

## 大手 SWF と相互協定を締結する米国

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 米国財務省は 2008 年 3 月、シンガポール、アブダビ首長国政府並びに両国の国富ファンド（SWF）である GIC、アブダビ投資庁と、SWF の対米投資に係る相互協定を締結したことを発表した。
2. 相互協定では、SWF に係る原則として、SWF による投資が政府の政策的目的を達成するために行われてはならないことや、情報開示を充実させることなどが規定された。他方、SWF の投資を受け入れる国に係る原則としては、SWF の投資に対して保護主義的障壁を設けてはならないことなどが規定された。
3. SWF に係るグローバルなベスト・プラクティスを策定するという世界的潮流がある中、米国がこのような相互協定締結に乗り出したのは意外とも言える。米国としては、サブプライム問題が長期化する可能性が指摘される中、米国金融機関の有事に備え、資金の豊富な SWF とのパイプを作っておきたいという思惑があったものと思われる。
4. SWF に係る独自基準の策定は米国以外でも進展している。欧州連合が SWF のガバナンス及び透明性に係る原則案を発表したほか、オーストラリアは SWF の対オーストラリア投資に係るスクリーニング基準を設けている。また、米国カリフォルニア州は、人権保護上問題のある国の SWF が投資しているプライベート・エクイティに同州の公務員年金及び教職員年金が投資することを禁じる法案を審議している。
5. このような独自基準の策定に対しては、批判的に見る向きも多い。SWF による日本株投資の増加を示唆する動きが見受けられる中、我が国としては、世界的な議論の趨勢を見据えつつ、対応策を検討していくべきものと思われる。

## I 世界の流れは「ソフトな規制」へ

米国財務省は 2008 年 3 月、シンガポール、アブダビ首長国政府並びに両国の国富ファンド（Sovereign Wealth Fund、SWF）である GIC、アブダビ投資庁と、SWF の対米投資に係る相互協定を締結したことを発表した。米国は、国別に SWF の投資に係る基準を策定するのではなく、グローバルなベスト・プラクティスを策定するという方針を支持してい

たため、米国が単独で上記両国と相互協定を締結したのは意外とも言える。

SWF によるグローバルな投資活動の活発化を受け、欧米諸国の間では SWF に対する規制を導入・強化すべきとの議論が高まった。しかし、サブプライム問題後の SWF による欧米金融機関への出資により、SWF を友好的な長期投資家とする見方が広がってきた。これを受け、SWF の規制を巡る世界の潮流も、SWF の投資に関するグローバルな最良行為規範（ベスト・プラクティス）を策定し、SWF に自主的な情報開示を促すという、よりソフトな規制を求めるというものになっている。

それが端的に表れたのが、2008 年 2 月に開催された先進 7 カ国財務相・中央銀行総裁会議での議論である。そこでは、①SWF に係るベスト・プラクティスを国際通貨基金（IMF）が策定し、②SWF の投資を受け入れる国に係るベスト・プラクティスを海外経済協力機構（OECD）が策定する、という方針が打ち出された。

現時点では、IMF 及び OECD が策定するベスト・プラクティスにどのような内容が盛り込まれるかは不明だが、SWF に自国民に対する受託者責任や透明性の確保を求める一方、SWF の投資を受け入れる国に対しては内外無差別の原則を採用することを求めるものと思われる。

## II 米国とシンガポール、アブダビ首長国との相互協定

### 1. 相互協定の背景

このような世界的潮流を支持していたにも関わらず、米国が両国と SWF 投資に係る相互協定締結に乗り出した背景には、サブプライム問題による米国金融機関の財務状況の悪化がある。既に、サブプライム問題で多額の損失を計上したシティグループ、モルガン・スタンレー、メリルリンチが 2007 年末から 2008 年初頭にかけて、アブダビ投資庁や GIC を始めとする SWF の出資を相次いで受け入れている。米国としては、サブプライム問題が長期化する可能性が指摘される中、IMF 及び OECD の取り組みを尊重しつつ、米国金融機関の有事に備え、資金の豊富な SWF とのパイプを作っておきたいという思惑があったものと思われる。これは、相互協定締結に際して、ヘンリー・ポールソン財務長官が、①米国が両国 SWF からの投資を歓迎する旨、②IMF 及び OECD によるベスト・プラクティスの策定をサポートしていく旨を明らかにしているところに表れている。

また、数ある SWF の中で GIC とアブダビ投資庁が選ばれたのは、何れも SWF の中で大手とされている上、GIC は UBS に、アブダビ投資庁はシティグループに大型出資をした実績があることを米国政府が勘案したためであろう。

