

『証券経済学会年報』第49号別冊
第82回秋季全国大会
学会報告論文

「中国投資有限責任公司（CIC）の情報開示の課題」

「中国投資有限責任公司 (CIC) の情報開示の課題」

小原 篤次

長崎県立大学

1. はじめに

2007 年のリーマン・ショック後も、中国のほか、ノルウェー、サウジアラビアなど石油輸出国の政府系ファンド (SWF) も拡大している。政府系ファンドのなかで、とくに 2007 年に設立した中国投資有限責任公司 (中国略称 = 中投公司、英語略称 = CIC) は、米国プライベート・エクイティ・ファンドのブラックストーンの IPO など、一気に世界的な投資家に浮上した。シャドーバンキングで浮動化した金融市場にとっては、SWF に対して長期投資家としての期待もある。

事実上、外貨準備高を原資とした CIC²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)³をモデルにしたとされる (Smith[2009])。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。しかし運用実績が短いこともあり、資産規模に比べて情報開示の遅れ⁴が指摘されてきた。

日本では、海外機関投資家、とりわけ中国外貨準備資金による日本株投資が確実に高まるなか、中国の政府系資金とされるアカウントが 2007 年以降、日本の上場企業投資の主要株主としても登場した。日本経済新聞によると、2013 年 3 月末で 4 兆 2000 億円⁵にのぼり、年金積立金管理運用 (GPIF) の 17 兆 6000 億円にはおよばないものの、地方公務員共済連合会の 2 兆 9000 億円を上回る存在になった。しかしこの資金が CIC の日本株への投資額を示しているわけではないと考えている⁶。世界株式への投資ファンドで 10%を日本に投資したとしても、運用資産が 400 兆円もの規模が必要になる。さらにアカウント名の変更⁷がなされることで、株主名簿による把握も困難になっていくことが予想される⁸。

本稿は、まず先行研究のデータ制約の問題を指摘し、日本銀行の対内証券投資残高統計で中国系資金の全体的傾向を確認したうえで、中国系 SWF の CIC が年度報告 (アニュアルレポート) 第一号に当たる 2008 年版から 2013 年版まで 6 年間分の中国語および英語のアニュアルレポ

¹ 北原[2012]はシャドーバンキングから世界金融危機を分析している。

² 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。

³ 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[2013]が詳しい。

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。

⁵ 『日本経済新聞』2013 年 6 月 25 日。

⁶ 小原[2013], 87-88 頁を参照。世界株式指数に占める日本株式割合を考えると、10%はオーバーウェイトになる。

⁷ 『日本経済新聞』2013 年 11 月 20 日。

⁸ ただし中国投資有限責任公司は、政府系ファンドの中で透明度指数は相対的に高い評価を受けている。Linaburg-Maduell Index では最高点 10 に対して、中国投資有限責任公司は 8 となっている。他方、中国華安投資有限公司 (SAFE Investment Company Limited) は 4 にとどまっている。アブダビ投資庁、クウェート投資庁は 6 である。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。

ート⁹などを活用して、CICの投資戦略、投資事例を報告しながら、CICの情報開示の課題について論述する。

2. 先行研究

SWF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する文献が刊行されている（小森[2008]、谷山・福田・古賀[2008]、みずほ総合研究所[2008]、小原[2009]）。他方、SWFについての海外の経済論文は比較的早い段階から定量分析を指向している¹⁰。次の3本の論文を整理する。

(1) 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SWF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（表1）。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SWFでは唯一、OECD加盟の先進国が管理するSWF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。

(2) Johan, Knill, Mauck[2013]

他方、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（表2）。さらに彼らはデータの重複や

⁹ 2008年版は25ページ、2009年版は34ページ、2010年版は30ページ、2011年版は24ページ、2012年版は58ページ、2013年版は61ページ。ページ数の経年変化からも、情報開示の拡充度、継続性の課題がうかがえる。研究者としては残念ながら写真だけのページも含まれている。

¹⁰ 本論で言及した論文のほか、Dewenter, Han and Malatesta [2010]、Johan, Knill and Mauck[2013]などがある。

