



## 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）のガバナンス及び資産運用方針改善案

フィオナ・スチュワート／フアン・イエルモ<sup>1</sup>

### 要旨

日本は、人口の高齢化が公的年金制度に及ぼす影響に対処するための重要な資産を年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）という形で有している。GPIF は、日本の GDP の約 4 分の 1、年間の公的年金支出額の 3.5 年分に相当する 140 兆円（1 兆 4,000 億米ドル、2009 年 9 月現在）の運用資産を持つ世界最大の年金基金である。GPIF は、基金の透明性と自律性の強化を目的にした大規模な統治改革の一環として 2006 年に現在の名称に改められた。大幅に改善されたものの、新たな統治構造（ガバナンス）は依然として国際的な最良の実践例（ベストプラクティス）に沿ったものではなく、いくつかの点では OECD の勧告、特に「年金基金ガバナンスのための OECD ガイドライン」（OECD、2009 年）<sup>2</sup>に盛り込まれている基本的な基準を満たしていない。

### 1. GPIF のガバナンスをめぐる主な懸念は以下のとおりである。

- (1) GPIF は完全に独立した別組織であるとは思われない。厚生労働省が GPIF の統治主体の一部機能を担っている。厚生労働省は、GPIF の職員人事に何らかの影響を及ぼしており(数名の職員は同省の出身)、中期目標を設定している。厚生労働省が、原則的に GPIF 理事長の職責とされている戦略的資産配分の策定と承認でも役割を果たしているのかどうかも不明である。GPIF の運用方針の少なくとも 1 つの側面であるパッシブ運用は、厚生労働省によって決定されている。
- (2) 独立行政法人として、GPIF は職員の給与体系を含む運営費に関して政府の広範な抑制下に置かれている。ただし、投資運用費はその例外とされている。この結果、必ずしも GPIF の最善の利益に沿わない外部委託への依存が生じている恐れがある。GPIF の職員が比較的少ない理由も費用管理にある。
- (3) GPIF には独立行政法人規定に沿って理事長、理事、2 名の監事が置かれている。しかし、右は特に GPIF 規模の年金基金においては、異常な構成である。かかる法令上の規

定が役員会と CEO(あるいは及び CIO)の監督責任と業務執行責任の明確な分離を妨げている。むしろ、GPIF のすべての監督・業務執行権限は実質的に 1 人、すなわち理事長に集中している。

- (4) GPIF の理事長の任命に関しては、特定の規定は存在しない。理事長には経済・金融業務の経験を有することが求められているが、他の役員に関して何らかの関連基準があるかどうか不明である。任命プロセスは透明性を欠いており、解任基準・プロセスも同様である。
- (5) GPIF には金融・経済分野の経験を要件とする適度の人数（11 名以内）の運用委員会も置かれている。数名は学界出身者であり、労使の代表も 1 人ずつ入っている。運用委員会のメンバーのいずれも常勤の GPIF の運用責任者ではない。これは独立行政法人の規定によって課せられた経費抑制の産物と思われる。
- (6) 年次外部監査が義務付けられており、GPIF には 2 名の監事がいるが、監査委員会はない。従って、内部管理及び監査がどの程度効果的に実施されているかは不明である。リスク管理もあまり整備されていない（リスク管理委員会はなく、リスク管理機能が担保されているか不明）。
- (7) GPIF 理事長には、行動規範、利益相反規則、運用方針に関する文書の作成・公開が義務付けられていない模様である。
- (8) 資産運用の管理プロセスのガバナンスについても、いくつかの問題点がある。運用実績を測る目的で収益目標を賃金上昇にリンクさせている現在の慣行には見直しが求められる。

## 2. 我々は、GPIF を OECD ガイドラインや国際的な最良の実践例に一層沿ったものにするための、ガバナンスに関する以下の提言を行う。このガバナンス改革は、運用戦略の再構築を行う前に実施することが必要と思われる。

- (1) GPIF 内の業務機能と監督機能を分離した上で役員会を設置するとともに、透明で職業上の（Fit and Proper 原則に則った）基準に基づく採用プロセスに従って役員会が選任する CEO と CIO をトップとする別個の業務執行チームを設置する。
- (2) GPIF に、(公務員とは別の) 給与等級や人事政策面の管理を含む、予算・管理の自律性を付与する。GPIF の役員会は年間事業計画・予算を作成し、日本政府（または国会）に提出し、その承認を受けるべきである。
- (3) 役員会のメンバーは厚生労働省が任命すべきであるが、労働団体・経営者団体も任命すべきである。また、国会による任命の承認を要件とすることで、任命に関する追加的コントロールを導入することもできるだろう。役員会には、GPIF の主要な利害関係者あるいは金融業界とは繋がりのない学者や独立コンサルタントなどの外部専門家も含めるべきである。GPIF が事実上世界最大の年金基金である以上、年金分野の世界的

- リーダーを役員に採用することは可能なはずである。
- (4) 役員会の全メンバーは金融や投資の分野の知識を有し、職業上の「Fit and Proper 原則」に則った基準に沿うべきである。新メンバーの就任手続き及び役員の知識と技能を最新の状態に維持するための研修プログラムがあるべきである。
  - (5) 役員に関して、職務遂行に必要な基準や任期、解任の時期・方法に関する明確なガイドラインなどを規定した透明かつ正式の手続き（独立した選任委員会・公聴会／厚生労働省または国会の承認）を定めるべきである。
  - (6) GPIF に対する政府の責任を明確にすべきである。厚生労働省は、公的年金制度の運営責任を負っている以上、GPIF の全体的な運用目標を（GPIF との協議の上で）定めるとともに、GPIF に対する年次監督検査を実施すべきである。厚生労働省は、運用目標や公的年金プランの年金数理的評価に沿った GPIF の長期運用実績目標も設定すべきである。
  - (7) GPIF の役員会のみが、GPIF の継続的な目標収益率とリスク許容度及びこれらの目標を達成するための戦略的資産配分を含む資産運用方針を設定すべきである。一方、運用委員会は、パッシブ運用かアクティブ運用か役員会に助言する他、運用方針にかかるその他の事項として、外部運用者の選定、特定の資産の選択、戦略的目標に沿った戦略的資産配分の管理に責任を負うとともに、GPIF の運用に関して日常的に責任を負うべきである。
  - (8) GPIF の役員会は、運用委員会の助力を得て詳細な運用方針書を作成・公開し、定期的に見直しを行うべきである。運用目標が変更された場合は、運用戦略は見直されるべきである。
  - (9) 運用委員会は、GPIF の統治主体に組み込まれるべきであり、全委員が運用知識及び学識を含むその他の関係する専門的経験を有することを厳格に求めるべきである。透明な選任・解任プロセスを定めるべきである。
  - (10) 運用委員会には、CEO、CIO 及び出来る限りその他の運用幹部責任者や理事長等の常勤職員を含めるべきである。外部専門家は非常勤として委員会に出席すべきである。労使の代表を運用委員会に含めるべき特段の理由は見当たらない。労使の代表は役員会に移動させるべきである。
  - (11) 他の統治機関（監査委員会、統治委員会、リスク管理委員会など）を設置すべきである。
  - (12) リスク管理は、外部運用者自身のリスク管理や外部委託リスクを重視して強化すべきである。
  - (13) GPIF の役員会は厚生労働省と国会に年次報告を行うべきである。
  - (14) 長期や四半期の運用収益、詳細な運用方針書、行動規範、利益相反に関する方針書の公開など、GPIF の情報公開を改善すべきである。
  - (15) 資産運用の管理プロセスのガバナンスの具体的な細部にもいくつか改善が必要である。

特に、GPIF は厚生労働省が設定した長期収益目標に照らしつつ、戦略的資産配分と関連させて、透明、マーケット・ベース、継続的な収益目標及ベンチマークを設定する必要がある。

3. 本稿の目的は、GPIF の資産運用方針の立案のための具体的な提案を行うことではないが、ガバナンスが改善された暁に考慮すべき事項として、以下の諸点がある。

- (1) GPIF は、国債への高いエクスポージャーを前提とする現在の運用方針が十分に多様であるかを検討すべきである。同問題は、本ペーパーが扱う範囲を超えているので、日本政府の債務負担が増加していること及び国民の一般的リスクに対する理解に照らして慎重に検討されるべきである。資産の規模に鑑み、GPIF の運用戦略の変更可能性もたらずマクロ経済への影響も併せ慎重に評価すべきである。
- (2) GPIF は、資産配分を多様化する中で、少額の資金を外国のものも含め長期のより流動性の低い手段 (less liquid instruments) に配分することが長期の収益目標達成により近づくのかを検討すべきである。
- (3) 運用委員会により設定された外国証券での運用への現在のシーリングの妥当性は、GPIF の運用目標を考慮して金融の視点(on financial grounds)に立って証明されるべきである (外国債のポートフォリオは外国株より少なく、外国株のポートフォリオは、国内株より少ない)。
- (4) 運用方針は、GPIF が国内経済及び金融安定性に及ぼす影響の可能性を考慮し、環境、社会及びコーポレートガバナンス (ESG) の要素を含むべきである。GPIF は国連の責任投資原則の署名機関になることができよう。

\*\*\*\*\*

<sup>1</sup> フィオナ・スチュワートとフアン・イエルモは、OECD 金融・企業局金融課の統括責任者。本稿で表明されている見解は、OECD 理事会が承認した勧告や OECD の委員会によって支援されているその他の調査分析などに依拠しているものの、著者自身のものであり、必ずしも OECD や加盟国政府の見解を反映したものではない。いかなる誤りについてもその責任は著者のみに帰属する。なお、本資料の正文は英文であり、翻訳の責任は OECD 東京センターに帰属する。

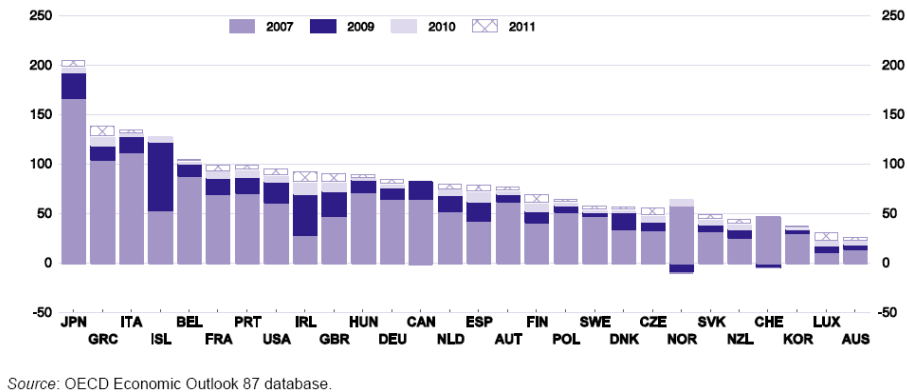
<sup>2</sup> ガイドラインは <http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf> で参照できる。本分析では「年金基金の資産運用に関する OECD ガイドライン (OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management)」(OECD、2006 年)にも言及しているが、これも <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf> で参照できる。OECD のガバナンスと投資に関する基準は、国際社会保障協会 (ISSA) 作成の「社会保障基金の運用のための ISSA ガイドライン (ISSA Guidelines for the Investment of Social Security Funds)」(ISSA、2005 年)にも全面的に合致している。ISSA ガイドラインはガバナンスと投資の各問題を扱っており、OECD のガイドラインを青写真として利用している。

## 本文

### I. はじめに

1. 人口高齢化と政府債務増加という問題は東京に限られたことではない。しかし、これらの問題は他の OECD 諸国よりも日本の方が喫緊の問題となっている<sup>3</sup>。日本は高齢化が最も進んでおり、国連の予測によれば、この事情は 50 年後も変わらない可能性が高い。総債務の GDP 比も他のすべての OECD 諸国を上回っている。したがって、年金債務は日本政府の長期債務の中で高い比率を占めている。

図 1. 政府債務の増加傾向/GDP 比



2. OECD は、各国政府が（課税平準化や公的貯蓄増によって政府の総債務を改善し）人口高齢化による財政圧力に効果的に対応するのを支援すべく、社会保障給付事前積立準備金の設定を支持している。さらに、準備金の国際的な資産分散も、人口減少ペースが遅く、成長率が高い他の国々への（長期的な）エクスポージャーをもたらし得る。

3. 日本は幸いにもすでに巨額の年金準備金を積み上げている。実際、人口減少や債務増加という課題に対処するための重要な資産を、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）という形で有している。GPIF は今や、日本の GDP の約 4 分の 1、年間の公的年金支出額の 3.5 年分に相当する 140 兆円（1 兆 4,000 億米ドル）の運用資産を有する世界最大の年金基金である。

表 1. 一部 OECD 諸国の公的年金準備基金市場の規模(2009 年)

基金の種類	国	基金・機関の名称	設立	資産		
				10 億米ドル	GDP 比(%)	増加率(%)
社会保障準備 基金	カナダ	カナダ年金プラン	1997	108.6	8.5	13.8
	フランス(1)	AGIRC-APRCO	n.d.	72.4	2.5	n.d.
	日本(1)	年金積立金管理運用独立 行政法人	2006	1137.7	23.2	n.d.
	韓国	国家年金基金	1988	217.8	26.1	17.9
	メキシコ	IMSS 準備金	n.d.	3.6	0.3	3.3
	ポーランド	人口準備基金	2002	2.3	0.5	64.4
	ポルトガル	社会保障金融安定基金	1989	13.1	5.7	12.8
	スペイン	社会保障準備基金	1997	83.4	5.7	4.9
	スウェーデン	国家年金基金(AP1-AP4 と AP6)	2000	108.8	27.2	13.2
	米国	社会保障信託基金	1940	2540.3	17.9	5.0
政府系年金準 備寄金	オーストラリア	将来年金	2006	51.6	5.9	11.0
	ベルギー	老齢基金(Zilverfonds)	2001	23.5	5.0	4.4
	フランス	年金給付費準備基金	1999	46.3	1.7	20.6
	アイルランド	国家年金準備基金	2000	31.0	13.7	38.5
	ニュージーランド(2)	ニュージーランド年金給付費 積立基金	2001	8.3	7.1	-6.7
	ノルウェー(4)	ノルウェー政府年金基金	n.d.	19.0	5.0	32.9
対象 OECD 諸国総計(4)				4467.7	18.6	7.3

出所:OECD 世界年金統計

4. したがって、GPIF がどのように経営されるかは日本政府と日本国民にとって、そして内外の資本市場や企業にとっても、極めて重要である。

5. にもかかわらず、GPIF は現在あまり目立たず、低コストで、一見したところ低リスクの機関として運営されている。近年の改革で形式的には独立機関となったものの、その統治構造は最善の水準には届いておらず、OECD の勧告や国際的に優れた慣行に合致していないため、見掛けより大きなリスクにさらされている。しかも、現行の構造と運営によって、日本政府としても日本社会全体としても好機を見逃すことになっている。

6. 本稿は、GPIF が OECD の指針や国際的に優れた慣行に合致しているかどうかを検討す

るとともに、統治を改善し、GPIF のリスクを低減させるための勧告とこの特殊な機関の可能性を引き出すためのヒントを提示する。

## II. GPIF のガバナンス

7. 良い統治はリスクを削減するので<sup>4</sup>、いかなる年金基金にとっても重要な問題であり、投資収益の向上につながることを示唆するデータも多くなっている<sup>5</sup>。

8. 統治は準備基金を含む公的年金基金にとって、ますます重要性を高めている。準備基金に適切な統治体制があることは、公的年金制度への資金供給という目標の達成に極めて重要である。多くの国の準備基金が巨額に上ることを考えると、その統治は金融システムの行動にも大きく影響する。

9. 資金を年金の財源以外の目的に充当することを考えがちな政府による過度の介入からいかに十分な独立性を保つかということは、準備基金の統治にとって特に問題である。準備基金は政府が設立し、政府は統治主体の一部のメンバーを選任するとともに、直接的（規制を通じて）あるいは間接的に基金の役員会メンバーや幹部への政治的影響を通じて、統治機関の決定に影響力を行使する可能性がある。

10. 統治は公的年金基金の運用成績にとって重要であるということを示すデータも多くある<sup>6</sup>。データによれば、不適切な統治によって公的年金基金の運用成績はまちまちになっており、長期的には実質収益率がマイナスになっている基金も多い。

11. どうすれば良い統治を確保できるのか。公的年金準備基金は、最低でも「年金基金ガバナンスのための OECD ガイドライン (*OECD Guidelines for Pension Fund Governance*)」(OECD、2009)<sup>7</sup>と「年金基金の資産運用に関する OECD ガイドライン (*OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management*)」(OECD、2006)<sup>8</sup>に従って、年金基金と同じ統治・運用基準の下に置かれるべきである。OECD は実質的に統治と運用の基本的問題に取り組んでいる。しかし、準備基金の場合には、政治的操作からの保護を強化するために、追加的なセーフガードが必要である。準備基金を過度の政治的影響から効果的に切り離すために、内部・外部統治体制と投資運用管理を導入することができる。

12. 以下では、GPIF が OECD の指針に盛り込まれている主要な勧告や国際的に優れた慣行に従っているかどうかを検証する。



## 1. 統治機関

### (1) 自律性

#### OECD ガイドラインの内容

13. OECD ガイドラインが指摘しているように、統治の中心は年金基金の統治主体である。統治主体は準備基金の中核的な戦略意思決定機関である。その主な機能は基金の運用方針、特に、戦略的資産配分を承認することである。また、基金の業務執行・業務運営スタッフの監視も行い、基金の使命の遂行と規制の遵守にも責任を負っている。

14. 統治主体の決定的重要性を考えると、準備基金を政治的リスクから切り離すための取り組みが統治主体に焦点を絞っていることは頷ける。統治主体の役割は公的年金、特に準備基金にとっては、ことさらに重要である。準備基金は通常、この分野の唯一のプレーヤーであるため、私的年金基金の場合のように、国内の同業他社と容易に比較できないからである<sup>9</sup>。したがって、政治的影響をできるだけ受けない、資質を備えた優れた役員会が、よく統治された準備基金に欠かせない特徴である。

15. 準備基金の統治主体は、政府省庁の場合もあれば、社会保障機関の役員会や社会保障基金の投資を明確な目的として設立された法人の役員会の場合もある、ということを OECD は認識しているが、政治介入からの保護という点では、後者の、分離された機構の方が望ましい。特に、政府省庁が社会保障制度の運営を所管している場合はそうである。理想的には、準備基金は準備基金資産の管理運用のみを行う自律的な経営体によって業務運営されるべきである。小規模な準備基金（切り離すとコストがかかる）や法律によって自国の政府債にしか投資できない基金（別個の経営体は必要ない）にはこの一般的な提言は当てはまらない可能性がある。しかし、その場合でも、政府省庁や社会保障機関の中に準備基金を専属的に担当する部局が置かれるべきである。

