

July 2016

ソブリン・ウェルス・ファンドに関する
ベストプラクティスの形成と隘路

今福 愛志

ソブリン・ウェルス・ファンドに関するベストプラクティスの形成と隘路

今福 愛志

I 問題意識と課題の設定

どの国の公的年金であれ国民から徴収した資金，外貨で得た莫大な資金，そして石油などの天然資源から国家が獲得した資金，あるいは財政の余剰金をファンドとして国内だけでなく国外の金融市場，なかんずく資本市場に投資する時，このファンドはどのような性格をもつエンティティ—事業体—であるのか。政府から委託された資金の投資ファンドとみれば，ファンドが「公的な」(public)性格をもつものとしても，資本市場のアクターとして活動するならば，「私的な」(private)な性格を有するエンティティとされる可能性も残っている。

かりにファンドが設立されたとしても，今度はファンドの設立主体である政府(government)の「政治的な」利害からはなれて，どのようにすれば「中立性」をたもてるのか，ガバナンスの問題である。ガバナンス問題が解決できたとしても，投資資金の膨大性ゆえにもつ情報の非対称性から導かれた意思決定によっては，資本市場の歪みを増幅しかねない。どのようにすれば，そうした歪みを回避できるシステムが可能であるのか。このファンドはこれまでソブリン・ウェルス・ファンド（以下，SWFsと略記する）といわれてきた。

近年，SWFsが新たな観点から注目されている。そのひとつが，SWFsの資金規模の優位性ゆえに獲得できるリターンが，「所得格差」をうむ要因の重要なひとつとなるという観点にたった，ピケティの『21世紀の資本』におけるSWFs批判である¹。それによれば，「21世紀における世界的な富の格差」(第13章)のなかで，世界の富の主たるものである資本収益を獲得したファンドとして2つあげ，富を獲得する実態をあきらかにしている。そのひとつが米国の大学基金であり，もうひとつがSWFsである。

ここでピケティが問うている問題のひとつは，これらファンドが獲得し保有する世界の富の格差の実態であり，もうひとつが本稿の主題にもかかわる問題である。すなわち，SWFsは世界の富を獲得し所有しているのにもかかわらず，大学基金と異なり，その実態が財務報告のなかで明らかにされず不透明である実態をどのようにして改善するか。しかしピケティはそれ以上，これに関して展開していない。

¹ Piketty, Thomas, *Capital in the Twenty-First Century*, the Belknap Press of Harvard University Press, 2014. (山形浩生他訳『21世紀の資本』みすず書房，2014年。

もうひとつは、「21世紀の不平等」を解決する提案のひとつとしてアトキンソンが提案するつぎのような SWFs への期待である²。「公的な投資当局を作り、ソブリン・ウェルス・ファンドを運用して企業や不動産への投資を保有し、国保有の資産価値を増やすべきである。」(同書, 201頁) ここでは SWFs が「21世紀の不平等」を減らす 15 の提案のひとつとして提起されている。

いずれの見解も SWFs が富を獲得するパワーに注意が払われていても、そもそも SWFs とはなにか、そして SWFs をめぐる近年の動向とその意味するものをどのように評価するのかについては、十分に言及されていない³。21世紀初頭に発生したリーマン・クライシスといわれる金融危機以来、SWFs にも規制の波がおよんでいる。ただ、そこでの規制へのプロセスは従来のもとは大きくことなっている。公的な性格、いいかえれば政治的な性格を色濃くもっているエンティティである SWFs が、資本市場に進出する時、資本を受け入れるホスト国が SWFs の公的性格と私的性格をどのように受けとめ、自国市場への参加、あるいはグローバル市場への参入をみとめるか、という問題である⁴。その時、求められるディスプリナー規範のひとつが、SWFs にとってのベストプラクティス—後述するそれを提言したサンチャゴ原則は「一般に認められた原則と実務」(Generally Accepted Principles and Practices: GAPP) と呼称している⁵—がなんであり、それをどのように順守するか、である。

本稿の課題は、SWFs にもとめられるこのベストプラクティスがどのように形成され、どんな原則として構築されたのか、またそれを阻む隘路はなにかについて、いくつかの文献をもとに明らかにすることにある。すでにこの問題は国内的にはともかく⁶国際的には多くのところで議論されている問題ではあるが、あえて本課題の検討をおこなう私なりの理由はつぎの点にある。

第1に、さまざまな資金の源泉からなる公的ファンドである SWFs が規制されるメカニズムは、従来の規制のそれとは異なるかたちで展開されている。それはグローバルな活動に対する新たな枠組みを意味しているのかどうか。

この時、すでに国際的に一般に受け入れられているディスプリナー規範—、たとえば国

² Atkinson, Anthony B., *Inequality: What Can Be Done?*, 2015.(山形浩生他訳『21世紀の不平等』東洋経済新報社, 2015年.)

³ アトキンソンは「SWFsの提案は単に裏口からの国有化なのか?」という問に対して、SWFsは被投資企業への支配権を行使せず、受益所有権のみの獲得を目的とするとしている。前掲書 202頁。

⁴ この問題の嚆矢は、2007年に中国政府系ファンド—中国投資公社(China Investment Corporation)—の米国投資をめぐる政治的な問題であろう。詳細はつぎを参照。Norton, Joseph F., “The ‘Santiago Principles’ for Sovereign Wealth Funds: A Case Study on International Standard-Setting Processes,” *Journal of International Economic Law* 13(3), 645-662, 2010.

