

一橋大学大学院 -公共政策- ～公的資金運用のありかた～

株式会社 大和総研

資本市場調査部

2011年4月21日

公的資金による株式保有を考える理由

- ・ 政府が積立金をもって何をするのだ
 - － 余計なお金があるなら税金をまけるとか、国民にばら撒くとかすればいい
 - － 官僚に使い道を決めさせるとろくなことにならないからね
- ・ でも現実には相当大きな積立金がある
 - － 運用方法は「安全かつ効率的に」「最大限の収益をめざす」
 - － 資産運用の理論から見ると何もいっていないのと同じ
- ・ でも現実にはリスク資産といわれる株式をかなり持っている
 - － ノルウエー政府年金基金は、欧州の上場企業全ての株式の2%程度を保有
 - － 日本の公的年金は、日本株13.7兆円、外国株12兆円を保有
 - － アメリカの社会保障年金では株式投資をしていないのに
- ・ 民間の事業に政府が投資しているのと同じだ
 - － 公的な事業よりも民間への投資の方が国民の福利を増大させるという思考だろうか
- ・ 外国株への投資もリスク分散とかいって活発だけど
 - － 国内の産業振興したほうがよくないか

というように公的資金の株式投資にはかなり疑問もあるのです、ということを議論する

公的主体が株式を保有する

・ 国が株式を持つ場合-国営事業の民営化

- 国営事業を株式会社になると
 - 「電信電話公社」→「日本電信電話株式会社」
 - 株式会社の株式を政府が100%保有していた
 - 政府保有株式を一般に売り出す
 - NTT、JR、JT、など
- 政府出資の将来における株式化
 - 日本郵政、政策投資銀行、国際協力銀行、商工中金、中小公庫もあるし、独立行政法人、国立大学法人などもある

・ 経済危機と関連して

- 民間金融機関の株式を購入する
 - 銀行の持ち合い株解消の受け皿として政府や日銀が銀行から株式を購入する
- TOO BIG TO FAIL の救済
 - 国家による資本注入と不良資産購入
 - 資本注入は株主になることに他ならない。

・ 資産が特定の債務と関係する場合

- 公的年金積立金
 - 積立金が運用がうまくいけば→保険料の引き下げ and/or 給付の引き上げ
- 公的医療保険・雇用保険
- 公的貯蓄受け入れ機関(郵便貯金)

・ 具体的な負債を伴わない場合

- 資源売却収入
 - 価格変動が国家財政に与える影響を緩和する(reserve fundや stabilization fund)
- 財政余剰を運用する
 - 将来の世代に資産を承継する(future fund)
- 外貨準備の運用

・ 多面的ステークホルダー

- 株主兼従業員
 - 自社株に投資する従業員は少なくない。
 - (米国では)確定拠出年金の資産を自社株で所有することも多く見られる
- 株主兼労働組合
 - 米国のクライスラー・GMでは労働組合が大株主となって再建
- 株主兼取引先
 - 会社同士で株式を相互に保有しあう持合
- 政府兼株主(→政府系ファンド)
- 不法行為(例:公害)被害者兼株主(→水俣病一株株主運動)

・ 見えざる革命

- 革命とは
 - プロレタリアート(労働者階級)が主体となる運動によって、私的所有を廃棄し、生産手段の共有を実現すること
 - 年金基金(労働者)が株式保有を通じて生産手段(企業)を支配する現況を「見えざる革命」という

企業や従業員が株主になることも

・ 株式持ち合い（資本提携）

- 株式相互保有の合理性
 - 「持ち合いを通じて相手企業から有利な取引条件（継続的取引、安定した有利な価格など）が得られる」
 - 「相手企業の経営に関する深い情報を持つことができる」
- 取引条件の有利性への疑問
 - 相手方へも有利な条件を提供するとすれば、他の株主の損失になりはしないか
- 情報提供への疑問
 - 情報に接し得ない一般株主等の利益は害されないか
- 持ち合い相手への利益提供
 - 持ち合い株主以外の株主の利益が害されるおそれ

・ 従業員株主

- 労働契約の相手方としての従業員と株主としての従業員
 - 従業員への分配（労働債権）を減らせば残余（株式の価値）は増大する
 - 保有株式の数量によって行動は変わるだろう