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 Holdingsによる投資だった。もうひとつのシンガポール系SWF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。

(3) 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・パーマナント・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ファンドを対象にしている。

4ファンドはともにLinaburg-Madull Transparency Indexが10である。SWF Institute（2015年1月現在）によると、同指数10評価は、77ファンドのうち10ファンドである。

以上の文献からは、情報開示の制約から、かりに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 SWF を除いて、国際的な投資行動を定量分析するデータ制約を示唆している。

最後に 2007 年から 2011 年にかけて、日本の上場企業の大株主データベースから、OD05 アカウントを抽出してパネル・プロビット分析で、投資決定要因を分析し、大型株とバリュー投資の傾向があることを示した研究がある(胥[2013])。対象企業数は、2007 年 3 月末、3 社、2008 年 3 月末、49 社、2009 年 3 月末、85 社、2011 年 3 月末、184 社だった。

なおこのデータも、第 1 章で言及したように SAFE と CIC 別に分類できるわけではなく、アカウント名の変更がなされたのであれば、実証分析を再び制約してしまう。

リーマン・ショック後、つまり株価急落後のサンプル数ウエイトが高く、市場環境からも分析・考察結果の妥当性は高いと考えられるが、中国 SWF の投資戦略や投資行動については、公表事実を収集し、より包括的で継続的な分析が必要であろう。

3. 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

表 1 CIC の運用資産

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	190,291	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

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 1)。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。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。

2011 年のアニュアルレポート¹¹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¹²でも明らかにされていた。

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る。2009 年のアニュアルレポート¹³では、年間総合収益率(資本金に対する収益率)¹⁴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。かりに総合収益率を資本金ではなく運用資産総額に対するものとみなして、計算しても過大すぎる。2008 年末時点で、少なくとも 3000 億ドル程度の運用原資があったと解釈すべきである。

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¹⁵。表 1 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¹⁶の割合は 2009 年以降、30%前後を達成している。

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%と 10%台に回復している。

日本と米国を代表する公的年金基金、GPIF、カリフォルニア州職員退職年金基金(CalPERS)、SWF では、ノルウェー政府年金基金(グローバル)は、すべての保有株式

¹¹ 中国投資有限責任公司[2012], 40 頁。

¹² *Wall Street Journal Online* [2012] .

¹³ 中国投資有限責任公司[2010], 33 頁。

¹⁴ CIC の年間総合収益率は 2010 年以降、公表されていない。

¹⁵ Truman[2010], p. 16.

¹⁶ 表 1 では、アニュアルレポートの連結貸借対照表(合併資産負債表)の純損益を通じて公正価値で測定される金融資産(以公允價值計量且其變動計入当期損益的金融資産, 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。

銘柄を公表するなど情報開示度が高い。しかしすでに述べたように、新興国の SWF ではこうした情報開示度の高いファンドはないに等しい状態である。CIC も対外ポートフォリオの金額や、その保有銘柄をアニュアルレポートで公表していない。投資先の情報開示ルール¹⁷によって、開示されることがある。

4. グローバル・ポートフォリオの投資戦略

第 3 節では、CIC の巨額な運用資産の推移を見ながら、運用資産や年間収益率の開示でさえ継続性などに課題があることを指摘した。次に運用資産総額の 3 分の 1 程度とされるグローバル・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。

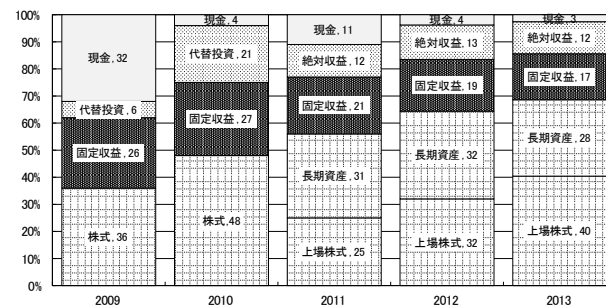
CIC のグローバル・ポートフォリオにとって、主たる投資対象は株式と言える。注意点は、2010 年までは単に株式と記載されていることである。2011 年以降は、長期資産と上場株式と別の項目を設けて、開示されている。長期投資には増資や IPO 時の投資がふくまれているとみられる。2010 年までは、「絶対収益」、それ以降は、「オルタナティブ」と記載されている。絶対収益は、ヘッジファンドで用いられることが多い用語である。2011 年以降、オルタナティブとしたことで、不動産やプライベート・エクイティなどの資産を保有するという実態に近い用語を用いるようになったと考えられる。

