

## SWF：行動規範の策定と最近の動向

神山 哲也

## ■ 要 約 ■

1. 世界的な金融危機の最中、SWFによる投資活動は落ち着きを見せている。その間、SWFを巡っては、グローバルな行動規範の策定や、新たなSWFの創設など、次に向けた動きが見られる。
2. SWFの行動規範は、SWFを有する26カ国の代表者からなるIMFのワーキング・グループで策定された。同行動規範では、健全なガバナンス体制や、投資政策、アセット・アロケーション、資金使途の公開などが求められた。他方、投資受入国に関しては、内外無差別の原則などを柱とする行動規範がOECDによって策定されている。
3. SWFの間では、IMFの行動規範を先取りする形で透明性の向上を図る動きも見られる。シンガポールのGICは設立以来初となる年次報告書を発表したほか、世界最大のSWFとされるアブダビ投資庁は自身のウェブサイトを拡充し、組織図等を公開している。
4. 新たなSWFを設立する動きもある。フランスでは、国内企業を外資から護ることを目的としたSWFが設立されている。また、サウジアラビアでも新たなSWFが設立されている。
5. SWFによる対欧米投資、金融機関への出資は、SWFが欧米金融機関への出資で損失を被ったことから、現状では下火となっている。しかし、CICによるブラックストーンへの追加出資や、イスティスマル・ワールドやテマセックによる米国事務所開設など、景気回復後の投資活動の活発化に向けた布石とも取れる動きが見られる。
6. SWFの不透明性の背後にある政治的な思惑に対する懸念が依然根強い中、SWFに係るグローバルな枠組みが確立されたことの意義は大きい。今後、SWFの海外投資が再び活発化すれば、改めてOECDやIMFが策定した行動規範に注目が集まるものと思われる。

## はじめに

政府系ファンド（Sovereign Wealth Fund、SWF）の動向が落ち着きを見せている。2008年9月に米国で端を発した金融危機において SWF による出資は見られず、2007年末から2008年初にかけて、中東やアジアの SWF が相次いで危機に瀕する欧米の金融機関への大型出資を発表したのとは趣を異にしている。2008年初以降発表された SWF による欧米金融機関への新規出資案件としては、2008年6月に発表されたカタール投資庁による英パークレイズへの出資を数えるのみである。

その間、SWF を巡っては、そのガバナンスや透明性の向上を図るべく、国際通貨基金（IMF）や経済協力開発機構（OECD）を中心にグローバルな行動規範策定の動きが進展した。他方、SWF は、このような動きを先取りし、自ら透明性の向上を図ると同時に、次なる投資に向けた布石を打っている模様である。このような動きと平行して、フランスやサウジアラビアでは、新たな SWF を設立する動きも見られる。

本稿では、SWF のガバナンスと透明性に関する行動規範の策定および 2008年初以降の SWF の動向について纏めることとする。

## SWF に係る行動規範の策定

グローバルな金融・資本市場における SWF の投資活動が活発化した 2007年半ばには、SWF が政治的な思惑に基づいて投資しているのではないかという懸念から、SWF に対する脅威論が欧米で台頭した。しかし、SWF が危機に瀕する欧米金融機関を救済する形で出資したことを受け、そのような脅威論はやや後退したかのように見える。そして、2008年4月に米ワシントン DC で開催された先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議では、IMF が SWF に係る行動規範を、OECD が SWF の投資受入国に係る行動規範を策定する方針が打ち出された。

その後、米国とシンガポール、アブダビ首長国との相互協定の締結や、欧州連合（EU）、オーストラリア、米カリフォルニア州などによる独自の SWF に係る基準策定の動きはあったが<sup>1</sup>、SWF に係る規律ないしルールにおける世界の潮流は、上記 IMF および OECD による行動規範に収斂していると言えよう。

### 1 . SWF の行動規範

IMF は 2008年10月、SWF のボランティアな行動規範として「SWF に係る一般に認められた原理と慣行（Sovereign Wealth Funds – Generally Accepted Principles and Practices）」を発表した。これは、IMF 加盟国で SWF を有する 26カ国から構成される「SWF に係る

<sup>1</sup> 神山哲也「大手 SWF と相互協定を締結する米国」『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