<http://www.frbsf.org/banking/files/FRBSF-Asia-Focus-Rise-of-Asian-Sovereign-Wealth-Funds-March-2015.pdf>

⁵ ここでいう「一般に認められた」という用語の意味については、後述するサンチャゴ原則でも言及されていない。

⁶ わが国の SWFs に関する論文については、つぎを参照。鈴木裕「政府系ファンドが株主になる日」『DIR 経営戦略研究』Vol.20(2009)。

際財務報告基準（IFRS）との共同と競合という新たなディメンジョンをみとめることができる。これは、既存の重要な規範のひとつである IFRS の機能に対する新たな展開を意味しているのかどうか。

第 2 に、ここで検討された問題が、本稿の主題でもある公的機関と私的な機関の規制に新たな枠組みを構築する契機となるかどうかについて明らかにされる。

第 3 に、本稿では SWFs のベストプラクティスを提案することでも、その実証でもなく、あくまでも SWFs 行動をめぐるディスプリンの形成とそれを阻む隘路についての文献レビューにもとづく論点が明らかにされる。

II SWFs の識別とベストプラクティスの形成

2008 年のリーマンショックは、SWFs をめぐる新たな行動原則—ベストプラクティス—が形成される動因となった⁷。すでに前節でふれたとおり⁸、この問題の嚆矢は、2007 年に米国財務省から出された SWFs のベストプラクティスの提案であった⁹。同提案の前提は、「SWFs は国際資本市場に‘組み込まれた重要な’構成員になりつつあり、グローバルな経済政策と金融安定化という目的にとって積極的な動因になりうる」という考えかたにあった。しかし、事態の進展は当時のブッシュ政権の中国政策、連邦議会との討議をへて、ベストプラクティス問題に関して IMF と世界銀行との共同プロジェクトのなかで対処する方向に向かったのである。

II-1 SWFs の識別問題

米国財務省の同提案でも、またその後の国際的な展開においても、議論をよんだひとつは「SWFs とはなにか」という定義をめぐる問題であった。いいかえれば、SWFs の識別問題である。どのような判断基準のもとに SWFs を識別して、私的企業の投資との異同を明確にして、SWFs の行動規律であるベストプラクティスを形成するのか。また、膨大な資金量を擁し、国際的な投資を展開している公的年金基金をふくめるのかどうか。

米国財務省提案における SWFs に関する初期の定義によれば、SWFs は外為を原資とし、外貨準備高とは別個の資産を管理する政府の投資ヴィークルであるとされている。また、翌年に公表された米国会計検査院（GAO）レポートによれば、識別要件はつぎのとおりもう少し詳細になされている¹⁰。

⁷ たとえば、つぎを参照。Dixon, Adam D., “Enhancing the Transparency in the “Santiago Principles” for Sovereign Wealth Funds,” *Seattle University Law Review*, Vol.37 (2014), pp.581-595.

⁸ 以下はつぎによる。Norton, Joseph F., *op.cit.*

⁹ U.S.Department of the Treasury, ‘Remarks by Acting Under Secretary for International Affairs Clay Lowery on Sovereign Wealth Funds and International Financial System’, 21 June 2007.

<https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/hp471.aspx>

¹⁰ U.S.GAO.GAO .Report, Sovereign Wealth Funds: Publicly Available Data on Sizes and Investments for Some Funds are Limited, September 2008, pp.2-3.

「SWFsにはつぎのものがふくまれる。

1. 政府認可または政府出資の投資ヴィークルである，
2. 当該ファンドが公的債務資産の一部または全てを設立した国以外に投資する，
3. 資金の供給源が当該国の財政黒字分，貿易黒字，中央銀行の通貨準備金または当該国のコモディティ資産の収入からなる，
4. 年金ファンドとして活発に機能していない。

当レポートは、SWFsから年金として活動しているファンドーすなわち、個人拠出を受け取ったり、給付に支払ったりするファンドーを除外した。なぜなら、これら年金基金はそれ以外のファンドが有していない短期債務から長期債務にいたるかたちで負債を負っているからである。」

SWFsの定義とそれにもとづくベストプラクティスの形成に関連してもっとも影響をあたえたものは、IMFからの支援と連携のもとに創設された「SWFs国際ワーキンググループ」(International Working Group of Sovereign Wealth Funds:IWG)によるつぎの定義である¹¹。

「IWGはSWFsをつぎのとおり定義する。

政府一般によって所有された、特別目的投資ファンドまたは機構。SWFsはマクロ目的のために政府一般によって創設され、財務目的の達成のために資産を所有・管理または運営し、海外の金融資産への投資をふくむ一連の投資戦略を利用する。SWFsはつぎの資金からなる。国際収支黒字額、公定外国為替業務、民営化収入、財政黒字額、そして/またはコモディティ輸出による収入。」

この定義は、前述した米国のGAOレポートの定義と異なり、SWFsの所有権、投資戦略そして目的を明示している点で明確な定義となっている。後述するとおり、この定義にもとづいてIWGはSWFsのベストプラクティスを策定した。

以上の動向をふまえて、さらにSWFsの定義の展開をはかって、SWFsの範囲をとらえ直そうとしたものがつぎの定義である¹²。それによれば、SWFsの3つの特徴が要件である。すなわち：

¹¹ Backer, Larry Cata, “Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance through Private Global Investment,” *Georgetown Journal of International Law*, Volume 41 No.2(Winter 2010),pp425-500, p.438.

¹² 以下はつぎを参照。Clark, Gordon L., Adam D.Dixon, and Ashby H.B.Monk, *Sovereign Wealth Funds: Legitimacy, Governance, and Global Power*, Princeton University Press, 2013, p.16.

1. 所有権：政府－中央政府と地方政府－が SWFs を所有し，程度の差はあっても支配している．当該支配は直接に，あるいは SWFs 理事会の任命をつうじて間接的に行うことができる．
2. 負債：IWG で示された合意点のひとつは，当該 SWFs が政府以外の外部からの負債がないこと，すなわち，SWFs 資産に対する第三者である債権者はいないことにある．
3. 受益者：明確な目標－たとえば，将来の年金給付に備えること－があるにもかかわらず，SWFs は政府または国の利害と目標にしたがって運営される．SWFs の最終的な受益者は特定の個人ではなく，むしろ受益者は国自身か，理論上は当該国の国民一般か，あるいは納税者一般のいずれかにあり，容易には確認されない．ファンドの資産マネージャーは目標関数によって戦略的選択を押し進めるものであるから，フィデュシヤリー責任の概念－すなわち，年金基金のような西欧的な制度の投資を律してきたもの－は適用されない．

