

<年金積立金管理運用独立行政法人の運営の在り方に関する検討会 御中>

**NOMURA**

Nomura Institute of  
Capital Markets Research

# 公的年金積立金運用のガバナンス — 海外事例を参考に —

2010年3月18日

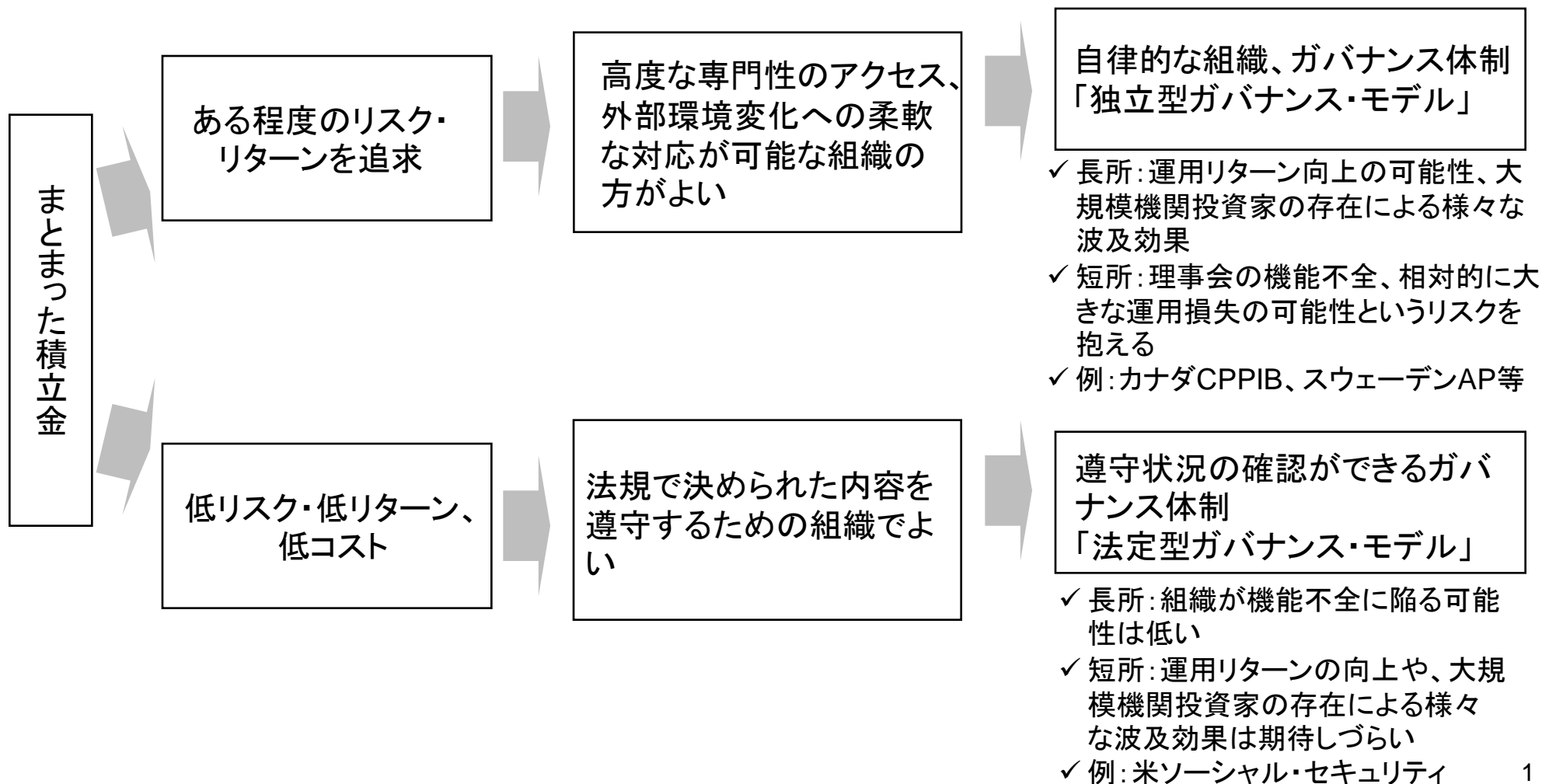
野村資本市場研究所

野村 亜紀子

# 公的年金積立金運用に何を求めるか

- 公的年金積立金の運用に対して何を求めるかによって、必要とされる運用組織のガバナンス体制も異なってくる。
- 年金財政からの要請を達成するためにどのような運用が求められるかも、勘案する必要がある。

