

政府系ファンド研究の系譜序説

—2008年～2022年の15年間—

小原 篤次*

A Brief history of empirical studies on the Sovereign Wealth Funds

Atsuji OHARA

*ohara2012@sun.ac.jp

抄録/概要/要旨 ファンドの表現は2000年代では確認できる。その後、2007年から2008年にかけて米国発の金融危機が起きた。とりわけ2008年9月、米国投資銀行リーマンブラザーズの経営破たん後、リーマンショックとしてサブプライムローンの証券化商品の取引を通じて米国の金融危機が世界各地に拡散した。Bahoo et al[2020]によると、2005年から2019年までの間、政府系ファンドに関連した研究は少なくとも184件ある。の論文を対象に、政府系ファンドのメタ文献レビューを行った。彼らのメタ文献レビューを行い、政府系ファンドの研究領域として、(1)政府系ファンドの起源、(2)政府系ファンドの定義、(3)政府系ファンドの3分類とした。さらに20問に及ぶリサーチクエッションを提示した。政府系ファンド研究の重要性を示唆している。

キーワード : Sovereign wealth funds, empirical studies, meta analysis

1. はじめに

ダウ・ジョーンズ、ロイターの合併会社として設立されたFactivaを検索すると、政府系ファンドの表現は以下のロシア系ニュース¹の最後のパラグラフで登場する。

Russia is ready to buy the next tranche of Ukraine's Eurobonds, Russian Finance Minister Anton Siluanov told reporters today.

On Wednesday, Ukraine's Deputy Finance Minister Anatoly Myarkovsky said that the country plans to issue a \$2bn Eurobond with a 5% coupon rate before the end of January.

Russian business daily Vedomosti reported today citing a federal official that Russia may reconsider its decision to provide a loan to Ukraine if political risks in the country increase. There are no plans to suspend the loan, the official said.

In December, Russia agreed to provide a \$15bn loan to Ukraine from its Sovereign Wealth Fund. Russia already purchased Ukrainian Eurobonds worth \$3bn on December 20, 2013.

その後、米国運用会社ステート・ストリート・グローバル・アドバイズ(SSgA)で働くロシア人のアンドリュウ・ロザノフが学術誌にエッセイを寄稿した(Rozanov2005、小原2009)。

世界最初の政府系ファンドは1817年、フランスで設立さ

れた²。現存しているという点では、クウェートやサウジアラビアは1950年代に設立している。日本の公的年金より国際投資の歴史が長い。ただし、一般に注目されたのは、2008年9月のリーマンショック前後である³。政府系ファンド⁴の資産規模は2014年末には7兆ドルを超えて、年金・保険・投資信託に次ぐ巨大な機関投資家に成長し、その存在が注目された(小原2015)。現在では10兆ドル⁵を超えている。日経⁶によると、世界の中央銀行や政府系ファンドがインフレへの警戒から、債券の保有を減らし、未公開株や不動産、インフラなどの代替資産への配分を増やしている。このように、政府系ファンドは中央銀行同様、巨大な機関投資家として現在も位置付けられていることを物語っている。原油・天然ガスなどの資源国・資源輸出国のほか、外貨準備高などで国家や政府が資産を持つアジア諸国に大きく分けられる。日本の政府系金融機関対しても政府系ファンドと呼ばれることがある。米国の経常収支赤字を埋める観点で、グローバルインバランスとしても論じられてきた⁷。

他方、世界の主要な政府系ファンドには、北海油田を持つノルウェーのほか、サウジアラビア、アラブ首長国連邦、クウェート、ロシア、中国、シンガポールなど新興国が保有するケースがあるため、政治学・国際関係論、政治経済学でも

¹ “Finance minister: Russia ready to buy Ukraine's next bond” ROSNEW, RosBusinessConsulting(2000年1月23日)