ここから導かれる定義はつぎのようになる．

「SWFs は，①外部の受益者または債権者－いいかえれば，政府または理論上の国民一般以外のもの－を有せず，そして②当該資産を国たる出資者の利益と目的にしたがって短期的，長期的に投資する，政府が（直接，間接に）所有，支配する投資ファンドである．」（p.16）

この定義による利点はつぎの3つにおかれている．

- ① 定義に，従来のように資本の源泉（コモディティ資産，為替剰余金）や法的地位を使用しない．
- ② 定義のなかにアカウントビリティ，透明性，ガバナンスについて触れない．
たとえば，CPPIB（カナダ年金制度投資理事会）のような基金は¹³，平均より高いレベルの透明性，アカウントビリティ，ガバナンスにあるという根拠で，当該基金と SWFs とは異なるとしてきた．これは誤りである．なぜなら，SWFs は透明性，アカウントビリティ，ガバナンスに欠けるとみて，それらが高まれば CPPIB を SWFs とは別のファンドに変わるとみているからだ．
- ③ この定義は，SWFs が政府の影響を受けやすいことに注目している．なぜなら，（i）政府の所有であること，（ii）政府に対して－外部の受益者ではなく－義務を負っていること，（iii）非政府の場合の財産権，あるいは特定の個人に

¹³CPPIB の詳細はつぎを参照．拙稿「公的年金基金の運用機構における IFRS 導入の意義－カナダ年金制度投資理事会（CPPIB）の運営コストをめぐる開示問題－」『経済集志』第 85 巻 2-3 号（2015 年），71－80 頁．

対するフィデューシャリー責任に関する制約がないこと，（iv）政府の利害または指令により投資されること。

この定義で注目される SWFs たる要件は，これまでの定義でも言及されてはいたが，それを SWFs に不可欠なとしている点にある。すなわち，SWFs の資金の債権者はだれか（負債の存在），そして獲得されたリターンを受益するものはだれか，という点である。確かに，ここで言われているとおり SWFs の特徴として透明性の欠如をもとめるのは問題であろう。むしろ後述するとおり，SWFs であれば一段と透明性を求められ，高めることもありうるからだ。

II-2 公的年金基金と SWFs との比較検討

最近の世界の SWFs の資産規模上位 10 ファンドはつぎのとおりである。公的年金基金では，1 位のノルウェーの政府年金グローバル（GPF）がふくまれている。

【図表 1】 SWFs 上位 10 ファンドの資産規模 （単位：百万ドル）

	ファンド名	国名	資産総額
1	Government Pension Fund Global	Norway	817,957
2	Abu Dhabi Investment Authority	U.A.E.	773,000
3	China Investment Corporation	China	650,000
4	State Administration of Foreign	China	567,900
5	Kuwait Investment Authority	Kuwait	548,000
6	Hong Kong Monetary Authority	Hong Kong	414,661
7	GIC	Singapore	320,000
8	Qatar Investment Authority	Qatar	304,000
9	National Social Security Fund-China	China	247,866
10	Temasek Holdings	Singapore	160,674

【出所】 P&I, July 13, 2015, p.17.

ノルウェー GPF がなぜ SWFs に属するのかという点については，次節で詳述されるが，ここでは SWFs と公的年金基金とを識別する要件について検討する。一般に，公的年金積立基金（Public Pension Reserve Funds: PPRFs）－公的年金への資金供与を目的とした多額の資金プール－にはつぎの 2 つの形態がある¹⁴。

¹⁴ 以下の説明はつぎによる。Blundell-Wignall, A., Yu-Wei Hu, Juan Yermo, *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions No.14, 2008, pp.1-18.

- 年金積立基金(Sovereign Pension Reserve Funds:SPRPs)：政府が直接に設立，所有するもの：

SWFs の一形態であり，将来の年金給付のために資金供与をするという特定の指令のもとに設立された基金．その特徴はつぎのとおりである．

- 政府によって直接に管理されている基金，完全に社会保障制度と区分されている基金，ならびに当該資金は主として政府からの直接的な振替によるもの．
- つぎの第 2 の形態とは異なり，この基金は社会保障制度の将来の不足に対応するために政府設立による基金．
- これら基金のなかには，数十年間にわたって給付が，認められていないものもある．たとえば，オーストラリア将来基金，ニュージーランド年金基金，アイスランド全国年金積立金，ノルウェーGPF，フランスフオンド．

- 社会保障積立基金 (Social Security Reserve Funds:SSRFs)： 社会保障に属するもの：

すべての SSRFs が SWFs ではない．なかには法律上，政府から独立しており，国民会計上，政府会計に統合されないものもある．特徴はつぎのようである．

- すべての社会保障の 1 つとして設立．資金は主として政府財政からの振替などの源泉のほかに従業員，事業主の拠出額が当年度支払額を超過する額からなる．
- とくに，デンマーク社会保障基金，日本 GPIF，米国社会保障信託基金はこれに該当する．
- これら基金は，社会保障機関自身または独立の—しばしば公的セクターの—基金管理エンティティによって管理される．
- これら基金のほとんどは—社会保障制度と同様に—政府セクターに属するが，例外もある．たとえば，カナダ CPP 積立金は法的には政府から独立している．CPP は，政府から財務的保証をなにも受けないし，カナダ市民による法定年金拠出金と年金積立金の投資収益に依拠している．この意味で，CPP 準備金は SWFs とはみなされない．

上記のとおり，PPRFs の第 1 の形態である SWFs に属する SPRPs は，公的年金基金以外の SWFs とは，つぎの共通点および相違点が認められる．

- ① 共通点は，いずれも資産が多額であること，運営が自律的であること，そして政府または公的セクター機関に対してのみ会計責任があることである．
- ② 相違点は，目的の違いにある．PPRFs は，公的年金とその他関連給付にかかる長期的な財務ヴィークルとしての目的がある．他方，SWFs は通常はコモディテ

