



# プライベートエクイティ なぜ労働組合にとって問題なのか

リスクと報酬の公正な分配を求めて：

## UNI 国際的原則

付録 1：政府系ファンド（SWF）：組合活動家にとっての問題点

カーディフ社会科学大学 主任研究員 スティーブ・デビス

付録 2：グローバル金融危機に関するブリーフィング・ペーパー



**プライベートエクイティ**  
**なぜ労働組合にとって問題なのか**  
**リスクと報酬の公正な分配を求めて：**  
**UNI 国際的原則**



## 目次

はじめに .....	2
プライベートエクイティに関する UNI 国際的原則 .....	4
プライベートエクイティ買収：関係者と役割 .....	6
プライベートエクイティ買収 - 労働組合は何ができるか .....	8
プライベートエクイティとヘッジファンド .....	10
1. プライベートエクイティとヘッジファンド：その活動範囲 .....	10
プライベートエクイティ .....	10
ヘッジファンド .....	16
2. UNI および UNI 加盟組織の関心事 .....	18
3. 労働組合活動、てこと協力相手 .....	22
ターゲット企業 .....	24
PE 企業と年金基金 .....	24
ビジネス団体 .....	26
政府と立法府 .....	27
中央銀行と証券委員会を含む公的規制当局 .....	28
政党と市民団体、メディア、世論との連携 .....	28
添付資料：	
2006 年の M&A で格付けされたアメリカ、ヨーロッパ、アジア太平洋の PE 投資会社 .....	29



## はじめに

M&A はかつてないほどの高まりを見せており、IMF によると昨年は 3.6 兆ドルを記録した。熾烈な M&A は、労働者にとって常に脅威である。当然起こるのである再編によって雇用は失われ、収入と労働条件が脅かされる。

一連の M&A において、労働者が直面するリスクは、新たに出現したプライベートエクイティとヘッジファンドが演じる役割によって増大した。

数字でみると、2006 年にプライベートエクイティが関与した M&A は、世界中の M&A の 20% 以上を占めている。また、現在 2 兆ドル以上を所有するヘッジファンドも、同様に M&A に絡んでいる。

拡大する経済と社会的不平等を背景に、投資熱はますます投機的かつ不透明になりつつある。

投資銀行や従来型のプレーヤーが、独自の代替的な投資計画を開拓している。プライベートエクイティとヘッジファンドの違いは、不鮮明である：ヘッジファンドが、経営戦略に影響を及ぼそうとするのに対し、いくつかのプライベートエクイティは、完全に買収するのではなく、その企業の株式の一部を手に入れようとする。

労組に与える影響は、広範囲に及びまた多様でもある。

プライベートエクイティ買収は、戦略的で業界を基盤とする投資家を切り刻む。これによって、新たに設立された企業内では失敗した際のリスクが大きくなる可能性があり、雇用と年金に間違いなく影響をおよぼす。こうしたリスクの増大に、ファイナンシャルエンジニアリングが被買収企業に負わせた負債額がさらに加わる。

プライベートエクイティとヘッジファンドの登場で勢いに乗る M&A ブームが、株価を上昇させている。金融市場の暴落のみならず調整でさえ、雇用レベルに深刻な影響を与えかねない。

プライベートエクイティ所有の企業に雇用される労働者数は、増え続けている 英国では民間部門労働人口の 20%、米国では全労働人口の 7% にも及ぶ。

M&A 取引において、労働者はリスク、報酬、コストの不公平な分配に直面する。企業の長期的発展ではなく即時の配当に重きをおく、金融主導型の取引においては特に顕著である。

投資家、債権者、企業の経営陣は高いリスクを負うが、それは彼ら自身の選択であり、しばしば多くの見返りを得る。ターゲット企業の従業員はリスクを課され、失敗に終わった場合はそのコストを負担する。しかし、成功をおさめた場合でも、せいぜい現状維持を望むまでである。最悪の場合は職を失い、ほとんどの場合、収入や労働条件が圧迫される。

組合は、リスクと報酬の公平な分配を求める。この冊子にある UNI 原則はその方法を紹介している。UNI 加盟組織には、キャンペーン、政治的つながり、年金基金への影響力、企業買収に関する法的・契約上権利、産業そのものの強さなどを通じて、原則の順守を勝ち取る力が間違いなくある。UNI 加盟組織は、2つの目的に向けて活動している： M&A または他の投資取引による影響を受けた労働者へのより良い対処と、金融の安定性を促進し、プライベートエクイティ・ヘッジファンドからその特権をはく奪する法規制である。

フィリップ・ジェニングス

UNI グローバルユニオン書記長

# UNI グローバルユニオン

## プライベートエクイティに関する国際的原則

プライベートエクイティとヘッジファンドの隆盛は、世界のますます多くの国で、何百万もの労働者がこうした会社に雇用されることを意味する。プライベートエクイティファンドはその買収規模を拡大し、今やプライベートエクイティ買収の対象になることを免れうる規模を持つ企業は世界のどこにもないほどである。

これは、多くの会社が、会社の長期的発展に関心を持たない人々を経営者に持つことを意味する。このようなファンドの主要目的は、最短期間に最大の利益を得ることである。これは多くの場合、労働力の削減、年金基金の廃止、研究開発の打ち切り、そして何より特徴的なことに、買収資金の調達、及びプライベートエクイティファンドに支払う手数料と配当金により、会社に巨額の借入れを負わせることを意味する。

労働組合は、こうした活動の拡大を、何の手立ても講じず見過ごすことはできない。ヘッジファンドとプライベートエクイティの真相を白日の下にさらし、その弊害を抑制するために、労働組合は以下の事項に取り組みなければならない。

- 現在の使用者に対して、買収が生じた場合にも引き続き雇用、労働・雇用条件、組合の承認を維持することを定めた継続条項に同意させる。
- 国、及び国際レベルの政府機関に対して、こうしたファンドに対する公正な課税システム、及びファンドの透明性を確保させる。
- 年金基金に対して、組合員の年金基金の慎重な使用を確保させる。
- 直接プライベートエクイティ企業に相對し、レバレッジド・バイアウトの影響を受けた労働者の権利と条件を保証させる。

### プライベートエクイティに関する国際的原則：

1. プライベートエクイティによるディール(買収)の目的は、全ての人の長期的利益と合致し、企業価値を高める経済的機会を作ることではなければならない。
  - 顧客にとって、これは良質のサービスや商品を維持するコミットメントを意味する。
  - 所有者にとって、これは雇用や福利の削減によってではなく、会社の効率や生産性の向上による、公正で妥当な投資収益を意味する。
  - 従業員にとって、これは賃金と条件の保護、ディーセントワークとまともな労働条件、及び差別のない公正な処遇を意味する。
2. プライベートエクイティ企業は、それぞれの業種におけるグローバルユニオンの役割を認識しなければならない。UNI は彼らにグローバルユニオンとのグローバルな対話の発展にとりかかるよう求める。

3. UNI グローバルユニオンは、それぞれのプライベートエクイティ企業とグローバル枠組み協定を交渉するために尽力する。
4. これらの協定の中で、プライベートエクイティ企業は、ILO 条約の中核的労働基準、特に第 87 号、98 号、135 号、多国籍企業及び社会政策に関する原則の三者宣言、及び OECD ガイドラインの遵守を公約する。
5. プライベートエクイティ企業が企業を買収しようとする場合、既存の労働組合を引き続き承認しなくてはならない。労働組合は協議を受け、ディールへの労働者の参画条件とその影響について交渉することができなければならない。
6. そのような協議と交渉は、可能な限り、ディールが発表される前に、いずれにせよディールがまとまる前に行われるべきである。プライベートエクイティ企業は労働組合に、株式と負債レベル、投資計画、収益予測、リスク、その他労働組合が情報開示され、会社や新しい所有者との交渉パートナーとなるのに必要な情報を含む、会社の事業計画詳細を提示する。
7. プライベートエクイティ企業、企業と労働組合は、全国レベルであれ、産業別、企業別、工場別であれ、現行の団体協約を遵守しなければならない。団体交渉なしに一方的に条件の変更や廃止をすることがあってはならない。
8. 従業員がまだ労働組合に代表されていない場合には、会社は団結権を承認する。会社は労働組合が従業員に接触することを許可する。会社は、従業員が組合を結成したり加入したりすることを阻止するようないかなる行動も取らない。
9. グローバル協定の一部として、プライベートエクイティ企業は、団体交渉の目的で代表を送りたいという従業員の希望を決定するための、最も明確な法的に認められた手段に合意する。
10. プライベートエクイティ・ポートフォリオ会社は、UNI の「責任あるコントラクターの方針」に調印し、全ての関連労働法制の遵守、組合に加入する労働者の権利の尊重、公正でディーセントな賃金及び福利の確保、安全で健康的な労働条件の維持、差別不寛容方針の維持、労働者への適切な訓練の提供など、責任ある労働慣行の実績が立証されているコントラクターのみを雇用する。
11. ポートフォリオ会社によるコントロールの行使または譲渡の前に、プライベートエクイティ企業は、買収の条件として、アウトソーシング協定や組織化の段取りを含め、団体協約や関連合意事項が新しい企業、所有者によって必ず継続・保証されるよう確認すること。

## プライベートエクイティ買収 - 関係者と役割

企業買収において、PE ファンドは上場企業をターゲットとし、自社と借入れの資金で買収、再編を目的に私有化、最終的に5年～7年の間に高額で売却する。この過程には、3者の主要なビジネス関係者がいる：投資家、プライベートエクイティ企業、被買収企業である。さらに、二次的関係者は、融資者とアドバイザーである。他の主要関係者は、社会的な関係者、とりわけ被買収企業の労働者と地域社会である。

関係者	役割
投資家、つまりプライベートエクイティの“リミテッド・パートナー（LPs）”。富裕な個人、年金基金などの機関投資家。	プライベートエクイティ企業が開設したプライベートエクイティファンドに巨額の投資をする人々。プライベートエクイティが、企業から「出口」（転売、リキャピタリゼーションなど）を通過して出て行く、すなわちリキャップの際に、利益を得る。後者の場合、プライベートエクイティ・パートナーが被買収企業に借入れをさせることで、自分自身に特別配当を支払うのである。
プライベートエクイティ企業、つまりプライベートエクイティファンドの“ジェネラル・パートナー（GP）”。ジェネラル・パートナーは、また強い権限を有するプライベートエクイティ企業のパートナーを指すこともある。	プライベートエクイティファンド開設資金を集める。ファンドの“ポートフォリオ企業”と呼ばれる会社を調査、買収そして管理する。一定期間所有した後、その企業を売却し、管理費と利益の分け前を得る。
ポートフォリオ企業とは、プライベートエクイティファンドにより買収された企業をいう。	プライベートエクイティ買収企業は通常、ポートフォリオ企業を完全な管理下に置こうとする。自ら選択した経営者を外部から連れてくることもある。いずれにせよ、企業運営に関する最終決定権を有している。
融資者、つまり銀行および債権の買い手である。プライベートエクイティが企業を買収する	ポートフォリオ企業が投資家の支出による資本だけで買収されることは、極めて稀である。

のを手助けし、投資家に配当を支払う。

買収数を増やし、利益を上げるため、プライベートエクイティは、各取引における出資の大部分、例えば 70%を借入れでまかなう。こうした取引は、レバレッジド買収(LBOs)であり、ターゲット企業の資産が融資の担保となる。

アドバイザー：銀行、弁護士事務所など

プライベートエクイティに対するアドバイスで手数料を得る。自社内に独自のプライベートエクイティを所有する銀行もある。

ポートフォリオ企業の社員

コストが削減され、資産が売却(資産収奪)されることで、雇用、および年金や給与減を含む福利厚生面のリスクに直面する。間接的なリスクは企業に課された負債によって発生する。収益が落ち、設備投資に積極的でなくなるからである。地域社会もまた、PE企業からの低い税収のため、打撃を受ける。

## プライベートエクイティ買収 - 労働組合は何ができるか

てこ	PE 投資会社と対決する労働組合が活用できる主要なてこは、キャンペーン能力、政治的つながり、そして年金基金への影響力である。また、買収など企業間取引において行使できる法、契約上の権利もある。ナショナルセンターがプライベートエクイティ買収が持つ公共政策的影響について討論の場を作ることが重要である。
協力相手	労働組合の実際上あるいは将来の主たる協力相手としては買収の標的となる企業、企業に投資する PE 投資会社と年金ファンド、ビジネス団体、政府、立法府、中央銀行と証券委員会を含む公的機関、協力政党及び市民団体、メディア、世論がある。さまざまなレベルで前記のてこを活用して、これらの協力相手を巻き込んでいくことが考えられる。ここで想定しているレベルは各国及び国際的（地域を含む）レベルである。
準備する - 上場している企業はすべて、潜在的 PE 買収のターゲットである - 労組は、調査を行い、右記の項目を行使できるように備えておく：	法や労働協約に定められた買収、合併、アウトソーシング、資産売却などにおける労働組合権。事前の情報開示と協議に関する権利、企業の所有権変更に関する条項がある現行の労働協約の尊重などを含めることもできる。  公益権。PE に買収された企業は、他の上場企業に比べ、報告義務が少ない。しかし、当局が、PE 所有の公益法人（郵便、テレコム、エネルギー）に情報を要求し、他の義務を課すことも考えられる。  一般労働者代表権。例えば労使協議会がある。欧州労使協議会（EWC）は、情報開示を可能にする手段や企業内の他組織の代表を集める手段を提供している。PE ファンドに買収された企業はもちろん、PE ファンド自身も EWC に参加する資格がある。  年金基金や企業年金制度を管理する法規制。企業間取引における年金の管財人の権利および責任を含む。

潜在的ターゲット企業とプライベートエクイティ・ヘッジファンドの投資家の株主構造。労組の懸念に関心を持つ年金基金、富裕層、銀行、保険会社などがあるかもしれない。企業の株が広く分配されれば、マスコミキャンペーンが有効となるだろう。

積極的になる - 労組は  
求めなければならない：

調査、経験に基づき、法や労働協約に示された企業間取引に関する自らの権利を強化すること。例えば、買収完了前に、潜在的買収者と被買収企業の承認を受けた労組が、新しい労働協約を結ぶこともできる。（USW のケーススタディーを参照）  
プライベートエクイティ買収企業と接触する。こうした企業にプライベートエクイティに関する UNI 国際的原則を承認させることが、第 1 目的である。

## プライベートエクイティとヘッジファンド

### 1. プライベートエクイティとヘッジファンド：その活動範囲

#### プライベートエクイティ

株式市場に公開されていない未公開株がプライベートエクイティ（PE）である。

プライベートエクイティにはいろいろな形がある。そのうち三つを以下にあげる：

バイアウト PE ファンドは、通常、公開されている企業の株式を購入し、ふつうは 5 年から 7 年後に高値で売却する。これは規模からいっても成長度合いからいっても PE ビジネスの最も重要な分野で、本レポートの焦点もここにある。バイアウト・ファンドでは投資家から数十億ドルの資金を集めるが、同時に多額の資金を借り入れてレバレッジド・バイアウト（LBO）を行う。LBO の場合には、投資家はターゲット企業の資産を担保にして買収資金を借り入れる。

ベンチャーPE ファンドは、これから起業するか起業したばかりの企業に投資する。これは PE ビジネスのなかでは最も前向きで異論の少ない側面である。

不良債権 PE ファンド（ハゲタカ・ファンド）は倒産したか倒産しそうな企業の債券を購入する。これによって企業の再編あるいは清算過程で大きな役割を演じることができる。ハゲタカ・ファンドがとくに問題になるのは、企業ではなく開発途上国の債券を割安で購入し、次に法的手段を講じて金利付き全額の償還を獲得する場合である。グローバルユニオンはこのような活動を強く非難してきた。最近ではザンビアの例がある。

#### Debenhams：奇襲作戦

Debenhams の買収と 30 カ月以内の株式市場における売却は、フィナンシャル・エンジニアリングの典型例とみられている。プライベートエクイティのコンソーシアムである CVC Capital Partners、Texas Pacific and Merrill Lynch Global Private Equity はこの英国のデパート・チェーンを 2003 年に 20 億ポンド（14 億ポンドはデッド すなわち借入金、6 億ポンドはエクイティ すなわち出資金・資本）で購入したが、当時同社には 1 億ポンドの債務があった。

次に PE オーナーは人員整理を行い、セール・リースバック・ディールによって資産を切り離して、5 億ポンドを手にした。このようなディールでは買い手が売り手に資産をリースする。新しいオーナーはまた 2 つのローンを組み、Debenhams の債務は 19 億ポンドに跳ね上がったが、コンソーシアムは 12 億ドルの配当を自分たちに支払うことができた。6 億ポンドの未公開株式投資に対して 12 億ドルの配当は、どんな基準からみてもじつに気前のいい自分自身に対する報酬である！

2006 年 5 月に一部株式が市場で再度売却されるまでに、Debenhams の債務は 12 億ポンドと、買収されたときの 12 倍に増えていた。「これは PE によるリストラの典型的な事例である」と金

融アナリストは述べた。「ビジネスが戻ってきた時には債務が負わされ、多額の価値がすでに奪われている」

Debenhams はプライベート・オーナーのもとで短期間に業績が非常に改善し、市場シェアも売り上げも利潤も向上した。しかし市場シェアを含む業績はリセール後まもなく落ち込み、同社のシェアは2007年4月には24%低下している。

業界関係者の一部は、投資縮小につながった PE オーナー自身のフィナンシャル・エンジニアリングに業績低迷の原因のひとつがあると見ている。Citigroup のアナリストは経営スタイルへの打撃を指摘し、店舗への投資不足に対する懸念の高まりには十分な根拠があることを示唆した。

また英国労働組合会議(TUC)は売却及びリースバックという取引を、PE が企業資産を売却し、「将来の収益の流れを犠牲にして資金を生み出す」傾向があることを示す例であると見ている。

資料出所： Work Foundation: 「ブラックボックスの内部：プライベートエクイティに光を当てる」2007年3月、The Guardian 2006年4月21日・2007年4月18日、The Independent 2007年4月18日、TUC 「PE・TUC の視点」2007年5月

英国の調査会社 Private Equity Intelligence (Preqin)によれば、全世界で PE ビジネスに振り向けられる（払い込み済み及び未払いの）株式購入資本の総額は2006年6月現在で6,070億ドルに上っている。2003年には4,730億ドルだった。アメリカのビジネス団体である Private Equity Council は2006年12月の数字を7,000億ドル余りとしている。これらの資本の大半は機関投資家、とくに年金基金から出ている。

