

～資本市場調査本部情報～

2008年4月16日 全5頁

急がれるソブリン・ウェルス・ファンドをめぐる議論

資本市場調査本部
常務理事 吉川 満

【要約】

- ① ソブリン・ウェルス・ファンドをめぐる議論が活発になっている米国は、アブダビ、シンガポールとの間で、それぞれ二国間条約を締結したし、米国の調査機関 (Governmental Accounting Office) GAO は、調査報告書を発表している。
- ② 米国では、ソブリン・ウェルス・ファンドは多国間の条約を締結して、それに即して受け入れていくという考え方が、主流になりつつある。
- ③ 日本では受け入れだけでなく、設立したSWF から、海外企業に投資することも考えている論者もあるようである、とすると余計に、多国間の雛形となるモデルを作って、それに即して具体的にSWF に関する契約を結んでいくと言う、行き方のメリットが浮かび上がる。
- ④ 本稿では米国の論調などを参考に海外の論調を紹介しつつ、日本がこれからとるべきSWF 開発とSWF 契約のあり方を考察する。

(出所 銀行研修社『ファイナンシャルコンプライアンス』2008年5月号) —吉川が寄稿した記事

1. ソブリン・ウェルス・ファンドの隆盛と日本版ファンド創設の議論～緒言として～

●ソブリン・ウェルス・ファンドとインサイダー取引の危惧

ソブリン・ウェルス・ファンドが、証券界で大きな注目を集めている。理由は、要するに、株式には資本証券としての性質があり、ソブリン・ウェルス・ファンドは出資に応じて、会社の持分を取得することになるからである。100%出資になれば、その会社は全面的に取得されてしまい、会社の支配はソブリン・ウェルス・ファンドに移行する。ソブリン・ウェルス・ファンドのソブリンとは、要するに他国政府のことであるから、そうすると会社の機密情報も全面的に、ソブリン・ウェルス・ファンドを通じて他国政府が握ることとなり、国防上問題が生じる可能性がある。対象企業が兵器などの国防産業であれば、関連は明らかである。

それ以外でも、鉄道会社、電話会社、電力会社、公益会社などの場合は、問題の発生が予想される。100%支配でなくても、出資分だけはソブリン・ウェルス・ファンドの持分になるわけだから、従来のように、その企業に対して、日本国ないし日本国民が、株主として影響力を行使することはできなくなる。しかも、その企業に関する情報を、ソブリン・ウェルス・ファンドが取得する可能性が出てくる。

ソブリン・ウェルス・ファンドも投資家の一種なのであるから、インサイダー取引を行う可能性は否定できない。もちろんインサイダー取引規制や相場操縦規制には除外規定はないから、違法行為に対しては、通常の規制を課すことは可能だろうが、果たして外国政府が株主である場合に、そうした規制が本当に実効的なものであると保障されるのだろうか。

●日本版ファンド創設には、まず多国間のベスト・プラクティス基準作成から

証券界からは、ソブリン・ウェルス・ファンドに対して、もう一つ別の観点からも関心がある。それは自民党の一部などで、日本版ソブリン・ウェルス・ファンドを作成しようという意見が出始め

ているのに関連して、この動きを支援し、見守って行こうという観点からの関心である。この場合、ソブリン・ウェルス・ファンドは、外国株に投資することになるわけだから、発生する問題点はこれまでとは逆向きのものが想定される。したがって、日本は何が何でも市場の安全を考えて、外国政府の日本株保有のデメリットのみを考えて、ソブリン・ウェルス・ファンドの活動を押さえて行こうという態度をとることはできないのではないかと思われる。日本としても日本版ソブリン・ウェルス・ファンドを構築して、これを通じて経常黒字で溜まった余剰資金の運用を考えた方が効率的と思われる面もあるからである。となると、双方向のソブリン・ウェルス・ファンドがあり得ると考えて、例えば米国、英国、他の欧州諸国、中国・産油国、などと共同でソブリン・ウェルス・ファンドに関するベスト・プラクティス基準のようなものを共同で作成し、このベスト・プラクティス基準に従った行為のみを認め合っていくと言うのも一つの方法であろう。この1月には英国のヘッジ・ファンド・ワーキング・グループが、ヘッジファンドのベスト・プラクティス基準を作成し、同様のアプローチが、ソブリン・ウェルス・ファンドにも広がる気配を見せている。

