

# ソブリン・ウェルス・ファンド (SWF) と高成長新興国 —シンガポールの政府系ファンド Temasek の事例から—

澤田 貴之

## 目次

- I. はじめに
- II. なぜ高成長新興国で政府系ファンドが形成されるのか
  - II-1 外貨準備が投資運用へ向かう発端
  - II-2 中国のSWFをめぐる動向
- III. 政府系ファンド Temasek の成長と進化
  - III-1 シンガポールの金融セクター開発
  - III-2 Temasek の形成と発展
  - III-3 Temasek のグローバル投資戦略
- IV. さらなる課題へ向けて

## I. はじめに

1990年代末から加速してきた金融・資本市場のグローバル化・フラット化の進行は、世界的な過剰マネーの顕在化によって、様々なファンドの台頭を招いてきた。一口にファンドと言っても、投資目的、運用方法などによって複数の種類に分類することが可能である。公私募のミューチュアルファンド（一般的な投資運用型）、プライベート・エクイティ・ファンド（買収を第一義的目的とする型）<sup>①</sup>、ヘッジファンド（富裕層向け絶対追求運用型）、不動産ファンド（REIT型）などが大まかな区分になろう。

しかしながら、上述の区分に含まれないファンドが存在することにも注意しなければならない。上述のファンド区分として列挙したものはすべて民間であるのに対して、もう一つ政府自体が組成するファンドが存在していることである。この場合、既定の民間ファンド以上に政府自体が所有する運用資金が巨額であり、その位置づけは一国を越えたグローバル市場、リー

ジョナル市場において無視できない役割を持っている一方で、情報の非公開という障壁によって、ファイナンス関連の研究の俎上に乗ることがほとんどなかった。

こうした事情から政府系ファンド（ソブリン・ウェルス・ファンド、以下SWFと呼ぶ）に関する先行研究は、個別国、全体（理論・実証）を含めてほとんど進展していないのが現状である。現時点では学術的な議論ではなく、SWFを持つ、あるいは組成を予定している当該国内部での運用方法をめぐる政策的な議論が進行しているにすぎない。従ってここでは、それら先行研究に基づいた仮説的な検証を前提とすることができないため、それらの形成理由を提示した上で、比較的情報公開が進展しているシンガポールの政府系ファンドの事例を手がかりとして、現代の金融グローバリゼーションとの関連から、この現象に対する口火を切る議論を提供していきたいと思う。

端緒となるべき結論を先取りしていえば、高度成長国の政府系ファンドは現状の制度面を含

めた国際金融インフラの下では、従来の単なる輸出黒字分の先進国（欧米）の債券・証券市場への還流を、より洗練化した形（投資選別）において強めることになる。またほぼ同時に資本・金融市場のフラット化は高成長新興国の証券・債券市場の成長をも加速させるであろうということである。むろん政府系ファンドはこうした流れの中にある一つの現象にすぎないが、決して近年に限った新しい現象でもない。そのことはアラブ産油国政府やシンガポール政府の対外投資行動を振り返ってみれば理解しやすいのではなかろうか。

本稿では、まずはSWF形成の理由に言及した後、現在多くの高成長新興国がロールモデルとして注目しているシンガポールの政府系ファンドに焦点を当て、これを中心として考察を進めていくことにする。域内での企業投資に対する影響力と過去のファンドの活動経緯を含めて、その総括的な位置づけから一定の評価を行い、現在の高成長新興国への適用への限界と政策議論に向けた展望について論及していきたい。

## II. なぜ高成長新興国で政府系ファンドが形成されるのか

### II-1 外貨準備が投資運用へ向かう発端

まず区別しておかなければならないことは、国内と国外での新興国政府の投資に対する役割が決定的に異なっているという問題である。途上国では国内産業振興とこうした産業への金融を目的とした政府系金融機関が形成されることが常となっているが、この時点では直接金融市場が成長・発達していないばかりか、国内での間接金融市場を通じて（また国外からの資金調達も同様にして困難である）、十分な産業金融を実施するには困難であるからである。この場合、非産油国・非資源国であるならば、成長

の初期段階においては貿易収支・経常収支の赤字からの脱却が当該途上国にとって大きな課題となろう。

ここで潜在的な成長性を有する当該途上国に対しては国際的な開発金融機関が産業振興の外部的な支援策として、例えば世界銀行グループによるVC（ベンチャーキャピタル）の組成やIFC（国際金融公社）による政府系金融機関を通じた迂回的な融資（直接的な融資は規定によってできない）が行われることもあろう（cf. 澤田 [2002]）。しかしながら、こうした国内金融機関の形成や国際的な開発金融機関からの支援措置は、そもそも当該途上国が産業金融向けの資金ショート状態に陥っている場合か、マクロ的には貯蓄・投資ギャップが生じている場合と行ってよい。いずれにせよ、この段階の途上国は投資資金不足にある。

次に高成長新興国が高い輸出パフォーマンスを実現しているケースを想定してみよう。この場合の主力輸出品は資源、工業製品どちらでもかまわない。これによって貿易黒字が生じた場合、その国に流入した外貨は最終的に外貨準備高の積み上げ増を招く。完全な変動相場制に移行しているケースとそうでないケースがあるが、いずれにしても自国通貨為替に対して上昇圧力が強くなるのは必然である。これに対して輸出国の中央銀行は自国通貨の為替レートの上昇を抑えるために自国通貨為替を売って他国通貨為替（事実上ドル）を買うという為替介入を行うのが通例である。このため貿易黒字額の増大とともに、ますます為替準備高が積み増されることになる。

この段階に入った新興国からは国内余剰資金が一般的には米国政府（財務省）証券や株式、社債などへの投資によって米国、欧州など国外へ向けて流出することになるが、この一連の流れの中で余剰となった外貨準備高の一部から、新興国政府によって政府系ファンドが組成され

