

政府系ファンドと行動規範をめぐる諸問題

渡井理佳子

- 一 はじめに
- 二 政府系ファンドの本質
- 三 政府系ファンドと行動規範の策定
- 四 おわりに

一 はじめに

自由貿易の実現を目指す最初の国際的な枠組みは、一九四七年の関税及び貿易に関する一般協定（GATT）であった。その後、科学技術の発展もあって、市場の国際化が現実のものとなり、国際間で展開する新しい時代の貿易への対応が求められるようになってきた。そこで、一九九五年にはGATTのウルグアイラウンドを経て世界貿易機関（WTO）が誕生し、WTO協定付属書1Bとして、サービスの貿易に関する一般協定（GATS）も発効した。一九四八年に欧州経済協力機構（OEEC）として始まった取組みも、現在では三〇か国の先進国が加盟する経済協力開発機構（OECD）となり、貿易の自由化、経済成長、そして途上国支援を三大原則とし

て、経済の発展に貢献している。このほか、一九四六年には、国際通貨システムの安定維持によって、持続的な経済成長と生活水準の向上を図ることを目的に国際通貨基金（IMF）が設立されており、経済取引の前提ともいべき金融市場の安定も確保されている。

市場のグローバル化が進む中で、政府系ファンドまたは国家ファンド（Sovereign Wealth Funds, SWF）の投資行動が、注目を集めるようになってきた。例えば、アメリカのサブプライムローン問題に端を発した二〇〇八年九月のリーマンショックに至る時期には、SWFによる欧米の金融機関への投資が、事態の悪化防止に寄与したという評価もある⁽¹⁾。欧米の主要な金融機関への投資だけに限定しても、SWFによる二〇〇六年三月から二〇〇八年七月までの投資総額は七〇〇億ドルを超えており、その動向は市場に大きな影響を与えている。このため、SWFの投資受入国からは、SWFが商業的な意図ではなく政治的な意図から海外投資を行っているのではない⁽²⁾かとの懸念も表明されるようになった⁽³⁾。SWFの海外投資は、外資規制をめぐる新しい重要な課題であることから、IMFによるSWFの行動規範の策定に至るまでの動きに注目しつつ、SWFの現状を確認することとした⁽⁴⁾い。

二 政府系ファンドの本質

(一) SWFの定義と特徴

SWFは、一九五〇年代初期以降、主に産油国や新興国で設立されてきたが、設立時期や規模は様々であることから、一義的な定義は存在していない。最も広くは、「政府が関与している何らかの資産運用組織や基金⁽⁵⁾」と説明されているため、これには公的年金基金も含まれることになる。しかし、この意味でのSWFに該当したと

しても、積極的な海外投資を展開していない場合には、市場に対して影響力を及ぼすことはない。したがって、アメリカ財務省が定義するように、市場で重視されるSWFは、「外国為替資産によって資金調達され、政府が外貨準備とは分離して運用している投資ファンド」ということになる⁽⁶⁾。

定義にとどまらず、SWFに共通の特徴を挙げることに困難が伴うが、二〇〇七年にアメリカの証券大手であるモルガン・スタンレーのステイーブン・ジェンは、①国家が運用していること、②資産に外貨の割合が高くなっていること、③明白な負債のない正味資産(国富)であること、④リスクの許容度が高いこと、⑤長期運用となっていることを、SWFの特徴として指摘した⁽⁷⁾。①はSWFに不可避の要素であり、SWFであることの要件である⁽⁸⁾。つまり、SWFは、政府自身が資金を調達し運用しているところに特徴があり、民間の投資ファンドのように一般投資家から資金を調達することはない。

アメリカ議会の付属機関である政府監査院(GAO)が二〇〇八年に出した報告書では、資産の大きなものから二〇までを順に主要なSWFとして整理しており、これらをあわせたSWFの資産規模は三兆ドル近くに上っている⁽⁹⁾。そして、このGAOのデータによると、最も規模の大きなSWFは一九七六年に設立されたアラブ首長国(アラブ首長国連邦)のアブダビ投資庁(資産六、二五〇億ドル)八、七五〇億ドル)である⁽¹⁰⁾。資産規模が一、〇〇〇億ドルを超えるSWFは五つあり、アブダビ投資庁に続く第二位は一九九〇年に設立されたノルウェーのノルウェー政府年金基金(資産三、七二〇億ドル)、第三位は一九八一年に設立されたシンガポールのシンガポール政府投資公社(資産二、一五〇億ドル)三、三三〇億ドル)、第四位は一九五三年に設立されたクウェートのクウェート投資庁(資産二、一三〇億ドル)二、五三〇億ドル)、第五位は二〇〇七年に設立された中国の中国投資有限責任公司(資産二、〇〇〇億ドル)となっている⁽¹¹⁾。これに、一九七四年に設立されたシンガポール財務省の持株会社であるテマセク・ホールディングス(資産一、〇八〇億ドル)と二〇〇八年に設立されたロシア連邦の準備基金(資産

