

# 政府系ファンド（SWFs）における投資戦略

——シンガポール・テマセク持株会社の事例を中心に——

中 村 み ゆ き

## 1 はじめに

国際金融市場における主要な投資家として年金基金、保険会社、大学や財団などの機関投資家が挙げられるが、近年、これらに加えて政府系ファンド（Sovereign Wealth Funds; SWFs）が主要な資金運用者となってきている。特に、欧米諸国の金融機関が債権担保証券の投資で損失を抱えた、いわゆるサブプライム債問題の発生以来、それら金融機関の増資需要に対するSWFsの資本注入が相次ぎ注目を集めた<sup>1</sup>。例えば世界最大の金融機関であるシティ・グループは、アブダビ投資庁、クエート投資庁やシンガポール政府投資庁（Government Investment Company；GIC）からの資金提供を受け入れている。

SWFsとはSovereign（ソブリン）が意味するように、国家、あるいは政府が所有する財源を元手にして投資を行うファンドを指している。古くは、1970年代に主に資源国の資源輸出による剰余金を運用する目的で設立されてきた。近年は外貨準備高が増大する輸出国を中心に設立が相次いでおり第二次設立期の観を呈している。

このSWFsは資金源によって一般に外貨準備金、コモディティ・剰余金、財政剰余金や年金資金に分類され、その運用手法は基本的にパッシブ型の長期運用であることを特徴としている。しかしながら、近年、それは株式や債券を主要なポートフォリオとして組み込む伝統的金融資産運用からオルタナティブ運用に変化してきているといわれる<sup>2</sup>。その背景には、世界的な高齢化現象による年金や保険資金や既述した資源国や輸出国の剰余金の増大による運用の需要が、SWFsのアセットアロケーションを多様化させ、グローバル市場における投資資金フローに変化が生じてきてきたことがある。

---

1 政府系ファンド（SWFs）の定義は議論されている途上であり、わが国における呼称もソブリン・ウェルス・ファンドや国富ファンドなどあり統一されていない。SWFsの呼称の由来は、アメリカ運用会社SSgA（Official Institutions Group of State Street Global Advisors）社のアンドリュー・ロザノフ（Andrew Rozanov）氏が最初に使ったとされる。本稿ではSWFsで統一するものとする。

2 投資手法は基本的に伝統的ポートフォリオ投資型であるが、近年、ヘッジファンドと同様の投資戦略を持つ長期絶対リターン追求型や未公開株式や不動産に投資を行うプライベート・エクイティ型も登場してきている。拙稿「政府系ファンド（SWFs）における投資動向分析 —ストラテジック・アセット・アロケーションの考察から—」『創価経営論集』第34巻第2・3合併号、2010年3月参照。

またその投資動向は、短期売買せずに長期的視点から投資を行うことが挙げられるが、それが経済危機時における市場のボラティリティを抑制する傾向にあることから、金融市場の安定化を保つ投資家として歓迎されている。しかしながら、ファンド設立数の増加や国家を超えた投資額の増大に伴い、経済的、もしくは政治的問題が議論の対象となってきた。それは政府が他国の企業に投資を行うこと、つまり他国企業の株式取得による議決権の行使から生じる問題である。

シンガポールでは、政府資金を運用する機関としてGICのほかにテマセク持株会社(Temasek Holdings Pte. Co. : 以下テマセク社)<sup>3</sup>が存在する。両社は内外の金融市場において積極的投資を行うことから、IMFなど国際機関からもSWFsと見なされてきている。しかし現実にはSWFsの定義付けは困難であり、財源や相対収益を目指す運用手法の特徴から総合的判断される場合が多い。今回検討するテマセク社は、シンガポールが独立を果たした後に経済復興のために基幹産業を育成する目的で設立され、また経済政策を施行するための重要な役割を果たしてきた。しかし、傘下企業が成熟するようになったことから積極的な新規公開(IPO)、上場や売却を繰り返すようになり、近年、次第に投資ファンドとしての性格を強めていることが注目されている<sup>4</sup>。そこで本稿では、SWFs総体の研究蓄積は徐々に増えてきているものの、未だ手薄である個別の事例としてシンガポールのテマセク社を対象に取り上げ、SWFsとしての企業の特質と投資動向を中心にして考察を行うものである。

## 2 テマセク持株会社の位置づけ

### (1) テマセク社設立の経緯と経済における役割

シンガポールは、数世紀にわたりイギリスの植民地下で東西貿易における中継貿易拠点として位置づけられてきた。しかし、20世紀半ばに独立を果たす前後期になると、国民経済の形成に邁進することになる。当時結成された自治政府(人民行動党〈People Action Party ; PAP〉)は、植民地下でのモノカルチャー経済、特に貿易に著しく偏重した経済構造の見直しを図り、経済成長のために製造業育成が不可欠であるとして工業化路線に転換することを決定した。まず輸出志向型工業化を目指すためには自国産業を担う基幹産業の創出が必要であったが、当時のほとんどの民間資本である地場資本(主に華人資本)は貿易や軽工業に特化していた。そのために政府は工業化を外資導入によって推進しようとした。また同じ頃、経済戦略の立案と実施を主導する政府機関として経済開発庁(Economic Development Board ; EDB)を設立した<sup>5</sup>。同庁は民間企業がリスクを取ることができない製造業分野において政府系企業を相次いで設立し、自ら事業に関与していった。このような経過をたどりシンガポールの工業化は、脆弱な民間部門を補完する

3 テマセク社に関しては、拙稿「シンガポールの政府持株会社テマセク社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』第50巻第4号、2004年10月を参照。

4 テマセク社会長ダナバラ氏は、近年の金融市場におけるSWFsの役割の大きさに言及しつつも、テマセク社は法律に則り事業を行う投資機関として他のSWFsと異なっていることを強調している。Temasek Holdings, Speech by S. Dhanabalan, Chairman, "Temasek Holdings on the Role of Sovereign Funds in Today's Globalization", at the TIE (The Indus Entrepreneurs) event, 21 August 2008.

形で外資と政府系企業 (Governmental Linked Companies ; GLCs) の二本立てで推進されるようになった。この GLCs とは政府と公共企業体の出資で会社法に基づいて設立されたものである。

完全に独立を果たした1960年代半ばになると、政府は産業政策の一層の強化を図るために EDB の再編を行うようになった。投資の役割を財務省 (Ministry of Finance ; MOF) に引き継がせる一方で、同庁中心にして造船、海運、港湾や石油精製など経済の柱となる重工業部門の育成をするために GLCs を多数設立した。また同時に国家建設において急務とされる住宅や工業地造成など社会インフラの形成のために多くの公共企業体 (statutory boards) を設立していった。このように経済政策を推進する過程において公企業は重要な役割を果たしたが、政府は増大する GLCs を監督・管理するための再編を行い、直接管轄する三つの持株会社によって所有するという組織構成を作った。その持株会社の一つがテマセク社であった。