16. このような準備基金の分離型統治モデル（カナダ、フランス、アイルランド、ニュージーランド、スウェーデンなどで運営されている）は、政府や社会保障機関の直接的管理下に置かれている統合型モデルより、いくつかの点で重要な優位性を有している<sup>10</sup>。

- 準備基金の運営に対する政治介入の余地が少ない。分離型モデルでは、戦略的資産配分などの重要な決定は政府や社会保障機関から独立した自律的な法人が行う。
- 準備基金資産の運用以外に政策目的がないので、付託事項と目標が明確化する。例えば、分離型モデルでは、統治機関は掛け金や年金給付に責任を負わない。

- 分離型統治機関の方が、透明性とアカウンタビリティが高い。運用に特化しているの  
で、役員会の行動が見えやすくなるとともに、運用成績の有効な測定も可能になる。
- 社会保障機関よりも適性を有する運用専門家を引きつけやすい。自律的な運営主体は、  
社会保障機関とは異なる給与体系を取り入れたり、社会保障基金の官僚的手続きの多  
くを避けたりすることもできる。

## GPIF についての分析

17. 原則的には、日本の準備基金は望ましい分離型統治モデルに従っている。GPIF は独立行政法人として設立されているが、その役割は、目標収益率<sup>11</sup>などの戦略的目標やパッシブ（インデックス）運用を運用戦略の中核に据える義務などを含め、厚生労働省の指示と承認による中期的な目標と計画に基づく任務を管理することにある。したがって、GPIF の意思決定は主務官庁からの授権事項に限られている。すなわち、GPIF は完全に分離・独立した法人ではなく、したがって、OECD の勧告や同業集団の国際的に優れた慣行に合致していない。厚生労働省は、GPIF の統治主体の一部機能を担っており、職員人事にも何らかの影響を及ぼしている。2010 年 4 月時点で GPIF の 75 名の職員のうち 7 名が厚生労働省出身である。厚生労働省が、原則的に GPIF 理事長の職責とされている戦略的資産配分の策定と承認でも役割を果たしているのかどうかは不明である。少なくとも、GPIF の運用方針の一部であるパッシブ運用については、厚生労働省が決定を行っている。

18. 基金の巨大さや現行の運用方針（日本国債以外の資産に相当程度配分している）を考えると、意思決定面でも予算管理面でも GPIF の自律性を高めることにはメリットがある。理想的には、厚生労働省は、GPIF の決定に関して自らの承認を義務付けるのではなく、監督の役割を果たすべきである。OECD の勧告に従い、GPIF は詳細な運用方針書を作成し、定期的な（少なくとも 3 年ごとの）見直しを行うべきである。

19. GPIF の決定は、理事長が理事及び 2 名の監事（うち 1 名は厚生労働省出身）と協議の上なされているが、公には役員会は存在しない。政策決定と業務運営は理事長 1 人の管理下に置かれており、これは GPIF のガバナンスが有効に業務運営を行っていないこと、また、GPIF が完全に独立していないことを意味している。役員会~~会~~の実際的な権限と責任も不明である（運用委員会との関係も不明。これについては後述する）。

表 2. 準備基金の経営体と統治機関

国	経営体	統治機関
カナダ	カナダ年金プラン(CPP)投資委員会 (公社)	CPP 投資委員会の役員会
フランス	年金準備基金(FRR)	FRR 監督委員会
アイルランド	国立財務管理庁	国立年金準備基金委員会
日本	年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)	GPIF 理事長および厚生労働省
韓国	国民年金基金運用センター(社会保障 機関)	国会
ニュージーランド	ニュージーランド年金給付費積立管理 機関(公社)	ニュージーランド年金給付積立管理 機関の役員会
ノルウェー	「グローバル」ファンドに関してはノルウ ェー中央銀行投資運用局、「国内」ファ ンドに関しては国民年金基金	ノルウェー議会および財務省
スウェーデン	AP 基金	AP 基金の役員会

20. 独立・専門的な立場から監督を行う役員会がないのは、GPIF の統治構造上の欠陥であり、(何の権限もない) 運用委員会にはその埋め合わせができない。

21. GPIF の統治構造は、規則に拘泥したり、政治的配慮に影響されたりして変革とイノベーションができなくなるおそれを高めるものである。したがって、あまり目立たず、見かけ上は低リスクの、リスクに正面から向き合わない保守的な性格を強めかねないものであり、当然ながら、GPIF の可能性が十分に生かされていないことを意味する。

22. 経費が独自に管理されていないという点でも、独立した統治の欠如は GPIF に悪影響を与えているおそれがある。ただし、経費の絶対額は比較的少ない(運用資産の 0.038%)。運営費に関しては、GPIF は独立行政法人として自らの予算を決定することはできるが、政府の広範な抑制下に置かれている。ただし、運用費はその例外とされている。この結果、必ずしも GPIF の最善の利益に沿わない外部委託への依存が生じているおそれがある。一方で、一部の準備基金(スウェーデンなど)では、政治的圧力から切り離す手段の 1 つとして、少なくとも基金の一部に関しては外部運用者を利用している。他方、より大きな準備基金(ノルウェーやカナダなど)には重要な内部業務を増強できるだけの規模がある。GPIF の規模の大きさや知名度の高さを考えると、世界トップクラスの資産運用部門を内部に設けることも考えられる(これにより、外部運用者を活用する際に生じるエージェンシー問題

や監督・管理リスク、さらには潜在的な汚職リスクまで取り除くことができる)。GPIFは資産の7割を外部（信託銀行10行と投資顧問会社30社）に運用委託している。これは原則として単純かつ大幅なパッシブ運用戦略を採用しているにしては多すぎるように思われる。エージェンシーリスク、コスト管理、業務リスク、評判リスクのどれをとっても、こうした構造により高められるおそれがある。

## （２）メンバーと選考

### OECD ガイドラインの内容

23. 準備預金の運用責任を有する最終権限機関として、統治主体の構成と機能はGPIFの運用成績を左右する最大の決定要素である。豊かな経験を持ち、十分に機能する役員会があれば、GPIFの目標を達成するための適切な監視・インセンティブ・統制メカニズムが整備されるようになる。

24. 年金基金の統治機関のメンバーは、統治において高い健全性、能力、専門知識、職業意識を維持するため、最低限の適格性（あるいは不適格性）基準に服すべきである、とOECDの統治に関するガイドラインは指摘している。さらに、統治機関は総体として、年金基金が遂行するすべての機能を監督し、機能が委任されている代行者や助言者を監視するために、技能と知識も有しているべきである。役員会の全メンバーが金融の専門家である必要はないかもしれないが、役員会全体としては有効な監督機能を果たすために必要な技能を有していなければならない。

25. 政治介入の可能性や主に特定の利害関係者の利益を代表する役員<sup>12</sup>が選任される可能性があることを考えると、準備基金の役員会メンバーの選考・選任には特に注意を要する。私的年金基金の場合より、外部役員の役割が一層必要とされていると思われる。

26. 役員会の規模も重要である。規模は組織の性格や業務範囲を反映すべきであるが、あまりにも大きすぎると、効率的な意思決定が阻害されるおそれがある。

27. 役員会のメンバーは透明な選考・指名プロセスに従って選任されるべきである。政府は政府以外の利益を代表する役員を選任することが多いが、政府がその役員の指名プロセスに影響を及ぼすことは、選任された役員が独立の立場で自らの職責を執行する能力を大きく制限するおそれがある。政府の役員選任への直接的な影響力を減らし、クローニズム（仲間内主義）の余地を狭める手段の1つは、（政府により選ばれた）専門家から成る指名委員会を設置し、その指名委員会が透明な採用プロセスに従って準備基金の役員を指名するようにすることである。こうした選任の仕組みはカナダとニュージーランドの準備基金

で採用されている。

28. 政府による統治機関メンバーの恣意的な解任を避けるには、解任条項も重要である。

## GPIF についての分析

29. GPIF の役員会の構成と選考は OECD の指針や国際的に優れた慣行に沿っていない。理事長には経済・金融問題で経験を有することが求められているが、理事及び監事に何らかの関連基準があるかどうか不明である。

30. 選考プロセスは透明性を欠いており、解任基準・プロセスも同様である。独立した選考プロセス（選考委員会、議会の承認、公聴会など）を定めることが望ましい。GPIF は、その規模や名声によって、世界トップクラスの（国際的）人材を引きつけることができるはずである。

準備基金の統治機関メンバーの選考

国	Fit and Proper 基準	指名	任期	解任
カナダ	役員は金融に関する経験 その他の基準に基づいて 選ばれる。	役員は指名委員 会作成のリストか ら財務大臣が選 任する。	役員の任期は 3 年で、最長 3 期 (最長で 9 年)まで 可能。	役員の解任は正 当な事由がある 場合のみ。
フランス	監督委員会のメンバー 22 名のうち 2 名は、FRR の 使命に関連していると見 なされる分野の認定資格 を有する者でなければな らない。	メンバーは下院(2 名)、上院(2 名)、 各省(4 名)、労働 組合(5 名)、雇用 主・自営業者連合 (5 名)が選任す る。	政府機関による 選任でないメンバ ーは任期 6 年。	
アイルランド	委員は、投資、経済学、 法律、年金計算実務、公 務、労働組合代表などの 分野で専門知識と高位の 経験を有していなければ ならない。公務員は委員 になれない。委員は破産 や詐欺・不正行為による	委員は、経営体 の CEO(職権上の 委員)を除き、財 務省が選任すれ る。	経営体の CEO 以 外の全委員は任 期 5 年で、2 期連 続も可能。	委員が病気により 職務を遂行できな くなった場合、定 められた不正行 為を犯した場合、 あるいは、委員会 の効果的な職務 遂行にとって解任

	有罪判決によって委員の資格を剥奪され、企業取締役への就任によっても委員の資格を剥奪されるか制限される。			することが必要と財務大臣が見なした場合に、財務大臣は委員を解任できる。
日本	理事長と運用委員会のメンバーは経済・金融問題で経験を有していなければならない。	理事長は厚生労働省が選任する。		
韓国	国会が主要な統治機関。	該当なし	該当なし	該当なし
ニュージーランド	役員会の全メンバーが投資運用の分野で経験、訓練、専門知識を得ていなければならない。	役員会メンバーは指名委員会を通じて財務大臣が選任する。	役員会メンバーの任期は最長 5 年。	大臣が正当な解任事由にあたると見なす理由によって役員会メンバーを解任できる。
ノルウェー	統治機関は議会と財務省。	該当なし	該当なし	該当なし
スウェーデン	役員会の全メンバーは資産運用に関する専門知識に基づいて選任される。	役員は政府が選任する。従業員組織による指名が 2 名、雇用主組織による指名も 2 名である。理事長と副理事長は組織の指名によらないメンバーの中から政府が選任する。	役員の任期は 3 年。	役員会メンバーの解任に関してはいかなる規則もない。政府は任期満了前に役員を解任できる。

## 2. CIO と運用委員会

### OECD ガイドラインの内容

31. 年金基金のような準備基金には、業務責任と監督責任を適切に分離するための統治構造が必要とされる。この基本的な統治原則は「年金基金ガバナンスのための OECD ガイドライン」と「社会保障基金の運用のための ISSA ガイドライン」に記されている。いずれのガイドラインにもこの目標を実施するための類似の基準が盛り込まれている。

32. しかし、形式上は監督と業務執行の明確な分離を達成している準備基金の場合でも、実際には一部の役員会は運用の細部にまで過度に関与している。これは必要な業務執行・運営面の支援を欠いている場合によく見られる。

33. 良い統治には、統治機関と基金の業務執行機関との間の明確な責任分担が必要である。業務執行機関の構成と組織構造は、基金の資源を有効活用する上で大いに重要である。特に準備基金の場合、最高業務執行職と役員会の理事長職を分離することは不可欠である。業務執行機関に対する実効的で継続的な監視を確実にする市場メカニズムや外部の監督が欠けているからである。投資機関の場合には、主要な 2 つの役職は最高業務執行責任者（CEO）と最高運用責任者（CIO）である。多くの大規模年金基金では、役員会から明確に切り離された形で、これらの職責のいずれもが置かれており、自律的な経営体によって運営されている大半の準備基金にしてもそうである。例えば、カナダの準備基金（CPPIB）には、役員会とともに、CEO をトップとし、CIO、CFO、COO も含まれる業務執行チームが置かれている。

34. 監督と業務運営の職務区別をさらに進め、明確化するために、然るべく運用委員会を設置すべきである。役員会が広範な運用戦略や戦略的資産配分の設定に対して責任を負うのに対し、運用委員会は、外部運用者の選定と監督を含め、日々の基金運用の様々な側面についての評価と決定に対して責任を負う。運用委員会は大半の準備基金で中心的役割を果たしており、運用方針や基金の運用成績に関して統治機関に助言する。

35. 統治主体は内部メンバー、運用責任者、外部の専門家から運用委員会のメンバーを選任する。メンバーになる者は運用の問題に通じている必要がある。統治主体と運用委員会を連携させ、円滑な意思疎通を行うため、統治機関の代表者が運用委員会に加わることも重要である。例えば、統治機関の長は運用委員会のメンバーに名を連ねるのが一般的である。

## **GPIF についての分析**

36. GPIF は職員が比較的少ない。2006 年現在、例えばカナダの準備基金（CPPIB）が 566 名の職員を擁していたのに対し、GPIF の職員数は 2010 年 4 月時点で 75 名であった。GPIF の職員は主に厚生労働省からの出向者で構成されている。GPIF の理事長は原則的に役員会の長、CEO、CIO の 3 つの役職を兼ねている。GPIF の統治におけるこうした特徴は、国際的に優れた慣行と考えられるものからは、かけ離れている。GPIF の業務機能と監督機能が明確に分離されていないことは、OECD の勧告に反する大きな問題である。理想的には、GPIF は役員会を持ち、CEO または同等のトップ経営者率いる別個の経営チームがあつてし

かるべきである。

37. GPIF には、金融・経済分野の経験を要件とする適度の人数（11 名以内）の運用委員会も置かれている。2010 年 6 月現在、委員は 10 名であり、3 名は大学、3 名は民間企業、2 名は民間の研究機関委員会に所属している。労使からの代表を 1 人ずつ含めるとの規定もある。運用委員会の構成を改善することを勧告する。ここでも GPIF の規模と名声を利用すれば世界トップクラスの人材を得ることは可能である。労使の代表も、運用委員会ではなく、別個の役員会に入った方がふさわしい。

38. 役員会の全メンバーも金融や投資の分野の知識を有し、学識及びその他関連する経験を含め運用に関する知識と実務経験を含む職業上の「Fit and Proper」原則に則った基準に沿うべきである。現在、かかる要件は然るべく定められてはいない。

39. 運用委員会のメンバーのいずれも常勤の GPIF の運用責任者ではない。これは独立行政法人の規定によって課せられた経費抑制の産物と思われる。GPIF の規模と責任に鑑みれば、運用委員会の何人か（特に運用責任幹部）は常勤であることが望ましい。

40. 役員会の場合と同様、運用委員会についてもメンバーの選任プロセスを独立的で透明なものにすることが望ましい。

41. 上述のように、GPIF が完全に独立的な構造と性格を有していないことで、外部資産運用への依存が生じているが、これは必ずしも GPIF の最善の利益に合致していない。

42. GPIF の監督・経営・業務責任が不明である。厚生労働省は、監督を行っているのではなく、（承認の義務付けを通じて）業務上の決定に関与しているように思われる。GPIF の役員会の責任は透明性を欠いており（かつ、厚生労働省が選任した理事長に支配されている）、その業務上の決定や運用委員会への関与も不明である。役員会—実際には厚生労働省—が（必ずしも運用委員会の助言に基づくことなく）最終的に運用の決定を行っているため、運用委員会が何らかの実際的役割を有しているのかどうかははっきりしない。誰が運用方針を決めるのか、誰が戦略的資産配分を決めるのか、誰が外部運用者を選定するのか、誰が運用面への日常的監督責任を負うのか、明確化する必要がある。

### 3. その他の統治メカニズム

#### OECD ガイドラインの内容

43. OECD ガイドラインは、整備すべきその他一連の統治体制として、次のようなものを指



摘している。

- **監査人、年金数理人（アクチュアリー）、資産管理機関（カストディアン）：**（年金基金の準備基金のような）準備基金の統治構造には他に 3 つの機関も含まれるのが普通である。
  - 基金の年次監査を行う独立監査人を選任すべきである。第三者による業績評価は運用方針の改善につながる。統治・業績に対する内部・外部監査は、基金の業務運営の透明性を強化するとともに、アカウンタビリティを改善する上でも極めて重要である。財務報告、外部・内部監査、情報システム、内部統制方針に対する監督責任を有する内部監査委員会を設けるべきである。内部統制制度が適切かどうかを評価し、基金の計算書類と外部監査報告書を精査するために定期的に集まる監査委員会を有することが、準備基金にとっての優れた慣行である。
  - 基金が社会保障機関に統合されている場合には、制度の年金数理評価を行い、制度の資金調達面に対する種々の投資戦略の影響を分析する年金数理士も選任する必要がある。
  - 大抵の場合、資産の保管を行う資産管理機関を選任するのも優れた慣行である。独立した資産管理機関の選任は、基金の資産の保護強化につながるとともに、資産運用者の取引を点検することにもなり得る。
- **リスク管理制度<sup>13</sup>：**準備基金はリスクに基づいた（すなわち、リスクに見合った）リスク管理制度を整備すべきである。これには適切な管理制度、IT、モニタリング、外部統制、内部監督メカニズム（職責分離、点検など）などが含まれる。「年金基金ガバナンスのための OECD ガイドライン」によれば（ここでも「ISSA ガイドライン」と同様に）、準備基金は、優れた意思決定や適切かつ適時の業務執行を奨励する適正な統制・意思伝達・インセンティブの体制を有すべきである。
- **行動規範と利益相反：**統制制度には、行動規範や利益相反状況に対処する仕組み（例えば、投資の決定に政治介入がなされようとした場合の報告義務を含め、メンバー自身の投資に関する厳格な統制）なども含めるべきである。役員向け行動規範、利益相反に関する指針、明確に定義された受託者義務は、別文書として作成するか、包括的な統治手引書に取り込む必要がある。行動規範や利益相反に関する指針の適用状況を監視したり、統治に関する定期的な評価を実施したりする上では、統治委員会を活用することができる。

