

中国の外貨準備資金によるアクティブ株式運用の実証研究

小原 篤次（長崎県立大学）

I. はじめに

2008 年のリーマン・ショック後も、政府系ファンドの資産規模は 2014 年末には 7 兆ドルを超えて、年金・保険・投資信託に次ぐ巨大な機関投資家に成長している。世界一の外貨準備高を保有する中国の政府系ファンドは運用資産規模で世界の主要政府系ファンドである。事実上、外貨準備高を原資として設立した中国投資有限責任公司（CIC）¹は、政府系ファンドとしては情報開示度が高いシンガポールのテマセク社（Temasek Pte. Co.）や、シンガポール投資公社（Government of Singapore Investment Corporation Pte Ltd., GIC）²をモデルにして設立されたとされる（Smith 2009³）。CIC は、資産規模に比べて情報開示の遅れ⁴が指摘されてきた。投資対象銘柄など投資行動の詳細はアニュアル・ブックなどでは開示されてこなかった。CIC 設立はリーマン・ショックの前年で、国際資本市場の価格変動や金融機関経営が不透明な時期に設立された。中国には CIC に先駆けて、中央銀行・中国人民銀行の外局である国家為替管理局（SAFE）傘下の運用機関が株式運用を行っている。運用資産は 5000 億ドルを超えるとされ、2015 年 6 月の運用資産ランキングでは、CIC が世界 4 位、SAFE 系運用機関が世界 6 位の政府系ファンドに位置している（SWF Institute）。

政府系ファンドをめぐる課題や批判について、米連邦準備理事会（FRB）の要職や米財務次官補などを歴任したエドウィン・トゥルーマン（ピーターソン国際経済研究所シニアフ

¹ 中国の財政部は 2007 年 8 月 29 日、総額 6000 億人民元の特別国債の発行を発表した。外資流入による資金流入を吸収し、CIC の資本の原資になると説明している。全国人民代表大会は、総額 1 兆 5500 億元の発行を承認している。また中国人民銀行は 2007 年 12 月 11 日、7500 億元の特別国債を買い入れたと発表している。中国人民銀行が、財政部発行の特別国債を直接、購入できないため、中国農業銀行を通じて間接的に購入されたとされる。2013 年末で運用資産は 6000 億ドルを超え、外貨準備高に対して 20% 近い規模になっている。世界 4 位の政府系ファンドである。

² テマセク社は 1974 年に財務省のもとで、GIC は 1984 年に通貨管理庁のもとで、それぞれ設立している。シンガポールの政府系ファンドについては、中村みゆき（2013 年）『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向』税務経理協会が詳しい。

³ Smith, V. (2009), “Tools of Survival: Sovereign Wealth Funds in Singapore and China,” *Geopolitics*, 14, pp. 328-344.

⁴ 投資銀行、IR コンサルタントへのヒアリングもあわせて実施して情報不足の補完を目指した。このアニュアル・ブックは CIC にとって唯一、継続して公開されている重要な一次資料である。ただし公表される項目、バランスシート上の費目分類はしばしば変更されるなどデータの継続性に欠け、監査部門や監査役はいるものの、第 3 者の監査法人によるコメントや証明も付けられていない。こうした制約は包括的な研究を阻む障害となっている。

ェロー）が、①投資のミスマネジメント、②政治的パワーや経済的パワーの追求、③金融保護主義の激化、④金融市場の混乱や不安定さの誘因、⑤政府系ファンド設立国と投資先との利益相反の5つに整理したうえで、こうした課題や批判が政府系ファンドの不透明さ（opacity）から生じていると指摘している⁵。

特に中国の政府系ファンドは情報開示が遅れていることで、脅威論の原因との指摘もある。2つの主要ファンドのうち、CICは2008年よりアニュアル・ブックを刊行するなど不十分ながら情報開示を継続しているものの、SAFEはアニュアル・ブックなどの情報開示はなされていない。他方、中国にとっては、増大する外貨準備高を先進国国債保有以外に活用する方策である。政府系ファンドは、内外を投資対象とする先進国の年金基金や保険会社など伝統的な機関投資家と違い、主に対外投資を対象としている。このことで投資先の情報開示で投資行動を把握できる可能性がある。

政府系ファンドに関連する先行研究はデータ制約もあり、これまではもっぱら国や原資も異なる複数の政府系ファンドを対象にしてきた（Kotter and Lei 2011, Bortolotti, Fotak, Megginson and Miracky 2010, Johan, Knill, Mauck 2013, Chhaochharia and Laeven 2009）。こうしたなか日本では2010年以降、経済紙やビジネス雑誌が「OD05・オムニバス」などの大株主名（アカウント名）に着目し、「中国政府系ファンド」の保有が日本の上場企業の主要株主であることが報道されており、情報開示度が低いとされた「中国政府系ファンド」の包括的な実証研究および定量分析の機会が生じている。

そこで本稿⁶は、まず政府系ファンドの運用資産の拡大、中国最大の政府系ファンドCICの運用を確認したうえで、さらに実証研究に関する先行文献のサーベイを行うことで、統計制約による個別のファンドの実証分析の遅れを明らかにする。さらに、BUREAU VAN DIJCKのOSIRIS⁷（大株主を含む財務データベース）を用いて、「OD05・オムニバス」など中国政府系とされる複数のアカウント名によって投資銘柄を、2009年から2013年まで抽出すると、延べ261銘柄（合計126企業）の保有が確認できる。対象は東京証券取引所上場の3月期決算企業である。日本銀行の中国からの対内証券投資額のほぼ半分の時価総額に相当する。126銘柄のうち120銘柄は、機関投資家のベンチマークの一つMSCI Japanの構成銘柄であることが分かった。また、最後に中国系保有状況を被説明変数にし、時価総額（対数値）、株主資本利益率（roe）など投資指標を説明変数とし、単回帰分析を実施している。

II. 拡大する政府系ファンド

政府系ファンドの運用資産は2007年からの8年間でほぼ倍増し7兆ドルを超えている（図1）。ニューヨーク証券市場の時価総額には及ばないものの、NASDAQを上回り、東京証

⁵ Truman, E. M. (2010), "Sovereign Wealth Funds," Peterson Institute", pp. 35-56.

