

# GPIF改革の方向性とカナダの公的年金改革

調査部 理事 翁 百合

## 目 次

1. カナダの年金制度とCPPの特徴、パフォーマンスの推移
  - (1) カナダの年金制度
  - (2) CPPの組織と人員、資産規模
  - (3) 運用パフォーマンスの推移とポートフォリオの多様化
  
2. CPPIBのガバナンス構造
  - (1) CPPIBの任務とガバナンス
  - (2) CPPIBの投資方針と理事会の役割
  
3. CPPIBの投資戦略
  - (1) アクティブマネジメントの考え方
  - (2) トータルポートフォリオマネジメントの考え方
  - (3) ESG投資の考え方
  
4. 報酬体系
  
5. わが国への示唆
  
6. 報告書の評価と今後の課題

## 要 約

1. 2013年11月、公的年金等の運用見直しの方針が、内閣官房に設けられた公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議（座長伊藤隆敏東大教授）の報告書で明確になった。今後とくにGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の年金資産の運用見直しやガバナンス改革について、議論が深められるものと考えられる。この点、近年資金運用スタイルについて大きな変貌を遂げ、成果を上げている点から、GPIF改革の参考になると考えられるのは、カナダの公的年金（Canadian Pension Plan）である。
2. 1965年の発足以来、CPPは所得比例確定給付型公的年金として、徴収した保険料を非市場性償還20年の州政府債券で運用して給付を行っていたが、そのパフォーマンスは低下し90年代には持続可能性が危ぶまれると各方面から指摘された。このため、連邦政府と州政府は、給付を削減、保険料を引き上げ、さらに積立金を増加させ、積立金の運用方針を変更する改革を97年に開始した。このときに運用を専門する連邦公社として新たに設立されたのが、CPPIB（CPP Investment Board）である。
3. 1997年の設立以降、CPPIBは、総じて良好なパフォーマンスを実現してきた。2004年から10年間の運用利回り平均は7.4%となっている。債券パッシブ運用一辺倒から徐々にアクティブ運用の比率を拡大し、アクティブ運用比率は2013年現在、42.9%程度まで上昇している。ポートフォリオは年々多様化しており、現在インフラストラクチャーや不動産なども含めてきわめて多様なポートフォリオを展開するに至っている。また、株式に関しても、ESG（環境、社会、ガバナンス）投資に積極的に関与している。CPPIBは、こうした運用を実現するために、運用専門家を積極的に雇ってグローバルに配置し、役職員には実績を反映した報酬体系を築き、これを公開している。
4. CPPIBは、「過度のリスクを伴わずに投資リターンを最大化すること」が任務と位置づけられ、この任務を通じて、加入者および受給者の将来の年金を確保する目的を実現している。CPPIBは、政府からは独立した存在であるが、それ故、年金加入者、受給者の将来年金の確保のための投資リターン最大化という目的以外の政策目標を追求しないこととされている。また、政府から任命された理事により構成される理事会がガバナンスを担っているが、独立性を与えられているが故に、説明責任を果たし、透明性が高いことが義務付けられている。
5. こうしたカナダの公的年金の対応を参考にすれば、わが国の公的年金の運用は、①従来の国債中心のポートフォリオを多様化していくこと、②運用を担う組織は、政府から独立させ、専ら年金受給者と加入者の利益を最大化するためにリターンを上げることを目標とし、強固なガバナンスと透明性を確保すること、③万が一運用で損失が出た場合の負担のルールをあらかじめ定めて、これを実施していくこと、などが課題となる。
6. 以上のような点を踏まえ「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」報告書を評価すると、全体としては、ポートフォリオの多様化による分散投資の促進、ガバナンス

ス、リスク管理の強化が打ち出されており、カナダの改革と類似した方向性を報告書のなかに見ることができる。とくに、GPIFについては、独立行政法人形態を見直し、適切な情報開示を前提に、高い自主性、独立性を認めるべきとされ、カナダのように、合議制機関である理事会に重要な方針を決定させる方向が提言されている。しかし、幾つかの留意点もある。第1は、成長戦略のなかで公的年金運用の議論がされているため、成長戦略上の要請が、受託者責任と同列に今後議論される可能性も否定できない点である。第2は、資金運用を中心に検討を行っているため、年金財政に与える影響との関係についての議論がないことである。今後議論を深める際には、以上のような留意点を踏まえて制度改正を行っていく必要がある。

---

2013年11月、公的年金等の運用見直しの方針が、内閣官房に設けられた公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議（座長伊藤隆敏東大教授）の報告書で明確になった。今後とくにGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の年金資産の運用見直しやリスク管理、ガバナンス強化について、議論が深められるものと考えられる。