国際ワーキング・グループ（International Working Group on Sovereign Wealth Funds、IWG）」によって策定され、採択された地名を取り「サンチアゴ原則」と呼ばれる<sup>2</sup>。いわば、SWFによって策定されたSWFの行動規範と言える。

IWGは、サンチアゴ原則が前提とするSWFの基本的な指針として、下記の4点を挙げている。

- ・ グローバルな金融システムおよび投資・資本の自由なフローの維持に貢献すること
- ・ 投資対象国におけるあらゆる規制および情報開示に係る要件を遵守すること
- ・ 経済的・財務的なリスク・リターンに基づいて投資すること
- ・ 十分なオペレーションの統制、リスク管理、アカウントビリティに資する透明かつ健全なガバナンス構造を持つこと

これらの指針に基づき、サンチアゴ原則は、法的枠組み、目的、マクロ経済政策との調和、組織の枠組みおよびガバナンスの構造、投資およびリスク管理の枠組み、を柱とした内容となっている。これらに通底し、また、SWFの最大の課題とされてきたのが透明性である。SWFの透明性を巡っては、SWFに対する政府の関与、SWFによる投資活動の実態、が市場関係者や政府関係者の関心の対象であったと言えよう。

SWFに対する政府の関与についてサンチアゴ原則は、原則2の補足説明において、SWFによる経済的目的以外の目的の追求は明確に規定され、公開されなければならないとしている。また、SWFの政策目標を明確に規定し、開示することにより、SWFが政府の地政学的目標を遂行するための投資を行わないことを確保するとしている。更に、原則21の補足説明では、議決権行使の実態を公開することにより、SWFが経済的目的以外の目的で投資しているという懸念を払拭するとしている。このように、SWFの目的と議決権行使に係る情報公開により、SWFへの政治の影響力に対する懸念を払拭する、という立場が採られている。

SWFによる投資活動の実態についてサンチアゴ原則は、保有者（政府）への開示と一般向けの公開とに分けて規定している。一般向けに公開されるべき事項としては、アセット・アロケーション、ベンチマーク、リターンといった財務情報（原則17および補足説明）、投資スタイル（アクティブ/パッシブ、純投資/財務投資など）、投資テーマ、投資期間、レバレッジの使用などに関する投資方針（原則18.3および補足説明）、社会的、倫理的、宗教的理由に基づく投資（原則19.1および補足説明）などが規定されている。他方、保有者たる政府に開示されるべき事項としては、マクロ経済統計に使われる統計データ（原則5）、資産および投資パフォーマンス（原則23）が規定されている。SWFの「資産」が一般公開事項ではなく政府への開示事項とされたことにより、これまで市場関係者が注目していたSWFの運用資産残高や投資対象については、依然として謎のベールに包まれたままになるものと思われる（図表1）。

<sup>2</sup> IWGを構成する26カ国は、オーストラリア、アゼルバイジャン、バーレーン、ボツワナ、カナダ、チリ、中国、赤道ギニア、イラン、アイルランド、韓国、クウェート、リビア、メキシコ、ニュージーランド、ノルウェー、カタール、ロシア、シンガポール、東ティモール、トリニダード・ドバゴ、アラブ首長国連邦（UAE）、米国、オマーン（オブザーバー）、サウジアラビア（オブザーバー）、ベトナム（オブザーバー）。なお、共同議長はアブダビ財務局次官のHamad Al Hurr Al Suwaidi氏およびIMFのMonetary and Capital Markets DepartmentディレクターのJaime Caruana氏が務める。

