

### SWF：金融危機の衝撃を受ける中での 新たな発展と監督の枠組み<sup>1</sup>

巴 曙松\*

#### 要約

- ① ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）は国際資本市場における重要なプレーヤーとして、近年その規模と影響力を増しつつあり、今後も比較的速く成長してゆくと予想される。一国国民の富であるという SWF の特性から、SWF の投資運用は複数の政策目標を持つ。SWF を設立した国にとって、これらの政策目標は合理性を有するが、SWF のソブリン性を考えると、投資受入国が懸念を抱くのも不思議ではない。それゆえ SWF に対する監督は通常と異なる特徴を有する。
- ② SWF の監督の重要課題は、SWF による非商業目的の投資に対する投資受入国側の懸念を払拭しつつ、そうした懸念を理由に投資受入国が金融保護主義に走ることを阻止することである。透明性は SWF の監督の問題の核心である。SWF の透明性をできるだけ高めることは、政治的抵抗を和らげ、金融保護主義を阻止する重要な措置であると同時に、透明性に関わる過度の監督は、国際金融市場の効率と競争力を阻害しかねない。
- ③ SWF に関わる監督は、SWF の自己規律と市場メカニズムを基本にしつつ、国際協力を土台とする監督体制を堅持しなければならない。SWF に関わる国際ワーキンググループ（IWG）による「サンチアゴ原則」の制定やその後の常設機関の設置などの動きが既に見られる。中国等がこれらの国際的組織に参加し、国益のために意見を述べ、より大きな行動上の自由を目指して努力することは有意義である。

<sup>1</sup> 本稿は「国務院発展研究センター（DRC）-東京国際研究クラブ研究会議：政府系資金と運用ガバナンス」（2009年5月23日開催）での発表に基づき、著者がまとめた論文「SWF：金融危機の衝撃を受ける中での新たな発展と監督の枠組み」を邦訳したものである。なお、翻訳にあたり原論文の主張を損なわない範囲で、一部を割愛したり抄訳としている場合がある。

\* 巴曙松 国務院発展研究センター金融研究所 副所長

## I. はじめに

サブプライム・ローン問題の発生以降、世界経済と金融市場は資産価格が大幅に目減りする等、大きな打撃を受け、ソブリン・ウェルス・ファンド(Sovereign Wealth Funds, 以下 SWF)も大変厳しい試練にさらされた。しかし、世界の金融市場がパニック状態から次第に回復するにつれ、SWFは新たな発展期に再び恵まれよう。ここで、金融危機前後のSWFのパフォーマンスと新しい趨勢を客観的に分析することは世界の金融市場の枠組み全般を把握し、今後のSWF発展の新しい特徴を認識する上で重要な理論的・実践的価値があろう。

## II. 複数の目標を持つSWFと国際資本移動

### 1. 世界のSWFの発展の現状

ソブリン・ウェルスとはプライベート・ウェルスに対応する言葉で、一国の政府が特定の税収、予算配分、天然資源収入、国際収支黒字等を蓄積し、通常は外貨形態で保有される公的財産を指す。従来の公的年金基金や自国通貨の安定を図るために単に外貨準備資産を保有する政府系機関と異なり、近年続々と登場するSWFは、より高いリターンを積極的に追求する新しい専門的投資機関である。

SWFの歴史は1953年に創設されたクウェート投資庁(Kuwait Investment Authority, KIA)に遡る。当初は規模が小さく、あまり注目されなかった。しかし、21世紀に入り、東アジア諸国の外貨準備の蓄積と1999年に10米ドル/バレルだった原油価格のその後の上昇により、東アジア

図表1 主要SWF

(10億米ドル)

国名	ファンド名	資産規模	設立年	外貨準備に占める割合	資金源	L-M 透明性指標(注)
中国	中国投資公司	200	2007	0.2%	一般の製品	6
クウェート	クウェート投資庁	264.4	1953	12.7%	石油	6
ノルウェー	政府年金基金(グローバル)	301	1990	7.1%	石油	10
ロシア	連邦安定化基金	189.7	2008	0.4%	石油	5
サウジアラビア	複数のSWF	433	不明	不明	石油	2
シンガポール	テマセク・ホールディングス	134	1974	0.8%	一般の製品	10
シンガポール	シンガポール政府投資公社(GIC)	330	1981	1.9%	一般の製品	6
UAE	アブダビ投資庁	875	1976	29.5%	石油	3

(注) SWFに対する国際的監督において、透明性は主としてLinaburg-Maduell透明性指標に基づいて判断される。Sovereign Wealth Fund Instituteは透明性の水準について最低8を要求している。

(出所) <http://www.swfinstitute.org>の資料を基に作成。

諸国と石油輸出国の外貨準備を原資に築き上げられた SWF の規模は急速に拡大した。

SWF Instituteの統計によると、2007 年末時点の全世界の外貨準備規模は約 6.8 兆米ドルに達した。International Financial Serviceは、足元で各国のSWFが管理する資産規模は約 3.3 兆米ドルに上るという試算結果を発表した。この規模は世界中のヘッジファンドとプライベートエクイティ (PE) ファンドの管理資産規模を凌駕するものの、グローバル企業上位 20 社の時価総額を下回る。今後、金融危機によるインパクトが次第に落ち着くにつれ、SWFの活動は再び活発化し、2015 年にその管理資産規模は 10 兆米ドルを越す可能性があると同関係機関は見込んでいる<sup>2</sup>。

## 2. SWFを創設した国々の政策目標に関する分析

各国の SWF 創設のきっかけは、財政余剰金、外貨黒字等の国富の急増であるが、SWF 創設に踏切った動機は国によって異なる。IMF(2007)に基づく、SWF は創設時の動機と政策目標によって以下の 5 種類に大別できる。

### タイプ 1：安定化基金

安定化基金と呼ばれる SWF は、長期的に国家の収入を平準化し、収入の予想外の変動が経済や財政・予算に与える影響を減殺することを政策目標とする。安定化基金は天然資源の豊富な国によって創設され、その目的は不安定な一次産品（通常は石油）価格が経済や予算に影響を与えないようにすることである。財政黒字が大きい年に、これらの国々は困難な時に備えて、資産を基金に注入する。経済が天然資源の輸出による外貨黒字に大きく依存する資源国にとって、長期的に収入を平準化するニーズは極めて高い。天然資源が枯渇してからも安定した収入源を確保し、短期の天然資源の需給関係による経済の大幅な変動を防ぐため、これらの国々は相次いで SWF 投資の多様化、投資期間の長期化、長期の投資収益率の引き上げを進めることによって、長期間にわたる収入の平準化を図るようになった。

この中で、マクロ経済を安定化させ、リスクを回避することを目標とする SWF は、急な資金需要に備えて、流動性の高い金融商品への投資を続け、米ドルと欧州債券への投資枠を維持すべきである。一方、石油価格の変動の中で、価値の保持を目標とする SWF もある。この場合、石油価格変動の影響を緩和するための SWF の投資行動は、近年の資金フロー動向を見ると、日本、EU、並びに限定的ではあるが米国の金融市場にプラスの影響を与え、英国や新興国の金融市場にマイナスの影響を及ぼすことが分かる。この種の SWF の典型例はノルウェーである。世界第三位の石油純輸出国であるノルウェーは、1990 年代、財政黒字と外貨準備が急増した。特に、石油の輸出収入が急速に増えるにつれ、石油輸出で得られた富をうまく管理し、石油資源の枯渇に備えるため、1990 年に SWF—政府石油基金を創設した。そして、1995 年から、ノルウェー政府の財政剰余金も石油基金に振り込まれるようになった。長期投資収益率を更に高め、経済成長において「オランダ病」にかかることを防ぐため、1998 年に、ノルウェー中央銀行は SWF—ノルウェー中央銀行投資管理会社 (Norges Bank Investment Management, NBIM)を設立し、余剰外貨準備を管理させている。

### タイプ 2：貯蓄型基金

貯蓄型の SWF は世代間の富の移転と共有を政策目標とする。豊かな天然資源を有する国々にとって、貯蓄基金を創設して大切な資産で多様化した国際金融ポートフォリオを組むことに

<sup>2</sup> データは swfinstitute.org.