この点、近年資金運用スタイルについて大きな変貌を遂げつつ、成果を上げているのが、カナダの公的年金（Canadian Pension Plan、以下CPP）である。実際、そのポートフォリオは近年大きく多様化しており高い運用実績をあげているが、他方で政府からの独立性を維持しながら、強固なガバナンス体制を構築し、徹底的に透明性を確保するなどの工夫が図られている。わが国の公的年金運用見直しを考えるうえで、カナダの公的年金運用やガバナンスは参考になる点が多いと思われる。

本稿では、カナダ公的年金の投資戦略やガバナンス等について紹介し（注1）、わが国で出された報告書の評価を試みる。

（注1）筆者は2013年3月にトロントのCPPIB本社を訪問し、ヒアリングを実施した。

## 1. カナダの年金制度とCPPの特徴、パフォーマンスの推移

### (1) カナダの年金制度

カナダの年金制度は3段階に分かれる。第1段階は、老齢所得保障制度（Old Age Security）である。職歴に関係なく、国民に最低所得を保障するものであり、一般財源で賄われている。第2段階がカナダ年金（Canada Pension Plan）またはケベック州年金制度であり、労働者と雇用者の保険料から賄われる所得比例の確定給付型公的年金である。CPPは、連邦政府とケベック州以外の州により運営され、監督を行っている。第3段階が私的年金である。企業年金や個人の税額優遇退職勘定などがこれに位置づけられる。このようにCPPは、カナダの年金制度の第2段階に位置づけられ、わが国では厚生年金に該当する。

### (2) CPPの組織と人員、資産規模

CPPは、1965年の発足以来、所得比例確定給付型公的年金として位置付けられてきたが、1990年代後半に大きな改革が行われた。改革が行われることになった背景は、当時のCPPは、徴収した保険料を非市場性償還20年の州政府債券で運用していたが、そのパフォーマンスは低下し持続可能性が危ぶまれると各方面から指摘されていたことがある。このため、連邦政府と州政府は、給付を削減、保険料を引き上げて（当時5.6%を段階的に2003年までに9.9%まで）積立金を増加させ（給付の2年分から5年分に増加）、さらに積立金の運用方針を大きく変更する必要があるとの改革案を提示し、各地の公聴会などを経て、改革を開始する結論に至った。このときに運用を専門とする連邦公社として新たに設立されたのが、CPPIB（CPP Investment Board）である。

新組織は12人の理事が政府から独立した理事会を構成し、組織全体を統治することとなった。なお、この理事は、金融市場などの専門家のなかから州政府と相談のうえ、連邦政府が指名している。多くの理事は、民間企業の経営者も兼任している。

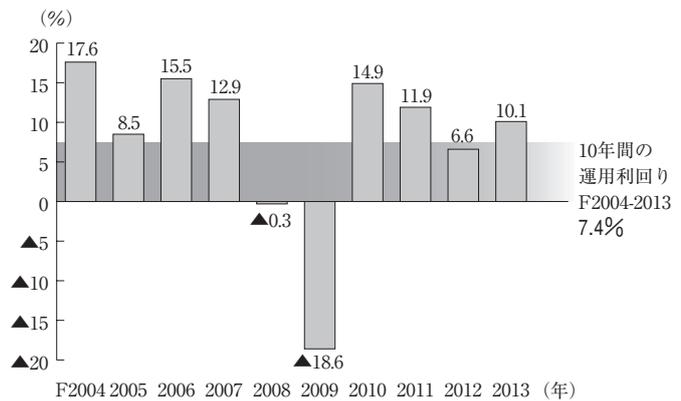
この理事会が執行部のトップであるCEOを指名する。執行部の役員は11人となっている。CPPIBは、近年運用体制強化のために人員を大幅に増強しており、2013年3月現在本部トロントに823人、ロンドンに52人、香港に32人の従業員がいる。

CPPIBの資産規模は、2012年末で1,835億カナダドル（日本円で15兆円程度）であり、100兆円を超える日本の公的年金の規模よりもはるかに小さい。しかし、今後資産規模は長期的に拡大すると予想されており、2030年の段階では現在の倍以上の4,650億カナダドルと予想されている。カナダの人口動態は日本のように急速に人口構成が高齢化するわけではないため、持続可能性が長い年金であり、このことが平均投資期間の長い投資（例えばインフラストラクチャー関連）などを可能にしている。なお、CPPIBには現在1,800万人が加入している。