ィ（とくにオイル）価格の変動から国内経済をまもる目的で設立され、より高いリターンをもとめて海外保有資産の多角化を目的としている。

- ③ それゆえ、PPRFsの投資ホライズンは、確定給付負債を支払う目的で管理される。それに対して、SWFsはより広い目的のもとにあるから、政府支出にあてられることはめったにない。それゆえ、PPRFsの投資ホライズンはSWFsよりも明確に長期的になる傾向がある。
- ④ PPRFsのなかには、資金の引き出しに関して具体的な時間軸があることさえある。カナダ基金は積立目標（公的年金資産と負債の比）をめざすものもある。
- ⑤ 明確な目的と投資の時間軸がPPRFsのミッションを非常に明確にし、よりよいガバナンスとより効率的な投資マネジメントに役立っている。
- ⑥ 多くの国のPPRFsは資産を保守的に投資するよう圧力がかかっている。これは社会保障制度のもとに管理されているPPRFsのケースに多い。最大の4つのPPRFs、US社会保障トラストファンド、日本GPIF、韓国ナショナル年金基金はもっぱら（米国は国内のみ）国内の政府証券に投資している。
- ⑦ 時にPPRFsは、イマージング市場では国内投資と金融セクターの発展のための投資援助がもとめられている。これは海外投資を強制されているSWFsとは対照的である。
- ⑧ PPRFsはフィデューシャリー責任、保有資産の年金加入者の社会的所有に関する問題がある。それゆえ、SWFsにくらべて受託者は資金をどうすべきかについて制約があるし、高い透明性をもとめられる。たとえば、ほとんどのPPRFsは社会責任投資方針が定められている。

以上の理由を根拠にして、公的年金基金はSWFsにはふくまれていないのが一般的であるが、第4節でふれるように、公的年金基金であってもSWFsと同様に保守的なパッシブ運用から国内外の資本市場のアクティブ運用に転換する時、それはSWFsにふくまれるという見解もだされている。そうなれば、SWFsの識別基準と後述するベストプラクティス問題はあらたな展開がもとめられるであろう。

II-3 ベストプラクティスとしてのサンチャゴ原則の形成とその意味

すでに述べたとおり、SWFsのベストプラクティスの開発は当初の米国財務省の問題提起に対応して、IMOなどの国際的な機関に委ねられた。IWGは、IMFスタッフとSWFs代表者と共同で2008年10月に「SWFs 一般に認められた原則と実務」

(Generally Accepted Principles and Practices : GAPP) – 通称, サンチャゴ原則 (Santiago Principles) – を開発した¹⁵. サンチャゴ原則は, いわゆるソフトローであり, 強制的な規制ではないが, SWFs がこの原則を順守すればその正統性があると国際的に認められること, ならびにグローバル市場でリスク調整後リターンを追求する機関投資家として世界進出を図るうえでの要件を明らかにして, SWFs が伝統的な受益機関 (beneficiary institutions) と同様に「良質な資本の集合」として位置づけることにあった¹⁶.

その目的は 4 つ提示されている.

- ① 安定した資本と投資にかかわるグローバルな金融システムと自由な流動性の維持に役立つこと,
- ② 投資する国のすべての適用規制と開示規定を順守すること,
- ③ 経済的財務的リスクとリターンに関わる判断にもとづいて投資すること,
- ④ 適切な管理上の統制, リスクマネジメントおよびアカウンタビリティのための透明かつ健全なガバナンス構造を構築すること.

これら目的の基礎には, SWFs はプライベートセクターあるいはパブリックセクターのいずれに属するのか, という問題設定がなされている¹⁷. すなわち, SWFs は国家権力を発揮すべきではなく, 私的投資と同等な投資ヴィークルとして位置づけられなければならないとし, SWFs にプライベートセクターとしての役割をもとめたのである. すなわち :

「SWFs の目的は, 投資のホスト国がこれら投資ヴィークルから脅威をうけないこと, ならびに私的な投資資本の集合体に対すると同様に SWFs によるガバナンス対応(およびその受容可能性)を保証することにある. そのために, 投資目的は重要な役割をはたす. この役割にとって重大であるのは, SWFs は私的投資家モデルにしたがうよう務めるべきであると認識すべきである. SWFs の目標は国家権力を発揮するべきではなく, 投資ポリシーに一致したリスク調整した金融リターンを最大化することにある. 」 (Backer, op.cit.p.1274)

¹⁵ International Working Group of Sovereign Wealth Funds, *Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Principles and Practices Santiago Principles*, October 2008, pp.1-52.なお, サンチャゴ原則の由来は, 同原則を開発した会議がサンチャゴで開催されたことに因んでいる.

¹⁶ Dixon, Adam D., *op.cit.*, pp.583.

¹⁷ 以下はつぎによる. Backer, Larry Cata, “The Norwegian Sovereign Wealth Fund: Between Private and Public,” *Georgetown Journal of International Law*, 40, Summer 2009, pp.1271-1280.

それではベストプラクティスであるサンチャゴ原則の構成はどうか。サンチャゴ原則の詳細は別にゆずり¹⁸、本稿の課題に関連するかぎり述べればつぎのようになる。24からなる原則はSWFsのエンティティとしての特性、目的からはじまり、投資・リスクマネジメントまで広範にわたってはいるが、その根幹には、SWFsを国の政治的な意図にもとづく投資活動を廃して、私的資本と同様の投資行動を保証する仕組みを構築することにあった。

原則に一貫する指針は透明性（transparency）とアカウンタビリティである。ここでいうアカウンタビリティは、SWFsをめぐる諸機関の関係－政府、議会、SWFs執行機関そして会計検査院などの監督機関の関係－に関してそれぞれの役割と業務の分担、そして投資結果に関する諸機関への報告の体系の策定に関連する問題である。（とくに原則10：Ⅲ節を参照。）

もう一つの指針である透明性は原則のほとんどにかかわっている。しかし透明性とはなにかについては定義されてはいない。いってみれば、24の原則のなかで、透明性の定義を間接的に明らかにしているといえよう¹⁹。

