政府系ファンドの実情と課題 ⑤

国際金融市場の新たな変化

経済成長促す道筋を

日本総合研究所
調査部主任研究員
河村 小百合

かわむら・さゆり　京大法卒。日本銀行勤務を経て日本総合研究所入社。01年より現職。専門は金融、公共政策。本分野での執筆論文は「外貨準備政策運営の見直しを」（ジャパン・リサーチ・レビュー　03年12月号所収）、「日本版ゾブリン・ウェルス・ファンドの課題」（ビジネス・アンド・エコノミック・レビュー　08年1月号所収）ほか。

政府系ファンドの存在感が強まるにつれ、国際金融界は、サブ・プライム危機を経ていることもあって、総論では歓迎しつつも、各論となるとやや複雑な反応をみせている。

◆主要国の反応

アメリカも、サブ・プライム危機以前は、ネガティブな反応を示していた。

政府系ファンドによる資金の動きが、先進国側に最初に明確に認識されたのは、05年のアラブ首長国連邦（UAE）の政府系港湾会社ドバイ・ポーツ・ワールドによる、アメリカの複数の港湾の管理業務への参入案件である。9・11同時多発テロの記憶が生々しいなか、同国では中東系資金に対する拒否反応が極めて強く、上下両院がこの案件に強硬に反対したことなどから、同社は参入を断念した。

他方、欧州では、欧州連合（EU）市場統合を支える理念として、自由経済主義を掲げていることもあって、基本的には中立スタンスを採っている。しかしながら各国ごとの反応となると、温度差も存在する。ドイツやフランスは消極的で、ドイツでは、アメリカの対米外国投資委員会にならった機関を設立し、規制を強化する旨が、去る8月に閣議決定された。半面、イギリスやイタリアは逆で、イギリスなど、サブ・プライム危機以前から、自国の主力銀行が政府系ファンドから出資を受けているが、意に介する風はない。なお、相手国別では、欧州は、旧宗主国としての繋がりがあるからか、中東系資金には比較的寛容な半面、ロシアに対する警戒感が極めて強い。

なお、アメリカでも、本年5月には、対米外国投資委員会による規制強化が提案された。

◆国際機関等による検討

こうした主要国の懸念を背景に、本年2～3月頃には、国際機関等が、政府系ファンドのいわゆる「行為準則」を検討する旨を相次いで表明した。

2月末にはまずEUが、行為準則の案を公表した（図表1）。これは、専ら政府系ファンド側に対して、相当程度の情報開示を迫るものである。他方、投資受け入れ側に関しては、「開かれた投資環境へのコミットメント」といった、EUとしての抽象的な共通アプローチは掲げたものの、対政府系ファンドと同レベルの、具体的な行為準則等は定めていない。

その後、政府系ファンド側から、これに対して猛烈な反発がみられた。クウェート投資庁の高官サッド氏は、4月の講演で、「行為準則等によって、将来の危機を防ぐことはできない。全市場参加者について、共通の基盤が必要であり、対政府系ファンドと同じルールを、ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティファンド、年金基金にも適用すべきである。政府系ファンドに対する規制の導入は、世界の資本フローに対する逆方向のインパクトを与える。これは我々に共通の利益ではない」と述べている。

ちなみに国際通貨基金（IMF）も、EUと同じく2月末に、議論のたたき台を示した。政府系ファンドの当事者である国々を含む23カ国が参加する国際ワーキング・グループが組織され（日本は不参加）、今月初めの第3回会合の結果、参加国が合意に達した。自発的な24の「サンチアゴ原則」の内容は、10月のIMF総会での最終案採択時に公表される予定である。

この間、アメリカは3月に、UAE、シンガポールとの間で、政府系ファンドに関して合意した内容を公表した（図表2）。行為準則の内容にまで踏み込んだが、EU案よりは相当マイルドな内容となっている。また、投資受け入れ国側の準則も定めた。国際金融界でコンセンサスが得られる行為準則の「落とし所」には、このあたりが参考とされるのかもしれない。

◆今後も勢力拡大

政府系ファンドには、さまざまなものが存在する。その一部の動きから、これを国家資本主義（ステート・キャピタリズム）の興隆、ととらえることも可能であろう。確かにこれは冷戦構造崩壊後の、グローバルな経済秩序の新たな変化の兆しなのかもしれない。

政府系ファンドは、国際金融市場におけるリスク・マネーの供給主体として、すでに相当な規模で存在するに至り、今後も勢力拡大が見込まれる。世界経済全体の成長促進につなげるべく、これをどのようにインテグレートしていくかが、我々に課せられた課題だろう。

（おわり）

図表1　スポンサー国および政府系ファンド（SWF）の行為準則（code of conduct）

＜ガバナンスの原則＞
- SWF内部の統治構造の明確な配分と責任の分離
- SWFの投資の全体目標を定義付ける投資ポリシーの確立と発出
- 当該主体が、定義付けられた目標を達成するための、運営上の自律性の存在
- SWFの政府当局との関係を規定する一般原則の公表
- 内部統治の一般原則を公表し、完全性を確保すること
- リスク管理ポリシーの確立と発出

＜透明性の慣行＞
- 投資ポジションや資産配分、とりわけ（議決権の）多数を保有する投資の年次での公表
- 株主の権利の行使
- レバレッジの使用と通貨別の構成の公表
- 当該主体の原資の規模と出所
- 自国の規制およびSWFを統治する監督体制の開示

（資料）欧州委員会『委員会からのコミュニケーション　政府系ファンドに対する欧州の共通アプローチ』08年2月27日を基に日本総合研究所作成

図表2　アメリカとアラブ首長国連邦（ADIA）、シンガポール（GIC）との政府系ファンド（SWF）に関する合意内容

＜SWFの政策原則＞
①SWFの投資の意思決定は、コントロールする政府の、直接・間接的な地政学的目標ではなく、商業的な背景によってのみ、行われるべき
②次のような分野におけるSWFの情報開示によって、金融市場における不確実性を減殺し、投資受入国側の信認を形成する一助となる
　目的、投資目標、組織的なアレンジメント
　財務面の情報
　（とりわけ資産の配分、ベンチマーク、過去の適切な期間におけるリターンの率）
③SWFは、強いガバナンスの構造、内部統制、オペレーションおよびリスクのマネジメント・システムを持つべき
④SWFと民間セクターは、フェアに競争すべき
⑤SWFは、投資相手国において適用され得るすべての規制上・情報開示上の要請を遵守することを通じて、ホスト国のルールを尊重すべき

＜SWFの投資受入国の政策原則＞
①SWFの投資を受け入れる国々は、ポートフォリオ投資や直接投資に対する保護主義的な障壁を設けるべきではない
②受入国は、予測可能な投資フレームワークを保障すべき。対内投資に関する規則は、公的に入手可能であり、明瞭に表現され、予測可能で、強く首尾一貫した法の統治によって支持されていなければならず
③受入国は、投資家を差別すべきではない。対内投資政策は、投資家の候補先を平等に取り扱うべき
④受入国は、SWFによる直接の投資を求めることなく、可能な限り不干渉となるように努め、投資家の意思決定を尊重すべき。国家安全保障上の理由によって課される投資へのいかなる制約も、取引によって引き起こされる、純粋な国家安全保障上のリスクに見合ったものとすべき

（資料）米財務省08年3月20日付プレスリリースを基に日本総合研究所作成

日刊工業新聞　2008年9月8日付