(3) 運用パフォーマンスの推移とポートフォリオの多様化

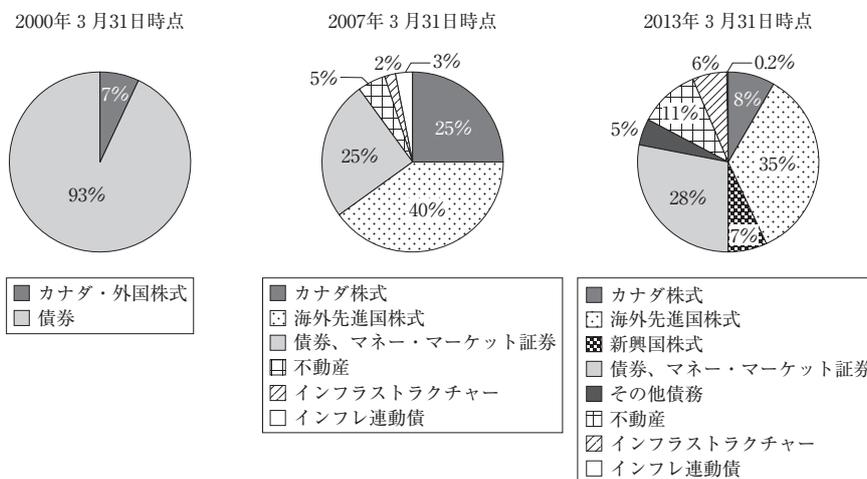
1997年に設立されてから、CPPIBは、リーマンショックなどの世界的な金融危機も経験したものの、総じて良好なパフォーマンスを実現してきた。2004年から2013年までの10年間の運用利回りの平均は7.4%となっている（図表1）。CPPIB開始以来、債券パッシブ運用一辺倒から徐々にアクティブ運用の比率を拡大しており、アクティブ運用比率は2013年現在、42.9%程度まで上昇している。このアクティブ運用開始以来アクティブ運用によって生み出された付加価値は、50億ドル

(図表1) 2004年度以降2013年度までの10年間の運用利回り



(資料) CPPIB

(図表2) アセットミックスの推移 (2000年⇒2013年)



(資料) CPPIB

---

(費用控除後で31億ドル) となっており、高いパフォーマンスを実現している。実際、ポートフォリオは年々多様化しており、現在インフラストラクチャーや不動産など極めて多様なポートフォリオを展開するに至っている(図表2)。

## 2. CPPIBのガバナンス構造

### (1) CPPIBの任務とガバナンス

CPPIBは、「過度のリスクを伴わずに投資リターンを最大化すること」が任務と位置付けられている。この任務を通じて、加入者および受給者の将来の年金を確保する目的を実現しようとしている。このため、CPPIBは、政府からは独立した存在であるが、それ故、年金加入者、受給者の将来年金の確保のための投資リターン最大化という目的以外の政策目標を追求しないこととされている。また、独立性を与えられているが故に、説明責任を果たし、透明性が高いことが義務付けられている。

こうしたガバナンスをより詳細にみていくと次の通りである。まず、CPPIBの独立性の基礎は、前述の通り、中立的で独立した専門家が理事会を構成し、理事会がCEOを任命し、さらに報酬を決定するなど、執行部全体を監督している点にある。また、理事会は外部監査人、内部監査人も決定する。運用方針については、運用の専門家が策定し、理事会に対して説明責任を負っている。これに対し、連邦政府と州政府の役割は、CPPIBの監督を行うことのほか、理事を任命し、6年ごとに特別検査を実施することなど、間接的なものにとどまっている。理事や役職員には行動規範が制定されており、理事はCPPIBの投資、雇用、調達などで政治的な干渉があった場合、それを理事会に報告するよう求められている。

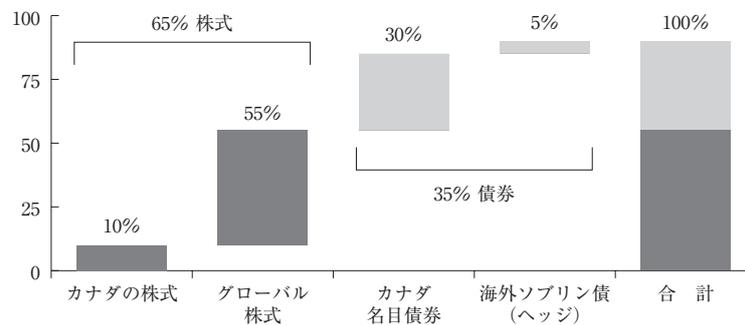
CPPIBはこの独立性を与えられるが故に、加入者、受給者そして政府に対する説明責任が求められている。投資内容の情報開示、政府に対する四半期ごとの運用実績、年1回の監査を受けるほか、政府による特別監査も受けることがある。さらに、公開ミーティングを2年ごとに数カ所で行っており、CEO自らが出向いて投資方針などについて、直接国民(加入者、受給者)に語りかける機会を設けている。

### (2) CPPIBの投資方針と理事会の役割

CPPIBの理事会は、人口動態や経済的要素などを考慮に入れながら、過度なリスクを負わずにリターンを最大化するように投資方針を決定することが求められている。このため、株式などのリスク資産も組み込み、アクティブに運用する資産のウェートを高めてきている。そうした全体的な投資の方針に対して、理事会は二つの方策で影響を与えている。一つは、「参照ポートフォリオの調整」であり、もう一つは「アクティブリスクの許容量の調整」である。