透明性に関わる原則1ではSWFsが組織される際にもとめられる法的枠組みの健全性、原則2でSWFsの方針目的の開示による投資戦略の構築の適正性の保証、そして原則5ではSWFsの適切な統計データのタイムリーな開示と必要な場合には当該データをマクロ経済データにふくめるべきことが規定されている。原則15～16もまた、ホスト国でのSWFsの活動、ガバナンスの枠組みに関する開示、原則17では「SWFsに関する適切な財務情報が、SWFsの経済・財務の方向性を明らかにする目的で開示されること、および開示による国際的な金融市場の安定とホスト国の信頼性の向上のために貢献することが要請される。」この原則により、SWFsの投資決定が母国の政治的な意図によることなく、私的資本の投資方針と同様な指針をもとめられた。

SWFsに対するこの指針をさらに展開させたものが原則19である。すなわち、「SWFsの投資決定は投資方針に首尾一貫させた態様で、かつ経済・財務的な判断にもとづい

¹⁸ サンチャゴ原則の詳細な検討はつぎを参照。Mehrpuoya, Afshin, “Instituting a transnational accountability regime: The case of Sovereign Wealth Funds and “GAPP”.” *Accounting, Organizations, and Society*, 44(2015)15-36.

¹⁹ SWFsと公的年金基金の透明性について明らかにしたものとしては、たとえばつぎを参照。そこでは透明性についてつぎのように述べられている。「西欧民主主義は伝統的に組織が‘なにを’‘いかに’行動したか知る必要がある時、透明性と言う用語を使ってきた。」Dixon, Adam D., “Transparency, Long-term Investment, and the Political Economy of Sovereign Wealth Funds,” 5th Berle Conference, UNSW, Sidney, May 2013, p.10. https://clmr.unsw.edu.au/sites/default/files/berlev/adam_dixon_transparency_political_economy.pdf

てリスク調整された金融リターンを最大化することをめざすべきである。」²⁰。原則 22 はリスクマネジメント，すなわち当該事業にかかるリスクの識別・評価・管理のためのフレームワークの構築とその公開をもとめている。透明性との関連で財務報告に原則はどうなっているか。これについては原則 11 でつぎのように提案されている。

「原則 11：SWFs の事業とパフォーマンスに関するアニュアルレポートおよびそれに添付される財務諸表は，タイムリーなかたちで，かつ認められた国際および国内の会計基準につねに準拠して作成されなければならない。」

この原則は会計基準（および監査基準[原則 12 は原則 11 と同一の文言で監査の原則を規定している—今福]）の選択に関して SWFs の裁量に委ねられている点で，後述するとおり実効性を欠く余地は大いにあるが，SWFs に対するビッグフォーの監査法人によるタックスマネジメント支援と監査を考慮すると，国際財務報告基準（IFRS）への連携の可能性を残している。（ノルウェーGPF における IFRS 問題については，次節を参照。）

サンチャゴ原則は SWFs にどのように受け入れられているか。この実態については，サンチャゴ原則を主導した団体のひとつである SWFs 国際フォーラム（IFSWFS）から，「サンチャゴ原則：SWFs15 のケーススタディ」が公表されている²¹。調査に応じた 15 の SWFs は，上述した[図表 1]の SWs の上位 10 ファンドのうち，3 つのファンド—ノルウェー，クエート，シンガポール—にすぎず，SWFs にとって重要な 3 つの中国ファンドはふくまれていないので，実態を知るうえで到底十分な資料とはいえないであろう。

ここでは原則 11 と 12—財務報告と監査—にかぎって，サンチャゴ原則の実態を瞥見しておこう。（サンチャゴ原則をもっともよく順守しているといわれるノルウェーGPF の実態については次節を参照。）SWFs が準拠している財務報告基準と監査基準を明示している 12 ファンドを分類すると，つぎの 4 つのタイプに分かれる。

- ① 国際財務報告基準（IFRS）に準拠している SWFs
- ② 国際公会計基準（IPSAS）に準拠している SWFs
- ③ 各国の会計基準に準拠している SWFs
- ④ 各国の特別法に準拠している SWFs

①「については，4 つの SWFs—チリ ESSF/PSF，クエート KIA，ノルウェーGPF，トリニダード・トバコ HSF—が IFRS を採用している。②の IPSAS を採用している SWFs はアゼルバイジャン SOFAZ である。ただし，カナダ AHSTF は国内公会計基準に準拠し

²⁰ 原則 19 のサブ原則では，SWFs の投資決定が，母国の政治的な意図の影響をうけ場合，ここでも開示—透明性—が要請される。「19.1 SWFs の投資決定が経済・財務的な判断以外のものに依拠する場合，そのことは投資方針に明示され，公開されなければならない。」

²¹ 以下はつぎを参照。IFSWFS, *Santiago Principles: 15 Case Studies, 2014 How IFSWFS Members Implement the Santiago Principles*, November 2014, pp.1-173.

http://www.ifswfs.org/sites/default/files/SantiagoP15CaseStudies1_0.pdf

ていると思われる。③を採用している SWFs はオーストラリア FF、韓国 KIC、米国 APF である。④については、必ずしも明確ではないが、各国の会計検査院や財務省規定等に準拠しているものとして、前述のオーストラリア FF、イラン NDFI、シンガポール CIC が認められる。

財務報告基準と監査基準の実態の概要から動向を推測することはできないが、IFRS の採用が国際的な金融資本システムの安定化につながる問題であるとみれば、すべての SWFs ではないとしても、そうした方向に向かっていると推論することもできる。いいかえれば、サンチャゴ原則は IFRS に関してはグローバル資本市場における開示規制としてだけでなく、SWFs のベストプラクティスのひとつとして位置づけ、一部のファンドではあるが受容されている。ここに IFRS の受容の多様性をみることができる。

Ⅲ ノルウェーGPFG の運営システムと問題点

ノルウェーGPFG は、SWFs のなかでも世界最大の資産規模を保有しているだけでなく、ベストプラクティスを実践しているファンドとして世界的に評価をうけている²²。それは3つの点で明らかである。

- ① ノルウェーGPFG に関わる諸機関の間のアカウンタビリティにもとづく明確な役割分担
- ② サンチャゴ原則の根幹である高い透明性
- ③ グローバル投資と倫理をめぐる明確な投資方針の策定とガバナンス