² 小原[2009]p.46。裁

³ Sovereign wealth funds

⁴ 日本のCiNii論文検索には商業誌が含まれる。「政府系ファンドOR国家ファンド」のキーワードでタイトル検索すると141本、このうち学会誌は3本だが、計量分析によるものは見当たらない。さらにCiNiiで同じキーワードで、書籍検索すると、11冊ある。

小原[2009]のほか、日本経済調査協議会[2009]では専門委員として参加している。また、論文では8本が含まれる。

⁵ Sovereign Wealth Fund Institute (<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund>) アクセス日: 2022年10月31日

⁶ 『日本経済新聞』(電子版) 2022年7月22日。

⁷ 小原 [2009]。

関心もたれるテーマである。

表 1 のように政府系ファンドに関連する学術論文数は 2008 年以降で合計 282 本。継続的に刊行され、研究者の間で一定の関心もたれている。研究分野では、経済学 (Economics, Econometrics and Finance)、社会科学⁸、経営学 (Business, Management and Accounting) が上位にある。このほか、環境科学 (Environmental Science) 検索には SCOPUS を利用している。対象は英文ジャーナルとして「論文タイトル、キーワード、抄録」検索では「sovereign wealth fund」のキーワードを利用した。

表1 政府系ファンド関連学術論文数の推移：2008年～2022年

Year	Total	Economics and Business	Social Sciences	EB/Total	SS/Total
2008	23	16	14	70%	61%
2009	36	20	26	56%	72%
2010	34	24	20	71%	59%
2011	40	20	27	50%	68%
2012	30	20	17	67%	57%
2013	31	20	11	65%	35%
2014	25	15	16	60%	64%
2015	33	24	19	73%	58%
2016	29	19	15	66%	52%
2017	39	26	13	67%	33%
2018	37	26	19	70%	51%
2019	37	27	11	73%	30%
2020	33	24	14	73%	42%
2021	40	28	15	70%	38%
2022	41	25	21	61%	51%
2008～2022	508	334	258	66%	51%

注：対象はジャーナル(Source type)、英語(Language)に限定して、「論文タイトル、キーワード、抄録」検索では「sovereign wealth fund」を利用した。研究分野間の重複がある。このほか10本以上の研究分野として、Environmental Science(62)、Energy(27)、Arts and Humanities(19)、Engineering(11)、Earth and Planetary Sciences(11)、Decision Sciences(10)がある。
出所：SCOPUS (2022年11月4日筆者最終確認)

また研究者の所属先では米国、英国のほか、中国、カナダ、フランス、イタリアなどが上位にある (表 2)。経済学・経営学以外の社会科学の研究は米国・英国の割合が高い。上記のように、政府系ファンドに関する研究分野は多様であるものの、本稿は、政府系ファンドに関連する学術論文のうち、経済学的な定量分析に焦点を当て、サーベイすることで、15 年間にわたる研究の動向を考察する。まず、政府系ファンドの起源および政府系ファンドの定義について、小原[2009]から示したうえで、次に、メタ分析文献レビュー、データセットについての現状を示す、

表2 政府系ファンド論文著者・所在地別：2008年～2022年

rank	Countries	Total	Share	Econ& Business	EB/Total
1	United States	148	22%	102	69%
2	United Kingdom	104	15%	68	65%
3	Australia	32	5%	16	50%
4	Canada	32	5%	24	75%
5	China	27	4%	22	81%
6	France	26	4%	21	81%
7	Germany	23	3%	17	74%
8	Netherlands	23	3%	14	61%
9	Norway	22	3%	15	68%
10	Singapore	19	3%	11	58%
11	Italy	14	2%	12	86%
12	Russian Federation	14	2%	10	71%
13	United Arab Emirates	13	2%	12	92%
14	India	9	1%	8	89%
15	Belgium	8	1%	7	88%
	Other Countries	167	25%	107	64%
	Total	681	100%	466	68%