三三〇億ドル)を加えた七つのSWFは、その規模故にスーパーセブンと呼ばれている⁽¹²⁾。スーパーセブンを見るだけでも、SWFが世界の各地域で運用されていること、比較的最近になって設立されたものも多いことがわかる。実際に、主要な二〇のSWFのうち二〇〇〇年以降に設立されたものは、一二に上っている。

(二) SWFの資金と運用

1 SWFの資金調達と設立目的

ジェンの掲げた要素のうち、②の資産に外貨の割合が高いことと③の負債がないことは、SWFの資金調達の特徴である。SWFを、この見地から説明すると、天然資源の輸出・売上収入、外貨準備金などからの財政余剰を資金源に、政府がマクロ経済目的のために保有・運用するファンド⁽¹³⁾ということになる。SWFでは、資金をどのように調達しているかを問わず、それを将来において取り崩すことは予定していない。

SWFのうち、資源の輸出によって得た外貨によって資金を調達しているものは、コモディティ(商品、実物資産)型と呼ばれており、二〇〇〇年より以前に設立されたSWFに多く見られる。スーパーセブンのうち、中東産油国のアブダビ首長国とクウェート、北海油田を持つノルウェー、そしてシベリア開発を進めるロシアは、石油の輸出からの膨大な収入から資金を調達しており、コモディティ型の典型である。その他のスーパーセブンについては、シンガポールの政府投資公社と中国投資有限公司は外貨準備の一部を分離して、そしてシンガポールのテマセク・ホールディングスは財政余剰金によって資金を調達しているため⁽¹⁴⁾、これらはコモディティ型には当たらないことになる。

資金調達方法の違いは、SWFの目的にも連動するものである。IMFは、SWFの設立目的からの分類として、安定化ファンド、貯蓄ファンド、外貨準備金ファンド、開発ファンド、年金積立ファンド⁽¹⁵⁾を挙げている。ま

ず、安定化ファンドとは、天然資源の価格変動による影響から予算と経済を防衛することを目的に、株式等への投資を行うものである。次に貯蓄ファンドは、次世代の国民に向けたものであり、背景にはオランダ病の予防がある。⁽¹⁷⁾ オランダ病とは、輸出収入が増えることによって通貨高を招いたとき、その結果として自国の輸出産業の競争力が低下することをいう。また、資源は有限であることから、枯渇すれば資産の保有から得られる収益（キャピタル・ゲイン）は失われてしまう。そこで、永続的に現金収入（インカム・ゲイン）を得ることができるような投資を行って、次世代へと収益（リターン）を先送りできるようにしておく必要がある。⁽¹⁸⁾ つまり貯蓄ファンドは、財政の安定と維持の確保を重視するものである。続いて外貨準備金ファンドは、外貨準備の運用を通じての収益確保を目指すものである。外貨準備の目的は、為替介入や不測の事態が生じた場合の対外債務の支払いにあるため、安全性の高い運用が想定されている。⁽¹⁹⁾ そこで、外貨準備の運用は本来の目的を損なうことがあってはならないが、外貨準備金ファンドは外貨準備の一部を取り崩して分離し、それを高いリスクで運用している。これは、海外投資によって国内経済や財政への負担を抑え、通貨高を乗り切ることにも主眼を置くものである。⁽²⁰⁾ さらに、開発ファンドは、国家の成長戦略の一環として、重要な産業基盤の整備や産業政策の促進振興のためにする投資行動である。最後に、年金積立ファンドは、年金基金を運用することで、国民から徴収した保険料とは別に、将来における年金財源の充実を目指すものである。SWFは、複数の目的を同時に持っていることもあれば、設立当初の目的を変更したり拡大したりすることもある。⁽²¹⁾

コモディティー型のSWFには、通貨高への対応を目的としていることもあって貯蓄ファンドが多く見られ、これらは国家の金融政策と密接な関係にある。二〇〇〇年代になって増えてきた外貨準備金ファンドも、通貨高のコントロールが目的にあり、同じく国家金融政策の一環と見るができる。このように、SWFは国家の意思と直結した運用がなされるものであり、投資行動の背景には国家の投資戦略がある。⁽²²⁾