る可能性が出てくる。余剰分を総外貨準備高から輸入必要外貨額（通常3カ月分以上）を控除した分として想定すれば、準備高増加率が高ければ、高いほど米国債以外への運用インセンティブは高くなろう。同時に、この時点では当該国内部で積極運用の是非をめぐる政策議論が生じるであろう。是とした当該国ではファンドの投資先は運用面で、より主体性を持ち、当該国の外交・投資戦略と緊密に結びついたものとなる可能性がある。むろんファンドである限り、高い収益性も狙うことになる。従って投資対象国・地域は欧米に限らず、アジア域内など成長性を有する地域の債券や証券、さらには具体的に絞り込まれた有望企業に向かうまでになる。

ここで為替取引や国内証券市場に規制が設けられていれば、中国のように余剰資金が国内証券市場へ流れ込み、証券市場（上海取引所）が投機的な様相を帯びるといった07年上半期の事例を我々は知っている。この場合、輸出国側の為替レートに対して切り上げ圧力がかかるものの、人民元の対ドルレートが当局の許容範囲内の変動レンジ（07年上半期にレンジ拡大）で規制されており、中国の場合も成長著しい新興国同様、自国通貨為替の上昇を回避するために中銀当局（人民銀行）の介入によって自国通貨為替売り介入を行うために、さらに外貨準備は積み増されることになる。「オランダ病」に陥ることを防ぎつつ、この為替市場介入とともに、中国をはじめとするBRICsなどの高成長新興国では、輸出パフォーマンスの好調継続を通じて、ますます外貨準備が積みあがることになる<sup>(2)</sup>。従って、こうした環境下にある特定黒字国はSWFを立ち上げ、上述の積極的な投資に乗り出さざるをえなくなる。

## II-2 中国のSWFをめぐる動向

06年以降、外貨準備高世界一となった中国は

言うに及ばず、同2位の日本でも国内余剰資金は主として米国政府証券への投資によって国外へ流出していたが、07年において中国政府当局が決断した措置は国内証券市場の過熱化をセーブすることも踏まえた外貨準備高中の30億ドルを国外で投資運用するという一種の緊急避難措置にも似た手段であった。このケースでは中国当局が国外での運用ノウハウに卓越しているわけでもないので、外部の投資運用会社（米系のブラックロック）へ運用を委託せざるをえなかった。1兆ドルを超える外貨準備高を持つ中国は、既に07年3月に外貨投資機構設立を表明しており、ロシア財務省も原油などの輸出代金を蓄える安定化ファンド1千億ドルの運用先として、08年にはリスク運用に振り向けるための新ファンド設立の方針を決めている。また石油収入を蓄えるノルウェー年金基金もリスク運用への傾斜を強めており、中東産油国ファンドも企業買収のための直接投資比率が高まっている（「日経新聞」07.6.27）。

中長期的に資源高が持続する限り、また高成長新興国の輸出パフォーマンスが好調を維持し、新興国の通貨高、国内証券市場の過熱化の下では過剰マネーが外へ出ていかざるをえず、結果的に対外証券投資、不動産、ヘッジファンドなどへの投資を中心としたリスク運用配分比率の上昇は避けられない。ひいては欧米市場での過熱化と新興国の米欧の債券運用比率の低下を通じて、資金フローの不安定化が生じるのではないかという懸念が米欧側政府に生じている。

SWF自体、近年になって急速に運用資金額が成長していることは確かであるが、既に説明したとおり、その原資はSWFを構成している、していないにかかわらず、貿易・経常収支黒字国の豊富な外貨準備高にある。またそうした運用の中心が米国債にあったことは、米国への対外投資によって米国の貿易赤字分を補填・バラ

ンスさせるために安定的に黒字国にファイナンスさせること、つまり80年代後半以降、債務国に転じた米国をファイナンスするという構図は既知のものであった。しかし、この前提が崩れかねない大きな変化として、ファイナンス側の役割を主として担う国が80年代の日本から現在の中国へとシフトしてきたことを挙げておく必要がある。

さらに、アラブ産油国のように、こうした黒字国の（結果としての）役割は米国へのファイナンス、資金還流の側面にとどまらず、過去には国債以外の証券投資、非産油国高成長国への実物投資—例えばサウジアラビアから韓国への投資等が代表的—という役割も担ってきたし、シンガポールの Temasek のようにアジア域内投資において無視できない役割を担ってきた例もある。これらの投資対象が企業やインフラ建設に向かうことで、ある意味、公的な国際金融機関に近い、もしくはそれを補完するような役割も担っていたことは、グローバル、リージョナル両面での金融・資金供給機能としてしばしば見落としがちになる点でもある。

過去、特に70年代以降、投資実績を積み上げてきたSWFはそれ自体、金融と投資スキルを十分に備えたものであるが、逆に外貨準備高が豊富であっても、過去にSWFを組成していなかった黒字国政府は、現在の国際投資に対しての十分な運用経験を持っておらず、必然的に運用が米国債に偏りがちになってしまう。過去の米国債利回りやユーロ債利回りはFRB、ECBによる金利引き上げによって上昇しているものの、直近の利回りが5%前後では全体の運用収益率も期待できず、他方で、世界的な株高とM&Aブームによって近年のプライベート・エクイティ・ファンドのあげる運用収益は、これら国債利回りをはるかに上回り、年率30%以上の収益率をあげるようなファンドも珍しくなくなっている。ここに黒字国政府と欧米系ファン

ドが結びつきやすい環境が醸成されてきた。

既述のごとく、高成長新興国の外貨準備高は高い輸出成長率と為替要因によって積み上がらざるをえず、しかも国内市場での運用が困難とすれば、近年の金利格差によって促進されてきた円キャリートレードと並んで、これら諸国の外貨準備の運用方針の変更が不安定要因になるという見方も可能である。例えば中国が米国債を売り、米国株式への選好を強めた場合、証券市場には資金流入というプラスの側面がある一方で、債券価格の下落と長期金利高を招きやすくなり、それは証券市場へ跳ね返るという循環を辿る。こうした事態は07年上半期に既に生じており、米国を中核とした資金循環の安全保障に対する攪乱要因となっている。そして長期的には米欧（特に前者）の証券・債券市場に対する資金ルートの動脈へと既になりつつあると言っても過言ではなからう。