Preqin のデータによれば、2006年に PE ファンドは新たに4,320億ドルの投資資本を調達したが、これはすでに多額に上っていた2005年に比べても38%の増加となっている。バイアウト・ファンドは2006年の総額のほぼ半額にあたる2,120億ドルを集めており、これは2005年のバイアウト・ファンドの資金総額に比べて45%増加している。

とくにバイアウト分野を中心に、集中傾向はなおも続いている。2006年には10大ファンドが1,000億ドルを集めているが、これは PE ビジネス総額の4分の1にあたる。

Preqin の予測によると、2007年には年間総額で4,500億ドルから5,000億ドルとさらに記録的な資金が集まるだろうという。好調な環境のもとで主要なバイアウト投資会社は簡単に資金を集められるはずだが、同時に多数の中小投資会社の競争も熾烈になるだろう。

バイアウト分野では、**アメリカに本拠を置く投資会社**が2006年に1,220億ドルと最も多額の資本を集めている。**英国に本拠を置く投資会社**の資金は490億ドルだった。スウェーデンは歴史的に最も好調な年となり、EQT が5回目のファンドで42億5,000ユーロを集め、これによってスウェーデンのバイアウト投資会社の資金総額は110億ユーロと世界第3位になった。ヨーロッパとアメリカ以外のファンド・マネージャーのなかではオーストラリアが最も多く、2006年に総額25億ドルを集めている。

国際通貨基金（IMF）の報告によると、PE の LBO の規模はますます大きくなっている。最近の PE 取引（たとえば推定 350 億ドルでアメリカの健康産業の企業 HCA が買収され、商業用不動産投資会社の Equity Office Property Trust には Blackstone Group が 390 億ドル、Voronado Realty Trust が 410 億ドルの値をつけている）は RJR ナビスコの 313 億ドルという 1980 年代最大の LBO の規模をさらに上回っている。また IMF は、近い将来さらに多額の取引（たとえば 500 億ドルから、さらには 1,000 億ドル）の可能性があると主要な PE 投資会社の CEO が述べていると指摘している。

IMF は 2007 年 4 月に発表した Global Financial Stability Report のなかで、全体として現在の LBO の波は 1980 年代、90 年代の波に比べて規模がはるかに大きくなった点が異なると述べている。

PE の LBO はかつてないレベルの企業買収合併を促進し、同時にそれによって勢いを得ている。IMF によれば、2006 年の全世界の M&A 総額は 3 兆 6,000 億ドルに達し、2000 年の株式ブームの記録を更新した。

本レポートに、アメリカとヨーロッパ、アジア太平洋地域の PE 投資会社を 2006 年の M&A 取引額によって格付けしたリストを添付した。地域間取引総額は 7322 億ドルで、世界の M&A 総額 3 兆 6,000 億ドルの 20%にあたる。一部識者は、PE 投資会社が金融力にものを言わせて長期的な視野にたつ投資家を M&A 市場から締め出すのではないかと懸念している。しかしそのような戦略的投資家が PE 投資会社と業務提携を組んでいる（コンソーシアム）こともある。

#### Sainsbury : PE の申し出の失敗

英国第 3 位の食品小売業者 J Sainsbury plc は 2007 年 4 月 11 日に PE 企業のコンソーシアムから、同社の株式資本購入提案の撤回を決定したという通知を受けた。

この買収提案は英国における LBO の試みとしては最大のものだった。LBO とは、投資家が買収会社の資産と将来の収益を担保として資金を借り入れて買収を行うものである。

英国に本社を置く CVC と米国に本社を置く Blackstone、Texas Pacific Group のコンソーシアムは、4 月 13 日までに正式の申し出を行うよう英国の企業買収担当当局者に命じられていた。

Sainsbury は、コンソーシアムからいくつかの提案があったが、どれにも前提条件があったと述べた。Sainsbury の「取締役会はコンソーシアムに、提案に付与された主要な前提条件は満たされるのか、あるいは見直しが可能なのかを問い合わせたが、コンソーシアム側はそれは不可能であるとの結論を出した。その結果、コンソーシアムは話し合いを中止する決定をした」。

伝えられるところによると、CVC は株式の 18%を所有する Sainsbury 一族の支持と一般株主の 75%による受け入れが必要だったと述べた。この 10 年に Sainsbury は同業他社に後れを取っていた。だが目覚ましい回復が始まっており、同社の声明は、「強力な経営チームのもとで業績が改善した」ことを強調した。

UNI の英国加盟組織である USDAW と T&G は買収提案の失敗を歓迎した。

買収提案は、またしても PE による略奪だと Sainsbury 一族にも反対され、買収成功に必要な Sainsbury の年金信託の承認も得られなかった。

報道によれば PE コンソーシアムによる買収中止は意外ではなかったという。最大株主一族の David Sainsbury 卿が買収提案に公然と反対を表明するという異例の行動に出たときから、PE 企業のコンソーシアムの崩壊が始まった。

まず当初コンソーシアムに参加していた Kohlberg Kravis Roberts(KKR)が脱落した。つぎに Blackstone と Texas Pacific も脱落した。

「CVC の失敗は英国の PE 事業にとって最大の公然たる逆風であり、この買収提案に世間の莫大な関心が集中したためになおさらに痛手であった」と英国の Financial Times は指摘した。

資料出所：Sainsbury の新聞発表 2007 年 4 月 11 日、T&G 新聞発表 2007 年 4 月 11 日、The Guardian 2007 年 4 月 12 日、FT.com( Financial Times )2007 年 4 月 12 日、BBC NEWS 2007 年 4 月 5、11 日

PE バイアウトの波が高まっている理由のなかには、株式公開企業に課せられる厳しい規制や株主の監視を避けたいという企業側の欲求があると、IMF は指摘している。さらに IMF は、公開企業は現在バランスシートがきわめて優良で（債務比率が低い）あること、経営者が明らかに投資をためらっていること、低金利であることも外部の事業者を引き寄せる要因であると述べている。

この見解は、PE 投資会社が介入して落ち目の企業を再生させるという議論に余り根拠がないことを示している。実際バイアウトの動機は企業資産からできるだけ多くの株主価値を引き出そうということにある。買収のターゲットは多くの場合、業績の悪い企業ではなく過小評価されている企業なのだ。

UNI 加盟組織は、PE バイアウトの標的とされるのが公益企業（テレコム、エネルギーなど）を含め、比較的安定した収益とキャッシュフローをもつ部門の企業であるという IMF の観察に留意すべきである。

以下は最近の買収資金調達額からみたアメリカの 10 大独立 PE 投資会社のリストである。このリストには、ニューヨークに本拠を置く Goldman Sachs Group のような投資銀行の一部門としての PE ファンドは含まれていないことに、留意しなければならない。同行は 2007 年 3 月に発表された 6 番目のファンドで 190～200 億ドルの資金を集めると予想されている。これは単一のバイアウト資金としては過去最大となる。

#### **Amaranth の破綻：アメリカの年金基金が告訴**

2007 年 3 月 29 日、カリフォルニアの年金基金がコネチカット州に本社があって 9 月に破綻し

たヘッジファンド Amaranth Advisors LLC を告訴したと伝えられた。

約 35,000 人が参加している退職年金基金のサンディエゴ郡退職者協会 (San Diego County Employees Retirement Association : SCCERA) は、Amaranth と 3 人の役員及び元同社天然ガス・トレーダーを証券詐欺で告訴した。

Amaranth が破綻したのはトレーダーの「放埒な行過ぎた天然ガス先物投機のせいである」というのが提訴の趣旨である。

Amaranth は 8 月末現在で 92 億ドルの資産を有していたが、大規模な天然ガス取引に失敗して 60 億ドル以上の損失を出した。これは史上最大のヘッジファンド破綻に関連した最初の投資家による告訴である。SDCERA は被った損失の一部を回復したいという。1 月、同協会は Amaranth からの分配金として、当初投資の 4 分の 1 にあたる 4,800 万ドルを受け取ったと述べた。

Amaranth の破綻時、AFL-CIO はこの破綻によって、ブッシュ大統領が調印したばかりのヘッジファンドへの年金資金流入に関する規制を緩める年金制度改革法に対する労働組合の批判の正しさが立証されたと述べた。「この事件はこの改革がいかに恐るべきものであるかを示している」と AFL-CIO の代表は語った。

資料出所：SDCERA 新聞発表 2007 年 3 月 29 日、Financial Times 2007 年 3 月 30 日、MarketWatch 2007 年 3 月 30 日、Reuters 2007 年 3 月 30 日、Bloomberg.com 2006 年 9 月 20 日

### ABN AMRO : TCI、史上最大の銀行買収案件で強欲なイナゴ襲来

2007 年 6 月初め現在まだ熾烈な闘いが続いているオランダ最大の銀行 ABN AMRO 買収案件では、英国第 3 位の銀行 Barclays による友好的買収提案と、Royal Bank of Scotland(RBS)が率いるコンソーシアムによる敵対的買収提案が行われている。この買収戦争をめぐる騒ぎはアクティビスト・ヘッジファンド TCI の参入によってさらに高まった。

2007 年 4 月に最初に行われた Barclays の提案価格は 641 億ユーロで、Barclays と ABN AMRO をあわせた労働力の 10%、23,600 人分の仕事を 3 年かけて外国に移すという内容だった。このうち 10,000 人分の仕事はインドのような低コスト地域に移されて、ABN AMRO の現地子会社が新しいスタッフを雇用することになっていた。だが ABN AMRO は解体されず、オランダの支店網もほぼ手付かずで残される。新銀行の本社はアムステルダムに置かれ、Barclays の CEO、John Varley が新銀行の CEO に就任することになる。

両銀行間の話し合いがしばらく続いていたが、ロンドンに本社を置く余り知られていないヘッジファンド TCI(The Children's Investment Fund)が ABN AMRO の株式の一部を購入して影響力を握り、銀行に対して種々の事業（あるいは全事業）の解体、事業切り離し、売却あるいは合併を遂行するよう働きかけたために、交渉は加速された。TCI の名称は関係のある慈善団体に由来している。この名称は本来の性格を現すと思われる利益最大ファンド (TPM) というのよりは

聞こえが良い。

TCIの動きはRBSに率られるコンソーシアムの競争的な買収申し出を活気づけたと思われ、ABN AMROの株価は急騰し、TCIの投資価値も増大した。

RBSとパートナーであるスペインのBanco Santander、ベルギー オランダの銀行Fortisは、5月29日に正式に711億ユーロで買収したいと申し出を行った。一部労働組合は、コンソーシアムによる買収が成立するとABN AMROが解体されて資産はコンソーシアムの3パートナーに分割され、結果としてさらなる雇用喪失につながると懸念を表明した。しかしコンソーシアム側は、自分たちの提案のほうがBarclayの提案よりも世界規模での雇用喪失は少なくてすむと主張した。

RBS、Banco Santander、Fortis、Barclays、ABN AMROの従業員を代表する12カ国の労働組合は6月4日にロンドンで会合を開き、ABN AMRO買収提案に対する国境を越えた対応を協議した。この買収で10,000人以上の雇用が危うくなることから、UNIが組織した会議はどちらの提案に対しても懸念を表明した。

UNIは労働組合を代表して各銀行に対し、直ちに労働組合との有意義な対話を開始し、強制解雇は一切行わないこと、労組との交渉で定められた協定を維持すること、中核的労働基準を遵守すること、既存の欧州労使協議会の最善の慣行を堅持すること、国際枠組み協定に関するUNIとの交渉を開始すること、各企業の長期的な持続可能性と収益性を確保することを求めた。

この事案もまた、TCIのようなアクティビスト・ヘッジファンドの戦略を浮き彫りにしている。ヘッジファンドは企業の株式を購入し、経営側に株主価値を上げろと圧力をかける。そのためTCIは世論を対象にキャンペーンを実施し、他のヘッジファンドや投機家を仲間に引き入れる。彼らが悪名高い強欲なイナゴたちである。TCIは2005年にドイツ証券取引所のCEO兼議長を退任に追い込むのに一役買って有名になった。

取締役会に攻撃的な圧力をかけることは、ヘッジファンド・マネージャーの武器としてますます一般化している。彼らの標的のなかには、たとえば欧州の金融部門の企業のように、グローバル市場で競争力を維持するために企業合併が必要だと感じる企業が含まれている。

Wall Street Journal Online(4月23日)は次のように指摘した。「欧州のCEOは友好的M&Aを求めているが、実際は銀行を好ましからざる求愛者の目に晒し、あるいは売却プロセスへの支配力を失って、自社が獲物にされるリスクを冒す.....アクティビスト・ヘッジファンドは投資家の現金を潤沢に有しているが、ハイリターンを生まなければならないという圧力があり、そのために買収金額引き上げに対する投資家の支援を取りつけようとする」

ABN AMROの買収合戦は、このような不明瞭な企業買収合併に労働組合がどのように介入し、従業員の声を届かせて影響力を行使するために闘うかを示している。BarclaysとABN AMROは労働組合との協議を行った。UNIのロンドン会議の数日後、RBS - Santander - Fortis コンソーシアムもUNIと協議したいと声明した。「われわれは買収プロセスへの労働組合の積極的な参加

を歓迎し、常に労働組合との建設的な対話を維持したいと願っている」

資料出所：UNI：TCIに関する情報、及び同情報にリストアップされた情報源

アメリカ以外ではロンドンに本拠を置く PE 投資会社 Permira が昨年 7 月に、Permira ファンドとして 110 億ユーロ（140 億ドル）を集めると発表したが、これはヨーロッパの PE 投資会社としては過去最大、世界でも最も大規模なファンドとなる。その他ヨーロッパの主要な PE 投資会社としてはロンドンに本拠を置く Permira のライバルである CVC Capital Partners や BC Partners がある。この 3 社はいずれも全ヨーロッパ的なアプローチを強調している。

Goldman Sachs と Permira、それに以下のリストの投資会社は総額で 1700 億ドルを集めており、これらの投資会社とその他の少数の事業者が PE バイアウト資金の相当部分を調達、運用していることを示している。

	会社名	最近の調達資金額
1.	The Blackstone Group	230 億ドル
2.	Kohlberg Kravis Roberts & Co	216 億ドル
3.	The Carlyle Group	183 億ドル
4.	Texas Pacific Group	152 億ドル
5.	Bain Capital	130 億ドル
6.	Providence Equity Partners	110 億ドル
7.	Apollo Advisors	101 億ドル
8.	Warburg Pincus	92 億ドル
9.	Cerberus	80 億ドル
10.	Thomas H. Lee	70 億ドル

資料出所：Fortune 2007 年 Private Equity Power List via CNN

詳細は <http://money.cnn.com/magazines/fortune/privateequitypowerlist/2007/index.html>

## ヘッジファンド

ヘッジファンドは複雑で不透明なヘッジ戦略（空売り、オプション、先物など）を用いて短期的投資を行い、リスクな賭けの損失の危険を回避しようと試みる。PE ファンドと同様に、ヘッジファンドも上は豊かな個人や機関投資家などの投資家を集めて小さなグループを作る。

ヘッジファンドは株式投資だけを行うのではない。株式投資を行う場合には迅速に利益を出すことを求める 株式保有期間は 6 ヶ月からせいぜい 18 ヶ月程度であることが多い。

ヘッジファンドは多くの株式市場で毎日の取引額の 3 分の 1 から半数を占めていると、グローバルユニオンは 2007 年 4 月の IMF 及び世界銀行に対する声明のなかで指摘している。

ロンドンに本部を置く Hedge Fund Intelligence が行った調査によると、ヘッジファンドの運用資産（AUM）は 2007 年 1 月までに全世界で 2 兆ドルあまりに達した（資料出所は以下の表の下部）。

IMF によれば、年金基金のような機関投資家がヘッジファンドへの配分を増やしているが、裕福な個人も依然として運用資産に同程度の比率を占めている。

ヘッジファンドはオフショア・センターに登録しているが、ほとんどはアメリカと英国、それに最近では（一部の国が税制上の優遇措置を実施している）アジアのマネージャーが運用している。

PE ビジネスと同様にヘッジファンドでも集中化が進んでいる。現在 8,000 を超すヘッジファンドがあるが、2006 年半ばのデータによれば約 60 のヘッジファンド・グループがそれぞれ少なくとも 50 億ドルの運用資産をもっており、あわせて全世界総額の 50% を超えている。IMF によれば、多くの大規模ファンドが小規模の特定分野のスペシャリストと一緒に運用する傾向があるようだという。

大規模ヘッジファンドは PE ファンドのスポンサーになり、大銀行は社内でヘッジファンドを開発している。

シカゴに本部を置く Hedge Fund Research Inc によれば、ヘッジファンドは昨年全世界で 1,265 億ドルという記録的な資金を集めた。これは 2005 年の倍以上に達する。だが流入資金は第四四半期に 64% も急上昇している。HedgeFund Intelligence 発行の Absolute Return 誌によると、コネチカットに本部を置く Amaranth Advisors LLC が大失敗したため、ヘッジファンドへの資金流入額は 9 月まで減少していた。Amaranth は天然ガスの先物取引に失敗して、66 億ドルというヘッジファンドの損失額としては過去最大の損失を計上した。

2 番目に大きな損失は 1998 年 Long-Term Capital Management の 46 億ドルで、このときは国際金融市場にパニックが走った。IMF が指摘しているとおり、ヘッジファンドに伴うリスクは、大規模ヘッジファンドやヘッジファンド・グループが失敗すると幅広い経済に影響が及び、投資家保護、とくに年金ファンドの投資の保護が懸念されることにある。

Hedge Fund Research Inc によると、ヘッジファンドの世界的な利益率（リターン）は 2006 年の平均で 13% だという。これはアメリカ最大の株式インデックス Standard & Poor's 500 Index の 16% や、MSCI World Index の 21% に及ばない。しかし一部のヘッジファンドの利益率はもっと大きく、25% に達するものもある。

#### **Eircom 労働組合、PE 買収において ESOT の保持に成功**

Eircom は 1999 年の新規株式公開ののち、2004 年に再び市場で株式売買が行われるようになるまでのあいだにすでに Valentia group によって PE の手に入っていた。この間、労働組合は従業員持ち株信託（Employee Share Ownership Trust:ESOT）の一環として同社の相当数の株式の購入を監視してきた。

2005 年 10 月、Babcock & Brown(BCM)は長期的、戦略的所有のために Eircom 株の 12.5% を取得したと発表し、2006 年 3 月までに 27.1% まで株式を買い増した。この後、BCM と ESCOT は Eircom に共同で働きかけ、1 株あたり 2.20 ユーロを提案し、同時に 1 株あたり 0.052 の配当と代替的優先株（preference share alternative）の取得権を求めた。当時 ESOT は受益者として