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、絶対収益（オルタナティブ）には 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。過去 6 年間で 3 回、グローバル・ポートフォリオが 10% 以上の年間収益率を上げていることでも、リスク許容度の高さを裏付けている。

¹⁷ 情報開示ルールは新興国ではなく、先進国で整備されている。

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が変わっている。
(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。

5. 地域別の株式投資戦略、業種別の株式投資戦略

(1) 地域別の株式投資戦略

第 4 節では、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 5 節では、グローバル・ポートフォリオのうち、株式に絞って、地域別の株式投資戦略と業種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—などが考えられる。分類が少なく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。

(2) 業種別の株式投資戦略

次に、グローバル・ポートフォリオのうち、業種別の株式配分を説明する。2012 年に不動産の分類がない以外は、2010 年からの 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とエネルギーセクターのウエイトの縮小である。MSCI の経年統計が入手できておらず、比較は難しい。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。

6. 日本以外の株式の投資動向

CIC や投資対象の公表、そして報道を加味して、40 近い対外投資動向をまとめた。業種別では、金融、資源、エネルギーが目立ち、地域的には欧米だけではなく、ロシア、インド、南米などグローバル投資を志向していることがわかる。上述したオルタナティブ投資の増加は、世界各地に広がっているようである。2012 年 11 月には、4 億 5000 万ポンドの投資額で、英国ロンドンのヒースロー空港の運営会社の株式 10% を取得している。2011 年 1 月には、同じ英国で総合水事業会社のテムズ・ウォーター、同年 6 月には仏通信衛星運営会社ユーテルサット・コミュニケーションズへの投資が明らかになっている¹⁸。

韓国や日本でも投資が本格化している。韓国金融監督院の集計によると、中国は 2011 年上半期、韓国の上場株を 9351 億ウォン買い越している。2010 年 1 年分の買越額に匹敵し、米国などに続く規模とされている。債券市場でも韓国国債などを 2 兆 1196 億ウォン買い越したと報じられている¹⁹。税制面で優遇されるため各国のファンドが本拠地を置くことが多いルクセンブルクを除くと、米国を上回り実質的に首位となる。

7. 対日株式投資の動向

中国系 SWF の対日投資は 2010 年より報じられるように

なった²⁰。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。

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。

SAFE と CIC 以外で対外投資する中国系資金には QDII がある。関根²¹によると、QDII の日本株運用は 2007 年末で 282 万元 (約 4400 万円)、2008 年 3 月末で 8200 万元 (約 11 億 6740 万円) と寄与度は低い。QDII とは中国の個人投資家にとっては、海外に投資する投資信託である。日本株式投資額を大きく変える要因とはならない。

¹⁸ 『日本経済新聞』2013 年 8 月 20 日。

¹⁹ 『日本経済新聞』2011 年 7 月 6 日。

²⁰ 金山[2010]12-13 頁。

²¹ 関根[2008], 152-157 頁。

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²²。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投資案件と考え、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 年に中国華安投資有限公司 (SAFE Investment Company Limited)、2003 年に設立された中央為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。

なお 20013 年 7 月に実施した米国系投資銀行、日系 IR コンサルタントへのヒアリングでは、日本株式投資に対する議決権行使は少なくとも投資委託先のアセットマネジャーを通じてなされている可能性が指摘された。

8. おわりに

本稿は、主として SWF の CIC が公開した 2009 年から 2013 年まで 6 年間分の中国語ならびに英文のアンニュアルレポート、日本銀行の対内証券投資残高統計、大株主データを活用して、中国系 SWF とされる「OD05 オムニバス」アカウント名の対日投資動向の確認を試みた。