- **情報開示**：透明性と定期的なレビュー・評価は良い統治に欠かせないものである。これは準備基金にとっては特に重要である。準備基金は資本市場や金融システムに大きな影響を及ぼす可能性があり、判断の基準となる明確なベンチマークが存在しないからである。準備基金には、関連情報の公開を義務付けるとともに、一般の人々からの苦情処理手続きも整備すべきである。統治構造、財務状況、統治枠組みの運営実績、基金の財務成績などの問題について定期的に情報を公開すれば、不正経営が行われたり、不適切な影響が生じたりする可能性を劇的に減らすことができる。
- 健全な運用方針書を作成するとともに、運用方針の実施状況や遵守状況を公開する透明なプロセスを整備すべきである<sup>14</sup>。
- 準備基金が自身の運用成績を適切な市場ベンチマークや自身の目標収益率と比較できるようにするには、(CFA の「グローバル投資パフォーマンス基準」のような) 国際的に優れた慣行に基づく標準的な評価手法も必要とされる。資産を市場価格で評価するだけでなく、運用手数料を正確に評価することも重要である。基金に対して一部の費用しか請求されない場合には、関連の機関によって追加的なコストも開示すべきである。
- 準備基金は、監査済み財務諸表や資産配分・運用成績に関する情報などを記載した年次報告書の公開を義務付ける厳格な開示方針に服すべきである<sup>15</sup>。
- その他の公開すべき文書には、独立監査報告書や行動規範書が含まれる。
- 統治機関には関係政府機関（と社会全体）に対して定期的に活動報告する責任があるので、関連の公的機関（年金監督機関など）や議会は追加的な監督を行うことができる。

## GPIF についての分析

44. 以下、GPIF が上記の要件に合致しているかどうかを検討する。

- **監査人、年金数理人、資産管理機関（カストディアン）**：GPIF では独立監査は行われているが、内部監査委員会は設けられていない。それどころか、良い統治体制を構成するその他の小委員会（統治委員会、リスク管理委員会）も設けられていない。基金の資産保管的な側面が完全に独立し、したがって、OECD ガイドラインや国際的に優れた

慣行に合致しているかどうかは不明である。

- **リスク管理制度**：GPIF は現在、低リスクの基金として運営されているため、世界トップクラスのリスク管理制度が整備されているかどうか不明である。GPIF は、高度のリスク管理ツールやリアルタイムの情報システムに対する必要性を感じていないように思われる。ここでも問題の一端はコスト（独立的に決められていない）にあるのかもしれない。たとえ運用構造が基本的なものであっても、リスク管理分析を改善すれば、GPIF はメリットを得られる可能性が高い。自身が直面しているリスクー投資リスクばかりでなく、管理リスク、業務リスクなども一を適切に考慮しているかどうか評価できるようになるからである。
- **行動規範と利益相反**：行動規範は注意義務と忠実義務に基づいている。これらの義務は GPIF の「業務方法書」に明記されているが、これとは別に行動規範が作成されているかどうかは不明である<sup>16</sup>。

**情報開示**：GPIF はある程度の情報開示を行っている（例えば、独立監査人の監査済み財務諸表を厚生労働省に提出し、その承認を受けなければならない、財務諸表はその後に公開されている。また、四半期ベースで業績と運用状況も開示している）。しかし、改善の余地はある。（過去の年金記録問題を考えると）日本の年金制度への信頼を回復することが重要であるが、GPIF による透明な情報開示（と世界トップクラスの機関であることの提示）はこの信頼回復に大いに資する。

### III. 資産運用

45. 以下では、GPIF の資金運用戦略を分析し、OECD の指針及び国際的に優れた慣行と一致しているかどうかを検証する。本ペーパーの目的は、高度に複雑で専門家が実施すべきである資金運用戦略を提案することではない。むしろ、現在の戦略が提示しているリスクを明らかにし、そのリスクを軽減し、GPIF の潜在力を解き放つ可能性のある方策を示唆することにある。

#### 1. 資産運用方針

##### OECD ガイドラインの内容

46. OECD ガイドラインは、年金基金の統治機関は文書によって設置され、（基金の性格と合致した）資産運用目的を明確にした運用方針全般に対し能動的に注意を払うべきであるとしている。最低限、以下の諸点を含むべき。

- 戦略的資産配分(メインの資産クラス)

- 外部マネージャーを使う範囲とその選定方法、管理方法
- 資産運用管理がどの程度、いかに積極的に追及されたか
- 基金及びポートフォリオの異なる要素の運用成績を評価する基準

47. この点は年金準備基金にとってさらに重要である。年金基金と同様に年金準備基金にも、運営の効率化と統治機関の説明責任の強化を目的に、明確な使命の表明と測定可能な目標が求められる。しかし、年金準備基金は年金基金と異なり、通常、国内に競合する、あるいは同等の組織が存在しない。したがって、年金準備基金の実績（運用実績に限らず、運営上の効率性など）の比較基準となりうるのは、当初に定めた目標、あるいは該当する場合には海外の年金準備基金のみである。年金準備基金は、目標総額を定めていない年金制度を下支えするものであるため、運用目標を負債、運用期間またはリスク回避の点から容易に定められない場合がある。しかし年金準備基金には明確な権限と、積立比率や運用収益目標などの測定可能な具体的な目標を定めることが求められ、役員会の実績は、これらの目標に照らして測定されなければならない。

48. 広範な資産クラスへの制限は、資産運用方針の立案の一部として、役員会に任されるべきである。

## **GPIF についての分析**

49. 公的年金支出に長期にわたって貢献するために資産を運用するというGPIFの目的は明確である。GPIF法は、資産運用は「長期的な視点から安全かつ効果的」でなければならないと規定している。GPIFは厚生労働省が定め、同基金の中期目標に書かれる長期運用目標も有している。目標、すなわち長期の収益率は年間の年金支出のための準備金の安定的割合を維持するに足るものでなければならない。結果として、GPIFは長期の実質収益率を賃金上昇率プラス1.1%（すなわち、年金財政上の諸前提を基にすれば、実質では2.2%、名目では3.2%）としている。

50. 数理的には、長期の収益目標は市場における手段から得られる収益に置き換えられるとする運用マネージャーの視点に立てば、このような目標は賢明である。GPIFは(賃金上昇の様な)完全にコントロール外の目標を達成できなかったことで評価することはできない。GPIFは非市場手段(non-market instruments)に立脚した収益目標を持つ世界で唯一の主要な公的年金準備基金である。GPIFおよび理事会の効果的かつ透明性のある評価を保証するためには、GPIFの実績が透明かつ継続的に評価できるようなマーケット・ベースのベンチマークもあるべきである。

51. OECD が勧告している通りの、文書による詳細な資産運用方針を作成することは GPIF には求められていないようである。また、GPIF の資産運用方針が同基金の統治機関によって設定されているのか、あるいは、統治機関が提言した方針が厚生労働省によって承認され、同省が設定するのもかも明確でない。すなわち、(OECD 標準及び国際的な優良慣行として認識されている) 真の独立が満たされていない。

52. 運用方針は、長期の収益率目標と選択された資産配分からの期待収益、並びにベンチマークを明確に区別すべきである。かかる文書は公表されるべきであり、特に、選択された運用方針、外部マネージャが使われる範囲、採用及び評価方法、運用実績の評価方法に焦点を当てた投資所見も開示されるべき。

53. GPIF の運用方針には経費への言及もなされていない。GPIF は低コストの運営を確保する規模とされている(20010 年の職員数はわずか 75 名。管理運用委託手数料は運用残高の 0.02%)。しかし、GPIF が収益を犠牲にして経費抑制に焦点を当てすぎる危険がある (前述のとおり、非自立的構造を原因として)。リスク管理能力及び資産管理能力を引き上げることは、経費というより、むしろ潜在的収益を生み出しうる投資とみなされよう。投資目標は、GPIF のために選択された組織及び統治機関と同様に、GPIF をコストとリスクを最小限にする考え方に向かわせる。

Table 4. Total operating costs as a % of assets under management

Country	2007	2008	2009
Australia	0.03	0.07	0.18
Belgium	0.00	0.00	0.00
Canada	0.13	0.17	0.19
France - FRR	0.17	0.19	0.18
Mexico	0.04	0.03	0.03
Norway	0.05	0.09	0.09
New Zealand	1.04	0.84	0.57
Poland	0.04	0.01	0.02
Portugal	0.08	0.08	0.08
Sweden - AP3	0.13	0.14	0.17
United States	0.25	0.24	0.24

Source: OECD Global Pension Statistics.

54. OECD の 2008 年報告書で調査された 8 つの準備基金のうち 6 機関は、UNFPFI の責任投資原則の署名機関 (カナダ、フランス、アイルランド、ニュージーランド、ノルウェー、スウェーデン) である。GPIF はこの分野における国際的な仲間に加わっていないことになる。

## 2.戦略的資産配分

### OECD ガイドラインの内容

55. OECD ガイドラインは、年金基金の戦略的資産配分は、基金の運用目的を達成するために設定されるべきとしている。資産配分は、資産運用方針書に組み込まれ、少なくとも 3 年毎の定期レビュープロセスも含まれるべきである。

56. OECD 諸国の準備基金は、ハイリスク・ハイリターンの株式、その他の資産への高いエクスポージャーの傾向がある。いくつかの事例では、不動産、未公開株、ヘッジ・ファンド、コモディティ、その他のオルタナティブ投資が含まれている。オーストラリア、カナダ、フランス、アイルランド、ニュージーランド及びノルウェーの準備基金は 2009 年末時点で、ポートフォリオの 50%以上をこの種の資産で運用している。外国への投資も増大させている。例えば、2009 年末時点で、ニュージーランド、スウェーデン、フランス、ポルトガル及びカナダは株投資の 70%以上が外国向けである。

### GPIF についての分析

57. 年金財政における長期の運用利回りが 3.2%から 4.1%に変更されたにもかかわらず、結果として運用目標が変更されなかったことにより、GPIF の戦略的資産配分に変更がなされなかったことは興味深い。ここでも、組織の独立性が問題であろう（現状では、ポートフォリオのターゲットを変更するには、厚生労働省及び財務省の承認を必要とする中期計画の変更が必要）。

58. 現在、資産の 67%は国内債券、11%は国内株式、8%が外国債券、9%が外国株式、5%が短期資産(liquidity)に充てられており、OECD 諸国の準備基金の中でより保守的なポートフォリオの一つとなっている。OECD の 2009 年の対日経済審査では、現在のポートフォリオが GPIF が予定している収益を上げることが出来るか疑問であるとしている。

59. 戦略的資産配分は、公的年金制度の負債を全く考慮していないようにも見受けられる。OECD は、運用戦略及び基金の目的を展開するうえで、負債の考慮は重要と位置付けている。したがって、GPIF は、長期間、リスクと資産・債務の不一致にさらされることになるだろう。

## 3.受託者責任：多様化＋リスク管理

### OECD ガイドラインの内容

60. OECD ガイドラインは、運用目的の達成への道筋は、適度の多様化とリスク管理等の

必要性を考慮しつつ、受託者責任標準を満たすものでなければならないとしている。

61. 準備基金は通常、多様性の確保あるいは企業の直接のコントロールを回避することを目的とした追加的規制に直面している。

## **GPIF についての分析**

62. GPIF が策定し、厚生労働省の承認を得た中期計画において、GPIF の運用は主として国内で発行される株・債券に限定されている。運用方針は、オルタナティブ投資への配分をすべて除外し、デリバティブはヘッジ目的のみに認めている。運用委員会も追加的運用制限を設けている（外国債のポートフォリオは外国株より少なく、外国株のポートフォリオは、国内株より少なくなければならない）。このような規則にはあまり明確な正当性はない。OECD 諸国の準備基金の中でも特異である。

63. 運用方針は、一企業が発行した証券の保有に 5%のシーリングを設けており、特定の企業の株の保有も 5%に制限している。これは、同様の準備基金や OECD の慣行に概ね合致しているが、資産の規模に鑑みると、実務的ひっ迫をもたらさう（たとえば、GPIF に収益金に対する低い割合で多くの運用を強いる）。これは、非公開株への投資も妨げているだろう。また、GPIF は直接株主の権利を行使することは期待されていないが、運用を任せている民間金融機関を通じてのみ権利を行使することができよう。

64. 国債への高いエクスポージャーを前提として、現在の資産運用が十分に多様性を提供しているか否かはもうひとつの重要な疑問である。同問題は、本ペーパーが扱う範囲を超えているので、日本政府の債務負担が増加していること及び国民の一般的リスクに対する理解に照らして慎重に検討されるべきである。資産の規模に鑑み、GPIF の運用戦略の変更可能性がもたらす金融市場への影響も併せ慎重に評価すべきである。

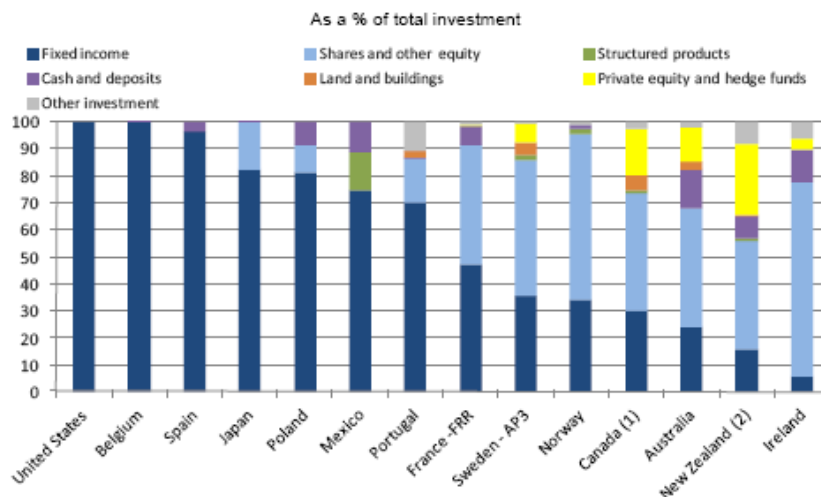
65. GPIF に明らかに欠けているのは、リスク管理の観点である。運用収益目標は設定されているかもしれないが、どのようなリスク要因を背景に投資するのかについては触れられていない。ただ基本ポートフォリオにおいて、GPIF が引き受けるべき投資リスクの大きさを定めているようである（アクティブ運用 30%未満、パッシブ運用 70%以上）。カナダ年金制度投資委員会（CPPIB : Canada Pension Plan Investment Board）などの高度に整備された年金基金の場合には、運営上のリスクバジェットの最大化を図っている。一方、GPIF の場合は、仕組みを整備して収益を増やそうという試みすらないように思われる（つまり、GPIF の規模や長期的な投資スタンスという特性を活かしていない）。リスク管理が考慮されていないという点から、GPIF は自らをリスクの低い基金とみなしていると思われる、そのためリ

スクを十分に検証していないのかもしれない。GPIF は、莫大な日本国債の保有が意味するリスク（OECD では、国内資産への偏向と国内での資金力をもってしても、公共部門の債務水準の上昇を踏まえると、このリスクは現実的なものと捉えている）を実際に検討しているのだろうか<sup>1</sup>、それともやはりリスクの低いポートフォリオだと思い込んでいるのだろうか。

66. 異なる資産運用戦略のプロ・コンを比較考量する際、GPIF は保守的なポートフォリオの運用から始め、主としてあるいは専ら新株引受権や公的企業の貸付に投資し、その後、徐々により積極的な投資政策に移行していった先輩格のいくつかの準備基金の経験を受け入れることができよう（例えば、カナダ、韓国、ノルウェー）。より新しい準備基金（フランス、アイルランド、ニュージーランド、スウェーデン）は全て、少なくともまとまった額の株式運用を含む多様なポートフォリオから始めている。

67. これらの基金のいくつかは 2008 年の金融危機で打撃を受けたが、2009 年には、大半が損失のほぼすべてを取り戻し、運用戦略に大きな変更を強いられた基金は皆無であった（2 つのアイルランドの銀行への資本注入を支援するために運用を変更したアイルランドの基金を例外として）。これらの経験は、運用収益戦略が適切に説明され、根拠が示される限りにおいて、より高いリスクに世論の承認を得ることが可能であることを示している。

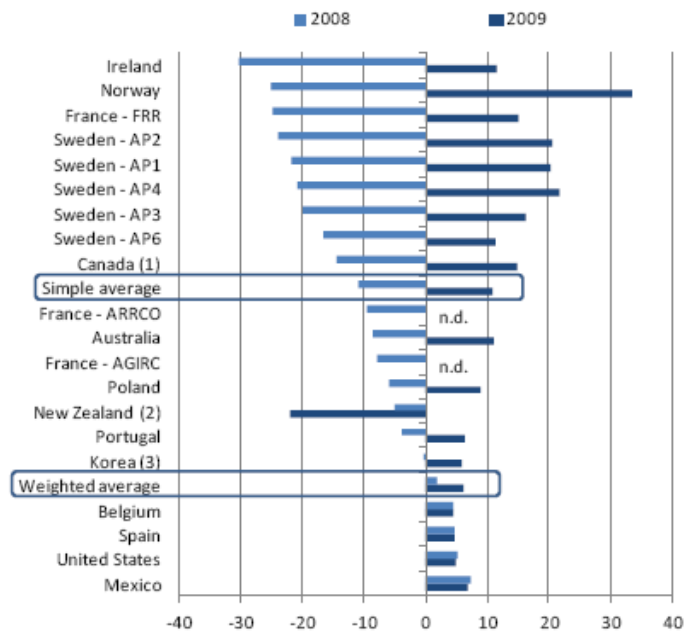
Figure 12. Asset allocation of public pension reserve funds in selected OECD countries, 2009



Source: OECD Global Pension Statistics.



Figure 11. Public pension reserve funds' nominal net investment returns in selected OECD countries, 2008-2009 (%)



Source: OECD Global Pension Statistics.

Table 3. Nominal and real average annual PPRF returns in selected OECD countries over 2005-2009 (%)

Country	5-year average return	
	Nominal	Real
Belgium	4.4	2.2
Canada	5.7	3.8
France - FRR	2.5	0.9
Ireland	1.5	-0.6
Korea	4.7	1.7
Mexico	7.5	3.0
Norway	5.9	3.7
New Zealand	2.9	-0.1
Poland	6.9	4.0
Portugal	3.6	1.7
Spain	4.6	1.9
Sweden - AP1	4.8	3.3
Sweden - AP2	5.1	3.6
Sweden - AP3	4.8	3.3
Sweden - AP4	5.0	3.5
Sweden - AP6	5.6	4.1
United States	5.2	2.6

Source: OECD Global Pension Statistics.