GPFG の規制、監督、報告の階層関係は[図表2]のようになる。ノルウェー議会が政府年金基金基金法にもとづき基金管理のための法的枠組みを制定し、財務省が同基金管理の公的責任をもって資産所有者として行動する。つぎに財務省が全般的な投資方式とそれにもとづく資金管理指令を公表して、資金管理をノルウェー中央銀行（Norges Bank）の内部組織であるノルウェー銀行投資管理（NBIM）に資金運用を委譲する。

GPFG をめぐるアカウンタビリティの有効性をささえる仕組みが、②の問題である。ノルウェー財務省は毎年のようにサンチャゴ原則の順守に関する状況報告書「サンチャゴ原則に関する GPFG の順守」（The Norwegian Government Pension Fund Global's adherence to the Santiago principles）を公表している²³。同報告書ではサンチャゴ原則1から原則

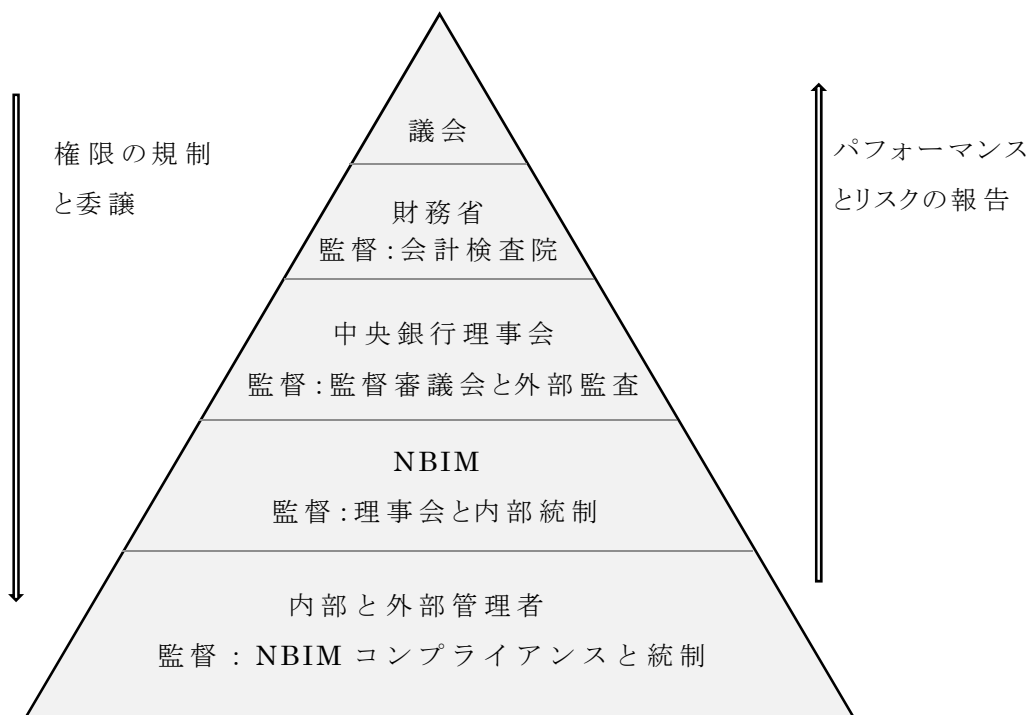
²² ノルウェーの北海油田の発見（1969年）にともなう政府石油基金法の制定（1990年）、基金の設立（1996年）、GPFG 設立のための改組（2006年）にいたる経緯についてはつぎを参照。Backer, Larry Cata, "Sovereign Wealth Funds as Regulatory Chameleons: The Norwegian Sovereign Wealth Funds and Public Global Governance through Private Global Investment," *Georgetown Journal of International Law*, Vol.41 No.2(winter 2010), pp.425-500.

²³ Norwegian Ministry of Finance, *The Norwegian Government Pension Fund Global's adherence to the Santiago principles*, September 2015, pp.1-15,

24 までの GPFG の順守状況が克明に明らかにされている。たとえば，原則 11 の順守状況はつぎのとおりである。

「GPFG 事業とパフォーマンスに関するアニュアルレポートと添付財務諸表は適時かつ認められた国際会計基準[IFRS－今福]または国内会計基準に準拠して継続して作成されている。」

[図表 2] ノルウェーGPFG のアカウントビリティをめぐる階層関係



[出所] Norwegian Ministry of Finance, *The Norwegian Government Pension Fund Global's adherence to the Santiago principles*, September 2015, p.7.

上述したとおり，GPFG はプライベートセクターに属する私的企業と同様の構成からなる詳細かつ体系的なアニュアルレポートを毎年，公表している。なかでも，公的年金基金の投資機関である GPFG の性格を考えるうえで，重要な決定がアニュアルレポートのなかの「財務報告」セクションでなされている²⁴。それは，IFRS10 号「連結財務諸表」に準拠

https://www.regjeringen.no/contentassets/1375bd87a7344646abfa50512baf6aea/gapp_2015.pdf

²⁴ Government Pension Fund Global (GPFG), *2014 Annual Report*, p.67.

して²⁵、GPFGは自らをつぎの理由から投資企業（Investment entity）と結論づけた点である。

「GPFGはつぎの理由にもとづき投資企業として結論づけた。

- a) 当ファンドは資金をノルウェー政府－関連当事者でありその唯一の所有者である－から資金をえて、専門的な投資サービスを－資金の管理者として－ノルウェー政府に対して提供すること、
- b) 当ファンドの事業目的が資本増価と投資収益というためにだけ投資するという責務をノルウェー政府に負っていること、
- c) すべての投資から獲得するリターンはもっぱら公正価値にもとづいて測定し評価すること。

投資企業は投資の実現にむけたタイムホライズンに関して明確にした戦略をもたなければならない。GPFGは非常に長期的なタイムホライズンにたっている。すべてを査定した後に、GPFGは投資企業の定義要件に合致していると結論づけた。」