図1によれば、2000年代に入ってから中国の外貨準備高増は突出しており、周知のごとく日本を抜いて世界一となっている。他のBRICsと韓国も中国の水準には及ばないものの、積み増しは明らかである。IMFの05年11月末時点でのデータからは、1位中国（06年末）、2位日本以外の外貨準備高上位国・地域は、台湾（3位）、ユーロ圏（4位）、韓国（5位）、ロシア（6位）、インド（7位）、香港（8位）、シンガポール（9位）、マレーシア（10位）という顔ぶれになっており、新たに政府系投資会社設立を予定、もしくは検討しているのは中国、ロシア、韓国、南米諸国などであるが、さらに積み上げが増せば、他の新興国も検討に入っていく可能性は高い。

その後の経緯を現在までに報道された範囲で見ると、中国の場合、政府当局による新運用機関に外貨準備高の四分の一相当の約3000億ドルを運用させるとの観測がある。表1に見るとおり、政府系ファンドは従来から存在してお



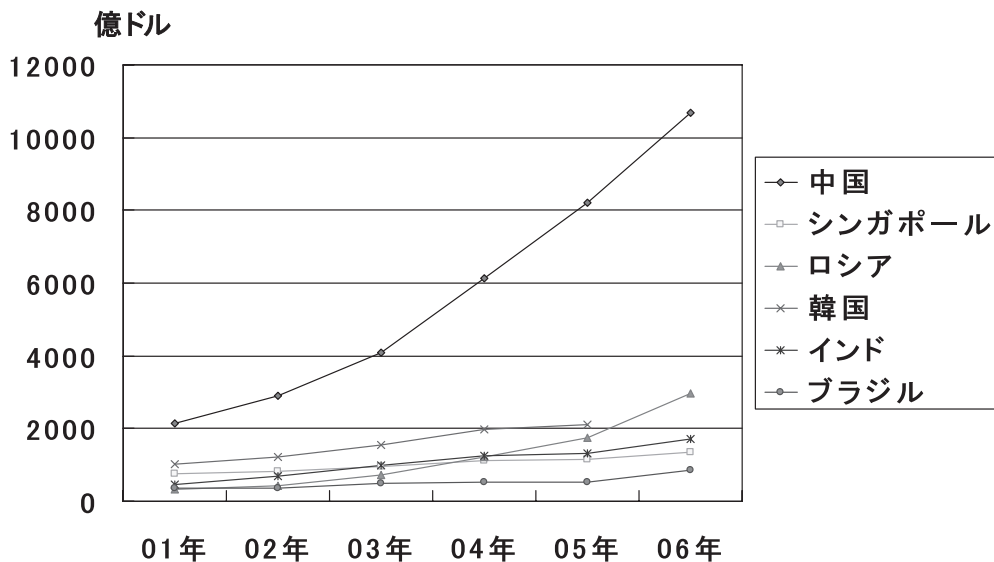


図1 高成長新興国の外貨準備高

出所) IMF [2007b] 各国データから作成。

り、1ファンド当たりの運用額も「政府系」ゆえに巨額なものとなっている。このようなSWFの先行組は表の中国を除いたものであり、最近では韓国、ロシア、南米にも設立の動きがある。IMFによれば、産油国関係と他の新興国などを総計したファンド全体で1兆4000億ドルが運用されており、モルガン・スタンレーの推計ではSWFの総計は2兆5000億ドルでヘッジファンドの総計(1兆5000億ドル)を抜いている。中国では6月27日の全国人民代表大会常務委員会で1兆5500億元の特別国債を発行する計画が発表され、政府がこれを元に人民銀行から2000億ドルの外貨準備を購入し、新会社の資本金にあてるといふ。ブラックストーンへの出資分は新会社に移管という形になる見通しである(IMF [2007] 73-74「日経金融新聞」07.6.4、「日経新聞」07.6.28)<sup>(3)</sup>。

仮に運用経験の浅さという問題が金融プロフェッショナルの雇用か欧米系ファンドへの運用委託によって解決されたとしても、SWFのもう一つの問題点はその投資戦略が国家戦略や

当該政府の意志を反映したものとして、被投資国側政府・関係者に受け取られやすいことであり、特に中国・ロシアのSWFのM&A絡みの米欧向け投資については、軍事防衛・基幹産業の技術流出などの懸念を相手国側に与える可能性がある。例えば次節で述べるTemasekによるシン・コーポレーション(タイ)の買収ケースは極端な事例であるものの、事実上、06年のタイのタクシン政権崩壊と軍事行動の引き金ともなっている。中口のSWF規模は07年6月時点で1.5—2.5兆ドルに達しているといわれ、不透明な資金の流れが市場の不安定要因になっているという見方も出ている(「日経新聞」07.6.23)<sup>(4)</sup>。そして現在に至るまで、これら多国間のSWFを監督・調整する国際機関も協議の場も不在という状況が続いている。

表1 世界の外貨準備運用ファンド(億ドル)

順位	国名	運用資産規模
1	アラブ首長国連邦(UAE) アブダビ投資庁(ADIA)	8,750
2	シンガポール GIC(政府投資公社, 債券投資中心)	3,300
3	サウジアラビア 複数の公的ファンド	3,000
4	ノルウェー(年金基金として運用)	3,000
5	中国 外貨投資機構(SIC, 未成立)	3,000
6	シンガポール(Temasek)	1,000
7	クウェート クウェート投資庁(KIA)	700
8	オーストラリア オーストラリア将来ファンド	400
9	米国(アラスカ州)	350
10	ロシア 安定化ファンド	320 1,000
その他	ブルネイ 政府投資庁 韓国 韓国投資公社	300 200

出所) 日経金融新聞 [2007] 6.4, 7.9 (原出所はモルガン・スタンレー推計), 日経新聞 [2007] 6.27(同モルガン・スタンレー推計)より作成。

注) その他にフランスのFRR(French Reserve Fund), アイルランドのNTMA(National Treasury Management Agency)がある。

### Ⅲ. 政府系ファンド Temasek の成長と進化

#### Ⅲ-1 シンガポールの金融セクター開発

前節で紹介した中国のSWF設立の動きはシンガポールのそれを模範として念頭に置いている。また韓国の場合も同様である。これまでの報道によれば、中国が国务院主導で設立に動いているといわれ、この現在仮称である「国家外貨投資公司」が設立されれば、世界最大規模の投資会社となる。また韓国では既に03年末から大統領直属の東北アジア経済中心推進委員会がSWF設立を検討し、05年に韓国投資公社(KIC)が設立された後も、韓国銀行(中銀)の