68. GPIF のより一層の多様化は少なくとも考慮されるべきである。Mitchell が要約しているように、「国が成長するにつれ、高齢社会への約束の形で義務への認識が高まる。これは世界的規模での株の収益と、資金が枯渇するシステムのリスクとのトレード・オフに関し、

より洗練された方法の必要性も引き起こす。要するに、公的に運営されている基金の受託者はより良い運用成績の理論的根拠、国際的多様性の価値及びより積極的運用の機会費用について一層認識を高めていかなければならない」。

69. GPIF と厚労省は、基金のポートフォリオが建前通りに低リスクなのか、基金の規模及び長期運用の性格が、より長期のより流動性の低い資産（インフラ、未公開株等）での運用でそれに見合った低収益を許容できるのかを十分検討すべきである。

GPIF は、知見をインハウスで蓄積する能力を持ち、**liquidity premium** を持つ資産を扱うことを認められることで、その規模を有利に使える（例えば、ポートフォリオのわずか 1% のシフトが資産の大きな絶対額を意味する）。

70. 最後に、この多様化は、単により高い業績を出す以上の利益をもたらすことが出来る。GPIF は、国際的に認知され、国際的な運用機関のリーダーとなる能力を備えている。真に長期の運用に取り組むこと（例えば、単に四半期ごとの実績ではなく、長期実績を公表する。）は、日本のみならず世界の資産運用業界に重大なインパクトを与えることが出来るだろう。これは未公開株、インフラストラクチャー、新興国市場等の世界的に発展している分野への投資において世界の最高レベルの運用専門家と競争できる運用専門家グループを生み出すことにつながり、東京をポートフォリオ・マネージメントにおける優れたセンターに発展させることも寄与しよう。

71. コーポレートガバナンスに関する OECD の研究では、豊富な知識と適切な動機を備えた機関投資家を含むグローバルな資本家構造が、資本主義体制の中で政府機関に関わる摩擦を減じるとする世界的なコンセンサスが醸成されてきていると主張している<sup>2</sup>。独立系でパフォーマンスの高い公的年金準備基金は、こうした役割を果たすのに相応しく、日本以外の国ではすでにそのように実践している。GPIF の役割と体制を見直すことで、関係者すべてにメリットをもたらすプロセスに弾みをつけることになる。

#### IV. 結論

72. GPIF は、日本の年金準備基金が特殊法人を通じた大型公共事業等への融資（訳者注：財政投融资制度を意味する）から独立性の高い金融収益に基づいた（つまり、より政治的に独立した）投資構造への移行を円滑に進めることを目的として設立されたが、GPIF の統治構造は国際的に優れた慣行に達しておらず、その運用成績を抑制しているおそれがある。

73. GPIF は、統治やリスク管理に関する OECD ガイドラインのいくつかには適合しているものの、すべての準備基金に向けた主要な勧告、すなわち、真に自律的で政治的影響から

独立し、監督と業務を明確に職務分離し、役員会・委員会・経営陣は適切な専門知識を有すべきである、という勧告には沿っていない。

74. こうした状況にある他国の場合とは異なり、これは GPIF が将来の年金給付以外の政治的な目的・目標のために利用されているということではない。実際、年金準備金を国内の経済開発・インフラ整備の資金に充当するという従来の目的がほぼ達成されたのを受けて、GPIF はまさにその目的に焦点を絞り込むために数年前に設立されたのである。

75. むしろ問題は、GPIF を最終的にコントロールしている厚生労働省が GPIF を目立たない、一見低リスクの、乏しい収益しか上げられない組織にしてしまったのではないか、ということである。

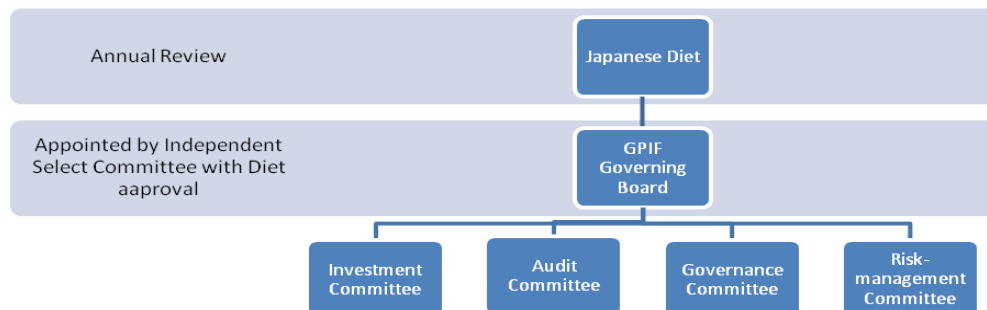
76. 上述のように、GPIF のリスク管理は国際的に優れた慣行に沿ったものではなく、さらには、この政治的監督が GPIF に潜在的な投資機会をみすみす見逃させているような構造を強いているのである。

77. 我々は、GPIF を OECD ガイドラインや国際的に優れた慣行に一層沿ったものにするための、ガバナンスに関する以下の勧告を提言する。このガバナンス改革は運用戦略の再構築を行う前に実施する必要もある。

- (1) GPIF 内の業務機能と監督機能を分離した上で役員会を設置するとともに、透明で職業上の (Fit and Proper 原則に則った) 基準に基づく採用プロセスに従って役員会が選任する CEO と CIO をトップとする別個の業務執行チームを設置する。
- (2) GPIF に、(公務員とは別の) 給与等級や人事政策面の管理を含む、予算・管理の自律性を付与する。GPIF の役員会は年間事業計画・予算を作成し、日本政府（または国会）に提出し、その承認を受けるべきである。
- (3) 役員会のメンバーは厚生労働省が任命すべきであるが、労働団体・経営者団体も任命すべきである。また、国会による任命の承認を要件とすることで、任命に関する追加的コントロールを導入することもできるだろう。役員会には、GPIF の主要な利害関係者あるいは金融業界とは繋がりのない学者や独立コンサルタントなどの外部専門家も含めるべきである。GPIF が事実上世界最大の年金基金である以上、年金分野の世界的リーダーを役員に採用することは可能はずである。
- (4) 役員会の全メンバーを金融や投資の分野の知識を有し、職業上の「Fit and Proper 原則」に則った基準に沿うべきである。新メンバーの就任手続き及び役員の知識と技能を最新の状態に維持するための研修プログラムがあるべきである。

- (5) 役員に関して、職務遂行に必要な基準や任期、解任の時期・方法に関する明確なガイドラインなどを規定した透明かつ正式の手続き（独立の選考委員会・公聴会、厚生労働省または国会の承認）を定めるべきである。
- (6) GPIF に対する政府の責任を明確にすべきである。厚生労働省は、公的年金制度の運営責任を負っている以上、GPIF の全体的な運用目標を（GPIF との協議の上で）定めるとともに、GPIF に対する年次監督検査を実施すべきである。厚生労働省は、運用目標や公的年金プランの年金数理的評価に沿った GPIF の長期運用実績目標も設定すべきである。
- (7) GPIF の役員会は、GPIF の継続的な目標収益率とリスク許容度を定めるべきである。役員会はこれらの目標を達成するための戦略的資産配分を設定すべきであり、一方、運用委員会は外部運用者の選定、パッシブ運用かアクティブ運用かの決定、特定の資産の選択、戦略的目標に沿った戦術的資産配分の管理に責任を負うとともに、GPIF の運用に関して日常的責任を負うべきである。
- (8) GPIF の役員会は、運用委員会の助力を得て詳細な運用方針書を作成・公開し、定期的に見直しを行うべきである。
- (9) 運用委員会は、GPIF の統治主体に組み込まれるべきであり、全委員が運用知識及び学識を含むその他の関係する専門的経験を有することを厳格に求めるべきである。透明な選任・解任プロセスを定めるべきである。
- (10) 運用委員会には、CEO、CIO 及び出来る限りその他の運用幹部責任者や理事長等の常勤職員を含めるべきである。外部専門家は非常勤として委員会に出席すべきである。労使の代表を運用委員会に含めるべき特段の理由は見当たらない。労使の代表は役員会に移動させるべきである。
- (11) 他の統治機関（監査委員会、統治委員会、リスク管理委員会など）を設置すべきである。
- (12) リスク管理は、外部運用者自身のリスク管理や外部委託リスクを重視して強化すべきである。
- (13) GPIF の役員会は厚生労働省と国会に年次報告を行うべきである。
- (14) 長期や四半期の運用収益、詳細な運用方針書、行動規範、利益相反に関する方針書の公開など、GPIF の情報公開を改善すべきである。
- (15) 資産運用の管理プロセスのガバナンスの具体的な細部にもいくつか改善が必要である。特に、GPIF は厚生労働省が設定した長期収益目標に照らしつつ、戦略的資産配分と関連させて、透明、マーケット・ベース、継続的な収益目標及ベンチマークを設定する必要がある。

## GPIF のガバナンス構造に関する OECD の提案



78. 本稿の目的は、GPIFの資産運用方針の立案のための具体的な提案を行うことではないが、ガバナンスが改善された暁に考慮すべき事項として、以下の諸点がある。

- (1) GPIF は、国債への高いエクスポージャーを前提とする現在の運用方針が十分に多様であるかを検討すべきである。同問題は、本ペーパーが扱う範囲を超えているので、日本政府の債務負担が増加していること及び国民の一般的リスクに対する理解に照らして慎重に検討されるべきである。資産の規模に鑑み、GPIF の運用戦略の変更可能性がもたらすマクロ経済への影響も併せ慎重に評価すべきである。
- (2) GPIF は、資産配分を多様化する中で、少額の資金を外国のものも含め長期のより流動性の低い手段（less liquid instruments）に配分することが長期の収益目標達成により近づくのかを検討すべきである。
- (3) 運用委員会により設定された外国証券での運用への現在のシーリングの妥当性は、GPIF の運用目標を考慮して金融の視点(on financial grounds)に立って証明されるべきである（外国債券のポートフォリオは外国株式より少なく、外国株式のポートフォリオは、国内株式より少ない）。
- (4) 運用方針は、GPIF が国内経済及び金融安定性に及ぼす影響の可能性を考慮し、環境、社会及びコーポレートガバナンス（ESG）の要素を含むべきである。GPIF は国連の責任投資原則の署名機関になることができよう。

## 注

3 実際、OECD は政府債務に関して日本政府より悲観的な見通しをしている。2017 年の総金融債務の GDP 比を、レファレンス予測の 168%に対し、208%と予測している。

4 GPIF に関していうと、基金のリスクは基金の最終的なプリンシパルないしオーナーである日本国民が負う。これは、日本の公的年金制度の掛け金が見込みより高くなるとか、年金支給額が見込みより少なくなるとか、あるいはその両者という形で顕在化し得るものである。GPIF が管理しなければならないのは財務リスクだけではない。これだけ巨額の基金を管理する業務リスクや評判リスク（国民の信頼を維持する必要性）もある。

5 Ambachtsheer (2006) を参照。本稿はオーストラリア、ニュージーランド、カナダ、米国、欧州の年金基金を対象としたものである。その分析にあたっては、良い統治を測る目安として、自らの統治の効果に関する年金基金の幹部自身の意見を、そして運用成績を測る目安として、パッシブ運用の収益率を用いている。結論は、年金基金の CEO（または同等者）の主張によれば、統治が「悪い」か「良い」かにより年間収益率は 1~2%もの差が出るというものである。著者は、これは過小評価の可能性が大きいと注記している。

6 Impavido (2002)、Impavido and Palacios (2000)、Unseem and Mitchell (2000) を参照。

7 「ガイドライン」は <http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf> で見るができる。

8 「ガイドライン」は <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf> で見るができる。OECD の統治と投資に関する基準は、国際社会保障協会（ISSA）作成の「社会保障基金の運用のための ISSA ガイドライン」（ISSA、2005 年）にも全面的に合致している。ISSA ガイドラインは統治と投資の各問題を扱っており、OECD のガイドラインを青写真として利用している。

9 しかし、本稿で行っているように、準備基金を国際的に比較することはできる。

10 分離型統治モデルの潜在的な欠点の 1 つは、運用が社会保障制度の年金数理・支給機能と切り離されてしまうことである。他方、準備基金の主な目標は比較的長期にわたる課税標準化の促進に資することであるから、独立した統治機関は長期の運用目標に注力することができる。

11 政府の指示に基づき、目標の長期収益率は、年間公的年金支出額に対する準備金の比率を安定的に維持するに足る水準とされている。この結果、GPIF は実質の長期収益率目標を

賃金上昇率より 1.1% 上回ること（すなわち、実質年率 2.2%、名目で 3.2%）としている。「OECD 対日経済審査報告 2009 年版」によれば、予測は景気情勢や人口動態に関する想定に左右され、想定に届かない場合には将来的に追加的な改革が必要となる可能性がある。2009 年の予測は（2004 年の予測 3.2% を上回る）4.1% の収益率と（同 2.1% を上回る）2.5% の賃金上昇率を想定しているので、運用収益率と賃金上昇率の差は 1.1% から 1.6% へと拡大している。

12 社会保障機関の場合、通常、統治機関に 3 者（政府、雇用主、被雇用者）の代表が入る。

13 詳細は（Stewart、2010）を参照。OECD/IOPS「年金基金のリスク管理制度のための優良慣行（*Good Practices for Pension Funds' Risk Management Systems*）」（OECD、2010—近刊）も参照。

14 運用方針書は資産負債のマッチングに必要な望ましい資産構成を明示すべきである。また、運用委員会の役割と構成、投資の記録方法、短期・長期の運用成績指標、これらの指標をクリアするために利用可能な資産ユニバース、リスク許容度・指針、報告・コンプライアンス体制・運用成績評価なども記載できる。特に長期の運用成績指標は年金プランの長期的な目標積立比率に見合ったものにすべきである。

15 情報開示の柱の 1 つは、基金の年度内の運用業務について説明するとともに財務諸表や独立監査人の監査報告書を記載した年次報告書である。すべての準備基金は、年次報告書の公表と広範な資産クラス別のポートフォリオ配分、運用成績、業務費用などに関する情報開示が義務付けられている。

16 一部の国の準備基金は統治委員会その他の役員会のメンバーに報酬を支払っている（公務員として報酬を受ける場合が多い）。無報酬の国もある。GPIF の場合、その規模や潜在的な影響力を考えると、役員に名を連ねることは名誉なので、無報酬にすべきである（利益相反の問題解消に資することになり、公務員給与規制も関係がなくなる）。

17. OECD 対日経済審査報告書 2009 では、予測は経済および人口動態の想定に左右されやすく、想定を満たさない場合には、将来的に更なる改革が必要になる場合もあると指摘している。2009 年度の予測に用いた前提条件は、投資収益を高め、4.1%（2004 年予測では 3.2%）、賃金上昇率を 2.5%（同 2.1%）とし、これにより運用収益率と賃金上昇率の格差は 1.1% から 1.6% に拡大している。

18. Mitchell et al（2008）は、年金準備基金に関する分析で次のように述べている。「この分

析から明らかになった重要なことは、ペイアウトを考慮しない投資方針は、誤解を招く恐れがあると同時に、潜在的に次善の投資策だという点である。したがって、ここで学ぶべき教訓は、運用会社は効果的なリスクとリターンの境界に注意を払うことに加えて、その他の目標（例えば、収益が落ち込んだ際に、特定の世代の税負担を急激に重くしない）を達成するように資金力も考慮しなければならない」

19. オルタナティブ商品への投資は、金融機関などと信託契約を結ぶことで認められる。ただし、現在はオルタナティブ商品への投資はなく、基本ポートフォリオの枠内での投資にとどまらない場合は、中期基本計画の変更を伴うので、厚生労働省の承認を得なければならない。

20. OECD 対日経済審査報告書 2009 からの抜粋：今後の財政状況の正常化と借入需要の回復は、長期金利全体の上昇を伴う可能性がある。仮に日本の長期金利が 2010 年末までに 2.2% に上昇した場合、債務総額は対 GDP 比で 200% に達すると OECD では予測する（純債務では 100% だが、それでも OECD 諸国の中で最も高い）。そして債務水準の上昇によって、今後、金利の大幅上昇リスクが高まる。日本の場合、見通しはここ数年間にわたる金利の引き下げと低金利政策という要因が今後も継続するか否かにも左右される。国内資産への依存が後退し、金融機関の国債買入れが減少すれば、金利の上昇につながる。今後の金利上昇リスクによって、日本が抱える財政赤字問題の克服に向けた取り組みの緊急性は増す。

21. 長期的なデータが揃っている国の場合、パフォーマンスを表す指標は、いくぶん明るく見える。例えば、メキシコ社会保険庁（IMSS）の年金積立金は過去 10 年にわたって、年平均 8.8% の名目収益率を上げてきた。また、ポーランドの年金積立金（Polish Demographic Reserve Fund）は 8.5%、ノルウェーの公的年金積立金は 6.8% の収益を上げている。

22. Mitchell et al（2008）は、収益率が 3 パーセントから 4 パーセントへ 1 パーセントポイント上昇すると、GPIF の最終的な積立金が 2100 年の時点で 11 倍に増大すると述べている。

23. ウスキ（2002）も、日本の家計部門はリスク資産へのエクスポージャーが低いため、GPIF がこうしたエクスポージャーを獲得し、国内のリスクキャピタルを増やす効果的かつ総体的なメカニズムとして機能することもできると指摘している（注：米国の社会保障基金に関連しては、これとは逆の議論がなされることもある）。

24. 「カナダの年金基金に関する最近の研究では、基金内部による資産運用の割合が高い方が、パフォーマンスが良いことが明らかになった。過去 10 年間、カナダ国内の 9 つの公共セクターの年金基金が年率平均 5.5% の運用収益を確保する一方、外部の運用会社を積極的



に活用した米国の上位 8 つの年金基金の場合は、年率平均 3.2%の収益に留まっている」  
(Wong 2010 参照)

25. 注：OECD は社会的責任投資（SRI）を直接的に奨励するものではないが、そうした投資スタンスは、日本政府がアフリカなどの地域への海外投資を増やすという目標達成に寄与するものである。

26. OECD の報告書『Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis』を参照  
<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>

## 参考文献

Ambachtsheer, K. (2006), 'Pension Fund Governance Today: Strengths, Weaknesses and Opportunities for Improvement', *Financial Analysts Journal*

Ambachtsheer, K. (2007), 'Japan's Government Pension Investment Fund (GPIF): Should it Become a 'High-Performance' Organisation?', prepared for Nomura Institute of Capital Market Research, <http://www.nicmr.com/nicmr/english/publications/001.pdf>

Blundell-Wignall, A., Hu., Y., Yermo, J. (2008), 'Sovereign Wealth and Pension Fund Issues', *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions* No.14 <http://www.oecd.org/dataoecd/8/10/40345767.pdf>

Carmichael, J., Palacios, R.J., (2003), 'Managing Public Pension Funds: A Framework', [http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Carmichael\\_Palacios--pension\\_fr\\_mwrk--doc.pdf](http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Carmichael_Palacios--pension_fr_mwrk--doc.pdf)

Impavido, G. (2002), *On the Governance of Public Pension Fund Management*, World Bank Policy Research Working Paper No. 2878; August 2002. [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/TW3P/IB/2002/09/27/000094946\\_02091705491553/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/TW3P/IB/2002/09/27/000094946_02091705491553/Rendered/PDF/multi0page.pdf)

ISSA (2005), *Guidelines for the Investment of Social Security Funds*, available at <http://www.issa.int/pdf/GA2004/2guidelines.pdf>.