図表1 IMFのSWFに係る行動規範（サンチアゴ原則）

1.	SWFに係る法的枠組みは、健全であり、SWFの効率的な運営および規定された目的の達成を補佐するものでなければならない
1.1	SWFに係る法的枠組みは、SWF及びその取引の法的な健全性を担保しなければならない
1.2	SWFの法的基盤および構造は、SWFと其他国家機関との法的関係と同様、一般に公開されなければならない
2.	SWFの政策的目標は明確に規定され、一般に公開されなければならない
3.	SWFの活動が国内マクロ経済に直接重大な影響を及ぼす場合は、全体のマクロ経済政策との一貫性を保つべく、その活動は国内の財務・金融当局と密接に協調しなければならない
4.	SWFの資金調達、資金の引き出し、その利用に関する一般的なアプローチに関する方針、ルール、手続き、取り決めは明確であり、かつ一般に公開されなければならない
4.1	SWFの資金源は一般に公開されなければならない
4.2	SWFからの資金の引き出しおよび政府に代理しての支出に関する全般的な考え方は、一般に公開されなければならない
5.	SWFに関する統計データは適時保有者に報告されなければならない。別段の定めがある場合は、マクロ経済データに含めることとする
6.	SWFに係るガバナンスの枠組みは健全でなければならない。また、SWFの目標を達成できるよう、SWFの説明責任と運営の独立性を促進するために、役割および責任の明確かつ効果的な分担を構築するものでなければならない
7.	SWFの保有者は、SWFの目標を設定し、明確に規定された手続きに基づいてその統治機構のメンバーを選定し、SWFの運営を監督しなければならない
8.	SWFの統治機構は、SWFの利益のために行動しなければならない、その機能を遂行するための明確かつ十分な権限を有していなければならない
9.	SWFの運営を管理する者は、SWFの戦略を、独立した方法で、明確に規定された責任を以て実行しなければならない
10.	SWFの運営に係る説明責任の枠組みは、関連法令、定款、その他SWFの設立に関する文書、運営委託契約で明確に規定されていない限り、一般に公開されなければならない
11.	SWFの運営およびパフォーマンスに関する年次報告書および付属財務報告書は、認知された国内若しくは国際的な会計基準に則り、一貫した手法で適時に作成されなければならない
12.	SWFの運営および財務報告書は、認知された国内若しくは国際的な監査基準に則り、一貫した手法で毎年監査されなければならない
13.	専門的な基準および倫理的な基準は、明確に規定され、SWFの統治機構、幹部、職員に周知されなければならない
14.	SWFの運営の管理において第三者機関と取引する場合、経済的・財務的な根拠に基づき、明確なルールおよび手続きに則って行われなければならない
15.	投資対象国におけるSWFの運営および活動は、当該国において適用されるあらゆる規制および情報開示の要件を遵守して遂行されなければならない
16.	SWFの統治の枠組みおよび目的は、その運営の保有者からの独立性のあり方とともに、一般に公開されなければならない
17.	SWFに関する財務情報は、一般に公開されなければならない。これにより、SWFの経済的・財務的方向性を示し、ひいては国際的な金融市場の安定に貢献し、投資対象国における信頼を促進することになる
18.	SWFの投資方針は、明確で、SWFの保有者若しくは統治機構によって設定された目的、リスク許容度、投資戦略と整合的で、健全なポートフォリオ運用の原理に基づかなければならない
18.1	当該投資方針は、SWFの財務におけるリスク・エクスポージャーおよびレバレッジ利用の指針となるものでなければならない
18.2	当該投資方針は、内部・外部の投資マネージャーの利用の度合い、それらの活動および権限の範囲、それらの選定およびパフォーマンス管理のプロセスを明記するものでなければならない
18.3	SWFの投資方針の記載事項は一般に公開されなければならない
19.	SWFによる投資判断は、その投資方針と整合的な方法で、経済的・財務的根拠に基づいて、リスク調整後の財務的リターンを最大化することを目的としなければならない
19.1	投資判断が経済的・財務的根拠以外のものに基づく場合、そこで考慮される事項は投資方針に明確に打ち出され、一般に公開されなければならない
19.2	SWFの資産運用は、一般に認知された健全な資産運用に関する原理と整合的なものでなければならない

20.	SWF は民間機関との競合において、特権的情報や広義政府による不適切な影響を利用したり、その利用を試みたりしてはならない
21.	SWF は、株主権を株式投資における価値の基礎的な要素と考えている。SWF が株主権を行使する場合、投資方針と整合的であり、投資の経済的価値を保護する方法で行わなければならない。SWF は、株主権の行使を左右する主要な要素を含め、上場企業に対する議決権行使に係る全般的な考え方を一般に公開しなければならない
22.	SWF は、運営におけるリスクを洗い出し、評価し、管理する枠組みを持たなければならない
	22.1 当該リスク管理の枠組みは、信頼できる情報と適時報告のシステムを内包するものでなければならない。これにより、許容可能なリスクの水準、統制およびインセンティブの仕組み、行動規範、業務継続プラン、独立監査の機能の十分なモニタリングおよび管理が可能となる
	22.2 SWF のリスク管理の枠組みに関する全般的な考え方は一般に公開されなければならない
23.	SWF の資産および投資パフォーマンス(絶対パフォーマンスおよびベンチマークがある場合は相対パフォーマンスも)は、明確に規定された原則および基準に則って計測され、保有者に報告されなければならない
24.	本原則の適用に関する定期的な監視プロセスは、SWF 自身若しくはその代理によって行われなければならない