発行株式の 21.4%を保有していた。この提案は成功し、現在、ESOT は同社の 35%を保有、残りを Babcock & Brown が支配している。

典型的なヘッジファンドは運用資産の 2%、利益の 20%の手数料を取る。Bloomberg.com によると、この平均で計算すれば 2006 年のアメリカのビジネスの運用手数料は約 280 億ドルになる。

コネチカットに本部を置くコンサルタント会社 Greenwich Associates によると、年金基金を含むアメリカの機関投資家は 2006 年には推定資産総額 7 兆 2,000 億ドルの 2.1%をヘッジファンドに配分しているが、2005 年には 6 兆 5,00 億ドルの 1.9%だった。

## 世界の 10 大ヘッジファンド会社 (2007 年 1 月)

会社	本部	2007 年 1 月運用資産 (10 億ドル)
JPMorgan Asset Management (1)	アメリカ、ニューヨーク	34
Goldman Sachs Asset Management	アメリカ、ニューヨーク	32.53
Bridgewater Associates	アメリカ、ウェストポート	30.2
D.E.Shaw Group	アメリカ、ニューヨーク	26.3
Farallon Capital Management	アメリカ、サンフランシスコ	26.2
Renaissance Technologies Corp.	アメリカ、イーストセタケット	24
Och-Ziff Capital Management	アメリカ、ニューヨーク	21
Cerberus Capital Management	アメリカ、ニューヨーク	19.15
Barclays Global Investors	アメリカ、サンフランシスコ	18.9
Man Investmentos Limited	英国、ロンドン	18.8

資料出所：Hedge Fund Intelligence: Press Release: “ Global Hedge Fund Assets Surge past \$2 trillion” 2007 年 3 月 29 日、<http://www.hedgefundintelligence.com>

## 2 . UNI および UNI 加盟組織の関心事

先にも指摘したように PE バイアウト・ファンドは過小評価されている公開企業をターゲットにして、自己資金及び借入れ資金で買収し、次に株式を非公開化して再編し、通常 5 年から 7 年の後に最終的に高値で売却する。

このプロセスの勝者は、計画どおりにいけば PE 投資会社のパートナーと投資家、高い手数料を取る銀行その他のアドバイザー、それに高い金利支払いを受け取る融資元である。

だがどこから考えてもターゲット企業の従業員と地元コミュニティには最も大きな損失を被るリスクがある。彼らにしてみれば企業が PE 投資会社を買収されると長期的に持続可能な成長が確保されない懸念がある。新しいオーナーはむしろ可能な限りの株主価値をできるだけ迅速に獲得しようとするだろう。そのために PE 投資会社は多くの場合、独自の経営陣を送り込んで、経営支配を厳しくする。また PE 投資会社は買収資金として集めた債務の負担をターゲット企業に負わせる。そのために企業の能力を改善するための生産投資が妨げられ、それどころか資産切り

売りのリスクが増大する。

本レポートでは PE 投資会社に焦点を当てるが、PE 投資会社とヘッジファンドとの相違はあいまいである。上記のとおりヘッジファンドは PE ファンドのスポンサーになっている。さらにヘッジファンド自身の運用でも PE 投資会社の轍にならない、投資先企業の取締役の地位を要求し、経営への影響を強めようとするケースが増えている。

2006 年 10 月の PE 投資会社に買収された企業の社会的責任に関する報告書は、「経営陣が新しくなり、会社売却までの中期的な業績を目的とするインセンティブ構造が生まれるために、強力な企業の社会的責任のカルチャーも存続できない可能性が高い」と述べている。

サンフランシスコに本部を置く NPO 組織 Business for Social Responsibility のために準備された報告書のなかで、執筆者の Allen L.White は CSR にかかわる 3 つの課題:透明性、人的資本、利害関係者の統治を取り上げている。

#### Deutsche Telekom : Blackstone のミステリー・ツアー

UNI 加盟組織は 2007 年 4 月末に、Deutsche Telekom の数千人分の雇用のアウトソーシングに抗議するため、「我々は投資を引揚げることも出来る」と、アメリカの PE グループ Blackstone に警告した。ニューヨークに本社を置く Blackstone はドイツ最大のテレコム・グループ DT の株式を 4.4% 所有している。

「われわれの組織の多くは年金制度その他の投資マネージャーである」とアメリカ・コミュニケーション労組(CWA)の Larry Cohen 会長と UNI の Philip Jennings 書記長は Blackstone の最高責任者 Stephen Schwarzman への書簡のなかで述べた。「われわれが関係ファンドの投資オプションを決定する場合、Blackstone を検討対象から外すことを勧告するかもしれない」

現在の DT の計画は「過激で受け入れられない」とした書簡には、さらに UNI テレコム・グローバルユニオン第 2 回世界会議に出席した 300 人の代表が署名し、Blackstone に対して、ドイツのサービス産業労組 Ver.di と有意義な交渉に入り、別の戦略を見出すことを DT に働きかけるよう、要請した。

DT は 10 年で 17 回目のリストラを実行し、50,000 人分の雇用に新しい DT の顧客 T-Service 会社にアウトソーシングする計画をたてていた。新会社では関係労働者は賃金引下げと長時間労働を強いられ、40%の福利削減を含むその他の不利を被ることになっていた。この危機に対して、5月10日、投票した DT 労働者の 95%が即時ストに賛成した。Ver.di の Frank Bsirske 会長は争議行為が「今年度下期に入っても しかるべき提案が交渉テーブルに載るまで継続する」かもしれないと警告した。ドイツの世論は DT のストに好意的だった。

UNI への回答のなかで、Blackstone の最高法務責任者は、同社は DT と Ver.di が「相互に受け入れ可能な妥協策」を見出すことを望むと述べた。だが Blackstone の書簡は、同社が「Blackstone もその他のマイノリティ投資家も、企業経営側と労働者代表との議論に関与するこ

とは不適切であると強く助言」されているとも付け加えていた。

Blackstone は 2006 年 4 月に DT の株式を取得して、大方の識者を驚かせた。Standard & Poors のアナリストはこう述べている。「Blackstone がこのビジネスへの投資を決定したことに驚いている。これは伝統的なタイプの PE の取引ではないが、しかし彼らはわれわれの知らない何かを知っているのかもしれない」PE 企業は通常、少なくとも支配権を握れるだけの株式取得を目指すか、あるいは 100% 買収して企業を非公開化し、何年かかけてリストラを行う。

さらに政府機関が依然として株式の 32% を所有していることから、Blackstone の選択肢は限られる。これで Blackstone は支配的な数の株式取得ができないわけだが、同社はそんなつもりはないと噂を否定した。

また政府は早急に株式を手放すつもりはないとも言われている。実際、政府は重要な戦略的地位を保持しており、Blackstone のより過激な計画は DT の監査役会で労働者代表に反対されている。

伝えられるところによると、政府は DT を世界の指導的なテレコム企業に育てたいとしていて、Blackstone の企業解体提案には今後も抵抗するだろうという。

いっぽう政府は企業のリストラを加速、徹底させる Blackstone の提案には喜んで賛成すると見られている。Blackstone は DT の監査役会には 1 議席しかもっていないが、「同社の参加以来 DT の戦略は急激に変化し、議論はさらに厳しくなった」と Ver.di のスポークスマンは述べたと、フランスの Le Monde が報じている。

資料出所: UNI ウェブサイト、Ver.di ウェブサイト、heise. de ウェブサイト、DT 年次報告 2006 年、Forbes.com 2006 年 11 月 13 日、The Intelligence Daily 2007 年 3 月 13 日、Le Monde 2007 年 4 月 27 日、SPIEGELONLINE 2007 年 4 月 23 日、AFX News Limited 2007 年 5 月 7、30 日

- PE ファンドの投資家は、公開企業の情報開示を超えた詳細な情報を入手するかもしれない。だがそのような透明性はもっと幅広い利害関係者（従業員、コミュニティ、活動家、消費者）には開かれていない。ファンドとそのポートフォリオ企業に関する情報公開は公開企業のそれよりもはるかに制限されており、規制の対象となっていない。さらに単一ファンドに含まれる企業の複雑な構成のため、CSR 上のリスクはファンド投資家にさえ見えなくなる可能性がある。
- 労働力削減とスタッフ育成活動の中止を通じた厳しいコスト削減の誘惑は強く、とくに投資家が PE 業界では珍しくない 25 ~ 30% の利益率を期待し、その要請がファンドの意思決定を動かしているときにはその傾向が大きい。
- ファンドのポートフォリオ企業へのコミットメントは 3 年から 5 年に限られるのがふつうであるために、公開企業や同族企業の CSR 推進者たちが培ってきた利害関係者たちとの関係の

ような関係を構築するインセンティブがほとんどない。

White の警告は、英国に本部を置く独立調査コンサルタント組織の Work Foundation が発表した 2007 年 3 月の英国の実態調査によって裏づけられている。

PE 業界の数字によれば英国では現在約 120 万人がプライベートエクイティが支配する企業に雇用されている。英国の民間部門労働者の約 5 分の 1 がその従業員である。

#### **BTC：新しいオーナーのもとで最初の 1 年に 10,000 人の雇用削減**

2 年間にわたる長い民営化プロセスののち、Advent International は 2004 年 6 月にオーストリアの事業者 Viva Ventures を通じてブルガリアのテレコム企業 BTC の株式の 65% を 2 億 3,000 万ユーロで購入し、5,000 万ユーロの増資を行うことに合意した。Advent International は 2005 年 12 月に Thor Bjorgolfsson が支配する企業 Novator Holdings に Viva Ventures を買収するオプションを与えた。本来の民営化条件によれば、Advent は最低 3 年間 BTC のコントロールを維持する義務を負っていた。再度の売却（Novator への譲渡）は法的に可能になり次第行われるとの見方が圧倒的である。

BTC は 2002 年に 24,392 人を雇用していた。PE オーナーに買収されて最初の 1 年に、このうち 10,000 人近くが整理された。民営化協定では 2006 年末までは 20,000 人以上の人員規模が予定されていたにもかかわらず、この人員整理は行われた。2004 年、新しいオーナーは 7,500 万ユーロの配当と 1 億 2,500 万ユーロの純利益を得ている。2005 年には 3,500 人が自発的退職という名目で解雇されたが、これは「自発的」などというものではなかった。

BTC は Pleven コールセンターで組合を結成した労働者を解雇した廉で訴追されている。

企業を買収して新しい経営陣を送り込む PE 投資会社（マネジメント・バイイン：MBI）は、従業員を削減し、賃金を引き下げる傾向が大きい。しかし既存経営陣が企業を買収して非公開化するマネジメント・バイアウト（MBO）の場合には、従業員が増加する傾向がある。この場合も賃金への悪影響はあるが相対的には小さい。

さらに Work Foundation の報告は次のように指摘している。

- PE が支配下におさめた企業は MBO であるか MBI であるかにかかわらず新たに能力給や業績給、定期的な業績査定、新しい人的資源管理システムなどの厳しい業績重視経営システムを導入する傾向がある。
- PE が支配下におさめた企業は民間部門の経営者全体に比べて労働組合への敵対心が明確である。PE 企業の経営者の約 40% が自分は労働組合に敵対的であると述べている。前向きな姿勢が見られる経営者は 10 分の 1 に過ぎない。Work Foundation は、英国では少なくとも株式非公開化を選ぶ動機のひとつとして労働組合の承認取り消しがあるのではないかと見て

いる。

- 現在、情報と協議にきわめて深刻なギャップがある。労働者の未来は PE 取引に非常に大きく影響されるが、情報と協議の権利はいまのところなきに等しい。

税制に関しては、PE 投資会社の無限責任社員は多額の収入の 4~5%の税金しか支払っていないという研究がある、と報告書は指摘している。

報告書が指摘しているその他の懸念事項として、PE 支配下企業に負わされる債務がある。英国では極端な場合、70%が資本で 30%が債務というバランスシートの公開企業が非公開化されると 30%が資本で 70%が債務という構造になることさえあるという。

「過去 3 年の PE 投資家の進出によって、ヨーロッパのとくに非金融部門では新たな格付けリスクが生じた」と、Work Foundation が引用した 2007 年 3 月の Standard & Poors の報告書は述べている。投機的と格付けされた企業の株式は 15 年前には 1.2%、1996 年には 5%だったが、2006 年には 17.2%に増加した。

したがって近年の PE の急成長は経済の大きな部分にリスクと動揺の可能性をもたらしている。とくに懸念されるのは年金事業で、PE という列車が脱線すれば年金事業者も大きな損失を被ることになる、と Work Foundation の報告書は警告している。

PE のレバレッジド・バイアウト・ブームが世界経済にもたらすさまざまなリスクについては、2007 年 4 月の IMF の Global Financial Stability Report が取り上げている。同報告書は次のように指摘している。「……現代の債権市場で調達可能なレバレッジ（債務）の利用が増大していることは、プライベートエクイティ/LBO の取引に伴う債務不履行の危険性を上昇させ、経済及び金融システムの脆弱性（マクロプルデンシャル）に大きな影響を及ぼしかねない。これは企業あるいは特定取引に伴う一連の債務不履行によって引き起こされるかもしれない、また景気停滞や金融情勢のタイト化、あるいは大規模な LBO 関連の資金調達の失敗によって起こるかもしれない……LBO の失敗はさらに大きな市場流動性低下の引き金になる可能性がある……（これが）もっと広い市場の破綻のきっかけになるかもしれない」

### 3. 労働組合活動、てこと協力相手

繰り返しになるが、ここでは PE 投資会社とその取引に重点を置いているものの、多くの点はとくに PE ファンドのスポンサーになっているヘッジファンドや PE 投資会社と同様の方法で企業に投資しているヘッジファンドにもあてはまる。

PE 投資会社と対決する労働組合が活用できる主要なてこは、キャンペーン能力、政治的つながり、そして年金基金への影響力である。

労働組合は個々にあるいは集団で、個々の買収に反対し、新しい PE オーナーに労働組合を承認させ、PE 投資会社と対話を開始するために、キャンペーン能力と年金基金や年金基金受託者へ

の影響力を活用することができる。PE 買収に反対する場合には、既存のオーナーや地域コミュニティ、世論と連携することもできるかもしれない。

労働組合及び労働組合連合体、連盟は政治的なつながりを利用して新たな行政規制を働きかけ、規制の抜け穴をふさぎ、既存の規制のより効果的な実行を促すことができる。

労働組合の実際上あるいは将来の主たる協力相手としては買収の標的となる企業、企業に投資する PE 投資会社と年金ファンド、ビジネス団体、政府、立法府、中央銀行と証券委員会を含む公的機関、協力政党及び市民団体、メディア、世論がある。さまざまなレベルで前記のてこを活用して、これらの協力相手を巻き込んでいくことが考えられる。ここで想定しているレベルは各国及び国際的（地域を含む）レベルである。

### USW：アクティビスト投資家に対する積極的な対応

全米鉄鋼労組（USW）は、組合員の雇用と福利を守り企業を活性化するために必要ならば、PE 企業その他のアクティビスト投資家と協定を結ぶと意欲を見せている。

鉄鋼業のほか化学、製紙、アルミ、その他数種の企業の労働者 850,000 人を擁する同労組は、破産交渉のテーブルに着いて、労働者の喪失賃金と福利を要求する「債権者」として活動を行っている。

同労組は企業買収戦争においてある提案を阻止し、ある提案者に肩入れし、企業の取締役会の議席を獲得するなどの動きを見せている。USW がこのような闘いで影響力を行使できるのは交渉で獲得している労働協定の条項に拠るところが大きいと、Wall Street Journal は報じている。「後継者条項（successorship clauses）」と呼ばれるこの条項によって、ふつう企業買収者は買収先企業の労働協定を遵守することを義務づけられる。

しかし USW の多くの協定はさらにその先を行っている。これらの協定では、企業買収者と労働組合は企業買収以前に新しい労働協定について合意しなければならない。1980 年代半ばから製鉄業の労働協定の大半で USW が獲得してきたこの条項によって、労組は実質的に鉄鋼企業の売却を承認するか拒否するかの権利を得ている。

ある金融関係の企業買収者は USW との協定によって、破産した鉄鋼企業を買収して収益性を回復した暁には収益の一部を退職鉄鋼労働者のための福利信託基金に提供することに同意した。USW は多くの企業でこのような信託基金を設置しており、破産によって消滅した年金の回復を図っている。

その見返りとして USW は、鉄鋼所が再開した場合に 30% 少ない組合員で作業を行い、管理者は少なくともその 2 倍、削減することで合意している。労働者側は新しい労働協定を批准した。

USW はときには組合員の福利と交換に企業売却に対する拒否権を放棄することもある。同労組は企業を支配する PE 企業との困難な交渉の結果、アルミ会社とそのような取引をした。この取引によって USW の組合員側の失業給付を上積みし、PE 企業は望むときに自由に企業を売却でき

ることになった。

さらに最近では USW は企業買収の提案を拒否し、別の企業の敵対的買収を支持した。別の企業は組合側の譲歩と引き換えに USW の組合員を解雇しないと約束したのである。この企業は労使関係が良好だと評判であり、USW の幹部とこの企業の金融支援者であるアクティブ・ミューチュアルファンド投資家が親しかったことも原動力のひとつになった。

USW の支援を取りつけた企業は、年金基金の支持を得て株主バトルで標的企業の取締役会を追放した。USW は新しい取締役会で 2 議席を獲得した。

USW は個々のケースではアクティビスト投資家との協力を成功しているが、依然として現在の M&A の激しさはシステム的な脅威となっていると指摘している。「ますます多くの年金基金が多額の現金を大規模 PE ファンドに投入するようになっている今、われわれは……PE とヘッジファンドに対する規制への支持を構築する必要がある」と USW の Leo W. Gerard 会長は述べている。USW はアメリカ議会に対して、私的な資本プールも他の資本プールと同じく社会的ルールを守って行動することを求めて行動を起こすべきであると呼びかけている。

資料出所：Bernard Wysocki Jr、Kris Maher、Paul Glader「労働組合の力：買収提案を阻止する」Wall Street Journal 2007 年 5 月 9 日、Public Affairs News の WSJ 記事要約、USW 新聞発表 2007 年 5 月 2 日

### **ターゲット企業：**

労働組合は PE 投資会社による特定企業の買収に反対するキャンペーンで組合員を動員し、買収が進行しているところでは新しいオーナーによる従業員削減、労働条件悪化、資産切り売りなどの有害な行動に反対している。たとえばこれまでのキャンペーン成功例として、PE 投資コンソーシアムによる英国小売業者 Sainsbury 買収を阻止したが、このときには創業者一族の株主と年金受託者が事実上の同盟者となった。