Lu,B., Mitchell, O.S., Piggott, J., (2007), 'Notional Defined Contribution Pensions and Public Reserve Funds in Ageing Economies', [http://www.esri.go.jp/jp/prj-2004\\_2005/macro/macro17/07-1-R.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/prj-2004_2005/macro/macro17/07-1-R.pdf)

Mitchell, O., Piggott, J., Kumru, C., (2008), 'Managing Public Investment Funds: Best Practices and Remaining Questions' [http://www.esri.go.jp/jp/workshop/080821/02\\_02\\_01.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/workshop/080821/02_02_01.pdf)

Musalem, A. and Palacios, R.J. (2004), *Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies*, Washington, D.C., The World Bank.

OECD (2010 – forthcoming), ‘OECD/IOPS Good Practices of pension funds’ risk-management’

OECD (2009), ‘*Guidelines on Pension Fund Governance*’

<http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf>

OECD (2006), ‘*Guidelines on Pension Fund Asset Management*’

<http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>

OECD (2004), ‘*Principles of Corporate Governance*’

<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>

OECD (2005b), *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, available at

<http://www.oecd.org/dataoecd/46/51/34803211.pdf>

Sakamoto, J. (2005), ‘Japan’s Pension Reform’, *Social Policy Discussion Paper No. 0541*, Washington,

D.C., The World Bank, December 2005

Stewart (2010), ‘Pension Funds’ Risk-management Framework: Regulation and Supervisory Oversight’, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*

<http://www.oecd.org/dataoecd/35/43/44633539.pdf>

Useem, M., Mitchell, O.S., (2000), ‘Holders of the Purse Strings: Governance and Performance of Public Retirement Systems.’

<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/00/0008.pdf>

Usuki, M., (2002), ‘The New Investment Management Scheme for Japan’s Public Pension Fund’

<http://www.nli-research.co.jp/english/economics/2002/eco0204b.pdf>

Vittas, D. Impavido, G., O’Connor, R., (2008), ‘Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds’,

[http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/TW3P/IB/2008/05/12/000158349\\_20080512143923/Rendered/PDF/wps4499.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/TW3P/IB/2008/05/12/000158349_20080512143923/Rendered/PDF/wps4499.pdf)

Wong, S., (2010), ‘Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors’

<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/07/31/why-stewardship-is-proving-elusive-for-institutional-investors/>

Yang, T., Mitchell, O.S., (2005), Public Pension Governance, Funding, and Performance: A Longitudinal Appraisal”,  
<http://rider.wharton.upenn.edu/~prc/PRC/WP/WP2005-2.pdf>

Yermo, J. (2008), ‘Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries’, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No.15  
<http://www.oecd.org/dataoecd/26/53/40194872.pdf>

Please cite this paper as:

OECD/Fiona Stewart and Juan Yermo (2010), "Options to improve the governance and investment of Japan's government pension investment fund", *OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions* No. 2010/6, [www.oecd.org/daff/fin](http://www.oecd.org/daff/fin)



OECD WORKING PAPERS ON FINANCE,  
INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS, No. 6

# OPTIONS TO IMPROVE THE GOVERNANCE AND INVESTMENT OF JAPAN'S GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND

By Fiona Stewart and Juan Yermo



December 2010

## **OECD WORKING PAPERS ON FINANCE, INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS**

The **Finance, Insurance and Private Pensions** working paper series contains selected studies on finance, insurance and private pensions policy prepared for dissemination within the OECD and interested audiences to stimulate discussion and further analysis in the areas covered. The studies provide timely analysis of and background information on structural issues, developments and policies in the area of financial markets, insurance and private pensions, including financial education.”

The papers are generally available only in their original language - English or French - with a summary in the other if available.

The opinions expressed in these papers are the sole responsibility of the author(s) and do not necessarily reflect those of the OECD or the governments of its member countries.

Comment on the series is welcome, and should be sent to either [daf.contact@oecd.org](mailto:daf.contact@oecd.org) or the Financial Affairs Division, OECD, 2, rue André Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16, France.

**OECD WORKING PAPERS ON FINANCE, INSURANCE AND PRIVATE PENSIONS**  
are published on [www.oecd.org/daf/fin/wp](http://www.oecd.org/daf/fin/wp)

© OECD 2010

Applications for permission to reproduce or translate all or part of this material should be made to:  
OECD Publishing, [rights@oecd.org](mailto:rights@oecd.org) or by fax 33 1 45 24 99 30.

## ABSTRACT / RÉSUMÉ

### **Options to Improve the Governance and Investment of Japan's Government Pension Investment Fund**

This paper suggests avenues for strengthening the governance and management of the Japanese Government Pension Investment Fund (GPIF), the largest single pool of pension assets in the world. The GPIF earned its name in 2006 as part of a major governance reform that aimed at increasing the transparency and autonomy of the fund. While much improved, the new governance structure still falls short of international best practices and in some aspects does not meet some of the basic criteria contained in OECD recommendations, in particular the *OECD Guidelines for Pension Fund Governance*.

*JEL codes:* G18, G23, G28

*Keywords:* pension funds, public pensions, social security, reserve funds, asset management, governance

\*\*\*\*\*

### **Options pour renforcer la gouvernance et la gestion du Fond d'Investissement des Pensions du Gouvernement japonais**

Ce document suggère des solutions pour renforcer la gouvernance et la gestion du Fond d'Investissement des Pensions du Gouvernement japonais, la plus grande réserve d'actifs de retraite du monde. Le Fond d'Investissement des Pensions du Gouvernement a acquis son nom en 2006 lors d'une réforme majeure de la gouvernance dont le but était d'augmenter la transparence et l'autonomie du fonds. Bien que la nouvelle structure de gouvernance se soit fortement améliorée, elle reste en deçà des meilleures pratiques internationales et par certains aspects ne satisfait pas à certains critères de base contenus dans les recommandations de l'OCDE, notamment les *Lignes directrices de l'OCDE sur la gouvernance des fonds de pension*.

*Codes JEL:* G18, G23, G28

*Mots clés:* fonds de pension, régimes publics de retraite, protection sociale, caisses de réserve, gestion de portefeuille, gouvernance

## OPTIONS TO IMPROVE THE GOVERNANCE AND INVESTMENT OF JAPAN'S GOVERNMENT PENSION INVESTMENT FUND (GPIF)

by Fiona Stewart and Juan Yermo<sup>1</sup>

### Executive summary

Japan has a major asset to address the impact of population ageing on its public pension system in the form of the Government Pension Investment Fund (GPIF). The GPIF is the largest pension fund in the world at JPY140tn (USD 1.4tn), representing nearly one quarter of the country's GDP and three and a half years of annual public pension expenditure as of September 2009. The Japanese public pension reserve fund earned its name in 2006 as part of a major governance reform that aimed at increasing the transparency and autonomy of the fund. While much improved, the new governance structure still falls short of international best practices and in some aspects does not meet some of the basic criteria contained in OECD recommendations, in particular the *OECD Guidelines for Pension Fund Governance* (OECD 2009).<sup>2</sup>

The main concerns over the governance structure of the GPIF are the following:

- The GPIF does not appear to be a fully independent, segregated entity. The Ministry of Health, Labour, and Welfare (MHLW) takes on some functions of governing body of the reserve fund. It has some influence over the GPIF's staffing (a few GPIF employees are civil servants from the MHLW) and sets out medium-term goals for the fund. It is also unclear whether the Ministry also plays a role in the formulation and approval of the strategic asset allocation, a key responsibility

---

<sup>1</sup> Fiona Stewart and Juan Yermo are principal administrators in the Financial Affairs Division of the OECD's Directorate for Financial and Enterprise Affairs. Though drawing on OECD Council approved recommendations and other work supported by OECD committees, the views expressed herein are those of the authors and do not necessarily reflect those of the OECD or the government of its Member countries. In particular, the Japanese Government has refrained from making any comments on this paper because it is still considering the issues referred to herein. The authors are solely responsible for any errors.

<sup>2</sup> The Guidelines can be accessed at <http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf>. The analysis also makes references to the *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management* (OECD (2006), which can be accessed at <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>. The OECD governance and investment standards are also fully consistent with the ISSA Guidelines for the Investment of Social Security Funds developed by the International Social Security Association (ISSA 2005), which cover both governance and investment management issues and used the OECD guidelines as a blueprint.



that is in principle under the responsibility of the chairman of the GPIF. At least one aspect of the GPIF's investment policy, passive management, is determined by the MHLW.

- As an Independent Administrative Agency, the GPIF is subject to government wide restraints on operating costs, including controls on the fund's staff remuneration policy – however investment management costs are exempt. This may be creating a bias towards outsourcing, which is not necessarily in the best interests of the fund. Cost controls also explain the GPIF's relatively small staff.
- The GPIF has a Chairman, a Director (Chairman's aide/Counsellor) and two Auditors, which is in line with the Japanese legislation's requirements for Independent Administrative Agencies. However, such a structure is atypical for a pension fund, especially one of the size of the GPIF's. This legislative requirement impedes the clear separation of oversight and executive responsibilities between a Board of Directors on the one hand and a CEO (or/and CIO) on the other. Rather, all oversight and executive powers within the GPIF are effectively concentrated in one person, the Chairman.
- There are no specific written guidelines for the appointment of the chairman of the GPIF. Although the Chairman is required to have experience in economic and financial matters, it is not clear that there are any relevant criteria for the Director and Auditor. The selection process is not transparent, neither are the criteria and processes for removal.
- The GPIF has also established an investment committee of a suitable size (up to eleven members), with the requirement for financial and economic experience. A few are from academia and there are also two representatives each from labour and management. None of the members of the investment committee are full-time investment managers of the GPIF, which apparently results from the cost constraints imposed by the regulations of Independent Administrative Agencies.
- While there is a requirement for an annual independent audit and the GPIF itself has two internal auditors, there is no audit committee. It is not clear therefore how effectively internal control and audit issues are addressed. Risk management is not very developed either (there is no risk committee and it is not clear whether the risk management function is secured).
- There appears to be no requirement for the GPIF's Chairman to draft and publicly disclose the following documents: code of conduct, conflicts of interest rules, and statement of investment policy.
- There are also some specific issues with respect to the governance of the investment management process that call for review such as the current practice of setting a return target linked to wage growth for performance benchmarking purposes.

We suggest the following governance recommendations which would bring the GPIF further into line with OECD guidance and international good practice. Such governance changes would also be required before any restructuring of the investment strategy:

- Separate operational and oversight functions within the GPIF, establishing a Board of Directors and a separate executive team led by a CEO and CIO, who are selected by the Board following a hiring process based on transparent, professional (fit and proper) criteria.
- Grant budgetary and administrative autonomy to the GPIF, –including control over pay grades and personnel policy (separate from the civil service). The GPIF’s Board should establish its annual business plan and budget and submit it for approval by the Japanese government (or Diet).
- Members of the Board of Directors should be appointed by the MHLW, but possibly also by labour and employer associations. An additional control on the appointments may be introduced by requiring the ratification of the appointments by the Japanese Diet. The board should also include some independent experts, such as academics and independent consultants, without ties to the fund’s main stakeholders or the financial industry. Given that the GPIF is in effect the largest pension fund in the world, it should be possible to recruit global leaders in the pension field to this role.
- All board members should have some knowledge in financial and investment matters and should be subject to “fit-and-proper” requirements. There should also be an induction policy for new members and a training programme to ensure that the knowledge and skills set of the Board’s members is kept up to date.
- Transparent, formal appointment procedures should be set out for board members (independent selection committee and public hearings / approval by the MHLW or the Japanese Diet), along with criteria required to fulfill the role, fixed term appointments and clear guidelines for when/ how they may be removed.
- The responsibility of the government vs. GPIF should be clarified. Given its responsibility for the operation of the public pension system, the MHLW should establish the overall funding target of the GPIF (in consultation with the GPIF) and conduct an annual, oversight review of the organisation. The MHLW should also establish a long-term, investment performance goal of the fund consistent with the funding target and the actuarial valuations of the public pension plan.
- The GPIF’s board should alone set the investment policy for the fund, including the ongoing target rate of return, the risk tolerance for the fund and the strategic asset allocation for achieving these targets. The investment committee should be responsible for advising the board on passive vs. active investment and other aspects of the investment policy, selecting external managers, choosing specific assets, managing the tactical asset allocation around the strategic target and have day to day responsibility for the investments of the fund.

- With the help of the investment committee, the GPIF Board should draft and regularly review a detailed statement of investment policy which should be publicly disclosed. The investment strategy should also be reviewed if the investment target changes.
- The investment committee should be turned into an integral governance body of the GPIF and all members should be subject to strict requirements on investment knowledge and professional experience, covering academic as well as other relevant experience. A transparent appointment and dismissal process should be established.
- The investment committee should include some full-time staff of the GPIF such as the CEO, CIO and possibly other senior investment managers as well as the chair of the Board of Directors. External experts should be appointed to serve the committee on an ad-hoc basis. There is no particular reason to have labour or management representatives in the investment committee. The representation of these stakeholders should be transferred to the Board of Directors.
- Other governance bodies (e.g. audit committee, governance committee, risk-management committee) should be established.
- Risk management should be upgraded with greater focus given to external manager's own risk controls and outsourcing risks.
- The GPIF Board should report annually to the MHLW as well as to the Japanese Diet.
- The public disclosure of the GPIF should be improved - including publishing long-term investment returns as well as quarterly numbers, a detailed statement of investment policy, a code of conduct and a conflicts of interest policy.
- Some specific details of the governance of the investment management process also need to be reformed. In particular, the GPIF needs to establish a transparent, market-based, ongoing performance target and benchmark, referencing the long-term actuarial performance goal set by the MHLW and linking it clearly to the strategic investment allocation of the fund.

While the purpose of this report is not to provide specific recommendations on the design of the GPIF's investment policy, there are some issues that should be considered once the governance structure is reformed. These include the following:

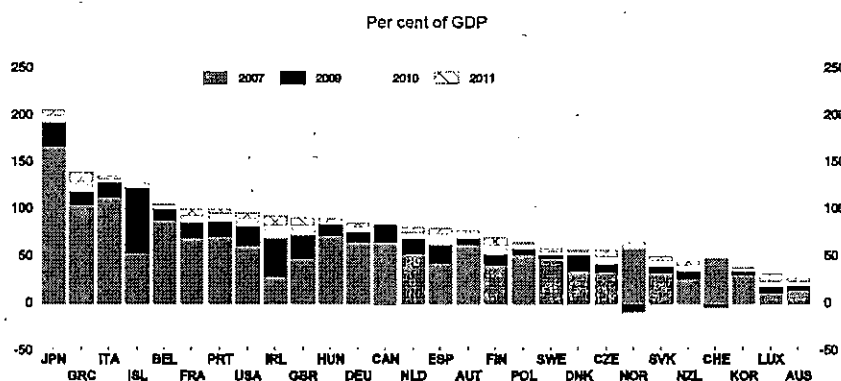
- The GPIF should consider whether the investment strategy as it stands provides sufficient diversification given the high level of exposure to Japanese government bonds. This issue is beyond the scope of this paper and should be considered carefully in the light of the growing debt burden of the Japanese government and the general risk apprehension of the Japanese population. Given the size of the fund, the macroeconomic effects of possible changes in the GPIF's investment strategy should also be carefully evaluated.

- The GPIF should consider whether the long-term performance goal of the fund may be better attained – while improving the fund’s diversification – by allocating a small amount of funds towards long-term, less liquid instruments, including foreign ones.
- The current ceiling set by the investment committee on investment in foreign securities (the portfolio invested in foreign bonds must be less than the portfolio invested in foreign equities which in turn must be less than the portfolio invested in domestic equities) should be justified on financial grounds taking into the account the fund’s performance target.
- The investment policy should consider the fund’s potential impact on the domestic economy and financial stability and it should integrate environmental, social and corporate governance (ESG) factors. The GPIF could become a signatory of the UN Principles of Responsible Investing.

## I. Introduction

The challenges of an aging population and rising government debt levels are not unique to Tokyo – though these issues are particularly pressing for Japan vs. its OECD peers.<sup>3</sup> Population ageing is most advanced in Japan and UN projections show that this is still likely to be the case in 50 years. Japan has also overtaken all other OECD countries in the level of gross debt to GDP. Pension obligations consequently represent a major percentage of the Japanese government’s long-term commitments.

Figure 1.15. Government debt heads higher



Source: OECD Economic Outlook 87 database.

The OECD supports the establishment of reserves to prefund social security benefits in order to help governments respond more effectively to the fiscal pressures from ageing populations (via tax smoothing and raising public savings thereby improving the overall debt position of the government). In addition, international diversification of the reserve fund’s assets can provide (long-term) exposure to other countries experiencing less of a demographic decline and faster growth rates.

<sup>3</sup> Indeed the OECD has a more pessimistic debt outlook than the Japanese government – estimating 208% gross financial liabilities/ GDP in 2017 vs. the Reference Projection of 168%.

Japan is fortunate to have built up significant pension reserves in the previous decades – and indeed now has a major asset in the form of the Government Pension Investment Fund (GPIF) which represents the largest pension fund in the world at JPY140tn (USD 1.4tn) - a major tool for addressing the demographic and deficit challenges of the country. The fund represents nearly one quarter of the country's GDP and three and a half years of annual public pension expenditure.