第1の、参照ポートフォリオとは、Stewardsとよばれる連邦の財務大臣と9州の財務責任者からなるCPPIBの監督者が提示したリスク選好に合うかたちで、理事会が調整して決定している大まかな投資ポートフォリオの前提である。現状では、株式65%、債券35%という上場株式と債券のパッシブ運用のシンプルな組み合わせからなっている(図表3)。この65-35の参照ポートフォリオは、2012年に設定したものであり、2015年に見直しが予定されている。

(図表3) CPPIBの参照ポートフォリオ



(資料) CPPIB

第2の、アクティブリスクの許容量の調整とは、VaR (Value at Risk、バリュアットリスク：期間1年保有していた場合に信頼区間90%で確率的に推計される最大損失額) で測定された範囲内で、アクティブリスクの許容量を定めることである。これに応じて、実際の投資方針を決める投資計画委員会は、投資グループ毎のアクティブリスクの範囲を目標に定め、全体のリスクエクスポージャーを管理する。

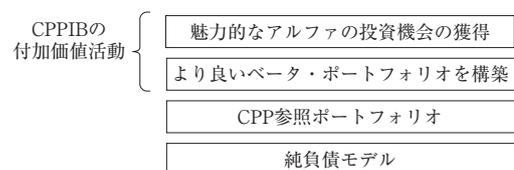
このように理事会は、参照ポートフォリオ、アクティブリスクの許容量の二つの指標の調整を行い、これを受けて投資計画委員会が基金全体のリスクエクスポージャーを管理し、投資全体のリスク・リターンについてガバナンスを働かせている。

### 3. CPPIBの投資戦略

#### (1) アクティブマネジメントの考え方

それでは具体的にどのような考え方でCPPIBは、アクティブリスクをとっているのでしょうか。CPPIBは、参照ポートフォリオをベンチマークとし、常にこのポートフォリオよりも高いパフォーマンスを上げることが目標としている。そして、アクティブ投資は二つのステップ、すなわち、①参照ポートフォリオで得られるより高いパフォーマンスを得ることができるポートフォリオを組むことにより、 $\beta$ を求めるステップ、さらに②スキルに基づいたアクティブ投資活動により $\alpha$ を求めるステップをとることにより、追加リターンとリスクをとっている (図表4)。この二つが、CPPIBの投資活動による付加価値部分と位置付けられる。

(図表4) アクティブ投資の二つのステップ

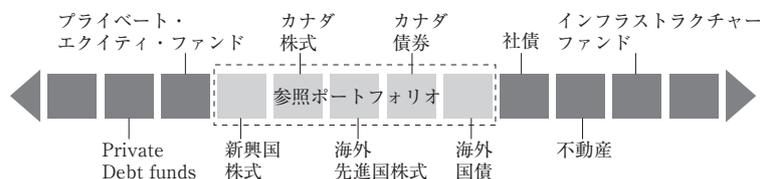


(資料) CPPIB

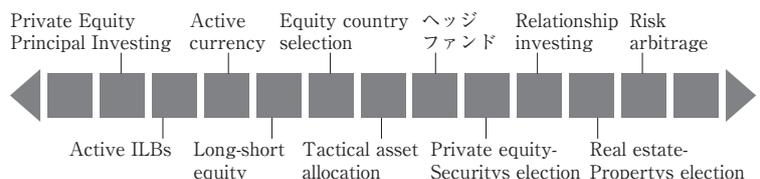
具体的に $\beta$ の源泉の追求のためには、幅広い資産クラスを持つようにポートフォリオを設計する。すなわち、プライベートエクイティファンドや社債、不動産、インフラストラクチャーといった様々な資産クラスを持つことになる。さらに、 $\alpha$ という付加価値を追求するためにスキルを持った人材を活用して高度な投資戦略 (具体的には、ヘッジファンド投資やリレーションシップ投資等) をとっている (図表5)。

(図表5) ポートフォリオ形成におけるベータ $\beta$ 、 $\alpha$ の考え方

・市場全体の動向と一緒に動く傾向がある幅広い資産クラスを持ち、 $\beta$ の源泉につながるエクスポージャーを得られるポートフォリオを設計する。



・さらに、これらの戦略を追求するために必要な熟練した人やインフラを活用し、高度な投資戦略を通じて、 $\alpha$ の付加価値を追求する。



(資料) CPPIB

## (2) トータルポートフォリオマネジメントの考え方

こうした考え方を追求しながら、ポートフォリオを組むときに、CPPIBは、トータルポートフォリオアプローチ (TPA) という考え方を採用している。TPAとは、参照ポートフォリオ以上のパフォーマンスをあげるためのポートフォリオをどのように設計していくかを考えるアプローチである。