テマセク社は、1974年に財務省が100% 所有する政府系事業体として、政府により蓄積された資産や企業ポートフォリオを効率的に運用する目的で設立された。1981年設立の GIC を含めて、世界の SWFs のなかでは比較的早い設立である。同社に移管された傘下企業はテマセク傘下企業 (Temasek Linked Companies ; TLCs) と呼ばれ、運輸、港湾、電力、空輸、金融、通信、造船などシンガポール経済の主要な産業分野にまたがっている。また自らも新規事業の立ち上げを行っており、例えば、石油事業や造船業などの分野では日本をはじめとした外資との合弁で事業を立ち上げるケースが多く見られた。それは国際競争力を持つことの重要性を考慮した政府の経済戦略であり、政府自らが工業化の進展に直接・間接的に関与していったためであった。結果的に国家にとって基幹産業となる多数の公企業を擁する企業グループを形成するようになったが、同社は傘下企業を政府の経済政策にあわせてモニタリング機能を持って統括してきたがゆえに、政府戦略の何らかの意図を反映させているのではないかと度々指摘されてきた。

さらに各産業分野の代表的存在である傘下企業は、上場した場合に株式市場に占める時価総額が膨らみ経済におけるインパクトが大きい。それは政府が公企業に対して公共性を重視するよりもむしろ民間企業と同じように市場原理に基づいた徹底した利益追求を要求してきた結果でもあった。つまり、テマセク社は、企業の経営者 (官僚など) に対し徹底的なコスト概念を持つ経営を強要しており、資本の原理に基づく株主価値最大化と利益主義重視の経営を特徴とする。

このようにテマセク社自身が多くの企業を支配・管理する持株会社であり、資産運用だけを行うものではない点からも純粋な投資ファンドとして分類することに批判される場合がある。しかし1990年代から本格化した政府系企業再編の一つとして開始された民営化 (同社は傘下企業の株式売却 <divestment> という手法を主にとる) により、明らかに従来の傘下企業を支配・統制する性質は薄れている。テマセク社自身が公表しているように、投資機関としての機能を強めるといった傾向が見られるようになってきた<sup>6</sup>。民営化に当たっては、シンガポール・テレコムやシンガポール・エアライン等をはじめとした傘下企業の IPO (新規株式公開) を次々と果たし、特に

5 EDB に関しては、拙稿「シンガポールの経済開発における外資と政府の役割—人材開発戦略の考察から—」『西日本工業大学紀要 人文社会学編』第17巻、2005年3月を参照。

政府が保有する必要がない場合は完全売却を実施し、また高収益を見込まれる企業は一部売却を通じた運用益を得るという投資動向をとっている例が多く見られる（図表1参照）。またこの売却益は、テマセク社の主要な収益源の一つとなっている。

特に民営化以後は、株主価値最大化を最大に考慮するという民間企業としての側面が強調され、傘下企業に対する経営へは介入せずという立場を明らかにしている。民営化を推し進め傘下企業の株式分散化を図りながらも、テマセク社は一貫して内外企業において投資を積極的に行う存在でもあり、それがテマセク社の投資ファンドとしての性格を表しているといえよう。以下にテマセク社の投資動向を詳細に捉えることにより、近年の企業の性質についてさらに検討していく。

## (2) テマセク社の現状

テマセク社の企業報告書によると、同社は380人を超える多国籍な人材を擁し、アジア地域を中心に1,000億円以上のポートフォリオを運用するシンガポールを本拠とする投資会社（investment house）であると述べている。財務省によって100%所有・管轄されながらも、現在はシンガポール会社法に準拠する民間企業と変わらない事業体となっている<sup>7</sup>。テマセク社自身は、独立した取締役会により統治されていること、また自律的でかつ厳格な商業ベースに基づいて経営上の意思決定がなされ、株主価値を最大に考慮する投資会社であることを言及している。2010年12月時点での資産規模から見た世界のSWFsにおけるテマセク社の位置は11位であり（同じシンガポールSWFsのGICは4位である）、投資額が増大している傾向を考慮すると、SWFsとしての重要性が増しているといえよう（図表2参照）。特に情報開示に関しては限定的ではあるものの、会社法（Singapore Companies Act〈Chapter50〉）や会計原則（Singapore Standard on Auditing；SSA 800）に則った情報開示に努めている。SWFs Instituteによる透明性指数（transparency index）では、テマセク社は10レベル（情報開示度合いに応じて1～10レベルに分けられている）と最も高い評価を得ている<sup>8</sup>。IMFはSWFsの投資目的や実態に関する情報開示の在り方について検討を進め、2008年11月に「行動規範・慣行に関する原則合意（Generally Accepted Principles and Practices；GAPP）」＝サンチャゴ原則を公表している<sup>9</sup>。しかしながら同原則は自主的枠組み（voluntary）のため遵守しない場合の制裁ルールはない。テマセク社は自主的に企業情報の開示を行う数少ないSWFsである。

6 拙稿、前掲書、2004年。同誌では、2004年時点におけるテマセク社の大規模な株式売却（民営化）の実態をみることから、公的支配を残す要素について検討した。但し、近年公表されたテマセク報告書（Temasek Report）やテマセク憲章（Temasek Charter）によると、明確に同社を企業支配に関知しない投資会社と謳っている。

7 しかし、利益の一部は政府の一般会計に組み入れることができるようになっている。1991年改正のシンガポール憲法のもとで中央積立基金（Central Provident Fund；CPF）、GIC、通貨庁（Monetary Authority of Singapore；MAS）などの機関とともに、取締役やCEOの承認、現政権以前それらが積み立てた過去の準備金の引き出しなどにおいて大統領の承認が必要とされるようになった。Temasek Holdings, “Doing Things Today with Tomorrow in Mind”, Press Release.

図表1 テマセク社株式売買動向 (2005-2010年)

2005年3月30日	テマセク社子会社, M&Mの550万株取得
4月13日	シン・スプリング社50%の株売却
6月16日	テマセク社, CCT ユニット募集
7月1日	シンガポールエクイティ, NIB 株を72.8%に引上げ
8月3日	テマセク社, SMRT (地下鉄) 1億1,000万株売却
8月10日	テマセク社, キャピタランド2億株売却
2006年1月23日	テマセク SCB, 投資家グループをシナワトラとダマボン・ファミリー所有のシン・コーポレーション株式取得に導く
3月8日	テマセク社, タタ・テレサービス株9.9%取得
3月9日	テマセク社, アイ・ロジスティクス株9.25%取得
3月20日	テマセク社, シンテル社株の流動性を高めるためシンテル社株売出し
3月21日	テマセク社, シンテル株売出し終了
3月24日	シンビッド・コンソーシアム・パートナー, AIS のテンドーオファー完了
3月28日	タンスリ・クーテックプア・エステイト, テマセク社にスタンダードチャータード株式売却を同意
5月31日	イーモバイル, 273億円追加増資で総額1,432億円の自己資本に到達 (エクイティと負債の資金調達を通して3,600億円以上取得)。テマセク社, イーモバイルの第3位株主
12月8日	テマセク社, フレイザー&ニープ社投資公表
2007年3月1日	テマセク子会社シンガポール・テクノロジー・セミコンダクター, STATS チップパック社の現金調達
6月13日	テマセク社, ミンプー・シーフード株10%取得
6月19日	テマセク社, シンガポール電力売却
7月23日	テマセク社, バークレー PLC に投資
10月18日	テマセク社, シンガポール・ゲンコス (電力) 売却
2008年3月14日	テマセク社, ツアス・パワーの売却が成功裏に終了
7月7日	テマセク社, セノコ・パワー売却
9月5日	テマセク社, セノコ・パワーを日本コンソーシアムに売却
10月7日	テマセク社, パワーセラヤの販売開始
11月25日	テマセク社, パワーセラヤの販売延長
12月2日	テマセク社, 38億Sドルでパワーセラヤ社をYTL パワーインターナショナル社に売却
2010年7月26日	テマセク社, フレイザー&ニープ社株をキリンに売却公表