注：グレーはアジア・中東。Other Countries:Totalは58カ国と不明、Economics&Businessは46カ国と不明。共著があるため表1のTotalとは異なる。

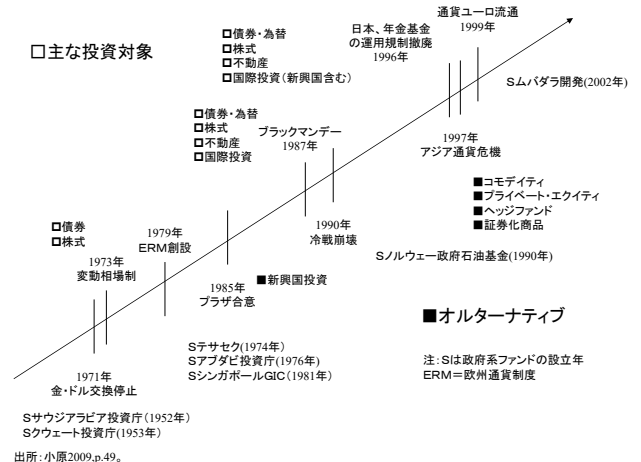
出所：SCOPUS (2022年11月4日筆者最終確認)

2. 政府系ファンドとは何か

2.1 政府系ファンドの起源

図 1 は、1950 年代の中東産油国の政府系ファンドの設立と、その後、金融市場がグローバル化していくプロセスを示した。金融市場については、1971 年 8 月 15 日のニクソンショック、つまり金・ドルの交換停止から言及している。そして機関投資家の投資対象が広がっていくことを示している。政府系ファンドも機関投資家の一つのカテゴリーである。このため、政府系ファンドの研究は、年金基金、保険会社、投資信託など機関投資家の投資行動で用いられた分析手法がとられる。

図1 市場化と機関投資家の投資対象の拡大



⁸ 厳密には経済学、経営学を除く社会科学。

2.2 政府系ファンドの定義

政府系ファンドは学術用語でないだけでなく、各国政府が国連、国際通貨基金など国際機関で合意した文章に記載された言葉でもない。

冒頭に紹介したようにロシア系ニュースが使い始め、リーマンショック直前に、アンドリュー・ロザノフが学術誌にエッセーを寄稿し、その後、内外の主要メディアが使用することで広がってきた (Rozanov2005、小原 2009)。ロザノフは次のような表現で使い始めた。2004年に設立したロシアの政府系ファンド⁹を念頭に定義を試みたと思像される。

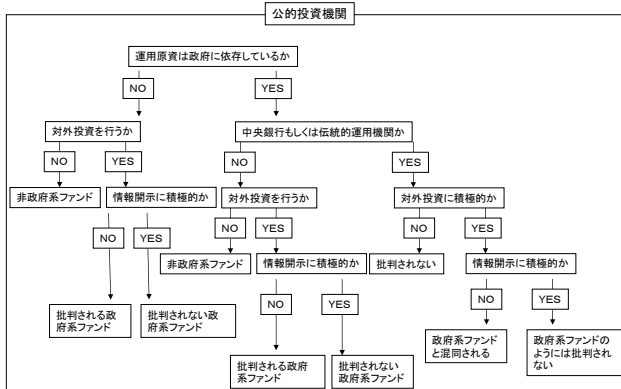
sovereign wealth funds are a by-product of national budget surpluses, accumulated over the years due to favourable macroeconomic, trade and fiscal positions, coupled with long-term budget planning and spending restraint.