より、富の世代間の移転または他の長期目標を迫及できる。年金システムが直面する高齢化社会の到来及び天然資源収入の減少に対し、一部の国は転ばぬ先の杖として、専ら世帯間の富をより公平に配分するための SWF である貯蓄型基金を創設した。この種の SWF のうち、最も典型的な例はノルウェーの政府年金基金（Norway's Government Pension Fund）であり、UAE のアブダビ投資庁やロシアの石油安定化基金の一部も後世のための貯蓄基金にその形を変えている。

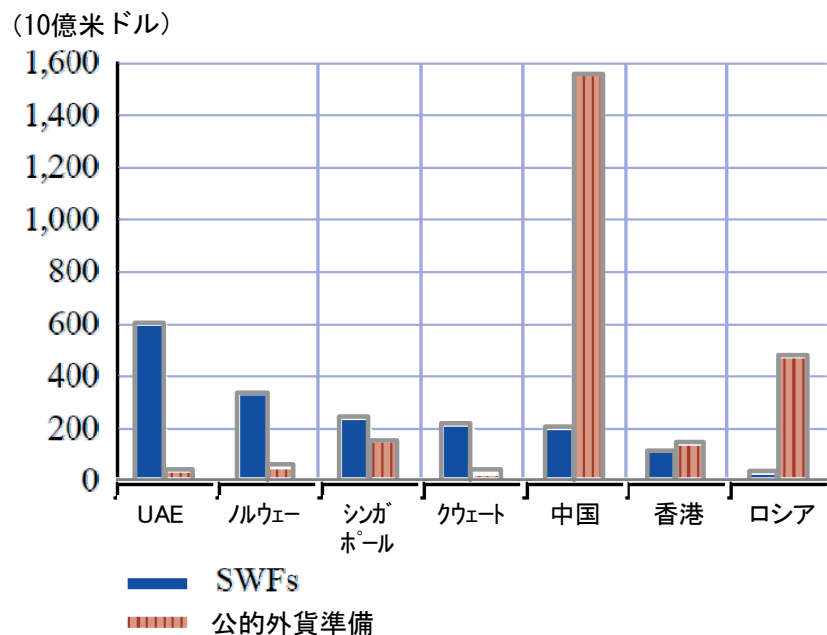
### タイプ3：不胎化型SWF

不胎化型の SWF は外貨準備の保有コストの低減または比較的高いリターンの追及を目標としており、貯蓄投資公社とも呼ばれる。この種の SWF は中央銀行に協力して外貨準備を分流させ、外為市場に介入し、過剰流動性の不胎化のために行動する。IMF の定義によれば、SWF 形式で中長期投資に使われる外貨資産は一国の外貨準備に属さない。

一部の国は外貨準備の激増を和らげるため、SWF を創設して外貨準備を分割する方策を採った。東アジア諸国を始めとする新興国が外為市場への介入や国際収支の健全性の維持に必要な外貨を遥かに上回る巨額な外貨を蓄積したことが、この種の SWF を生み出した最大の要因である。これらの国の外貨準備の形成は商品（コモディティ）輸出とは直接関係がないものの、為替制度が弾力性に欠けていることや国内金融市場が発達していないことと密接に関連していると通常考えられている。外貨資産がある程度蓄積されれば、これらの外貨資産の一部は、専門的な運用機関の資本または債務となり、中央銀行の外貨資産管理より高いリターンを追及することを目標に掲げる。

この種の SWF の代表格として運用の歴史が数十年に上るシンガポール政府投資公社(GIC)、韓国投資公社、1998年に香港金融管理局が香港ドル為替レートを安定させるために設立した外為基金や中国の中国投資有限責任公司（中投公司、CIC）等が挙げられる。

図表2 主要SWFと外貨資産の規模



(出所) IMF

#### タイプ4：発展基金

発展基金型の SWF は貯蓄を活用して、社会経済の重点事業（例えばインフラ整備プロジェクト）に資金を供与することを政策目標とする。設立動機は国の発展戦略を支え、世界規模で資源配置の最適化を図り、国際経済活動における自国の利益を最大化させることであった。例えばシンガポールの場合、テマセク・ホールディングス（Temasek Holdings, Temasek）は長年蓄積してきた資金面の優位性を生かして、資金不足に悩む国や地域に進出し、その経済成長の成果を共有すると公言している。このため、テマセク・ホールディングスは資金を先進国市場、アジアの途上国、シンガポール本土にそれぞれ3分の1ずつ投資する発展戦略を策定した。

#### タイプ5：年金準備基金

年金準備基金型の SWF は、政府のバランス・シート上の年金給付や偶発債務に対する支払いを政策目標としており、予防型 SWF とも呼ばれる。創設の目的は一国の経済・社会運営の中で発生しうる危機に対応し、経済と社会の安定した発展を促進することである。個人が万が一に備えて貯蓄するのと同様な動機で国富を蓄積してゆけば、国の偶発債務を弁済し、潜在的な経済・社会的危機や発展過程の不確定要素にも対応できる。例えば、クウェートの例を見ると、同国がイラク戦争後、独立国家の地位を取り戻し国家復興できたのは、クウェート投資庁（Kuwait Investment Authority, KIA）が蓄積し、運用管理する SWF が非常に大きな役割を果たしたからである。

実際のところは、数多くの SWF が、上述のいずれか一つの目標というわけではなく、多くの目標を持って設立されている。また、その目的も永久に変わらないものではなく、寧ろ往々にして次第に変化していくものである。

例えば一部の国は SWF を設立することで、過剰流動性の不胎化と富の蓄積という目的を実現できる。そして、外部環境が変化すれば、その投資目的も変わる可能性がある。天然資源収入を原資とする SWF で、この点は特に顕著である。例えば不胎化を目指す介入型 SWF は当初、財政収入の平準化や資本流入が金融市場へ与える影響の相殺を目標としていたが、近年のトレンドとして次第に伝統的な政府債券への投資から株式投資へ、更に不動産投資やエクイティ投資へと変わりつつある。SWF の資産が増え続け、不胎化介入に必要な規模を上回った場合、SWF の運用先は更に広げられる。その際、SWF が投資目的の異なる複数のファンドに分割される可能性もある。目標の相違は、異なる投資対象、投資リスク、収益選好を意味し、更に SWF 間の管理手法の相違にもつながる。例えば、安定化基金は貯蓄基金より流動性を重視するため、短期投資のポートフォリオに占める割合は貯蓄基金より高くなる。ノルウェーの NBIM を例にとると、1996 年まで NBIM の投資はほとんど担保付の政府債券に集中していた。しかし、石油基金の規模の急拡大により、1998 年にノルウェー銀行は NBIM に対して株式投資の制限を緩和した。

### 3. SWFの投資と国際資本移動の理論

足元で、SWF は国際金融市場における新しいタイプの機関投資家となっており、国際的な資本形成の重要形態の一つとして、国際資本移動における割合と影響力を増しつつある。一般論として、SWF のアクティブ運用は、資産の長期的な投資価値に主眼を置き、短期的ボラティリティを余り気にしないが、ポートフォリオの資産配分、通貨の構成、リスク・コントロール等に関しては非常に厳格である。SWF は、資産区分、通貨、国別、業種、リスク許容度に応じて戦略的に資産を配分している。こうした SWF による国際的な資本移動に、経済上の効率があるか

どうか議論されている。そして、この論争に対して、国際経済学と金融・投資理論からは次のような理論的な解釈がなされている。

### 1) フィッシャーの国際資本移動の理論

20世紀の初頭、米国の経済学者フィッシャー（Irving Fisher）はリカードの比較優位の理論を踏まえて商品経済の分析から、国際資本移動を理論的に解釈した。

フィッシャーによれば、金利差が国際資本移動を引起す基本的な要因であり、国際資本移動の結果、各国間の金利差は解消する。同時に、フィッシャーは、各国の資本規制、国際投資リスク、取引コスト等の影響により、国際投資によって各国の金利が完全に平準化することはないことも認めている。

どのような動機で設立したにせよ、いずれの SWF も、国の余剰金と富の購買力の安定性を確保するために、より高いリターンを得ることを運用管理の基本目標とする。無論、すべての SWF が自国への投資を明確に制限しているわけではないが、SWF の運用先のうち、海外のリスク資産が極めて大きなウェイトを占め、資産総額の半分以上となっているのは事実である。現在の構成比を見ると、SWF の大部分の投資活動は金融セクターに集中している。これは、SWF と流動性・安全性を重んじる従来の外貨準備管理が完全に異なることを浮き彫りにしている。海外で高いリターンを迫及する SWF の投資行動は、従来の外貨準備管理とは大きく異なり、むしろ民間の資産管理会社、特に投資信託（private mutual fund）に似ている。ほとんどの SWF が明らかな外部負債を負っていないということは、長期的な高い収益の迫及に有利で、投資信託に非常に近い。こう考えると、SWF を、債券に投資する一方で負債が大きい年金基金（pension funds）と明確に区別することができる。

### 2) マクドゥーガルの国際資本移動理論

マクドゥーガル・モデルは、マクドゥーガルが 1960 年に発表した国際資本移動分析の一般理論モデルであり、国際資本移動が資本輸出国、資本受入国及び世界全体の生産とマクロ経済効率に与える影響を分析する。マクドゥーガル・モデルによれば、資本移動を制限する要素が存在しないならば、資本は自由に資本要素の豊富な国から資本要素が不足する国へ移動できる。前者の資本の価格が後者より低いことが資本移動の原因であり、資本の国際移動は結果的に資本ストックの調整を通して各国の資本価格を均等化させ、それによって、世界の資源利用率を高め、世界各国の総生産と各国の福祉を増加させる。

このモデルを利用して一国の資本移動を分析すると、以下の結論が得られる。第一に、開放経済システムにおいては、資本移動によって、資本余剰国はより高い収益を得られる一方、資本不足国も資本輸入によって総生産を増やし、新たな利益を得られる。第二に、各国の資本の限界生産性に格差がある場合、限界生産性の高い国は経常収支が赤字の状態を求めべきで、限界生産性の低い国は経常収支黒字状態を求めべきである。第三に、資本が自由に移動可能なことから、世界規模での資本資源の配分が可能になり、パレート最適が実現される。そして、世界総生産が増加し、世界経済の発展が促される。このモデルは国際金融資本移動の必要性の根拠を示している。

マクドゥーガル・モデルの枠組みにおいて、国際間の金融資本の移動は長期的で安定的に進む。SWF の規模の拡大に伴い、SWF のグローバル投資は長期的で安定的な力になる。金融危