もちろん、こうした態度で、ことに当たるとしても、時間ばかりかかって、結局目に見える成果は出ないと言うのでは何もならない。最終目標が多国間のベスト・プラクティス基準であるとしても、その最終目標を可能にするためにも、まずは二国間で、十分に一般投資家、ステイクホルダーにも配慮を払った上で、最終的に多国間に発展させられるベスト・プラクティス基準を作り、二国間での試みを始めて行くべきかもしれない。

●早急な問題点の検討を始めよ

そういう動きを可能とするために一番重要なことは、ソブリン・ウェルス・ファンドの問題点について早急に検討を開始することではないだろうか。すでに米国やヨーロッパの諸国ではサブプライム問題で生じた赤字を埋めるために、背に腹は変えられない状況で、ソブリン・ウェルス・ファンドの投資を受入れる動きが始まっている。気がついたとき、日本の参画しないところで実質的な基準作りは終わっていた、と言う事態だけは是非とも避けねばならない。

以上、緒言であるから、簡単に要点を述べた。

最後に、米国の政府説明報告事務所(Governmental Accounting Office)が最近纏めた『主要10カ国における、海外投資を規制する法律と政策』の冒頭部分、『GAOの発見事項』の全訳を付した。

2. ソブリン・ウェルス・ファンドをめぐる議論(米国SECでの議論を中心に)

●ヘッジファンドを遙かに凌ぐ規模

政府がソブリン・ウェルス・ファンドと言う名で知られている、大規模な投資ファンドを所有すると言う現象は、必ずしも新しいものではない。しかし、これは最近になって顕著になっている現象であって、政策作成者に対して、考えなければならない重要な問題点を提起している。

世界のソブリン・ウェルス・ファンド(推定資産額は2.5兆ドル)は、世界のヘッジ・ファンドを合計したよりも、はるかに規模が大きいのである。ソブリン・ウェルス・ファンドは、次の8年間で12兆ドルにまで成長すると言う推定もある。アブダビ投資庁、ノルウェイ政府年金基金、サウジアラビア国富ファンドはいずれも、IMFの推定によれば、それぞれ2,500億ドル以上の資産をファンドに投資している。クウェート、シンガポール、ロシア、香港も、それぞれ1,000億ドル以上の資産をもっている。特に中国について言えば、中国政府は最近、2,000億ドル以上を投じて、中国投資会社を設立した。この新しい中国投資ファンドは投資に関してはメジャー・アプローチをもって望み、パッシブな投資家として行動しているようである。

政府指図の投資ファンドは全てが外国のものであるとは限らない。例えば、アラスカ永久ファンド(400億ドルのファンド)は、同州の石油収入を、株、債権、不動産に多角化して運用している。テキサス永久ファンドは、もともとは石油に基礎を置いたファンドだった(そして現在も、州所有の土地からの石油のロイヤルティから収入を得ている)。しかし、現在ではポートフォリオの大部分は金融商品となっている。

これらのファンドは、一連の証券法執行の門題を提起している。

●米国市場における規制

証券取引委員会では、そのミッションの重要な部分は投資家保護である。ここで言う投資家には、個人の小口投資家であれ、年金ファンド、ヘッジ・ファンド、国富ファンドのような、非常に大規模な機関投資家であれ、全てを含んでいる。投資家保護のために肝要なのは、市場の完全性を守ることである。

米国市場において、他の参加者と同様、国富ファンドは、連邦証券諸法の様々な開示規制や詐欺行為禁止規定の規制を受ける。一般に言って、開示規制は1934年証券取引所法の第13条(定時報告、及びその他の報告)、及び第16条(取締役、上級職員、主要な株主)は、特定の株式の所有の開示と、その他の情報の証券取引委員会への開示を要求している。これらの規定には次のような物が含まれている。