### **PE 投資会社と年金基金：**

各国レベルでは、英国のGMB労組が数ヶ月に及ぶキャンペーンののち、ヨーロッパの主要なPE投資会社Permiraとの対話を開始した。対話ではPerimraが2004年に買収した自動車関連組織AAにおける労働組合の承認と、反労組的慣行、労働組合へのいやがらせに重点が置かれている。アメリカではSEIUがニューヨークに本部を置くGoldman Sachs GroupやBlackstone Group、ボストンに本部を置くThomas H.Lee Partnersなどを含むPE投資会社、ヘッジファンド、公的年金基金との対話を行ったと報告されている。PE投資会社との取り決めには、買収企業の全従業員に健康保険と持ち運び可能な年金を提供すること、レイオフが行われる場合には潤沢な退職金を支払うことなどが含まれるとみられる。さらに企業が再売却される場合には利益の分配をすることも含まれるかもしれない。これはPE投資会社が買収企業のマネージャーに対して広く利用してきた

インセンティブである。英国のWork Foundationの報告は、PEビジネスが労働組合との対話フォーラムを組織するべきであると勧告している。

#### AA：英国労組、PE企業との対話のために闘う

全国一般労組（GMB）の Paul Kenny 書記長は、2007年3月27日の同労組と Permira の経営パートナー Damon Buffini との第1回話し合いでは自動車協会 AA の反労組的慣行と嫌がらせの問題が中心になったと述べた。Permira は欧州の主要な PE 企業で、2004年に AA を買収している。Kenny 氏は Buffini 氏に対して、AA の収益が改善しているのだからスタッフの賃金を引き上げ、人員整理を撤回し、パトロール・スタッフを追加雇用し、横暴な姿勢と嫌がらせを止めるよう求めた。

21時間半にわたって開かれたミーティングの後に採択された声明は、次のように述べている。「両者はさらに交流し、建設的な対話を作り出すことに合意した。GMB を含む誰であれ、職員が選んだ代表者（組合）について、Permira は喜んでそれを承認する。」

GMB の度重なる要請に、Buffini 氏は最終的に2月に同意し、「事実関係をはっきりさせたい」と考えていると述べた。労組は Buffini 氏の教会の外でラクダを使ったデモをするなど、世間の注目を浴びる示威行動を行った。同労組はまた労働党の国会議員に書簡を送り、業種の優遇税制を廃止して LBO 企業と対決することを求め、議論を白熱化させた。GMB は PE ファンドがすでに5億ポンドの AA 資産を売却し、10,000人の労働者のうち3,400人を解雇したと述べている。AA の御用組合の悪評判のおかげで、AA の GMB 組合員は1,800人以上増加した。

資料出所：GMB ウェブサイト、Guardian Unlimited 2007年3月27日、TIMESONLINE 2007年3月26日、International Herald Tribune 2007年2月27日

#### TDC：デンマークの労組、PE所有企業の上場廃止を阻止

2005年12月、Nordic Telephone Company（Blackstone Group、KKR、Permira、Providence Equity の5つの PE 企業のコンソーシアム）は TDC に公開買い付けをかけた。この買収申し出では TDC の株価を市場価格より40%高い51ユーロと評価した。およそ120億ユーロ弱での TDC 買収は当時の欧州では史上最大の案件で、80%強（90億ユーロ強）をレバレッジで、20%に5社の株式をあてるといったものだった。

国内の大多数のテレコム・ネットワーク施設を提供し、その独占的な力に対する規制の対象であり、普遍的サービスの責任を担うテレコム事業に対して、PE オーナーが買収を仕掛けたのはこれで2度目である。

その他のエクイティ事業の多くとは対照的に、Nordic Telephone Company は TDC の上場廃止に失敗した。これは大きく言って企業の少数株主である年金基金の活動に拠るものである。Dansk Metal 労組は上場廃止になれば失われる企業の透明性維持のために、この動きのなかで主

要な役割を果たした。2007年6月、同労組はTDCの上場廃止を認めないという決定を高裁で勝ち取った。

この間に価値の剥奪のプロセスがあった。TDCの経営側と取締役会は持ち株に対して個人的に相当なリターンを得たが、企業の債務、金利、リスクへの曝露は急増し、投資能力は崩壊した。新しいオーナーは即座に年間収益の4倍、企業資産の半分以上にあたる現金配当を獲得した。これはTDCの今後の投資能力に決定的な影響を及ぼすだろう。同社は資産の切り売りをしており、Austrian Oneの持ち株を14億ユーロで、ドイツの携帯電話事業Talklineの持ち株を5億6,000万ユーロで手放した。TDCはさらに活動中の本社をオークションにかけ、労働者の休暇用施設を売却し、またデンマーク国内の多数の建物を売りにだしていると伝えられる。

同じ記事では、国家財政への影響について、デンマークの政府は20億ユーロの歳入を失うだろうという推計を引用している。

現在、新しいオーナーは全面的な支配権を意味する90%をわずかに下回る88.2%の株式を所有している。ただし、現在取締役会メンバーに新株を発行して増資を行い、支配的株式を取得しようとしている。

国際レベルで、UNIはBlackstone Groupと対話を開始している。3月16日に会合がもたれ、以下の結論が出された。1. BlackstoneはグローバルユニオンとPEについて話し合う会合を開くために他の主要なPE投資会社に参加を積極的に働きかける。他のPE投資会社がそのような会議に参加する準備が整っていない場合にはBlackstoneのみでも準備を進める。2. BlackstoneはPE投資会社の行動規範策定に関心を表明した。UNIとしては、主要な原則として労働組合の組織化、労働組合の承認、団体交渉と労働条件を含めるべきだと考える。UNIはこのプロセスに他のグローバルユニオンも参加するよう、招請している。

### **ビジネス団体：**

可能性のある協力相手として、1983年に設立されたEuropean Private Equity and Venture Capital Association(EVCA)があげられる。(http://www.evca.com/html/home.asp)

国内及び国際的にも主要な団体はBritish Private Equity and Venture Capital Association(BVCA)である。(http://www.bvca.co.uk)

1月にはヨーロッパの主要なPE投資会社が集まるBVCAにアメリカのPE投資会社Brackstone、Bain Capital、Carlyle、Kohlberg Kravis Robertsが参加したことが報告された。昨年12月には、アメリカの主要なPE投資会社がワシントンDCでPrivate Equity Council(PEC)を結成すると発表した。これは「この分野に関する調査を実施し、為政者その他に情報を提供する」ことになっている。ヘッジファンド・ビジネスでは、ロンドンに本拠を置くAlternative Investment Management AssociationとワシントンのManaged Funds Associationが金融当局との協議を行

っている。

### **政府と立法府：**

一般には制度及び規制上の抜け穴をふさぐ活動が政治的優先課題の一つとならなければならない。多くの法律 労働法（たとえばM&Aに関する事前の情報提供と協議）から金融関連法（たとえば監督規制：プルデンシャル・ルール）、さらには会社法（たとえば透明性）から税法までが、公開企業及び公開企業と銀行その他の伝統的な金融機関との関連について定めている。しかし非公開企業、PE取引、LBOは多くの場合、明示的、黙示的に例外扱いとされている。PE投資会社とヘッジファンドは抜け穴作りをし、法律のギャップや不確実性を利用することに長けている。少なくとも経済のプレーヤーに平等な活動場所を提供し、金融の安定性を損なわず、ユーザー（たとえば年金制度加入者）と労働者を保護するために抜け穴はふさがなければならない。これは政治的には単に立法者の本来の意図を確認し実現するということから、受け入れられるはずである。

各国レベルでは、一部の政府はすでにPEファンドの活動へのマイナスの税制を是正するために税制を提案し（たとえばデンマーク）、あるいは今後このような活動に対する税制の効果を調査すると表明している。

国際レベルでは、主要な協力相手はOECD、IMF、G7、G8 諸国の政府である。ここではUNIはTUACその他のグローバルユニオンと協力している。日々の活動のほか、第1回プライベートエクイティに関するグローバルユニオン・サミットが開催され、UNIは9月に第2回サミットを開催することをグローバルユニオンに呼びかけている。IMFと世界銀行の春の総会に対するグローバルユニオンの声明には、PEファンドとヘッジファンドの台頭に関する部分が盛り込まれている。この声明はIMFに対し、その専門性を活かして適切な規制の枠組みを開発することに貢献するべきであると呼びかけた。3月には15カ国の労働組合と1ダースほどのグローバル組織が集まったTUACの会議で、プライベートエクイティに関する新たな透明性、企業統治、税制について取り組むべきであるというG8の指導者たちへの呼びかけが行われた。とくに同会議はOECD閣僚及びG8の指導者に、OECD、IMF、Financial Stability Forum、関連国連機関、ILOを含めたプライベートエクイティに関する国際的規制タスクフォースを創設するよう求めている。ドイツ財務相のイニシアチブのもと、G7の金融担当相は今年のG8会議に先立って2月にヘッジファンド・ビジネスの透明性改善に関する作業を開始することを決定した。4月10日、主要ヘッジファンドの代表がG7の金融担当次官と会見し、「将来の監視体制はどのようなものとなるか」について話し合うことになったと発表された。Alternative Investment Management AssociationとManaged Funds Associationも協議に参加する。議論される提案のなかには、ヘッジファンド投資に関するグローバルなデータベース（異論が多い）とリスク管理についての自発的な行動規範が含まれているという（ファイナンシャル・タイムズ、2007年4月10日）。

### **中央銀行と証券委員会を含む公的規制当局：**

各国レベルでは、英国の規制当局 Financial Services Authority(FSA) が2006年初めに、PE取引に利用されるレバレッジ(債務)のレベルがかつてないほど高まったことにかんがみてPE業界に関心を向けることを決定した。FSAはディスカッション・ペーパーを発表し、議論を開始したが、これには労働組合も参加している。オーストラリアのReserve Bankは最新のFinancial Stability ReviewでPEビジネスが提起する課題について取り上げた。

国際レベルでは、欧州中央銀行(ECB)がPE及びヘッジファンド市場を監視している。規制当局および中央銀行の国際組織であるFinancial Stability Forumは、ヘッジファンドが提起するシステムのリスクの可能性についての報告案を準備している(ファイナンシャル・タイムズ、2007年4月10日)。4月、International Organization of Securities CommissionsはPE市場に伴うリスクについて調査すると発表した(ロイター通信、2007年4月12日)。

### **政党と市民団体、メディア、世論との連携：**

長期的にはこれが最も重要なグループとなるだろう。欧州議会の社会主義者グループはPEファンドとヘッジファンドの成長が欧州連合の経済・社会モデルに脅威を与えていると警告した。欧州議会の主要な社会主義者議員は3月29日に300ページに及ぶ報告書を提出し、ファンドの影響を緩和する方策を提唱した。この報告書はEUの社会市場経済における6つの懸念を提示している。人々の年金に対するリスク、民間企業の存続、サービス提供の安定性、人間らしい労働と企業の問題についての労働者の発言権、金融市場の安定性、ファンドの手数料や低い税を含めた倫理問題である。アメリカでは下院のFinancial Services CommitteeがPEの社会的影響について調査を予定している。

PE投資会社とヘッジファンドの取引は世論にも相当の不安を与えている。ドイツの最新の総選挙でも問題となり、社会民主党の主要な政治家は蝗害にたとえた。フランスの大統領選挙では中道右翼の候補が「企業を買収し、ばらばらにして売却し、スタッフの25%を解雇し……利益の25%を吸い上げて、富をまるで創出しない」攻撃的なファンドを批判した(ファイナンシャル・タイムズ、2007年4月1日)。

ビジネス関連メディアでは、この問題についての労働組合の懸念が報じられることが多く、ふつうの経済問題についてよりも大きな理解が得られている。これはメディアや金融ジャーナリストらがファンドの秘密主義と劣悪な広報活動に悩まされているせいかもしれない。

添付資料：

2006年のM&Aで格付けされたアメリカ、ヨーロッパ、アジア太平洋のPE投資会社

アメリカ M&A デील	10 億ドル	数
Blackstone	85.3	12
Texas Pacific	81.9	11
Bain Capital Partners	74.7	9
Thomas H.Lee Partners	53.4	6
Goldman Sachs	51.2	5
Carlyle	50.0	14
Apollo Management	44.9	7
Kohlberg Kravis Roberts	44.5	3
Merrill Lynch	35.9	3
Cerberus Capital Management	28.6	4
<b>PE 業界総額</b>	<b>402.6</b>	<b>1,157</b>
ヨーロッパ M&A デील		
Kohlberg Kravis Roberts	27.5	5
3i	25.9	25
AlpInvest Partners	20.8	3
Apax Partners	19.7	11
Goldman Sachs International	17.3	3
Carlyle	14.9	8
Cinven	12.4	6
Hellman & Friedman	12.2	3
Contracted Services	11.3	1
Thomas H.Lee Partners	11.3	1
<b>PE 業界総額</b>	<b>272.6</b>	<b>1,564</b>
アジア太平洋 M&A デील		
Texas Pacific	12.0	3
Macquarie Bank	11.3	2
Allco Equity Partners	11.1	3
Onex	11.0	1
Carlyle	8.0	6
CVC Capital Partners	7.5	4
Kohlberg Kravis Roberts	5.2	4
Goldman Sachs Capital Partners	4.0	2
Allianz Capital Partners	3.92	2
MBK Partners	1.7	3
<b>PE 業界総額</b>	<b>48.0</b>	<b>271</b>
<b>3 地域総額</b>	<b>723.2</b>	<b>2,992</b>

資料出所：Financial Times 2006年12月27日、欧州議会社会主義者グループ報告（2007年3月）52ページに引用。

## **付録 1：政府系ファンド（SWF）：組合活動家にとっての問題点**

カーディフ社会科学大学 主任研究員 スティーブ・デイビス



## 目次

序.....	2
背景.....	2
SWFとは何か？.....	3
主なプレーヤー.....	4
表 1：主なSWF：推定資産（2007年3月）.....	5
図 1：シンガポールGICの推定割当.....	6
SWFの規模.....	6
図 2：SWFの急速な成長予想（100万米ドル）.....	7
SWFに関する懸念.....	8
外国による所有.....	8
国の戦略的利益.....	9
国による所有.....	10
「国は株主のような行動はしない」：政治が醜い頭をもたげる.....	11
透明性、企業統治および金融不安.....	12
反グローバル化の巻き返しの可能性.....	14
労働組合活動家の疑問と問題.....	14
使用者は誰？.....	15
ILO 条約の下でのSWFと各国の義務.....	15
本国の労働組合運動からの圧力.....	16
本を開こう.....	16
長期投資？.....	17
どのような種類の経済を望むか？.....	17
参考文献.....	18

## 序

このところ、プライベートエクイティファンドが世間の注目を集めている。しかし 2007 年 5 月に中国が 1 兆 2,000 億ドルの公的準備金のうち 30 億ドルをプライベートエクイティ投資会社、ブラックストーンに投資すると発表すると、政府系ファンド（SWF、ソブリン・ウェルス・ファンド、国富ファンドなどと呼ばれる）が突然、メディアを賑わせた。権威主義的で、初期段階の超大国、プライベートエクイティという闇の世界、そしてさらに理解が遅れている SWF の組合せに、先進世界中の政治家や編集者がそれを端的な言葉で説明しようとした。本報告書は SWF に関する情報をまとめ、SWF とは何かを説明し、それに対する一般的な懸念とそれが労働組合活動家に提起する特に重要な問題の両方を探る。

## 背景

SWF の論議の背景となっているのは、この 30 年間の金融のグローバル化の劇的な進展と、経済の「金融化」である。IMF 調査局は（IMF, 2007: 4）金融のグローバル化を、「国々が国境を越えた金融の保有財産を通してつながっている度合い」と定義している。

ロナルド・ドーアは（2002 年）、金融化の特徴を次のように述べている。

「経済活動全体における金融業のさらなる優位、企業経営における財務管理者のさらなる優位、全資産に占める金融資産のさらなる優位、市場化された証券のさらなる優位、特に金融資産における株のさらなる優位、企業戦略を決定する際の企業管理のための市場としての株式市場のさらなる優位、および景気循環の決定要因としての株式市場における変動のさらなる優位」

あるいは国際労働組合総連合（ITUC, 2007: 12）が言うように、「商品やサービスの生産に対する金融活動の圧倒的優位」である。

世界銀行、IMF およびその他の国際金融機関（IFI）は、IMF（2007a）さえも、その証拠が完全に納得の行くものではないことを認めつつも、一般的に金融のグローバル化をプラスの発展と考えている。原則的に、これは「国際的なリスクの共有を促進し、マクロ経済的不安定性を低減し、経済成長を促進するはずであるが、実際には経験的效果はあまり明確ではない」と述べている。ローレンス・サマーズ元米国財務長官にとって、近年の発展途上国から先進世界への資本の流れは、「国際金融制度の一番の皮肉である」（Summers, 2007）。SWF はこの「皮肉」の最近の現れである。

## SWF とは何か？

この1年間、SWF はメディアと政治からさらに多くの注目を集めた。しかしながら、株式市場や金融ジャーナリズムの純化された環境の外では、SWF についてはほとんど知られていない。IMF のチーフエコノミストはそれを「ブラックボックス」と言い( Atkins and Schieritz, 2007 )、英国のサンデー・テレグラフは ( Kleinman, 2007 )、「戸口に立った新しい野蛮人」と言い、その一方でエコノミスト( 2007 年 ) が描く世界では、「外国資産をたくさん抱えた政府の秘密主義の社会が生まれようとしており、その資産の一部はオイルダラーで、国際金融をさらに支配しようとしている。」

これほど劇的ではないが、アメリカ政府は ( US Treasury, 2007: 1 )、SWF の定義に、広く一般的に受け入れられている唯一の定義というものはないが、次のような意味で使っていると述べている。

外貨資産で資金調達され、その資産を通貨当局の公的準備金とは切り離して運用している政府の投資機関 ( 中央銀行および財務省の準備金関連の機能 )

米国財務省は SWF と通常の国内年金基金を区別し、SWF には商品と非商品の2種類のファンドがあると述べている。外貨資産の財源に主に次のような違いがあると考えられている。

- 商品ファンドは商品の輸出を通して確立される ( 政府によって所有または課税される )。その目的は、歳入の安定化、世代間貯蓄、国際収支の政策など、いくつかが考えられる。最近の商品価格の長期的かつ急激な上昇に伴い、これらの基金の多くが貯蓄基金へと発展した。
- 非商品ファンドは一般的に、公的な外貨預金からの資産移転によって確立される。