## 2. 相互協定の内容

米国がシンガポール、アブダビ首長国と締結した相互協定は、①SWFに係る原則、②投資受入国に係る原則、からなる。「SWF」、「投資受入国」と一般的な書き方になっているのは、本原則が直接的には米国及びシンガポール、アブダビ首長国に適用されるものであると同時に、IMF及びOECDによるベスト・プラクティス策定作業の礎になることを期待してのものである。相互協定で定められた、①SWFに係る原則、②投資受入国に係る原則、の内容は以下の通りとなっている。

### ① SWFに係る原則

- ・ SWFによる投資判断は、純粋に商業的な根拠に基づいて行われるものでなければならず、それを支配する政府の政策的目的を間接的ないし直接的に達成することを目的とするものであってはならない。この点についてSWFは、資産運用の基本方針の一部として公式に表明しなければならない
- ・ 組織の目的、投資の目的、組織上の取り決め、財務情報（特に資産配分、ベンチマーク、一定時期に渡る投資リターン）などに関する情報開示の充実が求められる。これにより、金融市場における不安を除去し、受入国との信頼関係を小売り区出来る
- ・ SWFは、強固なガバナンス体制、内部統制、業務管理及びリスク管理システムを採用していなければならない
- ・ SWF及び民間セクターは平等に競争するべき
- ・ SWFは受入国のルールを尊重し、彼らが投資する国の規制及び情報開示義務の全てを遵守しなければならない

### ② 投資受入国に係る原則

- ・ SWFの投資を受け入れる国は、SWFによるポートフォリオ投資若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
- ・ 受入国は、予測可能な投資に係る枠組みを確保しなければならない。外国からの投資に係る規制は、一般に公開され、明確に規定され、予測可能であり、強固かつ一貫した法の支配の原則に基づいていなければならない
- ・ 受入国は、投資家を差別してはならない。外国からの投資に係る規制は、同等な条件の投資家を平等に取り扱わなければならない
- ・ 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、極力介入を避けなければならない。国家の安全保障を目的とした投資に係る制限は、投資によって生じる安全保障上の真のリスクと比例していなければならない

### 3. 相互協定に対する評価

今回の米国政府の動きに対しては、米国内でも意見が分かれているようである。国際経済のシンクタンクであるピーターソン・インスティテュートのエドウィン・トルーマン氏は、「米国政府がシティグループの株式 10%を保有することに対しては誰もが反対するにも関わらず、外国政府が 10%保有できるというのはおかしい。米国政府による保有であれば、少なくとも米国の納税者に対する責任は持てるはずだ」と述べている。より厳しい態度で SWF の対米投資を規制するべきとの立場を採ったものと言える。

他方、自由主義経済を標榜するシンクタンクであるカトー・インスティテュートのジェームズ・ドーン氏は、「米国は自由の国であり、開かれた市場がある。米国の投資家が中国その他に投資したいのであれば、彼らが米国に投資することも（重大な脅威が生じない限り）認めるべきだ」とし、今回の米国政府の動きを評価している<sup>1</sup>。このように、両者の主張は表面的には反対の立場を採るものであるが、今回の相互協定について、原則として SWF による自由な対米投資を認めたものと解釈している点では一致していると言えよう。

## III 独自基準の策定に向けたその他の動き

### 1. SWF のガバナンス及び透明性に関する原則案を発表する EU

SWF に係るグローバルなベスト・プラクティスを策定するという世界的な潮流がある中、米国以外にも、欧州連合（EU）、オーストラリアが SWF に係る独自の基準を策定する動きに出ている。欧州委員会は 2008 年 2 月、SWF のガバナンスと透明性に関する原則案を発表した。この目的として欧州委員会は、SWF の投資活動の透明性、予測可能性、説明責任を確保すると同時に、EU 加盟国が異なるアプローチを採ることによって欧州単一市場を分裂しないようにすることを挙げている。また、この原則案が IMF 及び OECD によるベスト・プラクティスの策定に寄与することになるともしている。欧州委員会による原則案の内容は下記の通りである。

#### ① ガバナンス

- ・ SWF の内部ガバナンスの仕組みにおける責任の所在と分離
- ・ SWF による投資の目的全体を規定する投資政策の策定と発表
- ・ 規定された目的を達成するための組織のオペレーションの独立性
- ・ 政府機構と SWF との関係を規定する一般原則の公表
- ・ 健全性を担保するための内部ガバナンスに係る一般原則の公表
- ・ リスク管理方針の策定と公表

<sup>1</sup> “S’pore, Abu Dhabi and US release principles for sovereign wealth funds” *Channel NewsAsia*, March 21, 2008

## ② 透明性

- ・ 投資のポジション及び資産配分の年次開示（特に大株主となる投資について）
- ・ 株主権の行使
- ・ レバレッジの利用及び通貨内訳の開示
- ・ 組織の資金の規模と出元
- ・ SWFを統制する自国の規制及び監督の開示