2 S W F の投資行動

S W F の投資行動は、ジェンの掲げた要素では、④のリスク許容度と⑤の長期運用に関連する問題である。

S W F の具体的な投資行動には、ポートフォリオ分散型と企業買収型がある⁽²³⁾。ポートフォリオ分散型では、株式、国債・社債、資産担保証券、商品、不動産、デリバティブなどへの海外投資が行われる⁽²⁴⁾。ここでは、投資対象となった企業等における経営支配権の取得は視野にはなく、あくまでも安定した長期的な収益を上げることが目的となっている。初期の S W F はポートフォリオ分散型の投資を行っており、市場原理にのつった行動であったことから、むしろ保守的であると評価されていた⁽²⁵⁾。これに対して、企業買収型は、特定の企業の経営支配権の獲得を目的とするものである。つまり、収益を上げることよりも、自国内の産業育成を図ることが投資行動の根底にある⁽²⁶⁾。例えば、国家の重要な産業基盤を確保するための投資や、自国にはない技術を獲得するための投資がこれに該当する。

S W F は、一般にはポートフォリオ分散型を選択して、ジェンの指摘にもあるように、海外資産を長期に保有する目的で投資をすることが多く、投資の対象は先進国の政府債権や上場株式であった。しかし近年では、ポートフォリオ分散型の投資行動と並行して、企業買収型の投資行動も目立つようになってきており、石油の次を考えた上で、新しいエネルギーの技術開発を図ろうとする意図があることがうかがえる⁽²⁷⁾。このため投資受入国としては、国内産業が海外のファンドに支配されることによって、短期的にはないにせよ、安全保障上の問題が生じるのではないかとの懸念を抱くことになる。二〇〇一年の大規模テロ事件以降、アメリカでは重要産業基盤の保護が重視されるようになり、これらに対する対内直接投資には新たな規制が導入された⁽²⁸⁾。そして、実際に重要産業基盤を対象とする S W F の投資をめぐることは、その阻止をめぐる混乱も見られている⁽²⁹⁾。

(三) S W F に対する懸念

S W F は、設立目的からしても、投資行動からしても、投資受入国からは不安材料となる面がある。アメリカの財務副長官を務めたロバート・キミットは、S W F に対する懸念として第一に、S W F が不適切なマクロ経済政策と金融政策を反映している可能性を指摘する⁽³⁰⁾。これは、特に外貨準備金型の S W F に当てはまる問題であり、S W F が通貨高をコントロールするための道具になっていることへの疑問である。第二は、S W F が金融市場の安定にとって潜在的な不安定要素となっていることである⁽³¹⁾。ジェンの分析にもあるように、S W F は長期的な運用を中心としてはいるものの、大規模な投資を急に引き上げることがあれば、金融市場の混乱は避けられないことになる⁽³²⁾。また、民間のファンドとは異なり、S W F は、自国政府に対してのみ責任を負うことから、政府の判断によっては大きなリスクをとることも可能である⁽³³⁾。そしてキミットは第三に、S W F が民間企業を支配することによって生じる安全保障上の懸念を挙げ、これが最も重要な問題であると指摘している⁽³⁴⁾。この理由としては、重要産業基盤が外国によって支配されてしまうこともあると考えられる。

一九六〇年の O E C D 資本自由化コードは、資本移動の自由化についての国際的投資ルールであるが、例外のひとつに重大な安全保障上の利益の保護のために必要な措置をとることを挙げている⁽³⁵⁾。また、一九四七年の G A T T も、加盟国が安全保障上の重大な利益のために必要と認める一定の措置は、G A T T の基本原則の例外になるとしている⁽³⁶⁾。つまり、自由貿易や資本移動の自由化を原則とする中にも、国家の安全保障の確保は重要な利益であることは認められている。そこで、安全保障をふまえつつ、S W F に対する行動規範の必要性が主張されるようになってきた。

三 政府系ファンドと行動規範の策定

(一) キミットの提言

キミットは、SWFについての懸念を表明した上で、それらを解決するために、投資受入国とSWFの双方に對する提言を行っている。まず、自国であるアメリカをはじめとするSWFの投資受入国に對しては、保護主義を避けること、公平で透明な投資政策をとること、投資する側の決定を尊重すること、そして投資者を平等に扱うことを求めている⁽³⁷⁾。一方、SWFに對しては、五つの原則を提案した。第一原則は、政治目的からではなく商業的な目的から投資することである⁽³⁸⁾。キミットは、SWFはこの点を投資原則として掲げるべきであるとする⁽³⁹⁾。第二原則は、国際的な水準になつた行動をとることである⁽⁴⁰⁾。これは、SWFに對して投資方針を明らかにすることのほか、リスク管理と内部統制システムの構築を求めるものである。キミットはこの理由として、SWFの投資行動がシステム・リスクを内在するものであることにも言及している⁽⁴¹⁾。第三原則は、民間と同等な公正な競争をするということである⁽⁴²⁾。SWFは、政府が運用していることから、民間のファンドよりも早期に投資に有利な情報を取得できる立場にある。つまり、SWFは民間のファンドよりも優位にあるが、それを不当に活用してはならないというのがキミットの指摘である。第四原則は、世界の金融情勢に安定をもたらすような投資行動をすべきということである。これは、SWFが通貨高への対応を目的としていることへの批判であり、SWFが民間ではなく政府のファンドであればこそ特に重要となる問題である。最後に第五原則は、投資対象国の法を遵守しなければならないことを求めている。