機の際、各国のSWFは、金融セクターに大規模に投資した。これは、SWFが、短期的に帳簿上の含み損を被ったものの、全般的に見ればSWFの国際金融市場における安定性を現している。実際、図表3から分かるように、サブプライム・ローン問題に端を発した金融市場の動揺で株価とCDSスプレッドはいずれもある程度低下した。そして、金融危機におけるSWFによる迅速な資本注入は、逆張りの投資戦略と見なせる。この意味において、ヘッジファンドと比較すると、両者とも利益追求を主な目標にしているとは言え、SWFは客観的に市場の安定化に寄与する力になっている。

### 3) 現代ポートフォリオ理論分析

現代ポートフォリオ理論 (Modern Portfolio Theory, MPT) によると、市場リスクは個別リスクとシステムティックリスクの二種類に大別され、前者は個別企業のリスクで、個々の企業のリターンの不確定性を指し、後者は経済全体に発生するリスクで、分散投資手法によって低減することができない。

ある一つの国に限定した金融資産のポートフォリオ選択と比較すると、グローバルなポートフォリオ構築では、外国投資家のリスクが増大するものの、一つの金融市場のシステムティックリスクと個別リスクを減らすことができる。ある国の金融市場が変動しても、他国の金融市場が必ずしも同様に変動するとは限らないからである。例えば、ある国が景気後退に陥り、株価が全面的に下落しても、他の国も同様に景気後退に陥って、株価が下がるとは限らない。それゆえ、グローバルに金融資産を選択すれば、システムティックリスクをある程度低減できる。もっとも、今回のサブプライム・ローン危機を見ると、グローバル化を受けて、世界的に市場変動が同期化する傾向が鮮明になっている。

最適な国際ポートフォリオの分析は、短期資本移動を誘発する要因を明らかにする。現実の経済においては、投資家達が彼らの無差別曲線と資本市場線の接点に基づいて異なる最適な国際ポートフォリオを選択することで、短期の国際資本移動が生じる。

図表3 SWFの投資の前後における金融機関の資産価格の推移

金融機関名	株価最高値 注1	平均株価	SWF資本 注入時の 株価	CDSスプレッドの最 高値	CDSスプレッドの平 均値	SWF資本 注入時の CDS spread
シティグループ注2	56.4	45.0	30.7	226.6	35.7	95.5
シティグループ注3	56.4	45.0	26.9	226.6	35.7	83.7
メリルリンチ・ホールディングス注4	97.5	39.9	53.9	338.8	60.9	132.9
モルガンスタンレー注5	74.1	36.4	55.0	297.3	55.7	97.2
UBSグループ注6	63.0	23.5	40.2	225.3	26.1	50.8

(注) 1. 株価の単位は米ドルとユーロ、スプレッドの単位はベースポイント。

2. 2007年12月26日 (ADIA)

3. 2008年1月15日 (GIC)

4. 2007年12月24日 (Temasek)

5. 2007年12月24日 (GIC)

6. 2007年12月10日 (GIC)

(出所) ブルームバーグ

SWF によるグローバルな資産配分は、設立の動機やその他の考えも反映している。石油輸出国は SWF の資産運用により原油価格の変動をヘッジするだろう。この場合、標準的なマコーウィッツのポートフォリオ理論は、石油輸出国は石油価格と正の相関関係を持つ資産の保有割合を低めに抑えるべきだと教えてくれる（図表 4）。典型的な SWF ポートフォリオにおいて、ボラティリティを低下させるため、エネルギー関連のエクイティ投資を少なめに抑えるべきであるというのは投資戦略の定説になっている。当然のことながら、SWF は投資プロセスにおいて、自国の国際収支表の資産と正あるいは負の相関関係にある金融資産を見つけ出して、且つそれを活用しなければならない。

#### 4) 開放経済と資本移動に関する分析

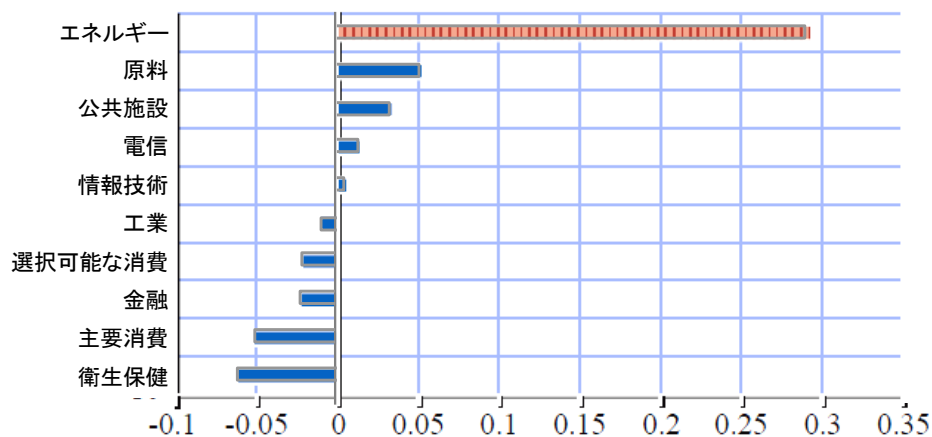
SWF の投資行動は国際マクロ経済学の視点からも解釈できる。変動為替相場制下の開放経済に関する分析によると、SWF の対外投資運用によって為替政策が金融政策へ与える圧力を軽減できる。為替制度が弾力性を欠く場合、SWF を通じた対外投資運用により、為替政策と金融政策の衝突を和らげられる。うまく運用すれば、SWF は金融政策と調和した適切且つ有効な相殺ツールになり、国内市場のインフレ圧力と金融市場の過剰流動性を同時に抑制できる。

開放経済に関する「不可能な三位一体(the impossible trinity)」の理論によると、資本移動が自由な場合、一つの国は固定相場制を維持しながら、金融政策の独立性も同時に達成することはできない。ゆえに、固定相場制の下で有効なのは金融政策ではなく、財政政策である。国際収支の大きな黒字の継続は、往々にして硬直化した為替制度と関係があり、金融政策は為替政策に縛られる。国が資金を拠出して設立した SWF に外貨を購入させて対外投資させることは、外貨需要の増加と国際収支黒字の縮小に寄与し、金融政策への圧力を軽減する。

近年、双子の黒字が長期間にわたって続いてきた結果、中国は米ドルを中心とする巨額の外貨準備を蓄えた。これは中国の外貨準備管理とマクロ経済運営等に課題を突きつけている。

まず、これまでの外貨準備の管理手法では、外貨準備保有の機会コストが非常に大きい。関連データを基に試算すると、中国の外貨準備の投資対象である米国債・政府機関債の 2000～

図表 4 各種資産価格と石油価格の相関



(注) 横軸は相関係数、縦軸は資産類別。

(出所) IMF



2007年度の平均収益率は3~6%しかない。これに対して、12,400社の在中国の外資系企業を対象に行われた世界銀行の調査結果に基づく、これら外資系企業の2005年度の投資リターンは22%と非常に高い。両者の資産形態が異なり、比較不可能ではあるものの、ある意味において、この収益率の格差は側面から中国政府が外貨準備を保有するために大きな機会コストを払わされていることを示唆している。第二に、中央銀行が外貨準備増による国内マネーサプライへの影響を不胎化させるために発行する中央銀行手形等のコストも上昇し続けている。

当然ながら、SWFは、国際資本移動に関する上述の経済理論面からの解釈以外に、経済以外の観点から投資活動を行うこともありえよう。これまでに入手した資料を見る限り、SWFの戦略的動機に基づく投資決定が、金融市場の価格メカニズムに大きな影響を及ぼすことを示す確証はない。

しかし、長期的に見ると、SWFが国際金融市場の構造と安定性に与えるインパクトを最も左右するのは、SWFの投資運用行動の背後にある動機である。一般論として、SWFの投資運用は長期にわたるため、高収益を追求する財務投資は金融市場の安定にプラスに働き、非商業的な動機はマイナスの影響を及ぼす可能性がある。

### III. SWFに対する国際的監督

#### 1. SWFに関する政治経済的分析

国際資本の一形態として、SWFは50年余りの歴史を有する。しかし、設立の動機と政策目標の多様性により、投資受入国はSWFの投資意図等に不安感を抱いている。なぜならば、まず、一部の先進国は日々台頭する新興国の経済力を本能的に懸念しがちである。また、国内資本と比べて、SWFは明らかに異なる二重の関係を有する。即ち、資本所有者と資本使用者の関係と主権国家間関係である。SWFはソブリンという生来の烙印を押されており、市場経済体制における典型的な政府資本の一形式であり、ある意味において伝統的な自由市場原則への脅威であるといえる。まず、その規模と影響力の拡大が、脅威とみなされる根本的な原因である。次に、中国、ロシア等大国が加わったことも、西側諸国の注目を集めた重要な原因である。グローバル経済秩序と金融市場の枠組みの視点から見れば、経済のグローバル化がSWFの運用に良好な環境を提供したと同時に、SWFはグローバルな金融市場の枠組みに大きな影響を及ぼしている。以上の理由により、現在、SWF並びにその監督問題が注目され、議論されるようになっている。