政府系ファンドは国家予算の黒字の副産物であり、長期的な予算計画と支出抑制と相まって、マクロ経済、貿易、財政の有利な状況により、長年にわたって蓄積されている。

現在、世界最大規模の中国投資有限責任公司(CIC)は2007年、中国人民銀行や国家為替管理局が管理する外貨準備高を原資に設立している。ロザノフの後半の表現はあてはまるものの、前半にある「国家予算の黒字の副産物」にはあてはまらない。

図2は小原[2009]から再掲している。日本には、中央銀行¹⁰、公的年金基金、政府系金融機関と多様な公的投資機関が存在する。そこで政府系ファンドを定義するより、公的投資機関という概念で広くとらえたうえで、定義や批判の論理構成を確認する目的で図2を作成した。

図2 政府系ファンド定義・批判の論理構成



出所: 小原[2009]p.12。

3. 先行研究

3.1 研究トレンド

表1のように2008年から2022年までで sovereign wealth funds に関連する学術論文は508本だった。では、関連するキーワードと比べて多いのだろうか (表3)。

state-owned enterprise (4,261本)、Belt and Road Initiative (2,470本)、economic security (1,979本)、Environmental, social and governance¹¹ (1,468本)、trade war AND china (528本)、global imbalances (457本)、State capitalism (400本)、Asian Infrastructure Investment Bank (269本) となった。sovereign wealth funds は関係する国が多いが、比較するキーワードは国際金融、ポートフォリオ投資と新興国を念頭におきながら、キーワードを選んだ。

経済学・経営学の対象となりやすいテーマが高く出やすい。さらに、8つのキーワードのうち、検索ワードとして曖昧なのは trade war AND china である。日本語でいう米中貿易戦争のキーワードとした。日本語でも米中対立という表現など多数ある。英語論文でも米中関係については様々な表現が使われていることに留意したい。

表3 キーワード別の学術論文数：2008年～2022年

keywords	articles
state-owned enterprise	4,261
Belt and Road Initiative	2,470
economic security	1,979
"trade war" china	528
sovereign wealth fund	508
global imbalances	457
state capitalism	400
"Sustainable Development Goals" fund	304
"corporate social responsibility" fund	298
Asian Infrastructure Investment Bank	269

注：対象はジャーナル(Source type)、英語(Language)に限定して、「論文タイトル、キーワード、抄録」でキーワード検索。

出所：SCOPUS (2022年11月4日筆者最終確認)

3.2 メタ分析文献レビュー

先行研究レビューにも定量化を指向されている。それがメタ分析である。メタ分析では専用のソフトウェアを使い、大量の先行研究について、キーワード特性や関係性を体系的に整理するほか、引用文献から、掲載雑誌、著者の所属機関、著者の人数などを定量的に解析する手法である。sovereign wealth funds についてのメタ分析は Bahoo et al[2020]である。研究の蓄積のエビデンスとも言える。メタ分析による包括的なレビューは、伝統的なレビューの論文選択バイアスの課題を補う効果がある。

的緩和政策は始まっていなかった。

¹¹ ESG投資として知られている。

⁹ Stabilization fund of the Russian Federation.

¹⁰ 当時は日本銀行が国債以外にETFやREITに投資して量

シンガポールの Temasek は 132 件、さらに同じシンガポールの GIC は 79 件含まれており、3 ファンドをあわせると分析対象の投資案件の 76.6% を占める。なおクウェート投資庁は 19 件、アブダビ投資庁は 18 件にとどまっている。

Johan et al.[2013]は 1991 年から 2010 年まで、データベース (Lexis Nexis と Thomson Reuters の SDC Platinum) を用いて、50 ファンドの 900 以上の投資案件を把握した。さらに彼らはデータの重複や子会社への投資を除いて 19 ファンドの 424 件を選び出し、プライベート・エクイティと公開株式に分けて両資産の比較分析を試みている。424 件のうち 56.4% にあたる 238 件は Temasek による投資だった。もうひとつのシンガポール系政府系ファンドの GIC を含めると、69.2% にあたる 292 件がシンガポールの 2 ファンドに偏っている。そしてクウェート投資庁はプライベート・エクイティ 1 件を含む 5 件にとどまる。なおアブダビ投資庁は含まれていない。政府系ファンドは伝統的機関投資家同様、海外では公開株式投資ほどプライベート・エクイティ投資を選ばないとしている。しかしながら投資保護が低い国では、公開企業よりプライベート・エクイティを選ぶ傾向があるとしている。さらに言語、宗教、地理的距離を「文化変数」と定義して、文化の違いは、政府系ファンドの所在地以外では、プライベート・エクイティ投資に対して若干ポジティブな役割が見られると指摘している。