## 積立金運用をめぐる考え方の整理(一類型)



# 公的年金積立金運用ガバナンスの特徴

- 公的年金積立金は一般に、政治介入等により、積立金が年金給付という目的とは異なる形で使用される危険に晒されうると考えられている。
- 法定的ガバナンス・モデルでは、法の規定に従うことで対応可能とも言える一方、独立型ガバナンスでモデルは、積立金運用組織の独立性確保策が重要と考えられている。また、後者について運用組織は一般に、「機関投資家としての行動規範に従うべきである」と考えられており、ガバナンスの考え方は、民間年金基金と共通する部分も大きい。

## OECDの年金基金ガバナンス・ガイドライン項目

### <「公的」年金ゆえの特徴>

- ✓ 公的セクターが関わることにより生ずる問題
- ✓ 例えば、拠出金が政府の資金源となりパフォーマンスが低迷する危険性
- ✓ また、運用に対する政治介入の危険性
  - 例：
    - 特定の国や企業に対する投資を禁ずる
    - 国内企業に対する海外からの買収に際して、買い手として買収防衛への参加を求める

### <機関投資家としての行動>

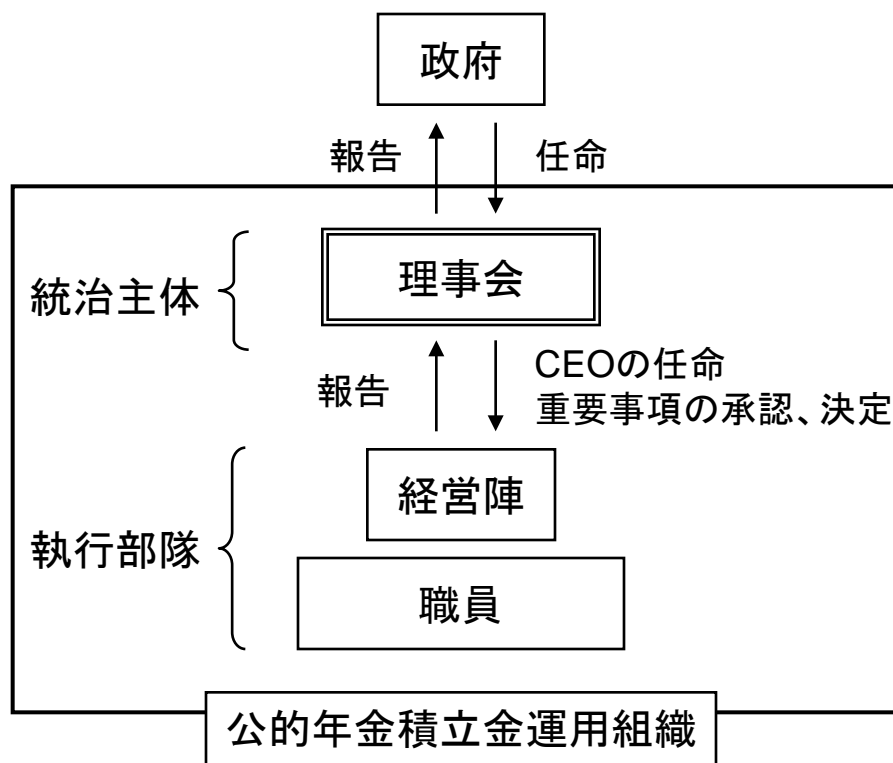
- ✓ 加入者および受給者のみの利益に資する行動を取る
- ✓ 合理的なリスク・リターンの追求

項目	概要
ガバナンス構造	
1.責任の特定	・ 執行と監督の責任を明確に分離する
2.統治主体	・ 統治主体を備える
3.説明責任	・ 統治主体は年金プランの加入者等に対し説明責任を負う
4.適合性	・ 統治主体メンバーは最低限の適合性基準の対象となる
5.委任と専門家の助言	・ 統治主体は内部スタッフ等への機能委任を行ってもよい ・ 統治主体が専門性を有さない場合は専門家の助言を義務付けられる場合がある
6.監査人	・ 独立の監査人を任命し定期的な監査を受ける
7.年金数理人	・ 年金数理人を任命する
8.カストディアン	・ 資産の保管は、年金基金、運用機関、独立のカストディアンなどが行う
ガバナンス・メカニズム	
9.リスク・ベースの内部統制	・ 執行及び監督を行う主体に関する適切な統制が必要 ・ 統治主体は行為規範と利益相反方針を規定すべき
10.報告	・ 報告チャネルの確立
11.情報開示	・ 明快・正確・タイムリーな開示