反対や国内規制によって、債券以外の運用は06年に入ってもネグリジブルな状況に置かれている<sup>(5)</sup>。ただ中韓いずれにしても共通している点は自国通貨の上昇が避けられず、米国債保有による含み資産減を避けたいということである。

この点で過去、シンガポールドルの為替管理と対外投資で成功してきたシンガポールのSWFは新たにSWF設立を行う新興国にとって一つの理想的なモデルとして注目されるだけの十分な理由がある。既述した近年のSWFの動向とは別に先発組SWFのケースとして、ここでは重点的にTemasekを取り上げ、公企業を中核としたシンガポール経済と証券市場との関係から、その経緯をまず簡単に振り返ってお

くことにする。Temasek に関する先行研究としては中村 [2004] 島戸 [2005] があるので、こうした研究を中心にして、まずシンガポール経済の金融セクターの特徴を見ていくことにしよう。

アジアの金融センターとしてシンガポールは 80 年代前半までは共に金融仲介機能を担ってきた香港と比較して、後者が対外開放後の中国の資金調達・運用の窓口という役割を得たのとは対照的にむしろ金融センターとしての地盤沈下に悩んできた。「運用の香港」「調達のシンガポール」という分担がこの頃までは定着していたが、97 年のアジア通貨金融危機前後を通じて、シンガポール政府による一連の規制緩和措置を通じて上述の棲み分けも消失へ向かっていくことになった (例えば波木井 [1996] 参照)<sup>6)</sup>。これは裏を返せばシンガポールが資産運用面での役割を高めていったことを意味し、政府主導の政策を体現する政府系ファンドの役割が無視できないほど大きくなったことも同時に意味している。

現在のシンガポール証券市場は東南アジアの金融・資本市場として、外国企業の上場も含めて、そのグローバル化には著しいものがある。東京市場を除く東アジアにおける二大金融センターの香港とシンガポールを比較した場合、過去、自国通貨 (シンガポールドル) に対して後者は前者と対照的に秩序だった規制・監督が行われてきた経緯があるが (村上 [1997])、現在では進出外資企業に対して為替管理が自由化されており、日系企業をはじめとする外資企業の東南アジアでの統括拠点となって久しい。日系企業がシンガポール証券取引所 (SGX) へ上場することはまれだが、域内企業の資金調達・金融仲介については不可欠の存在となっている。また 97 年の一連の金融セクター改革を経て、資本市場、地場銀行の競争力強化に加えて派生してきた「資産運用業の成長=プライベートバ

ンキング市場の拡大」という成果が顕われてきている (萩原 [2005])。これはすぐ後述するように外資系を中心とした民間ファンド運営の隆盛が、政府資産運用を容易にする条件へとつながっていくのである。

SGX 自体の近年の発展を見ると、99 年 12 月に旧来のシンガポール証券取引所と外為取引所 (Singapore International Monetary Exchange) を統合したことで、金融派生商品、ETF などの多様な金融商品を取り扱うことが可能となり、投資会社側の運用の幅が格段に広がった。05 年時点での時価総額では香港市場の約四分の一だが、香港が中国本土系企業上場の受け皿となっている点を考慮すれば、国内市場の運用面では決して小さくはない。上場企業数も増加の一途を辿っており、06 年 7 月末現在で、SGX メインボードは 177 銘柄 (03 年 7 月末 126)、Sesdaq (新興市場) は 514 銘柄 (03 年 7 月末 395) にのぼっている (データは SGX [2006] [2003] WFG [2005])。

とりわけ運用面でのシンガポールの著しい発展はアジア通貨金融危機前後に見られ、それはファンド運営の増加に端的にあらわれるようになった。国内金融規制緩和の進展は、・ファンド、ヘッジ・ファンド、元本確保型ファンドを開発・組成させ、ファンド運営自体がシンガポールの金融セクターでますます重要となっていった。既に通貨危機前の 94 年以降、シンガポール投資庁 (GIC: Government of Singapore Investment Corporation) は民間のファンドマネージャーへの資産運用を増加させていたが、危機後は規制緩和も手伝って、ファンド運営に、ヘンダーソン・インベスターズ (シンガポール)、アライアンス・キャピタル・マネジメント、DB・ファンド・マネジメント、HSBC アセット・マネジメントなどの新たな国内外のプレイヤーもファンド市場への参入を遂げ、活況を呈していくことになる (cf. Los [1999])。また表 1 では

GICは債券運用と記載されているが、実際にはTemasekの「アクティブ型運用」に対してパッシブというような「棲み分け」的な状況は確認できず、債券以外の投資も近年活発になっている。少なくともGICのWeb上で公開している投資分散に関する情報からは債券中心型の投資であることは窺えない。

以上の金融センターとしてのシンガポールの成長には、政府主導の証券市場の育成政策が大きな役割を果たしてきた。その歴史を振り返れば、公営企業の設立とその後の公企業の民営化、及び政府による国民の資産形成の一環として積極的な公営企業の株式放出に伴い、年金原資としての労使からの強制的な拠出・積み立てによる中央積立基金（CPF：Central Provident Foundation）を用いた株式保有奨励策や<sup>7)</sup>、Temasekのような中核的な公営企業を中心とした株式保有の独占から一定の株式分散化が進展してきた。

ここで一定の株式分散化という留保を設けたのには、Temasek自体の株式保有を通じた系列・関連企業の支配力が消失したわけではないことを意味している。確かに政府は金融グローバル化に対応して、市場での株式売却を過去行ってきたか、中村[2004:73-74]によれば、それは同時に政府による産業選別的な産業政策によるところも大きく、潜在的に発展性が見出せず、Temasekが以後関与しないことを決めた企業については完全売却という方式を採用し、戦略的に重要と思われる企業については部分売却方式を採用し、Temasekや他の中核公企業を通じて支配・介入（例えば取締役派遣、M&A等の経営戦略、利益ベース経営の強化など）を継続している。その場合、注意しなければならないのは、中核公企業が「株主重視経営」という経営視点を重視し、Temasekが利潤証券と支配証券の両面から「法人投資家」としての性格と機能を備えていることにある。