実際には、両方の SWF の運営方法にそれほど違いはないように思われる。米国財務省によると ( 2007:1 )、SWF の運用者が伝統的な公的準備金の運用者と違う点は、彼らは通常は、「ハイリスクに対して寛容」であり、より高い見返りを期待している。SWF は最近とみに一般の注目を集めているが、新しいものではない。クウェート投資庁は 1953 年に活動を開始し、アブダビ投資庁 ( ADIA ) は 1976 年に設立された。またシンガポール政府投資公社 ( GIC ) は 1981 年に設置されている。

伝統的に、政府は通貨や銀行を保護する手段として、投資資産を持っていた。従って、それは通貨の下支えなど、緊急事態に利用できるように、かなり流動的でなければならなかった。これは貴金属で持たれることが多かったが、次にドルで持たれるようになった。今日、投資資産は天然資源に恵まれた諸国が、資源が枯渇したときのための準備として広く利用している。また準備金を多くもつ諸国によって利用されることが増えている ( 特にアジアにおいて )。過去には、準

備金が投資されたとしても、安全ではあるが低利回りの米国の国債に投資する傾向にあった。次第に、SWF が株式投資を通して収益を増やすことを期待するようになり、「より大きなリスクをかけて、より高い収益を得る」という目的を持つようになってきた、とキム・ヤング韓国投資公社企画部長は説明している (Wehfritz and Adams, 2007)。

そのような基金が「減少する天然資源に代わる基本財産」(Economist, 2007)としての役割を果たした早期の例は、1956年に、当時イギリスの植民地であったギルバート諸島(現在のキリバス)が、再生不可能な燐酸塩採掘事業で得た収益を投資するための信託基金として、歳入均等化準備基金(RERF)を設置したことである(Brown and Ahlberg, 1999)。この基金は今では、5億2,000万ドルの投資資産に成長している。

石油とガスの産出国が同じモデルを採用し、SWFの資産の3分の2を占めていると考えられている(Jen, 2007)。シンガポールは1974年にテマセックを設立したときに、同国はSWFの認識方法を変えた。シンガポールは国の投資を一つにまとめ、世界市場の積極的なプレーヤーとなったのであった。現在は、シンガポール航空、インドICICI銀行、中国建設銀行、スタンダード・チャータード、イギリスの新興市場の銀行などに、幅広く株を所有している。アジア諸国の準備金が近年急増したことから、シンガポールを見習う国が増えている。モルガン・スタンレーは(Jen, 2007)、2015年までにこの2種類のSWFの規模が同じくらいになり(各約6兆米ドル)、中国のSWF(名称は匯金社となる見込み)は単一では最大のSWFになるだろう、と予測している。

SWFはいくつかの異なる目的を持つことができる。ノルウェーの政府年金基金は石油価格の変動に対する準備金として、また長期的な貯蓄手段としての両方で成功していると広く考えられている。シンガポールの2つの基金、GICとテマセックは、投資している会社に頻繁に大量出資している。これらは専門的技術(特に電気通信と銀行業に注目している)を輸入するために投資を利用していると見られている(Economist, 2007b)。韓国投資公社は、ソウルを「地域の金融の中心地」にするために、ファンド経営者、投資銀行および金融技術(韓国人にそのような技術を訓練しながら)を呼び寄せることがその役割の一つであると考えている(Wehfritz and Adams, 2007)。

## 主なプレーヤー

クウェート、アブダビ、ノルウェー、シンガポールの基金のように長期にわたって設立されてきた基金は、それぞれ別の理由から、影響力を持っている(ノルウェーは透明性と良い統治のモデルと見られており、シンガポールは非商品を基盤にした影響力のあるSWFの例と見られている)。表1は大規模なSWFを選び出したものである。SWFを持っている他の諸国(一般的に小規模)には、アルジェリア、アゼルバイジャン、ボツワナ、カナダ、チリ、イラン、カザフスタン、マレーシア、ニュージーランド、オマーン、カタール、台湾、トリニダード・トバゴ、ウガンダ、ベネズエラなどがある(Rozanov, 2005; Truman, 2007)。

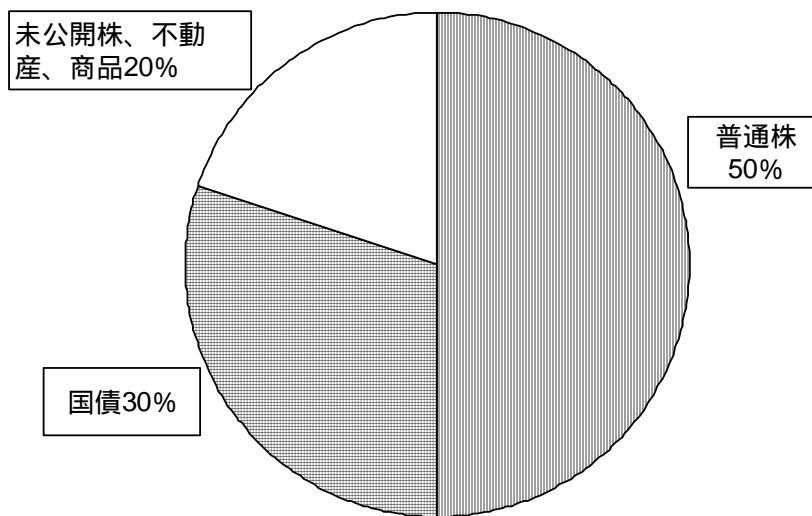
表 1：主な SWF：推定資産（2007 年 3 月）

国	基金	資産 10 億ドル	発足した年
アラブ首長国連邦	アブダビ投資庁	875	1976
シンガポール	政府投資公社（GIC）	330	1981
サウジアラビア	様々な種類のサウジアラビア基金	300	不明
ノルウェー	政府年金基金 - グローバル	300	1996
中国	国家外貨投資公社 + 中央匯金*	300	2007
シンガポール	テマセック・ホールディングス	100	1974
クウェート	クウェート投資庁	70	1953
オーストラリア	オーストラリア・フューチャー・ファンド	40	2004
米国（アラスカ）	パーマメント・ファンド・コーポレーション	35	1976
ロシア	安定化基金	32	2003
ブルネイ	ブルネイ投資庁	30	1983
韓国	韓国投資公社	20	2006
*未完成			

出店：モルガン・スタンレー The Economist, 24 May 2007

表 1 では、将来の進展は明らかになっていない。今は、中国が近い将来、重要な SWF になるように思われる（インドがすぐ次にくる可能性がある）。中国は 1 兆 2,000 億米ドルの外貨準備を持っており - 1 日に 10 億ドル以上増えている (Economist, 2007) - そしてそのために投資の手段を探ることになるだろう。中国はシンガポールの政府投資公社 (GIC) を SWF のモデルにするだろうと広く考えられている。この公社は投資先の地域と投資の種類で、幅広い可能性に投資している（図 1 を参照）。現在、普通株で約 50%、国債で 20-30%、未公開株で 20%、不動産と商品では米国に 45-50%、欧州に 30%、日本に 10%、そして残りのアジアに 10% の資産を持っていると考えられている。

図1：シンガポール GIC の推定割当

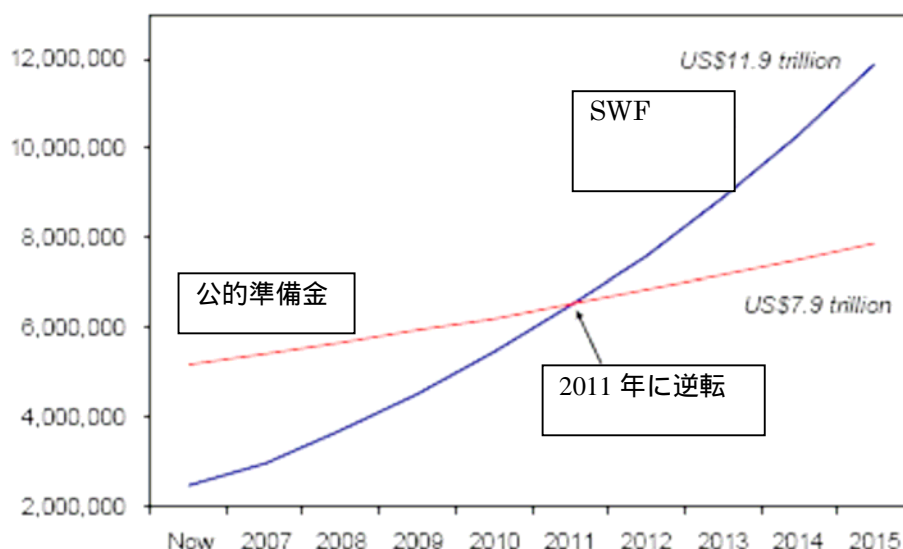


出典: Brookes (2007)

### SWF の規模

SWF を取り巻く透明性の欠如は、信頼できるデータを見つけることが困難で、その規模に関する市場の評価が多様であることを意味している（表 1 の数字は推定である）。しかしながら、明確なことは、資本の流れに大きな変化があったことである。「新興市場諸国」はグループとして、この 5 年間に、資本の純輸出国に、そして成熟した市場における重要な投資家階級になったのである（Pazarbaşıoğlu et al, 2007）。IMF は、国境を越えた流れのこのような急速な増加は、投資家の基盤の変化と歩調を合わせて進み、次には 3 つの重要な流れによって推進されると述べている。その一つが、主要プレーヤーとしての SWF の登場である（他の 2 つは機関投資家が管理する資産の増加とヘッジファンドの台頭）。

図 2： SWF の急速な成長予想（100 万米ドル）



出典：モルガン・スタンレー調査見積、モルガン・スタンレー(2007年)

米国財務省は（2007: 2）、すでに知られている SWF の総資産の市場見積は、1 兆 5,000 億～2 兆 5,000 億米ドルの幅があり、2007年初頭の約 5 兆 1,000 億ドルの公的外貨準備金にも匹敵する、と報告している。さらに同省は集中が起きていることに留意し、SWF 資産の 3 分の 2 をわずか 4 つの基金が所有していると推定されることを報告している（アラブ首長国連邦の ADIA、ノルウェーの政府年金基金 - グローバル、シンガポールの GIC、およびロシアの石油安定化基金）。SWF 資産の約 3 分の 2 が商品ファンドで、3 分の 1 が非商品ファンドである。

エコノミストは（2007）、本年末までに、基金の規模が 2 兆 5,000 億ドルに達する可能性がある と示唆している（ヘッジファンドは約 1 兆 6,000 億ドル）。準備金から毎年 4,500 億ドルが振り替えられ、追加されていると考えられる。しかしながら、モルガン・スタンレーは（Jen, 2007）、この傾向が続き、本年には 2 兆 5,000 億ドルが予想されるということは、2015 年には 12 兆ドルに達する可能性があり、さらにはその前に、世界の公的準備金の総額を超える可能性もあると考えている。現在、SWF は世界の金融資産の 2.5%を所有しているが、これが 10 年以内に 9%に増える可能性がある と推定されている（Morgan, 2007）。

SWF が電話番号並みの数字の規模を誇るため、その規模を把握するのは難しい。中国の新しい投資基金は約 3,000 億ドルと予想されている。これを長期的に見ると、英国のガーディアン（Wachman, 2007）は、インフレ調整後ですら、第二次世界大戦後の米国のマーシャル・プランはわずか 1,000 億ドルだったと説明しているアナリストの言葉を引用している。さらに投資の規模を説明すると、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント社の資産は 33 億ドル、また最大のプライベートエクイティファンドであるブラックストーンは 800 億ドルの資産を管理している（Wehrfritz and Adams, 2007）。

## SWFに関する懸念

SWFは多くの理由から、懸念を引き起こしている。

- 最近のその数の増加
- 資産蓄積の速さ
- 大手 SWF の規模と範囲の大きさ

SWFが成長するにつれて、様々な市場に及ぼす可能性のある影響も大きくなっている。その結果、SWFの将来の成り行きや国内および国際的規制当局の対応に関して、様々な憶測が飛び交っている。挙げられる懸念は幅広く、そのいくつかは矛盾している可能性もある。ジェフリー・ガートンはそれを次のようにまとめている。

これらの基金は、いかなるグローバルな企業をも買うことができ、無謀な動きをすれば、市場にパニックを生み出し、国際金融機関の政治的影響力を小さくことさえもできるような力を持つようになるだろう。もはやこれを無視することはできないのである。

これに対して監視と規制の強化を求めているのが、IMF、米国財務省およびドイツの首相である。その他はもっと楽天的で、エコノミストは(2007a)、権威主義的な体制が管理している SWF さえも、一部の人が警告するほど危険ではないと示唆している。それは、ほとんどの国が、機密保護に敏感な分野における歓迎しがたい乗っ取りを阻止するプロセスを持っているからと説明している。その他の傍観者は(ローレンス・サマーズ元米国財務長官など)、SWFが仲介の資産管理者を通して投資すれば、下で示される問題や懸念の多くは、解決されるか縮小されるだろうと主張している(Summers, 2007)。

## 外国による所有

グローバル化の影響、多国籍企業の成長および国境を越えた所有が世界経済の形を変えてきた。たとえば英国産業連盟は、英国の大手企業 50 社が外国人の所有権の下にあると推定している(Brummer, 2007)。しかしながら、それにもかかわらず、全国的に知られた名前の企業が外国の手に渡ることは、依然として、多くの人々の間で議論を呼んでいる(OECD, 2006)。これは、国際的安全保障の強化、OECD加盟国よりも外国投資に対して公開性や企業行動の基準が低いと見なされている諸国の活動の活発化、エネルギーおよび供給が不足がちな原料入手に対する懸念など、いくつかの要素の組合せによって、促進されてきた。SWFの出現で、特に一部の諸国の SWF の場合に、この「経済的ナショナリズム」が注目を浴びることになった。

外国所有に関する一般的な論争の中では、すべての SWF が問題なのか、それとも一部の SWF

だけが問題か、SWF が仲介者を通して投資する場合と直接投資する場合に違いがあるのか、あるいは SWF を通じた投資は外国の直接投資とは違うのかなどの問題が提起されてきた。

## 国の戦略的利益

外国による所有に対する懸念は、新しいものではない。外国の SWF による所有に関する懸念さえも、過去に発生している（1988 年にクウェートが BP の 20% を買収したときに、英国政府はそのような主要石油生産者が最大手の石油企業の一つに及ぼす可能性のある影響力に抗議して、持ち株を 9.9% に削減させた）。さらに最近では、米国がユノカル、グローバル・クロッシング、および P&O の米国の港の外国による所有を阻止している。

その一方で、SWF による一部の投資は、そのターゲットが戦略的にあるいは象徴的に重要であるにもかかわらず、ほとんど注目を集めていないように思われる。たとえばドバイの SWF は宇宙航空グループ EADS の株の 3.1% を所有しており、また「統制のとれた開発を実施し、調和のとれた社会を建設するという国の政策」を支援するという使命を負う中国開発銀行（CDB）とシンガポールのテマセックは、ともに目立った反対を誘発することなく、英国のバークレーズ銀行グループの株を購入している。

国家の戦略的利益は、単なる国の安全ではなく、もっと幅広く解釈することができる。タイのタクシン・シナワトラ元首相は、タイの電気通信グループ、シン・コーポレーションをシンガポールのテマセック SWF に売却することを許可したために、軍のクーデターで退陣させられたと広く考えられている。軍が電気通信技術を応用する潜在的可能性があることが、クーデターの正当化に関する論争の中で役立っている。

特定の状況において歓迎しがたい外国投資を制限する法的手段を、以前から持っている国もある。フランスとドイツには、外国投資家が特定の部門や活動に参入することを制限する「拒否リスト」がある。米国は国防生産法に対する 1988 年のエクソン・フロリオ修正条項を導入した結果、対米外国投資委員会（CFIUS）が設置された（最近強化された）。中国は外国投資家が関与し、国家経済の安全に影響のある合併に関して、審査条件を設けている。ロシアは外国投資に関連した安全問題のために枠組を設けている（OECD, 2006; Willman, 2007a）。カナダは外国投資と所有に関する規則を見直しており、また 2007 年 7 月にはロシア議会在が 39 の経済部門における外国人所有を制限する法案を論議し、またロシア連邦保安局（FSB）は可能な外国投資の監視を行うことになっている（Kerevan, 2007）。

中国がプライベートエクイティ株式会社、ブラックストーンに投資したことが要因となって、かなりの熱心な憶測を呼び、ジム・ウェッブ米上院議員のような政治家は、国家の安全に関連するデリケートな情報の入手手段を効果的に買収している中国などの諸国の危険性を、すかさず警告した（Reuters, 2007）。中国政府はブラックストーン社の株式の購入では慎重に立ち回ったようであり、米国財務省からまず非公式な承認を受けたと伝えられている。またおそらく了解事項の

一部として、中国はブラックストーンにおいて議決権を放棄することにも同意した。中国は将来の買収においては、こうした措置を取ろうとしないだろう。特に仲介業者を使わないで直接証券を獲得するシンガポールのテマセックをSWFの拠り所にしてしまうとすれば、特にそうであろう。

それでも、制限を厳しくするよう求める圧力がある。ドイツは特に欧州連合全体の調和のとれた行動を、声を大にして呼びかけている。EUはSWFが単一市場の脅威になっているかどうかに関する調査を開始した。ピーター・マンデルソン欧州委員会通商担当委員は、調査過程が投資家を怖じ気づかせるとしてこれを拒否しており、特別な保護が必要だと見なされる企業の外国による所有を防止するために、欧州全域の戦略の一環として、EU加盟国がいわゆる黄金株を利用することをEUが許可するよう、主張している（Willman, 2007a）。ドイツの連立政権の従属的パートナーであるドイツ社会民主党（SPD）の一部は、電気通信、エネルギー、銀行など、特定の部門を、買収を阻止する最低数の株を国が取得することによって、特別な保護下に置くことに賛成していると伝えられている。この方法は首相が支持していない。これは、フランスが食品多国籍企業のダノンのような特定の企業が外国人による乗っ取りの脅威にあったときに、「戦略」に指定したことを連想させる（Benoit, 2007a）。

今や、ドイツ政府が2007年の秋に新しい措置を発表するかに思われる（Benoit, 2007b）。現在、ドイツには米国、英国あるいはフランスの機構に匹敵するものではないが、米国のCFIUSモデルを基にした制度の創設が検討されていると考えられている（Williamson, 2007）。ベルリンは、銀行のような大企業および小規模な技術会社の中国による買収を、特許や知的所有権を利用する手段を得る方法と見て、警戒している（Benoit and Schieritz, 2007）。アンゲラ・メルケル首相のキリスト教民主同盟の議会指導者、フォルカー・カウダー氏は、「これは重要な産業部門を他の国の政治的影響から保護する問題である」と主張した（Benoit, 2007a）。