##### 1) SWF: 新しい力と新たな挑戦

第二次世界大戦以降、国際資本市場における政府の開発融資の割合は低下し続け、民間資本の主導的地位は絶えず強化されてきた。政府部門の資本移動（主として政府開発融資）はかつて国際資本移動の主役を演じ、その役割は戦後の欧州復興や日本経済の勃興過程の中で特に顕著であった。しかし、近年、政府開発融資は年を追って減り続け、民間の資本移動が全世界の資本移動の3/4以上を占めるに至った。

国際民間資本の規模拡大と発展は主として科学技術の進歩と世界経済の一体化のおかげである。科学技術の進歩により、企業の収益力とレベルが向上し、資本集中と資本蓄積のための条件が整えられた。また、世界経済一体化の進展は、過剰資本に新たなクロスボーダー投資と利

益の機会をもたらした。特に多くの途上国が市場経済改革、大規模な民営化、金融の規制緩和を実施し、その資金需要を満たすため、資本流入にかつてない好条件を提供したので、民間資本の国際資本移動における主導的地位は一層強められた。ところが、SWFの登場は国際資本市場構造に大きな影響を及ぼし、同時に自由市場主義思想を基礎とする経済政策にもインパクトを与え、こうした枠組みに若干の変化をもたらした。

SWFは世界の資本市場の資産の約2%しか保有していないものの、その規模は急速に拡大しており、少なくとも世界のヘッジファンドに匹敵する規模になっている。しかも、ヘッジファンドとは異なり、SWFは必ずしも完全に営利目的のために行動しているとは限らず、自分の目標を公開したがるにないことに加え、国家主権の特徴も有するので、その投資は潜在的に危険で自由競争を阻害し、また、自国の国益を守るための投資であり、ひいては地政学的な意図があると認識されることがある。事情のわからない人はSWFが市場を攪乱する勢力であるとさえ憶測している。他方、多くの運用管理機関には、監督当局、株主、国民に対するいかなる開示責任や透明性の義務も課されていない。

SWFへの対応として、2008年1月にスイスのダボスで開催された世界経済フォーラムにおいて、SWFに行動原則、より厳しい開示要件、推奨されるベストプラクティスからなる行動規範を作ることを西側の国が提案した。SWFにこれらの行動規範を推奨し、特にその経済力を政治目的の達成に利用しないよう求めている。しかし、経済力の政治目的達成への利用は、まさに西側諸国が自由市場主義の誕生当初に用いた手法そのものである。典型的な事例は英国の東インド会社で、その存続期間中、国際市場における行動の全てに経済利益と国益が貫かれていた。また、歴史上、西側の石油会社のラテンアメリカと中東における行動は、民間部門と国の公的機関が一枚の硬貨の裏表に過ぎないことを裏付けている。

## 2) SWF投資と金融保護主義

これまでの数少ない投資事例を見れば、高い収益率を追求する一部のSWFの投資行動は、程度の差はあるものの受入国の金融保護主義の障壁に遭遇している。中東とアジア諸国のSWFによる欧米主要銀行やいくつかの世界で最も重要な投資ファンドへの実質的な投資は、西側世界で論議と懸念を引き起こした。SWFの透明性、投資戦略、全体規模並びに投資の政治目的に伴う潜在的影響等を巡って、SWFについてのマイナスの論調が国際的に数多く聞かれる。

例えば、米国議会の反対で、UAEが支配株主となっているドバイ・ポーツ・ワールド社は、2006年に買収した米国の港湾運營業務の米国事業者への完全売却を余儀なくされた。2007年7月、米国は「2007年外国投資安全保障法」を成立させ、外国企業による米国資産への投資に関する審査と制限を強化した。ドイツは自国の石油・天然ガスのパイプラインや公益事業のロシアによる買収に反対し、ニュージーランドもアブダビ投資庁による空港買収計画に反対した。その後、ドイツとフランスも立法手段でSWFによる買収行動に関するハードルを引き上げ、外資による自国の戦略的資産への買収を阻止する構えである。欧州のその他の国も関連制度を整備し、SWFの投資行動を規範化しようと呼びかけている。

西側諸国はSWFに対して慎重な姿勢を取り厳格な審査制度を用いている。そして、SWFが主権国家の政治経済に影響を及ぼす可能性があり、また、主に以下の三つの脅威があると考えている。

- ① 欧米等は、SWFが政治目的に基づいて、自国の安全保障、経済命脈に関わる企業をコントロールするために投資することを懸念している。SWFは各国政府の支配下にあり、

SWF による一部の重点分野への投資が商業的・営利的目的ではなく、政治的意図や戦略的思惑を含んでいれば、受入国の産業や国家の安全保障を脅かす恐れがある。米国のサマーズ元財務長官は政府が株主になっている SWF の場合、経済利益の追求が SWF の唯一の原動力であるとは断言できず、SWF が政治的影響力を強めようとするかもしれないと主張している。

- ② SWF を通して商品価格が操作される懸念がある。SWF が水面下で操作を行ったり、国際金融市場にインパクトを及ぼしたりする恐れがある。金融革新ツールの発達、電子取引システムの普及によって価格操作がより行いやすく、追跡されにくくなったため、商品市場の操作も可能になった。また、SWF が国に保有され、透明性が比較的低いことから、SWF に対する監督当局の証拠収集や調査活動は、その他の組織のインサイダー取引案件に比べてはるかに困難である。
- ③ SWF は、その影響力またはビジネス上の優位を利用して技術上の秘密や天然資源を獲得して本国企業の競争力を向上させるかもしれない。

これらの原因から、SWF による海外への投資が政治紛争や摩擦を招く口火となり、ひいては西側諸国が金融と投資分野で保護主義を実施する口実になる恐れがある。しかし、SWF が世界の資本市場の安全性と安定性の向上に役立つと主張する経済学者も多数いる。金融危機が発生する際、SWF が他の投資家と同様にパニック売りに走ることを心配する必要はない。大部分の SWF は、年金基金のように定期配当のために頻繁に株式市場で株式を売却して現金化する必要もない。このことは SWF が長期の戦略的投資家になりうることを意味し、そうなれば株式・債券市場の安定化に寄与しよう。ヘッジファンドと比べ、SWF は自ずと市場を安定化する力になる。ヘッジファンドは高いレバレッジのため、市場の風向きに影響されやすい。一方、SWF は通常レバレッジをほとんど使わない。また、歴史を振り返ると、SWF は投資損失の公表により政治的リスクをとらされることを恐れるため、投資スタンスは慎重である。

グローバル金融危機が発生してから、SWF は相次いで資金難に陥った金融機関に資本参加し（図表 5）、SWF に対する各国の疑念をある程度和らげた。2007 年 12 月、EU 委員会は声明を発表し、現段階では SWF に対する立法措置を採る意向はなく、SWF の内部統制と透明性について基本的なルールまたはガイダンスを制定することが有益であるとした上で、いかなる保護主義的な措置も避けるべきであると強調した。また、2008 年 12 月 5 日、第五回米中戦略的経済対話(SED)において、米国は中国の外貨準備や SWF の商業目的の投資を歓迎すると改めて表明し、OECD が制定した SWF 投資受入れに関する開放・無差別の原則を再度確認した。

## 2. SWF 設立が世界経済・金融に及ぼし始めた影響

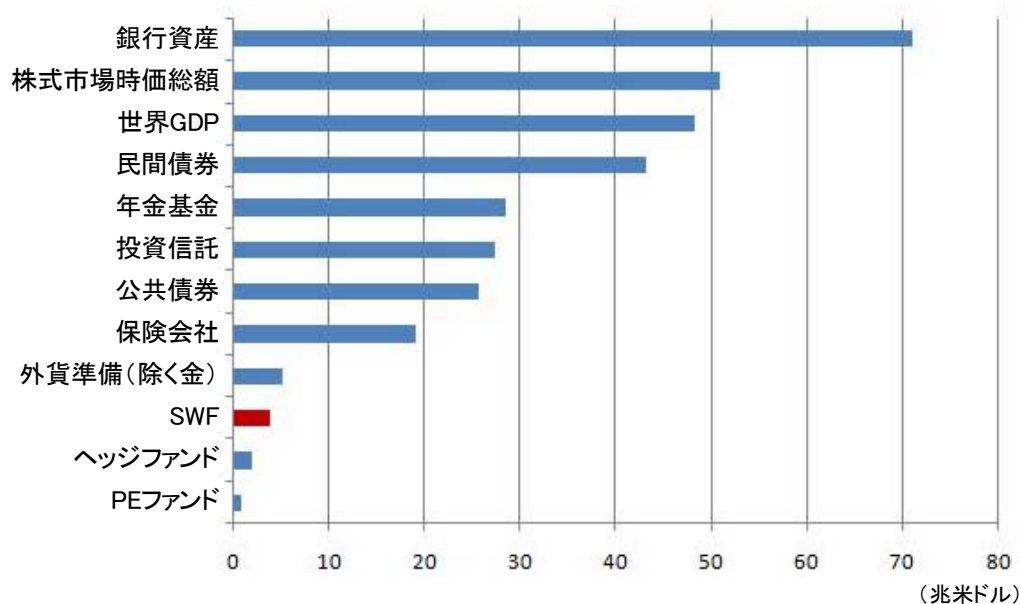
現在、各国の SWF の規模はヘッジファンドや PE ファンドを凌駕し、その急拡大のスピードは世界の金融の枠組みに影響を及ぼし始めている。モルガンスタンレーの 2008 年初の推計によると、SWF の資産は政府の巨額な外貨準備を背景に、年間 4,500 億～5,000 億米ドルの速度で増え続けており、世界の投資家の種類別順位も 2011 年には一つ上昇し、従来からの政府外貨準備を上回る見込みである（図表 6）。資金規模がこのように巨額なことから、SWF は将来、国際投資において重要な影響力を有する機関に成長する潜在力を持っていると示唆されている。