すなわち、まずリスクとリターンをそれぞれX軸、Y軸とするグラフ上にプロットし、同じリスクであれば最も高いリターンを生む有効フロンティアを描き、この曲線に近づくよう参照ポートフォリオの各アセットのリターンを追求する。そのうえで、参照ポートフォリオのアセット以外のプライベートエクイティやインフラストラクチャーなどの各資産クラスのリスク・リターンを評価し、参照ポートフォリオのアセットと置き換えていく。そのうえで、様々なアセットを類似のリスク・リターン特性 (経済的エクスポージャー) を持つエクイティと負債の組み合わせに反映させ、参照ポートフォリオの債券35% : エクイティ65%の関係が維持できるようなポートフォリオとしていくのである (図表6)。

実際に資産を置き換えていく際には、参照ポートフォリオのハードルレートを上回るリターンを生むことができるように、ポートフォリオのどの資産を売却するかを検討しながら、入れ替えを進めていく。こうした手法がトータルポートフォリオアプローチである。

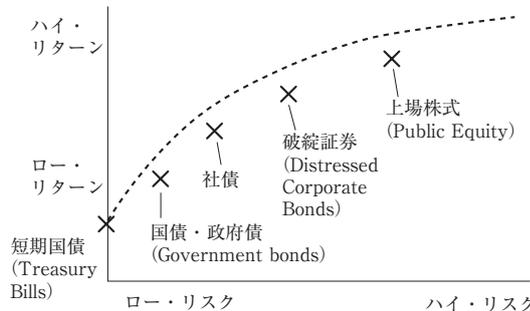
近年目立つのは、不動産やインフラストラクチャーへの投資の拡大である。世界各地のインフラストラクチャー等に積極的に投資をしており、日本をはじめアジア物流施設などにも投資実績がある。日本の投資物件は、IT装備された良質な物流施設で長期的に安定的な利回りを稼げる投資対象である。CPPIBは、こうした分野の専門家を集めて各国の物件を積極的にリサーチしている。

## (3) ESG投資の考え方

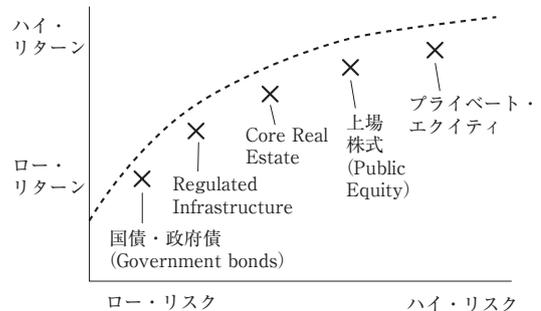
CPPIBは、投資にあたって、ESGに極めて積極的に取り組んでいる。ESGとは、Environment, Society, Governance (環境、社会、ガバナンス) の三つの観点であり、これらを重視した投資姿勢を