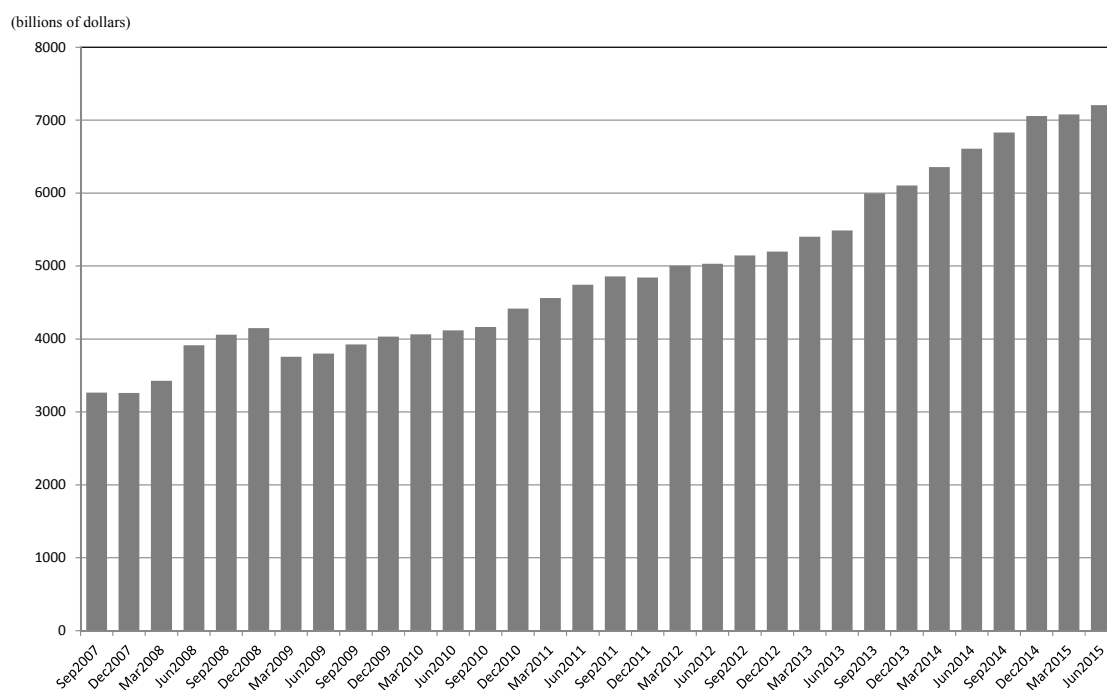
⁶ 政府系ファンドの情報開示が限られているとはいえ、CICやSAFEのような巨大ファンドが少なくとも先進国の上場株式市場で、脅威論につながるような特異な投資行動を採用していると考えの根拠も十分提示されてきたとは考えにくく、脅威論として片づけるのは適切ではないのだろうか。さらに、むしろモダンポートフォリオ理論や分散投資の運用手法（ベンチマークの利用など）に従っているのではないか。という問題意識である。

⁷ 世界202カ国で約8,000万社分の企業情報および財務情報などが提供されている。

券取引所の2倍近くの規模に相当する。

中東など一部の政府系ファンドは比較的長い歴史を有している。サウジアラビア通貨庁（SAMA）は1952年、クウェート投資庁（KIA）は1953年に設立されている。こうした中東の政府系ファンドは60年以上、国際分散投資を続けており、比較対象を単に政府系ファンドではなく、世界の機関投資家（現存する年金基金、生命保険、投資信託などを含む）に拡大してみても、その継続性に特徴がある。ただし用語としての政府系ファンドはロシア系の金融実務家が2005年に生み出した造語で新しい現象である。運用資産上位10の政府系ファンド（表1）のなかで、本論が着目しているCICは最も歴史が短い。政府系ファンドやIMFは政府系ファンド間の連携ネットワークを組織して定義も示している。しかし依然、統一された定義はないとする研究者も少なくない。Kotter and Lei 2011は、政府保有の投資機関で、①政府内部以外の保有者へ明示的な債務がない、②高リスクの外国資産への著しいエクスポージャー、③長期にわたる投資期間としている。

図1 世界の政府系ファンドの運用資産の推移



Source: SWF Institute

表1 運用資産上位20の政府系ファンド

Sovereign Wealth Fund Name	Country	Fund source	Year created	Estimated total assets (billion of dollars)
Government Pension Fund – Global	Norway	Oil	1990	882
Abu Dhabi Investment Authority	United Arab Emirates	Oil	1976	773
SAMA Foreign Holdings	Saudi Arabia	Oil	1952	757
China Investment Corporation	China	Non-Commodity	2007	747
Kuwait Investment Authority	Kuwait	Oil	1953	592
SAFE Investment Company	China	Non-Commodity	1997	547
Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	Hong Kong	Non-Commodity	1993	400
Government of Singapore Investment Corporation	Singapore	Non-Commodity	1981	344
Qatar Investment Authority	Qatar	Oil & Gas	2005	256
National Social Security Fund	China	Non-Commodity	2000	236
Temasek Holdings	Singapore	Non-Commodity	1974	194
Investment Corporation of Dubai	United Arab Emirates	Non-Commodity	2006	183
Abu Dhabi Investment Council	United Arab Emirates	Oil	2007	110
Australian Future Fund	Australia	Non-Commodity	2006	95
Reserve Fund	Russia	Oil	2008	89
Korea Investment Corporation	South Korea	Non-Commodity	2005	85
National Welfare Fund	Russia	Oil	2008	80
Samruk-Kazyna JSC	Kazakhstan	Non-Commodity	2008	78
Kazakhstan National Fund	Kazakhstan	Oil	2000	77
International Petroleum Investment Company	United Arab Emirates	Oil	1984	66

Source: SWF Institute

III. CIC の運用概観⁸

CIC が開示するアニュアルレポートを読み解くことで、2013 年までの全体の運用資産の増加、そのなかで 30%程度を占めるグローバル・ポートフォリオの投資戦略を整理していく。中国政府系ファンドの実証研究との関連性から、2 つポイントを指摘しておきたい。

まずは 2008 年から 2013 年のすべての期間で、グローバル・ポートフォリオの運用年率が国内を含むポートフォリオ全体の運用実績を下回っていることである⁹（表 2）。

⁸ 小原篤次(2014 年)「中国政府系ファンド・中国投資有限責任公司(CIC)の投資戦略」『長崎県立大学国際情報学部研究紀要』第 14 号 135-140 ページは 2008 年から 2012 年までのアニュアルレポートによる考察である。本論では、前稿に 2013 年のアニュアルレポートによる考察を追加している。