図表 5 SWFによる西側の金融機関への資本参加（2007年3月～2008年4月）

金融機関名	SWF	出資比率 (%)	投資額 (百万米ドル)
シティグループ	アブダビ投資庁	4.9	7,500
シティグループ	シンガポール政府投資公社	3.7	6,880
シティグループ	クウェート投資庁	1.6	3,000
メリルリンチ・ホールディングス	クウェート投資庁	3	2,000
メリルリンチ・ホールディングス	韓国投資公社	3	2,000
メリルリンチ・ホールディングス	テマセク・ホールディングス	9.4	4,400
モルガンスタンレー	中国投資有限公司	9.9	5,000
パークレイズ銀行	テマセク・ホールディングス	1.8	2,005
クレディスイス	カタール投資庁	1	603
UBSグループ	シンガポール政府投資公社(GIC)	9.8	9,750
UBSグループ	サウジアラビア通貨管理局	2	1,800

(出所) SWF Institute(2008b)

図表 6 資産の比較（投資家・資産の種類別）



(出所) IFSL Maslakovic (2008), various IMF publications-Global Financial Stability Report, Sovereign Wealth Fund Institute Last updated August 2008.

まず、SWFは、世界の資本市場における参加者の構造へ顕著な影響を与えている。SWFの世界の資本市場における位置づけは、その規模と成長性によって決定される。しかも政府支配下にあるという特殊性もあり、SWF（または公的部門）の世界の資本市場における地位は急上昇している。米国財務省は、足元で各国政府がコントロールしている金融資本（外貨準備+SWF）は約7.6兆米ドルに達し、世界総生産の15%に相当すると推計している。従来の民間多国籍企業は、日々勢力を増すSWFから挑戦を受けていると感じるだろう。ジョンソン（Simon Johnson）は、SWFが21世紀の主な国有投資家になり、民間プレーヤーを中心とする世界の資本市場の基本構造を変えてい

くと述べ、米国のサマーズ元財務長官は、SWF が資本主義システムを揺さぶり、20 世紀最後の 25 年間の民営化の波に続いて国有経済が再び台頭すると指摘した(Lawrence Summers, 2007)。

次に、SWF により国際資本移動の性質が変化した。外貨準備を投資する場合、流動性を確保しなければならないのに対して、SWF を通してエクイティ投資を行う場合、長期的に安定した投資戦略が必要となる。これらは、二つの異なるタイプの投資手法である。SWF(そのうちの安定化基金)が米国の双子の赤字を維持する主な資金源となり、世界経済の不均衡を長引かせたという研究がある。例えば、IMF は、2007 年 4 月に発表した「グローバル金融安定報告書」の中で、新興市場の公的部門、とりわけ中央銀行と SWF がグローバルな不均衡における重要な資金調達チャネルになっていると指摘した。IMF に所属する三人のエコノミストは、SWF は、資本が新興市場国から米国へ流れ、米国の財政赤字を維持するチャネルの一つであると主張している(IMF, 2007)。

第三に、SWF は国際通貨システムに次第に影響を及ぼしている。周知のように、キングストン体制の特徴は、ある一つの主権国家の通貨を主要な取引通貨と準備通貨とし、各国が固定相場制、変動相場制またはそれらの中間形態の為替制度を採用することにより、国際收支均衡を促進することにある。但し、キングストン体制下では、各国が通貨の切り下げ合戦を行ったり、基軸通貨が価値を落としてインフレ税同様の利益を求めたりすることがたびたびあった。仮に基軸通貨国が国際責任の履行、通貨価値の安定化を目標に自国の財政金融政策を策定しても、通貨価値の維持と国際收支の悪化のジレンマに悩まされることがある。結果的に国際責任は後回しにされ、外貨準備保有国は追加的な機会コストの支払いを余儀なくされがちである。

ここで、通貨同盟を立上げ、比較的固定的な為替制度を構築するには関係国の利益調整等を要し、長期にわたって共に努力する過程が必要であるのに対して、自国の SWF を創設するのは比較的簡単である。ゆえに、伝統的な外貨準備を適度に維持しつつ、余った外貨準備やその他の長期資金を原資に専門機関を設けて、主要通貨の債券以外の資産に投資するのは必然的な選択になる。結果として、SWF は国際準備通貨や米ドルの地位に必然的に一定の影響を与えてしまう。SWF の投資先はユーロ圏、日本及び新興市場等の米ドル以外の地域に及ぶ。SWF がある国に投資すれば、その国の通貨に対する準備通貨としての需要が高まるため、国際準備通貨、特に米ドルの地位に一定の影響を与える。また、SWF の台頭によって、新興国は先進国の債権者から資産所有者に身分を変えた。

第四に、SWF は国際資本移動の期間構造を変えた。通常、国際資本移動は長期資本移動と短期資本移動に分けて考察される。長期資本移動は直接投資 (FDI)、間接投資(証券投資)、国際貸付等から構成され、短期資本移動は主として貿易に伴う資本移動、銀行間の資本移動、ヘッジや投機による資本移動等から成る。長短期の境界は通常 1 年とされる。明らかに、この二種類の資本移動の動機、目標、一国の国際收支均衡や世界の金融・経済の安定と発展に及ぼす影響には異なるところがあり、監督上の要求も異なる。現実には、国際資本移動に関して長期資本移動が概ね肯定、歓迎、奨励されるのに対して、短期資本移動は常に注目、警戒され、ひいては対策を講じられて制限される。

SWF は長期資本の一形式であり、その勃興と発展は、国際資本市場における中長期資本の比重を高めた。他方、SWF はその政策目標や投資運用の特徴から、運用先を流動性の高い債券市場から株式市場、ひいては不動産や鉱産物等の実業投資に移し、しかも投資の長期性と戦略性をより重要視するようになったため、資産価値の保持に重点を置く従来の外貨準備の運用と比べて、さらに長期志向が強い(図表 7)。

図表 7 外貨準備の資産配分と SWF の資産配分

	(単位:%)				
	米国	欧州	日本	英国	その他
①新興市場の外貨準備の資産配分					
株式市場	0	0	0	0	0
債券市場	60.5	28.6	2.6	5.9	2.4
②SWFの資産配分(投資が、時価総額加重のポートフォリオに基づいて行われると仮定)					
株式市場	44.5	15.1	9.5	7.7	23.2
債券市場	41.7	24.9	15.9	4.3	13.2

(出所) IMF の COFER データベース、欧州中銀の報告書「SWF のグローバル資本市場への影響」(2008)

### 3. SWFに対する監督についての探求と実践

国際資本市場の重要なプレーヤーである SWF を巡っては、生れつきのソブリン性、規模の急速な拡大、国際金融市場へ及ぼす大きな影響力という見地から、SWF の監督に向けた動きが見られる。監督の原理原則から考えると、SWF には他のファンドと共通する点もあれば、他と異なる特殊性もある。まず、監督目的の点では、SWF は他のファンドと一致している。つまり、投資家の利益保護と、安全で安定した、効率の高い金融市場の運営の促進である。次に、監督の内容の点では、公募・私募ファンドと違って、SWF は国が出資者であるという性質を持つため、投資家保護の視点からの監督がしやすい一方、生れつきの不透明性やソブリン性のため、監督上の要求はより高くなる。さらに、監督方法の点では、SWF のグローバルな運用に対する国際的な監督が必要であるため、国際機関は監督原則に関するガイダンスを制定しなければならない。各主権国家間の利益の調整のために国際経済機関の間の高度な協力を必要とすることが、SWF に関する監督の最も重要な特徴である。

SWF に対する各国の懸念は、新たな金融保護主義を招きやすい。但し、現状では、各国、特に西側先進諸国は依然として国内法を通じて SWF を監督している。例えば、米国は「2007 年外国投資安全保障法」の改正を通じて、政府を背後に有する SWF に対する審査を強化した。フランスは自国の戦略的利益に関わる分野を守り、SWF の影響を受けないようにする旨の文書を起草している。ドイツ政府も米国の「外国投資委員会」に似た省庁横断型の部署を設立し、ドイツでの SWF の投資行動を監視監督させることを考えている。EU のマンデルソン通商政策担当委員は、EU が黄金株(golden share) 制度を導入して一部の投資・買収の提案を阻止し、外国政府による悪意のある投資行動に対抗することを提案した。

国際的な動きとしては、2008 年 4 月に米国のワシントン DC で開催された G7 財務大臣・中央銀行総裁会合において、IMF が SWF 行動規範を制定し、OECD が SWF 受入国の行動規範を制定する方針を打出した。その後、米国がシンガポール、UAE とそれぞれ相互協定を締結し、EU、豪州なども独自の SWF 基準を制定している。現在、SWF の保有国と受入国に影響力を有する監督規定は三つで、グローバルなトレンドから見て、その中の「サンチアゴ原則」と OECD が制定した行動規範が普遍的な適用性と指導効果を持っている。