IFRS10号により投資企業とみなされれば、子会社のうち上記のように投資企業に属する子会社は資本連結ではなく公正価値評価にもとづく連結のみで評価することが可能となる²⁶。問題はそれにとどまらず、IFRS10号でも規定されているとおり、投資企業が公正価値測定と業績評価をおこなうのは、「投資者に公正価値の情報を提供していることが必要である。」これにより、アニュアルレポートにもみられるとおりSWFsたるGPFGに対して、保有資産、負債の公正価値に関する詳細かつタイムリーな開示が一段と要請される。それにこたえた点が、GPFGの透明性をいっそう向上させている大きな要因になっていると推測される。

上述したとおり、GPFGは「投資は長期的なタイムホライズンにたっている」とアニュアルレポート（2015年）で表明している。これがなにを意味するかは上述した③に密接に関連する問題である。アニュアルレポート（2015年）の「当ファンドの長期的な利益を維持する」というセクションのなかで、「責任ある投資」の意味が明らかにされている²⁷。

「環境・社会・ガバナンスリスク（ESG）を評価することが、われわれの投資を管理するうえで、重要な要素となっている。われわれは、具体的な問題に関する詳細な調査に

²⁵ IFRS 10 Consolidated Financial Statements, May 2011.同基準によれば投資企業の定義は3つからなる。(a)単一（または複数）の投資者から投資管理サービスを提供する目的で資金の提供を受ける、(b)企業の事業目的が、資本増価、投資収益またはその療法のために資金投下することのみであることを、単一（または複数）の投資者に約束している、(c)ほとんどすべての投資について公正価値により測定し、業績評価を行っている。」あずさ監査法人『詳細解説 IFRS 実務適用ガイドブック』中央経済社、2015年990-991頁。

²⁶ IFRS10号にかかわる問題については、その討議過程に言及したつぎを参照。拙稿「投資企業の定義と会計問題－IFRS公開草案にみるCISの新たな定義の可能性と連結免除」『集団投資スキーム会計の国際比較』日本大学経済学部産業経営研究所、2012年。

²⁷ 年金基金のESG投資問題については、たとえばつぎを参照。拙著『企業統治の会計学』中央経済社、2009年、第3部。

先だち、評価全般にかかわるリスクモニタリングに対して体系的なアプローチをおこなっている。この作業の過程でわれわれは、環境・社会・ガバナンス問題についてのデータに依拠しているの、この種の情報に関するデータベースの開発が最優先事項である。」
(p.3)

具体的な ESG 問題として、子どもの権利、気象変動そして水管理が重点的にあげられている。そして、「われわれの目標は、良質な市場行動を向上させるために自主的にこの手段をつかい、そして企業に対して期待される当然のことを表明することにある。」(p.3)

2004 年、ノルウェー年金基金に倫理指針が公にされ、それにともない財務省に独立の評議会である倫理評議会が設置された²⁸。上述した ESG 問題という判断要件にもとづいて倫理評議会は、それに関与した企業への株式投資からの除外および除外の可否をきめるための猶予期間中の観察を勧告する。倫理評議会もまた評議会の活動ならびに GPFG の透明性を高めるために、毎年度のアンニュアルレポート、活動報告書「GPFG のための倫理評議会」(Council on Ethics for the Norwegian Government Pension Fund Global) を公表している。ここにも、GPFG をめぐる諸機関の活動をめぐる透明性は何層にもわたって担保されていることが分かるであろう。

アンニュアルレポート(2015 年)によれば、倫理評議会の除外の可否をきめる規準は 2 つある。

- ① 生産品規準：当該製品の通常の使用により基本的な人道的原則に反する武器、タバコなどの生産、
- ② 行為規準：戦争や抗争重大な個人の人権侵害、重大な環境被害、多額の買収または基本的な倫理規準の重大な違反行為に対して、当該企業が現に実行しているか、その一因となっている受け入れがたいリスクがある場合。

これまで倫理評議員会の勧告にもとづいて財務省が除外した企業の規準の内容と企業数はおおむねつぎのとおりである²⁹。

- ① 人間的原則に反する武器の生産：18 社
- ② ビルマへの武器、軍備売却：1 社
- ③ タバコ生産：19 社
- ④ その他人権侵害など受け入れがたいリスク：12 社
- ⑤ 基本的倫理の重大な違反：3 社
- ⑥ 戦争、抗争における人権に対する重大な違反：2 社。

GPFG の倫理評議会の勧告は、あらためて SWFs がプライベートセクターに属するのか、それとも国家政府からの影響をまぬがれない政治的実体であるパブリックセクターに属するのか、という問題を提起している。本稿であつかった Backer の論考でも、「GPFG は政

²⁸ 2015 年現在、評議員は 5 名である。構成は大学教授 2 名、人権問題専門の弁護士 1 名、外部団体役員 2 名(マイクロファイナンス CEO、透明性国際ノルウェー事務総長)からなる(倫理評議員会 2015 年アンニュアルレポートから)。

²⁹ 以下はつぎによる。Clark et al., *ibid.*, p.81. なお、アンニュアルレポートによれば、2015 年中に倫理評議会が投資から除外した企業数は 5 社、観察中の企業数は 3 社である(p.34)。

治的実体か」という問に、つぎのように答えている³⁰。

「GPFG は政治的圧力からまぬがれた、かなり自律的な投資単位である。それでもなお、グローバルファンドの管理という公式組織の中核、とくに倫理評議会の形態のなかに政治的要素が組み込まれている。これがファンドの行動に曖昧さを生じさせている。GPFG は、それが株主価値の最大化を目指すかぎりには私的投資ファンドのように行動している。しかし、この場合、株主価値の最大化はファンドに対してグローバルガバナンス目標を達成するようもとめている。」

しかし、GPFG の投資に要請される ESG 問題は、はたしてそれを政府圧力とみなして SWFs にのみ由来するのだろうか、次節で言及するようにあらためて論ずべき問題である。

IV SWFs のベストプラクティスの方向と問題点

本稿は SWFs を対象として仮説とその検証の結果を明らかにすることにはなく、とくに海外文献レビューをもとに仮説を導くためのいくつかの論点について検討した。それはつぎのようになる。

