

2008年10月14日 全4頁

IMF が政府系ファンドの規制原則策定

経営戦略研究部
鈴木裕

政府系ファンドに投資目的等の開示を求めるルール

[要約]

- IMF が、政府系ファンドの投資情報等の公開に関するガイドラインを公表した。
- 24 の原則からなり、政府系ファンドの政治的投資行動を抑止するための情報開示や行動原理に基本的なルールに重点が置かれている。

IMF が GAPP の原案を明らかに

政府系ファンドを交えて規制のルール作り

政府系ファンド (Sovereign Wealth Funds) の情報開示等のあり方について検討を進めてきた国際通貨基金 (International Monetary Fund = IMF) が規制内容の詳細を 11 日に明らかにした¹。これは、政府系ファンドの投資目的や投資実態を開示させることで、投資対象となった国側が不信感を抱くこと無しに対内投資を受け入れられるようにして、国際的な資金流通を活発化させることを意図している。新たに公表された規制ルールは、「行動規範・慣行に関する原則合意」(Generally Accepted Principles and Practices = GAPP) と呼ばれる。チリのサンティアゴで 9 月 1~2 日に、26 の政府系ファンドからの代表が、GAPP の原案について集中的な討議を行なったことから、別名サンティアゴ規範とも言われている。

この GAPP は、政府系ファンドの適切な投資慣行、およびガバナンスとアカウンタビリティ (説明責任) の取り決めの指針となる自主的な枠組みである。政府系ファンドは、現状 3 兆ドル程度の規模を持ち、既に国際金融システムにとって重要な地位を占めているだけでなく、2013 年には 7 兆~11 兆ドルに達すると予想されている。ここ 1 年の欧米諸国を中心とする金融不安では、政府系ファンドが資金を供給して衝撃を緩衝する役割を果たしたといえる。政府系ファンドは、長期的な投資スタンスを持ち、また、通常レバレッジをかけていないこともあり、安定的、長期的な資金の提供主体として期待されているのである。

自由で公正な市場を守ることは、市場のプレーヤーとしての政府系ファンドにとっても利益であるので、市場を攪乱するような行動をとることも無いだろうと思われており、この点でヘッジ・ファンドとは異なるようである。

自主的ルールであ

り、強制力には疑問も

GAPP は、自主的 (Voluntary) なもので、たとえ遵守しなかったとしても、これに

¹ <http://www.iwg-swf.org/pubs/santiagoprinciples.pdf>

政府系ファンド、投資受入国双方の利益に合致

よって直接禁止規制を課すようなものではないが、多くの政府系ファンドはこれに従うであろうと期待されている。市場の安定は政府系ファンドにとっても利点が多いからだ。

政府系ファンドが、GAPP の行動規範・慣行を遵守することで投資受け入れ側の懸念を払拭し、それによって政府系ファンドの投資に対する保護主義の台頭を抑えられるし、また、国際的な資本移動に対する規制が過度に及ぶことを防止するのに役立つとみられる。

GAPP の注目点

IMF が、策定した GAPP は、24 の原則から構成されている。政府系ファンド側には、透明性や健全なガバナンスの確保を促し、投資先の国の規制や情報開示基準に従うよう求めている。

24 の原則を分類すると、

法的枠組み、投資の目的、マクロ経済政策との調和に関する事項（第 1 原則から第 5 原則）

政府系ファンドの内部的な枠組み、ガバナンス構造に関する事項（第 6 原則から第 17 原則）

投資とリスク管理に関する事項（第 18 原則から第 24 原則）

IMF は、この GAPP を実効あるものにするために、常設部会を設置する方針である。

政治的投資の規制が主たる目的

政府系ファンドの株式投資は、経済的利益を目的としているのではなく、政治的意図があると国際的に警戒されたために、IMF による GAPP の検討が開始された。GAPP の中心的な目的はこの点をどのように解決するかにある。以下、GAPP の 24 項目中政治的投資に関わる部分の要点を示し、生じるかもしれない問題について付言する。