キミットは、SWF側の情報が十分に開示されていないことが、SWFに對する批判の背景にあると指摘している⁽⁴³⁾。SWFは、民間の投資ファンドと同様の規制に服することは法的に求められていないため、スーパースブ

ンのうち運用をめぐる情報を任意に開示しているのは、ノルウェー政府年金基金のみである。⁽⁴⁵⁾またコモディティ型のSWFの場合、天然資源をめぐる情報は国家機密に属する部分も多く、限定的にしか開示されていない状況となっていた。そこで、SWFの行動規範には、投資行動の透明化と説明責任の確保を盛り込むことの重要性が認識されるようになった。

アメリカ財務省は二〇〇八年三月二〇日に、シンガポール政府投資公社およびアブダビ投資庁との間で、SWFの投資行動に関する政策原則について合意に至ったことを発表した。⁽⁴⁶⁾合意の内容は、ほぼキミットの提案に沿ったものとなっており、SWFの行動規範の実現に向けての第一歩となった。⁽⁴⁷⁾

(二) OECD

二〇〇八年二月九日の七か国財務大臣・中央銀行総裁会議（G7）の声明は、世界が直面する諸課題のひとつとしてSWFをとりあげた。声明は、IMFで進められていたSWFの組織構造、リスク管理、透明性および説明責任などの分野における最良慣行（ベスト・プラクティス）の作業に期待すると同時に、OECDがSWFの投資受入国に向けた最良慣行を策定することを奨励していた。

これを受けてOECDは、二〇〇八年六月五日の第四七回閣僚理事会で、SWFの投資受入国についての閣僚宣言を採択した。⁽⁴⁹⁾閣僚宣言は、OECDが長年にわたって世界的に開かれた投資環境を推進してきたことを前提に、①投資受入国は、SWFによる外国投資に対して保護主義的な障壁を築くべきではないこと、②公平性および無差別性を確保し、追加的な投資規制を考慮するのは、正当な安全保障上の懸念に対処するため、内外の投資家に対して共通に適用する政策が不十分な場合に限られること、③安全保障上の見地からの規制措置は、透明かつ予見可能であって、安全保障上の危険と比例したものであり、措置の発動に際しては説明責任が果たされてい

なければならぬことを内容としている。

S W F が台頭する以前から、各国では対内直接投資に対する規制を設けてきていた。日本においても、外国為替及び外国貿易法（外為法）のほか、伝統的規制産業と位置づけられる電気通信産業などについては個別法による規制がある。⁽⁵⁰⁾これらは、いずれも安全保障の見地に根ざした規制を含むものであり、S W F の投資に関しても適用されるものである。安全保障の概念は、日本の法令でも諸外国の法令でも明確な定義を置いた例はなく、⁽⁵¹⁾安全保障の名の下に保護主義に根ざした規制が設けられる可能性は常に存在している。そこで O E C D は、加盟国である S W F の投資受入国に対して、自由貿易の尊重と外資規制に対する姿勢を改めて質したものと理解することが出来る。

(三) トルーマン・スコアボード

アメリカの有力なシンクタンクであるピーターソン国際経済研究所のエドウィン・トルーマンは、二〇〇八年四月に、S W F の健全性を図るための採点基準と採点結果を公表した。⁽⁵²⁾この採点基準は、トルーマン・スコアボードと呼ばれている。スコアボードは、まず組織構造に関して八項目の採点基準を設けており、S W F の目的が明示されているかどうか、そして資金の調達や財務関係の情報が開示されているかどうかを問題としている。次に、ガバナンスに関する七項目の採点基準があり、これは政府とファンドマネージャーの関係について、あるいは倫理ガイドラインが定められているかなど、民間企業におけるコーポレート・ガバナンスを意識したものとなっている。続いて、透明性と説明責任については、一四項目の採点基準が挙げられている。これは、定期的な収支報告書の作成とその開示状況に注目しつつ、資産規模や個別の投資行動について、詳細な活動の報告を求めたものである。最後に、行動様式として四項目の採点基準があり、リスク管理などをめぐる投資に関する方針を