## 1) 米国とGIC・テマセク、UAE間の個別協定

2008年3月20日、世界最大の二つのSWFと米国政府の間で、当該SWFの行動を規範化するための「ワシントン協定」が締結された。2007年のサブプライム・ローン危機発生後、UAE、シンガポール等のSWFが続けざまに西側金融機関の株式取得に乗り出したため、SWFは大きく注目されるようになり、またSWFに対する懸念も強まった。「ワシントン協定」は、SWFに関わる原則（5条項）、SWF受入国に関わる原則（4条項）から成る。その要旨は図表8の通りである。

これらの原則を見る限り、本協定は、SWFの投資行動に対して、受入国の投資に関する法規制の遵守を義務付けるほか、SWFによる投資の商業的目的を強調し、情報開示とガバナンスを強調している。他方、受入国は、専らSWFを対象にした保護主義的障壁あるいはその他の制限措置を採らないことを約束している。

## 2) サンチアゴ原則及びその具体的内容<sup>3</sup>

2008年4月30日～5月1日の間に、SWFに関わる国際ワーキンググループ（International Working Group of Sovereign Wealth Funds, IWG）がワシントンで設立された。IWGはSWFを保有する26のIMF加盟国から構成される。ワシントン、シンガポール、チリのサンチアゴで会合を開き、三回目の会合で「サンチアゴ原則」（Santiago Principles）が策定された。サンチアゴ原則の主な内容は、①SWFの法的枠組み、目的、マクロ経済政策との協調、②組織の枠組みとガバナンス構造、③投資とリスク管理に関する枠組み等であり、主権国家の投資行動とリスク管理の規範化の指針として、オープンで透明な国際投資環境を作り上げることを目的としている。

これらの内容に通底しているのはSWFの最大課題とされる透明性の問題である。SWFの透

図表8 米国とシンガポール、UAE間の投資協定

### ①SWFに関わる原則

- 1 SWFによる投資は、純粋に商業利益の追求を目的としなければならない、それを支配する政府の地政学上の目的を直接・間接的に達成することに寄与してはならない。
- 2 SWFは一定時期における投資目的、投資目標、組織体制、財務情報、特に資産配分、ベンチマーク並びにリターン等の投資情報をより多く開示することで、金融市場の不透明性を減らし、投資受入国の信頼を得られる。
- 3 SWFは完全な企業統治体制、内部統制、業務・リスク管理システムを整備しなければならない。
- 4 SWFと民間部門は公平に競争しなければならない。
- 5 SWFは、受入国がSWFに適用するルールと情報開示要件を遵守しなければならない。

### ②SWFの受入国に関わる原則

- 1 受入国はポートフォリオ投資もしくは対外直接投資に対して保護主義的障壁を設けてはならない。
- 2 受入国は予測可能な投資の枠組みを確保しなければならない。
- 3 受入国は投資家を差別してはならない。
- 4 受入国は投資家の判断を尊重し、SWFによる投資に影響を及ぼそうとせず、SWFへの介入を極力回避しなければならない。

（出所）筆者作成

<sup>3</sup> 3-2)、3)は、神山(2009)を主に参考にした。

明性については、①政府による SWF への関与、②SWF による投資活動の実態の二点が最も関心を集めている。

SWF の投資活動に関わる情報開示に関して、サンチアゴ原則は SWF の保有者（政府）と社会一般に対する開示を別々に規定した。社会一般向けに開示されるべき事項は、①資産配分、ベンチマーク、リターン等の財務情報（原則第 17 条によると、SWF の財務情報は一般向け開示されなければならない。この開示によって SWF の経済的、財務的方向性が示され、国際金融市場の安定に寄与し、受入国の信頼を高められる。）、②投資目的、運用スタイル、リスク許容度、レバレッジの有無等の運用方針（第 18 条 3 項によると、SWF の運用方針に記載される内容は一般に公開されなければならない。）、③社会的・倫理的・宗教的理由に基づく投資等（第 19 条 1 項によると、投資判断が経済的・財務的根拠以外のものに基づく場合、それを投資方針に明示しなければならない。）である。

SWF を保有する政府に対して開示されるべき事項は、マクロ経済統計に使用される統計データ（第 5 条によると、SWF の統計データは適時にその保有者に報告されなければならない。別に規定がある場合、それをマクロ経済データに含める）、資産及び投資パフォーマンス（第 23 条によると、SWF の資産及び投資パフォーマンスは、絶対パフォーマンス、ベンチマークがある場合、相対パフォーマンスとも、明確に定められた原則及び基準に従って計算され、保有者に報告されなければならない）である。SWF の「資産」は一般向けでなく政府向けに開示される情報であるため、市場関係者が注目する SWF の運用資産残高と投資対象は依然神秘のベールに包まれたままである。

いずれの国も国家安全保障上、SWF の投資行動を規制する法律を設けているため、包括的な行動規範といっても、SWF が自ら合意した自主規律であり、受入国の直接的規制や監督にはならない。自主規律が主であり、国際的な「監督者」がいるわけではなく、IMF 自体も実際のところ監督者ではない。ある種の行動規範が打出され、SWF に守られたとしても、各受入国にとっては、それは SWF による投資の実施可能性を評価する基準の一つに過ぎず、他に、SWF の評判や自律性、投資される企業の性質及び SWF 保有国と受入国の政治関係等も考慮される。

行動規範が任意なものであることから、サンチアゴ原則の遵守状況をモニタリングし、行動規範をより完璧なものにするためのフォローアップを行うために、各国は IWG の常設機構化について合意した。すなわち、IWG は各国の代表からなるフォーラムを設立し、その下に事務局を設けた。事務局のスタッフは IMF の正式な職員となる。

### 3) SWF及びその受入国に関するOECDの行動規範

2008年6月に、OECDはSWF投資の受入れ国の行動規範として、「SWF及び受入国に関するOECD宣言（OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries）」を発表した。その内容は、内外無差別原則を謳うと同時に、SWFの投資が政治的思惑に基づいて行われる場合、安全保障の懸念が生じるため、SWFの投資に対して当然、制限を設けるべきである、というものである。この宣言は過去にOECDが採択した国際投資に関する各種原則で提唱されてきた内外無差別、透明性、段階的自由化、新たな障壁導入の防止、自由化プロセスにおける相互主義の回避等の内容を踏襲するものである。



図表 9 OECD が制定した受入国に関わる行動規範

SWF 及び受入国に関する OECD 宣言
受入国は国外からの投資に対する保護主義的障壁を設けてはならない。
受入国は同様な条件にある投資家を差別してはならない。国内または国外の投資家に対する一般的な規制の適用では正当な安全保障上の懸念を解消するのに不十分な場合に限り、投資に関する追加的制限が検討されるべきである。
正当な安全保障上の懸念が生じた際、受入国の投資に関わる防御措施は ・透明且つ予見可能でなければならない。 ・明確に定められた安全保障上のリスクと比例したものでなければならない。 ・その適用において説明責任がきちんと果たされなければならない。

#### 4. SWFに関わる監督上の利益バランス

SWF の監督は SWF の利益関係者間の駆け引きによって決められる。各主権国家や国際機関の規制は、国際金融市場の開放と資本の自由な移動の擁護を基本的な出発点とし、透明性と金融保護主義という二つの中核的問題の解決に主眼を置いた上で、SWF による投資と関係する国家安全保障問題を解決しようとしている。

##### 1) SWFに対する監督の理論的基礎

上述の SWF と国際資本移動に関する分析からわかるように、主として各国間の金利差と為替レート予想に基づいてアービトラージ取引の資本移動が誘発される。問題は資本移動の自由度をどこまで容認するかである。1997 年のアジア通貨危機を受けて生じたヘッジファンドに関わる国際的な監督に関する議論と昨今の SWF に関わる国際監督に関する議論は、いずれも国際資本移動に焦点を当てているが、相違点もある。ヘッジファンドに関わる国際監督は、新自由主義原則を標榜し、これまでに実質的な成果を上げておらず、各国は自国内の金融システムの健全化や外貨の備蓄の増強等の防衛策を採っているだけである。これに対して、SWF に対する監督については、G7 が IMF と世界銀行に、SWF に関する良好な行動規範の制定を求めた。ドイツ政府は米国への海外直接投資に関わる米国の審査手続きをモデルに、SWF に対応するための新しい法律を制定する予定であり、EU は域内各国に適用されるルール作りを検討している。

上述したように、世界貿易や金融投資に関する経済理論はいずれも自由市場の原則を遵守すべきであると主張しているが、この原則は、市場においては SWF やヘッジファンドの力が増したことで、監督上の課題を提起している。

また、自由市場の効率的な運営を確保する上で、理性的な投資判断に必要な情報が市場参加者に提供されることは国際金融市場の効率的運営の前提である。ここで、透明性の問題が、純粋な市場情報のみならず、主権国家の安全保障政策に関わる問題になると、自由市場の原則も透明性も調整されなければならない。