以上のごとく、同国市場でTemasekをはじめとする公企業に比肩するほどの機関投資家が存在していない現状では、中村によれば、国家的な企業モニタリングを行うのがTemasekをはじめとする公企業ということになる。実際、民営化後のコーポレート・ガバナンス改革が、政府政策を反映する持株会社である同社を通じて傘下企業に対して推進されるという形をとっている（中村[2004][2005]）。この点はシンガポールの経済開発の型を論じる場合、なぜ多くの途上国、さらには先進諸国も含めて公企業体制が非効率を生み出し失敗してきたのか、という点について貴重なアンチテーゼを提示していると言えよう。

### III-2 Temasekの形成と発展

74年にシンガポール財務省によって設立されたTemasekは、国内では金融、海運、港湾、通信、電力など幅広い事業分野・企業に対して持株会社として直接関与するか、間接的に投資を行い、その結果、現在ではTLCs（Temasek Linked Companies）と呼ばれる企業群がシンガポールの企業経済の中核を握っている。その中に非公開のシンガポール・テクノロジー社（ST）も傘下に組み込まれおり、この傘下にも同様に広範な産業におよぶ企業が配されている。経営陣については現取締役役員は会長のS. Dhanabalanをはじめとして政府関係者とTLCsの役職兼任者で構成されている。

Temasekの直接の傘下にはシンガポール・テレコム、シンガポール航空、シンガポール電力、PSAインターナショナル（港湾経営）、キャピタランド（不動産）、シンガポール開発銀行、STエンジニアリング、ケッペルグループ（造船、インフラ、不動産）、セムコープ・グループ（物流、建設、エンジニアリング）などシンガポールを代表する企業が名を連ねており、これらは上述したようにすべて政府出資会社（GLCs



：Government Link Companies) である。

次に政府系企業・公企業の組織形成を見てみると、政府 100% 出資の Temasek (財務省管轄)、シンガポール・テクノロジー (国防省管轄)、国家開発持株会社 (MNDH, 国家開発省) の三つの持株会社を中心にして、政府出資会社である GLCs が完全もしくは部分所有の形で傘下に存在しており、さらにその傘下に GLCs の子会社が存在するという複層的なヒエラルキーが形成されている (94 年時点で GLCs と公企業体の数は 600 社以上あったが、その後整理・統合が進行中で現在に至っている) (中村 [2004] 57-58)。

74 年に Temasek が最初に組成したポートフォリオは 350 百万 S ドルだったが、2006 年 3 月には 129 億 S ドルに達している。急速に運用資産額を増加させていくのは 90 年代以降のことであって、ほぼ右肩上がりの傾向を見せながら増大を続けている。ファンドの運用期間は優に 30 年を超えており、シンガポール証券市場の発達とともに、総株主利益率 (Total Shareholder Return) は 1 年で 28%、3 年で 18%、設立・設定以来の 32 年では 17% というように、Temasek 自体も欧米の優良ファンドに比肩できうる運用パフォーマンスを達成しつつ、着実に運用経験を積み上げてきた (Temasek Review [2006] 16-17)。

現在の Temasek において資産運用・投資の要ともなっているのが 80 年代後半に元々社内部で組織された Fullerton である。03 年 12 月に Fullerton Fund Management Company という投資会社として設立され、翌年 8 月にシンガポール金融当局 (Monetary Authority of Singapore : MAS) からファンド運営のライセンスを得て、50 名以上のスタッフによってアジア市場で為替、パブリック・エクイティ、ヘッジファンドなど幅広い業務を行っている。こうした社内内部で形成・発展してきた運用組織・

会社とその組織・運用能力を増すことによって、Fullerton の 2000 年 (3 月) から 06 年 (3 月) までのベア・ブル市場でのポートフォリオ・リターンは 5.7%、シャープレシオは各々 1.1 と 0.7% という数値に示されているように、Temasek に適切なリスク管理を備えたリターンと運用パフォーマンスを実現させるための中核的な役割を担っている (Temasek [2006] 19)。

特に積極的な運用戦略に乗り出したのが MAS からライセンスを取得した後のことであって、このことは、その後のアジア域内の投資会社との連携推進と投資会社の選別によくあらわれている。インドとパキスタンの企業とは共同で資産運用会社を設立・運営し、日本のマネックス・ホールディングスとはアジア域内でのヘッジファンド運営で連携している。また現状ではアジア市場での、後述するように、特に中国・インド・韓国でのビジネス機会の拡大に尽力している。Temasek 本体の運用チームは 250 にものぼり、基本的に運用スタッフの国籍は 12 カ国以上と様々であるが、三分の二はシンガポリアンで固められている。しかし、上級スタッフ層はマレーシア、インド、中国、その他のアジア、欧米出身者で 4 割が占められ、世界中からバンキング・ファイナンスのキャリアを有するスタッフを集めている。またスタッフの三分の二は 40 歳以下で、約半数が女性である。この Temasek 社本体と傘下のグループ企業で先の Fullerton, Asia Financial Holdings, Trusted Board, Temasek Management Services では相互の情報交換を通じた運用体制を構築している (同 19, 58)。こうした金融・投資の制度インフラの環境下で経営資源を十分に活用したアクティブかつグローバルな投資戦略が 2000 年以降進展していくことになるのである。

### III-3 Temasek のグローバル投資戦略

Temasek はグループ内部での運用面でのシナジー効果を追求している以外にも、先述した外国のエクイティファンドとの連携にも近年、注力している。長期的な視点に立って、新しい投資地域、新しい産業・製品に対する投資については、どうしてもこのような外部との連携が不可欠になるためである。例えば医療・臨床などの開発サービス、医療検査用部材などの供給を行っている調査会社 Avago Technologies and Aptuit への投資などがその好例であると言える。シンガポール国内では政府の政策を通じて、近年のバイオテクノロジー・製薬などに関する研究開発型産業の育成と成長が世界的によく知られるようになったが、同社自身も Temasek Life Science Laboratory (TLL) を 02 年 8 月に設立し、感染症予防、植物科学などの分野の研究も手がけ、内外の大学・研究機関(シンガポール国立大学、ナンヤン技術大学、北京大学、理研バイオロジー開発センター、インドのタタ基礎研究所)と連携しながら、研究開発・知財ビジネスという国家政策に沿ったビジネスを体現している (Temasek [2006] 52, 55)。