# 統治主体と執行部隊の分離

- 独立型ガバナンスの積立金運用組織が独立性を確保するためには、統治主体と運用の実行部隊とを明確に分離したガバナンス体制が有効であると考えられている。

## 理事会を中心とするガバナンス体制(概念図)



# 独立性は説明責任を伴う

- 独立型ガバナンスの積立金運用組織は、その独立性に見合うだけの厳格な説明責任を負う。活動に関する透明性の確保(業者選定の競争入札、役職員の利益相反規定等)と、情報開示の充実が鍵となる。
- 情報開示は、国民全体が対象であり、聴衆の幅広さがポイントとなる。情報のゲートキーパーであるマスメディアの重要性は高い。

## ステークホルダー・リレーションズ という考え方

- カナダの公的年金積立金運用組織CPPIBの考え方
- コミュニケーション及びステークホルダー・リレーションズ部を設置し、広報のプロフェッショナルを備える
- 「キーパーソン」とのコミュニケーション確保を重視
  - CPPIBの監督者である連邦及び州財務大臣
  - 年金業界のオピニオン・リーダー
  - マスメディア
  - 労働組合や退職者協会などの利益団体
- 高パフォーマンス追求型組織であるがゆえの、プロアクティブな情報発信

## マスメディアの重要性

- 情報のゲートキーパーであるマスメディアの存在はきわめて重要。多くの人々は、新聞、雑誌、テレビ等のマスメディアを通じて自らの年金の原資がいかに運用されているかの情報に接する。
- したがって、マスメディアの重要性は高い。
- 他方、公的年金積立金運用の理解には、社会保障制度、年金財政、資産運用等、複数の分野にまたがる知識が必要とされる。
- 例えば、大学などが、ジャーナリストを対象に、年金に関する研修を提供すれば有効か？

# 各国の積立金運用組織

- 日本のGPIFは、市場運用を行う公的年金積立金運用組織としては、世界最大である。欧州諸国においても、将来的な人口動態への備えなどの目的で積立金が設けられ、市場運用を行う組織が存在する。

国名・組織名	任務	設立年	人員数	積立金規模
日本 GPIF	定額給付の国民年金(基礎年金)と報酬比例の厚生年金の積立金を運用する独立行政法人。	2006	81名 (09.3)	122.5兆円 (09年12月、約1兆3,302億米ドル)
ノルウェー NBIM	「政府年金基金－グローバル」の積立金を運用する。同時に、外貨準備及び石油基金の運用も手掛ける。中央銀行の一部門。	1996	217名 (08.12)	2兆6,400億ノルウェークローネ (09年12月、約4,548億米ドル)
カナダ CPPIB	報酬比例の公的年金制度であるカナダ年金プラン(CPP)の積立金を運用する連邦公社。	1997	490名 (09.3)	1,239億カナダドル (09年12月、約1,117億米ドル)
スウェーデン AP	報酬比例の公的年金制度のうち、賦課方式部分の積立金を運用する行政機関。	2001	224名 (08.12)	7,464億スウェーデンクローナ (09年6月、約1,035億米ドル)
デンマーク ATP	労働付加年金ATP(利率保証付き確定拠出型制度、積立方式)の積立金を一括運用する独立機関。	1964	約75名 (注3)	3,526億デンマーククローネ (09年12月、約679億米ドル)
フランス FRR	一般被用者向け及び自営業者向け年金の、持続性向上のための積立金を運用する公的機関。	2001	約50名 (注3)	333億ユーロ (09年12月、約477億米ドル)
アイルランド NPRF	公的年金及び公務員年金の、持続性向上のための積立金を運用する独立の法人。	2001	約17名 (注3)	223億ユーロ (09年12月、約320億米ドル)
スイス AHV基金	老齢年金保険(AHV)を中心とする公的年金の積立金を運用する、連邦行政府とは独立の機関。	1997	約20名 (注3)	251億スイスフラン (09年12月、約242億米ドル)
アメリカ ソーシャル・セキュリティ 信託基金理事会	ソーシャル・セキュリティ信託基金の運営の監視	1935	NA	2兆5,403億米ドル (09年12月)