- ・証券の登録したクラスの5%以上を所有する者は、その株式所有及びTOBその他、発行者に影響を与える計画を開示すること。
- ・SECに登録した機関投資家のマネージャーで、SECに登録した証券1億ドル以上を裁量で運用するものは、その口座にあるSECに登録した全有価証券を四半期報告書に開示しなければならない。かつ、10%以上保有、SECに登録したエクイティ有価証券を保有するものは、その保有量と、その構成とその変化とを、開示しなければならない。

連邦証券諸法の詐欺行為禁止規定は、一般に、インサイダー取引、相場操縦、その他の取引関連の乱用故意を禁止している。

日本は証券諸法は基本的にアメリカ法を継受しているので、日本の法規制も基本的には米国と同様になっている。証券諸法の潜在的な違法行為の取調べを行い、SECは適当な場合には、SEC委員に対し執行の発動を推奨するのは、SECの執行局の仕事なのである。

ソブリン・ウェルス・ファンドに関連する一連の執行問題の一つは、ヘッジ・ファンドに関する同様の問題と類似している。より詳しく言うと、SECはある種のソブリン・ウェルス・ファンドもしくはその関係者が、ある種のヘッジ・ファンドもしくはその関係者の場合と同じように、インサイダー取引もしくは他の市場乱用行為に手を染めることにより、市場の完全性を損なってしまうのではないかと懸念するのである。

ソブリン・ウェルス・ファンドはヘッジ・ファンドと同様、典型的な取引に比べれば透明性が低いところがある。同時に、ソブリン・ウェルス・ファンドは、ヘッジ・ファンド同様、その中心となる資産ゆえに、金融市場においてかなりの力を持っている。

しかしながら、この金融面の力に加え、ソブリン・ウェルス・ファンドはヘッジ・ファンドとは異なり、政府機関の一部であることに由来する力をもっている。この力によって、ソブリン・ウェルス・ファンドないしその関係者は、他の投資家にはアクセスできない政府高官や情報にアクセスする力を与えるかもしれない。こうした強力な市場参加者には重要な非公開情報を得ることになる潜在可能性がある。それは金融パワーを使うことによってかもしれないし、政府の力を使うことによってかもしれないし、あるいは、その情報を使って、非合法的なインサイダー取引を行うことによってかもしれない。

●違法取引は、“政府系”ファンドにおいてもあり得る

日本でこういった話をすると『政府が違法取引を行うことは、まずないでしょう。』と言う反応が多く、これ以上、具体的な検討が進まないことが少なくない。しかし、インサイダー取引や相場操縦は、政府全体としては意思がない場合でも、投資担当の使用人が実行してしまう可能性は否定できない。さらに政府には強力な権限があるのだから、集まってきた情報が違法に使われる可能性は決してないとはいえない。

これらのファンドが裁量で用いることのできる資産の規模を考えれば、こうした不法行為の影響力はきわめて大きい。2007年9月30日に終わった昨年度、SECは47件のインサイダー取引を告発した。被告人、被控訴人の数は110人に上ったのである。これだけの数の違法行為があったと言うことは、違法なインサイダー取引に関与した市場のプロが、少なからぬ数に上ったと言うことなのである。

ソブリン・ウェルス・ファンドに関連した別の問題は、法の執行権限に対するニーズに関係する。次第にグローバルの度を高める金融市場において、実質的に治安を維持するため、共同して作業しなければならないのである。毎年、SECは海外の規制者に対し、執行を手助けして欲しいとの数百のリクエストを行っている。かつ他の国からも、数百のリクエストが寄せられており、SECはこれに

対応している。この種の支援を促進するために、SECは30件以上の相互情報共有契約、及びIOSCOの多国間了解メモ(これは証券規制当局同士の、多国間での最初の情報共有合意である)を締結した。