(図表6) トータルポートフォリオアプローチの考え方

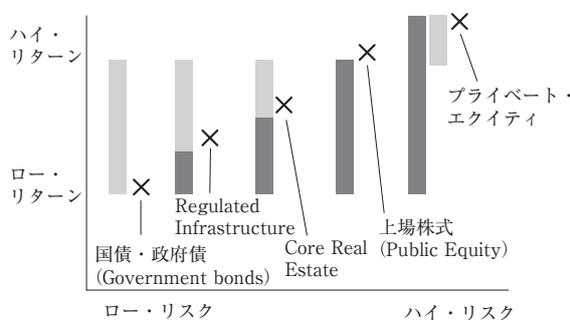
a. 効率フロンティアと参照ポートフォリオを前提としたアセットをまず確認する



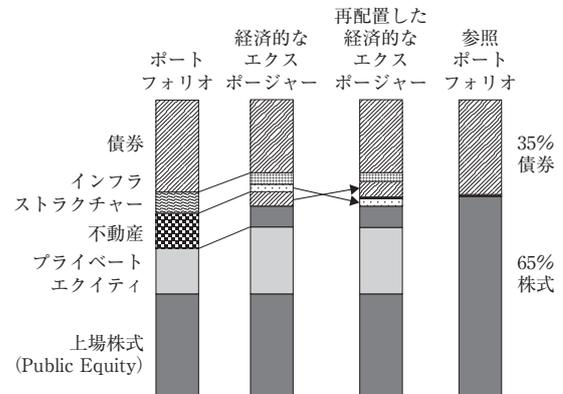
b. 各資産クラスのリターン・リスクを評価して置き換える



c. 様々なアセットを債券とエクイティの組み合わせとして位置付ける



d. 参照ポートフォリオとの関係を確認する



(資料) CPPIB

近年積極化している。実際、CPPIBは、国際連合の責任投資原則等の機関投資家のイニシアティブにも積極的に参加している。

具体的にCPPIBは、二つのアプローチでESGへの取り組みを強化している。第1は、投資対象先の選択である。投資先選定にあたっては、デューデリジェンスの段階から、ESGファクターを十分に吟味し、長期的なリターンとリスクにどのような影響を与えるかを評価したうえで投資の可否を判断している。第2は、投資してからのESGを重視するよう企業に働きかけることである。これをengagement活動という。すなわち、アクティブなインベスターとして長期的な果実を得るためには、ESGに当該企業が取り組むことが極めて重要と考えている。CPPIBは企業のマネジメント、取締役会などに積極的にCPPIBの考えを伝え、改善を働きかけるほか、場合によっては議決権の行使も行っている。議決権行使の個社ごとの対応や結果についても、公表している。

CPPIBがESGのなかでもとくに重視している分野は、気候変動（温室効果ガス）、石油、天然ガス、鉱物関連企業の環境および地域社会に与える影響、エネルギー、鉱物関連企業の水供給や水質に与える影響、そして経営幹部の報酬などである。こうした点についても、CPPIBは詳細に考え方を情報開示している。

#### 4. 報酬体系

CPPIBは、連邦公社という公的な組織であるが、運用専門家によって構成されるため、パフォーマンスを反映したインセンティブ報酬を採用している。報酬は、基本給と短期インセンティブプラン (STIP)、長期インセンティブプラン (LTIP) によって構成される。報酬設定に関しては、アセットクラス毎の報酬の客観的なベンチマークとその分布を理事会が責任を持って決定し、これに沿って個々人の報酬が全体のアセットのパフォーマンスと担当のアセットのパフォーマンスに応じて決定される。長期インセンティブプランは、4年という長期のパフォーマンスに対して支払われる報酬であるが、役職がうえになるほど長期インセンティブのウェイトが高くなっている。こうした長期インセンティブプランの存在は、より長期のパフォーマンスに目を向けることの重要性を役職員が意識する方向に作用している。

役員の報酬はCEOなどのトップ経営陣については個々人ごとに開示されているほか、最もパフォーマンスを上げて高い報酬を得ているスタッフについても開示されている。CPPIBは、民間と競い合って人材をリクルートする必要があることから、その報酬はきわめて高水準であるほか、パフォーマンスによって支払われるため、年によって異なる水準となっている (図表7)。

(図表7) 報酬の情報開示の状況 (2013年アニュアルレポートより)

(単位: カナダ・ドル)

名前・役職	年	基本給 (Salary)	インセンティブプラン報酬				譲渡制限付 株式ユニット (Restricted Fund Units)	年金 (Pension Value)	その他の 報酬	合計
			短期インセン ティブプラン (STIP) - 年間個人目 標 (Individual Objectives)	最近4年間の 投資パフォーマンス		長期インセン ティブプラン (LTIP)				
				短期インセン ティブプラン (STIP) - 投資要素 (Investment Component)						
David F. Denison President and CEO	2013	132,100	200,700	227,300	833,100	-	44,400	3,025	1,440,625	
	2012	515,000	964,700	893,400	766,300	-	61,744	9,141	3,210,285	
	2011	500,000	750,000	966,100	766,100	-	59,937	9,854	3,051,991	
Mark D. Wiseman President and CEO	2013	490,000	620,100	843,000	734,700	-	57,431	12,019	2,757,250	
	2012	400,000	409,500	1,170,000	984,200	-	46,219	8,264	3,018,183	
	2011	385,000	654,500	1,078,000	973,100	-	44,094	8,198	3,142,892	
Nicholas Zelenczuk SVP and CFO	2013	325,000	273,000	108,400	503,800	-	35,848	8,485	1,254,533	
	2012	315,000	194,000	106,000	375,300	-	34,812	7,612	1,032,724	
	2011	308,250	241,700	114,300	-	308,600	34,065	7,838	1,014,753	
Graeme Eadie SVP Real Estate Investments	2013	350,000	344,500	1,023,800	1,078,300	-	39,180	8,485	2,844,265	
	2012	335,000	369,300	914,600	645,600	-	37,485	7,612	2,309,597	
	2011	325,000	400,600	808,200	578,000	-	36,272	7,838	2,155,910	
Don Raymond SVP and Chief Investment Strategist	2013	365,000	480,400	903,400	1,043,900	-	41,248	8,353	2,842,301	
	2012	355,000	467,300	878,600	793,000	-	40,185	7,612	2,541,697	
	2011	345,000	482,900	736,200	578,800	-	39,012	8,362	2,190,274	
Eric Wetlaufer SVP Public Market Investments	2013	357,500	512,800	925,000	-	821,900	40,258	11,692	2,669,150	
	2012	350,000	492,200	734,800	-	746,300	15,750	13,402	2,352,452	