(出所) IMF 資料より野村資本市場研究所作成

なお、サンチアゴ原則の遵守状況をモニタリングし、その内容を見直すべく、IWG は永続的な機関の設立を検討するとしている。また、新たに設立される SWF については、財務情報の一般公開を求める原則 17 やリスク管理について定める原則 22 など、いくつかの原則は即時に実施することに困難が予想されるため、移行期間が必要だとしている。

## 2. 受入国の行動規範

OECD は 2008 年 6 月、SWF の投資を受け入れる国に係る行動規範として、「SWF および受入国の方針に関する OECD 宣言 (OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Countries)」を発表した。その内容は、内外無差別を原則としつつ、SWF の投資が政治的思惑に基づいて行われる場合は安全保障上の懸念が生じ、故に SWF の投資に制限を設けて然るべき、というものになっている(図表 2)。これは、過去に OECD が採択した国際投資に関する諸原則で謳われた内外無差別、透明性、段階的自由化、新たな障壁導入の抑制、自由化における相互主義の回避、といった内容を踏襲するものである<sup>3</sup>。

更に、OECD は 2008 年 10 月、同年 4 月に発表した「安全保障に関する受入国の投資方針に係る OECD ガイドライン (OECD Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security)」の改訂版を発表した。これは、上記 OECD 宣言のうち、安全保障上の懸念がある場合に設ける投資障壁について焦点を当てたものと位置付けられる。本ガイドラインでは、無差別、透明性と予見可能性、規制の比例原則、アカウントビリティ、といった内容が規定されている(図表 2)。

<sup>3</sup> 1961 年に採択された「資本移動の自由化に関する規約 (OECD Code of Liberalization of Capital Movements)」、1976 年に採択され 2000 年に改正された「国際投資および多国籍企業に関する OECD 声明 (OECD Declaration on International Investment and Multinational Enterprises)」。

図表 2 OECD の受入国に係る行動規範

SWF および受入国の方針に関する 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、同様の状況にある投資家を差別してはならない。受入国のあらゆる追加的な投資に係る制限は、国内および国外の投資家に対する一般的な規制の適用が正当な安全保障上の懸念を解決するのに不十分である場合のみ、検討されるべき
正当な安全保障上の懸念が生じた場合、受入国の投資に係る防御策は： <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 透明かつ予見可能であるべき</li> <li>・ 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あるべき</li> <li>・ その適用においてアカウンタビリティが確保されるべき</li> </ul>

安全保障に関する受入国の投資方針に係る OECD ガイドライン (抄訳)
無差別 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 政府は同様の条件を持つ投資家に対しては一般的な規制を適用するべきだが、それで安全保障を確保できないと判断した場合は個々の実情に応じた対応を採ることができる</li> </ul>
透明性と予見可能性 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 関連する規制は公に周知されていなければならない、特に対内投資の審査基準は公開されるべき</li> <li>・ 投資に係る政策の変更は、事前に関係者に通知するべき</li> <li>・ 投資に係る政策を変更する際は、関係者の意見を募るべき</li> <li>・ 対内投資の審査には厳格な時間制限を課し、投資者から得た商業上重要な情報は保護されるべき</li> <li>・ 議会への報告などを通して投資政策に係る行動を開示するべき</li> </ul>
規制の比例原則 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 各国は独自に安全保障を確保するために何が必要かを判断する権限を有する</li> <li>・ 投資に係る制限は安全保障上の懸念がある場合に厳格に限定されるべき</li> <li>・ 安全保障に関する投資への対応は適切な専門性に基づいて行われるべき</li> <li>・ 投資を制限する場合は、特定の投資によってもたらされる特定のリスクに対応するものであるべき</li> <li>・ 投資に係る制限は最終手段として位置付けられるべき</li> </ul>
アカウンタビリティ <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資に対して制限的な措置を採った当局は、市民に対するアカウンタビリティを充足するべき</li> <li>・ 投資受入国は、公平でオープンな投資政策に係る国際的な取り組みに参加するべき</li> <li>・ 外国人投資家が司法や行政審判等を通じて政府が設定した障壁に異議を唱えることはアカウンタビリティの向上に資するが、そのような手立ては何れの当事者にとっても時間・コストのかかるものであるため、そもそもそのような事態が生じないよう投資に係る審査等が適正に行われるメカニズムを確立するべき</li> <li>・ 投資の禁止など、重要な意思決定の権限は政治的に高度なレベルにあるべき</li> <li>・ 意思決定者が適切な判断ができるよう、公的部門のマネジメントの適切性を確保するべき</li> </ul>