定めているかどうかを重視している。

トルーマン・スコアボードによる採点では、主要な三四のSWFの平均点は四六点に止まっていた。⁽⁵³⁾ スコアボードの各項目別の平均点を見ると、組織構造は六八点、ガバナンスは四一点、透明性と説明責任は四一点、そして行動様式は二五点となっており、行動様式の得点が際立って低いことがわかる。⁽⁵⁴⁾ 行動様式の項目が定められていない場合には、仮に透明性と説明責任を確保したとしても、結局はSWFがどのような方針で投資を行っているかの実態がよくわからないことになる。スーパーセブンの中で、九〇点を超えたのはノルウェー政府年金基金のみであり、最低は九点のアブダビ投資庁とカタール投資庁であった。アブダビ投資庁とカタール投資庁は、ガバナンスの項目ではいずれも〇点を記録している。⁽⁵⁵⁾

トルーマンは、二〇〇八年十一月一日の講演で、海外投資は国の決める問題であり、その投資を公共部門が行うとするならば、公金で何をするのかにつき説明責任を果たすための制度が設けられていなければならないと述べた。⁽⁵⁶⁾ つまり、トルーマンの問題意識は、広く一般に対して情報が公開されているかにあると考えることができる。

(四) IMFとサントリアゴ原則

二〇〇八年五月一日に、IMFはSWFに関する国際ワーキンググループを創設し、同年一〇月までにSWFの行動規範を策定することを明らかにした。⁽⁵⁷⁾ ワーキンググループには、IMF加盟国のうち二五か国の代表が参加し、その中にはスーパーセブンをはじめとするSWFおよびSWFからの投資受入国の双方が含まれていた。⁽⁵⁸⁾ ワーキンググループの議長は、アブダビ投資庁からの代表とIMF通貨・資本市場局長が共同で務めており、SWFを持つ諸国の意向も十分に汲むことのできる体制であったということが出来る。そしてワーキンググループ

は、予定通り二〇〇八年一〇月に、SWFの一般に認められる原則と慣行（サントイアゴ原則）を公表した。⁽⁵⁹⁾これは、SWFの透明性および説明責任の確保に向けての重要なステップといえることができる。

サントイアゴ原則は、策定の目的として、①世界の金融システムの維持および資金と投資の自由な流通の確保、②投資受入国によって適用される法および課せられる情報開示義務の遵守、③経済および財務上のリスクとリターンの見地からする投資の実行、④適切な運用統制およびリスク管理と説明責任を果たすに足る透明性および健全性を持つガバナンス構造の確保の四点を掲げている。そして、「法的枠組み、目的、マクロ経済政策との調整」（二条～五条）、「機構上の枠組みおよびガバナンス構造」（六条～一七条）、「投資およびリスク管理の枠組み」（二八条～二四条）に分けて行動規範を整理した。具体的に見ると、「法的枠組み、目的、マクロ経済政策との調整」はキミットの五原則と基本的に重なっているものである。すなわち、SWFの投資目的や資金調達を明確に定め、それを公表することを求めている。「機構上の枠組みおよびガバナンス構造」では、SWFの目的になった組織のあり方と投資行動のあり方について、情報の開示を通じての透明性の確保が求められている。そして、「投資およびリスク管理の枠組み」では、キミットの五原則のうち第三原則に関わるものが多く、民間ファンドと比較して不当に優位に立つことがないよう求めている。なお、サントイアゴ原則の最後に位置する二四条は、「SWFまたはそれに代理する者によって、定期的にサントイアゴ原則の履行状況について、審査（review）がなされなければならない。」と規定している。サントイアゴ原則には法的拘束力はなく、あくまで一般的なガイドラインに過ぎないため、遵守は各SWFに委ねられている。しかし、この条文が挿入されたことは、SWFを国際市場における主要なプレイヤーであることを認めると共に、その自覚を持つよう求めたものと見るべきである。

(五) サンティアゴ原則の遵守状況

トルーマン・スコアボードとサンティアゴ原則は、重複している部分も多いが、トルーマンによると、サンティアゴ原則の満点はスコアボードでは七四点に相当する。⁽⁶⁰⁾ サンティアゴ原則第一七条は、財務状況については一般への公開を定めているが、第五条のSWFに関する統計データについては、適時に所有者（owner）に対して報告するとの規定にとどまっている。ここでの所有者は国であることから、トルーマンは、サンティアゴ原則では一般に対する透明性と説明責任が十分に果たされていないとして、スコアボードと比較の上で批判した。⁽⁶¹⁾ サンティアゴ原則が、実際にどの程度まで遵守されるかについては疑問も出されていたが、トルーマンの二〇〇八年のスコアボードと二〇一〇年のスコアボード⁽⁶²⁾を比較すると、得点が低かったSWFでも平均して三点程度はプラスしており、サンティアゴ原則は無意味とまではいえないと考えられる。