労組や政府が株主になった最近事例

・ 労組と米政府が大株主に

- 対労組債務をDES
 - 労組(UAW)が運営する医療保険へGM・クライスラーは拠出義務(債務)を負う
 - この債務を株式化
- 再建計画では、
 - GMの株主 政府50% UAW40%
 - クライスラーの株主 UAW55% フィアット35% 政府10%
- たとえば人員削減・工場移転
 - 労組の立場からは反対だろう
- 政府としては
 - 株式を売却する際の損失は避けたい→株価を上昇させたい
 - 民主党の支持団体(UAW)とは行動を一致させたい
 - 多くの納税者・有権者の支持を得たい

・ 政府と政策

- 環境対策と自動車行政の関係も問題になろう

・ IMFのサンチャゴ原則

- 政府が所有支配する投資手法。
- マクロ経済的な目的の下で、金融的な目標を達成するために、海外金融資産の購入を含めて、資産運用により組む。
- 一般的案財政余剰、外貨準備、民営化企業売却収入、商品売却収入を原資として、設立することが多い。

・ 米国会計検査院GAO

- 政府設立または政府出資の投資手段。
- 債券以外の外国資産に投資を行う。
- 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
- 年金基金ではないこと。

・ 留意点

- 日本の公的年金積立金は、一般にはSWFとは分類されない。
- 外貨準備自体はSWFではない。

・ SWFの数・設立

- SWFは大小含めて50程度か。
 - 米国GAOは34カ国48のSWFを調査。
 - アジア太平洋地域・・・13 ファンド
 - 中東・・・10ファンド
 - 南北米州・カリブ海域・欧州・・・25ファンド
- 比較的歴史は浅い
 - 2000年以降の設立が28ファンド
 - クエートやキリバスが1950年台に設立

・ 規模

- 最大級のファンドは6000億ドル超え(アブダビ投資庁)、1000億ドル超はノルウェイ、シンガポール、中国、ロシア、クエート。
- 規模の小さなものとしては、キリバス(4億ドル)、トリニダード・ドバコ(5億ドル)、ベネズエラ(8億ドル)など。
- 総額は4.3兆ドル程度か。

政府資金の特徴

巨額な資金

- 原油価格の高騰
 - 中東系の政府が欧米大企業の株主として会社を支配する
- 中国・ロシアの台頭
 - 膨大な資金を背景に欧米企業を支配するのではないか。
- 安全保障政策・産業政策への介入
 - 企業秘密、国家機密の漏洩、技術の移転

投資環境

- 資金量の膨張・リスク資産へのシフト
 - 大規模な株式投資を容易に行なえる。(ファンド投資家よりもはるかに巨大)
 - リスク許容度が高く、株式への傾斜を強める
- 運用の目的は
 - 政治的な意図を有する投資を警戒する声が高まる。

政府が株主なった場合の問題点

政治的な意図を持つ投資を警戒

- 政治的意図を実現する手段として株主権を利用。
- 役員選任権、株主総会議決権、株主提案権、提訴請求権などを利用して経営者に圧力をかける。

SWFの株主権行使における問題

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	労働の成果一部が外国政府への配当となる	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

問題となったSWFの投資①

・ クエート投資庁の投資

- ダймラーベンツ株の7.2%を保有する筆頭株主
- ブリティッシュ・ペトロリアム株式の21.6%を保有する圧倒的な大株主だった(2位のプルデンシャル保険、3位の英国政府はともに2%以下) 1988年、英国の規制当局は、公共の利益(public interest)への危険を理由に保有比率を10%未満にするよう命じた

・ Temasek(シンガポール)の投資

- Temasekグループの通信会社ST TelmediaがインドネシアのIndosat社の株式を大量に保有した際には、同社従業員が外国政府の利益のために就労することを拒否。
- Indosat社株式40%、さらに同じくインドネシアのTelkomselを35%保有同国独占禁止法に問われ、株式の売却命令を受けた。
- タイの通信事業会社Shin Corporationの株式を当時のタクシン首相の関係者から購入した際には、その取引のプロセスで課税逃れであるとの疑惑も浮上。

・ ドバイ・ホールディングによる投資

- DPワールドが、英国の港湾・フェリー運営会社ペニンシュラ・アンド・オリエンタル・スチーム・ナビゲーションP&O)を買収。P&Oはアメリカで6つの主要港の管理を請け負っていたことから、米国議会はこれを安全保障上の問題と位置づけ強く反対した。結果的にDPワールドは、米国事業を資産運用会社のAIGグローバル・インベストメント・グループに売却することとなった。