しかし、全般的に言って、これらの課題や調整は、SWF に対する監督を含む世界金融システムの運営に関わる理論的基礎を変えるものではない。

## 2) 透明性の問題

透明性の問題は SWF に関わる監督の原則において最も重要な点であり、IMF のサンチアゴ原則において、一貫して規範・基礎的な問題と位置づけられた。しかし、誰向けに、何を、どのように開示すべきかといった透明性に関わる問題はまだ完全に解決されたわけではない。サンチアゴ原則は主として SWF に対する政府の関与の有無、SWF による投資活動の実態等の情報に注目した。米国の無党派シンクタンクであるピーターソン国際経済研究所 (Peterson Institute for International Economics) のエドウィン・トルーマン (Edwin M. Truman) 氏によると、IMF によるサンチアゴ原則は 100 点満点で、74 点しかつけられない。同氏は、サンチアゴ原則で最も不満な点は説明責任と透明性であると述べ、特に社会全体に情報開示するのではなく SWF 保有者である政府にのみ開示すれば済む点を問題視し、それにより自国民への説明責任が果たされないと指摘した。また、同氏は、SWF の規模に関する開示が義務付けられていない点も批判している。

国際 SWF 研究機関 (Sovereign Wealth Fund Institute) は SWF の透明性に関する評価手法、Linaburg-Maduell 透明性指数を発表している。この指数は SWF が公開すべき 10 の重要事項に基づいて編制される。同機関は透明性の合格点を 8 点としている。10 項目の具体的な評価原則及び SWF の格付けは図表 10、11 の通りである。

図表 11 が示すように、一部の SWF はこの透明性評価システムにおいて非常に高い点を得ている。高得点を得た SWF であるノルウェーの GPF、シンガポールのテマセク、米国のアラスカ (いずれも 10 点満点)、カナダの AHF、アゼルバイジャン等はいずれも SWF の規模、収益率やポートフォリオを一般向けに詳細に公開している。他方、UAE、クウェート、カタール、ベネズエラ、オマーン (点数が 1 点と極めて低い) の SWF は透明性が低いとされる。

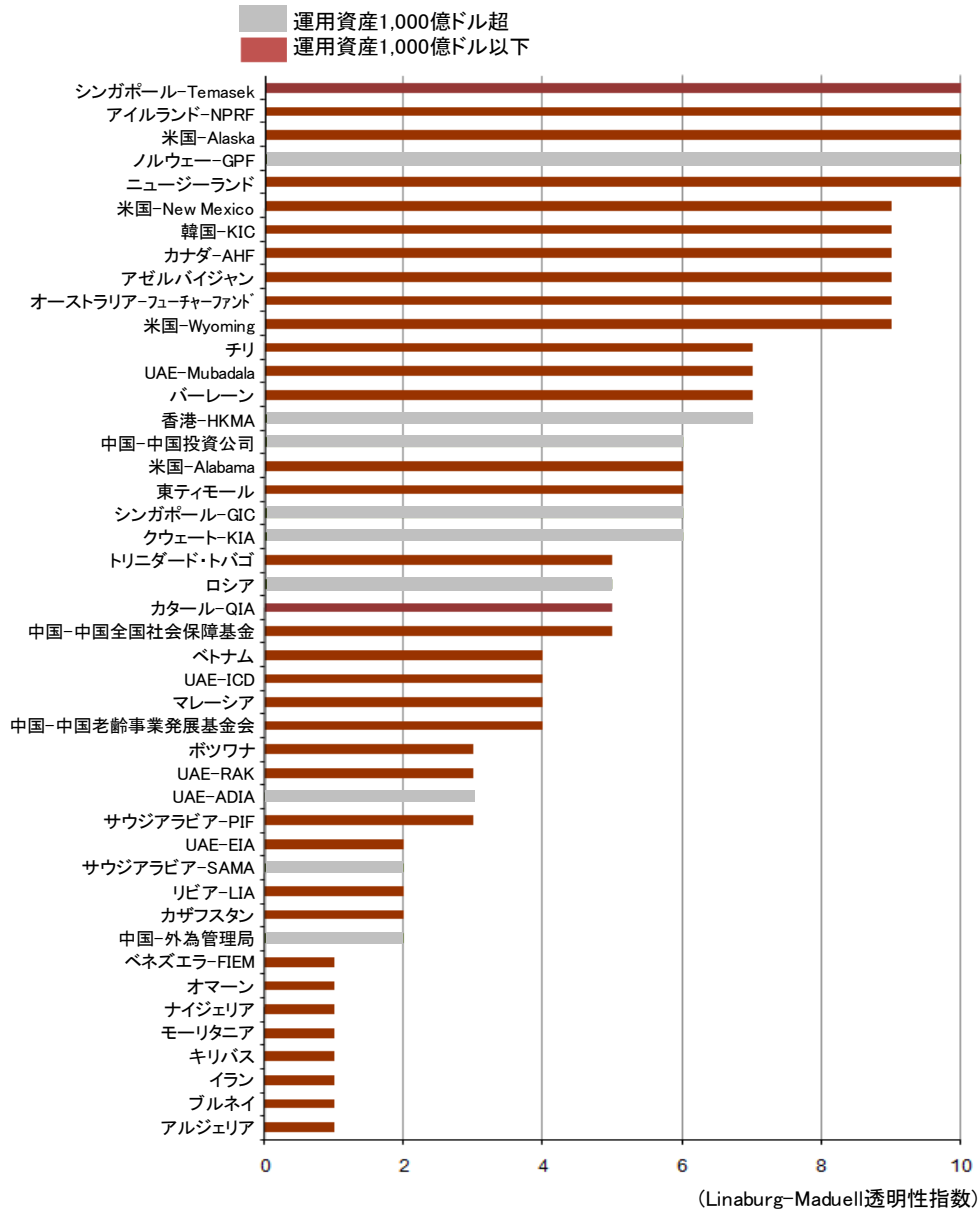
ところが、透明性はどのように達成されるべきかが、IWG で論争となった。例えば SWF が株主権を行使する場合、関連の情報を開示しなければならないと規定したサンチアゴ原則第 21 条を巡り、SWF が投資する場合、議決権を放棄するか、あるいは、出資比率を一定限度内に抑えることを求める国があったが、自由市場の原則の基本に反するとして、多くの国に反対

図表 10 Linaburg-Maduell 透明性指数の評価方法

点数	評価指針
+1	SWF はファンドの創設歴史、資金源、保有者構成等を完全に公開する。
+1	SWF は外部監査を経た年報を適時に開示する。
+1	SWF は株式保有比率、地域別情報を公開する。
+1	SWF はポートフォリオの時価総額、投資リターン等を開示する。
+1	SWF は倫理的基準及び投資戦略を制定する際の原則を開示する。
+1	SWF は投資戦略と目的を明確に説明する。
+1	可能である限り、SWF は下部組織やその連絡方法を公開する
+1	可能である限り、SWF は外部の管理者の情報を公開する。
+1	SWF は自らウェブサイトを経営し、適時に情報や資料を開示する。
+1	SWF は住所、電話、ファックス番号など連絡方法を公開する。

(出所) SWF Institute ウェブサイト

図表 11 主要 SWF の透明性評価における主要 SWF の順位



(出所) SWF Institute

された。また、SWF が上場企業に投資した場合、議決権行使の結果は記録に残り、調べられるが、非公開企業であれば運用上難しい。更に、透明性要件の達成方法について、過半数の国は漸進的なやり方で徐々に透明性を高めていくことも受け入れられると主張している。しかも市場にはヘッジファンド等の規模が大きいわりに不透明な投資家も多いことから、透明性のルールはグローバルに適用される無差別の共通原則で、国際市場の全ての参加者が守らなければならない。また、一枚の硬貨の裏と表の関係のように、SWF が透明性の確保に努めると同時に、投資受入国も金融保護主義を抑止しなければならない。このようにして初めて透明性の問題は効果的に解決され、グローバルな金融システムの擁護と資本市場の効率の向上に繋がる。

これらの課題はあるものの、IMF の行動規範が制定されるにつれ、各国の SWF は自主的に

透明性の向上に取り組み始めた。例えば、シンガポール政府投資公社（GIC）は 2008 年 9 月に、1981 年の創設以来初めてとなる年度報告書「2007/2008 年における政府ポートフォリオの管理に関する報告書（Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2007/2008）」を公表した。世界最大級で、歴史も長い一方、秘匿性の非常に高い SWF として知られるアブダビ投資庁（ADIA）もウェブサイトの内容を大幅に充実させ、歴史、人材、投資戦略、企業統治、組織体制、採用、プレスリリース等のリンクを加え、組織体制を詳細に開示した。これらの内容はいずれも簡潔で、資産規模、資産配分、外部委託状況等の具体的な情報は欠けているが、各国の SWF が透明性問題にかなり注意を払っていることがわかる。SWF は本国の実情に合わせて、順を追って低い透明性から、中レベルの透明性、高い透明性へと進んでいくだろう。

### 3) 金融保護主義の阻止

先進国に投資する SWF は、米国や他の政府の債券を購入して金利収入を得る投資戦略では最早満足せず、より高いリターンが期待できる資産の買収や、場合によっては戦略的投資の実行を望んでいる。一般的に、SWF による商業目的以外の投資としては、以下の三種類が考えられる。一つ目は戦略的な意義を有する株式の取得である。普通の民間企業による投資であればなんらの懸念も生じないかもしれないが、背後に政府が存在する SWF が潜在的な戦略性を持った資産を購入するとなると、その投資に明らかな経済合理性があっても、その投資案件は完全に別扱いされることになる。具体的には、通信、エネルギー、金融分野への投資や、知的財産権を取得するための投資等である。二つ目は資源ナショナリズムに関わる投資である。これは世界を舞台に戦略的物資や資源使用权を買収する意図を指す。三つ目は SWF が国家戦略における役割を果たすために行う投資である。これは地政学的関係に関わる問題である。