Grira et al.[2022]は Johan et al.[2013]も利用した Thomson Reuters の SDC Platinum を利用している。このほか、Bureau van Dijk のグローバル M&A データベースである Zephyr によって、政府系ファンド関連キーワード検索を続け、カバレッジを向上させている。さらに、Sovereign Wealth Fund Institute ホームページ、アラブ首長国連邦のニュース Zawya、ウォール ストリート ジャーナル、ビジネスウィーク、フィナンシャル タイムズ、ニューヨーク タイムズ、Gulf Times、The National、Gulf News、ロイターやブルームバーグなどの金融新聞なども追加の情報源を使用して補足する。

次に株価取得でも課題がある。Kotter and Lel[2011] の研究と同様に、最終的なサンプルは株価が Datastream から入手できる企業に絞られる。

一連の収集の結果、1994 年から 2016 年までの 427 件の取引に関与した 302 社のサンプルが得られた。さらに結果のデータセットを国別に International Country Risk Guide (ICRG) による政治リスク指標として使う。ICRG データは、12 の要素で構成される。外部紛争、内部紛争、民族的緊張、宗教的緊張、政治における軍隊、政府の安定性、社会経済状況、投資プロファイル、官僚機構の質、汚職、法と秩序、民主的な説明責任です。ポリティカル リスクの測定値は、100 から ICRG のポリティカル リスク指数を引いたものに等しくなる。この手順により、1994 年から 2016 年までの 427 回の観測の最終サンプルが得られる。

小原[2015]などでは、Bureau van Dijk の OSIRIS から日本

の上場企業の大株主情報から、中国投資有限責任公司 (CIC) とみられる株式保有とサウジアラビア通貨庁とみられる株式保有のデータセットを構築している。CIC については「OD05・オムニバス」などのアカウント名、サウジアラビア通貨庁については日本経済新聞社や東洋経済新報社による上位 30 位の株主調査でデータの精度を改善している。サウジアラビア通貨庁については様々なアカウント名が使用されているが、住所がサウジアラビア通貨庁と同一であった。

Grira et al.[2022]以外の最近の研究はどうだろうか。

Da1 et al.[2022]は、SWFs の投資記録は、Sovereign Wealth Fund Institute が提供する Sovereign Wealth Funds Transaction Database (SWFTD) から入手している。

Da1 et al.[2022]は SWFTD について「SWF の投資活動に特化した最も包括的な商業データセットの 1 つ」と位置づけ、政府系ファンドについて 9 万件以上の取引が記録されている。

Da1 et al.[2022]は、米国の上場企業のみを焦点を当て、これらの企業の SWF 投資記録を公開市場での購入のみを通して抽出する。Da1 et al.[2022]同様に SWFTD を使用した Godsell[2022]によると、SWFTD は、プレスリリース、SWFI のネットワーク、政府文書、規制当局への提出などの主要な情報源から作成されている。SWFTD には、上場企業、非上場の民間企業、不動産への投資が含まれ、取引日、取引が国内であるかクロスボーダーであるか、ターゲット国、ターゲット企業名と業種、買収国、SWF が取得した株式持分、および取引価格が詳述されているとする。

4. 結語

サウジアラビア投資庁が 1952 年、クウェート投資庁が 1953 年に設立されている。冒頭で紹介したように、政府系ファンドの表現は 2000 年代では確認できる。その後、2007 年から 2008 年にかけて米国発の金融危機が起きた。とりわけ 2008 年 9 月、米国投資銀行リーマンブラザーズの経営破たん後、リーマンショックとしてサブプライムローンの証券化商品の取引を通じて米国の金融危機が世界各地に拡散した。