## 国による所有

一部の論議は、SWF投資は、外国による国家所有であるにしても、ある種の「裏口からの国有化」だという主張に、焦点が集中している（Brummer, 2007）。何人かの評論家は、時には数年前に民営化されたばかりの部門で、外国の投資を歓迎する民営化賛成の国家政府の皮肉に留意している。イギリスのリベラルな新聞、*オブザーバー*（2007）は、産業の国営化を「正道を踏み外している」と述べている - 国営化を行っているのが英国であるとしてもそうであるが、「問題の国が中国やロシアであるとしたら、それはまさに狂気であろう。」

そのような投資が「正道を踏み外している」にもかかわらず、ここでも、この種の投資のすべてが同じような動揺を生み出している訳ではない。そのような国有企業が公的に所有された多国籍企業に変わることは一般的ではないが、特に公益事業では、先例がないわけではない（de Miguel and Sanz Mulas, 2007）。たとえばロンドン電力がフランスの国有企業EDFに買収されたときは、驚いて眉を上げた人はほとんどいなかった。しかしながら、ロシアが所有するガスプロ

ムがブリティッシュ・ガスの親会社であるセントリカの支配権を求めて入札すると予想されたときは、大いに論議を呼んだのであった。

ローレンス・サマーズ元米国財務長官は、SWF がどのようにして投資されるかという問題は奥が深く、世界的資本主義の本質にまでたどり着くと主張する (Summers, 2007)。ほかの懸念はすべて二次的なものであり、以前は民間が所有していた企業を所有しようとしている国有の基金には、特別なリスクが伴い、所有権が直接投資で得られる場合には、特にそうである、と主張している。サマーズ元長官は次のように述べている (同書)。

資本主義制度の論理は株主に依存しており、株主価値を最大限に得るように企業を動かしている。これがやがて政府の株主としての唯一の動機になるかどうかは、明らかではない。

実際に、サマーズ氏が説明するような資本主義の純然たる論理に従って、多国籍企業が運営するかどうかは、おそらく副次的な問題であり、それよりも資本主義に対する忠誠が「当てにならない」または「部分的な」 (Observer, 2007; Economist, 2007) 独裁主義体制 (通常は中国とロシアが挙げられる) が、単に投資収益を最大限に得るだけでなく、ほかの計画を持っていると言われていることの方が、懸念される。

いずれにしても、誰もがサマーズ氏の分析に同意しているわけではない。民営化の強力な支持者であるファイナンシャル・タイムズのジョン・ウィリアム論説委員は、民営化された企業の SWF による買収を阻止することに反対している。ウィリアム氏は (2007b)、民営化を支持する理由は、政府は商業資産の良い所有者ではないからだ、と言う。政府は納税者の金を無駄遣いし、公共の利益に反する独占を保護する。民営化はそのような独占を解体し、規制機関が公共の利益を保護する。しかしながらウィリアム氏は次のように主張する。

ある外国の政府が所有する企業が民営化された部分の一つを購入することを選択し、規制体制が有効に働かならば、危険にさらされる唯一の人は、その資本がおそらく誤って配分されているであろうその外国の納税者である。

### **「国は株主のような行動はしない」：政治が醜い頭をもたげる**

SWF に関する懸念の多くは、その投資が、個人投資家が運営するような方法で収益を最大限に図るための手段としてよりも、政府の政策の手段と見なされている、と多くの人が信じていることが原因である。ファイナンシャル・タイムズによると (Parker, 2007)、チャーリー・マクリービー EU 域内市場担当委員は、SWF は戦略的企業を買収するために市場価格以上の金額を支払っており、それによって単一市場を変形させていると考えている。欧州では、この論議の多くは、ロシアが国の政治目的のためにエネルギーを攻撃的に利用する「資源ナショナリズム」と見られ

ていることに暗に言及している。旧ソ連圏の諸国は特に、エネルギー部門におけるロシアの乗っ取りに神経質になっていると伝えられている。

マクリービー委員もまた、SWFは闇市場をゆがめる媒体となり、マネーロンダリングのために銀行を買い占めることができる、と信じていることは明らかだ。サマーズ氏は(2007)、国が民間企業に投資する理由の中に(投資収益を最大限に得たいという要望以外に)、自国の企業の競争力を向上させ、科学技術を引き出し、あるいは影響力を持ちたいという願望があるかもしれないと述べている。

## 透明性、企業統治および金融不安

透明性と企業統治、およびその金融市場の安定性への影響に関して、いくつかの懸念がもたれている。ノルウェーの基金は透明性や投資戦略の公開の模範として挙げられているが、ほとんどのSWFの内部の説明責任の機構あるいは長期的目標に関する我々の知識は、ごく限られている。透明性の欠如は、多くの評論家が、不安定化の潜在的原因と考えている。公開性の欠如は、SWFの行動を予測することが難しく、市場がその予測不可能な点を懸念していることを意味している。エコノミストは(2007a)、次のように主張している。

もし8,750億ドルを運営していると推定されているアブダビ投資庁が大量の持ち株を解消すると決め、その理由を誰も知らない場合には、パニックが起きる可能性がある。

IMFのチーフエコノミスト、サイモン・ジョンソン氏は、SWFのような「ブラックボックス」を通る資金の流れが増えていると警告した。懸念されるのは、何が起きているかを我々が知らないこと、SWFに関する懸念がヘッジファンドに対する懸念に似ていること(Atkins and Schieritz, 2007)である、と同氏は述べた。米国財務省の高官、クレイ・ロワリー氏は、彼らの投資政策についてほとんど知られていないことから、ちょっとした意見や噂が資本市場の不安定性を高める可能性があることが、危険である、と述べている。一般市民の株主がいないことは、SWFが通常は市場の規律に従わないことを意味している、と同氏は言う。なぜなら、SWFを管理しているのは、国民に間接的に、不完全にしか説明責任を負っていない公務員である(Willman, 2007a)。ロワリー氏は、SWFは「一般的に、国内の規制機関に規制されておらず、間接的規制の程度もまた限られているだろう」と述べ、IMFと世界銀行に対して、国際投資における公開性を維持するために、SWFの透明性に関する最善の慣行を開発するよう、要請した。(Guha, 2007)。

ノルウェーのSWFは透明性の基準を設けている。これは欧州で最大の株主と言われている(Willman, 2007a)。これはウェブサイトにて48ページにわたって投資を列挙しており、プライベートエクイティファンドやヘッジファンド、不動産には投資していない。これは積極的投資家で、一般的に個々の企業における所有株数は比較的少ない。ノルウェー財務省は、その経営戦略

を次のように述べている。

「このファンドは、国の年金を含めた将来の福祉の基盤の保護に貢献するために、中程度  
のリスクで高い収益を得るといった目的の下に、安全に運営されなければならない（Norges  
Bank, 2007）。

一部のアメリカの政治家は、大規模な SWF を持つこのような諸国の多くで通貨改革が必要と  
されているときに、準備金の蓄積、国内通貨の抑制、輸出の促進によって、国際経済のゆがみが  
故意に作られつつあると主張して、別の脅威を指摘している（Plender, 2007）。

中国がブラックストーン・プライベートエクイティ・グループに投資したときに、中国は全議  
決権を放棄して、批判をかわした。これはある程度の反対に遭ったかもしれないが、異なる形の  
批判を浴びる取引（および将来の同様の投資）の道を切り開いた。プレンダー氏は（2007）、中  
国は議決権の制限を受け入れることによって、ブラックストーン内部の良い企業統治の弱体化に  
力を貸すことになったとして、次のように述べている。

ジェネラル・パートナーの一般投資家への責任は限られており、ブラックストーンのパー  
トナー協定は、事業に内在するかなりの利害対立の処理に関して、ジェネラル・パートナ  
ーが株主に対して負っている受託者義務を減少させ、あるいは削除している。

従って、中国は議決権を持つのが持つまいが、非難を浴びそうである。プレンダー氏が示唆す  
るように（前出）、中国にとっては、企業統治の問題は、知的資本やプライベートエクイティの  
経営技術を得ることほど、重要ではないのだろう。

金融不安に関しては別の懸念があり、それは一部には SWF の投資戦略の方向の変化が、また  
一部にはその規模が関係している。彼らが自由にできる資本の量と、低利回りの債権から普通株  
へと移行していることは、市場を不安定にする危険があると主張することができる。と言うのも、  
大規模な投資の流れは低リスクから高リスクの分野へと移行するからである。その結果、資産価  
格の上昇を招き、それに付随する普通株、社債、未公開株、不動産および商品に、さらに大きな  
リスクを生むことになるはずだ。同様に、国債の価格も上がるはずである。このことが普通株の  
コストをゆがめ、人為的に低くし、問題を起す可能性がある、と言うアナリストもいる（Plender,  
2007）。しかしながら、SWF の活動を取り巻く秘密性のために、正確な影響を予測するのは難  
しい（Chung, 2007）。米国財務省の職員、クレイ・ロワリー氏は（Guha, 2007）、チェック・  
アンド・バランスが不十分なために、SWF が腐敗を招き、「いつまでもとどまり続ける」利益集  
団になる可能性もある、と警告している。最後に、一部の SWF については、内部の能力水準が  
懸念されている（Financial Times, 2007）。

## 反グローバル化の巻き返しの可能性

SWF の活動に関連して、グローバル化に反発する亡霊が目覚めると言う人もいる。SWF の活動に対応して、「金融保護主義」あるいは「経済的ナショナリズム」が成長する可能性がある」と懸念されている。特にこれが国家利益に対する脅威になると見られるときには、いかに明確に規定されていても、懸念がある。本年初めに、韓国投資公社の社長で CEO であるセルック・ジョー・ホン氏は(2007)、次のように警告した。

金融保護主義の拡大の可能性は、今もなお進んでおり、世界的な繁栄をもたらす重要な要因の一つであるグローバル化のプロセスに悪影響を及ぼす可能性がある。

OECD は(2006)、民間部門の参加者による円卓会議での見解として、安全と戦略的利益を理由にした投資への反対が増えていると報告し、これは成長を遅らせる結果になるだろうと述べた。

SWF に関する論争は、具体的には SWF に、一般的にはグローバル化に対する「国内の」反発をまず引き起こすだろう。しかし受け入れられるグローバル化の性質と種類に関して幅広い疑問を提起する効果もあるだろう。これこそが、多くの政府と金融機関が歓迎したくない論争かもしれない。

## 労働組合活動家の疑問と問題

すべての外国からの投資を阻止すべきだと真剣に提案する人は、ほとんどいないだろう。実際に、影響力のある *ファイナンシャル・タイムズ* のコラムニスト、マーティン・ウォルフ氏は(2004)、「世界はさらなるグローバル化を必要としている」と主張している。世界がさらなる金融化を必要としているかどうかは、おそらく別の問題だろう。しかしながら SWF の成長と影響に関する論争は、外国からの投資という幅広い問題に、注目が集中してきた。特に、どのような種類の投資が歓迎されるか、誰によって、どの部門に、そしてどのような保護を加えるかなどの問題が提起されている。

SWF を通じた外国による所有は、雇用、収益、国の税制基盤、そして最終的に経済的安定と国の安全に対する脅威であると言われてきた (Brummer, 2007)。それはそうかもしれないがいかに明確にされているとはいえ、国の安全に関して考えられる特定の問題は別として—SWF がヘッジファンド、あるいは(ある程度まで)一般的な海外直接投資 (FDI) のようなほかの形態の金融化よりも多くの損害を与えるかどうかは、疑問である。

SWF の影響に関して閣僚や金融機関の間であらゆる論議が交わされているが、SWF が投資している企業の労働者に及ぼす影響に関する論議は、ほとんど行われていない。数百万人がプライ

ベートエクイティファンドに管理されている企業で雇用され（ITUC, 2007; TUC, 2007）、また SWF も同じ方向に動いている。SWF とプライベートエクイティファンドには、いくつかの類似点があるが（特に不透明性）、いくつかの決定的な相違点もある。

## 使用者は誰？

プライベートエクイティと同じように、SWF による投資もまた、特定の企業や事業の中で、使用者が正確に誰であるかを曖昧にすることができる。表札の名前は同じかもしれないが、実際の権力と支配権はもはや「会社」にはなく、真の所有者、すなわち SWF にある。SWF が投資している企業の長期的利益は、団体交渉、情報、協議および代表などの労働者の諸権利を保証することによって、向上させることができる。労働組合の代表は、SWF が企業を乗っ取る前、最中および後の情報を、タイムリーに入手すべきである。代表は投資源、最終的な所有者について知らされ、企業の将来の経営計画に関与すべきである。

労働組合はより重要な協議手段を得ることを目的に、SWF に関連する欧州労使協議会（EWC）に関する欧州の立法を検討する可能性を探ることができよう。SWF は成長するに従い、EWC 指令の対象となる企業における株を管理し、その量を増やすだろう。SWF 自体がその対象になる可能性もある。指令は「事業および事業グループに適用される。」指令は事業の種類については何もふれず、またその本部がどこにあるかにもふれていない。これは、短期投資で知られているプライベートエクイティファンドよりも、SWF に適用された時に、より生産的な戦略となるだろう。

労働組合はまた、EU 既得権指令（事業の移転過程で転属させられた従業員の既得権を保護する）の修正を求め、株の移転による買収をその対象に入れるよう求めることもできよう。もしこれが修正され、加盟国の法律に組み込まれれば、変更が移転を理由とする場合には、使用者は移転の前に従業員代表に通知し、協議することが義務づけられ、移転に関連した解雇や雇用条件の変更から従業員を保護する規則が加えられるだろう。

EU 域内および EU 域外のいずれでもそのような修正が行われない場合には、労働組合が既存の使用者と、買収に関する継続条項を交渉する必要がある。その条項は、雇用の継続、賃金および条件、組合の承認および年金保証を確保するものでなければならない。また組合は、そのような権利を継続条項に確保するために、各国政府に法律の制定を要求する必要がある。GUF（国際産別組織）と ITUC（国際労働組合総連合）は、将来のいかなる買収においても労働者の権利、雇用、賃金、年金および条件を保証するという約束を得るために、SWF に直接 関与する必要がある。国際枠組協定の先例を多国籍企業から SWF に入れ替えることもできるだろう。

## ILO 条約の下での SWF と各国の義務

プライベートエクイティファンドと SWF のもっとも明らかな違いは、後者が民間の投資家よりも国によって管理されていることである。このことは、プライベートエクイティファンドに対

処するときにはおそらく存在しない労働組合の可能性が、ある程度考えられるということである。国は ILO 条約に調印しているが、民間の株主は調印していない。このことは、SWF が投資している企業に ILO の基本的条約に対する明確な約束を求めるときに、組合がある程度の影響力を持つてることを意味する。主要な条約を批准していない国や（中国のように 87 号と 98 号）、調印した条約を日常的に無視している国が所有する SWF に問題があることは、明らかである。SWF には、GUF を労働者を国際レベルで代表する正当な機関として認めるよう、圧力をかけるべきである。

## 本国の労働組合運動からの圧力

活発な労働組合運動や市民社会のある国の SWF は、労働者の権利を投資ポートフォリオに加えることを公約とするよう、本国で SWF に圧力をかけることができるだろう。オーストラリア、カナダ、チリ、ニュージーランド、ノルウェー、トリニダード・トバゴ、韓国のような国には、国際キャンペーンの歴史のある労働組合運動があり、情報を交換し、優先課題を確認し、SWF をターゲットにするために、国際労働組合運動と協力して活動することができるだろう。

## 本を開こう

労働組合がプライベートエクイティで透明性の強化を要求するに至ったように、SWF についても同様に要求することができる。国際レベルでは、GUF と ITUC が公開性の促進を求める一般的な要求の中で、労働組合の課題を追求することができよう。ジェフリー・ガーテン（2007）のような評論家は、次の 3 つの原則に基づく SWF の規制枠組を要求している。これは組織化と団体交渉権を網羅するように、労働組合運動が変更することができよう。

- 透明性：SWF は（ノルウェーの SWF がやっているように）、そのポートフォリオの詳細を定期的に発表する義務を負うべきである。それと同時に SWF が投資する各企業に結社の自由の詳細を提供するよう義務づければ、組合の支持を得るだろう（組合が認められていようとなかろうと、団体交渉が行われていようとなかろうと）。
- 互惠主義：ガーテンは、「SWF の本国の経済は、SWF が投資したいと願う国と同じように公開されなければならない」と要求している。労働組合は、SWF は最低限でも、投資の対象となる企業に、本国に存在するのと同じ水準の組織化および団体交渉権を保障すべきである、と要求することができる（これは受け入れられる労使関係の枠組がある国の SWF に関してのみ、労働組合の利益になるのは明らかである）。
- 所有指針：ガーテンは、受け入れ国の政府が制限を緩和しない限り、SWF の所有権は米国または欧州のいかなる企業であれ、その企業の 20 パーセント以下に制限すべきであると要求している。また SWF は、投資する企業がいかなる企業であれ、最低限、ILO 基本条約を遵守することを約束すべきであると主張する義務を負うべきである。

## 長期投資？

おそらくプライベートエクイティファンドとは対照的に、米国財務省は、SWF が長期投資家として、潜在的に安定化の役割を持っていることを認めている（Guha, 2007）。早期の収益を求める株主の圧力がなければ、持続性のある、持続可能な投資を重視したポートフォリオを開発しやすい、と言われている。これまでの調査（Kaplan, 1991）が、買収 - 再編 - 退場というプライベートエクイティのサイクルは一般的に 7 年以下であると示唆していることを考えると、労働組合活動家は長期戦の投資ファンドをもっと好意的に見ることができよう。それには、雇用、賃金、年金条件に関連する一連の前提条件が必要であるが、プライベートエクイティと比べると、一般的にこの点は守られている。さらなる要素は、SWF は大量の資本に依存していることから、投資に出資するための債務の利用はプライベートエクイティファンドよりも少ないと言う点である。このことは、短期主義に向かう圧力を減らすはずである。

長期的投資家としての SWF の経歴と、投資を行う対象となる企業への投資の影響については、さらなる調査が必要である。労働組合の SWF に対する姿勢は、SWF が企業や労働者の将来の幸福を犠牲にして、できる限り短期間に投資に対する現金化を行おうとして、プライベートエクイティファンドの行動様式をまねようとするかどうか、少なくともある程度は左右されるだろう。