(注) 1.2009年12月31日の為替レート(IMF)

2.スウェーデンはAP1～4及びAP6の合計。AP6のみ2009年12月の残高。

3.2008年3月時点のヒアリング等による。FRRはほとんどが預金供託公庫(CDC)の職員。NPRFは全員、国民財務管理庁(NTMA)の職員。

(出所)各運用組織資料より野村資本市場研究所作成

# どのような統治主体があり得るか？

- 独立性ガバナンスの積立金運用組織における統治主体(理事会)には、積立金運用に関わる専門性を有する人材から成るタイプと、労使、行政府等の代表から成るタイプが見られる
- 前者は専門性の高さというメリットの反面、人材確保の難しさがある。後者はその場での意思決定の政治的強固さというメリットがある反面、理事の研修やポイントを抑えた論点提示といった工夫が必要となる。

統治主体	組織名	特色
専門家理事会	カナダ CPPIB	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 理事は12名。連邦財務大臣が理事を任命するが、候補者指名委員会が設立され、金融面の能力・実務経験を持つ理事の任命が法により求められる</li> <li>・ 理事会がCEOを任命し、CEO以下の役職員は政府ではなく理事会に対してのみ説明責任を負う</li> </ul>
	アイルランド NPRF	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ コミッショナーはNTMA長官を含む7名。財務大臣により任命される。高度な専門性を有するシニアクラスが選出対象</li> <li>・ 基金の運営・運用はすべて外部委託。2011年まではNTMAが委託先</li> </ul>
専門性+ ステークホルダー	スウェーデン AP	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 9名からなる理事会は、2名が雇用者、2名が被用者の代表からなり、財務省により任命される。基金運用に資する専門性が求められる</li> <li>・ 理事会がアセット・アロケーション等についてのガイドラインを決定し、その実行のためのCEOを任命</li> </ul>
ステークホルダー参加型理事会	フランス FRR	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 理事は20名。立法府、労使、行政府の代表と有識者から成る構成が法令により規定されている</li> <li>・ 経営理事長は預金供託公庫のCEO、残り2名の経営理事は理事会の意見を踏まえて任命される。運用機関選定委員会が、外部委託先の選定について経営理事会を支援する</li> </ul>
	デンマーク ATP	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 雇用者側15名、被用者側15名および理事長の31名から成る代表理事会が最上部の意思決定機関。代表理事の下で、13名からなる監督理事会がCEO等を任命し運用部隊を監督。代表理事会と監督理事会は雇用担当大臣が任命。</li> <li>・ CEOは監督理事会に対して責任を負い、自らを含む5名からなる経営理事会を設置している</li> </ul>
	スイス AHV基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 評議会メンバーは15名で、被保険者、雇用・被用者団体、保険会社、連邦・州政府代表で構成。連邦内閣により任命</li> <li>・ 評議会協議に所轄官庁の代表が審議のみの資格で参加</li> </ul>
所轄官庁	ノルウェー NBIM	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 基金の所有機関である財務省が、基金の戦略的アセット・アロケーションやベンチマーク・ポートフォリオ、ベンチマーク・ポートフォリオに関する標準偏差の上限など、運用の基本方針を設定する</li> <li>・ 運用を評価するため、7名から構成される運用戦略諮問委員会を設立</li> </ul>