SWF の生れつきの「ソブリン性」に対する懸念から、とりわけ中国やロシアが SWF を設立したことを見て、投資対象国は SWF による投資行動を危惧し始めた。恐るべき動機を持つ一部の SWF に対抗するため、これらの国は外資による自国の戦略的資産の買収を阻止するための対策を採るよう呼びかけている。戦略的投資に対する保護主義の抵抗は確かに存在し、世界の貿易に害を与えている。近年しばしば見られるように、これらの投資はすべての投資受入国に歓迎されているわけではない。例えば、タイ政府はシンガポールのテマセクによるタイのある電信会社の株式取得に反対姿勢をとった。また、米国議会で「国家安全保障」に関わる理由で反対意見が出たため、ドバイ・ポーツ・ワールド（Dubai Ports World）社は、米国の六つの港湾運営権を有する大手船会社である英国 P&O 社の買収計画の放棄を余儀なくされた。もしも今後も政治的反応がこのように激しいならば、政府が保護主義を危惧すべきであるのみならず、市場関係者も保護主義のもたらす結果を十分に認識する必要があるだろう。

SWF による自国の戦略的資産への投資に対する受入国政府の保護主義的な対抗姿勢は、一部の国のグローバル化への反発感情の高まりに呼応している。一方、SWF が隠密に行動し、且つ、戦略的意図を持っていれば、受入国の保護主義的な反応を招く。このため、最善の解決方法は、基本ルールを制定し、その中で各利益関係者の観点を十分に具体化させると同時に、市場の力を最大限活用し、市場メカニズムを発揮させることである。SWF に、透明性の確保は SWF 自身にとっても、国際金融システムにとっても有益であることを認識させる必要がある。

IMF と OECD の主導によって、SWF に関わるグローバルな枠組みが確立されている。SWF はサンチアゴ原則の要求に従って透明性の向上に取り組むことを求められ、一方、投資受入国も行動規範を遵守し、自由で開放された投資環境を整備・維持することを求められる。透明性と金融保護主義の阻止は一つの問題の二つの異なる側面であり、伝統的な経済学の自由市場原則に基づいて、開かれた国際金融市場を維持することは非常に重要な意義がある。

## IV. 主な結論

SWF は国際資本市場における重要なプレーヤーとして、近年その規模と影響力を増しつつあり、今後も比較的速く成長していくと見込まれる。一国の国民の富であるという SWF の特性から、SWF の投資運用には複数の政策目標が与えられている。SWF を設立した国の視点に立てば、これらの政策目標は当然合理性を有するものの、SWF 生来のソブリン性を考えると、投資受入国が懸念を抱くのも不思議ではない。それゆえ SWF に関わる監督は通常の監督と異なる特徴を有する。

- ① SWF に関わる監督の目標は従来の監督と明らかに異なる。SWF の監督の重要課題は、SWF による非商業目的の投資に対する投資受入国側の懸念を払拭しつつ、同時に、そうした懸念を理由に投資受入国が金融保護主義に走ることを阻止することである。また、SWF による投機・冒険的行動がグローバルな金融危機を誘発するのを回避することよりも、その投資運用の商業性の確保、金融保護主義の阻止、金融のグローバル化の促進に重点が置かれる。伝統的解釈によると、監督とは市場への介入を意味するが、SWF に関わる監督は、国家主権を身に纏うこの特殊な市場主体を監督し、商業目的以外の行動を防ぐことを目標とする。
- ② SWF の勃興と発展に起因する国際経済と金融市場の枠組みの変化のトレンドを十分に重視すべきである。SWF に関わる監督上の模索、とりわけ IWG によって打出されたサンチアゴ原則は先進国と新興市場国の協議によって得られた成果であり、国際金融市場の実情に適応した国際金融システムの構造調整の一環である。このようなトレンドにあるからこそ、IWG は SWF に関わる国際的な監督を調整するための常設機関設立を決定したわけである。中国等がこれらの国際的組織に参加し、国益のために意見を述べ、より大きな行動上の自由を目指して努力することは非常に有意義である。
- ③ 透明性は SWF に関わる監督の問題の核心である。SWF の透明性をできるだけ高めることは、政治的抵抗を和らげ、金融保護主義を阻止するための重要な措置である。同時に、透明性に関わる過度の監督は、多くの新たな問題を誘発し、国際金融市場の効率と競争力を阻害しかねないばかりでなく、安全保障と安定性維持の面においても限定的効果しか発揮できないことを十分に認識しなければならない。はっきりした監督目標は SWF の投資に極めて重要な影響を及ぼす。
- ④ SWF に関わる監督は市場メカニズムを基本にしつつ、監督面での国際協力を基盤とする監督体制を堅持しなければならない。すなわち、政府による監督への依存を減らし、適切なインセンティブ・メカニズムを構築する等、SWF の自己規律と市場の持つ制約機能を働かせる環境を整備する。同時に、市場メカニズムによる監督機能に過度に頼らず、国際協力を通じて、統一された監督基準と情報交換のプラットフォームやメカニズムを構築して、SWF

の国境を越えた投資活動を監督しなければならない。国際機関は新興国のシェアを増やし、ルール作りにおける新興国のプレゼンスと発言権を強化すべきである。IWGによる「サンチアゴ原則」の制定やその後の常設機関の設置などの監督面の実践の中で、この点は既にある程度体现されている。

#### 【参考文献】

- [1]. “Investment Strategies Examined for Sovereign Wealth Funds”, *Business Wire*, 12/12/2008.
- [2]. Zhang, Ming, “China’s Sovereign Wealth Fund: Weakness and Challenges”, *Working Paper No. 0823, Research Center for International Finance*, 12/ 20/ 2008.
- [3]. GIC, “Is GIC a private company or a government body?” Frequently Asked Questions, 2008, [online; cited 2 July 2008]. Available from: <http://www.gic.com.sg/faq.htm#01>.
- [4]. Zhang, Ming, “CIC paid its interest through Central Huijin,” *FTChinese.com*, 2008a, [online; cited 27 March 2008]. Available from: <http://bank.cnfol.com/080327/136,1569,3959783,00.shtml>
- [5]. IMF, “Global Financial Stability Report : Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies”, 12/2007, <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/index.htm>.
- [6]. SWF (Sovereign Wealth Fund) Institute, “China Investment Corporation” 2008a, [online;cited 7 July 2008]. Available from: <http://www.swfinstitute.org/fund/cic.php>.
- [7]. SWF Institute, “Subprime Report – Cash infusion,” *Statistics and Research*, 2008b, [online;cited 7 July 2008]. Available from: <http://www.swfinstitute.org/research/subprimereport.php>.
- [8]. “Sovereign Wealth Funds—A Work Agenda”, *IMF*, February 29, 2008 <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>.,
- [9]. OECD, “Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies”, *Investment Committee Report*, 4 April, 2008.
- [10]. “Norges Bank Investment Management: Annual Report”, <http://www.norges-bank.no/upload/nbim/reports/2008/annual%20report%202007.pdf>, *NBIM*, 2007.
- [11]. Lowery, Clay, “Sovereign Wealth Funds and the International Financial System”, *Remarks at the Federal Reserve Bank of San Francisco’s Conference on the Asian Financial Crisis Revisited*, US Treasury, June 21, 2007, <http://www.frbsf.org/banking/asiasource/events/2007/0706/papers/lowery.pdf>.
- [12]. Truman, Edwin M., “A blueprint for sovereign wealth fund best practices,” Policy Brief, No. 08-3, *Peterson Institute for International Economics*, 2008.
- [13]. Truman, Edwin M. “Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability”, Peterson Institute for International Policy Brief 07-6, August 2007.
- [14]. Magnus, George, “Sovereign Wealth Funds and the Rise of the “Global South” ”, *The Globalist*, August 31, 2007.
- [15]. Jen, Stephen “Sovereign Wealth Funds and Official FX Reserves”, *Morgan Stanley Research Global*, September 15, 2006.
- [16]. Jen, Stephen, “Tracking the Tectonic Shift in Foreign Reserves and SWFs”, *Morgan Stanley Research Global*, March 16, 2007.
- [17]. Summers, Lawrence, “Funds that Shake Capitalist Logic”, *The Financial Times*, July 29, 2007.
- [18]. Wade, Robert H., “Sovereign Funds a Useful Weapon for Poorer Nations”, *Financial Times*, August, 2007.

- [19].Halliday, Fred, "Sovereign Wealth Funds: power vs principle", 2008. [http://www.tni.org/detail\\_page.phtml?act\\_id=18035&username=guest@tni.org&password=9999&publish=Y](http://www.tni.org/detail_page.phtml?act_id=18035&username=guest@tni.org&password=9999&publish=Y)
- [20].陳超, 《世界的に台頭するSWF》, 《当代金融家》第10期、2006年
- [21].陳超, 《SWFの将来発展に五大挑戦》《上海証券報》5月15日、2008年
- [22].陳学彬 鄒平座 金融監督の理論と実践に関するレビューと展望 中国學術刊行物サイト <http://www.cnki.net>
- [23].神山哲也, 「SWF: 行動規範の策定と最近の動向」, 『資本市場クォーターリー』2009年Winter, 野村資本市場研究所