政治的投資に関する GAPP のルール

社会的責任投資は GAPP に抵触せず

GAPP の第 19 原則は、政府系ファンドの投資は、リスク調整後の収益を最大化するために、経済的理由(economic and financial grounds)に基づいて行なわれるべきであるとしている。第 19 原則は、さらに 2 つの下位原則を包含している。第 19.1 原則は、経済的利得以外を考慮した投資については、それを明確にして公表するべきとする。第 19.2 原則は、政府系ファンドの資産運用は、健全な資産運用の原則(sound asset management principles)に整合するものでなければならないことを求めている。第 19.1 原則では、経済的理由以外の投資を絶対的に排除するものではないという点に注意が必要だろう。この点では、ノルウェイ政府年金基金(Norway Government Pension Fund – Global)による社会的責任投資の事例があり²、政治的な考慮に基づく投資が

投資受け入れ国の国内政策に対する過度な介入とはいえない場合もあることを反映したルールであろうと思われる。

株主行動については、第 20 原則と第 21 原則に定められている。第 20 原則は、政府系ファンドが、政府であることを利用して民間投資家よりも優位に特別な情報を得たり、不当な影響力を行使すべきではないとしている。

株式議決権行使に関する取り組み

第 21 原則は、株主権行使に関する原則だ。株主権が株式の価値の構成要素であることを前提に、政府系ファンドは、投資の価値を守るために (protects the financial value of its investments)、株主権を行使すべきであるとする。さらに、議決権行使に関する一般的な方針を開示し、重要な要素 (key factors) を明らかにするように求めている。

こうした議決権行使方針の策定は、周知の通り、欧米の年金基金が先行し、日本においても、年金基金や資産運用会社が決権行使方針を持つようになっている。このような年金基金等と同様の行動を政府系ファンドに促すものとなっている。

GAPP の影響

遵守を表明する政府系ファンド

世界最大の政府系ファンドであるアブダビ投資庁 (The Abu Dhabi Investment Authority) は、早くも GAPP を遵守することを表明している³。また、アブダビ投資庁次官、米国財務長官、シンガポール財務大臣の連名で公表された論説 (Open Editorial) では、政府系ファンドが長期・安定的投資家であり、世界の金融市場の安定に大きな貢献をしており、GAPP は、国際市場の自由と公正を維持するための重要なステップであると位置づけている⁴。

投資を受ける個別の企業にとっては、原則として経済的な目的のみによる投資が一応保証されたことは、前向きにとらえることができるだろう。しかし、株主として政府系ファンドが登場した場合には、様々な問題が生じる可能性もある。

IRの重要な対象となる政府系ファンド

一つは、株主としての政府系ファンドが欧米年金基金並みに議決権行使に取り組むようになった場合には、今以上に株主対策が必要になってくるかもしれないという問題だ。近年、日本の株主総会で定款変更等の議案が否決される例が散見されるようになったが、このような事態を招いた一つの要因は、年金基金等による厳格な議決権行使だ。GAPP によって、政府系ファンドが厳格な議決権行使を志向すれば、総会運営が一層難しくなるかもしれない。政府系ファンドは、資産規模が今後増大するだけでなく、一部では株式投資のアロケーションを増大させている。日本企業の株主として政府系ファンドのシェアが増加すれば、重要な IR のターゲットになるだろう。

次に、GAPP を遵守する政府系ファンドが、国の安全保障や産業政策上重要な企業の株式を大量に保有しようとする場合に、どのような規制ができるか、問題となりかねない。周知の通り、今年日本ではじめて外為法に基づく株式取得中止命令が出された

³ http://www.adia.ae/ADIA_AE_press.asp

⁴ <http://www.adia.ae/PDFs/OpEd1310.pdf>

が、政府系ファンドが株主である場合に、外為規制を発動するとしてどのような判断ができるかということだ。GAPP を遵守していれば政治的意図を有しないという推定が働くとすれば、規制は難しくなるかもしれない。

以上のように、幾つか不明確な問題は残るものの、国際的な資金の循環を促進するという観点からは GAPP は大きな効果をもたらすだろう。また、仮に当初の懸念通りの政治的行動が政府系ファンドに見られたとしても、IMF が今後創設する常設部会による適切な対応を期待できる。