(出所) Temasek Holdings 資料より作成。

8 Linaburg-Maduell Transparency Index による透明性指数 (監査レポート公表やウェブサイトでの開示などファンド自身の情報開示のレベル) では, ノルウェー政府年金基金を筆頭にして, テマセク社のほかにはアラスカ永久基金 (米国), アイルランドの国家年金準備基金などが開示度最高の10ポイントとして公表されている。(http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/)



図表2 世界のSWFs一覽

(単位: 10億 US ドル)

国名	ファンド名	資産額	設立年	財源	透明性指数 (LMT 指数)
UAE - アブダビ	Abu Dhabi Investment Authority	627	1976	資源 (石油)	3
ノルウェー	Government Pension Fund-Global	512	1990	資源 (石油)	10
サウジアラビア	SAMA Foreign Holdings	439.1	n/a	資源 (石油)	2
中国	SAFE Investment Company	347.1	1997	非商品	2
中国	China Investment Corporation	332.4	2007	非商品	6
香港 (中国)	HongKong Monetary Authority Investment Portfolio	259.3	1993	非商品	8
シンガポール	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	247.5	1981	非商品	6
クエート	Kuwait Investment Authority	202.8	1953	資源 (石油)	6
中国	National Social Security Fund	146.5	2000	非商品	5
ロシア	National Welfare Fund	142.5	2008	非商品	5
シンガポール	Temasek Holdings	133	1974	非商品	10
カタール	Qatar Investment Authority	85	2005	資源 (石油)	5
Libya	Libyan Investment Authority	70	2006	資源 (石油)	2
Australia	Australian Future Fund	67.2	2004	非商品	9
Algeria	Revenue Regulation Fund	56.7	2000	資源 (石油)	1

(出所) SWFs Institute, Fund Rankings (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>).

2010年時点の企業構成は、金融サービス部門を中心にして、通信・メディア、輸送・ロジスティック・テクノロジー、インフラ・工業・エンジニアリング、エネルギー・資源、不動産・消費者・ライフサイエンスの産業分野にまたがっている (図表3参照)。現在は29社が主要な投資企業を構成し、そのうちシンガポール証券取引所に上場している企業は24社である。

2003年時点の傘下の主要企業と比較すると、投資 (investment) と民営化 (divestment) の影響もあり構成企業に変化が見られる。従来から主要傘下企業としては陸運、空輸、海運や電力などの公益分野や製造業関連企業が重要性の高い分野であり、現時点でも通信、輸送・工業、電力 (メディア・コープ、PSA インターナショナル、シンガポール・パワーなど) は100%と高い所有比率を維持し、戦略上の重要性を示している。しかし、近年、金融、メディア・通信部門、特に金融部門の重要性も高まっている。図表3に見られるように地場のDBS (シンガポール開発銀行) をはじめ、中国、韓国、イギリスといった外国の金融機関を傘下に入れており、それら時

9 2007年10月ワシントン DC で開催された G7 (先進7ヵ国財務相・中央銀行総裁会議) においてベストプラクティスを策定する検討を行う共同声明がなされた。これを受けて IMF は情報開示の在り方について検討を進め、2008年11月に IMF による情報開示原則を公表した。特に政治的意図がある場合にどのように解決するか検討されており、24原則から構成される。サンチャゴにて討議されたためサンチャゴ原則と呼ばれる。

(<http://www.iwg-swif.org/pubs/eng/santiagoprinciples/pdf>)

図表3 テマセク社傘下企業 (2010年)

企業名	所有比率 (%)	時価総額 (通貨)
金融サービス		
Bank of China Limited	4	1,050,894 (HKD)
China Construction Bank Corporation	6	1,486,261 (HKD)
DBS Group Holdings Ltd	28	32,559 (SGD)
Hana Financial Group Inc.	10	7,337 (KRW)
NIB Bank Limited	74	16,660 (PKR)
PT Bank Danamon Indonesia Tbk	68	43,654 (IDR)
Standard Chartered PLC	18	36,457 (GBP)
ICICI Bank Limited	6	1,061,890 (INR)
通信メディア、技術		
Shin Corporation Public Company Limited	42	92,831 (THB)
Singapore Technologies Telemedia Pte Ltd	100	2,106 (SGD)
STATS ChipPAC Ltd.	84	2,312 (SGD)
Bharti Airtel Limited	5	1,184,450 (INR)
MediaCorp Pte. Ltd.	100	533 (SGD)
Singapore Telecommunications Limited	54	50,505 (SGD)
輸送、産業		
Keppel Corporation Limited	21	14,571 (SGD)
Neptune Orient Lines Limited	66	5,187 (SGD)
PSA International Pte Ltd	100	7,985 (SGD)
Sembcorp Industries Ltd	49	7,365 (SGD)
Singapore Technologies Engineering Ltd	50	9,648 (SGD)
Singapore Airlines Limited	54	18,111 (SGD)
SMRT Corporation Ltd	54	3,095 (SGD)
生命科学、消費者、不動産		
Olam International Limited	14	5,230 (SGD)
Fraser and Neave, Limited	15	6,706 (SGD)
CapitaLand Limited	39	16,901 (SGD)
Li & Fung Limited	4	144,634 (HKD)
Mapletree Investments Pte Ltd	100	5,095 (SGD)
Singapore Airport Terminal Services Limited	44	2,897 (SGD)
Wildlife Reserves Singapore Pte Ltd	88	148 (SGD)
エネルギー、資源		
Singapore Power Limited	100	6,783 (SGD)

(出所) Temasek, Temasek Annual Report 2010 より作成。

(注) HKD: 香港ドル, SGD: シンガポールドル, KRW: 韓国ウォン, PKR: パキスタンルピー, IDR: インドネシアルピア, GBP: UK ポンド, INR: インドルピー, THB: タイバーツ。