● SEC トムセン部長の公聴会証言

直近年度においてSECは、海外規制者に対し、556件のリクエストを発し、海外規制者から454件のリクエストを受取った。これらの数字は、海外規制者への発出リクエスト件数の2002年度からの24%の増加、海外規制者からの受取リクエスト件数の2002年度からの28%の増加を反映している。米国の昨年のインサイダー取引の件数の問題に戻ると、47件の調査件数のうち16件(約34%)は海外発の事件だった。被告もしくは被控訴人110人のうち、24人(22%)は海外の居住者もしくは市民であった。インサイダー取引のケースは次第に国際的になっているように見える。外国銀行、外国エージェント、外国口座を利用して、アイデンティティや違法な国外収入を隠そうとする犯罪者の数が増えているのである。実際、SECは米国のインサイダー取引者が、利益を銀行口座もしくは証券会社の口座を使って、国外の共謀者に送金しようとした例を目撃したことがある。しかし、このように違法取引を試みても、多くの諸外国の法律執行担当者が協力してくれるならば、それは実を結ばないのである。SECは全世界にわたって、インサイダー取引者とその利益とを追及しているのである。

SECの国際的な作業の、非常に直近の一例を挙げよう。2月に、SECはダウ・ジョーンズの株を使ったインサイダー取引のケースを和解させた。米国に登録している発行者であるダウ・ジョーンズの株式を、ニュース社による取得のオファーを公表する前に取引したという事件であった。ダウ・ジョーンズの取締役(香港における優秀なビジネスマン兼政治家)が親密な友人(彼もまた香港における非常に優秀なビジネスマン)に対して、ニュース社のダウ・ジョーンズ社取得のオファーに関して、その事が一般に公表される前にもらした。このインサイダー情報に基づいて情報を受け取った友人は、彼の娘及び義理の息子(彼らもまた香港の居住者であったが)の名でダウ・ジョーンズ社の普通株を1,500万ドル購入した。取得オファーはダウ・ジョーンズ社の市場価格よりも相当程度高かった。そしてそのニュースが公表されたとき、ダウ・ジョーンズ社の株価は58%上昇した。その友人は、ニュースの公表後、ダウ・ジョーンズの保有全株式を810万ドルの利益を持って売却した。香港における証券口座を使った、この大いに異常な取引を見て、SECは調査を開始した。ダウ・ジョーンズ社のこの取締役は、SECの主張を肯定も否定もせず、民事罰金810万ドルの支払いに同意した。そしてその友人は、810万ドルの不正利益払戻し、加えて810万ドルの民事罰金の支払いに同意した。その友人の娘及び義理の息子は、別の証券会社口座を使ったが、同一のインサイダー情報に基づき利益を得たのだが、4万ドルの不正利益の払戻し及び同額の民事罰金を支払った。

ダウ・ジョーンズ事件の調査を行うに当たって、SECは香港証券先物委員会に対し、援助を要請し、それを受け取った。国境を半周するほどの距離の離れた、クロス・ボーダーの調査に内在する困難に鑑みて、こうした種類の協力は、我々の効果的な調査のためには不可欠である。そして協力のニーズは、ますます高まっているのである。ソブリン・ウェルス・ファンドに係る文脈でいえば、我々は、我々が援助を求める政府が、調査対象である法人をもコントロールしているのではないかと言うことを懸念する。その場合、協力の質と程度は妥協したものとなる可能性がある。実際、別の文脈の元で、外国政府が、SECが調査している事件もしくは人物に対して興味を持っている場合には、外国政府の協力は最善とはいえなくなる場合がある。

ソブリン・ウェルス・ファンドの成長によって提起された問題点は、金融市場に関する大統領作業部会(SECはそのメンバーである)、G-7、世界銀行、OECD、IMFなど、様々な場で検討されている。これらの分析の結果は、一般化された合意として、受託者の協力的なコントロール、開示要請、プロの独立したマネジメント、腐敗を避けるためのチェック・アンド・バランスなどの標語の形にまとめて示してある。これら全ては投資家と市場の双方にとって役に立つだろう。

3. 調査報告『主要10カ国における、海外投資を規制する法律と政策』中の『GAOの発見事項』

・ GAOがこの研究を行った理由

海外からの米国企業取得は、米国政府に対して、重大な問題を齎す可能性がある。海外からの投資のメリットと、国家安全保障上の懸念を、バランスさせなければならないからである。国防製品法に