⁹ 解釈としては政府系ファンドとして国内の投資機会に恵まれている可能性、グローバル・ポートフォリオで過度な利益を追求していない可能性などである。

表 2 CIC の運用状況

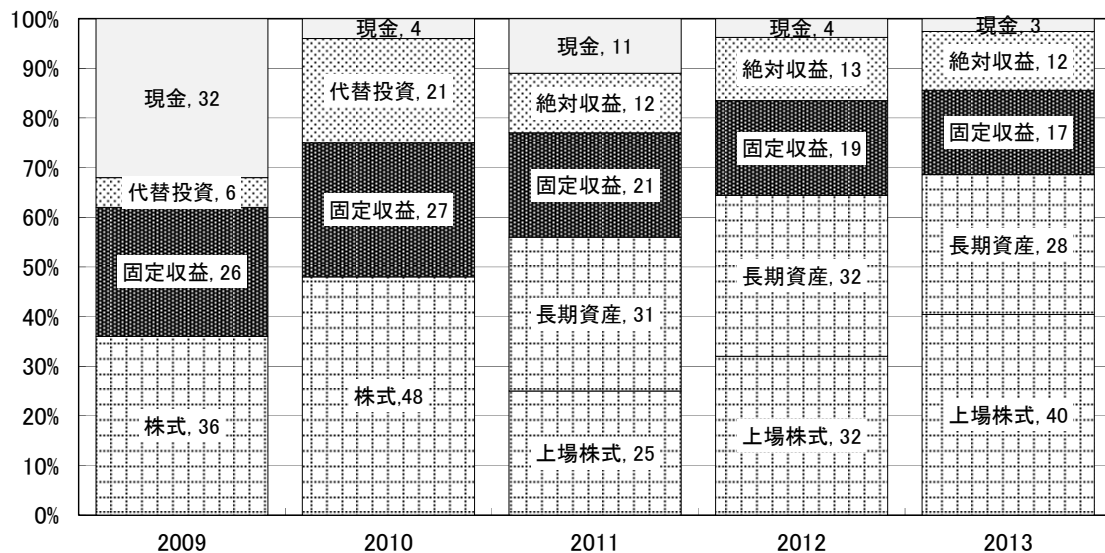
単位:100万ドル

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
運用資産総額a	297,540	332,394	409,579	482,167	575,178	652,740
グローバル運用資産	56,059	93,314	133,309	146,890	190,304	205,197
グローバル資産割合	18.8%	28.1%	32.5%	30.5%	33.1%	31.4%
グローバル運用年率	-2.1%	11.7%	11.7%	-4.3%	10.6%	9.3%
純利益率b	7.8%	12.5%	12.6%	10.0%	13.5%	13.3%
外貨準備高比率c	12.4%	11.7%	14.4%	15.2%	17.4%	17.1%

(注) b=(純利益/a)*100、c=(a/外貨準備高)*100。純利益率には中国国内の金融機関株式の評価損益、配当金が含まれる。

(出所) 中国投資有限責任公司(2009),(2010),(2011),(2012),(2013),(2014)、中国人民銀行より筆者作成

図2 CICのグローバル・ポートフォリオの資産配分



(注) 年末値。2010年までは株式と長期資産の区別がない。代替投資から絶対収益の表記に変わっている。

(出所) 中国投資有限責任公司[2011]29頁、[2012]28頁、[2013]36頁、[2014]31頁より作成。

次に、グローバル・ポートフォリオの現金比率が2009年の32%から2010年には4%に低下していることである(図2)。CICは2007年に設立したばかりの新規ファンドであるが、現金比率の低下から2010年には初期のポートフォリオ構築が構築(フル・インベストメント)されていたことがわかる。

1. CICの運用資産

アニュアルレポートによると、運用資産総額は2008年末、2975億4000万ドル、2009年末、3323億9400万ドル、2010年末、4095億7900万ドル、2011年末、4821億6700万ドル、2012年末、5751億7800万ドル、2013年末、6527億4000万ドルと順調に拡大している(表2)。CICの運用資産は、2007年の設立当初は2000億ドルだった。運用資産総額

は 2008 年から 2013 年までの 5 年間で、運用資産総額は 2974 億 4000 万ドルから 6527 億 4000 万ドルへと 2 倍以上に増加したことになる。

しかし、設立時 2000 億ドルの運用資産が 2 年後の 2009 年末には、3323 億ドルと 66.2% 増額している。運用成績だけで増額するにはあまりにも巨額であり、しかもグローバル・ポートフォリオの現金比率が 32% と高い。増額理由を示す記述がなされていない。2009 年のアニュアルレポート¹⁰では、年間総合収益率(資本金に対する収益率)¹¹は 2008 年、6.8%、2009 年、12.9%、また、グローバル・ポートフォリオの年間運用収益率は 2008 年、マイナス 2.1%、2009 年 11.7% と開示しているが、為替など要因分析が示されているわけでもない。資産配分の効果なのか、少なくともベンチマークと比較する形の説明が必要である。

他方、報道では、CIC の運用資産は 2007 年の設立当初は 2000 億ドルで、3 分の 1 が対外投資ポートフォリオとされていた¹²。表 2 で示したように、運用資産総額に占めるグローバル・ポートフォリオ¹³の割合は 2009 年には 32.5% になった後、30% 台を維持しており、当初の運用方針が順守されていることになる。

2011 年のアニュアルレポート¹⁴では、国家為替管理局 (SAFE) から 300 億ドルの資本が増額される予定とされている。運用原資の追加に関する情報で、アニュアルレポートで公表されているのは、300 億ドルの資本金の増額予定のみである。同じ金額は、年 1 回開催される全国人民代表大会中の取材による報道¹⁵でも明らかにされていた。ただしその後のバランスシートでも、資本金 (当初から 2000 億ドル) の増額は確認できない。

その後、グローバル・ポートフォリオの年間運用収益率は 2011 年にマイナス 4.3% と過去最悪の損失を記録したものの、2012 年には 10.6%、2013 年には 9.3% に回復している。2008 年から 2013 年までの平均収益率は 6.2% となる。ちなみに GPIF の過去 6 年の平均収益率¹⁶は 3.1% である。GPIF は 2008 年度、マイナス 10.0% を記録したことが運用成績を低下させている。GPIF は CIC と違い、リーマン・ショック前から運用を続けており、運用成績に与える影響が大きくなったと言えるだろう。CIC の 2008 年を除く平均収益率は 7.8%、GPIF は 5.8% と両者の差は縮まる。また 2011-2013 年 (年度) の過去 3 年に絞ると、CIC の 5.2% に対して GPIF が 7.1% となっている。

¹⁰ 中国投資有限責任公司 (2010 年)「2009 年年度報告」、33 ページ。

¹¹ CIC の年間総合収益率は 2010 年以降、公表されていない。

¹² Truman, E. M. (2010), "Sovereign Wealth Funds," Peterson Institute, p. 16.