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。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。

次に、グローバル・ポートフォリオの投資戦略、グロ

ーバル・ポートフォリオのうち、地域別や業種別に資産配分の特徴を確認した。株式ウェイトやオルタナティブ投資のウェイトなどからリスク許容度が高いことを示した。その結果、過去 6 年間で 3 回、グローバル・ポートフォリオが 10%以上の年間収益率を上げていることでも、リスク許容度の高さを裏付けていると言えるだろう。残念ながら、開示項目の変更がなされており、十分な説明がなされているとは言えない。

大株主に掲載される「OD05 オムニバス」など 3 アカウントは、日本銀行の対内証券投資の増加傾向がほぼ重なることが確認された。CIC の投資は半分程度、含まれている可能性がある。残りは SAFE の外貨準備運用などが考えられる。2007 年、2008 年は、CIC ではなく SAFE 傘下の中国華安投資有限公司が重要な役割を担ったとみている。ただし、SAFE は CIC に対して影響力²³を持つとされ、今後、両ファンドを分離して分析するのは、さらに困難が伴うものの、定量分析の可能性を慎重に検討している。

最後に、CIC に対して継続性を保ちながら、包括的な情報開示を期待している。開示項目を変更する場合、その丁寧な説明は必要不可欠なものと考えている。日本を含む先進国の年金基金が高齢化や確定拠出型年金の導入などで、運用資産が横ばいもしくは減少に転じれば、CIC など SWF が主要な機関投資家になる可能性もある。中国はノルウェーやシンガポールのような小国ではない。中国系 SWF が今後、議決権の行使などで、相対的に影響を増していくことも想定すれば、情報開示などその責任は極めて重いとと言える。

謝辞：本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の平成 25 年度の研究助成、一般財団法人ゆうちょ財団の平成 26 年度の研究助成を受けている。本研究の改善にあたり、中村あゆみ氏、そして証券経済学会、日本金融学会、アジア政経学会定例研究会、中央大学企業研究所公開研究会、証券経済研究所公社債市場研究会、日本国際経済学九州・山口地区研究会、GPE 研究会の参加者の方々から非常に有益なコメントをいただいた。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本研究に残る誤りはすべて筆者自身の責任である。

²² 2014 年 3 月、財務省国際局、日本銀行国際局へのヒアリングも実施した。

²³ Sender [2014].

＜参考文献＞

小原篤次 [2009], 『政府系ファンド』日本経済新聞出版社。

小原篤次 [2013], 「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』5号。

北原徹 [2012], 「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、99～140頁。

小森正彦 [2008], 『国富ファンド・ウォーズ』東洋経済新報社。

関根栄一 [2008], 「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」『資本市場クォーターリー』夏、152-157頁。

胥鵬 [2013], 「中国政府系ファンドの日本株式投資」、大野早苗・黒坂佳央 [2013], 『過剰流動性とアジア経済』日本評論社。

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

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

みずほ総合研究所 [2008], 『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。

中国投資有限責任公司 [2009], 「2008年年度報告」。

中国投資有限責任公司 [2010], 「2009年年度報告」。

中国投資有限責任公司 [2011], 「2010年年度報告」。

中国投資有限責任公司 [2012], 「2011年年度報告」。

中国投資有限責任公司 [2013], 「2012年年度報告」。

中国投資有限責任公司 [2014], 「2013年年度報告」。

金山隆一 [2010], 「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』7月27日、12-13頁。

『日本経済新聞』2011年7月6日。

『日本経済新聞』2013年6月25日。

『日本経済新聞』2013年8月20日。

『日本経済新聞』2013年11月20日。

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.

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, pp.328-344.

Truman, E. M. [2010], *Sovereign Wealth Funds*, Peterson Institute.

Sender, H. [2014], "Founding president to step down at China wealth fund," *Financial Times*, January 22.

Wall Street Journal Online. [2012], March 4.