サンティアゴ原則の策定から半年後の二〇〇九年四月に、IMFのSWFに関するワーキンググループは、SWF国際フォーラム（International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF）の設立を発表した。⁽⁶⁴⁾ フォーラムのメンバーはワーキンググループと同じであり、設立の目的としては、SWFの投資行動に関する情報交換、サンティアゴ原則の運用に関しての意見交換、受入投資国との協調関係の構築が掲げられている。IFSWFは、積極的な活動を展開しており、二〇一一年七月にはサンティアゴ原則の遵守について、SWFの自己評価をまとめた報告書を発表した。⁽⁶⁵⁾ この内容は、二〇一〇年のトルーマン・スコアボード⁽⁶⁶⁾と比較してもそれほど大きな乖離は見られないことから、自己評価であっても、内容は信頼に値するといえる。⁽⁶⁷⁾

サンティアゴ原則の遵守状況についての調査は、SWFに対して回答を求める形で行われており、無回答も母数に含めて計算をすると、七八%のSWFがサンティアゴ原則の全部または一部を遵守していることがわかる。⁽⁶⁸⁾ IFSWFの報告書は結論として、各SWFの性格が同一ではないことを理由に、特に情報の開示との関係で全

ての S W F を統一的に扱うことには困難があると指摘している。⁽⁶⁹⁾ ただし、サンティアゴ原則の遵守を通じて透明性と説明責任が確保できることについては S W F の間で共通の認識が得られており、S W F にとって有益なガイドラインであるとも評価している。⁽⁷⁰⁾ I F S W F は、二〇一二年五月にメキシコで、そして二〇一三年にはノルウェーで総会を開くことを予告しており、今後もサンティアゴ原則をめぐる議論が続けられていくものと期待されている。

四 おわりに

S W F は、国際取引において確固たる地位を築いてきたといえる。今後もサンティアゴ原則の遵守に向けての努力が進むものと考えられるが、企業買収型の投資行動との関係では、各国の対内直接投資規制と S W F との関係が問われる場面が多くなるのではないかと思われる。国際法の見地からは、S W F が国家のファンドであることを理由に裁判権免除や課税免除を享受するかという問題もある。⁽⁷¹⁾ そこで、今後は S W F の主要な投資受入国であるアメリカに注目しながら、S W F に対する規制のあり方について検討を続けていきたいと考えている。

(1) Amy Keller, Note, *Sovereign Wealth Funds: Trustworthy Investors or Vehicles of Strategic Ambition? An Assessment of the Benefits, Risks and Possible Regulation of Sovereign Wealth Funds*, 7 Geo. J. L. & Pub. Pol'y 333, 339-341 (2009).

(2) ALBERTO QUADRIO CURZIO & VALERIA MICELI, SOVEREIGN WEALTH FUNDS: A COMPLETE GUIDE TO STATE-OWNED INVESTMENT

- FUNDS 12 (Harriman House, 2010).
- (c) See generally Robert M. Kimmitt, *Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy*, 87 FOREIGN AFF. 119 (2008).
- (4) 中谷和弘「外資規制をめぐる最近の諸課題」ジュリスト一四一八号四四頁以下、五〇頁(二〇一一年)。
- (5) United States Government Accountability Office, *Sovereign Wealth Funds: Publicly Available Data on Sizes and Investments for Some Funds Are Limited* 5 (GAO-08-946, Washington D.C., September, 2008). 谷山智彦・福田隆之・古賀千尋『政府系ファンド入門』三三二頁(日経BP社、二〇〇八年)。
- (6) アメリカ財務省のロウリー次官代理の発言である。Clay Lowery, Acting under Sec'y for Int'l Affairs, U.S. Dept. of the Treasury, Remarks on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System at San Francisco (June 21, 2007).
- (7) Stephen Jen, *The Definition of a Sovereign Wealth Fund* 2 (Morgan Stanley Reports, Oct. 25 2007).
- (8) 谷山・福田ほか・前掲注(5)三三三頁。
- (9) United States Government Accountability Office, *supra* note 5 at 19.
- (10) *Id.*
- (11) *Id.*
- (12) Anthony Wong, Note, *Sovereign Wealth Funds and the Problem of Asymmetric Information: The Santiago Principles and International Regulations*, 34 BROOKLYN J. INT'L L. 1081, 1084-1085 (2009).
- (13) 中谷和弘「政府系企業、政府系ファンド(SWF)と国際法」法学教室三四〇号一五一頁以下、一五四頁(二〇〇九年)。
- (14) 谷山・福田ほか・前掲注(5)四〇頁。
- (15) International Monetary Fund, *Sovereign Wealth Funds — A Work Agenda* 5 (February 29, 2008) available at <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022908.pdf>.
- (16) 中村みゆき「政府系ファンド(SWFs)における投資行動分析—ストラテジック・アセット・アロケーション