(出所) OECD 資料より野村資本市場研究所作成

### 3 . 両者に対する評価

米国の無党派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、2008 年 4 月に「SWF のベスト・プラクティスの青写真 (Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practice)」を発表するなど、かねてより SWF のガバナンスと透明性の問題を指摘してきた。同氏によると、今回 IMF によって発表された SWF に係る行動規範であるサンチアゴ原則は 100 点満点中 74 点のスコアであるという<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> 74 点の根拠は、トルーマン氏の設定した SWF のベスト・プラクティスが求める 33 の要素に基づく。つまり、サンチアゴ原則は 33 の要素のうち 20 を満たしている、33 の原則のうち 4 つはサンチアゴ原則をより精緻化したものであるため除外すると母数は 29 となる、29 の要素に含まれない事項をサンチアゴ原則は 6 つ含んでいるため、両者に 6 を加えると、サンチアゴ原則のスコアは 26 / 36、即ち 74 点となる。

トルーマン氏は、サンチアゴ原則で最も不満を覚える部分はアカウントビリティと透明性であると指摘している。特に一般向けの公開ではなく保有者たる政府への開示で済む事項が含まれている点を問題視しており、それにより自国市民へのアカウントビリティが果たされないと指摘している。また、同氏が予想していた通り、年次報告書の発行を促している一方、ファンドの規模に関する開示を義務付けていない点や、そもそもボランタリーであるため実効性に疑問符が付く点も指摘している。他方、SWF が所属する国の政府による影響について正面から規定し、経済的理由以外の理由に基づく投資については一般向けにその根拠を公開することを求めている点は高く評価している<sup>5</sup>。

他方、OECD が定めた受入国に係る行動規範については、開かれた投資環境をより強力に推進するべき、行動規範を OECD 非加盟国に自動的に適用されるようにするべき（非加盟国も議論に参加しているが、それだけでは足りない）、対内投資に係る新たな制限や安全保障以外の理由に基づく制限を禁止するというコミットメントをより強化するべき、OECD 加盟国間の相互監視プロセスに非加盟国も参加させるべき、という注文を付けている<sup>6</sup>。

## SWF の最近の動向

### 1 . SWF による透明性向上に向けた取り組み

IMF による SWF に係る行動規範が整備される傍らで、SWF の間でも透明性の向上を図る動きが見られる。サンチアゴ原則の策定プロセスは SWF 主体で進められたため、議論の過程で出てきた内容を先取りしたものと考えられる。

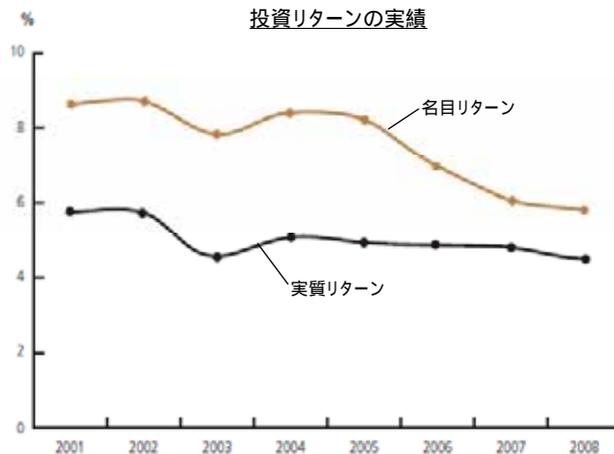
例えば、シンガポール政府投資公社（GIC）は 2008 年 9 月、1981 年の設立以来初となる年次報告書「2007/08 年における政府ポートフォリオの管理に関する報告書（Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2007/08）」を発表した。これまでも GIC は折に触れ（例えば創設 25 周年など）パフォーマンスや投資対象の地域別内訳などの開示を行ってきたが、今回のように体系的に情報開示を行ったのは初めてである。53 ページからなる報告書の約半分は、役員・幹部の任命状況や経歴を中心とするガバナンス関連の記述で占められており、残りの部分が GIC の紹介や投資に関する説明に割かれている。