(資料) CPPIB

#### 5. わが国への示唆

こうしたカナダの公的年金の運用やガバナンスは以下のような点で、わが国の参考になると考えられる。

第1に、ポートフォリオの多様化の必要性である。わが国の公的年金運用は、保守的な運用を行って

おり、国債を中心とした債券運用が主となっている。具体的には、GPIFのポートフォリオは、国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%、あとは短期資産5%である。国債は確かに安定的な運用手段であるが、今まで長く低金利が持続しており、国債中心のポートフォリオをとってきたことにより、多くの収益機会を逸失してきたであろうことは容易に想像される。例えば、人口が減少する先進国の自然利子率は低下傾向にある一方、人口が増大する新興国の自然利子率は高いはずであり、そうした外国有価証券への投資はより追求すべきであるし、また安定的な収益を生む上質な不動産、インフラストラクチャーなどより高いリターンを安定的に得られる投資もより積極的に考える必要がある。こうした点を考えても、公的年金のポートフォリオを国債一辺倒から分散し、よりリターンが高い投資機会を得られるようなポートフォリオを組み、投資技術を習得する必要がある。しかし、そのために一気に上記のような資産を組み入れるのではなく、まず例えば不動産やインフラストラクチャーなどの専門的知見を持つ外部ファンドやプライベートエクイティなどを選別し、徐々に専門家を育成してインハウス運用ができるように体制整備を行っていく必要がある。この点、現在、GPIFの人員は約80人と極めて少なく、CPPIBの約900人と比較すると雲泥の差がある。また、GDIFの運用専門家の報酬も公務員並みとなっている。しかし、今後運用の多様化、高度化を図っていくのであれば、客観的な報酬体系の構築と情報開示を前提とし、パフォーマンスに基づいた報酬体系に改革し、専門家を積極的に採用していく必要がある。

第2に、ガバナンスの仕組みの構築である。CPPIBが工夫しているように、政府から独立した専門知識を持つ理事会が年金資金運用のガバナンスを担い、政府が直接運用に関与しないようにすることが重要である。公的部門によるエクイティの運用は得てして、かつてのPKOとよばれるような株価操作的に活用されることがあったり、国が議決権行使をしたりすることが政策的な意図の反映とみられがちである。理事会または投資委員会は、専ら年金受給者や被保険者の利益を最大化するために、受託者責任を果たすべく高いリターンを求めた投資をすることが求められている。したがって、ESGなどを重視した投資も必要であるが、それは政策的意図ではなく、こうした対応をとることが、専ら受給者や被保険者にとって利益を最大化するために実行するものであることが重要である。このように、公的年金の運用見直しは、国が考える成長産業に対してターゲットを定めて集中的に投資をするというような成長戦略として使われるべきではないだろう。むしろ、公的年金の運用見直しが、リスクマネーの様々な分野への投資につながることで、結果的に日本の成長に資するということになるという思想であるべきである。

ただし、CPPIBの理事会はそれだけ独立性を尊重される以上、それを担保するための透明性向上が欠かせない。理事としての活動や役職員の報酬体系などについて、詳しく開示していくことが重要であろう。

第3に、万が一損失が出た場合の、償却のルールをあらかじめ定めておくことが必要である。公的年金の財政方式は、マクロ経済スライドによって給付と負担の関係があらかじめ定められており、これに資するように積立金運用の果実が使われる方式となっている。したがって、今後こうしたポートフォリ

---

オの多様化は、リターンを生む限り、そのリターンは後世代の子供たちにメリットが及ぶようにすべきである。一方で、万が一リスクが顕在化した場合の償却のルールをあらかじめ考えておくことが求められる。そのルールの原則は、その世代で生じた損失はその世代で負う、すなわちその世代の給付の削減または保険料の引き上げで対応するということが必要である。運用の失敗をそのままにして、後世代にツケを回すことは避けるべきである。また、償却はリーマンショックのような金融危機時のパフォーマンスの低下をみればわかるように、単年度では判断できるわけではなく、4～5年での評価期間が必要となる。しかし、損失を雪だるま式に大きくすることがないように、事前にそのルールを定めておくことが重要であろう。

わが国は、カナダとは異なり、高齢化が今後急速に進む。その意味でも、積立金水準を将来的に維持することは極めて重要である。したがって、わが国の公的年金の運用は、カナダ以上に安定的な運用に心がけつつ、万が一損失が膨らんでしまった場合の償却のルールを考えておくことが年金の長期的な持続と信頼確保のためにも重要と考えられる。

## 6. 報告書の評価と今後の課題

以上のような点から、2013年11月25日に出された「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」報告書をどう評価すべきだろうか。