¹³ 表 2 では、アニュアルレポートの連結貸借対照表 (合并资产负债表) の純損益を通じて公正価値で測定される金融資産 (以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产, FVTPL) をグローバル・ポートフォリオに相当するとみなしている。連結貸借対照表で最も多額なのは長期株式投資の項目である。この項目に中央為金投資有限責任公司を通じて保有する金融機関の持ち株が含まれている可能性が高い。

¹⁴ 中国投資有限責任公司 (2012 年)「2011 年年度報告」、4 ページ。

¹⁵ Wall Street Journal Online. (2012), March 4.

¹⁶ CIC は 12 月期、GPIF は 3 月期。

2. グローバル・ポートフォリオの投資戦略

次に運用資産総額の30%程度を占めるグローバル・ポートフォリオ全体の投資戦略を見ていくことにする。資産配分が決まれば、過去の運用実績から運用成績のシミュレーションも可能となる重要な情報である。

まず現金比率が2009年末時点の32%から2010年末で4%に低下しており、初期のグローバル・ポートフォリオが構築されたことがわかる。またCICのグローバル・ポートフォリオにとって、主たる投資対象は株式（上場株式・長期資産）と言える。株式比率は2010年の48%から2013年には68%に拡大している。注意点は、2010年までは単に株式と記載されていることである。2011年以降は、長期資産と上場株式と別の項目を設けて、開示されている。長期資産には増資やIPO時の投資がふくまれているとみられる。2010年までは、「代替投資」（オルターナティブ）と記載され、2011年以降、「絶対収益」（アブソリュートリターン）と記されている。不動産やプライベート・エクイティのほか、ヘッジファンドなどの資産が保有されているとみられる。

固定収益は、先進国を中心とする国債や社債への投資が考えられる。サブ・プライムローン問題で注目された証券化商品も固定収益に含まれる分類である。

グローバル・ポートフォリオの投資戦略をみると、株式投資比率を上げる一方、固定収益を圧縮し、2010年以降の4年間、代替投資・絶対収益は10%以上のウェイトを維持している。かなりリスク許容度が高い積極的な投資戦略と判断できる。

3. 地域別の株式投資戦略

第2項では、CICが株式投資ウェイトを高め、代替投資や絶対収益もポートフォリオに組み入れることで、積極的な運用方針であることを示した。

第3項では、グローバル・ポートフォリオのうち、地域別の株式投資戦略を確認することとする。グローバル・ポートフォリオの資産配分では2011年から、公表される分類が変更されていた。株式戦略では地域別の株式配分が2012年から、項目が変更されている。2011年までは、北米、アジア太平洋、欧州、中南米、アフリカと5つに分類されていた。しかしながら、2012年からは、米国株、非米国株（先進国）、新興国株の3分類に簡素化されている。米国株の中には、上場不動産投資信託（REIT）や日本も含む上場株式投資信託（ETF）が含まれる可能性もある。変更した理由を想像すると、(a)新興国株式のウェイトが高まった、(b)米国株の分類が難しくなった一などが考えられる。分類が少なったことで結果的には、各地域への投資実績が判断しにくい情報開示になっている。

MSCIは世界で代表的な世界株式ベンチマークである。MSCI ACWIは新興国株式市場を含むものの、MSCI WORLDは先進国株式市場のみで構成されている。この違いが、米国、英国、日本など先進国のウェイトの変化につながっている。米国は48.4%と54.3%、英国は8.1%と9.1%、日本は7.9%と8.9%である。新興国はMSCI ACWIでは、その他に含まれる。

こうした特徴のあるMSCIの株価指数とCICのグローバル・ポートフォリオの地域別の株式配分をみると、類似点が少なくない。

4. 業種別の株式投資戦略

最後に、グローバル・ポートフォリオのうち、業種別の株式配分を確認する。2012年に不動産の分類がない以外は、2010年から2013年までの4年間、継続的に公表されている。主な変化は、金融セクターのウエイトの高まり（2010年：17.0%→2013年：22.9%）とエネルギーセクターのウエイトの縮小（13.0%→8.5%）と言えるだろう。世界株式ベンチマーク MSCI の長期統計が入手（有料サービス）できておらず、比較は難しい¹⁷。

5. 大株主データによる対日株式投資の動向

中国系政府系ファンドの対日投資は2010年より報じられるようになった¹⁸。有価証券報告書の主要株主一覧には上位10社が記載されている。エコノミストは2008年3月末時点で、ソニーなど数社の株式を保有し、2009年3月末には13社、2010年3月末には34社で、総額6155億円にのぼると報じられた。投資家の可能性として、CICのほか、全国社会保障基金、適格国内機関投資家（QDII）があげられている。週刊東洋経済は上位30位までの株主情報を基にして、中国政府系とみられる「OD05・オムニバス」に関連する3アカウントについて調べている。「OD05・オムニバス」は2007年で確認された以降、株主として捕捉し、2010年では142社、1兆9000億円、2011年では269社、3兆2000億円にのぼるとしている。また日本経済新聞は2013年3月時点で上位10位の株主を集計すると、167社で4兆2000億円に及ぶとしている。

大株主データを集計すると、「OD05・オムニバス」は2007年3月期で、4社（損害保険ジャパン、大成建設、大林組、野村ホールディングス）確認される。中国政府系とされる「OM04SSB」、「THE BANK OF NEW YORK, TREATY JASDEC」と広げると、429社（半期・通期を含む）にのぼる。「OD05・オムニバス」は2008年3月期では、34社（損害保険ジャパン、大成建設、大林組、野村ホールディングスを含む）、その他を合わせると、480社（半期・通期を含む）にのぼる。

6. 日銀の対内証券投資残高統計

日本銀行の対内証券投資残高統計によると、中国投資家による日本株式保有は2005年末の86億円から2006年5913億円に急拡大し、豪州（1兆4368億円）、香港（1兆4704億円）には及ばないものの、シンガポール（4546億円）を上回っている。2007年末には1兆9000億円、2008年末には1兆4544億円に増加し、2011年末は3兆5695億円、2012年末には4兆1486億円となっている（図2）。しかし2013年末には3兆2028円に減少している。対内株式投資は2012年末の83兆5560億円から、2013年末には80.7%増の150兆9,471億円に増加している。株価が堅調に推移し、国別の動向が公開されているなかで、減少した