投資については、図表 3 にある通り、パフォーマンスやアセット・アロケーション、投資対象の地域別内訳が開示されている。GIC によると、2008 年 3 月までの年率名目リターンは 5.8% であり、グローバルなインフレ率と比較した実質ベースでは 4.5% であった。また、運用の外部委託については、約 1/3 の資産を外部の運用会社に委託しているという。しかし、運用資産の規模については公開していない。

<sup>5</sup> Edwin M. Truman “Making the World Safe for Sovereign Wealth Funds” October 14, 2008

<sup>6</sup> Edwin M. Truman “OECD Guidance on Sovereign Wealth Funds: Still Falling Short” October 30, 2008

図表3 GICの投資実績



アセットアロケーション

投資対象資産		割合 (%)	
上場株式	先進国	34	44
	新興国	10	
債券	債券	20	26
	インフレリンク債	6	
オルタナティブ	不動産	10	23
	プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、インフラ	8	
	絶対リターン戦略	3	
	資源	2	
	キャッシュ、その他	7	
合計		100	100

投資対象地域内訳

投資対象地域		割合 (%)	
アメリカ大陸	アメリカ	34	40
	その他	6	
ヨーロッパ	イギリス	8	35
	フランス	5	
	ドイツ	3	
	アイルランド	3	
	イタリア	3	
	スイス	3	
	その他	10	
アジア	日本	11	23
	中国 / 香港	4	
	大韓民国	2	
	台湾	2	
	その他	4	
オーストラリア	オーストラリア	2	2
合計		100	100

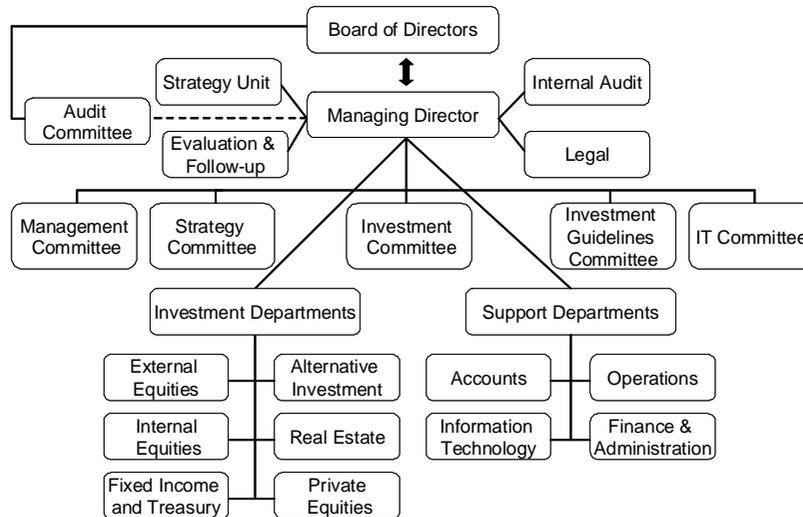
(注) リターンの横軸は3月に終了する会計年度

(出所) GIC "Report on the Management of the Government's Portfolio for the Year 2007/08" より  
野村資本市場研究所作成

アブダビ投資庁 (ADIA) は、世界最大の SWF と目され、歴史も長い一方、最も秘匿性の高い SWF としても知られており、2007 年 11 月時点で ADIA のウェブサイトは「アブダビ投資庁」の名称と連絡先を記したページがあるのみだった。しかし、本稿執筆時点の ADIA のウェブサイトには、歴史、人材、投資戦略、ガバナンス、組織、採用、プレスリリースのリンクが加わっており、大幅に拡充されている。もっとも、何れも簡潔で定性的・一般的記述となっており、資産規模やアセット・アロケーション、外部委託状況などに関する具体的な情報は無い。

他方、組織については具体的に公開している。図表4の組織図から、ADIA が IT (情報技術) に重きを置いていることや、投資委員会や投資ガイドライン委員会を有し、運用部門で国内株、外国株、債券、オルタナティブ、不動産、プライベート・エクイティを運用しないし外部委託していることが見て取れる。