価総額の大きさは他の産業分野を凌いでいる。このように金融を重視する政府政策の背景にはアジア域内の国際金融ハブ拠点となるための金融制度改革の取組みがある。金融部門は製造部門とともに両輪の一翼を担う産業であるが、1998年にシンガポールの競争力強化委員会(Commission on Singapore Competitive)の金融・銀行小委員会は金融制度を再検討する報告書において、ファンド・マネージメント市場の拡大の重要性を指摘した<sup>10</sup>。そのなかで政府系企業における余剰資金の運用を民間ファンド・マネージメント会社が運用することが提案され、GIC運用資産の民間ファンド・マネージャーが運用する額が100億Sドル(Sドル:シンガポールドル,以下Sドル)から350億Sドルに増額されるようになった。また資産運用部門における人材を国外から積極的に登用し、その上で、CPF積立金を利用した投資信託運用の規制緩和、世界の富裕層の取込みを目指すプライベート・バンキングやイスラム金融の強化など金融市場の制度改革を図っている。このように金融部門の強化は、市場の発展を促すと同時に、政府資金の運用を効率化させるようになった。

またシンガポール証券取引所(SGX)は2010年5月にインドのムンバイ・ナショナル取引所、11月にオーストラリア証券取引所(ASX)の株式取得をして合併している。世界の主要取引所の中で売買高や上場企業数など規模において遅れをとっていた同取引所は、上場企業数においてアジア太平洋州上第2位となった。シンガポールでは90年代から開始されたテマセク社傘下企業の一連のIPOや株式放出は、売買株数や額の底上げをして同取引所を活性化させる役割を果たしてきた経緯もあり、金融市場における重要な戦略の一つとなっている<sup>11</sup>。金融部門を制度的に発展させるという意味からも、近年の欧米諸国の大手金融機関への投資は経済政策と整合性が取れていたのではないかと思われる。

さらに資源の重要性に鑑み、資源・エネルギー分野の企業への投資が顕著となっていることも注目できる<sup>12</sup>。これらはシンガポール政府がテマセク社を通じて資源を重視した産業政策を図っていることを意味するといえよう。一般にSWFsの設立の目的の一つとして国家産業の育成の場合が見られるが、テマセク社はリスクリターン分析に基づいた優良企業への投資により長期的な株主利益を図るとともに、投資、株式売却、またはM&Aを行うことにより、長期的に見た産業政策にそった企業の投資活動を行っている<sup>13</sup>。

次に人的分析を見てみよう。取締役は11名で構成され、そのうち大部分は民間からの登用した独立取締役である。これら取締役は傘下企業に対する日常業務への関与はなされず、意思決定はあくまでそれぞれ傘下企業が独立して行うとしている。傘下企業への関係について、必要に応じ

10 落合大輔「シンガポールの証券市場改革」『資本市場クォーターリー1998年春号』野村資本市場研究所、1998年参照。

11 本田智津絵「世界経済危機時の損失を回復—政府系ファンドGICとテマセク(1)—」『日刊通商弘報』、ジェトロ、2010年10月18日。2010年に入り収益の回復に伴って大型IPOをする例が見られるようになった。10月、100%所有のメイプルツリー・インダストリー社傘下の不動産投資信託メイプルツリー・インダストリアル・トラストのIPOを実施して約12億Sドルの資金調達を行っている。

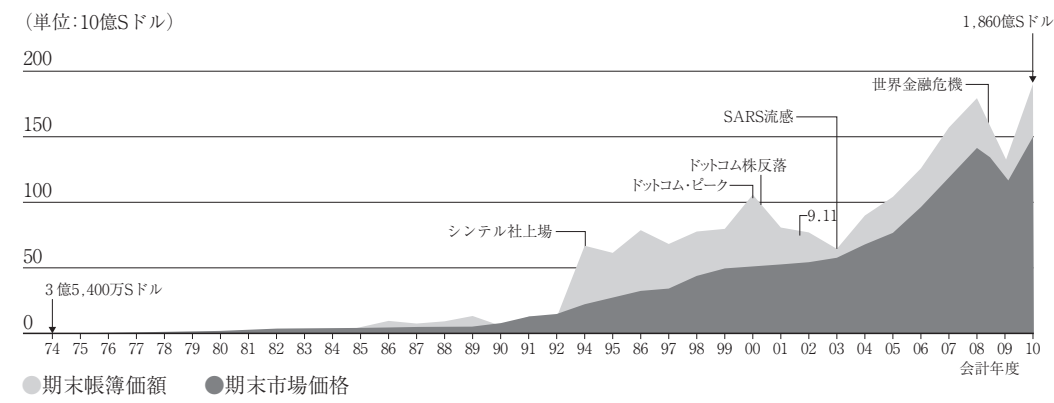
12 Temasek Holdings, *Temasek Report 2010*, 2010, pp.9-10.



て取締役員などを含めた様々なステークホルダーと積極的に関与していくが、テマセク社が指導することはなく、それぞれの経営者の監督の下で商業ベース・経済的理由に基づいて自律的に意思決定することを期待していると言及している<sup>14</sup>。同社の取締役の役割は、包括的に戦略的指針や政策を提示すること、またインベストメント、ダイベストメント含めた経営上の意思決定を行うことである。またその任命や解任は、大統領の承認のもとで適正なガバナンスに沿って適宜為されているが、これはテマセク社の剰余金を管理・運用するという重要な任務を担保するためである。しかしながら2002年からのホー・チン氏（首相夫人）の取締役・執行重役としての参加は政治的な視点から批判の対象ともなっている<sup>15</sup>。

最後に収益動向をみると、図表4に示されるように、1974年設立時当初のポートフォリオ収益は3億5,400万Sドルであったが、2010年には1,860億Sドルに伸びている。設立以降、EDBから分離した多くの基幹企業がテマセク社に移管されてきたが、特に90年代に入ると通信会社のシンテル（Sing Tel）社や電力会社シンガポール・パワー社の公益事業などシンガポールの代表的企業が相次ぎ傘下に入ったことから資産規模とともに収益額が急増してきた。テマセク社傘下のものでこれらの企業は国際競争力ある企業に成長し、上場を行うことから高収益を実現してきた。その高収益を実現する手段として、民営化は重要な経済政策の一つであり、特にIPOは経済状況や産業の発展過程に合わせて随時、実施されてきている<sup>16</sup>。

図表4 テマセクポートフォリオ価値



(出所) Temasek Holdings, *Temasek Reports 2010*, p.18より作成。

13 特に国有企業形態のSWFsは投資目的に国内産業育成の役割を担うケースが多いとの指摘がある。それは国有企業という企業形態がファンド形態に比較して、産業に関するノウハウや人材を獲得しやすいという理由による。また戦略においては企業買収が多い。谷山智彦、福田隆之、古賀千尋『政府系ファンド入門』、日経BP社、2008年、60～61頁。

14 Temasek Holdings, Frequently Asked Questions about Temasek Holdings: How dose Temasek work with it's portfolio companies? ([http://www.Temasekholdings.com.sg/media\\_centre\\_faq.htm](http://www.Temasekholdings.com.sg/media_centre_faq.htm))

15 2006年タイのシン・コーポレーション買収が政局混乱を引き起こした問題において、タイ・タクシン首相（当時）一族とシンガポール・リー首相一族が長年の懇意関係にあり、またホー・チン女史がテマセク社のCEOであることが批判されたという経緯がある。