関するエクソン・フロリオ条項の改正は、大統領に対して、国防を脅かす危険のある海外企業による米国企業の取得を禁止したり、中断したりする権限を与えた。

エクソン・フロリオ条項が取り組もうとした問題をよりよく理解するために、他の国々が同様の問題とどのように取り組んでいるのかを明らかにするよう求められた。

具体的には本報告書は、(1)他の選択された国々において、自分たちの国家安全保障上の利益を守るために、海外からの直接投資を規制するために定められている法律及び政策、(2)これらの法律及び政策の実行の実態、を明らかにした。

本報告書は、1996年のGAO報告をアップデートし、米国に対する海外投資面での四大国……フランス、ドイツ、日本、英国……において、各国の安全保障上の利益を守るために海外からの投資をどのようにモニターしているかを記述した。続いて、追加6カ国……カナダ、中国、インド、オランダ、ロシア、UAE……において、海外投資規制の実態はどうなっているのかについても、調査を行った。GAOは選択した法律と規則に関して調査を行い、海外政府の高官・その他にインタビューを行い、その実行状況、海外投資の法律・規則・政策に関する予定されている変更について(10カ国における海外投資を規制する法律・政策の実態)調査を行った。

・ GAOの発見事項

米国における場合同様、我々が調査した国々では、国の安全保障上の懸念に対処する目的から、しばしば法律が制定され、政策が作成・実施されていた。

しかし、この10カ国はそれぞれ、特定の業界に対する投資に影響を与えるような、国家安全保障についての異なった概念を持っている。概念の定義が異なる結果、狭く限定的に定義された国防産業の定義に基づいて、投資には認可を取得することを要求する事とした上で投資を認めるものから、経済的な安全及び文化的な安全政策から、広範に制限を要求するものまで、規制は様々な種類にわたっている。

加えて、いくつかの国では最近法律・政策の改正を行い、より明示的に懸念される分野について国家安全保障の定義を行うようになった。戦略的な分野について、海外投資のために政府の見直しと認可を要求するリストを作った国もいくつかある。

海外投資を規制するために10カ国で採用されたシステムにはユニークな特性が沢山あるが、多くの場合、そのシステムは互いに似通っており、かつエクソン・フロリオの下における米国システムにも類似している。取引を審査するための正式な見直し手続を定め、用いている国が8カ国ある。

一般に国の安全保障は、取引の認可・不認可を考える場合の、主たる要因か、少なくとも主たる要因の一つと考えられている。国の安全保障の概念は国ごとに異なりはするものの、全ての国々は、中心となる問題点を共通して懸念するようになっている。この共通して懸念される事項の中には、例えば国防産業のベース及び国防産業・企業と、ソブリン・ウェルス・ファンドなどが含まれている。大部分の国々は、見直しのためのタイムフレームを定めており、認可の前に取引の条件を定めることができるようになっている。例えば、ある国では、会社の取締役に関して、国籍要件を定めることができるようになっている。

しかし、エクソン・フロリオの元で定められている、自主的な届出とは異なり、多くの国々では、投資額一定の金額に達したり、買い手が対象企業の過半数持分を取得したり、一定の大口持分を取得したりすれば、見直し手続きは義務付けられている。さらに、米国とは異なり、5カ国では、裁判所において、行政手続きによって上級審に控訴を求めることができるようになっている。

正式な見直し手続きを定めていない国も、二カ国あった。オランダは公益など、特定部門への参入を制限している。UAEでは、全分野に対して、見直し手続きを経ないで所有(の程度の)制限を付することが認められている。正式な見直し手続きに加えて、これら10カ国のそれぞれでは、非公式な要因も投資に影響を与える可能性がある。例えば、いくつかの国々では、政府の非公式な事前認可が、微妙な問題の場合には必要になる。

本報告書の草稿に対するコメントにおいて、財務省はオープンな投資政策へのコミットメントを強調した。