図表4 ADIAの組織



(出所) ADIA ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

## 2. 新たな SWF 設立の動向

2007 年中葉からグローバルな資本市場における SWF のプレゼンスが向上し、2007 年末から 2008 年初にかけて欧米金融機関への出資が大きく取り沙汰されたことを受け、各国で新たに SWF を設立する動きも見られる。

その前の数年間でも、オーストラリアのフューチャー・ファンド（2006 年）、中国の中国投資有限責任公司（CIC、2007 年）、韓国投資公社（2005 年）などが設立されている。また、ロシアでは、2008 年 2 月に従来石油安定化基金が分割され、保守的な運用を行う準備期金と海外株式などで積極運用を行う国家福祉基金が設立された。

### 1) フランス

現在進行中の SWF 創設を巡る動きでは、フランスのものがある。ニコラス・サルコジ大統領は 2008 年 10 月、SWF を設立する旨を明らかにした。フランスの公務員年金の運用などを行うカッセ・デ・デポの傘下に新たなファンドを設け、外国人がフランスの戦略的に重要な資産を買収する懸念がある場合、同ファンドにより大々的に介入するとしている<sup>7</sup>。即ち、外資による買収を防ぐために国内企業に投資することを目的とするものであり、他国の SWF と性質を異にするものと言えよう。なお、ファンドは 200 億ユーロの規模で始め、第一号案件として航空・原子力大手のダエールに 8,500 万ユーロの資金援助を行うことが発表されている<sup>8</sup>。

また、サルコジ大統領は、同じく 2008 年 10 月に EU 議会において、他の EU 加盟国にも SWF の創設を呼びかけ、EU 域内の業界に協調して投資することが望ましい

<sup>7</sup> “Merkel sees red at Sarkozy’s plans for state intervention” *The Times*, October 24, 2008

<sup>8</sup> 日本経済新聞「仏政府系ファンド、2.4 兆円規模」（2008 年 11 月 21 日）

と述べている。しかし、カッセ・デ・デポが既に CAC 株価指数を構成する企業の約半数に投資していることに加え、保護主義を助長するものであること、サルコジ大統領がかねてより SWF による投資に対して批判的な発言を繰り返してきたことなどから、上記提案は何れもドイツを中心とする EU 諸国の批判的的となっている<sup>9</sup>。

## 2) サウジアラビア

世界最大の産油国であるサウジアラビアでも新たな SWF が創設されている。サウジアラビアは、これまでサウジアラビア通貨庁 (Saudi Arabian Monetary Agency) を中心とした複数の機関で公的資金の運用を行ってきたが、運用内容は米国債や国内開発を中心とする保守的なものであった。そこで、サウジアラビアによる SWF の創設が 2007 年末から取り沙汰されていたが、サウジアラビア政府は 2008 年 7 月、新たな SWF となる Sanabil al-Saudia の創設を承認した。

Sanabil は、財務省傘下で国内企業に投資や融資を行う公的投資基金 (Public Investment Fund) の 100% 子会社として設立され、当初運用資産は約 53 億ドルとなる<sup>10</sup>。公的投資基金のアルメマン事務局長によると、目的は地域分散、資産分散を通じた長期リターンの最大化、更には国内金融セクターの成長促進であり、ノルウェー政府年金基金 - グローバルやシンガポールの GIC と同様のポートフォリオ運用を行うとしている。また、将来的にはファンドの規模を拡大することもあるとしている<sup>11</sup>。

## 3 . 欧米金融機関救済後の投資行動

冒頭で述べたように、2007 年末から 2008 年初にかけて中東とアジアの SWF が欧米金融機関に相次いで出資して以来、SWF によるグローバルな資本市場での投資活動はなりを潜めている。その主因は、欧米金融機関への出資で損失を被った SWF が、各国内で批判にあっており、投資をしようにもできない状況があるようである。実際、中国や韓国では、それぞれの SWF による投資の失敗を問題視する声が挙がっていることが報じられている<sup>12</sup>。また、ロシアと中国の SWF は対米投資を控える方針であり、世界の SWF が先進国への投資から遠ざかることにより、前述の IMF や OECD の取り組みが形骸化する可能性も指摘されている<sup>13</sup>。