第 1 に、あるエンティティ—事業体—がプライベートセクターかパブリックセクターのいずれに識別するかという場合、その識別基準としてなにが問題になっているか³¹。

第 2 に、本来、政府からの拠出にもとづいて運営されている事業体であり、パブリックセクターの性格を色濃くもっている場合であっても、それがプライベートセクターと同様な規範をもとめられるのはどのような時か。

第 3 に、国民からの年金の拠出であっても、制度上、直接に国民に責務を負っていない資金を運用する機関にとって、その投資行動を決定するものはなにか。

第 4 に、そうした国民からの拠出された資金の投資を目的とする事業体が、環境・社会・ガバナンス (ESG) という側面から再評価して投資する時、それは資本市場における投資行動を制約し、パブリックセクターとしての性格をもつものであるのかどうか。

第 5 に、本来、国際財務報告基準 (IFRS) のように私的企業を対象とする財務報告基準がパブリックセクターという事業体に適用される時、それは当該事業体にどのような影響をおよぼすのか。

第 6 に、SWFs の行動規範であり、ソフトローでもあるベストプラクティス—すなわち、サンチャゴ原則—において根幹となる概念—透明性—は、実体としてどのような問題を対象として、それをもとにどのような規範の体系を構築しようとしているのか。透明性という一見「曖昧な」概念をどのように実体化させているのか。

³⁰ Backer, *ibid.*, p.484.

³¹ 本稿では論ずることができなかったが、国際公会計基準理事会 (IPSASB) における重要な議題のひとつは、パブリックセクターと政府営利企業 (Government Business Enterprises :GBE) との識別基準に関してである。つぎを参照。IPSASB, Consultation Paper, *The Applicability of IPSASs to Government Business Enterprises and Other Public Sector Entities*, August 2014.

以下、上記の論点をあらためて整理すればつぎのようになる。

わが国の公的年金基金の運用機関である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は SWFs にふくまれるのかどうか、それは上記の 1 と 2 の論点にかかわっている。本稿で示した識別基準にたてば、GPIF は SWFs に分類されないが、別の観点にたてばそれもまた SWFs に属することになる。それによれば³²、GPIF が SWFs に区分されるのは、膨大な資金を保守的な投資ではなく、より高いリターンをもとめて投資を多角化する時である。すなわち、「日本の政府年金基金投資による、株式保有と外債を増やすという決定はこの動向の例である。」(ibid.,p.2)

それに対して本稿で導いた識別基準は、2 つある。ひとつは当該ファンドが積極的に海外の資本市場に進出するとき、もうひとつはそれを可能にする組織の要件である、資金の責任をだれに負っているかどうか、法的に年金基金のように受益者たる受給者に債務をおっている時、それは SWFs にあたらないとみている。

本稿であつかったノルウェー GPFG は、資金の源泉と利用を世代間の給付という将来の給付を目的として設立され、直接に現世代の年金給付を目的としてないこと、さらにそのための組織改革をはかっていることから、GPIF とは異なっている。それだけに、本稿でのべたようにそれにかかわる諸機関のアカウントビリティにもとづく役割分担は明示的であり、アカウントビリティにもとづく透明性を確保するための開示基準は多層的に構築されている。そうした仕組みを制度に組み込むことにより、資本市場における SWFs の批判を回避して、私的企業としての役割をはたさなければならない。

それでは、ノルウェー GPFG の投資が倫理評議会によってたえず評価されている問題についてはどのように考えられるか。この問題はなにも SWFs に限定されるわけでもない。TIAA・CREF（全米教職員年金・保険基金）のなかに 2006 年に設立された社会選択エクイティファンドもまたコーポレートガバナンスと社会的基準をスクリーンとして高いレベルの労働基準、高品質の製品生産などの規準にもとづき投資企業を選別している³³。2000 年の米国の CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金)が決定したタバコ産業への株式投資の売却決定もまた間接的にせよ倫理問題に関連している³⁴。

このようにみれば、ノルウェー GPFG が直面した ESG 問題をめぐる投資は、SWFs に限定することはできず、膨大な公的年金基金を擁するファンドに共通する、現代の課題であるということもできる。

本稿で言及された SWFs のベストプラクティスーサンチャゴ原則ーについても、その根

³² Federal Reserve Bank of San Francisco, *The Rise of Asian Sovereign Wealth Funds*, March 2015.

<http://www.frbsf.org/banking/files/FRBSF-Asia-Focus-Rise-of-Asian-Sovereign-Wealth-Funds-March-2015.pdf>

³³ Backer, *ibid.*, pp.487-489.

³⁴ P&I, “CalPERS mulls ending tobacco investment ban”, April 4, 2016. 同誌によれば、4 月 4 日現在、CalPERS はタバコ産業株の売却以来、同産業の利益率が予想外の高かったため、売却決定による損失は 30 億ドルに達するという。それゆえ、同決定を撤回するかどうか判断を迫られているという。なお、同誌の報道によれば、タバコ産業株の株式売却の最初のファンドであるハーバード大学基金はその方針を継続すると述べている。

幹にある高い「透明性」の課題は字義の問題ではないであろう。透明性は、SWFsの基礎にある政府とSWFsの関係、基金の源泉をめぐる所有権、そして投資のパフォーマンスの評価にかかわる問題であり、それはとくにSWFsに顕著にあらわれる。そうした諸問題を体系的にどのように報告開示するか、という極めて重要な問題とみなされる。

かくして、SWFsのベストプラクティス問題はSWFsだけでなく、膨大な資金をグローバルに資本市場で展開させるファンドの問題でもあることが明確であろう。それはまた、冒頭でふれたとおりグローバルな金融システムに密接にからむ問題であるとみれば、ベストプラクティスの意義と必要性が一段と明確となる。

[付記]

本稿は、日本大学経済学部産業経営研究所産業動向プロジェクト「公会計改革の理論・制度と課題」（代表者 古庄修教授）の研究成果のひとつである。

日本大学経済学部産業経営研究所

〒101-8360

東京都千代田区三崎町 1-3-2

TEL 03-3219-3309 FAX 03-3219-3329

E-mail sanken.eco@nihon-u.ac.jp