の考察から」創価経営論集三四卷二・三合併号五七頁以下、六〇頁(二〇一〇年)。

- (17) International Monetary Fund, *supra* note 15 at 5.
- (18) 谷山・福田ほか・前掲注(5)九七頁。
- (19) 重藤哲郎「ソヴリン・インベスター(上) 膨張する国家ファンド等の全体像、特性、今後の見通し」財団法人国際金融情報センタートリックレポート七頁(二〇〇七年)。
- (20) 谷山・福田ほか・前掲注(5)一二三頁。
- (21) International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report: Financial Market Turbulence Causes, Consequences, and Policies* 46-47 (IMF Multimedia Services Division 2007).
- (22) 国営企業とは異なり、SWFは投資の専門家である第三者によつて運用される。Brendan J. Reed, Note, *Sovereign Wealth Funds: The New Barbarians at the Gate? An Analysis of the Legal and Business Implications of their Ascendancy*, 4 VA. L. & BUS. REV. 97, 111-112 (2009).
- (23) 谷山・福田ほか・前掲注(5)六四—六七頁。
- (24) 中村・前掲注(16)六一、六三頁。
- (25) 前田匡史『国家ファンド—国際金融資本市場の新たな主役』八二頁(PHP研究所、二〇〇九年)。
- (26) 中村・前掲注(16)六四頁。
- (27) 前田・前掲注(25)八七頁。
- (28) アメリカ法の下で、重要産業基盤とは「物的であるか否かを問わず、アメリカにとって重要なシステムや資産であつて、そのシステムの不能や破壊が国家安全保障の弱体化をもたらすもの」と定義されている。Foreign Investment and National Security Act of 2007, Pub. L. No. 110-49, 121 Stat. 246 (amending 50 U.S.C. app. §2170 (2000)) §2, 50 U.S.C. app. §2170 (a) (6). アメリカにおける対内直接投資規制については、渡井理佳子「アメリカにおける対内直接投資の現状」慶應法学一九号一一七頁以下、一二三頁(二〇一一年)。
- (29) 二〇〇五年に、アラブ首長国連邦の港湾管理会社であるドバイ・ポート・ワールド社が、イギリスの会社を買収しようとしたケースでは、買収対象となったイギリスの会社のアメリカにある子会社がアメリカ国内の主要な港湾施

- 設を管理していることを理由に、アメリカが規制権限を発動した。最終的には、アメリカ政府がアラブ首長国連邦に働きかけ、ドバイ・ポート・ワールド社は問題の港湾管理に関する事業をアメリカ企業に売却することで政治的決着を見た。渡井理佳子「アメリカにおける対内直接投資規制と重要産業基盤の確保―二〇〇七年外国投資および国家安全保障法を中心に―」大沢秀介・小山剛編『自由と安全―各国の理論と実務』二〇四頁以下所収、二一五―二一六頁（尚学社、二〇〇九年）。
- (30) Kimmitt, *supra* note 3 at 122.
- (31) *Id.*
- (32) *Id.* at 122, 123.
- (33) Wong, *supra* note 12 at 1094-1096.
- (34) *Id.* at 123.
- (35) OECD資本自由化コードについて、中谷・前掲注(4)四四―四五頁。
- (36) GATTの諸協定はWTO協定およびWTOが管理する諸協定に置き換えられ、両者に抵触がある場合にはWTO協定が優先するが、GATT二一条(b)は現在も有効である。
- (37) Kimmitt, *supra* note 3 at 127.
- (38) *Id.*
- (39) *Id.*
- (40) *Id.*
- (41) *Id.* 銀行を例に挙げると、銀行は自己完結的に業務に従事しているのではないことから、ひとつの銀行の経営破綻が他へと連鎖するリスクがある。つまり、ひとつの銀行の破綻が、時を経ずして次々に経済全体へと波及するリスクを、システミック・リスクという。
- (42) *Id.*
- (43) *Id.* at 128.
- (44) Reed, *supra* note 22 at 106.