2000 年以降のシンガポール企業による大型 M&A ではシングテル社によるオプタス (豪, 80 億 US ドル, 01 年), DBS 銀行による道享銀行 (香港, 59 億 US ドル), シンガポール・パワーによる TXU オーストラリア (37 億 US ドル, 04 年) などの事例とともに、Temasek も同様に積極的な M&A 投資を行ってきた。ただ政府系ファンドという性格を持っているために Temasek の場合、東南アジア域内投資において、買収案件に対する投資先国の反発を招きやすい。特に 06 年の積極的な M&A の実施はタイで国民の大きな反感を買い、タクシン政権の崩壊、軍事クーデターにもつながる原因となった。同年 5 月に Temasek はスタンダード・チャータード銀行へ約 45 億ドルを出資して同

銀行の 11.5% を保有する筆頭株主になり、Temasek にとって過去最大の投資となった。また 07 年に入ると、Temasek の完全子会社で港湾管理会社 PSA インターナショナル (世界 2 位) が英国のペニンシュラ・アンド・オリエンタル・スチーム・ナビゲーションに約 63 億 US ドル (35 万 4,500 万ポンド) での買収提案を行い (失敗)、香港のハチソン・ワンポア (港湾管理で世界最大手) の港湾事業に約 44 億 US ドル, 20% の出資を行っている。

しかし、このような積極果敢な M&A が常に功を奏するとは限らない。クロスボーダー M&A の成功例はむしろ失敗例より少ないのが現状であり、長期的な観点から当事者・ステークホルダー全体の利益に必ずしも結びつくものではない。しかも先に触れたように民間ファンド以上に SWF については政府間の軋轢が形成されやすい。上述の Temasek による 06 年のタイのシン・コーポレーション買収のケースはそのことを端的に示したものといえよう。

タクシンが創業したシン・コーポレーションは、同社を持株会社として傘下に AIS (携帯電話サービス最大手), ITV (地上波 TV 局), CS ロクスインフォ (プロバイダー最大手), キャピタル OK (消費者金融), タイ・エアアジア (航空会社), シン・サテライト (通信衛星の所有と運営) などを持つ、通信・メディア事業を中核とするタイの一大コングロマリットである。タクシンが首相として在任中の 06 年初頭に Temasek は当時の首相一族からシン・コーポレーションの約 50% を取得し、合計 96% の株式保有を達成してバイアウトを完了させたが、これがタイの外資出資上限規定 (49%) に触れていたため、その後、タクシンファミリー、そして王族をも巻き込んだ一大スキャンダルへと発展し、同年の軍事クーデターの引き金となった。このため Temasek はシン株の出資上限超過分の放出を余技なくされた。

上述の事例は SWF によるクロスボーダー M&A が被買収企業だけでなく、被投資国側の政治経済に想定外のインパクトを与える場合もありうるということを示した典型的なものであるが、こうした事例が極端なケースであるとしても、被投資国側の疑念を増幅させやすいことは確かである。近年のクロスボーダー M&A 隆盛の下では、Temasek の事例が示しているように、新興国の SWF の増加によって、被買収企業側の政府による防衛関連、ハイテク部門などに対する M&A 規制強化の動きが生じることは避けられず、SWF 側の慎重な投資戦略が必要となる。つまり経営権の獲得や買収目的の証券の大量保有に関しては、ファンドの性格上、一定程度の自制が求められるよう。

表 2 によれば、Temasek はシンガポール本国を中心としてアジア、米国、OECD 諸国と国際分散投資を行っているが、投資戦略面では早くから中国、インドに眼を向けていた。例えば中国投資の場合については、シンガポールの対中投資政策と同社の戦略は重なっており、90 年代半ば前後から盛んになっている。特に輸出工業団地などのインフラ投資にその特徴があると

いってよく、これは対インド投資にもあてはまる。過去、中国についてはシンガポール・中国間で江蘇省の中国・シンガポール蘇州工業園区、無錫・シンガポール工業園区などが建設されており、前者は同社傘下のケッペル・グループが中心となっており、双方からコンソーシアム企業が、後者は同じく傘下のセムコープと無錫政府によって建設されている。この他にも IT パークを含めれば、Temasek 関与の対中投資については枚挙に暇がない。また対インド投資についても同様のことが言えよう。

島戸 [2005] の集計した 05 年時点でのデータによれば、同社傘下企業の中国本土投資・事業は上海、江蘇省、天津、北京だけでなく（集中はしているが）、山東省、雲南省も含めた地域的に非常に幅広いことを特徴としており、業種も運輸・物流、不動産、銀行、IT サービス、製造、エネルギーと広範にわたっており、対インド投資についても 05 年 8 月のシンガポール・インド間の包括的経済協力協定 (CECA) によるシンガポール政府系企業に対する出資制限の緩和を契機にして、金融、IT、医療、通信分野などへの投資を強めてきた<sup>(8)</sup>。対中国・インド投資

表 2 Temasekの地域別・セクター別ポートフォリオ

地域別	2004年3月末	2005年3月末	2006年3月末
投資総額(10億シンガポールドル)	90	103	129
地域別投資額(%)			
シンガポール	52	49	44
その他アジア(日本除く)	17(日本含む)	19	34
OECD諸国(韓国除く)	30(豪・米・欧)	30	20
その他	1	2	2
セクター別投資(%)			
金融サービス	21	21	35
通信・メディア	36	33	26
輸送・物流	14	17	13
インフラ、エンジニアリング技術	10	10	9
不動産	6	8	7
エネルギー・資源	7	8	6
その他	6	3	4

出所) Temasek [2004] [2005] より作成。

の重視・強化は Temasek, GIC とその傘下会社によるシンガポール政府の対外投資政策と直接につながっており、その意味では投資決定までのプロセスが迅速であることを大きな特徴としている。

