の投資信託の資産残高は約 23 兆ドルであるのに対し¹⁸、SWF の資産残高は 4 兆ドルにも満たない。そのため、資金の出し手としての SWF に対する過度な期待は禁物であろう。それでもなお、SWF が資金の出し手として注目されるのは、SWF が年金基金や投資信託と異なり、年金給付や投資家の解約など目先のライアビリティを負わないため、高いリスク許容度を持つ長期投

¹⁸ 2009 年末時点。米国投資信託協会。

資家となり得るからである。

本稿では金融危機後に海外投資を再活発化させた SWF としてテマセック、CIC、カタール投資庁を取り上げたが、他の SWF も、ドバイ債務問題や欧州ソブリン危機の克服を経て世界経済が安定すれば、海外投資の本格再開に乗り出す可能性があり、今後の動向が注目される。