¹⁷ 意図的に業種のウエイトの変更をしたのか、株価自体の変動なのか、ベンチマーク自体の改定の影響なのか、吟味する必要がある。

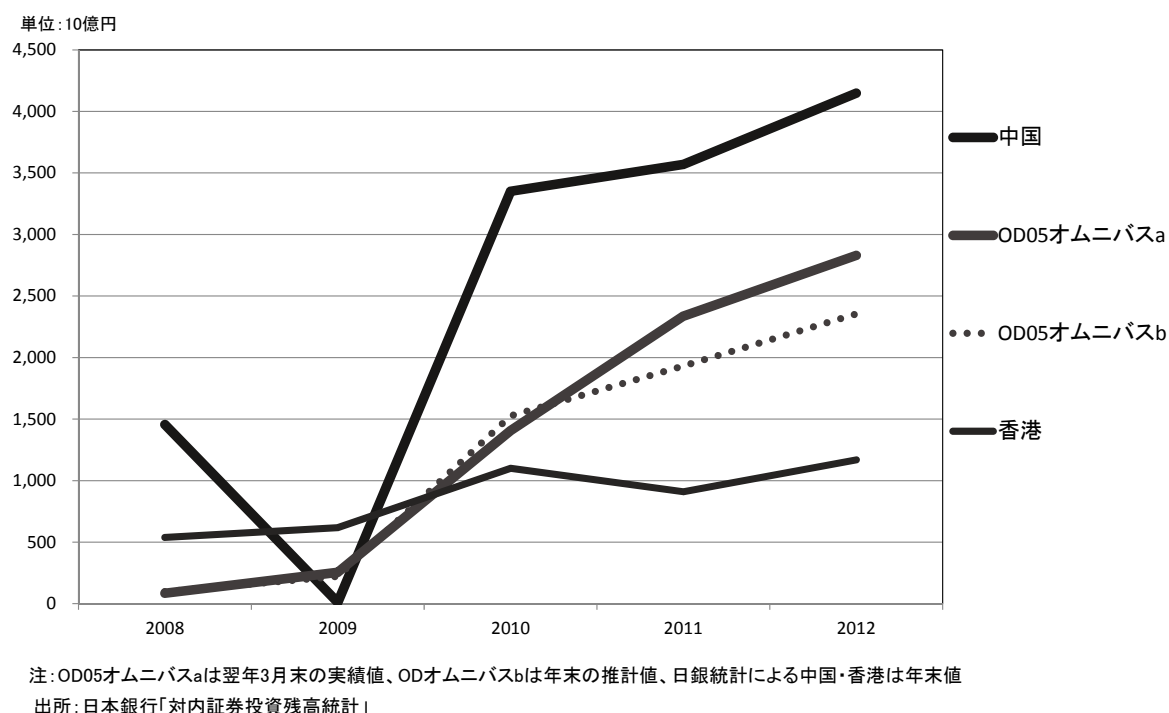
以上、第3節では、アニュアルレポートによる限られた開示情報ながら、グローバル・ポートフォリオを傍観する限りでは、CICの投資動向を年金・保険・投資信託と異なる国家資本主義的な特殊なファンドととらえる根拠としては乏しい。

¹⁸ 金山隆一（2010年7月27日）「日本株34銘柄6000億円超を保有「オムニバス・チャイナ」の狙い」『エコノミスト』、毎日新聞社、12-13ページ。

のはタイ（マイナス 10.4%）と中国（マイナス 22.8%）だけである¹⁹。

実証研究のため BUREAU VAN DIJK のデータベース OSIRIS を用いて、報道されたアカウント名などを手掛かりにデータを収集すると、2010 年からの 3 年間について、日本銀行統計が示した中国の対内株式保有残高の増加と同様に、増加基調であることがわかる。OD05 オムニバス a は日本銀行統計の翌年 3 月時点の時価総額、OD05 オムニバス b は各 3 月時点の保有割合のままで時価総額評価だけを、日本銀行統計の年末時点で実施している。収集されたデータが日本銀行統計のほぼ半分に相当することを示している（図 3）。

図3 日銀統計による中国・香港の株式保有残高とOD05オムニバス資産の推移



IV. 先行研究

政府系ファンドについての邦語文献はリーマン・ショック前後、実務家を中心として概説書が相次いで刊行された（小森（2008）、谷山・福田・古賀（2008）、みずほ総合研究所（2008）、小原（2009）²⁰）。単著の専門書は管見するところ、中村（2013）²¹のみである。他方、政府系ファンドについての海外のジャーナルやペーパーは早い段階から定量分析による検証を

¹⁹ 日本経済新聞社（2013年11月20日）『日本経済新聞』。

²⁰ 小森正彦（2008年）『国富ファンド・ウォーズ』東洋経済新報社、谷山智彦・福田隆之・古賀千尋（2008年）『政府系ファンド入門』日経BP社、みずほ総合研究所（2008年）『迷走するグローバルマネーとSWF—国際金融危機の深層』東洋経済新報社、小原篤次（2009年）『政府系ファンド』日本経済新聞出版社。

²¹ 中村みゆき（2013年）『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向』税務経理協会。

指向してきた²²。データ制約もあり、個別ファンドや特定市場の分析よりは、むしろ世界規模のデータベースを構築して、複数の政府系ファンドや市場を対象に行われてきた。

1. Kotter and Lei(2011)

財務情報はデータベース Worldscope を活用して、世界の上場企業約 40 万社を、政府系ファンドの投資ユニバースとしている。データベース Factiva を用いて、1980 年から 2009 年までの期間で、「投資」や「株式取得」などのキーワードと政府系ファンドおよび 100% 子会社の名称で検索した結果、827 案件 (event) が抽出されている。非上場企業に対する投資案件 324、IPO 案件 (33)、株価が入手できない案件を除き、326 社に対する 417 の投資案件 (このうち中国は 3 ファンド、30 案件) をサンプルとして選定することに成功している。ベンチマーク (MSCI World ACWI world Index) に回帰させる方法によって、報道が株価に与える影響 (イベントスタディー) を試みている。日次の短期間では統計的に優位な結果が得られ、年次では 3 年間のバイ・アンド・ホールド戦略を前提に有意な結果が得られている。

2. Bortolotti, Fotak, Megginson and Miracky (2010)

Bortolotti, Fotak, Megginson and Miracky (2010)は 1985 年 3 月から 2009 年 11 月までの期間で、33 の政府系ファンドによる 802 の投資案件 (公開株式に限定した研究) のリターンを分析している。実は、33 ファンドのうち分析に値する情報が集められたのは 18 ファンドだった。内訳を見ると、ノルウェーの政府年金基金グローバル (Government Pension Fund-Global) が半分を占めている。ノルウェーでは、中央銀行の傘下機関で運用が管理されており、大型の政府系ファンドでは唯一、OECD 加盟の先進国が管理する政府系ファンドで、情報開示度が最も高い。調査対象全体の 50.2%にあたる 403 件にのぼる。次に、シンガポールの Temasek は 132 件、さらに同じシンガポールの GIC は 79 件含まれており、3 ファンドをあわせると分析対象の投資案件の 76.6%を占める。なおクウェート投資庁は 19 件、アブダビ投資庁は 18 件にとどまっている。