**Table 2. Size of public pension reserve fund markets in selected OECD countries, 2009**

Type of fund	Country	Name of the fund or institution	Founded in	Assets		
				USD billions	% of GDP	% increase
Social Security Reserve Fund	Canada	Canadian Pension Plan	1997	108.6	8.5	13.8
	France (1)	AGIRC-ARRCO	n.d.	72.4	2.5	n.d.
	Japan (1)	Government Pension Investment Fund	2006	1 137.7	23.2	n.d.
	Korea	National Pension Fund	1988	217.8	26.1	17.9
	Mexico	IMSS Reserve	n.d.	3.6	0.3	3.3
	Poland	Demographic Reserve Fund	2002	2.3	0.5	64.4
	Portugal	Social Security Financial Stabilisation Fund	1989	13.1	5.7	12.8
	Spain	Social Security Reserve Fund	1997	83.4	5.7	4.9
	Sweden	National Pension Funds (AP1-AP4 and AP6)	2000	108.8	27.2	13.2
	United States	Social Security Trust Fund	1940	2 540.3	17.9	5.0
Sovereign Pension Reserve Fund	Australia	Future Fund	2006	51.6	5.9	11.0
	Belgium	Zilverfonds	2001	23.5	5.0	4.4
	France	Fond de Réserve des Retraites (FRR)	1999	46.3	1.7	20.6
	Ireland	National Pensions Reserve Fund	2000	31.0	13.7	38.5
	New Zealand (2)	New Zealand Superannuation Fund	2001	8.3	7.1	-6.7
	Norway (3)	Government Pension Fund - Norway	n.d.	19.0	5.0	32.9
Total selected OECD countries (4)				4 467.7	18.6	7.3

Source: OECD Global Pension Statistics.

How the GPIF is managed is therefore of key importance to the Japanese government and people – as well as for capital markets and companies both domestically in Japan and potentially overseas.

Yet the GPIF is at present being run as a low profile, low cost and seemingly low risk institution. Though reforms of recent years established the GPIF as an independent institution on paper, the governance structure of the fund is sub-optimal and does not conform to OECD recommendations and international good practice, leaving the fund exposed to greater risks than may seem apparent on the surface. As importantly, the current structure and management represent a major wasted opportunity for the Japanese government and society at large.

This paper aims to look at whether the GPIF conforms with OECD guidance and international good practice, and makes recommendations for improving the governance and thereby reducing the risk of the fund, along with suggestions for unlocking the potential of this unique institution.

## II. The GPIF's Governance

Good governance is an important issue for any pension fund as it reduces risk<sup>4</sup> and evidence increasingly suggests that it increases investment returns.<sup>5</sup>

Governance is even more important for public pension funds - including reserve funds. Ensuring good governance of reserve funds is essential to meet their goal of financing public pension systems. Given the size of reserve funds in many countries, their governance has also major implications for the behaviour of the financial system.

A particular concern in the governance of reserve funds is how to ensure sufficient independence from undue political interference as the government can be tempted to use the funds for other purposes than pension financing. Reserve funds are established by the government, which also selects at least some of the members of the governing body, and may influence its decisions, either directly (through regulations), or indirectly, through political influence on the fund's board members and managers.

There is also a large body of literature underlying the importance of governance for the performance of public pension funds<sup>6</sup> – with evidence suggesting that, due to poor governance, the investment performance of public pension funds has been mixed, with many funds obtaining negative real rates of return over an extended period.

How can good governance be ensured? At a minimum, public pension reserve funds should be subject to similar governance and investment management standards as pension funds, following the *OECD Guidelines for Pension Fund Governance* (OECD 2009)<sup>7</sup> and the *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management* (OECD (2006)).<sup>8</sup> The OECD effectively address basic governance and investment

---

<sup>4</sup> In terms of the GPIF, the risk of the fund lies with the ultimate principles or owners of fund - i.e. the Japanese people. This can manifest itself as requirement for higher contributions into Japanese public pension arrangements than anticipated, lower pension payments than anticipated or a combination of the two. Financial risks are not the only ones which the GPIF must control – there are also operational risks of managing such a large fund and reputational risk (i.e. the need to maintain public confidence).

<sup>5</sup> See Ambachtsheer (2006). Using pension funds based in Australia, New Zealand, Canada the United States and Europe, the analysis in the paper is based on pension fund executives' own opinions of how well their governance is working as a proxy for good governance, with pension fund returns over a passive asset benchmark taken as a performance proxy. The conclusion is that "the 'poor-good' governance gap, as asserted by pension fund CEO's (or equivalents) themselves, has been 'worth' as much as 1-2% additional return per annum" – and the authors note that this is likely to be an underestimation.

<sup>6</sup> See Impavido (2002), Impavido and Palacios (2000), and Unseem and Mitchell (2000)

<sup>7</sup> The Guidelines can be accessed at <http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf>

<sup>8</sup> The Guidelines can be accessed at <http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>. The OECD governance and investment standards are also fully consistent with the ISSA Guidelines for the Investment of Social Security Funds developed by the International Social Security Association (ISSA 2005), which cover both governance and investment management issues and used the OECD guidelines as a blueprint.

management issues. However, in the case of reserve funds additional safeguards are needed to promote better protection from political manipulation of the funds. Internal and external governance mechanisms and investment controls can be put in place in order to isolate reserve funds effectively from undue political influence.

The following section of the paper will assess whether the GPIF is compliant with some of the key recommendations in the OECD guidance and international good practice.

## *1. Governing Body:*

### *a) Autonomy*

As the OECD guidelines point out, the governing body of the pension fund is the key body in governance terms. The governing body is the central strategic decision-making organ of a reserve fund. Its main function is approving the investment policy for the fund, and specifically, the strategic asset allocation. The governing body also monitors the executive and operational staff of the fund and is responsible for fulfilling the fund's mission and complying with regulations.

Given the critical importance of the governing body, it is understandable that efforts at insulating reserve funds from political risk have focused on it. The role of the governing body is even more important for public pension funds and especially for reserve funds as they are usually the single players in the sector and hence one cannot readily compare them against their national peers, as is often done with private pension funds.<sup>9</sup> A strong, qualified board of directors, as far as removed as possible from political influence, is therefore an essential feature of a well-governed reserve fund.

Though the OECD recognize that the governing body of a reserve fund may be a government ministry, the board of the social security institution or the board of an entity established expressly for the purpose of investing the scheme's funds, the latter, segregated set-up is preferable as a protection against political interference, especially if a government ministry is responsible for administering the social security scheme. Ideally, reserve funds should be served operationally by an autonomous management entity, dedicated exclusively to the administration and investment of the reserve fund assets. Possible exceptions to this general recommendation are small reserve funds (for which separation may be costly) and funds that by law can only invest in domestic government bonds (for which a separate management entity would not be needed). Even in such cases, however, there should be a department in the government ministry or the social security institution exclusively dedicated to the reserve fund.

Such a segregated governance model of reserve funds (which operates in countries such as Canada, France, Ireland, New Zealand and Sweden) presents some important advantages over the integrated model where the fund is under the direct control of government or the social security institution:<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> One can, however, compare reserve funds across countries, as is done in this paper.

<sup>10</sup> One potential drawback of the segregated governance model is that investment management is separated from the actuarial and payments functions of the social security system. On the other hand, as the main goal of

- There is less scope for political interference in the management of the reserve fund. Under the segregated mode, key decisions, such as the strategic asset allocation are decided by an autonomous entity at arm's length from government and the social security institution;
- There is greater clarity in mandate and objectives, without any other policy goals than the investment of the reserve fund's assets. For example, under the segregated model, the governing body is not responsible for contributions and benefit payouts;
- There is greater transparency and accountability of a segregated fund's governing body. The focus on investment management raises the visibility of the board's action and allows an effective measurement of its performance;
- It is easier to attract qualified investment professionals than to a social security institution. An autonomous management entity may be able to apply a different salary scale than the one in place in the social security institution and may also be able to avoid many of the latter's bureaucratic procedures.

### **GPIF**

In principle, Japan's reserve fund follows the preferred model of segregated governance. The GPIF is established as an Independent Administration Institution. However, its role is to administer the tasks based on the medium term objectives and plans instructed and approved by the Minister of Health and Welfare, including key strategic objectives such as the target rate of return<sup>11</sup> and a requirement to rely primarily on passive (index) funds to implement the investment strategy. Therefore the GPIF decision making is limited to what has been authorized by the Minister in charge – i.e. it is not a fully independent, segregated entity and therefore not in line with OECD recommendations or international good practice of its peers. The Ministry takes on some functions of governing body of the reserve fund and has some influence over its staffing. As of April 2010, 7 of the 75 staff of the GPIF were from the MHLW. It is also unclear whether the Ministry also plays a role in the formulation and approval of the strategic asset allocation, a key responsibility that is in principle under the responsibility of the chairman of the GPIF. At least one aspect of the GPIF's investment policy, passive management, is determined by the MHLW.

Given the size of the fund and its current investment policy (with an important allocation to assets other than Japanese government bonds), there would be merit in granting more autonomy to the GPIF, in terms of both decision-making responsibilities and budgetary control. Ideally, the Ministry should have a supervision role rather than requiring its approval for decisions taken by the GPIF. Following OECD

---

reserve funds is to help facilitate tax-smoothing over a relatively long time period, an independent governing body can focus on long-term investment objectives.

<sup>11</sup> In accordance with government instructions, the target, long-term rate of return should be sufficient to maintain a stable ratio of reserves to annual public pension expenditure. As a result, the GPIF has a long-term real rate of return target of 1.1% p.a. above the assumed rate of growth of wages (i.e. 2.2% p.a. real or 3.2% nominal based on current expectations). The 2009 OECD Economic Survey of Japan points out that the projections are sensitive to the economic and demographic assumptions and additional reforms may become necessary in the future if the assumptions are not met. The 2009 projection assumes a higher rate of return at 4.1% (compared to 3.2% in the 2004 projection) and a wage growth of 2.5% (compared with 2.1%), thus widening the gap between the return on investment and wages from 1.1% to 1.6%.



recommendations, the GPIF should be in charge of drafting and reviewing regularly – at least every three years - a detailed statement of investment policy.

Decisions of the GPIF are made by the GPIF Chairman, in consultation with a Chairman's Aide (Counselor) and two Auditors (one of whom is from the MHLW), although there is no official Board of Directors. Policy making and operations are under the sole jurisdiction of the Chairman, which implies that the governance of the GPIF is not operating effectively and again that the GPIF is not fully independent. Moreover, the actual authority and responsibility of the senior staff are unclear (as is the relationship with the investment committee – see later discussion).

Table 2: Management entities and governing body of reserve funds

Country	Management Entity	Governing body
Canada	Canada Pension Plan (CPP) Investment Board (a public sector corporation)	Board of Directors of the CPP Investment Board
France	Pension Reserve Fund (FRR)	Supervisory Board of the FRR
Ireland	National Treasury Management Agency	National Pensions Reserve Fund Commission
Japan	Government Pension Investment Fund (GPIF)	Chairman of the GPIF and Ministry of Health, Labour and Welfare
Korea	Fund Management Centre of the National Pension Service (the country's social security institution)	National Assembly
New Zealand	Guardians of New Zealand Superannuation (a public sector corporation)	Board of the Guardians of New Zealand Superannuation
Norway	Norges Bank Investment Management (an arm of the Central Bank) for the "Global" fund and "Folketrygdfondet" (National Insurance Fund) for the "Norway" fund	Norwegian parliament and Ministry of Finance
Sweden	AP Fonden	Board of Directors of the AP Fonden

The lack of a Board of Directors that provides independent, professional oversight is a shortcoming in the governance structure of the GPIF – a gap which cannot be filled by the Investment Advisory Committee (which has no authority).

The governance structure makes it more likely that the fund will stick to rules and will be affected by political considerations, stifling change and innovation. The governance structure of the fund may therefore encourage its low profile, seemingly low risk, conservative nature which may not be addressing risks fully and certainly means that the potential of the institution is under-utilized.

Another way in which this lack of independent governance may be hurting the fund is that costs are not independently controlled – though it should be noted that their absolute levels are relatively low (0.038% AUM). As an Independent Administrative Agency the GPIF decides on its budget but is subject to government wide restraints on operating costs – however investment management costs are exempt. This may be creating a bias towards outsourcing, which is not necessarily in the best interests of the fund. On the one hand some reserves funds (e.g. in Sweden) use external managers for at least part of the funds as

one way of isolating the funds from political pressure. On the other hand, the larger reserve funds (e.g. Norway, Canada) have the scale to build up significant in-house operations. Given the scale and high profile nature of the GPIF, it would be possible to set up a world class fund management operation in-house (taking away possible agency issues, oversight and control risks, or even potential corruption risks in dealing with outside fund managers). The GPIF employs 10 trust banks and 30 investment advisors to manage 70% of assets externally – which seems a large number for what is in principle a simple, largely passive investment strategy. Agency risks, cost control, operational risk and reputational risk may all be increased by this structure.

#### *b) Membership+ Selection*

As the ultimate authority with responsibility for the management of the reserve fund, the composition and functioning of the governing body are the first and main determinant of the fund's performance. An experienced, well-functioning board will ensure that proper monitoring, incentive and control mechanisms are put into place to achieve the fund's objectives.

The OECD governance guidelines note that the membership of the governing body of a pension fund should be subject to minimum suitability (or non-suitability) standards in order to ensure a high level of integrity, competence, expertise and professionalism in the governance of the pension fund. Furthermore, the governing body should collectively have the necessary skills and knowledge to oversee all the functions performed by a pension fund, and to monitor those delegates and advisors to whom such functions have been delegated. While it may not be necessary for all board members to be experts in finance, the board must collectively possess the necessary skills to carry out its oversight function effectively.

Special care needs to be taken with the selection and appointment of the board of reserve funds, given the potential for political interference and the appointment of directors to serve largely as representatives of specific stakeholders.<sup>12</sup> The role of independent directors appears to be even more needed than in private pension funds.

The size of the board is also important. Though it should reflect the nature and scope of the organization, if too large, efficient decision making can be impeded.

Board members should be appointed following a transparent selection and nomination process. While the government often appoints directors to represent non-government interests, it is likely that the influence that the government has on their nomination process seriously limits the ability of the appointed directors to independently execute their functions. One way to reduce the direct influence of government in the appointment of directors and reduce the scope for cronyism is to establish a nominating committee of experts (selected by the government) who in turn nominate the directors of the reserve fund following a transparent recruitment process. This appointment structure is followed by the Canadian and New Zealand reserve funds.

---

<sup>12</sup> Social security institutions usually have tripartite representation in their governing body (governments, employers and employees):

Termination clauses are also important to avoid the capricious dismissal of members of the governing body by government.

### **GPIF**

The composition and selection of the board of the GPIF is not in line with OECD guidance or international good practice. Although the Chairman is required to have experience in economic and financial matters, it is not clear that there are any relevant criteria for the Chairman's Aide (Counsellor) and the two Auditors.

The selection process is not transparent, neither are the criteria and processes for removal. An independent selection process (such as a selection board, parliamentary approval, public hearings) would be preferable. The size and reputation of the fund should allow the GPIF to attract world-class (international) talent.

### **Selection of the governing body of reserve funds**

<b>Country</b>	<b>Fit and Proper criteria</b>	<b>Nominations</b>	<b>Length of appointment</b>	<b>Removal</b>
<b>Canada</b>	Directors are chosen based on financial experience and other criteria.	Directors are appointed by the Finance Minister from a list drawn by a nomination committee.	Directors have three-year terms for a maximum of three terms (9 year maximum).	Directors may only be removed for cause.
<b>France</b>	Two of the twenty members of the supervisory board must be individuals with recognized credentials in fields considered to be relevant to the FRR's stated mission.	Members are appointed by parliament (2), the senate (2), various ministries (4), trade unions (5) and employer and self-employed associations (5).	Members that are not appointed by government authorities have six year terms.	
<b>Ireland</b>	Commissioners must have expertise and experience at senior level in any of the following areas: investment, economics, law, actuarial practice, civil service, trade union representation, etc. Civil servants cannot be Commissioners. A commissioner shall be disqualified from being a member of the Commission where he or she is bankrupt, is convicted of an offence involving fraud or dishonesty,	Commissioners are appointed by the Minister of Finance, except the CEO of the management entity, who is an exofficio member of the Commission.	All Commissioners other than the CEO of the management entity have five year terms, renewable for a second consecutive term.	A commissioner may be removed by the Minister of Finance if the member has become incapable through ill-health of performing his or her functions, or has committed stated misbehaviour, or his or her removal appears to the Minister to be necessary for the

	or is disqualified or restricted from being a director of any company.			effective performance by the Commission of its functions.
<b>Japan</b>	The Chairman and investment committee members must have experience in economic or financial matters.	The Chairman is appointed by the Ministry of Health, Labour, and Welfare.		
<b>Korea</b>	The national assembly is the main governing body.	Not applicable	Not applicable	Not applicable
<b>New Zealand</b>	All board members must have experience, training and expertise in investment management.	Board members are appointed by the Ministry of Finance via a nominating committee.	Board members are appointed for up to 5 years.	Board members can be dismissed for reasons that in the Minister's opinion justifies the removal.
<b>Norway</b>	The governing body is parliament and the ministry of finance.	Not applicable	Not applicable	Not applicable
<b>Sweden</b>	All board members are appointed on the basis of their expertise in asset management.	Directors are appointed by the government. Two are nominated by employee organisations and two by employer organisations. The Chairman and Deputy Chairman are appointed by the government from amongst the members who have not been nominated by the organisations.	Directors have 3 years terms.	There are no rules concerning the removal of board members. The government may remove a Director prior to the expiry of his term in office.

## 2. CIO + Investment Committee

Reserve funds, like pension funds, require a governance structure that ensures an appropriate division of operational and oversight responsibilities. This basic principle of governance is enshrined in both the *OECD's Guidelines on Pension Fund Governance* and *ISSA's Guidelines for the Investment of Social Security Funds*. Both set of guidelines contain similar criteria to implement this objective.

Yet even when reserve funds have achieved a clear oversight-executive separation on paper, in practice some boards are still excessively involved in investment micromanagement. This is often the case where they lack the necessary executive and operational support.

Good governance requires a clear assignment of responsibilities between the governing body and the fund's executive. The composition and organisational structure of the executive matters greatly for the successful deployment of a fund's resources. In particular, the separation of the role of chief executive and board chairman is essential in reserve funds because of the lack of a market mechanism or external supervisor that can ensure effective, ongoing monitoring of the reserve fund's executive. In investment

institutions, two key roles are those of the chief executive officer (CEO) and the chief investment officer (CIO). Many large pension funds have both of these functions, clearly separated from the board of directors, as well as most reserve funds served by autonomous management entities. For instance, the Canadian reserve fund (CPPIB) has a board of directors and an executive team led by the CEO and including also a CIO, CFO and COO.