(出所)各運用組織資料より野村資本市場研究所作成

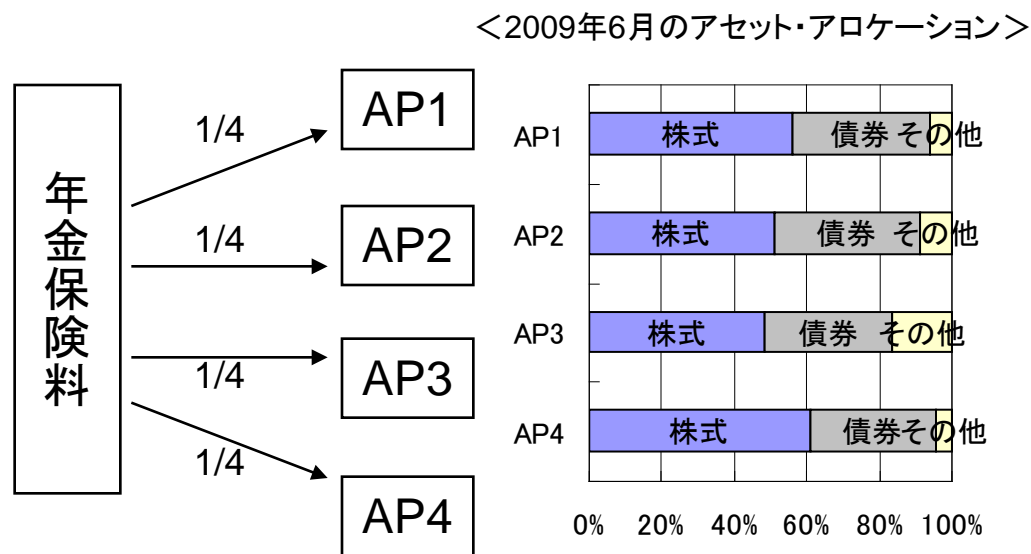
# 各国の運用体制や内容は様々

- 独立型ガバナンスの積立金運用組織では、運用の詳細はその自律的体制の下で決定される。外部委託か自家運用か、どのようなアセット・クラスで運用するかなどは、各国で異なる。
- しばしば指摘される積立金の規模が大きいという問題については、海外運用が一つの対処方法とされている。
- スウェーデンでは基金の分割という方法が採られている。

## 積立金の規模と海外運用

- スウェーデン、デンマーク、カナダでは、海外運用が積極的に行われている。分散投資の必要性に加えて、自国市場の規模が十分でないことが理由とされる。
- カナダでは2009年度(08年4月～09年3月)、参照ポートフォリオの海外比率を引き上げた(エマージング市場株式と海外ソブリン債の導入)。エマージング諸国がカナダを上回る成長ポテンシャルを有するという見方、カナダの債券市場規模は不十分であるという認識が背景にあった。
- なお、ノルウェーのNBIMIは、石油収入を将来世代に引き継ぐという積立金の趣旨もあり、国内市場への投資は行わず、海外運用に特化。

## 基金を分割運用しているスウェーデン

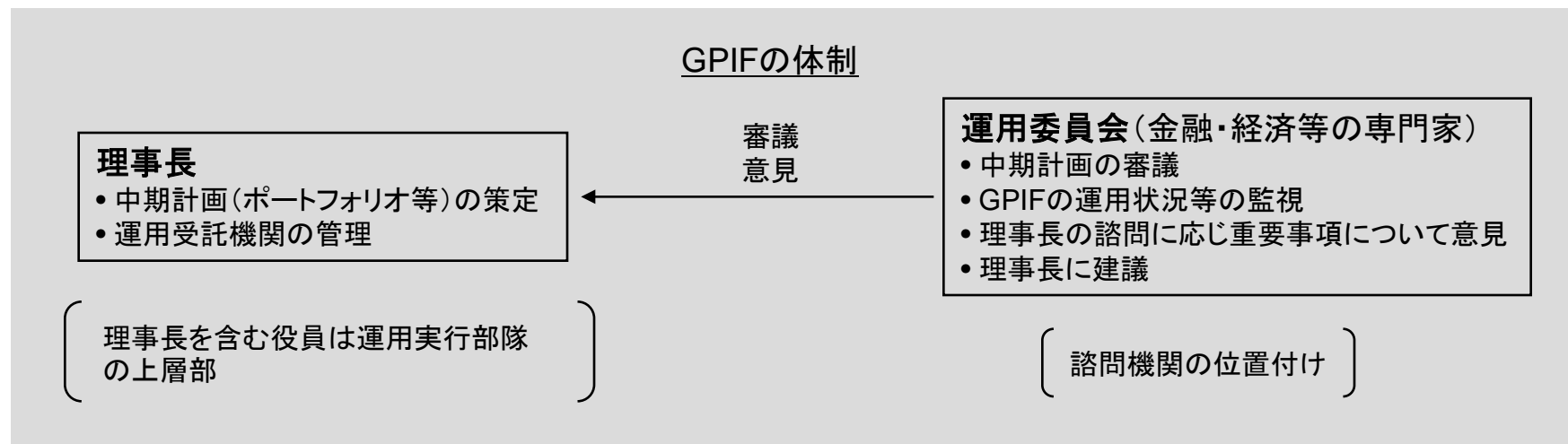


- ✓ 複数基金の形が採られた理由は、基金間の競争促進、運用結果の分散、基金の規模による影響力の抑制。
- ✓ 4つの基金が管理部門などの機能を別個に備えるため、重複コストが発生するという問題が指摘されている。