3. Johan, Knill, Mauck(2013)

Johan, Knill, Mauck(2013)は 1991 年から 2010 年まで、データベース (Lexis Nexis と Thomson Reuters の SDC Platinum) を用いて、50 ファンドの 900 以上の投資案件を把握した。さらに彼らはデータの重複や子会社への投資を除いて 19 ファンドの 424 件を選び出し、プライベート・エクイティと公開株式に分けて両資産の比較分析を試みている。424 件のうち 56.4%にあたる 238 件は Temasek による投資だった。もうひとつのシンガポール系政府系ファンドの GIC を含めると、69.2%にあたる 292 件がシンガポールの 2 ファンドに偏っている。そしてクウェート投資庁はプライベート・エクイティ 1 件を含む 5 件にとどま

²² 本論で言及した論文のほか、Dewenter, K. L., Han X., Malatesta, P. H. (2010), "Firm values and sovereign wealth fund investments, *Journal of Financial Economics*, Volume 98, Issue 2, November, pp.256-278, Johan, S. A, Knill, A. and Mauck, N. (2013), "Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity, *Journal of International Business Studies*, 44, pp.155-172. などがある。

る。なおアブダビ投資庁は含まれていない。政府系ファンドは伝統的機関投資家同様、海外では公開株式投資ほどプライベート・エクイティ投資を選ばないとしている。しかしながら投資保護が低い国では、公開企業よりプライベート・エクイティを選ぶ傾向があるとされている。さらに言語、宗教、地理的距離を「文化変数」と定義して、文化の違いは、政府系ファンドの所在地以外では、プライベート・エクイティ投資に対して若干ポジティブな役割が見られると指摘している。

4. Chhaochharia, Laeven (2009)

Chhaochharia, Laeven (2009)は1997年から2007年にかけて3万件近い投資を調査対象としている。「文化」の変数を加えたことで、Johan, Knill, Mauck(2013)などに分析手法のアイデアを提供した先行研究である。しかし上記2研究が金融機関向け商業データベースを用いたのに対して、アニュアルレポートやウェブサイトを利用したデータ収集で、ノルウェーのGovernment Pension Fund-Global、アイルランドの国家年金準備基金(National Pensions Reserve Fund)、米国アラスカ州政府系ファンドのアラスカ・パーマメント・ファンド(Alaska Permanent Fund)、ニュージーランド退職年金基金(New Zealand Superannuation Fund)と、いずれも先進国が管理する4ファンドを対象にするにとどまっている。

ところで、政府系ファンド Institute が政府系ファンドの透明度について、Linaburg-Madull Transparency Index を算出している。10段階の指数で透明度最上位が10である。2015年2月現在、同指数10評価は77ファンドのうち11ファンドである。これまで言及した政府系ファンドのうち、ノルウェーのGovernment Pension Fund-Global、シンガポールのTemasek、アイルランドのNational Pensions Reserve Fund、米国アラスカ州のAlaska Permanent Fund、ニュージーランドのNew Zealand Superannuation Fundの5ファンドである²³。他方、シンガポールのGIC、アブダビ投資庁、クウェート投資庁はともに6である。

中国系では、CICは8、全国社会保障基金、中非発展基金(China-Africa Development Fund)は5、中国華安投資有限公司(SAFE Investment Company Limited)は4にとどまっている。新興国の政府系ファンドの透明度の低さを示唆している。

上記4文献が使用したデータに共通しているのは、調査対象期間が1980年代から21世紀までと、比較的に長期にわたることである。機関投資家の投資行動は金融政策、金融危機など市場環境にも左右されるわけではあるが、定量分析の対象とするデータ数を確保するために、調査対象期間を定めたものと考えられる。

以上の文献から、商業データベースを用いても、ノルウェーとシンガポールなど先進国の政府系ファンドを除いて、個別の政府系ファンドを対象にして、グローバルなポートフォリオや国際分散投資の行動を定量的な分析を行うためのデータ制約を端的に示してきた。

²³ このほか、豪州のAustralian Future Fund、UAEのMubadala Development Company、アゼルバイジャンのNational Pension Fund、ニュージーランドのNew Zealand Superannuation Fund、チリのSocial and Economic Stabilization Fund、バーレーンのMumtallakatの6ファンドが10評価である。

V. 実証分析

上述したように週刊エコノミストや日本経済新聞が中国政府系ファンドの日本株式投資・保有について報じてきた²⁴。

一連の報道のほか、中国政府系ファンドに関する内外のヒアリングも参照しながら、本論では、BUREAU VAN DIJK のデータベース OSIRIS から中国の政府系ファンドとみなして大株主データ²⁵の抽出を試みた。東京証券取引所の 3 月期決算企業で、2014 年 4 月 1 日以降の IPO 銘柄を除く 2333 社をユニバースの対象とした。日本銀行統計で、中国からの対内株式投資額のほぼ半分の規模となる。日本株を保有する中国の政府系ファンドとみなして分析対象とする。

本論では、BUREAU VAN DIJK のデータベース OSIRIS から中国系とみなされる大株主データを抽出している。東京証券取引所および JASDAQ の 3 月期決算企業で、2014 年 4 月 1 日以降の IPO 銘柄を除く 2333 社をユニバースの対象とした。日本銀行の中国からの対内株式投資額のほぼ半分となる（表 3、表 4）。

表 3 OD05 アカウントの基本統計量

	n	median	std	mean	min	p25	p50	p75	max
mktcap	245	855193	1831670	1428153	44662	472802	855193	1605119	16533148
roa	229	3.5	4.5	3.8	-22.3	1.6	3.5	6.0	24.3
roe	245	10.4	27.6	7.1	-373.9	6.5	10.4	13.9	46.1
bps	245	1067	1691	1645	109	544	1067	2129	9611
eps	214	75.7	156.5	124.7	3.6	31.5	75.7	148.9	1241.2
dps	228	25.2	45.9	41.0	1.0	9.8	25.2	50.1	320.3