To further aid and clarify the distinction between oversight and operational roles, an investment committee should be in place. Whereas the board has the responsibility for setting the broad investment strategy and strategic asset allocation, the investment committee is responsible for evaluating and taking decisions on various aspects of the day-to-day investment of the funds, including the selection and oversight of external managers. The investment committee plays a central role in most reserve funds. It advises the governing body on the investment policy and the fund's performance.

The governing body appoints the investment committee from among its own membership, investment officers and external, independent experts. Members of the investment committee need to be knowledgeable about investment matters. It is also important to have representatives of the governing body sitting in the investment committee in order to create an institutional link between the two bodies and ensure smooth communication. For example, it is common for the chairman of the governing body to be a member of the investment committee.

#### **GPIF**

The GPIF has a relatively small staff. As of April 2010, it had 75 employees, compared to, for example, the 566 employees at the Canadian reserve fund (CPPIB). The GPIF Chairman in principle has the triple role of board chairman, CEO and CIO. All these features of the fund's governance depart from what may be considered international good practice. The lack of a clear separation between operational and oversight roles within the fund is a major problem that goes against OECD recommendations. Ideally, the GPIF should have a Board of Directors and there should be a separate management team led by a CEO or equivalent top manager.

The GPIF has also established an investment committee of a suitable size (up to eleven members), with the requirement for financial and economic experience. As of June 2010, the committee consisted of ten members, three of whom were from academia, three from private companies and two from private think tanks. There is also a requirement to have two representatives each from labour and management. A better mix of the investment committee is recommended – again using the size and reputation of the fund to gain world-class talent. Representatives from labour and management would also fit best in a separate board of directors, rather than in the investment committee.

All members of the investment committee also need to be knowledgeable on investment matters and should be subject to strict “fit-and proper” requirements, including investment knowledge as well as professional experience, covering academic as well as other relevant experience. Such requirements do not appear to be in place currently.

None of the members of the investment committee are full-time investment managers of the GPIF, which apparently results from the cost constraints imposed by the regulations of Independent Administrative Agencies. Given the size and the responsibility of the GPIF it would be desirable for some

of the members of the investment committee to be full-time staff of the GPIF (in particular senior investment managers).

As with the governing board, an independent and transparent process of appointment of the members of the investment committee would be preferable.

As discussed, the not fully independent structure and nature of the fund may mean that there is a bias towards external fund management, which is not necessarily in the best interest of the fund.

The oversight, management and operational responsibilities of the GPIF are unclear. The Ministry appears to be involved in operational decisions (via required approval) rather than undertaking an oversight role, whilst the decision-making of the GPIF is not transparent (and is dominated by the Chairman – appointed by the Ministry), and its involvement in operational decisions vs. the investment committee is also unclear. It is not obvious that the investment committee has any real role, with the Chairman ultimately taking investment decisions (not necessarily based on the investment committee's advice). Who sets the investment policy, who sets the strategic asset allocation, who appoints external managers and who is responsible for the day to day oversight of the investments needs clarifying.

### **3. Other Governance Mechanisms**

The OECD guidelines note a series of other governance mechanisms which should be in place, such as:

- **auditors, actuary, custodian:** the governance structure of reserve funds (like that of pension funds) usually also includes three other bodies:
  - an independent auditor should be appointed to carry out an annual audit of the fund. Independent performance evaluations are associated with better investment policies. Internal and external governance and performance audits are essential to increase transparency in the operations of the fund and improve accountability. An internal audit committee should be formed with the responsibility for overseeing financial reporting, the external and internal audit, information systems and internal control policies. It is good practice for reserve funds to have an audit committee that meets regularly to assess the adequacy of systems of internal control, review the fund's accounts and the external auditor's report.
  - in the case of funds that are integrated in the social security institution an actuary would also need to be appointed to carry out the actuarial valuations of the system and analyse the implications of different investment strategies for the system's financing;
  - in most instances, it is also a good practice to appoint a custodian who is in charge of the safekeeping of the assets. The appointment of an independent custodian can also ensure a better protection of the fund's assets and serve as a check on asset manager transactions.

- **Risk-management systems:**<sup>13</sup> risk-based (i.e. proportional) risk-management systems should be in place at reserve funds – including adequate control systems, IT, monitoring and external controls, as well as internal oversight mechanisms (separation of duties, checking etc.). According to the OECD guidelines for pension fund governance (again, in common with the ISSA guidelines), reserve funds should have appropriate control, communication and incentive mechanisms that encourage good decision-making, proper and timely execution.
- **Codes of conduct and conflicts of interest:** control systems should include a code of conduct and mechanisms to address conflict of interest situations (e.g. tight controls on members own investments, including having to report any attempted political interference in investment decisions). A code of conduct for directors, guidelines on conflicts of interest and clearly defined fiduciary duties need developing as either separate plan documents or merged in a comprehensive governance manual. A governance committee could be used to monitor the application of the code of conduct and conflicts of interest guidelines and conduct periodical governance assessments.
- **Disclosure:** transparency and regular review and assessment are essential parts of good governance. This is particularly important for reserve funds which may have a large impact on capital markets and the financial system, and as they do not have clear benchmarks versus which to be judged. Reserve funds should also be required to disclose publicly relevant information and should have procedures in place to address complaints from the general public. The likelihood of mismanagement or undue influence can be drastically reduced if the public is regularly informed about issues such as the governance structure, the financial situation and the performance of the governance framework as well as the financial performance of the fund.
  - A sound statement of investment policies should be produced and at the same time there should be a transparent process for disclosing to the public how the investment policy is being implemented and adhered to.<sup>14</sup>
  - Standardised valuation methods, following international best practices (such as the CFA Global Investment Performance Standards) are also necessary also allow these reserve funds to compare their performance against relevant market benchmarks and against their own target return. In addition to valuing assets at market prices, it is

---

<sup>13</sup> For details see (Stewart 2010). See also OECD/ IOPS *Good Practices for Pension Funds' Risk Management Systems* (OECD 2010 - forthcoming)

<sup>14</sup> The investment policy document should clearly express the desired asset mix necessary to match assets and liabilities. It could also describe the role and composition of the investment committee, how investments are recorded, both short and long-term performance measures, the universe of vehicles which can be used to meet these measures, risk tolerance and guidelines and the reporting, compliance structures and performance reviews. Above all long-term performance measures should be consistent with the long-term target funding ratio of the plan.

important that management fees are accurately measured. Where only some expenses are charged to the fund, the additional costs should be disclosed by the relevant body.

- Reserve funds should be subject to a strict disclosure policy, requiring them to make their annual report publicly available, containing its audited financial statements as well as information on asset allocation and performance.<sup>15</sup>
- Other documents that should be publicly disclosed include the independent audit and the code of conduct.
- Additional oversight may be exerted by relevant public entities (for example, the pension fund supervisory authority) and parliament, as the accountability of the governing body calls for regular reporting of its activities to the relevant government authority (as well as the public at large).

### **GPIF**

The following considers whether the GPIF conforms with the above requirement:

- **Auditors, actuary, custodian:** though an independent audit is carried out, the GPIF has not established an internal audit committee - or indeed other sub-committees which make up a good governance structure (for instance, a governance committee, a risk-management committee). It is not clear that the custodial aspect of the fund is fully independent and therefore in conformity with OECD guidelines and international good practice.
- **Risk-management systems:** the GPIF is currently being run as a low risk fund – therefore it is not clear that a world-class risk-management system is in place. The GPIF does not appear to feel the need for sophisticated risk-management tools or real-time information systems. Again the issue of costs (not being independently set) may be part of the problem. Even with a basic investment structure, the fund would likely benefit from better risk-management analysis. The GPIF would then be able to assess whether it is considering the risks it is facing properly – not just investment risk but also administrative, operational risks, etc.
- **Codes of conduct and conflicts of interest:** codes of conduct are based on a duty of care and a duty of loyalty. Such duties are expressly mentioned in the Japanese reserve fund's statement of investment principles, but it is not clear that separate codes of conduct have been drawn up.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> One of the central pieces of disclosure is the annual report, which describes the fund's investment operations during the year and contains the financial statements and the independent auditor's certification. All reserve funds are required to publish an annual report and to disclose the following information: portfolio allocation, by broad asset classes; investment performance; operational expenses.

<sup>16</sup> Some reserve funds pay their governing and other board members (often remunerated as civil servants). In other countries they serve on a voluntary basis. Given the size, and potential influence of the GPIF, it should be



- **Disclosure:** there is some disclosure from the GPIF (e.g. the GPIF must present its independently audited financial statements to the MOHLW for approval, and then the accounts are disclosed to the general public. The GPIF also discloses publicly on a quarterly basis the result and status of its investments) - but there is room for improvement. Rebuilding trust in the pension system in Japan is important (given the problems with records in previous years). Transparent disclosure from the reserve fund (and showing it is a globally leading institution) would provide an excellent way to achieve this.

### III. Investment

This section will examine the investment strategy of GPIF and its compatibility with OECD guidance and international good practice. The aim of this paper is not to propose an investment strategy for the fund – a highly complex and expert undertaking. Rather, the risks which the current strategy represent will be highlighted and potential ways for reducing these and for unlocking the potential of the fund will be suggested.

#### *a) Investment Policy*

The OECD guidelines note that the governing body of the pension fund should set forth in a written statement and actively observe an overall investment policy, which established clear investment objectives (compatible with the characteristics of the fund). As a minimum, the policy should cover:

- The strategic asset allocation (main asset classes);
- The extent to which external managers may be used and how they are to be selected and monitored;
- To what extent and how active investment management will be pursued; and
- The criteria for assessing the performance of the reserve fund and the different portfolio components.

This is even more important for reserve funds. Reserve funds, like pension funds, require a clear mission statement and measurable objectives to enhance their efficient management and raise the accountability of the governing body. Reserve funds do not normally have national competitors or even peers, as is the case with pension funds. Hence, their performance (including not just investment performance but also their operational efficiency) can only be benchmarked against any initial objectives set or, as far as relevant, against foreign reserve funds. Reserve funds support pension systems that do not have a full-funding goal in mind. Hence, investment objectives may not be readily established with regards to liabilities, time horizon or risk aversion. Reserve funds should have clear mandates and specific measurable objectives, such as funding ratio and investment return targets. The performance of the board should be measured against these objectives.

---

an honour to sit on the board, and members should not need to be paid (which helps conflicts of interest and gets away from civil service pay restrictions)

The setting of restrictions on broad asset classes should be left to the board of the reserve fund as part of the design of the investment policy.

### **GPIF**

The GPIF has a clear mandate, which is to invest the assets so as to contribute to the long-term financing of public pension expenditures. The pension laws state that asset management should be 'safe and efficient from a long term view'. The fund also has a long-term performance goal which is set by the Ministry of Health and Welfare and written into the fund's medium-term goal. The target, long-term rate of return should be sufficient to maintain a stable ratio of reserves to annual public pension expenditure. As a result, the GPIF has a long-term real rate of return target of 1.1% p.a. above the assumed rate of growth of wages (i.e. 2.2% p.a. real or 3.2% nominal based on current assumptions).<sup>17</sup>

While actuarially speaking, such a long-term goal makes sense, from the perspective of an investment manager such a target needs to be translated into returns that can be obtained from market instruments. The GPIF cannot be evaluated for missing a target that is ultimately outside its control (wage growth). The GPIF is the only main public pension reserve fund in the world that has a performance target that is built on non-market instruments. In order to ensure an effective and transparent evaluation of the GPIF and its board, there should also be a market-based benchmark against which the GPIF's performance can be assessed in a transparent and ongoing manner.

There appears to be no requirement for the GPIF to draft a detailed written statement of investment policy, as recommended by the OECD. It is also unclear whether the investment policy of the GPIF is set by the fund's governing body or whether the governing body recommends the policy which is then approved and actually set by the MHLW — i.e. true independence (as recognized by OECD standards and international good practice) is not being met.

The statement of investment policy should clearly distinguish between the long-term target rate of return and the expected return — and hence the benchmark — from the chosen asset allocation. Such a statement, which should be publicly disclosed, should also lay out the investment beliefs underlying the chosen investment policy, the extent to which external managers will be used and how they will be selected and assessed, as well as the methods for performance evaluation, among other issues.

Costs are also not mentioned in the GPIF investment policy. The GPIF does use its scale to ensure that it is a low cost operation (it employed only 75 staff as of 2010, and paid external investment fees of 0.02% of assets under management) — but there is a danger that the GPIF is too focused on cost control (as discussed previously, due to its non-autonomous independent structure) possibly at the expense of returns. Upgrading risk-control and asset management capabilities may be seen as an investment rather than an

---

<sup>17</sup> The 2009 OECD Economic Survey of Japan points out that the projections are sensitive to the economic and demographic assumptions and additional reforms may become necessary in the future if the assumptions are not met. The 2009 projection assumes a higher rate of return at 4.1% (compared to 3.2% in the 2004 projection) and a wage growth of 2.5% (compared with 2.1%), thus widening the gap between the return on investment and wages from 1.1% to 1.6%.

expense which could generate potential returns. The investment mandate, as well as the organisation and governance structure chosen for the GPIF, drives it towards a cost and risk minimizing culture.

Table 4. Total operating costs as a % of assets under management

Country	2007	2008	2009
Australia	0.03	0.07	0.18
Belgium	0.00	0.00	0.00
Canada	0.13	0.17	0.19
France - FRR	0.17	0.19	0.16
Mexico	0.04	0.03	0.03
Norway	0.05	0.09	0.09
New Zealand	1.04	0.64	0.57
Poland	0.04	0.01	0.02
Portugal	0.06	0.06	0.06
Sweden - AP3	0.13	0.14	0.17
United States	0.25	0.24	0.24

Source: OECD Global Pension Statistics.

Six of the eight reserve funds surveyed in the OECD 2008 report are also signatories of the UNEP FI's Principles of Responsible Investment (Canada, France, Ireland, New Zealand, Norway and Sweden). The GPIF may therefore be out of step with its international peers in this area.

#### ***b) Strategic Asset Allocation***

OECD guidelines note that the strategic asset allocation of a pension fund should be put in place to deliver the investment objectives of the fund. The asset allocation should be set in the statement of investment policy and there should be a process for a regular review of that policy, at least every three years.

OECD reserve funds tend to have a high exposure to equity and other asset classes in the higher risk-return spectrum, including in some cases real estate, private equity, hedge funds, commodities, and other alternative investments. In countries like Australia, Canada, France, Ireland, New Zealand, and Norway reserve funds had over 50% of their portfolios in such asset classes as of December 2009. They are also increasingly investing overseas. For instance, as of end 2009, reserve funds in New Zealand, Sweden, France, Portugal, and Canada had over 70% of their equity portfolios invested abroad.

#### ***GPIF***

It is interesting to note that although the long-term rate of return for the fund was adjusted from 3.2% to 4.1% there has been no change in the GPIF's strategic asset allocation because the investment target was unchanged as a result. Again the independence of the organization may be an issue (currently to change the target portfolio it is necessary to change the medium term plan which requires the approval of the MHLW and the MOF).

At present, 67% of the Fund is allocated to domestic bonds, 11% to domestic equity, 8% to foreign bonds, 9% to foreign equities and 5% to short-term liquidity, making it one of the more conservative of the

OECD reserve funds. The OECD's 2009 Economic Survey of Japan notes that it is questionable whether the current portfolio can generate returns consistent with the GPIF's projection.

The strategic asset allocation of the fund also does not seem to have been set with any consideration for the liabilities of the public pension system – which the OECD recognizes as important in developing investment strategies and fund objectives.<sup>18</sup> The GPIF could therefore be exposed to unrealized duration risk and asset-liability mismatch.

*c) Prudent Person – diversification + risk management*

The OECD guidelines note that the approach for achieving the investment objectives should satisfy the prudent person standard, taking into account the need for proper diversification and risk management etc.

The reserve funds usually face additional restrictions intended to ensure diversification or to avoid direct control of corporations.

**GPIF**

The Japanese GPIF's investments are mainly restricted to domestic listed bonds and equities – this being the outcome of the medium term investment plan developed by the GPIF and approved by the Ministry of Health, Labour and Welfare. The investment policy excludes any allocation to alternative investments and allows the use of derivatives for hedging purposes only.<sup>19</sup> The fund's investment committee has also established additional investment limitations (the portfolio invested in foreign bonds must be less than the portfolio invested in foreign equities which in turn must be less than the portfolio invested in domestic equities). There is little apparent justification for such a rule, which is unique among OECD reserve funds.

The Japanese GPIF's investment policy also sets a ceiling of 5% of its assets in securities issued by a single company and it limits its ownership of a given company to 5% of the firm's equity – which is generally in line with its peers and OECD practice – but could provide a practical constraint given the size of the fund (i.e. forcing it to make many investments for a small % of the AUM). This may also prevent private equity investments. The GPIF is also not expected to exercise directly shareholder rights but may do so only via the private financial institutions to whom investment is entrusted.

---

<sup>18</sup> Mitchell et al (2008), in their analysis of pension reserve funds, note that: "The important lesson which emerges from these analyses is that investment policies which fail to take into account the payout paths can be misleading and potentially quite suboptimal. Therefore the lesson is that, in addition to paying attention to the efficient risk-return wealth frontier, fund managers should also take into account the ability of the fund to meet other objectives (e.g. not raising taxes too sharply on any given generation in event of a revenue shortfall)."

<sup>19</sup> Indirect investment in alternatives is allowed via trust contracts with financial institutions, etc. - though currently none are undertaken and would require approval from the MHLW in case such investment would go beyond the basic portfolio, which will require the revision of the mid-term plan.

The other key question is whether the target investment portfolio as it stands provides sufficient diversification given the high level of exposure to Japanese government bonds. This issue is beyond the scope of this paper and should be considered carefully in the light of the growing debt burden of the Japanese government and the general risk apprehension of the Japanese population. Given the size of the fund, the financial market effects of possible changes in the GPIF's investment strategy should also be carefully evaluated.

Where the GPIF clearly falls short is in terms of risk control. Investment returns may be targeted but there is no mention of within what risk parameter. The derivation of the Basic Portfolio seems to define how much investment risk GPIF should undertake (active / passive split less than 30:70). Its more sophisticated peers (e.g. the CPPIB in Canada) work to maximize the operation's risk budget. The GPIF does not seem to have any mechanism for even trying to generate additional returns (i.e. is not using its scale and long-term nature). Given that risk control is not considered, it may be assumed that the GPIF believes it is a low risk fund and consequently may not be examining its risks adequately. Is the GPIF really considering the risk which its huge holding of JGBs represents (which the OECD considers real given the rising level of public sector debt – even with the country's strong 'home bias' and domestic funding ability),<sup>20</sup> or is it just assuming that this is a low risk portfolio?