全体としては、ポートフォリオの多様化による分散投資の促進、ガバナンス、リスク管理の強化が打ち出されており、このこと自体は前進と受け止められる。多くの点で、カナダの改革と類似した方向性を報告書のなかに見ることができる。具体的には、報告書では、国内債券を中心とするポートフォリオを見直し、収益目標とリスク許容度を設定、運用対象を多様化していくこと等が記載されている。また、運用機関が、運用機関の自主性や創意工夫を損なわないような体制とし、専門人材を確保すること、などが提言されている。とくに、GPIFについては、独立行政法人形態を見直し、適切な情報開示を前提に、高い自主性、独立性を認めるべきとされ、カナダのように、合議制機関である理事会に重要な方針を決定させる方向が提言されている。

しかし、一方で留意すべき点が幾つかある。第1は、日本再興戦略の成長戦略のなかから年金運用の議論が出てきたこともあり、成長戦略上の要請が、公的年金の基本的な考え方である受託者責任と同列に今後議論される可能性も否定できない点である。第2は、本会議は資金運用を中心に検討を行っているため、リスク許容度と年金財政との関係についての議論がないことである。各論点について、若干敷衍しよう。

第1の点については、同有識者会議の報告書のなかで、公的年金の運用について「日本経済にいかに関与し得るかを考慮する考えもある」としており、成長戦略上の要請についても考慮する考えがにじみ出ているようにも受け止められる。また、同検討会の報告書の具体化が、12月5日に閣議決定された経済対策のなかで、競争力強化策の一つとして、競争力強化のための投資促進、イノベーション創出等と記載された項目のなかで位置付けられている。勿論報告書のなかには受託者責任の重要性について触れられており、結果的にリスク資産への運用拡大が日本経済の成長にとってプラスになることはサイドエ

フェクトとして好ましいことであると考えられるが、今後の議論のなかで、専ら被保険者の利益に資するために運用するという年金運用の基本的考え方を踏み外さないような具体化が望まれる。

第2の資金運用と年金財政との関係についてであるが、報告書では、投資のリスク顕在化による保険料や給付に対する影響についての記載が見られない。しかしながら、リスク許容度などの設定をどうするかといった制度の根本的設計は、年金財政に与える影響を考えて検討していくべきである。また、上記5.の3点目で指摘したように、リスクをとった運用を行い、損失を出した場合に誰がどのようにその責任をとるのかといった議論とこの問題は無関係ではない。

ちなみに、カナダの場合、CPP改革が行われて実施された1998年の改革で財政の自動調整措置が導入されている。そのポイントは次の通りである。第1に、従来は5年ごとの財政再計算を3年ごとに変更している。3年ごとに変更することによって、よりきめ細かく保険料や給付を調整できるようにしているのである。第2に、3年間の自動調整措置が、現行の保険料率が最低保険料率（財政均衡期間75年間に積立比率が現在より下がらない最小の保険料率+給付改善があった場合に給付改善分を事前積立方式で積み立てるとした場合の保険料率）よりも低く、かつ州政府と連邦政府の間で解決策の合意が得られない場合に、発動する仕組みを導入したことである。その自動調整装置とは、①保険料率を3年間かけて引き上げる、または②年金給付の物価スライドを3年間凍結するというものである。

このように、カナダの特徴は、財政が悪化した場合、受給者と現役被保険者がすぐに痛みを分かち合うことが決められている点が特筆に値する。ポートフォリオの多様化という運用見直しの裏側にこうした装置がビルトインされていることに注目すべきであろう。こうした現役世代に痛みを強いる自動調整装置を入れていることに伴い、この中立性と納得性を担保するための制度上の工夫がみられる。まず、財政再計算を実施するのは、政府の金融監督庁に所属する首席アクチュアリーが中立的観点に立ち、行っている。さらに、これを外部評価（ピアレビュー）する仕組みが1999年に導入されている。評価を行うのは、カナダ人のアクチュアリー四人からなるパネルである。その人選はカナダ政府が選定した「イギリスの政府アクチュアリー院」が行うこととなっており、この組織が、パネルが出したレポートに対して、意見を付すこととなっている。

わが国でも、今後公的年金の運用ポートフォリオを多様化し、リスク許容度を高める方向を展望して検討を進める際には、年金財政への影響を十分検討し、現在の自動調整機能であるマクロ経済スライドの見直しやそのレビューの方法も含め、年金財政をどう持続可能にしていくかという論点も踏まえながら、議論していく必要がある。

(2014. 1. 9)

## 参考文献

- ・ 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議報告書 [2013].
- ・ 坂本純一 [2013]. 社会保障部会年金数理部会資料、2013年11月25日
- ・ 野村重紀子 [2007]. 「カナダの公的年金ガバナンス—CPPIBの現状と経緯」 資本市場クォーターリー、

---

野村資本市場研究所  
・CPPIB Annual Report 各号