## まとめ

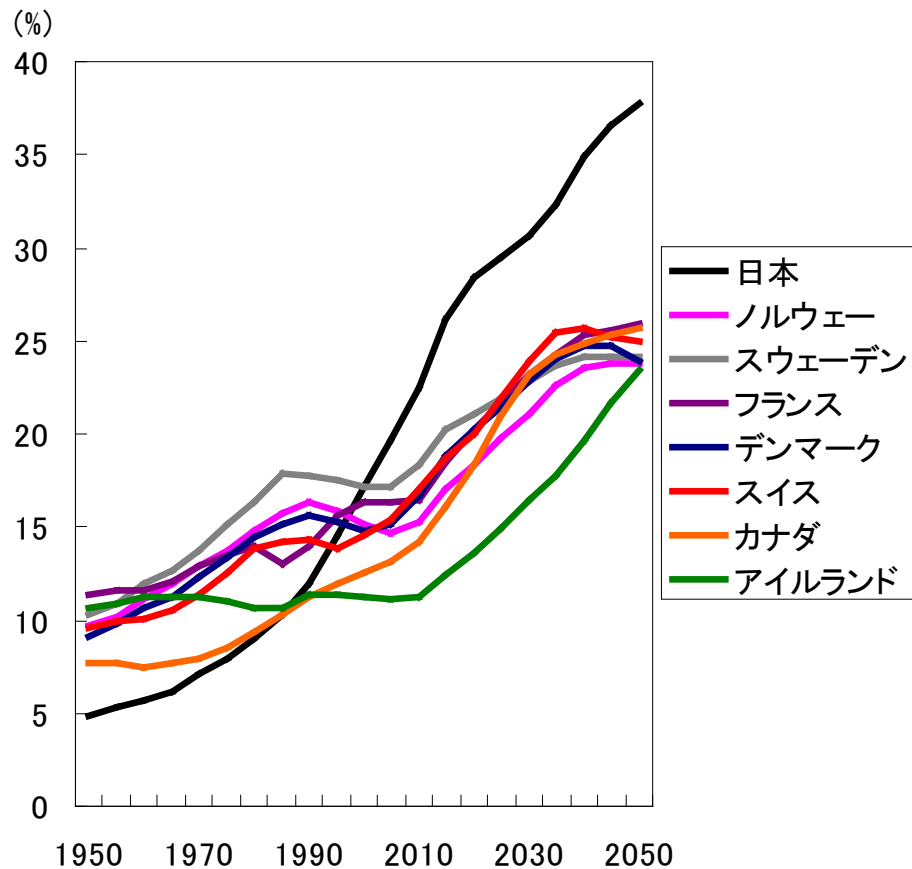
- 公的年金積立金運用組織において、どのようなガバナンス体制が必要とされるかは、当該積立金をどのように運用したいと考えるかによって異なってくる。
- 公的年金積立金の市場運用を行っている諸外国の組織で、独立型ガバナンス体制を採っているところでは、統治主体である理事会と、運用実行部隊とを分離する形態が一般的と言える。これにより運用組織の独立性確保を目指している。
- 日本のGPIFはこの形態とは異なっており、独立性確保の必要性と、「どのように運用したいと考えるか」という問いの答えを踏まえつつ、最適なガバナンス体制を検討するのが良いのではないかと思われる。



< 参考資料 >

# 各国の基礎データ

## 65歳以上比率



## 人口規模、財政状況

国	人口(万人)	GDP (億ドル)	公債残高 (対GDP比、%)
日本	12,777	42,959	170.6
ノルウェー	471	2,517	57.9
カナダ	3,298	12,696	64.1
スウェーデン	915	3,348	47.0
デンマーク	546	1,963	31.0
フランス	6,171	20,780	70.1
アイルランド	434	1,962	27.9
スイス	755	3,086	48.6
米国	30,162	137,416	62.9

(注) 2007年末時点の状況。

(出所)OECD資料より、野村資本市場研究所作成

(出所)国連資料より野村資本市場研究所作成

# アセット・アロケーションとリターン

## 日本

## ノルウェー

## カナダ

## スウェーデン

	2009.12
株式	21.54%
国内株式	11.05%
外国株式	10.49%
債券	77.52%
国内債券	51.57%
財投債(簿価)	17.59%
外国債券	8.36%
短期資産	0.93%
合計	100.0%