その一方で SWF は、将来的に対欧米投資を再び活発化させる兆候も見せている。例えば、アブダビ首長国のムバダラ開発公社は 2008 年 7 月、米ゼネラル・エレクトリック (GE) および欧州防衛航空最大手 EADS と提携関係を結んだ。GE とは、アブダビ首長国に合弁で投資会社を設立すると同時に、GE の株式取得についても合意した。EADS とは、

<sup>9</sup> “Germany Seeks to Block French Plans on Tackling Financial Crisis” *Deutsche Welle*, October 28, 2008

<sup>10</sup> “Saudi Arabia approves setting up of new fund” *FT.com*, July 16, 2008

<sup>11</sup> “Saudis to launch \$5.3bn sovereign fund” *FT.com*, April 28, 2008, “Saudi Arabia: Toe in the water” *The Economist Intelligence Unit*, May 16, 2008

<sup>12</sup> “Inside China Investment Corp” *Institutional Investor*, September 2008, “One Fund Two Masters” *Institutional Investor*, September 2008

<sup>13</sup> “Sovereign funds go it alone” *Investment & Pensions Asia*, Fourth Quarter 2008

エアバス機向けの部品納入契約に調印し、航空機部品の生産事業に乗り出す。

中国の CIC は 2008 年 10 月、米プライベート・エクイティのブラックストーンへの出資比率を 9.9% から 12.5% に引き上げることに合意した。その一方でブラックストーンは、現地紙で頓挫が報じられていた上海でのインフラ開発プロジェクトを完遂することを発表している<sup>14</sup>。CIC がモルガンスタンレーからの追加出資の申し込みを拒絶したことが報じられている中で、ブラックストーンへの出資を決定したことは、ブラックストーンによる上記不動産投資プロジェクトの完遂が交換条件になっていたと見ることもできよう。

また、CIC は、中国の保険会社と投資連合を形成し、アメリカン・インターナショナル・グループ (AIG) 傘下のアリコへの出資に向けて AIG と交渉していることも報じられている。交渉が纏まれば、CIC がグローバルに展開する生命保険会社を傘下に収めると同時に、AIG との資本・業務提携にも発展する可能性も指摘されている<sup>15</sup>。

SWF が北米へ物理的に進出する動きも見られる。シンガポールのテマセックはメキシコ・シティに、ドバイのイステスマル・ワールドはニューヨークに、それぞれ事務所を設立し、米国内の投資案件の発掘に努めていることが報じられている。イステスマル・ワールドは、欧米の大手金融機関への出資に関しては慎重姿勢を崩していないが、金融危機の影響が比較的軽微だった資産運用会社への出資には前向きと見られている<sup>16</sup>。

このように、短期的には SWF による対欧米投資、金融機関への出資は下火であり続けられると思われる一方、SWF が長期的な観点から対欧米投資を再開する布石を打っている姿が見て取れる。

## 今後の展望

2007 年半ば以降、急速に資本市場でのプレゼンスを高めた SWF に対して、その不透明性の背後にある政治的な思惑に対する懸念が一部で依然根強い中、IMF および OECD を中心に SWF に係るグローバルな枠組みが確立されたことの意義は大きい。今後 SWF は、サンチアゴ原則の下で、投資の目的や資金使途、投資政策、ガバナンス体制などについて、より透明性を高めつつ、投資を行っていくことが期待されている。他方、SWF の投資を受け入れる国も、自由で開かれた投資環境を創設・維持することが求められる。フランスを初めとする欧州などにおいては保護主義の台頭が見られるが、OECD の行動規範で内外無差別が謳われているように、国際世論の批判は免れ得ないものと思われる。

現在、世界的な景気低迷を受け、SWF の投資活動は落ち着きを見せている。しかし、景気が回復し、SWF の投資活動が再び活発化すれば、改めて OECD や IMF の行動規範に定められた SWF および受入国のあり方に注目が集まるものと思われる。

<sup>14</sup> “China Allowed to Raise Stake in Blackstone” *The New York Times Deal Book*, October 21, 2008, “Blackstone Eyes China Property” *The New York Times Deal Book*, October 15, 2008

<sup>15</sup> 日本経済新聞「中国、アリコ出資へ交渉」(2008年11月21日)

<sup>16</sup> “SWFs Not Shying Away Completely” *Investment Dealers’ Digest*, October 20, 2008