まず、中国保有ダミー（保有：1、非保有：0）を被説明変数にして、株式時価総額（対数値、実数）、株主資本利益率（roe）、総資本利益率（roa）、一株当たり純資産（bps）、株価純資産倍率（bps）、一株当たり利益（eps）、一株当たり配当（dps、対数値、実数値）との回帰分析を行った。株式時価総額（対数値、実数）、一株当たり純資産（bps）については表 6 の結果が得られている。

²⁴ CIC は 2010 年末時点で、4095 億ドルの運用資産で 33.0%にあたる 1351 億ドルがグローバル・ポートフォリオである。MSCI World より日本株のウェイトが高いとし、グローバル・ポートフォリオの 10%とすれば、日本円で 1 兆 1004 億円相当になる。中国系の SWF とされるもののうち、半分程度を占める可能性はある。ただし、日本銀行の対内証券投資残高は、2013 年の日経報道と同程度の規模を示しており、日本株式投資については、日本銀行統計がかなり捕捉している可能性がある。先行研究や報道からは明らかではなかったが、大株主のアカウントを OD05 から他 2 アカウントに拡大すると、中国から日本株式の投資は 2006 年度には、すでに増加していたことが裏付けられる。CIC が 2007 年のブラックストーンやモルガン・スタンレーが初期の主要な投資案件であり、9 月の正式設立後、運用人員を採用して拡大したことを考えると、SAFE の傘下で、2003 年に SAFE Investment、2003 年に設立された中央為匯金投資有限責任公司（CIC が吸収）の可能性が残される。設立目的から考えれば、前者の可能性が高い。

²⁵ 次の口座名で集計した。OD05 OMNIBUS CHINA TREATY 808150

SSBT OD05 OMNIBUS ACCOUNT - TREATY CLIENTS

SSBT OD05 OMNIBUS ACCOUNT CHINA TREATY CLIENTS

SSBT OD05 OMNIBUS ACCOUNT CHINA TREATY CLIENTS?808150

SSBT OD05 OMNIBUS CHINA TREATY 808150

STATE STREET BANK CLIENT OMNIBUS OM04

OM 04 SSB CLIENT OMNIBUS

OM02 STATE STREET 808424 CLIENT OMNIBUS

STATE STREET BANK AND TRUST CLIENT OMNIBUS ACCOUNT OM02

表 4 市場全体の基本統計量

	n	median	std	mean	min	p25	p50	p75	max
mktcap	11157	12550	489305	119047	2	4025	12550	52624	16533148
roa	10849	3.5	6.9	3.7	-83.7	1.3	3.5	6.5	59.6
roe	10865	8.2	31.7	6.7	-984.3	3.8	8.2	13.9	754.5
bps	10742	651	65705	2856	-393	333	651	1189	3465800
eps	9197	37.9	11170.5	306.7	0.0	16.8	37.9	79.9	724200.0
dps	8493	11.4	359.4	30.7	0.1	6.0	11.4	22.0	16943.8

注：時価総額(mktcap)、株主資本利益率(roe)、総資本利益率(roa)、一株当たり総資産(bps)、一株あたり利益(eps)、一株当たり配当(dps)

また、OD05 などアカウント名から抽出できた「大株主 OD05」が保有してきた 126 銘柄のうち 120 銘柄は MSCI Japan 指数にも採用されている。国際分散投資をする巨大投資家にとって、MSCI ブランドの株価指数がベンチマークに用いられることが多い。Pension & Investments 誌が米国の資産運用会社 180 社を対象としたアンケート調査によると、71.1% に相当する 128 社が MSCI 指数をベンチマークとして採用していた²⁶。なお、表 5 は、2013 年 3 月期でベンチマーク (MSCI Japan²⁷) と「大株主 OD05」の保有状況をセクター別に示したものである。

表 5 MSCI Japan 指数と OD05 アカウントポートフォリオの業種分類

	OD05 Omunibus	MSCI Japan	GAP
Manufacturing	51.0%	53.5%	-2.6%
Electricity, gas, steam and air conditioning supply	2.1%	2.8%	-0.7%
Construction	0.6%	2.5%	-1.9%
Wholesale and retail trade; repair of motor vehicles and motorcycles	8.8%	8.0%	0.8%
Transportation and storage	6.7%	5.2%	1.5%
Information and communication	3.9%	6.9%	-3.0%
Financial and insurance activities	22.9%	17.0%	6.0%
Real estate activities	2.1%	2.4%	-0.3%
Professional, scientific and technical activities	0.4%	0.6%	-0.3%
Administrative and support service activities	0.7%	0.7%	0.1%
Arts, entertainment and recreation	0.8%	0.5%	0.4%
Total	100.0%	100.0%	0.0%

²⁶ Pension & Investments, July 10 2000.

²⁷ 比較した MSCI Japan は 3 月期決算企業のみを抽出したわけではない。

表 6 回帰分析

FY	2012	2013	2009-2013
中国保有ダミー			
時価総額(対数値)	0.043518 ***	0.040411 ***	0.024480 ***
時価総額	0.000000 ***	0.000000 ***	0.000000 ***
ROA	-0.000658	0.000152	0.000023
ROE	-0.000220	0.000238	0.000050
DPS(対数値)	0.025331 ***	0.027911 ***	0.017754 ***
DPS	0.000001	0.000003	0.000002
EPS	0.000000	0.000000	0.000000
BPS	0.000000	0.000000	0.000000

中国保有ダミーと時価総額の関係性から、中国の政府系ファンドのような大型ファンドが一定の時価総額以上の上場企業を投資ユニバースとしている可能性を示唆している。ベンチマークも投資対象やリスクガイドラインとして使用されているとみることができる。一株当たり配当（対数値）との関係も示されている。

政府系ファンドのポートフォリオマネジャーが中小型株に収益期待・機会を見出したとしても、大型ファンドは中小型株を投資対象としにくい。世界の株式市場を相対的に分析し、カントリーやセクターで投資配分方針を定め、インハウスだけではなく、運用を外部委託（アウトソーシング）する場合でも、そもそも中小型株を投資対象とすることを、時価総額基準で除外されている可能性があるのだろう。しかも中国の場合、運用実績も短く、投資対象やスタイルの拡大・分散の制約になっている可能性もある。

VI. おわりに

第 IV 節で、政府系ファンドの投資行動に関する実証分析のサーベイを行った。長期間にわたり、複数国の複数の政府系ファンドの投資案件を合算して実証分析している。換言すれば、特定国の政府系ファンドの研究は遅れてきた。

こうしたなか、本研究は、日本で 2010 年以降、経済紙やビジネス雑誌で報じられた「OD05・オムニバス」などの大株主名（アカウント名）に着目することで、特定国の政府系ファンドの投資行動を実証分析することを試みている。