	2009.12
株式	62.4%
債券	37.6%
合計	100%

	2009	25.62
過去3年	0.15	
過去5年	3.79	
過去10年	3.47	
開始以来	4.66	

(注)外国通貨ベース

	2009.12
株式	56.0%
国内	14.4%
海外先進国	36.3%
エマージング市場	5.3%
債券	30.1%
インフレ対応資産	13.9%
不動産	5.7%
インフラ	4.9%
インフレ連動債	3.2%
合計	100.0%

	2005.3	8.5
	2006.3	15.5
	2007.3	12.9
	2008.3	-0.3
	2009.3	-18.6
	2009.12	14.0

	2005.3	3.39
	2006.3	9.88
	2007.3	3.70
	2008.3	-4.59
	2009.3	-7.57
	2009.12	6.54

	2009.6
AP1	
株式	55.9%
国内株式	12.9%
海外株式	35.5%
エマージング市場	7.5%
債券	37.8%
名目・国内	14.5%
名目・海外	13.2%
インフレ連動	10.1%
キャッシュ・為替	1.2%
オルタナティブ投資	5.1%
合計	100.0%

	2009.6
AP2	
株式	51.3%
国内株式	17.3%
海外株式	34.0%
債券	40.1%
オルタナティブ投資	8.6%
合計	100.0%

	2004	11.2
	2005	17.4
	2006	9.6
	2007	4.6
	2008	-21.9
	2009.6	6.7

	2004	11.4
	2005	18.5
	2006	12.8
	2007	4.0
	2008	-24.1
	2009.6	6.3

	2009.6
AP3	
株式	48.1%
債券	35.6%
PE	5.0%
不動産	8.4%
新戦略	2.6%
アルファ戦略	0.3%
合計	100.0%

	2009.6
AP4	
株式	61.1%
国内株式	18.6%
グローバル株式	42.5%
債券	34.5%
PE	1.1%
不動産	3.7%
TAA	-0.4%
合計	100.0%

	2004	11.2
	2005	17.7
	2006	9.5
	2007	5.0
	2008	-19.8
	2009.6	5.2

	2004	10.5
	2005	16.8
	2006	10.4
	2007	2.4
	2008	-21.0
	2009.6	7.8

(出所)各運用組織開示資料

# アセット・アロケーションとリターン(続)

## デンマーク

	2009.12
金利リスク	43.7%
クレジット・リスク	10.4%
株式関連リスク	13.5%
インフレ関連リスク	28.0%
コモディティ関連リスク	4.3%
合計	100%

2008	-3.2
2009	8.5

## フランス

	2009.12
株式	46.9%
債券	27.5%
インフレ連動債	9.5%
不動産	1.6%
コモディティ	3.9%
キャッシュ	10.6%
合計	100.0%

2008	-24.9
2009	15.0
運用開始以来	2.8

## アイルランド

	2009.6
株式	52.1
大型株	45.2
小型株	3
エマージング市場株	1.4
プライベートエクイティ	2.5
債券	5.8
不動産	2.4
コモディティ	0.3
通貨等	0.9
キャッシュ	2.4
裁量的ポートフォリオ合計	63.9
被指図投資	36.1
合計	100.0

2004	9.3
2005	19.6
2006	12.4
2007	3.3
2008	-30.4
2009	11.6

## スイス

	2009.12
株式	22.7%
債券	64.3%
国内債券	28.7%
海外債券	35.6%
不動産	5.8%
コモディティ	1.4%
キャッシュ	2.7%
アセット・オーバーレイ	3.1%
合計	100.0%

2004	6.7
2005	9.6
2006	6.8
2007	0.4
2008	-18.2
2009	11.5

# 運用体制：インハウス運用か、外部委託か

- 運営・運用を外部委託で行うか、インハウスで行うかは、各国の考え方に基づく。
- これにより、組織の人数、報酬制度(水準)にも違いが出てくる。
- インハウス運用の方が規模の経済を活かしやすいという考え方もある。
- 他方、インハウスを行わない方が政治的干渉が起こりにくいという指摘もある。