表3に見られるように、インド最大手の民間商銀である ICICI や医療チェーンのアポロ、農耕用トラクター製造などで知られるマヒンドラ & マヒンドラなどへの投資は代表的な事例で

ある。また近年では日本の IT、物流会社にも投資を行い話題になっている。このようにシンガポール外のアジア投資、特に中国、インドを重視しているものの、既に地域別・業種別投資で見たように同社の場合、高いリターンを目指している一方で全体として堅実なポートフォリオを有しており、2007年上半期現在でムーディーズが長期格付けで Aaa, S&P が AAA というように、手元キャッシュの豊富さを含め

表3 Temasek 社の主要国内外投資先一覧

国外主要投資先		
投資年	企業名(国名)	株式保有比率または投資額
2003年6月	Bank Danaman(インドネシア)	53%
2003年9月	Quintiles(米)	15%
2003年12月	BII(インドネシア)	28%
2003年12月	ICICI Bank(インド)	9%
2004年3月	Hana Financial Holdings(韓国)	9%
2004年3月	Telecom Malaysia(マレーシア)	5%
2004年7月	Apollo Hospitals enterprise(インド)	8%
2004年10月	China Power(中国)	3%
2004年10月	Neurovision Inc(米)	15%
2004年11月	Gateway Distriparks(インド)	10%
2005年1月	NDLC-IFIC Bank Ltd(パキスタン)	73%
2005年1月	China Minsheng Banking Corporation	< 5%
2005年2月	Punj Lloyd(インド)	50百万USドルファンド組成に参加
2005年3月	Malaysian Plantations Berhad(マレーシア)	15%
2005年3月	Mahindra & Mahindra Ltd(インド)	550万株取得
2005年4月	Rolls-Royce Fuel Cell Systems Ltd(英)	100百万USドルのコンソーシアム投資に参加
2005年4月	Brookstone Inc(米)	458百万USドルでの買収に参加
2005年4月	Welspun India Ltd(インド)	14%
2005年5月	Great Wall Airlines Company Limited(中国)	24%
2005年5月	Apollo Healthstreet(インド)	7.5百万USドルのファンド組成に参加
2005年5月	New Horizon Fund(中国)	100百万USドルのファンド組成に参加
2005年6月	Bio Veda China Fund(中国)	30百万USドルのファンド組成に参加



2005年6月	SOMA Networks Inc.(米)	50百万USドルのファンド組成に参加
2005年6月	China COSCO Holdings(中国)	< 5%
2005年6月	Pharma commercialization JVcompany(米)	112百万USドルのファンド組成に参加
2005年6月	Amtel Holland Holdings N.V.(ロシア)	70百万USドルのファンド組成に参加
2005年7月	Shringar Cinemas Ltd(インド)	15%
2005年8月	Hopson Development Holdings(中国)	8%
2005年9月	中国建設銀行(中国)	6%
2005年10月	The Medreich Group(インド&英国)	投資への参加
2005年10月	Southern Bank Berhad(マレーシア)	< 5%
2005年11月	CTP Holdings Pte Ltd	
2005年11月	Russia New Growth Fund	
2005年12月	Dongfeng Motor Group(中国)	< 5%
2006年1月	Bumrungrad Hospital Public Company Limited(タイ)	6%
2006年1月	Shin Corp(タイ)	Kularb Kaew Pclを通じてサイアム商銀、タイ投資家グループと共に49.6%取得
2006年2月	中国銀行	5%
2006年3月	アイ・ロジステックス(日本)	9.95%
2006年3月	E.Sun Financial Holdings(台湾)	400百万USドルの転換社債引き受け
2006年5月	Eモバイル(日本)	7%
国内主要投資		
2003年4月	Cosco Investments	7%
2003年11月	Tiger Airways	11%
2004年3月	YHI International	6%
2004年4月	JetStar Asia	19%
2005年4月	SingSpring	50%
2005年12月	China Aviation Oil	< 5%

出所) Temasek Web-site, Recent Investments より作成。

て格付け機関による優良投資会社としての高い評価を得て今日に至っている。

#### IV. さらなる課題へ向けて

SWFの拡大については現在進行中の国際金融・資本市場における事象であるために、本稿で概観してきた Temasek の事例から SWF 一般の性格定義を行うことはできない。現時点で

言及されているものは報道を通じたものの範囲を脱していない。しかし、本稿で見えてきたように、高成長新興国のモデルとされているシンガポールの先発 SWF の場合、シンガポールという国家の経済開発と強くリンクさせたものであって、その後の金融グローバリゼーションの進展に伴って対外証券投資と M&A へと資産運用の舵取りが変わるという段階を経た発展を遂げてきた。設立以来のその運用経験年数から

何ら民間ファンドと性質は違わない、否むしろ同じと言ってよかろう。この点で運用経験のない新興国が Temasek を模範として投資会社を設立しても大きな発展段階差というギャップに直面することになる。

そもそも現行での後発組 SWF とその組成の動きは、近年の中国による工業製品輸出、世界的な資源高を背景とするロシア、ブラジルなどの資源輸出国における輸出成長率の加速化と外貨準備高の積み上げによる当該政府による国外運用が動機となっている。むしろこの点では70年代のシンガポールや中東産油国と背景は似ているが、大きく異なっている点は後発組新興国に関しては対外運用経験が極めて乏しいということと、それを国内開発に結びつけていないことである。国内開発に結びつけられず、対外運用という形をとらざるをえないのは既にこれら新興国の証券市場が主として外国人機関投資家からの資金流入によって過熱化しているためである。

他方でこうした高成長新興国の資産運用に応えるべく欧米ファンドは新興国政府に欠けている運用能力を備えているため、基本的に後発組 SWF は欧米の投資会社・プライベート・エクイティ・ファンド等に投資するという運用経路をとることになる。このように世界的な過剰マネーの循環は旧来の米国債への投資というルートだけでなく、最終的に後発組高成長新興国から投資会社を通じて、先発組 SWF を加えてさらに巨額の M&A 資金を生み出す新たな資金ルートとなりつつあり、同時に M&A 資金の主要な源である投資銀行による LBO 向け調達市場（いわゆるジャンク債市場）での需給条件が悪化するなどの要因によって市況が変化した場合、世界的な資金引き上げと米国債への逆流的な投資シフトを増幅させる不安定性を備えている。ゆえに SWF の運用変化を含めた考察が今後の国際金融・資本市場分析に不可避となって