まず、「OD05・オムニバス」などのアカウント名を手掛かりにして大株主データ（2009 年 3 月期～2013 年 3 月期の 5 年間、情報源：BUREAU VAN DIJK のデータベース OSIRIS）を整理することで、投資額の推移を、日本銀行の対内証券投資残高統計と比較することで、大株主データによる投資案件の収集の精度が高いことを示した（図 3）。これが本研究の貢献の一つである。

中国の投資残高は 2006 年末の 5913 億円から、2007 年末には 1 兆 9000 億円、2008 年末には 1 兆 4544 億円に増加した。2009 年末には一時、大幅減少したものの、2010 年末には 3 兆円を超えて、2012 年末には 4 兆 1486 億円と投資残高を回復させた。「OD05・オムニバス」など大株主データを収集すると、2010 年からの 3 年間については日本銀行統計が示した中国の対内株式保有残高の増加と同様に、増加基調であり、収集されたデータが日本銀

行統計のほぼ半分に相当した。

さらに、「0D05・オムニバス」など大株主データと海外の機関投資家が使用する日本株のベンチマークのひとつ MSCI Japan との業種分類を 2013 年 3 月末で比較すると、126 銘柄のうち 120 銘柄は、機関投資家のベンチマークのひとつ MSCI Japan の構成銘柄であることを明らかにした（表 4）。

最後に、中国保有ダミー（保有：1、非保有：0）を被説明変数にして、株式時価総額、株主資本利益率、総資本利益率、一株当たり利益、一株当たり配当などとの回帰分析を行った結果、中国の政府系ファンドが一定の時価総額以上の上場企業を投資ユニバースとしている可能性が高い。中国政府系ファンドも日本株式投資については、年金、生命保険など伝統的な機関投資家同様、ベンチマークを用いながら、一定の時価総額以上の企業を投資対象としていると視るのが妥当であろう。中国系政府系ファンドの場合、そもそも運用実績が短いなかでポートフォリオを構築するため、アクティブ運用であっても、ベンチマークを重視する意義は大きいだろう。

課題として、対象企業や投資指標を拡大させ、より詳細な回帰分析（パネル分析など）を続けることである。投資指標の変化（収益や株価）にも着目したい。

参考文献

<日本語文献>

宇野淳・川北英隆・大村敬一（1998 年）「株式持ち合いの変化と市場流動性」『金融研究』1998 年 11 月号、57-81 ページ。

小原篤次（2009 年）『政府系ファンド』日本経済新聞出版社。

小原篤次（2013 年）「中国投資有限責任公司（C I C）の設立と投資プロセス」『東アジア評論』第 5 号。

小原篤次（2014 年）「中国政府系ファンド・中国投資有限責任公司（CIC）の投資戦略」『長崎県立大学国際情報学部研究紀要』第 14 号。

北原徹（2012 年）「シャドーバンキングと満期変換」『立教経済学研究』第 65 巻第 3 号

金山隆一（2010 年 7 月 27 日）「日本株 34 銘柄 6000 億円超を保有「オムニバス・チャイナ」の狙い」『エコノミスト』毎日新聞社。

小林毅（2006）「機関投資家がコーポレートガバナンスに与える影響」中京大学経済学部『中京大学経済学論叢』第 18 号

小林毅（2008 年）「機関投資家としての生命保険会社とコーポレートガバナンス」『生命保険論集』第 160 号。

代田純（2002 年）『日本の株式市場と外国人投資家』東京経済新報社。

小森正彦（2008 年）『国富ファンド・ウォーズ』東洋経済新報社。

関根栄一（2008 年）「中国の基金管理会社（QDII）による日本株の運用実態について」『季刊中国資本市場研究』夏号。

関根栄一（2014 年）「中国 CIC の 2013 年の運用実績と今後の展望」『季刊中国資本市場研究』秋号。

谷山智彦・福田隆之・古賀千尋（2008 年）『政府系ファンド入門』日経 BP 社。

中村みゆき（2013 年）『政府系ファンドの投資戦略と投資家動向』税務経理協会。

みずほ総合研究所（2008 年）『迷走するグローバルマネーと政府系ファンドー国際金融危機の深層』東洋経済新報社。

日本経済新聞社（2013 年 6 月 25 日）『日本経済新聞』。

日本経済新聞社（2013 年 11 月 20 日）『日本経済新聞』。

<中国語文献>

中国投資有限責任公司（2009 年）「2008 年年度報告」。

中国投資有限責任公司（2010 年）「2009 年年度報告」。

中国投資有限責任公司（2011 年）「2010 年年度報告」。

中国投資有限責任公司（2012 年）「2011 年年度報告」。

中国投資有限責任公司（2013 年）「2012 年年度報告」。

中国投資有限責任公司（2014 年）「2013 年年度報告」。

<英語文献>

- Bremmer, Ian (2010), *The end of the free market*, Penguin Group.
- Bortolotti, B., Fotak, V., Megginson, W. L. and Miracky W. (2010), "Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance," Unpublished paper.
- Chhaochharia, V. and Laeven, L. A. (2009), "The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds," (<http://ssrn.com/abstract=1262383>).
- Dewenter, K. L., Han X., Malatesta, P. H. (2010), "Firm values and sovereign wealth fund investments," *Journal of Financial Economics*, Volume 98, Issue 2, November, pp. 256-278, .
- IMF, "Exchange Rate Archives by Month," (http://www.imf.org/external/np/fin/data/param_rms_mth.aspx)
- Johan, S. A, Knill, A. and Mauck, N. (2013), "Determinants of sovereign wealth fund investment in private equity vs public equity," *Journal of International Business Studies*, 44, pp. 155-172.
- Kotter, Jason and Lei, Ugur. (2011), "Friends or foes? Target selection decisions or sovereign wealth funds and their consequences," *Journal of Financial Economics*, No. 101, pp. 360-381.
- The International Working Group of Sovereign Wealth Funds (2008), "Generally Accepted Principles and Practices" . <http://www.iwg-swf.org>.
- Megginson, W. L., You, M. and Han, L. (2013), "Determinants of Sovereign Wealth Fund Cross-Border Investments" , *Financial Review*, 48, pp. 539-572.
- Smith, V. (2009), "Tools of Survival: Sovereign Wealth Funds in Singapore and China" , *Geopolitics*, 14.
- Truman, E. M. (2010), "Sovereign Wealth Funds," Peterson Institute. Pension & Investments, July 10 2000.
- Sender, H. (2014), "Founding president to step down at China wealth fund," *Financial Times*, January 22.
- Wall Street Journal Online*. (2012), March 4.