Bahoo et al[2020]によると、2005 年から 2019 年までの間、政府系ファンドに関連した研究は少なくとも 184 件ある。の論文を対象に、政府系ファンドのメタ文献レビューを行った。彼らのメタ文献レビューを行い、政府系ファンドの研究領域として、(1)政府系ファンドの起源、(2)政府系ファンドの定義、(3)政府系ファンドの 3 分類とした。

Bahoo et al[2020]は 20 問に及ぶリサーチクエッションを提示した。知的所有権、フードセキュリティといった視点は 15 年前よりさらに重要性を増している。

謝 辞

本研究は JSPS 科研費 JP20K01815、石井記念証券研究振興財団、長崎県立大学学長裁量研究費の助成を受けたものです。Factiva、SCOPUS の利用、および英語論文へのアクセスでは、立教大学、東洋大学、長崎大学、神戸大学などから各種データベースの提供を受けている。感謝申し上げます。

参考文献

- Amar, J., B. Candelon, C. Lecourt, and Z. Xun. 2019. "Country Factors and the Investment Decision-Making Process of Sovereign Wealth Funds." *Economic Modelling* 80: 34-48.
- Aizenman, J., Y. -W Cheung, and H. Ito. 2015. "International Reserves before and After the Global Crisis: Is there no End to Hoarding?" *Journal of International Money and Finance* 52: 102-126.
- Bahoo, S., I. Alon, and A. Paltrinieri. 2020. "Sovereign Wealth Funds: Past, Present and Future." *International Review of Financial Analysis* 67.
- Bernstein, S., J. Lerner, and A. Schoar. 2013. "The Investment Strategies of Sovereign Wealth Funds." *Journal of Economic Perspectives* 27 (2): 219-238.
- Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W.L. and Miracky W. 2010, "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance," Unpublished paper.
- Chhaochharia, V. and Laeven, L.A. 2009. "The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds,"
- Dai, L., C. Song, Y. You, and W. Zhang. 2022. "Do Sovereign Wealth Funds Value ESG Engagement? Evidence from Target Firm's CSR Performance." *Finance Research Letters* 50.
- Godsell, D. 2022. "Financial Reporting Consequences of Sovereign Wealth Fund Investment*." *Contemporary Accounting Research* 39 (3): 2090-2129.
- Ghira, J., C. Labidi, and W. Rouatbi. 2022. "Does Political Risk Matter for Sovereign Wealth Funds? International Evidence." *International Review of Financial Analysis* 81.
- Johan, S. A., A. Knill, and N. Mauck. 2013. "Determinants of Sovereign Wealth Fund Investment in Private Equity Vs Public Equity." *Journal of International Business Studies* 44 (2): 155-172.
- Knill, A., B. -S Lee, and N. Mauck. 2012. "Bilateral Political Relations and Sovereign Wealth Fund Investment." *Journal of Corporate Finance* 18 (1): 108-123.
- Kotter, J. and U. Lel. 2011. "Friends Or Foes? Target Selection Decisions of Sovereign Wealth Funds and their Consequences." *Journal of Financial Economics* 101 (2): 360-381.
- Mattingly, J. E. and S. L. Berman. 2006. "Measurement of Corporate Social Action: Discovering Taxonomy in the Kinder Lydenburg Domini Ratings Data." *Business and Society* 45 (1): 20-46.
- Rozanov, A. 2005. "Who holds the wealth of nations?" *Central Banking*.
- 小原篤次[2009]『政府系ファンド』日本経済新聞出版社。
- 小原篤次[2015]「中国の外貨準備資金による日本株投資の実証研究」『研究紀要』77-89 ページ。
- 日本経済調査協議会[2009]『政府系ファンド(SWF)の役割と政策的インプリケーション』日本経済調査協議会。