	国名・組織名	特徴
外部委託中心 ↑	フランス FRR	・職員はほとんどが預金供託公庫(CDC)の職員で、FRRでの勤務を命ぜられている。 ・根拠法により原則として、外部委託運用を行うとされている
	アイルランド NPRF	・NTMAのNPRF部門職員が担当。 ・NTMA内部に運用リソースがある場合のみインハウス運用(債券パッシブ運用及び為替ヘッジ)、その他は原則として外部委託運用
	スイス AHV	・インハウスと外部委託を併用。スイスフラン建債券、米国債、ユーロ建ての国債はインハウス運用
	ノルウェー NBIM	・インハウスと外部委託を併用。運用基金のうち、8割程度がインハウス運用。
↓ インハウス中心	カナダ CPPIB	・インハウスと外部委託を併用 ・報酬体系は独自に設定可能で、運用業界において競争力のある報酬体系提示に努めている
	デンマーク ATP	・成果報酬型の制度を導入 ・森林投資やコモディティなどを除く大部分がインハウス運用。不動産及びプライベート・エクイティについては専門の子会社を設立して運営。ただし、アクティブ運用比率は限定的
	スウェーデン AP	・インハウス運用比率は60~90% ・不動産投資は、AP基金共通の子会社を活用 ・独自に報酬体系を設定できるが、成果報酬の導入は限定的

(出所)各運用組織資料より野村資本市場研究所作成

# アセット・クラス、運用手法(アクティブ・パッシブ)

## アセット・クラスについて

- 内外株式・債券以外のアセット・クラス、すなわち、不動産、商品等への投資を可能とするのは一般的と思われる。
- 低リスク・アセットへの投資下限、高リスク・アセットへの投資上限などが設定されている
- アイルランドは、根拠法により自国政府証券への投資が禁じられている。公的年金積立金としての位置づけを曖昧にする可能性があること、積立金取り崩し段階で政府は別の買い手を探す必要に迫られることなどが理由

## 運用手法について

- フランスやスイスは市場の効率性に関する見方に基づき、運用手法を適用。(効率性の高い市場ではパッシブ運用、低い市場ではアクティブ運用)
- カナダのCPPIBは、パッシブ・ポートフォリオである「参照ポートフォリオ」をベンチマークとし、アクティブ運用及び参照ポートフォリオには含まれないアセットクラスへの投資により、これを上回る運用を目指す。
- デンマークATPでは、年金負債対応の「ヘッジ・ポートフォリオ」と、運用を行う「投資ポートフォリオ」に分けた運用。前者は長期金利を受け取り、短期金利を提供する金利スワップを行う。投資ポートフォリオは、短期金利の支払いと、長寿化による年金負債増加及びインフレへの対応を目標に運用される。

# ESGを考慮した投資（責任投資）の普及

- 近年、ESG（環境、社会、ガバナンス）要因を考慮した「責任投資」は、年金基金や運用機関の間で普及しはじめている。公的年金積立金運用組織の多くが、国連の責任投資原則（PRI）に署名している。
- 機関投資家としてのパフォーマンス追求との整合性が重要となる。

## 国連の責任投資原則（PRI）

### 責任投資とは

- 責任投資（Responsible Investment）：
  - ESGが企業価値に影響を与えうるという考えに基づき、ESGの考慮を運用プロセス及び株式所有者としての行動に取り込んだ投資
- ESG (environmental, social and corporate governance issues)：
  - 環境、社会、コーポレート・ガバナンスに関する課題
- 社会的責任投資（SRI、Socially Responsible Investment）：
  - 収益目標の達成と同時に、社会問題や環境問題に関する目標を達成しようとするプロセス

- ✓ 機関投資家として、ESG問題が投資パフォーマンスに影響を及ぼす、すなわちESG要因を投資プロセスに組み込むことにより長期的なリターンが改善するという認識を持つものがコミット
- ✓ 海外の公的年金積立金も署名している
  - 例えば、スウェーデンAP、デンマークATP、カナダCPPIB、フランスFRR、ノルウェー政府年金基金
- ✓ 6つの原則から成る

1 インテグレーション	投資分析及び意思決定プロセスに、ESGの課題を組み込む
2 アクティブ・オーナーシップ	アクティブな所有者となり、所有方針と慣行にESG問題を組み込む
3 ディスクロージャーの追求	投資対象に対し、ESGの課題に関する適切な開示を求める
4 責任投資・同原則の普及	運用業界において本原則が受け入れられ、実行されるように働きかける
5 協働	本原則実行の際の効果を高めるべく協働する
6 報告	本原則の実行に関し報告する



- 本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。