近年の収益動向は、株価低迷の世界的連鎖を引き起こした9.11テロ事件、SARS 感染症の流行、2009年金融危機といった時期において収益を落としているものの、長期的な趨勢としてはポートフォリオ企業からの収益と直接投資により高収益を実現してきている。同社報告書によると、2010年3月末時点での運用資産は1,860億Sドルとなり、前年度決算で公表された20~30%運用資産の減少の損失を埋め合わせる高収益となったとしている。

また図表5に示されるように、一年間の平均収益率を表す総株主投資利回り (Total Shareholder Return ; TSR) は年間平均16%である<sup>17</sup>。株主資本による TSR 指標はポートフォリオ企業収益から生じた株主資本の年間成長率である。また設立以来の市価による TSR は17%となっており、これはポートフォリオの市場価値の変動、配当支払い、純資産を考慮にいたした比率である。このようにテマセク社の株主収益率は多い時で26%に達しており、35年間の平均においても16%に及ぶものであり、非常に高いリターンを維持していることがわかる。高い TSR を実現している健全な財務基盤は投資を積極化させる要因の一つとなりうるものであると推測される。以下にどのような投資手法により高い投資収益を実現しているかを戦略の視点から見ていきたい。

図表5 総株主投資利回り (TSR)

期間 (年)	株主資本	市場価格	(%)
設立以来	16	17	
30	14	16	
20	14	16	
10	12	6	
5	14	14	
3	7	2	
2	2	0	
1	26	42	

(出所) Temasek Holdings, *Temasek Reports 2010*, p.19.

16 テマセク社は、IPO を通じて PE (プライベート・エクイティ) の経験を積んでいったとの指摘がある。1987年のブラックマンディ以降、世界では新興市場を含めた分散投資や PE 投資が拡大していく局面にあった。小原篤次『政府系ファンド—巨大マネーの真実—』日本経済新聞出版社、2009年、56頁。

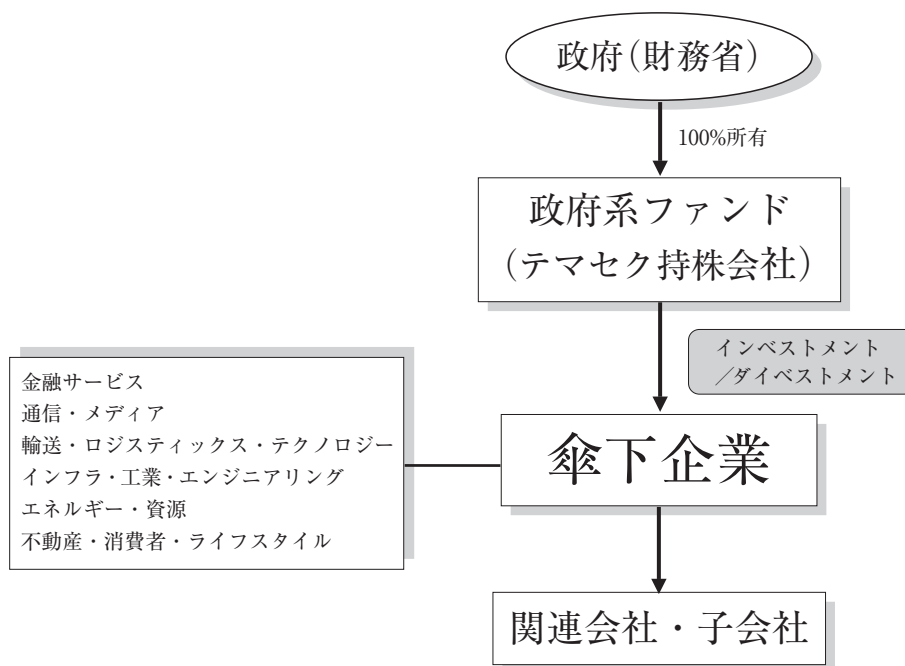
17 Temasek Holdings, *op. cit.*, 2010, p.19.

### 3 テマセク社の投資戦略と投資の意義

#### (1) 運用戦略と投資動向

SWFs は一般的に見るファンドとは意味合いが異なる。通常のファンドとは投資家から資金を集め、それを基金として株や不動産などの金融資産に投資し、運用リターンを投資家に還元する機関である。このように、ファンドは基金の出し手と運用者が異なることが一般的であるが、SWFs のファンドとしての特徴は政府の余剰資金（政府自身の正味資産）を政府自身で運用するというものである。そのSWFsの形態（スキーム）は、(1)ファンド（基金）、(2)国有企業、(3)政府当局に分類でき<sup>18</sup>、政府余剰金をプールしたものをそのいずれかの形態をとり運用する。テマセク社の組織図は、図表6にみられるように、財務省が100%所有するテマセク持株会社（株式会社形態）が投資をする企業を傘下に置く形になっている。その投資を行う場合に、企業に直接投資を行う形が通常である<sup>19</sup>。2009年には完全所有のグローバル投資会社 Sea Town 持株会社を設立して4S億ドル以上の投資を移管しており<sup>20</sup>、投資を多様化させる方向にある。

図表6 テマセク社組織図



(出所) 筆者作成。

18 谷山, 福田, 古賀, 前掲書, 55頁。

19 さらに金融機関中心で投資家に対する情報開示を必要とするファンドである投資信託などによる運用をグループ内で運用していることも他のSWFsには見られない特徴である。小原篤次『政府系ファンド—巨大マネーの真実—』日本経済新聞出版社, 2009年, 14頁。

20 Temasek Holdings, *op. cit.*, 2010, p.10.

投資地域におけるポートフォリオ戦略は、地域戦略 (directional portfolio mix) として40 (アジア) : 30 (シンガポール) : 20 (OECD 諸国) : 10 (その他) の比率を採り、またリスク戦略 (balanced risk posture) としては安定経済地域50%と振興国50%のエクスポージャーを取っている<sup>21</sup>。2009年の実績として、図表7にみられるように、シンガポール32%、他のアジア諸国 (日本含む) 46%、OECD 諸国 (主にオーストラリア) に20%、その他 (ラテンアメリカ、東ヨーロッパや中近東諸国など) 2% という内訳であった (2009年はそれぞれ31%、43%、22%、4%であった)<sup>22</sup>。ホー・チン CEO はプレスリリースでテマセク社はアジア地域を主要な投資地域として、今後さらに投資を増やしていくと言及している。近年の傾向として、OECD 諸国の投資の減少と新興国の新たな潜在力を持った企業投資の増加がみられる<sup>23</sup>。

ここから見るテマセク社の投資の特徴として、(1)長期投資家としての動向、(2)積極的な国外の企業投資である。SWFsの投資資金の特性として、自己所有の資金であるがゆえに、長期的な視野での投資が可能であることが挙げられるが、同社は、他のSWFsのように不動産投資など流動性が低くても投資を行うということはあまりなく、流動性を高める投資を選考する機会が多い。

図表7 テマセク社 投資ポートフォリオ

(%)

地域別ポートフォリオ	2009年	2010年
アジア	43	46
シンガポール	31	32
OECD 経済諸国	22	20
その他	4	2
産業別ポートフォリオ	2009年	2010年
金融サービス	33	37
通信・メディア・テクノロジー	27	24
輸送・工業	19	18
生命科学・消費者・不動産	10	11
エネルギー・資源	5	6
その他	6	4
流動性ポートフォリオ	2009年	2010年
流動性資産 + 上場資産 (20%以下)	34	34
上場資産 (20%以上)	38	43
非上場資産	28	23

(出所) Temasek Holdings, *Temasek Report 2010*, p.17.