## どのような種類の経済を望むか？

SWF を取り巻く論争は、プライベートエクイティに関する関連の討議と同様に、我々が持っている、そして我々が持ちたいと思う経済の種類に関係する疑問を再び投げかけた。すなわち、外国投資の場所、国の役割、民主的管理、規制枠組、「戦略的」産業の特質、透明性、統治、富の分配および労働者とその代表の立場などの問題である。この論議の場は、労働組合が各国および国際レベルの両方で、労働者とその家族の利益になるよう、立場を向上させるチャンスである。特にこの場は、労働組合が SWF に対する懸念を利用して、労働者とその代表にもっと有利な規制体制を要求するチャンスを提供している。それは SWF が所有する企業で働く労働者だけでなく、プライベートエクイティファンドやヘッジファンドに所有される企業で働く人のためにもなるのである。

## 参考文献

- Atkins, R. and Schieritz, M. (2007) 'IMF joins call for sovereign funds scrutiny', *Financial Times*, 26 June 2007. [http://www.ft.com/cms/s/0/5b71230e-244b-11dc-8ee2-000b5df10621.dwp\\_uuid=b03d580a-4ff0-11dc-a6b0-0000779fd2ac.html](http://www.ft.com/cms/s/0/5b71230e-244b-11dc-8ee2-000b5df10621.dwp_uuid=b03d580a-4ff0-11dc-a6b0-0000779fd2ac.html) Accessed 5 September 2007.
- Benoit, B. (2007a) 'German call to curb foreign buyers', *Financial Times*, 12 July, 2007. <http://www.ft.com/cms/s/0/27660336-30ad-11dc-9a81-0000779fd2ac.html> Accessed 5 September 2007.
- Benoit, B. (2007b) 'German postal deal signals wider shake-up', *Financial Times*, 23 August 2007.
- Benoit, B. and Schieritz, M. (2007) 'Berlin looks to vet foreign fund deals,' *Financial Times*, 25 June 2007. <http://www.ft.com/cms/s/0/d25a3618-2342-11dc-9e7e-000b5df10621.html> Accessed 5 September 2007.
- Brookes, N. (2007) 'China's new sovereign wealth fund: implications for global asset markets.' *Henderson Insights*, 14-17 July 2007. Henderson Global Investors.
- Brown, R.P.C. and Ahlburg, D.A. (1999) 'Remittances in the South Pacific', *International Journal of Social Economics*, Vol. 26 No. 1/2/3, pp. 325-344.
- Brummer, A. (2007) 'You takes the money, you pays the price', *New Statesman*, 9 August 2007.
- China Development Bank (2007) CDB Mission <http://www.cdb.com.cn/english/Column.asp?ColumnId=99> Accessed 5 September 2007.
- Chung, J. (2007f) 'Markets eye the rich new kids on the block', *Financial Times*, 30 July 2007.
- de Miguel, E.O. and Sanz Mulas, A. (2007) 'A public sector multinational company: The case of Canal de Isabel II', *Utilities Policy*, Vol.15, No. 2, pp.143-150
- Dore, R (2002) 'Stock Market Capitalism and its Diffusion,' *New Political Economy*, Vol.7, No.1, pp.116-117.
- Economist (2007) The world's most expensive club. 24 May 2007. [http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story\\_id=9230598](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9230598) Accessed 5 September 2007.
- Economist (2007a) Governments go shopping. 26 July, 2007. [http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story\\_id=9546411](http://www.economist.com/opinion/displaystory.cfm?story_id=9546411) Accessed 5 September 2007.
- Economist (2007b) China takes the bank. 26 July, 2007. [http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story\\_id=9556414](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9556414) Accessed 5

- September 2007.
- Financial Times (2007) Sovereign guidance, 22 July 2007. [http://www.ft.com/cms/s/0/2f02a844-3880-11dc-bca9-0000779fd2ac.dwp\\_uuid=b03d580a-4ff0-11dc-a6b0-0000779fd2ac.html](http://www.ft.com/cms/s/0/2f02a844-3880-11dc-bca9-0000779fd2ac.dwp_uuid=b03d580a-4ff0-11dc-a6b0-0000779fd2ac.html) Accessed 5 September 2007.
- Garten, J. (2007) 'We need rules for sovereign funds'. *Financial Times*, 8 August 2007.
- Guha, K. (2007) 'Warning over sovereign wealth funds.' *Financial Times*, 22 June 2007.
- Hong, S-J. (2007) Keynote Address at the Korean Capital Markets Congress 2007, Euromoney Conferences, 15 May 2007, Grand Hyatt, Seoul, Korea.
- Sesit, M.R. (2007) 'The limits of free market principles: Sovereign-wealth funds raise hackles in the West', *International Herald Tribune*, 23 July 2007. <http://www.iht.com/articles/2007/07/22/bloomberg/bxatm.php> Accessed 5 September 2007.
- IMF (2007) 'Reaping the Benefits of Financial Globalization'. IMF Discussion Paper, June 2007.
- International Trade Union Confederation (2007) Where the house always wins: Private Equity, Hedge Funds and the new Casino Capitalism. ITUC Report, June 2007. Brussels: ITUC.
- Jen, S. (2007) How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015? Morgan Stanley [http://www.morganstanley.com/views/perspectives/files/soverign\\_2.pdf](http://www.morganstanley.com/views/perspectives/files/soverign_2.pdf) Accessed 5 September.2007
- Kaplan, S.M. (1991) 'The staying power of leveraged buyouts', *Journal of Financial Economics*, Vol. 29, No.2, October 1991, pp. 287-313.
- Kerevan, G. (2007) 'Foreign ownership is not intrinsically bad but we must watch state buyers', *The Scotsman*, 15 August, 2007.
- Kleinman, M. (2007) 'The \$2.5 trillion wave of cash heading our way'. *Sunday Telegraph*, 24 July 2007.
- Morgan, O. (2007) 'State-backed giants who want to buy the world', *Observer*, 1 July 2007.
- Norges Bank (2007) Strategy [http://www.norges-bank.no/Pages/Article\\_42080.aspx](http://www.norges-bank.no/Pages/Article_42080.aspx) Accessed 5 September 2007.
- Observer (2007) Watch who's buying Britain. Leader article, 22 July 2007. <http://observer.guardian.co.uk/leaders/story/0,,2131991,00.html> Accessed 5 September 2007.
- OECD (2006) 061206 OECD Roundtable on Freedom of Investment, National Security and "Strategic" Industries. Summary of the Discussions. Paris, France, 6 December 2006.
- Parker, G. (2007) 'Brussels launches foreign state funds inquiry', *Financial Times*, 20 July 2007. <http://www.ft.com/cms/s/01bae8cc-3616-11dc-ad42-0000779fd2ac.html> Accessed 5 September 2007.

- Pazarbaşıoğlu, C., Goswami, M. and Ree, J. (2007) 'The Changing Face of Investors', *IMF Finance & Development Magazine*, March 2007, Volume 44, Number 1.
- Plender, J. (2007) 'An unseen risk in sovereign wealth funds'. *Financial Times*, 22 June 2007.
- Reuters 200607 Senator raises China concerns on Blackstone  
<http://www.reuters.com/article/businessNews/idUSN2030954620070620> Accessed 5 September 2007.
- Rozanov, A. (2005) 'Who Holds the Wealth of Nations?' State Street Global Advisers, London, UK.
- Summers, L. (2007) 'Sovereign funds shake the logic of capitalism', *Financial Times*, 30 July, 2007. <http://blogs.ft.com/wolfforum/2007/07/sovereign-funds.html> Accessed 5 September 2007.
- Trades Union Congress (2007) *Private equity - a TUC perspective*. TUC Evidence to the Treasury Committee Inquiry. May 2007.
- Truman, E.M. (2007) 'Sovereign Wealth Funds: the need for greater transparency and accountability.' *Policy Brief*, Number PB07-6, August 2007. Peterson Institute for International Economics.
- US Treasury (2007) Appendix 3 Sovereign Wealth Funds (Report to Congress on International Economic and Exchange Rate Policies, June 2007)  
[http://www.ustreas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007\\_Appendix-3.pdf](http://www.ustreas.gov/offices/international-affairs/economic-exchange-rates/pdf/2007_Appendix-3.pdf) Accessed 5 September 2007.
- Wachman, R. (2007) 'China takes great leap forward into Western markets.' *Guardian*, 29 July 2007. <http://www.guardian.co.uk/china/story/0,,2136875,00.html> Accessed 5 September 2007.
- Wehrfritz, G. and Adams, J. (2007) 'Higher and Mightier'. *Newsweek*. 16 July 2007.
- Williamson, H. (2007) 'EU should vet state-funded bids', *Financial Times*, 18 July 2007.  
<http://www.ft.com/cms/s/0/f19a2a2a-3561-11dc-bb16-0000779fd2ac.html> Accessed 5 September 2007.
- Willman, J. (2007a) 'Big spenders: How sovereign funds are stirring up protectionism', *Financial Times*, 30 July 2007.
- Willman (2007b) 'Comment on FT: Sovereign funds shake the logic of capitalism,' *FT online*, 30 July 2007 <http://blogs.ft.com/wolfforum/2007/07/sovereign-funds.html> Accessed 5 September 2007.
- Wolf, M. (2004) *One Economy Many States: The Political Economy of Globalisation*. Thirteenth Annual IEA Hayek Memorial Lecture, Tuesday, 13th July 2004  
<http://www.iea.org.uk/files/upld-news375pdf?.pdf> Accessed 5 September 2007.

## 付録 2 : グローバル金融危機に関するブリーフィング・ペーパー



## 目次

1. 原因と展開.....	2
2. 実体経済及び雇用への影響.....	5
3. 規制改革についての提案.....	8

## グローバル金融危機に関するブリーフィング・ペーパー

### 1. 原因と展開

金融の混乱の引き金はアメリカのサブプライム・ローンだった。サブプライム・ローンとは、信用力の乏しい、あるいは低所得の人々に提供されるリスクの高い住宅ローンのことである。

活況を呈していたサブプライム市場は、金利の連続的引き上げによって毎月の返済が滞ったことから、翳りを見せ始めた。返済ができなくなったため、多くの借り手のローンが債務不履行に陥った。アメリカのサブプライム・ローン市場で問題が明るみに出始め、2007年2月には世界の株式市場に最初の大きな動揺が起こった。そして9月末、危機終息の兆しは見えていない。9月20日、アメリカ連邦準備理事会(FRB)のベン・バーナンキ議長は、今後、住宅市場の景気悪化によってサブプライム・ローン市場の滞納と差し押さえはさらに増えるだろうと述べた。

アメリカの住宅ローン危機が悪化して世界中に波及したのは、サブプライム・ローン債権の多くが幅広い債権パッケージの一部として転売されており、問題が全体としてどの程度の規模になるのか、フィナンシャル・オペレーターらが無価値になった、あるいは価値が低下した証券をどの程度保有しているのかが不透明なためである。この不確実さがさらに金融システムへの信頼を損なって流動性危機につながった。そうになると投資家は現金や金、あるいは安全な証券(短期国債)を選好し、リスクの高い信用供与を回避する。銀行は相互の融資をためらい、銀行も他の企業も円滑な事業継続に必要な資金を調達することが難しくなった。とくに、常日頃低コストの融資に頼っていたビジネスはとりわけ危うくなった。

大型ファンドは金融危機の最初の犠牲者の一つで、一部主要銀行内部のヘッジファンドもこれに含まれている。その後、欧州の銀行もアメリカのサブプライム・ローン債権を大量に保有していることが明らかになった。一般的には慎重さに定評があったはずのドイツの分野別銀行あるいは地域銀行の一部が打撃を受けた。さらにその影響は、サブプライム・ローンの保有が明らかになったわけではないが、低コストで容易な信用を利用してリスクの高い案件の資金を調達していたフィナンシャル・オペレーターに波及した。総体的な流動性危機によってその種の資金が調達できなくなったからである。

9月中旬に英国最大の住宅ローンの貸し手であるノーザン・ロックで取り付け騒ぎが起こったきっかけは、イングランド銀行がノーザン・ロックに緊急融資を約束したと声明したことだった。イギリスの銀行への信頼回復に躍起となったアリスティア・ダーリング財務相がイングランド銀行はすべての預金を保証すると約束するまで、多数の預金者による預金引き出しは続いた。

他の欧州銀行もアメリカの住宅ローン関連投資のために損害を被ったが、ノーザン・ロッ

クが保有するサブプライム・ローン債権は小さかった。ノーザン・ロックはむしろ、流動性危機のためにリスクの高いビジネスモデルが危うくなって、窮地に陥ったのである。同行は住宅ローンの資金を預金ではなく資本市場に大きく頼っていた。ところが銀行が信用供与をますます渋るようになって、ノーザン・ロックは債務不履行の可能性に直面した。ある識者はノーザン・ロックについて、「起こるべくして起こった事故」という言い方をした。融資の伸びをマネー市場からの資金調達に頼り過ぎていたからである。

ノーザン・ロックの取り付け騒ぎは、現在の金融危機はアメリカの住宅ローン市場の問題が直接的なきっかけではあるものの、原因はそれだけではないことを示している。アメリカのエコノミスト、ポール・クルーグマンはこう述べている。「現在の信用収縮の発生源は、振り返ってみればインターネット・バブルと同じくらい非合理的だったここ数年の金融業界の愚行にある。住宅バブルはその一部に過ぎない。全体として、人々はリスクが消滅したかのような行動を取り始めていた」

### 証券化と他の手法

ストラクチャード・ファイナンスの一種である証券化は、債権（たとえば住宅ローン、自動車ローン、クレジットカード・ローン）などを集め、これをパッケージにして売買できる証券として投資家に転売するプロセスをいう。債権の元金と利子が証券の裏づけとなり、定期的に投資家に支払われる。証券化は1970年代に始まって何兆ドルもの規模に成長し、ますます複雑な金融商品を生み出している。

住宅ローンの「オリジネート・アンド・ディストリビュート」モデルでは、融資を行った業者（オリジネーター）は、グローバル化された長いプロセスの最初の輪に過ぎない。その住宅融資はほかの債権と一緒にプールされて投資銀行に売却される。投資銀行はさらにこれらの債権を複雑な証券に組み上げ、格付け手数料を投資銀行に支払ってもらう主要な格付け機関は喜んでその証券を安全な投資として格付けした。この住宅融資を元にした証券を、世界各国のヘッジファンド、銀行、その他の投資家が熱心に購入したのである。

この構造のリスクをさらに高めたのが、銀行がこの複雑な証券を買う方法だった。銀行はそのころは低コストだった短期資金を借りて長期の住宅ローン証券を購入した。欧州の小規模銀行を含めた銀行は、90日ごとの返済あるいは借り換えが必要な資金を借りて、（直接的あるいは間接的に）アメリカの30年もの住宅ローン債権の所有者となった。これは、証券から上がる利益のほうが短期借りに支払う金利よりも大きかったからである。このリターンは魅力的だった。

これは古典的な流動性のミスマッチで、短期資金の貸し手が住宅ローン証券に不安を感

じ始めたときに崩壊した。銀行はにっちもさっちもいなくなった。短期資金は消え、保有している資産の価値は急減したのである。

単純な失態だったかもしれないが、用語は印象的である。「コンデュイット（導管）」と「ストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）」は、銀行が低コストの短期資金を借り入れるために作り出した特殊なオフバランスの業務形態のことだ。このために銀行は「資産担保 CP（コマーシャル・ペーパー）」を発行する。これを「資産担保証券」と混同してはいけない。こちらは担保に裏づけされた証券で、「債務担保証券」である。

各国中央銀行は金融システム維持のために何十億ドルもの短期資金をグローバルな銀行システムに注入した。

8月17日、アメリカ連邦準備銀行は割引率、つまり銀行への貸出金利を引き下げた。次に9月18日、世界最大のアメリカ経済が不景気に突入するのを阻止するため、FRBは基準のフェデラルファンド・レート（FFレート）を5.25%から4.75%へと0.5%切り下げた。この動きを説明して、FRBは次のように述べた。「信用収縮が住宅市場の調整を激化させ、経済成長全体が抑制される可能性がある」一部のビジネス・エコノミストは危機がまだ終わっておらず、FRBは再度の金利引下げに追い込まれるかもしれないと懸念する。

金融市場の混乱によって、金融当局はいくつもの規制の問題（透明性、格付け機関、規制外の業態、ファンド戦略、適正評価能力など）をつきつけられた。これらについては3で取り上げる。

金融の混乱はまだしばらく続くと思われるので、さらなるショックが予想される。アメリカのハンク・ポールソン連邦財務長官は9月11日、信用市場の信頼性の危機は過去20年間のどの金融ショックよりも長引くかもしれないと警告した。つまり1990年代のアジア金融危機やロシアの債務不履行危機、あるいは1980年代のラテンアメリカの債務不履行危機よりも長引くかもしれないというのである。信用危機の核心にある証券の複雑さとグローバルな流通がその原因と考えられる。

これまでのところ、世界の投資銀行はグローバル金融危機に関連する債権価値下落で300億ドルの損失を被ったのではないかと、9月16日に報じられた。アナリストは成約済み融資3,000億ドルの10%を棒引きしなければならないだろうと予測している。

プライベートエクイティ（PE）ビジネスには、いままでのところ大きな崩壊は起こっていない。だが、以前PEファンドが保有し債務を負わせていた企業は株式市場で低迷している。さらにM&Aが数少なくなるとPE買収ビジネスも急減し、またM&Aが行われる場合でも、PE企業よりも産業投資家のほうが好まれるようになった。今年上半期、主要なPE企業はすでに戦略を転換し始めていた。そして投資家は破産件数の増加を見込んでいる再生途上事業債権（ハゲタカ）ファンドに多額の資金を注ぎこんできた。だが金融危機がPE業界に波及する可能性はある。一方、過去数年の買収ブームで生み出されたPE関連の債権は銀行と投資家にさらなる負担となっ

てのしかかっている。

## 2. 実体経済及び雇用への影響

まだしばらく続くと予想される信用市場の収縮と混乱は、どの程度まで実体経済と雇用に影響を及ぼすのだろうか？金融当局は信用収縮の緩和に成功し、その影響を金融部門に封じ込めることができるのか？その成否は、住宅市場の景気悪化を防げるかどうかにかかっている。しかし通貨当局は石油価格及び食品価格の上昇が続いているので選択肢が限られると感じているかもしれない。