- (45) ノルウェー政府年金基金のホームページでは、二〇〇五年度以降の投資運用状況についての情報が公開されており、透明性が確保されている。The Government Pension Fund Norway, *available at* <http://www.ftf.no/en/home.aspx>.
- (46) Department of the Treasury, Treasury Reaches Agreement on Principles for Sovereign Wealth Fund Investment with Singapore and Abu Dhabi (March 20, 2008), *available at* <http://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp881.aspx> (last visited October 11, 2011).
- (47) 合意の内容について詳しくは、神山哲也「大手SWFと総合協定を締結する米国」野村資本市場クォーターリー二〇〇八年春号五八頁以下、六〇―六二頁(二〇〇八年)。
- (48) 財務省「七か国財務大臣・中央銀行総裁会議声明のポイント」*available at* http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g7/cy2008/g7_200209.pdf.
- (49) Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD Declaration on Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies (Adopted by Ministers of OECD countries at the Council at Ministerial Level, June 5 2008) *available at* http://www.oecd.org/document/41/0,3343,en_2649_34887_40790173_1_1_1_1,00.html (last visited October 11, 2011).
- (50) 中谷・前掲注(4)四五頁。
- (51) 渡井理佳子「国家安全保障とエクソン・フロリオ条項」新防衛論集二七巻一号九五頁以下、一〇二頁(一九九九年)。
- (52) Edwin M. Truman, *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices, Policy Briefs in International Practices* (Peterson Institute for International Economics No. PB08-3, April 2008) *available at* <http://www.piie.com/publications/pb/pb08-3.pdf>.
- (53) *Id.* at 7.
- (54) *Id.*
- (55) *Id.*

- (56) Edwin (Ted) M. Truman 「S W Fに関する考察とスコアボード概要について」日本経済調査協議会『政府系ファンド (S W F) の役割と政策的インプリケーション』九九頁以下所収、九九頁 (二〇〇九年)。
- (57) International Monetary Fund, International Working Group of Sovereign Wealth Funds is Established to Facilitate Work on Voluntary Principles (Press Release No. 08/97, May 1, 2008) *available at* <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2008/pr0897.htm>.
- (58) ワーキンググループには、アゼルバイジャン、アイルランド、アメリカ、アラブ首長国連邦、イラン、オーストラリア、カタール、カナダ、韓国、クウェート、シンガポール、赤道ギニア、チリ、中国、トリニダード・トバゴ、ニュージーランド、ノルウェー、バレーン、東ティモール、ボツワナ、メキシコ、リビア、ロシアの二三か国に、恒久オブザーバーとしてオマーン、サウジアラビア、ベトナム、世界銀行およびOECDが参加していた。日本も、投資受入国の立場からワーキンググループに関与している。International Working Group of Sovereign Wealth Funds, Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices “Santiago Principles” (October 2008) *available at* <http://www.iwg-swfg.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf>.
- (59) *Id.* サンティアゴ原則についての邦語文献として中谷・前掲注(13)があり、全条文の和訳が掲載されている。サンティアゴ原則についての詳細な分析としては、神山哲也「S W F：行動規範の策定と動向」野村資本市場クォータリー二〇〇九年冬号一四五頁以下 (二〇〇九年) がある。
- (60) 神山・前掲注(59)一五〇頁。
- (61) 神山・前掲注(59)一五一頁。
- (62) Truman, *supra* note 52 at 7.
- (63) EDWIN M. TRUMAN, SOVEREIGN WEALTH FUNDS: THREATOR SALVATION 72-73 (Peterson Institute for International Economics, 2010). なお、二〇一〇年の全体の平均点は五九点にまで伸びているが、これはアメリカの州が設立したS W Fが満点に近い得点であったことに起因している。
- (64) International Forum of Sovereign Wealth Funds, “Kuwait Declaration”: Establishment of the International Forum of Sovereign Wealth Funds (April 6, 2009) *available at* <http://www.iwg-swfg.org/mis/kuwaitdec.htm>.

- (59) International Forum of Sovereign Wealth Funds, IFSWF Members' Experiences in the Application of the Santiago Principles: Report prepared by IFSWF Sub-Committee 1 and the Secretariat in collaboration with the Members of the IFSWF (July 7, 2011) *available at* <http://www.ifswf.org/pst/stp070711.pdf>. 報告書は、当初公表の予定はなかつたメンバー間の情報交換のために作られたと見られる。
- (66) TRUMAN, *supra* note 63 at 72-73.
- (67) Sarah Bagnall & Edwin M. Truman, *IFSWF Report on Compliance with the Santiago Principles: Admirable but Flawed Transparency* (Peterson Institute for International Economics No. PB11-14, August 2011) *available at* <http://www.iie.com/publications/pb/pb11-14.pdf>.
- (68) *Id.* at 5.
- (69) International Forum of Sovereign Wealth Funds, *supra* note 65 at 45.
- (70) *Id.*
- (71) 中谷・前掲注(4)三頁。