21 Temasek Holdings, *Temasek Review 2009 Technical Briefing*, 2009, p.30.

22 Temasek Holdings, *op. cit.*, 2010, p.17.

23 Temasek Holdings, "Buildings a Sustainable Institution", Lunch Remarks by Ho Chin CEO Temasek Holdings (Institute of Policy Studies Corporate Associates Lunch, 29 July 2009, Singapore), pp.6-8.

2010年130億 S ドルの資産の流動性をみると (図表7参照), 上場資産投資 (20% 以上) が43%, 流動資産と上場資産 (20% 以下) が34%, 非上場資産23% の構成となっている<sup>24</sup>。実際のポートフォリオ資産は公表されていないが, 特に流動性を重要視し, それを高めるための資産, 主に優良株 (blue chip) に投資している。

テマセク社は常に慎重に投資を実施することを強調しており, 財務動向において, 2009年のインベストメントが10億 S ドル (ポートフォリオの強化のために3 S 億ドルに及ぶ傘下企業の株主割当発行による増資を含む), ダイベストメントが6 億 S ドル実施された<sup>25</sup>。また資金調達の柔軟性を得るものとして, 2005年から社債を発行している<sup>26</sup>。図表8にみられるように, 同年に社債 (米ドル建て10年物, 発行額は17.5億 US ドル, 15年9月満期) を発行して以来, 2010年までに8本を起債し, 調達額は60億 US ドルに上る。これらはS&P (スタンダードアンドプアーズ) 社とムーディーズ社により AAA/Aaa の高い格付け評価を得ている。このように IPO や株式売却の他に社債の発行などによる外部資金の調達も積極的に行い, 資金調達に多様化がみられる。社債発行はリアルタイムの信用リスクの指標となり, また新しいステークホルダーを作り出す手段となっている<sup>27</sup>。

テマセク社は, 傘下企業の積極的な株主であり, かつ投資家であることをうたっている。株主としては傘下企業のエクセレント文化, リーダーシップと健全なガバナンスを奨励し, また投資家としては長期的リスク-リターン戦略において収益を最適化し, さらにポートフォリオ所有者としては, 集中ポジションやキャッシュ戦略を取るとともに柔軟な長期・短期投資視野に基づいた投資を行う, としている (図表9参照)<sup>28</sup>。傘下企業に対する株主としてのスタンスとしては,

図表8 テマセク債券—発行概要

債券	通貨	発行額 (10億ドル)	クーポン (%)	発行利回り (%)	発行日	償還日
T2015-US\$	US ドル	1.75	4.5000	4.5750	2005.9.5	2015.9.21
T2019-US\$	US ドル	1.5	4.3000	4.3280	2009.10.26	2019.10.25
T2039-US\$	US ドル	0.5	5.3750	5.4410	2009.11.23	2039.11.23
T2029-S\$	SG ドル	0.3	4.0000	4.0000	2009.12.7	2029.12.7
T2039-S\$	SG ドル	0.3	4.2000	4.2000	2009.12.7	2039.12.7
T2020-S\$	SG ドル	1.0	3.2650	3.2650	2010.2.19	2020.2.19
T2025-S\$	SG ドル	0.5	3.7850	3.7850	2010.3.5	2025.3.5
T2035-S\$	SG ドル	0.5	4.0475	4.0475	2010.3.5	2035.3.5

(出所) Temasek Holdings, *Temasek Report 2010*, p.32.

24 Temasek Holdings, *op. cit.*, 2010, p.17, p.53.

25 *Ibid.*, p.38.

26 Temasek Holdings, Keynote Address by Ms. Leong Wai Leng Chief Financial Officer, Temasek Holdings at the 5th Asian Bond Markets Summit, 16 November 2010.

27 Temasek Holdings, 29 July 2009, Singapore, p.3.

28 Temasek Holdings, *op. cit.*, 2010, p.37.



図表9 テマセク憲章 (Temasek Charter)

テマセク持株会社はステークホルダーに持続的な長期的価値を創造し、実現するために商業原理で運用される**投資会社**です。

テマセク社は株主価値を創造し最大化するために、傘下企業、その他の資産、先駆的で革新的な商品、事業における投資を増やし、切下げ、もしくは保有する**意欲的な価値重視型の投資家**です。

テマセク社はポートフォリオ企業の経営陣や取締役以下に以下の点を従事させることで持続的な収益の達成を目標にする**アクティブな株主**です。

#### 価値 (Value)

誠実、聡明そしてエクセレンスな価値のある文化を育成します。

#### 焦点 (Focus)

コアコンピタンス、顧客満足、イノベーション、営利的規律や堅実な価値創造において明確な焦点を維持します。

#### 人的資源 (Human Capital)

高い能力と知性を兼ね備えた取締役と経営陣のリーダーシップ、また同様に献身的で責任感ある従業員を育成します。

#### 持続的成長 (Sustainable Growth)

優秀なビジネスリーダーシップ、財務原則、操業上での卓越性そして健全なコーポレートガバナンスを制度化します。

#### 戦略的オプション (Strategic Option)

重要性のある国際的また地域的ブランドもしくはビジネスを構築するために戦略的オプションを創造します。

テマセク社は**責任ある企業市民**であり、より広いコミュニティの成長と発展を促進するために利益の一部を寄託します。

(出所) Temasek Holdings, *Temasek Report 2010*, p.5.

経営陣は、常に収益、持続的な株主価値の最大化を追求し、一貫して所有企業の企業支配に及ばないことに言及している。また長期投資家を志向し、ポートフォリオとして国内およびアジア地域の優良株式を所有していると言及している。

また近年の投資戦略は、4つのテーマ「変容する経済 (Transforming Economies)」、 「中流階級の振興 (Thriving Middle Class)」、 「比較優位の深化 (Deepening Comparative Advantages)」、 「エマージング・チャンピオン (Emerging Champions)」に集約される<sup>29</sup>。要するに、国民経済を考慮して経済を振興するために、潜在力ある地域で優良な企業に投資をしていくという意味合いがある。世界のSWFsの設立目的は資源の枯渇に備えることや蓄積した外貨準備の積極運用などが考えられるが、テマセク社の投資の意義は、国民経済の安定とともに潜在力を持つ企業を常に追求していくことに視点を置いた投資であると考えられる。また幾つかのSWFsは外部の資産運用会社に委託する場合や外部のファンドマネージャーのリクルートがみられるが<sup>30</sup>、高収益を実現するためにテマセク社においても積極的に外部からファンドマネージャーの登用を行っている。