いくことは間違いなく、世界的な SWF の統治・調整機関もなく、情報公開に問題を抱えたまま、SWF 問題は今後、当該国を含めたさらなる国際的な議論と動向分析が進められる必要がある。（2007年7月17日）

## 注

- (1) 例えば澤田貴之 [2007] 「M&A ビジネスと PEF」『名城論叢』第8巻第1号、参照。
- (2) 輸出が好調であり、中銀が為替市場でドル為替買い、自国通貨為替売りという介入を実施し外貨準備高が積み上がるのは、高成長新興国に限ったことではない。この点では先進国、特に日本も例外でない（ただし近年、介入は行っていない）。運用のほとんどが米国債で構成されてきたのは、運用主体の安定志向以上に米国に対する「安定的なファイナンス機能」が暗黙のうちに働いてきたからである。日本においても政府系投資会社の設立と運用方針の転換をめぐる議論が07年に入って経済財政諮問会議で始まっていることには格段の注意を払うべきであろう。また対外資産運用を効率化すべきという野口 [2007] の主張も、こうした日本版 SWF 肯定につながっていると思われる。
- (3) 米国の懸念については、07年6月21日にキミット財務副長官が国有ファンドの運用方針について両国の政府関係者との会談結果として、両国は「当面、社債や株式のようなポートフォリオ投資を中心とする」ことと、企業買収についても「現時点では考えていない」「機会があっても（相手国にとって）問題にならない分野に限るだろう」と表明している（『日経新聞』07.6.23）。
- (4) 先行組の SWF を含めて、米国債から株式へ投資が徐々に移行しつつあるが、とりわけ米国での買収ファンドの上場計画に合わせて、各国 SWF がこれらファンドに投資する事例が増えている。例えば06年に米国のアポロ・マネジメントが欧州に上場した際、アブダビとカタールの投資庁が投資し、07年上場予定のオークツリー（ヘッジファンド）にも同様に中東の SWF 筋が関心を示しているという（同紙）。
- (5) Sankeiweb (sankei.co.jp/kokusai/china/070310/chn070310002.htm), 朝鮮日報オンライン (chous-

- noonline.com/avticle/2003/202000084) KIC 設立以来の投資額は設立から1年半経過の時点で10億ドルにすぎない。97年のアジア通貨危機に伴う外貨危機の教訓と運用リスクに対して韓国銀行は現在までのところ換金性・流動性を重視した運用スタンスを崩していない(同朝鮮日報オンライン07年2.23入力記事参照)。
- (6) シンガポールの産業が外部ショックに対して敏感であるという特徴はこれまで広く指摘されてきた。IMFも外部ショックに対する影響度を数値的に検証して同様の指摘を行っている(IMF Country Report [2004] 18-19)。いわゆる「スモール・オープン・エコノミー」の脆弱性ゆえに自国為替をはじめとした規制を残さざるをえず、そのため過去に香港に遅れをとったと言えよう。
- (7) CPFは55年に設立されて以来、国民の持ち家取得や様々な局面での開発原資となってきた。
- (8) 対インド直接投資についてはモーリシャスの金融機関・投資会社経由のルートが在外インド人からの投資を中心にして、既に90年代に形成されており、Temasekの投資ルートも主にこのルートを通じて行われている。また対インド投資については、近年ではドバイ・インド間の投資ルートも注目を浴びつつある。90年代の対インド投資については、澤田 [2003] 202-206を参照のこと。

## 参考文献

- 澤田貴之 [2003] 『インド経済と開発 開発体制の形成から変容まで』創成社。
- 澤田貴之 [2007] 「M&A ビジネスとPEF」『名城論叢』第8巻, 第1号。
- 島戸治江 [2005] 「シンガポール国営投資会社テマセク・ホールディングスの広域アジア戦略(上)(下)」The World Copass, Sep, Oct, SBIホールディングス。
- 萩原素子 [2005] 「拡大するシンガポールの資産運用業務」日本総研『アジア・マンスリー』2005年7月号。
- 中村みゆき [2005] 「シンガポールにおけるコーポレートガバナンス」佐久間信夫編著『アジアのコーポレート・ガバナンス』学文社, 第10章。
- 中村みゆき [2004] 「シンガポール政府持株会社テマセクの株式売却に関する考察 民営化政策による公的支配への影響」『アジア研究』アジア政経学会, Vol. 50, No. 4, October。
- 野口悠紀雄 [2007] 『資本開国論 新たなグローバル化時代の経済戦略』ダイヤモンド社
- 村上美智子 [1997] 「アジアの国際金融センター」富士通総研, FRI Review 1997. 10。
- 波木井昇 [1996] 「資本移動と国際金融センター」河合正弘, QUOCK 総合研究所アジア金融研究会編著『アジアの金融・資本市場』日本経済新聞社, 第4章。
- GIC (Government of Singapore Investment Corporation) (gic.com.sg)
- IMF [2007a], *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*, April.
- IMF [2007b], *International Financial Statistics*, June.
- Jang, B. K., G. Eggertsson, Robin Brooks and Lars Pedersen [2004], *Singapore: Selected Issues, IMF Country Report* No. 04/103, April.
- Los, Corneils A. [1999], "Singapore's Fund Management Industry: Recent Developments and Challenges," *The Journal of Investments & Pensions*, Vol. 4, August.
- Shin Corporation (shincorp.com)
- Singapore Exchange Ltd (SGX) [2003] [2006], *Summary Annual Report*.
- Singapore Exchange Ltd (SGX) (info.sgx.com)
- Temasek Holdings (temasekholdings.com.sg)
- Temasek Holdings [2004], *Review 2004: Investing in Value*.
- [2005], *Review 2005: Reshaping Our Portfolio*.
- [2006], *Review 2006: Managing For Value*.
- World Federation of Exchanges [2005], *Annual Report and Statistics 2005*.