問題となったSWFの投資②

中国アルミによる投資

- 総合資源会社BHPビリトンが同業のリオ・ティントグループに約16兆円という規模の敵対的買収を仕掛けた。BHPビリトンの企図が実現すれば、供給側の価格支配力は強力なものとなる。この買収が進行中に、中国国営企業の中国アルミ(CHINALCO)が、世界トップの米アルミ企業アルコア(Alcoa)とともに、リオ・ティントの株を12%取得してM&Aを阻止しようとしている。
- 政府資金が民間会社を介して業界再編をコントロールしようとしたと見ることもできない。

ノルウェイのSWFによる政治的投資

- | | |
|---|--|
| ■ 2006年にアイスランドの銀行債券を売却 <ul style="list-style-type: none">➢ アイスランド政府から抗議をうける | ■ 好ましくない業界 <ul style="list-style-type: none">➢ 兵器・軍事産業 |
| ■ SRIにおけるネガティブスクリーン | ➢ 人権問題・児童労働・タバコ |

・ サンチャゴ原則の章立て

- 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)
- SWF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)
- 投資とリスク管理に関する事項(第18原則から第24原則)

・ 政治的投資を抑止するためのルール

- 第19原則
 - SWF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。
- 第19.1原則
 - 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。
- 第20原則
 - SWF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。
- 第21原則
 - 投資の価値を守るために、株主権を行使すべき。

・ 公的年金基金の運用

- 運用目的は何か？
 - 年金の給付原資形成に限定されるか
 - 他の目的(例えば制度加入者の福利厚生)は並存しうるか

・ 他の目的(Economicaly Target Investment)を持つことの論点

- 公的資金はもともと政治的な運用をするものであると考えるか
 - 資金運用でも加入者(皆年金であれば広範囲な国民)の全体的な利得を目指す
 - 運用収益以外でも利益が生じる場合があり得る
- 有利な投資の機会はある
 - 公的資金の投資自体が民間の投資機会を奪うことになりはしないか？
- 受託者責任(受任者の注意義務・忠実義務)との齟齬
 - 投資手法として経済的に同等であると期待できるのであれば、他の目的を勘案しても受託者責任に反しない(同等性原則)
- 環境をはじめとした社会問題の緩和に投資家の力を利用する
 - 株主権を背景として投資先企業に働きかける

・ 社会的な責任をはたす投資家

■ ESG要因

- ECOLOGICAL、SOCIAL、GOVERNANCE

・ ESG投資の様々なかたち

■ スクリーニング投資：ポジティブ／ネガティブに大別される

- ネガティブ・スクリーニング（ダイベストメント）：自らの価値観に合わせて設定した基準と適合しない企業を投資対象から意図的に排除する手法（宗教観によるタバコ・ギャンブル・アルコール産業の排除、環境汚染や人権侵害が明らかになった企業への投資の回避など）
- ポジティブ・スクリーニング：企業行動の社会的公正性や倫理、人権・労働面での取り組みや環境への配慮などについて評価の高い企業を選んで優先的に投資する手法

■ 株主行動（エンゲージメント）

- 株主としての立場から、経営者との対話、議決権行使、株主提案などを通じて企業に働きかける

■ ESG総合

- 環境や社会問題を何らかの方法で投資判断に組み込む方法。単に、当該課題をリサーチする場合もある

課題の準備③

- ・ 年金資金はESGを行なうべきとする最近の見解
 - ワークーズキャピタルに関する連合の考え方 および 『ワークーズキャピタル責任投資ガイドライン』
 - http://www.jtuc-rengo.or.jp/kurashi/sekinin_toushi/data/20101216_workers_capital.pdf
 - 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のガバナンス及び資産運用方針改善案
 - http://www.oecdtokyo2.org/pdf/theme_pdf/insurance_pdf/20101222gpif.pdf
- ・ 公的年金による株式保有の是非に関するグリーンスパン証言
 - <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/testimony/1999/19990128.htm>
- ・ 受託者責任とETIに関する米国労働省見解
 - 「29 CFR 2509.94-1 – Interpretive bulletin relating to the fiduciary standard under ERISA in considering economically targeted investments」
 - 「29 CFR 2509.08-1 – Supplemental guidance relating to fiduciary responsibility in considering economically targeted investments」