最近各種機関が発表した経済予測ではこれまでの予測が一般に下方修正されて、成長への不安を示している（下表の3項目を参照）。

2007～2008年の経済成長予測

地域	予測（期間）	修正	予測機関	発表日、9月
G7	2.2%（2007）	下方	OECD	5
アメリカ	1.9%（2007）	下方	OECD	5
	2.0%（2007）	下方	NABE*	10
	2.8%（2008）	下方		
	2.2%（2008）	下方	IMF / ロイター	18
日本	2.4%（2007）	変わらず	OECD	5
ユーロゾーン、 13カ国	2.6%（2007）	下方	OECD	5
	2.5%（2007）	下方	欧州委員会	11
	2.3%（2008）	下方	IMF / ロイター	18

\* : National Association for Business Economics

9月24日に発表されたIMFの国際金融安定報告書（GFSR）によると、アメリカのサブプライム・ローン市場崩壊を端緒とする最近の金融混乱の後、金融市場は長期の調整期間を経過するだろうという。グローバルな経済拡大は鈍化すると見られ、「金融条件はさらに悪化し、グローバルな金融部門と実体経済にさらに深刻な悪影響が及ぶ可能性がある」。これまでのところは、新興国経済は比較的無難に混乱を乗り切ってきたが、これは一つにはグローバルな経済成長が続いていたからである。経済活動はさまざまな面から低迷する可能性がある。信用収縮と信用のコスト高が住宅市場の不況を加速し、全世界で企業投資が抑えられ、資産価格（株価、住宅）が下落して、消費市場が冷え込むかもしれない。

先にIMFの専務理事はこのように警告した。「住宅向けの信用収縮とコスト高が続いて、現在予想されている以上にアメリカ住宅市場の景気が下降すれば、消費需要に悪影響が出てアメリカの成長率と輸入需要が低下する可能性がある。これが対アメリカ輸出国の経済成長を抑制するだろう。信用市場の問題がさらに悪化すれば、投資に直接的な影響が及び、経済への信頼性にも間接的な影響が出るだろう」いっぽう、「中国やインドなど主要な新興市場は二桁もしくはそれに

近い成長を示すだろう。この両国をあわせると 2007 年のグローバルな経済成長の 5 分の 1 を占めると見られる」

主要 30 カ国経済グループであるOECDのチーフエコノミストは 9 月 5 日に発表された中間報告で、経済予測は「明らかに明るさを減じ、不確定になって」おり、「景気下降リスクはさらに大きくなった」と指摘した。アメリカについては、「信用市場の混乱が経済活動に及ぼす悪影響をまだ十分に評価することができなかつたので、成長予測は高すぎたかもしれない。いずれにしても住宅ローン金利の見直し、信用基準の厳格化、担保掛目（住宅価格）の引き下げと雇用創出の低下で、消費の腰の強さが試されるだろう」と言う。OECDもユーロ地域の成長鈍化を予測している。

アメリカでは、経済は住宅市場の低迷と信用収縮の影響を感じており、8 月に小売価格と工業生産高がどちらも低迷した。住宅市場では住宅差し押さえ申し立て（債務不履行の通知、競売通知及び銀行による担保権実行）件数が 8 月には 7 月に比べて 36%、2006 年 8 月に比べると 115% 増加した。多くの住宅ローン金利が見直されることになって、さらに新たな差し押さえの波が押し寄せる可能性もある。10 月には約 500 億ドルのローンの金利が急上昇するので、この月がピークになると予想されている。

9 月 27 日に政府が発表したデータによると、アメリカの新築住宅販売件数は 8 月に 8.3% 低下して、7 年間で最も低くなった。政府系住宅ローン機関のチーフ・エグゼクティブらは、住宅市場の低迷が底を打つのは 2008 年末になると見られ、この落ち込みはアメリカ経済が 40~45% の不況リスクに直面することを意味している、と述べた。

労働省によれば、アメリカの雇用は 8 月に 4,000 人減少した。減少幅は小さいが、この 4 年で初めての減少となる。さらなる懸念材料は、労働省が 6 月及び 7 月の雇用の伸びの予測を 8 万 1,000 人分引き下げたことである。

経済的理由からパートタイムで働く人の数は 8 月で 450 万人だが、これは前年より 35 万 9,000 人多い。この区分には、フルタイムで働きたいが、労働時間が削減されたり、フルタイムの職が見つからないのでパートタイムで働いているという人たちが含まれている。もう一つ雇用市場の弱体化を示すしるしとして、臨時雇用が引き続き減少傾向にある。

製造業及び建設業で、雇用は引き続き減少している。建設業の雇用は 2006 年 9 月に比べ 9 万 6,000 人減った。だが 8 月には保健部門で 3 万 5,000 人増加し、マネジメント及びテクニカル・コンサルティング・サービスで 7,000 人増えている。

独立機関 Economic Policy Institute(EPI)の分析によると、労働省の報告は「金融市場の経済的混乱が雇用市場に波及してきた最初の確たる証拠である」という。

EPI は、年間ベースでは 8 月に賃金は 3.9% 上昇し、この堅調な上昇率によってインフレ懸念は抑制され、予想外の物価上昇は心配がなくなった、と指摘している。「しかし、（労働省の）報告にあるような需給の緩みが続けば、雇用市場の賃金圧力はまもなく消えて、賃金の伸びは鈍

化するだろう。それがいずれ消費の弱さとして表れ、結局は成長率全体が鈍化して、最近の雇用情勢の弱体傾向がさらに強まるだろう」

AFL-CIO は、アメリカの労働者が住宅の差し押さえと個人債務の増加、医療費の上昇によって打撃を受けていると述べている。労働組合センターは労働省の報告を、「住宅市場及びこれに関連する資本市場の混乱が実体経済に影響を及ぼしている明らかなサイン」と見ており、しかもそれ以前にも雇用創出は第二次世界大戦後のどの景気回復局面より鈍かったと指摘している。

近い将来の趨勢を示す指標としては、人材紹介会社 Challenger, Gray & Christmas による人員整理発表に関する調査がある。この調査は主要なメディアで発表された人員整理を対象としており、実際の解雇の先行指標となっている。9月5日に発表された同社の調査によると、アメリカ企業が発表した人員整理は7月に比べて8月には85%増加し、総数で7万9,459人となった。解雇発表件数は前年8月に比べて22%増加している。

8月の発表の半分近くが金融部門で、十数社の住宅ローン会社、サブプライム・ローン会社が住宅市場の低迷のあおりを受けている。金融部門で発表された人員整理は8月には3万5,752人と、同部門の月あたりの総数としては1993年に調査が始まって以来の多さとなった。

しかも人員整理の発表は9月に入っても減少していない。このなかにはアメリカ最大の住宅ローン会社 Countrywide Financial Corp (CFC) が従業員の20%、1万~1万2,000人の労働者を解雇すると発表したことも含まれている。

欧州委員会は9月11日、ユーロ圏で予想されている経済成長の鈍化は2008年にはさらに強まるだろうと警告した。だがジャン クロード・トリシェ欧州中央銀行総裁は、欧州議会でこれより楽観的な発言をしている。「最新の失業データによると、(ユーロ地域の)労働市場の状況には改善が見られ、グローバルな経済活動は堅調に推移し、予想されるアメリカの景気低迷は新興市場で力強い成長が続くことによってほぼ相殺されると期待される」

アメリカのFRBと欧州中央銀行の金利政策の不調和によって、ドルに対してさらにユーロ高が続く可能性がある。これによって石油価格その他の輸入価格は押し下げられるだろうが、同時に輸出と経済成長には圧力となる。デンマーク、スペイン、英国など一部 EU 諸国でも住宅部門の低迷が起こっている。

ユーロ圏のサービス部門の購買担当者の指標は9月に4ポイント低下したが、これは月間の低下率としては最大となり、商業活動がアナリストの予測より早く鈍化していることを示している。一部エコノミストはこれをグローバルな金融危機がヨーロッパ経済の足元に急激に波及し始めている証拠と見ている。

EU最大の経済であるドイツの景況感は、7,000社を対象とするドイツ Ifo 景況感指数によれば9月にも4ヶ月連続で低下した。アナリストは、景況感の悪化は金融危機が実体経済に及ぼす影響が不確定であることへの経済界の不安、石油価格の記録的上昇、ユーロ・ドルレートに起因すると見ている。

### 3. 規制改革についての提案

さまざまな機関が、危機への対応や再発防止のために金融システムの機能改善について提案を行っている。中心的な疑問は、議論が効果的な提案を生み出すかどうか、またこれらの提案は実行できるのか、実行できるとすればどのようにすべきか、自己規制か政府規制か、ということである。またもう一つの疑問は、積み重なった問題の最下層にいる人々（住宅を失ったり、預金の心配をしたりしている人々と、閉鎖やリストラに直面している銀行の従業員）に十分なことがなされるかどうか、である。

9月24日に発表されたIMFの国際金融安定報告書（GFSR）は、規制の枠組みの主要要素を次のように説明している。透明性の改善「付随するリスクに関する正確でタイムリーな情報は、市場が適正にリスクを見分けて価格付けする能力にとって不可欠の要素である……システムにとって重要な金融機関どうしのつながりについて、またそのオフバランス・シート・ビークルの一部について、透明性の改善が必要とされている」：資金調達「金融機関は、それぞれのビジネスモデルにとって適切で堅実な資金調達戦略を有し、その資金調達戦略が負荷の大きな条件にも対応できることを明確にする必要がある」：最初の融資元のリスク監視インセンティブ強化を含めたりリスク監視の改善：「一般に『オリジネート・アンド・ディストリビュート』ビジネスモデルを見直して、（そのような）インセンティブが存在するかどうかを確認しなければならないだろう」：格付け機関の改善、複雑な証券については異なる格付け基準を用いることによって、たとえば伝統的な社債や公債に比べてこれらの金融商品には格付けが急激に悪化するリスクがあることを投資家に警告を発することができるだろう。適正評価、投資家は格付け機関に過剰に依存してポートフォリオの配分決定を行うべきではなく、そのような格付けを適切、適正な評価の代替とすべきではない。このような証券が担保とされている場合の流動性リスクを含め、複雑な金融商品の評価の改善。リスク波及範囲への目配りの拡大、「銀行のリスク整理に関連する波及範囲は、通常の会計制度あるいは法的制度の範囲よりも大きいことが明らかになっている。この結果、分散されたかに見えるリスクはさまざまなかたちで分散した銀行に戻ってくるかもしれない。……新しい手法や構造は、オフバランス・シートや偶発債務を隠蔽しているかもしれない」IMFはまた、消費者保護と金融教育の改善も呼びかけている。

OECDのチーフ・エコノミストであるジャン フィリップ・コティはこう述べている。「最近の展開によって、アメリカ住宅市場の機能に、またもっと広く世界の信用市場に深刻な欠陥があることが明らかになった」彼はまた、「市場は通常の『試行錯誤』プロセスを通じて最近の失敗から学ぶだろう。しかしながら、そのような進歩は規制の改善によって強化されるはずである。たとえばアメリカのサブプライム・ローン市場に対しては、往々にして効果的な監視を潜り抜けているノンバンクの融資元に大きな関心を払いつつ、より包括的に監視を行う必要があるのではないか。同様に、情報開示と教育の改善を通じて強奪的な融資機関と積極的に闘うべき場合もあ

るかもしれない。信用市場では透明性の改善も求められていると思われる。証券化が多くの投資家にとってリスク・アセスメントをますます難しくし、これが広く信頼性の喪失につながっているからである。最近、幅広い再格付けが実施されていることからして、もっと戦闘的で詮索好きな格付け機関がその役に立つ可能性がある」

欧州議会での聴聞会で、欧州中央銀行のジャン クロード・トリシェ総裁は種々の点を指摘した。買い手にとっても、それどころか設計者自身にとっても、「債権のリパッケージと販売のために設計された一部金融商品の複雑さの度合いは手に負えなくなっている」。グローバル金融の現在の機能にとっては、ごく少数の大規模グローバル格付け機関が重要な問題となっている。「利害の対立の可能性について、それが存在する場合には行動の改善の指標を明確にすることによって対応できるだろうし、しなければならぬだろう……現在のリスクの再評価から学べる重要なことは、投資家は決して格付け機関の見解を、自らの信用分析や適正評価の代替としてはならない、ということである。

「現在の出来事は、金融規制当局による金融部門の監視活動のさらなる改善と、金融機関のリスク管理の重要性を浮き彫りにしている」トリシェ総裁によれば、「この意味で現在実施されている新しいバーゼルⅡ資本合意は大幅な成果をもたらすだろう。実際、バーゼルⅡでは銀行の適切な資本バッファの評価について、リスク管理の改善に大幅な期待を寄せている。これらの改善にもかかわらず、金融市場の高度化のもとで、まさかと思われるシナリオにおいて発生が考えられる損失を銀行が確実に認識するためには、負荷(ストレス)検証への恒常的な投資が求められている」

規制外の業態にどう対応するかについてはさらなる検討が必要とされている、とトリシェ総裁は述べた。この関連で総裁は、国際的コンセンサスであるとして、金融安定フォーラムによるヘッジファンドに関する勧告の迅速な実施を呼びかけた。金融安定フォーラム(FSF)は各国金融当局の上級代表と国際金融機関、国際規制及び監視グループ、中央銀行専門会委員会によって構成されている。この勧告は、

[http://www.fsforum.org/press/PressRelease-FSF\\_HLI\\_Update-final19May07-2.pdf](http://www.fsforum.org/press/PressRelease-FSF_HLI_Update-final19May07-2.pdf) で見ることができる。トリシェ総裁はさらにこう述べた。「いわゆる導管(コンデュイット)と特別投資ビークルなどの規制されない業態を通じて現在の混乱は広がっている……われわれは導管とスペシャル・ビークルへの対応策を大幅に改善しなければならない」

EUでは、欧州委員会が業界の自発的な規範の調査を含め、格付け機関の信用を見直す計画をたてている。委員会は新しい規制が必要かどうかを検討している。EU金融サービス担当委員のチャーリー・マクリービィはEUとアメリカに対して、協力して信用格付け機関の役割を調査するよう呼びかけた。

EU当局者はまた、世界金融市場の流動性収縮が続けば、国境を越えた金融機関が英国の銀行で住宅ローン会社のノーザン・ロックと同じような危機に陥るリスクがあると懸念している。EU

の財務省・中央銀行関係者委員会によれば、国境を越える金融機関グループはEUに46あり、そのうち21は母国以外で相当の業務を展開しているという。EUとしては、必要が生じたときに銀行救済の負担を誰が負うべきかという問題に取り組む必要があるだろう。

アメリカでは、不公正で詐欺的な住宅ローン慣行を取り締まる権限を銀行規制当局に付与する法律が重要な議会委員会で可決された。下院金融サービス委員会が可決した新法では、規制当局はさらに詐欺的な広告も取り締まることができる。広告された低い住宅ローン金利は多くの場合、当初期間を過ぎると引き上げられ、低所得の借り手を困難に陥れている。この法案は10月に下院総会で審議される予定である。

国際的なレベルでは、アメリカ政府は金融安定フォーラム（FSF）で国際銀行システムの安全性と健全性を見直すよう、求めている。

銀行間の信頼性の欠如と取り組むために、英国金融サービス機構(FSA)の責任者は同国の銀行に、どの程度までアメリカのサブプライム・ローン部門に直接あるいは間接にかかわっているかを明らかにするよう求めた。FSA議長は、信用市場を正常化するためには問題の規模が明らかになることが必要であると述べた。銀行が相互の融資を渋っているのは、ひとつにはそれぞれがどの程度までサブプライム・ローンの債務を抱えているかわからないためである。

お金を借りて住宅を買う人たちは、略奪的な慣行からもっと守られなければならない。最低頭金額を決め、金利の段階的上昇や「おとり」金利その他、人々が能力以上に借りるように仕向けている手法は廃止すべきである。多くのサブプライム・ローンの借り手やその他、現在ローンの返済やローンの借り換えに困難を感じている人たちには、政府援助の拡大が必要である。納税者の金は、住宅ローンの借り手の負担を緩和して、借り換えに応じるのでない限り、ローンの貸し手の救済に使われてはならない。さらに政府は住宅ローンの再交渉について、画期的な手法を探すべきである。そのような対策によって、住宅建設の鈍化が住宅不況と景気後退に進むことが防げるだろう。

金融機関が倒産した場合に預金者を守る公的保険を見直しし、強化する必要がある。ノーザン・ロックの危機は、選ぶべき銀行の選択肢が多く、顧客がインターネットで預金を動かすことができる時代には、金融の混乱が激化した場合、銀行取り付けの可能性を明らかにした。顧客の信頼性を維持するには、公的保険制度によって銀行破産の数日以内に預金を返還できなくてはならない。さらに困難な問題は、預金保険の上限をどこにおくべきかである。上限額はほとんどの預金者が安心できる高さでなければならない。だが無制限に補償すれば、大口投資家が銀行に行き過ぎたりリスクを取るよう促す懸念がある。1994年の欧州指令によれば、EU諸国はすべて預金者の最初の預金2万ユーロの90%まで保護しなければならない。アメリカ政府がバックにある連邦預金保険公社（FDIC）は、少なくとも最初の10万ドルの預金を払い戻すことになっている。FDICによれば払い戻しは迅速で、数日以内に行われる。

## UNI について

### **UNI** ユニオン・ネットワーク・インターナショナル

#### (Union Network International)



- ・ 2000年1月に発足した商業、金融、印刷、メディア、郵便、テレコム、他、サービス産業の労働者を代表する GUF (Global Union Federation、国際産業別労働組合組織)。
- ・ 本部：スイス・ニヨン
- ・ 書記長：フィリップ・ジェニングス
- ・ 加盟人員数：世界 140 カ国、900 組織、1,500 万人

- ・ 日本の加盟人員数：16 組織、約 98 万人
- ・ 日本事務所：UNI-Apro 東京事務所 (TEL:03-3219-2159、FAX:03-3257-0839、E-Mail: [tokyo@union-network.org](mailto:tokyo@union-network.org)、URL: <http://www.uranus.dti.ne.jp/~unitokyo/>)
- ・ 日本の加盟協議会：UNI 日本加盟組織連絡協議会 (UNI 加盟協：UNI-LCJapan) (TEL:03-3251-3374、FAX:03-3257-0839、E-mail: [lcjapan@vesta.dti.ne.jp](mailto:lcjapan@vesta.dti.ne.jp)、URLは東京事務所と同じ。)
- ・ 日本の加盟組織：NTT 労組、KDDI 労組、情報労連、全印刷、生保労連、UI ゼンセン同盟、労済労連、全労金、自動車総連、損保労連、サービス・流通連合、日放労、JP 労組、新聞労連、民放労連

発行：UNI 日本加盟組織連絡協議会

印刷：(株)ヨシダプリント 300.2007.11