このように、欧州委員会が発表した原則案では、受入国に係る基準はなく、資産配分やレバレッジ、通貨内訳、資金源などについて開示を求めるなど、米国がシンガポール、アブダビ首長国と締結した相互協定の内容と比べて、SWFにより厳しい内容となっている。

## 2. SWFスクリーニング基準を定めるオーストラリア

米国、EUのアプローチから更に踏み込んで、政府による介入の余地があることを明示したのがオーストラリアである。オーストラリア財務省が2008年2月に発表した「外国政府関連投資」のスクリーニング基準では、下記6項目の基準が設けられ、SWFによる対オーストラリア投資がこれらの観点から問題ありとされた場合、政府が介入することもあり得るとされた。

- ・ オペレーションが外国政府から独立しているか
- ・ 法に準拠しており、ビジネス行為に関する一般原則を尊重しているか
- ・ 競争を阻害し、特定の産業・セクターにおいて不当な寡占・独占が生じないか
- ・ オーストラリア政府の歳入・その他政策に影響を及ぼさないか
- ・ オーストラリアの安全保障に対する脅威が生じないか
- ・ オーストラリアにおけるビジネスのオペレーションや方向性に影響を及ぼさないか。  
オーストラリア経済及び社会に対して影響を及ぼさないか

上記オーストラリア財務省が発表したSWFのスクリーニング基準に対しては、その直後にフィナンシャル・タイムズ紙に批判記事が掲載された。同記事では、SWFに係る各国別のルール策定は他国の信任を失う可能性があり、IMFが着手しているグローバルなベスト・プラクティス策定に解決策を求めるべきだと主張している。その上で、グローバルなベスト・プラクティスが広く活用されれば、各国別のルールの必要はなくなり、金融市場の安定化に繋がるとしている<sup>2</sup>。

---

<sup>2</sup> “Setting rules for sovereign funds” *Financial Times*, February 19, 2008

### 3. 公務員年金の投資に縛りをかける米カリフォルニア州

上記の米・欧・豪による基準策定は、SWF による投資そのものに着目したものである。これに対して、社会的責任投資（Socially Responsible Investments、SRI）の観点から公務員年金のプライベート・エクイティ（PE）投資を規制しようとするのが米国カリフォルニア州議会で審議されている法案である<sup>3</sup>。これによると、カリフォルニア州公務員退職年金基金（California State Public Employees' Retirement Systems、CalPERS）及びカリフォルニア州教職員退職年金基金（California State Teachers' Retirement Systems、CalSTRS）は、法案に定めた 6 の国際人権協定のうち 5 以上に参加していない国の SWF が出資する PE ファンド若しくは PE ファームに新規・追加の出資をしてはならないとされる。この理由として同法案は、多くの SWF が人権保護の水準が世界で最低クラスの政治体制に属していることを挙げている。

同法案に対しては、当事者である CalPERS や CalSTRS を始め、各方面から批判が寄せられている。批判の内容としては、①PE の投資対象ユニバースが限られ、高いリターンを追求できなくなる（CalPERS）、②SWF による PE ファームへの出資は少数株主に留まっているという現実を無視している（CalSTRS）、③SWF による PE ファームへの出資と人権侵害や労働者の権利侵害とは関係ない（労働組合団体）、④PE ファームがカリフォルニア州の公務員年金と SWF との選択を強いられることになり、最終的に資金が豊富で要求も少ない SWF が選ばれることになる（PE ファーム）、などがある<sup>4</sup>。

## IV 終わりに

このように、IMF 及び OECD がグローバルなベスト・プラクティス策定に取り組んでいる一方で、各国・地域では、それぞれの思惑から独自の基準を策定するなどの動きが見られる。しかし、オーストラリアやカリフォルニア州のように、SWF による投資を差別的に扱う姿勢は国際的な批判に遭う可能性もある。

これまで、SWF による我が国企業への目立った出資は数少ないが、今後、SWF がグローバルに活発な投資活動を展開する中で、日本への投資が増加する可能性は大いにある。実際、中国投資有限責任会社がホームページ上で日本株ファンド・マネージャーを募集したり、カタール投資庁が日本における投資対象銘柄の調査を開始していることが報じられるなど<sup>5</sup>、SWF による日本株投資の増加を示唆する動きが見受けられる。我が国としては、世界的な議論の趨勢を見据えつつ、対応策を検討していくべきものと思われる。

<sup>3</sup> Responsible Private Equity Investment Act of 2008

<sup>4</sup> “CalPERS Tackles PE Legislation” *IDD*, March 24, 2008

<sup>5</sup> 「カタール政府系ファンド、日本企業へ直接投資、教育・医療に重点」日本経済新聞（2007年12月14日）