When weighing the pros and cons of different investment strategies, the GPIF could look at the experience of some of the older reserve funds which started operations with conservative portfolios, invested mainly or solely in fixed income securities or loans to public entities (e.g. Canada, Korea and Norway), but have gradually moved to more aggressive investment policies. The more recent funds (France, Ireland, New Zealand and Sweden) have all started with diversified portfolios that included at least a sizeable allocation to equities.

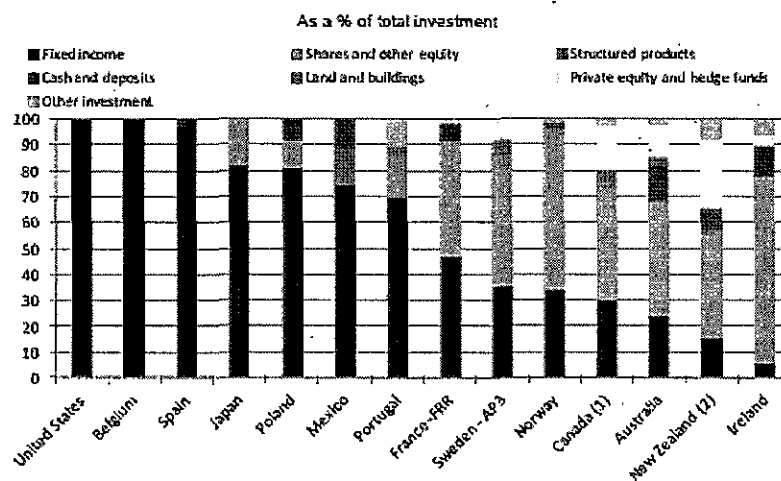
Though some of these funds were hit by the financial crisis in 2008, most recovered almost all of the losses in 2009 (see Figure 11 and Table 3<sup>21</sup>), and none was forced to carry out a major change in its investment strategy (with the exception of the Irish fund which has changed its investments in order to help recapitalize two Irish banks). Their experience shows that it is possible to obtain public approval of a higher risk – return investment strategy as long as it is adequately explained and justified.

---

<sup>20</sup> From 2009 Economic Survey Japan: looking ahead, the normalisation of financial conditions and a recovery in loan demand are likely to involve a general increase in long-term interest rates. Assuming a rise in Japan's long-term interest rate to 2.2% by the end of 2010, the OECD projects that gross public debt will reach 200% of GDP (100% for net debt, which would also be the highest in the OECD area). The rising level of debt increases the risk of a more significant increase in interest rates in coming years. In Japan, the outlook also depends in part on whether the factors that have reduced rates and kept them at a relatively low level in recent years will remain in place. A weakening home bias and a decline in financial institutions' purchases of government bonds could contribute to a rise in interest rates. The risk of increasing interest rates going forward lends urgency to Japan's efforts to overcome its budget deficit problem.

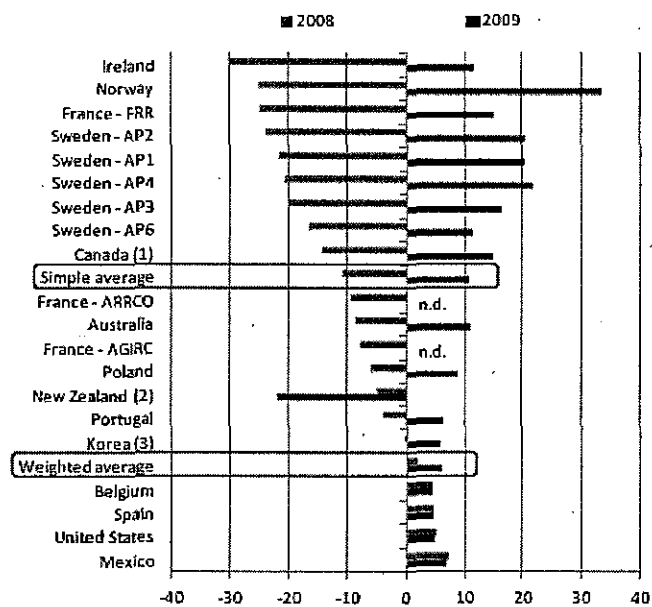
<sup>21</sup> For countries that have longer data series, performance figures look somewhat brighter. For instance, over the last 10 years, the IMSS reserve in Mexico had an average nominal return of 8.8% annually; the Polish Demographic Reserve Fund's return was 8.5%; and the Government pension fund in Norway's was 6.8%.

Figure 12. Asset allocation of public pension reserve funds in selected OECD countries, 2009



Source: OECD Global Pension Statistics.

Figure 11. Public pension reserve funds' nominal net investment returns in selected OECD countries, 2008-2009 (%)



Source: OECD Global Pension Statistics.

Table 3. Nominal and real average annual PPRF returns in selected OECD countries over 2005-2009 (%)

Country	5-year average return	
	Nominal	Real
Belgium	4.4	2.2
Canada	5.7	3.8
France - FRR	2.5	0.9
Ireland	1.5	-0.6
Korea	4.7	1.7
Mexico	7.5	3.0
Norway	5.9	3.7
New Zealand	2.9	-0.1
Poland	6.9	4.0
Portugal	3.6	1.7
Spain	4.6	1.9
Sweden - AP1	4.8	3.3
Sweden - AP2	5.1	3.6
Sweden - AP3	4.8	3.3
Sweden - AP4	5.0	3.5
Sweden - AP6	5.6	4.1
United States	5.2	2.6

Source: OECD Global Pension Statistics.

Some further diversification of the GPIF should at least be considered. As Mitchell et al (2008) summarize: "As nations grow increasingly aware of obligations in the form of promises to their aging societies, this too prompts the need for more sophistication with regard to trading off equity premium on a global scale vs. the shortfall risk of a system running out of money. In sum, publicly managed fund fiduciaries must become increasingly aware of the rationales for better investment performance, the value of international diversification, and the opportunity costs of more aggressive investment."<sup>22</sup>

The GPIF and the MHLW should fully consider whether the fund's portfolio is really as low risk as they it seemingly think, and whether the scale and long-term nature of the fund would allow it to invest in longer term, lower liquidity assets (such as infrastructure and private equity) which could generate low correlated returns. The GPFI could use the size of the fund as an advantage (e.g. even a 1% shift in its portfolio represents a large absolute amount of assets), having the capacity to build up such expertise in-house, allowing the GPFI to access assets with a liquidity premium.<sup>23 24</sup>

<sup>22</sup> Mitchell et al (2008) note that a 1% increase in returns from 3% to 4% could expand the GPIF final reserves by 11x as of 2100

<sup>23</sup> Usuki (2002) also makes the point that Japanese households have a low exposure to risky assets, so that the GPIF could represent an efficient, collective mechanism for gaining such exposure and increasing scare risk capital in the country (NB the opposite argument can be posed in relation to the Social Security Fund in the USA).

<sup>24</sup> "A recent study of Canadian pension funds found that greater reliance on in-house investment management has brought about stronger performance. In the past decade, 9 Canadian public sector pension funds returned an average of 5.5% per annum while their 8 largest US counterparts – which employ outside managers more extensively – gained 3.2% annually." See (Wong 2010).

Finally, this diversification could have a benefit over and above simply delivering higher performance. The GPIF has the capacity to become an internationally recognized, globally leading investment institution. Taking a truly long-term approach to investment (e.g. releasing long-term performance number rather than just quarterly data) could have a profound impact on the investment community in Japan, and indeed worldwide. This could also help to develop Tokyo as a centre of excellence in portfolio management, leading to the creation of a group of investment professionals who can compete with best in the world in such globally developing areas as private equity investing, infrastructure investing, emerging markets.<sup>25</sup>

The OECD's work on corporate governance argues that there is a growing global consensus that global capitalist structure which includes knowledgeable, properly motivated institutional owners would reduce agency related frictions in the capitalist system.<sup>26</sup> Independent, high performance national reserve funds are ideally suited to play such a role and indeed are already doing so in other countries. A redefined and restructured GPIF would accelerate this process for the benefit of all.

#### IV. Conclusion

Though the GPIF was deliberately set up to manage the transition from investing Japan's pension reserve funds in public projects via government agencies to a more independent, financial return based investment structure (i.e. on a more politically independent basis), the governance structure of the fund falls short of international best practice and may be constraining the performance of the fund.

The GPIF conforms with some of the OECD's governance and risk-management guidelines, but it falls short in terms of the key recommendations for any reserve fund, that it should be truly autonomous and independent from political influence, with a clear separation of oversight and operational roles, and appropriate expertise on the board, committees, and management.

Unlike in other countries where this is the case, this does not mean that the fund is being used for political ends and aims other than to fund future pension obligations. Indeed, the GPIF was set up in recent years precisely in order to focus its objectives and as the previous aim of using pension reserves to fund economic and infrastructure development within the country were largely achieved.

Rather the issue is that the GPIF has been turned into a low-profile, seemingly low risk, low cost, limited return organization.

---

<sup>25</sup> NB, although the OECD does not directly promote socially responsible investing (SRI) investing, such a stance could help the Japanese government meet its targets for increased overseas investment in regions such as Africa.

<sup>26</sup> See OECD report on '*Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*'  
<http://www.oecd.org/dataoecd/32/1/42229620.pdf>



As discussed, the risk-management of the fund may not therefore be up to international good practice and, as importantly, this political oversight is imposing a structure on the fund which means it may be wasting potential investment opportunities.

We suggest the following governance recommendations which would bring the GPIF into line with OECD guidance and international good practice. Such governance changes would also be required before any restructuring of the investment strategy.

- Separate operational and oversight functions within the GPIF, establishing a Board of Directors and a separate executive team led by a CEO and CIO, who are selected by the Board following a hiring process based on transparent, professional (fit and proper) criteria.
- Grant budgetary and administrative autonomy to the GPIF, –including control over pay grades and personnel policy (separate from the civil service). The GPIF’s Board should establish its annual business plan and budget and submit it for approval by the Japanese government (or Diet).
- Members of the Board of Directors should be appointed by the MHLW, but possibly also by labour and employer associations. An additional control on the appointments may be introduced by requiring the ratification of the appointments by the Japanese Diet. The board should also include some independent experts, such as academics and independent consultants, without ties to the fund’s main stakeholders or the financial industry. Given that the GPIF is in effect the largest pension fund in the world, it should be possible to recruit global leaders in the pension field to this role.
- All board members should have some knowledge in financial and investment matters and should be subject to “fit-and-proper” requirements. There should also be an induction policy for new members and a training programme to ensure that the knowledge and skills set of the Board’s members is kept up to date.
- Transparent, formal appointment procedures should be set out for board members (independent selection committee and public hearings / approval by the MHLW or the Japanese Diet), along with criteria required to fulfill the role, fixed term appointments and clear guidelines for when/ how they may be removed.
- The responsibility of the government vs. GPIF should be clarified. Given its responsibility for the operation of the public pension system, the MHLW should establish the overall funding target of the GPIF (in consultation with the GPIF) and conduct an annual, oversight review of the organisation. The MHLW should also establish a long-term, investment performance goal of the fund consistent with the funding target and the actuarial valuations of the public pension plan.
- The GPIF’s board should alone set the investment policy for the fund, including the ongoing target rate of return, the risk tolerance for the fund and the strategic asset allocation for achieving these targets. The investment committee should be responsible for advising the

board on passive vs. active investment and other aspects of the investment policy, selecting external managers, choosing specific assets, managing the tactical asset allocation around the strategic target and have day to day responsibility for the investments of the fund.

- With the help of the investment committee, the GPIF Board should draft and regularly review a detailed statement of investment policy which should be publicly disclosed.
- The investment committee should be turned into an integral governance body of the GPIF and all members should be subject to strict requirements on investment knowledge and professional experience, covering academic as well as other relevant experience. A transparent appointment and dismissal process should be established.
- The investment committee should include some full-time staff of the GPIF such as the CEO, CIO and possibly other senior investment managers as well as the chair of the Board of Directors. External experts should be appointed to serve the committee on an ad-hoc basis. There is no particular reason to have labour or management representatives in the investment committee. The representation of these stakeholders should be transferred to the Board of Directors.
- Other governance bodies (e.g. audit committee, governance committee, risk-management committee) should be established.
- Risk management should be upgraded with greater focus given to external manager's own risk controls and outsourcing risks.
- The GPIF Board should report annually to the MHLW as well as to the Japanese Diet.
- The public disclosure of the GPIF should be improved - including publishing long-term investment returns as well as quarterly numbers, a detailed statement of investment policy, a code of conduct and a conflicts of interest policy.
- Some specific details of the governance of the investment management process also need to be reformed. In particular, the GPIF needs to establish a transparent, market-based, ongoing performance target and benchmark, referencing the long-term actuarial performance goal set by the MHLW and linking it clearly to the strategic investment allocation of the fund.

While the purpose of this report is not to provide specific recommendations on the design of the GPIF's investment policy, there are some issues that should be considered once the governance structure is reformed. These include the following:

- The GPIF should consider whether the investment strategy as it stands provides sufficient diversification given the high level of exposure to Japanese government bonds. This issue is beyond the scope of this paper and should be considered carefully in the light of the growing debt burden of the Japanese government and the general risk apprehension of the Japanese population.

Given the size of the fund, the macroeconomic effects of possible changes in the GPIF's investment strategy should also be carefully evaluated.

- The GPIF should consider whether the long-term performance goal of the fund may be better attained – while improving the fund's diversification – by allocating a small amount of funds towards long-term, less liquid instruments, including foreign ones.
- The current ceiling set by the investment committee on investment in foreign securities (the portfolio invested in foreign bonds must be less than the portfolio invested in foreign equities which in turn must be less than the portfolio invested in domestic equities) should be justified on financial grounds taking into the account the fund's performance target.
- The investment policy should consider the fund's potential impact on the domestic economy and financial stability and it should integrate environmental, social and corporate governance (ESG) factors. The GPIF could become a signatory of the UN Principles of Responsible Investing.

## REFERENCES

- Ambachtsheer, K. (2006), 'Pension Fund Governance Today: Strengths, Weaknesses and Opportunities for Improvement', *Financial Analysts Journal*
- Ambachtsheer, K. (2007), 'Japan's Government Pension Investment Fund (GPIF): Should it Become a 'High-Performance' Organisation?', prepared for Nomura Institute of Capital Market Research, <http://www.nicmr.com/nicmr/english/publications/001.pdf>
- Blundell-Wignall, A., Hu., Y., Yermo, J. (2008), 'Sovereign Wealth and Pension Fund Issues', *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions* No.14  
<http://www.oecd.org/dataoecd/8/10/40345767.pdf>
- Carmichael, J., Palacios, R.J., (2003), 'Managing Public Pension Funds: A Framework'', [http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Carmichael\\_Palacios--pension\\_frmwrk--doc.pdf](http://www1.worldbank.org/finance/assets/images/Carmichael_Palacios--pension_frmwrk--doc.pdf)
- Impavido, G. (2002), On the Governance of Public Pension Fund Management, World Bank Policy Research Working Paper No. 2878; August 2002. [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2002/09/27/000094946\\_02091705491553/Rendered/PDF/multi0page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2002/09/27/000094946_02091705491553/Rendered/PDF/multi0page.pdf)
- ISSA (2005), *Guidelines for the Investment of Social Security Funds*, available at <http://www.issa.int/pdf/GA2004/2guidelines.pdf>.
- Lu,B., Mitchell, O.S., Piggott, J., (2007), 'Notional Defined Contribution Pensions and Public Reserve Funds in Ageing Economies', [http://www.esri.go.jp/jp/prj-2004\\_2005/macro/macro17/07-1-R.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/prj-2004_2005/macro/macro17/07-1-R.pdf)
- Mitchell, O., Piggott, J., Kumru, C., (2008), 'Managing Public Investment Funds: Best Practices and Remaining Questions' [http://www.esri.go.jp/jp/workshop/080821/02\\_02\\_01.pdf](http://www.esri.go.jp/jp/workshop/080821/02_02_01.pdf)
- Musalem, A. and Palacios, R.J. (2004), *Public Pension Fund Management: Governance, Accountability, and Investment Policies*, Washington, D.C., The World Bank.
- OECD (2010 – forthcoming), 'OECD/IOPS Good Practices of pension funds' risk-management'
- OECD (2009), 'Guidelines on Pension Fund Governance'  
<http://www.oecd.org/dataoecd/18/52/34799965.pdf>
- OECD (2006), 'Guidelines on Pension Fund Asset Management'  
<http://www.oecd.org/dataoecd/59/53/36316399.pdf>
- OECD (2004), 'Principles of Corporate Governance' <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>
- OECD (2005b), *Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, available at <http://www.oecd.org/dataoecd/46/51/34803211.pdf>
- Sakamoto, J. (2005), 'Japan's Pension Reform', *Social Policy Discussion Paper No. 0541*, Washington, D.C., The World Bank, December 2005

Stewart (2010), 'Pension Funds' Risk-management Framework: Regulation and Supervisory Oversight', *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*  
<http://www.oecd.org/dataoecd/35/43/44633539.pdf>

Useem, M., Mitchell, O.S., (2000), 'Holders of the Purse Strings: Governance and Performance of Public Retirement Systems.' <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/00/0008.pdf>

Usuki, M., (2002), 'The New Investment Management Scheme for Japan's Public Pension Fund'  
<http://www.nli-research.co.jp/english/economics/2002/eco0204b.pdf>

Vittas, D. Impavido, G., O'Connor, R., (2008), 'Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds', [http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/IW3P/IB/2008/05/12/000158349\\_20080512143923/Rendered/PDF/wps4499.pdf](http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSCContentServer/IW3P/IB/2008/05/12/000158349_20080512143923/Rendered/PDF/wps4499.pdf)

Wong, S., (2010), 'Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors'  
<http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2010/07/31/why-stewardship-is-proving-elusive-for-institutional-investors/>

Yang, T., Mitchell, O.S., (2005), 'Public Pension Governance, Funding, and Performance: A Longitudinal Appraisal', <http://rider.wharton.upenn.edu/~prc/PRC/WP/WP2005-2.pdf>

Yermo, J. (2008), 'Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds in Selected OECD Countries', *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No.15  
<http://www.oecd.org/dataoecd/26/53/40194872.pdf>