## (2) テマセク社のSWFsとしての特質—テマセク社はSWFsか？

シンガポールでは労使双方の強制積立である中央積立基金 (Central Provident Fund ; CPF) の資産や外貨準備高が積み増してきたこともあり、それら政府余剰金を運用する必要性が生じていた。そこで政府はアジア地域を中心にした分散投資による資産運用を行うことを決定した。経済成長に応じて資産規模はさらに増大し続けたことから、政府による外貨準備の運用機関としてはGICを設立し、また同時に民営化 (株式放出) によって生じた偶発的収益はテマセク社が運用するという投資の役割が分担された。以下に財源、情報開示、戦略アロケーションの視点からSWFsとしての特徴をみていく。

テマセク社に関しては、上述したようにSWFsであるか、否かという議論があるが、いまだSWFs自体が明確に定義づけされていないために、議論するのは困難である。筆者は、前稿において、SWFsの定義を政府資金が投資の資金源となっており、その投資において長期的視点でリスク性の高い資産に積極的に投資を行うこととしたが<sup>30</sup>、いずれの国も何らかの経済的事情によって政府自身がファンドを設立するものである。そのSWFsとしての前提条件として、政府自身に依存した財源であるかどうかという資金の性質がある。この意味するところは、運用資金が外部資金ではない政府自身の資金であるかということである。逆説的にいえば、余剰資金を持たない政府があえて運用ファンドを設立する必要性はないといえる。この財源には資源による収入 (comodities) か、それ以外の資源、多くは輸出による外貨準備高 (non-comodities) とに二分されるが、場合によっては民営化など国家の偶発的収入なども加えられる。テマセク社の場合

29 Temasek Holdings, "Frequently Asked Questions about Temasek Holdings: How dose Temasek work with it's portfolio companies?" ([http://www.temasekholdings.com.sg/media\\_centre\\_faq.htm](http://www.temasekholdings.com.sg/media_centre_faq.htm))

30 拙稿、前掲書、2010年、10頁。

は、テマセク自身が所有する資産からの配当といった収益に加えて、積極的なIPOや株式売却益が主な資金源であるが、それに加えて近年は社債や借入などの債務もある。設立当初からの国内外企業への平均投資利益率が16%に及ぶことから窺えるように、基本的には余剰資金に基づいた投資を行っており、社債発行は財務構造の柔軟性を持たせるためのものである。特にCPF資金や外貨準備に関しては、それらの運用を行う機関ではないことを明確に言及している<sup>31</sup>。

またSWFsの特徴の一つである情報開示の有無の視点から見ると、テマセク社はシンガポール会社法に基づいた私企業(Temasek Holdings Private Limited)であり、設立当初は情報非公開の立場(開示義務の免除企業(exempt private company))をとってきたが、2004年からは連結財務情報を含めた監査報告書(Auditors' reports)を公表し、民間の企業と変わらない情報開示に取り組んでいる。この点からは情報を一切開示しないスタンスを取る他のSWFsとは異なっている<sup>32</sup>。年金基金などの他の機関投資家と比較して、SWFsは政府の財源であるために、投資への情報開示や説明責任の義務を必要としない。またそのことがリスク性ある資産への積極的投資の意思決定を容易にして、かつ可能にする要因ともなりうるといわれる。しかし、先述したが、テマセク社は情報開示において高く評価される数少ないSWFsといえる。

さらにはSWFsの資産運用のあり方として、同社は、アセットアロケーションなど資産の種類などは詳細に公表していないが、企業の株式を中心に投資を行うことを特徴としている。これにはOECD諸国のほかにアジア地域の企業への投資比重が大きくなっており、地理的な投資戦略に応じてリスク分散を図っている。近年、サブプライム時の欧米諸国の金融機関への資本注入額は、中国や他の中近東諸国のSWFsを上回ったことが注目された。シンガポールの両機関を合わせると100億ドル強の投資を行っており、これは世界のSWFsのなかでも最大の投資額となっている<sup>33</sup>。テマセク社出資額は、パークレイズに19億ドル、メリルリンチに44億ドル、さらに追加出資によってメリルリンチに44億ドル、パークレイズに4億ドル、スタンダード・チャタードに5.4億ドルに及んだ。投資の結果、2008年時点の同社が所有する株式比率は、スタチャト19%、メリルリンチ9%、パークレイズ2%となった<sup>34</sup>。しかし、近年は地域別投資戦略に見られるように、欧米の金融機関の所有比率は下げており、代わってアジア地域の優良企業の投資を増大させる方向にある。

31 Temasek Holdings, Media Letter and Responses, "Temasek does not manage Singapore's foreign reserves", Goh Yong Siang Senior Managing Director Head, Strategic Relations, 22 November 2010. ([http://www.temasekholdingd.com.sg/media\\_centre\\_response\\_22November2010.htm](http://www.temasekholdingd.com.sg/media_centre_response_22November2010.htm))

32 Temasek Holdings, *op. cit.*, 2010, p.24. 現在、企業開示を行うSWFsはノルウェーのペンションファンドーグローバルやテマセク社など限定されている。

33 欧米の金融機関に行った資本注入は主に優先株の投資であったことが多く、この点に関して、短期収益を求める投資家に転売することが難しくなるが、長期収益を志向するSWFsは、敢えて流動性の低い優先株に投資してプレミアムを得る行動にでると指摘されている。立松博史「特集 グローバルマネーの台頭と経営戦略—グローバルマネーの台頭に变化を求められる企業戦略—」『知的資産創造』2008年11月、8頁。

34 所有比率は2008年3月31日時点の所有比率。Temasek Holdings, *Temasek Review 2008*.

#### 4 おわりに—SWFsの意義と今後の課題

SWFsを設立する意味合いは国の事情によってそれぞれ異なっているが、シンガポールがSWFsを作る固有の意義は国家的枠組みの中での経済政策の一つと考えられる。シンガポール政府は、独立以降、国民が経済の安定と繁栄を享受することを第一義として国家運営を行い様々な政策をとってきた。例えば1993年シンガポール国有の通信会社 Sing Tel を上場させる方法にあっては、CPFに加入している国民に株式を無償で割り当てる方法を取り、経済成長の成果を国民に分配した。また、近年では財政黒字を国民に還元すべく株式や現金支給（プログレス・パッケージ）を実施したのもその表れであろう。近年では、憲法改正によりテマセク社が上げた投資利益を一般会計に組み込む比重が増加している<sup>35</sup>。これは通貨庁（MAS）とGICの運用した準備金からのキャピタルゲイン50%とともに、テマセク社の運用する準備金の金利と配当金収入50%を合わせた純投資収益（NIR）が一般会計に組み入れられるものである。このことは、テマセク社の当初の国内産業育成という目的から投資において高収益を追求して獲得した利益を国民に分配し、また政府財源の増加に寄与させるという目的に変化していることを表している。テマセク社の投資の位置づけにおいて重要性が増しているといえよう。

さらにテマセク社は、Temasek Care, Temasek Foundation など6機関を設立して非営利の社会貢献プラットフォームを組織し、余剰金の一部を社会貢献や福祉活動を積極的に充てていくことを2003年に公表している。設立以降のコミュニティ投資は1億ドルに及び<sup>36</sup>、それはテマセク社の運用を国家の福祉や社会保障目的を実施によって還元する一つとなっている。

しかしこのような国内的に見た視点とは反対に、国際的視点で見ると、テマセク社の国家を超えた投資は他国の企業支配に及ぶ問題を孕んでいる。一般にSWFsの情報開示が進んでいないことが原因となり脅威論が浮上して批判の対象となる場合が多い。公的資金の株式投資の是非に関しては別稿に譲るが、国家資金（公的資金）による他国企業の株式投資が政治的問題を引き起こすことが指摘される。実際にテマセク社による2006年タイの衛星通信企業シン・コーポレーション<sup>37</sup>のM&A問題は当時のタクシン政権の崩壊に発展し、買収企業の株価暴落により大きなキャピタルゲイン損を生んだ。また2007年インドネシアの通信会社Telkomsel社とIndosat社<sup>38</sup>の株式取得はいずれも独占禁止法に抵触するとして、事業競争監視委員会（KPPU）に訴えられる問題に発展した。いずれもテマセク社は過半数所有を有するものでなく、かつ企業支配を目的としない株式取得であるとの主張をした。またサブプライム時のメリルリンチ、バークレイズなど欧米諸国の金融機関に対する出資も政治的意図に基づいた投資であるかという点が国際的議論として浮上した<sup>39</sup>。

35 本田，前掲誌。

36 Temasek Holdings, *op. cit.*, 2010, pp.64-77.

37 拙稿「第2次リー・シェンロン内閣始動へ」『アジア動向年報』アジア経済研究所，2007年，378～379頁。

38 Temasek Holdings, “Temasek Appeal to Indonesia’s Supreme Court”, Temasek Holdings, Press Release.

以上のような対外的な問題を学びながらも、近年、テマセク社は自らを投資会社として位置づけ、国内外の市場で企業を中心にした投資を積極的に展開している。2004年より長期視点を持った積極的な投資家と投資姿勢を明確にして、財務内容も公表に踏み切っている。その投資は、国民経済の安定と繁栄という国家にとっての包括的リターンを目指すべきものであり、それは設立以来一貫して追求する究極的目的であると思われる。

#### 【参考文献】

- Temasek Holdings, Acceptance Remarks by Ms. Ho Chin Executive Director and CEO. Asia Society's 21st Annual Dinner, 25 June 2008, Washington D.C.
- Temasek Holdings, "Buildings a Sustainable Institution", Lunch Remarks by Ho Chin, Executive Director and CEO, Institute of Policy Studies Corporate Associates Lunch, 29 July 2009.
- Temasek Holdings, "Doing Things Today with Tomorrow in Mind", Press Release.
- Temasek Holdings, Foreign Government Investment in the United States Economy and Financial Sector, *Temasek Holdings: A Dependable Investor in the United States*, Testimony of Simon Claude Israel Executive Director and Member of the Board, March 5, 2008.
- Temasek Holdings, "Frequently Asked Questions about Temasek Holdings: How does Temasek work with its portfolio companies?" (<http://www.temasekholdings.com.sg/pdf/TemasekHoldingsFAQs.pdf>)
- Temasek Holdings, Keynote Address by Ms. Leong Wai Leng Chief Financial Officer, 5th Asian Bond Markets Summit, 16 November 2010.
- Temasek Holdings, Media Letter and Responses, "Temasek does not manage Singapore's foreign reserves", Goh Yong Siang Senior Managing Director Head, Strategic Relations, 22 November 2010. (<http://www.temasekholdings.com.sg/media-centre-response-22November2010.htm>)
- Temasek Holdings, "Recovering from the Global Economic Recession! Opportunities in the Power Sector Across the Asian Region", Opening Keynote Address by Mr. Wong Kim Yin Managing Director, Investment, Power & Electricity World Asia 2010 Conference in Singapore, 6 April 2010.
- Temasek Holdings, "Temasek Holdings on the Role of Sovereign Funds in Today's Globalization", Speech by S. Dhanabalan, Chairman, TIE (The Indus Entrepreneurs) event, 21 August 2008.
- Temasek Holdings, "Temasek Appeal to Indonesia's Supreme Court", Press Release.
- Temasek Holdings, "Temasek Charter reiterates Temasek's focus on long-term value", 25 August 2009.
- Temasek Holdings, "Temasek Holdings: With Tomorrow in Mind", Remarks by Ms. Ho Ching Executive Director and CEO, 12 May 2009.
- Temasek Holdings, Temasek Holdings and Charles W. Goodyear mutually agree not to proceed with CEO appointment, 21 July 2009, News Release.
- Temasek Holdings, *Temasek Report 2010*, 2010.

---

39 2008年3月米国議会公聴会に召集された同社取締役の Simon Israel 氏は同社の投資は長期的視点から見た収益を専ら目指すものであり、企業支配には関知しないことを主張した。Temasek Holdings, Mr Simon Israel, Executive Director, appeared before members of the House Financial Services Committee on Wednesday, 5 March 2008, to present Temasek Holdings' views on Foreign Government Investment in the United States Economy and Financial Sector.



Temasek Holdings, *Temasek Review 2009*, 2009.

Temasek Holdings, *Temasek Review 2009 Technical Briefing*, 2009.

落合大輔「シンガポールの証券市場改革」『資本市場クォーターリー1998年春号』野村資本市場研究所, 1998年。

小原篤次『政府系ファンド—巨大マネーの真実—』日本経済新聞出版社, 2009年。

立松博史「特集 グローバルマネーの台頭と経営戦略—グローバルマネーの台頭に変化を求められる企業戦略—」『知的資産創造』2008年11月。

谷山智彦, 福田隆之, 古賀千尋『政府系ファンド入門』日経 BP 社, 2008年。

中村みゆき「シンガポールの経済開発における外資と政府の役割—人材開発戦略の考察から—」『西日本工業大学紀要 人文社会学編』第17巻, 2005年3月。

中村みゆき「シンガポールの政府持株会社テマセク社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』第50巻第4号, 2004年10月。

中村みゆき「第2次リー・シェンロン内閣始動へ」『アジア動向年報』アジア経済研究所, 2007年。

中村みゆき「政府系ファンド (SWFs) における投資動向分析—ストラテジック・アセット・アロケーションの考察から—」『創価経営論集』第34巻第2・3合併号, 2010年3月。

本田智津絵「世界経済危機時の損失を回復—政府系ファンド GIC とテマセク (1)—」『日刊通商弘報』, ジェトロ, 2010年10月18日。

Temasek Holdings (<http://www.temasekholdings.com.sg>)

Government Investment of Corporation (<http://www.gic.com.sg/>)

Singapore Government (<http://www.gov.sg/government/web/content/govsg/classic/home+>)

Sovereign Wealth Funds (<http://www.swfinstitute.org/>)

Linaburg-Maduell Transparency Index (<http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>)

International Monetary Fund (<http://www.imf.org/external/index.htm>)

サンチャゴ原則 (<http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples/pdf>)