

保険・年金 フォーカス

海外年金基金レポート

第2回 = カナダ国民年金投資委員会(CPPIB) =

取締役 金融研究部 部長 前田 俊之
(03)3512-1885 tmaeda@nli-research.co.jp

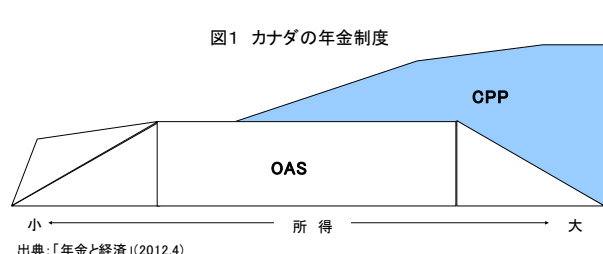
今回はカナダのCPPIBです。CPPIBとはCanada Pension Plan Investment Boardの略称で、CPPというカナダ国民年金(Canada Pension Plan)の資金運用を行う組織です。CPPの資産は2013年6月末時点でC\$1,889億(約18兆円)となっています。また、その加入者総数は約1,800万人です。その資産規模やメディアからの注目度においては、米国カルパースには及ばないものの、CPPIBの運用手法や組織運営の分かりやすさには参考になる点が多くあります。なお、CPPIBそのものは年金の給付といった機能を持っている訳ではありませんので、組織の規模などを他の年金基金と比較する際には注意が必要です。CPPとCPPIBは密接不可分の関係ですので、ここでは一つの組織として説明をします。

1. 制度の位置付け

(1) 公的年金制度としての役割

前回のカルパースと同様にCPPIBが運用する年金資産はカナダの年金制度のいわゆる二階部分にあたります。まず、一階部分にあたるのは政府が運営するOAS(老齢年金)という仕組みで、カナダの市民権がある人(または居住権のある人)に対して月額C\$500(単身)ほどの年金を支給しています。この財源は税で賄われます。

これに対してCPPでは、加入者が支払ってきた金額と期間によって年金額が決まります(図1)。ちなみに65歳退職時に受け取る額の平均がこちらも概算でC\$500となっています。OASとCPPを合わせ



てC\$1,000程度の年金を受け取ることになります。

支給額では日本の厚生年金の水準と比べると低く設定されています。これには拠出料率を1ケタ台(9.9%)に抑える政治的理由があったことと、個人年金の普及率が高いという理由があります。

(2) 制度のポイント

前回のカルパース編では積立不足が課題だということを紹介しました。これに対してCPPIBでは、

そのような課題は今のところ見当たりません。CPPIB が発表している運用方針に関する資料の中では、2020 年時点での積立比率が 20%程度になると述べています¹。カルパースの積立比率 73.6%と比べると、一見この数値は小さいように感じますが、CPPIB では特に問題視している様子はありません。それというのも 2020 年までは拠出金収入が年金支給額を上回り、その後は運用収益の一部を年金支給に回すものの、全体としての収支はプラスの状態が続くと予想されているからです。ちなみに運用資産額は、2009 年末の C\$1,268 (12 兆円)から 2050 年の C\$11,692 億(約 111 兆円)、2085 年の C\$48,359 億(約 460 兆円)となる見通しです。また年間の給付見通し額との比較で言うと、2009 年の 3.94 倍から 2050 年に 5.18 倍になり、その後 2085 年まで 5 倍台で安定的に推移するとしています。

しかし、このシナリオにもリスクが全く無い訳ではありません。その一つの例が、彼らが Older Population シナリオと呼ぶケースです。その場合には拠出料率 9.9%を 2023 年以降 10.4%程度に引き上げる必要があるとのこと。ちなみにこの Older Population シナリオの前提は、以下の通りです(図 2)。

図2

		Younger Population	標準	Older Population
出生率		1.90	1.65	1.40
平均余命 (2050年の65歳時)	男性	19.20	22.60	25.20
	女性	20.20	24.60	27.90
移民増加率		0.61%	0.58%	0.54%
労働力率(2030年)		72%	75%	80%

(CPPIB 25th Actuarial レポートより)

少し皮肉な見方をすれば、出生率は 1.40 以下に下がり、平均余命は医療の進歩により、飛躍的に伸びる可能性は十分にありますから、全く起き得ないシナリオではありません。しかし、その際でも拠出料率の引き上げ幅は 0.5%程度に留まるのであれば、制度としての維持に大きな障害にはならないと思われれます。もう一つのリスクを挙げるとすれば、その積極的な運用方針です。この点については、次節のテーマにしたいと思います。

2. 資産運用の特長

(1) 長期性、確実度、スケールを味方に

先ほどの見通しによれば今後 75 年間に CPP の資産残高は 2009 年 40 倍弱の C\$48,359 億にまで増える計算でした。こうした見通しを背景に、CPPIB はその運用方針の特長を次のように表しています。

① 長期性(Long Horizon)

他の投資家が様々な理由から短期的な投資行動を取らざるを得ないのに対して、CPPIB は 10 年を超える長期的視点で投資行動を取ることができる

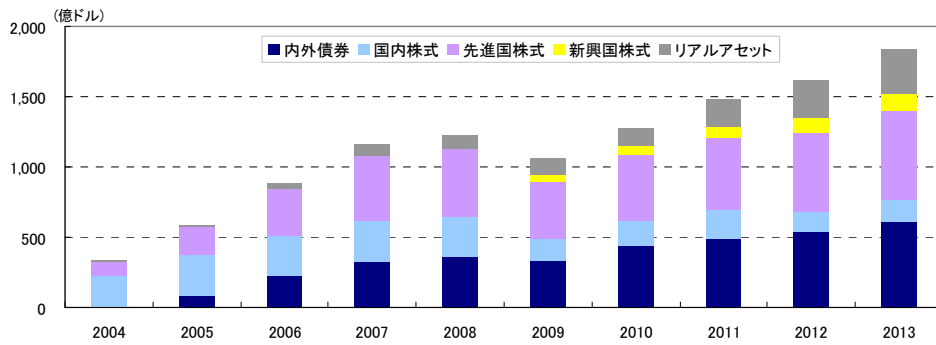
② 確実度(Certainty of assets)

資産規模の拡大が確実に見込まれることから、投資資金の途中回収とか資産売却といった必要性がない

③ スケール(Scale)

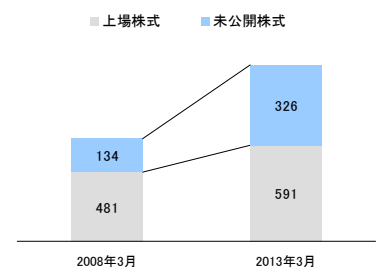
資金の規模は世界有数であり、競争相手となる投資家数が少ない大規模案件に取り組むことができる

図3 CPPIBの資産構成



実際の投資においても、こうした特長を生かしていることが窺えます。図3はこの10年間の資産構成の変化ですが、二つの目立った動きがあります。一つは株式、特に未公開株式(PE)への取り組みです。この5年間に株式投資の額は大きく増加していますが、その中でもPEへの投資残高が大きく増えています(図4)。PE投資は規模の大きな年金基金では積極的に行われていますが、そうした中ではCPPIBの特長としてスケールの大きさが目に付きます。この9月にPEI(Private Equity International)が発表した世界のPE投資家ランキングで、CPPIBはこの1年間(2012年3月~2013年2月)に最も多額の投資を決定(コミット)した投資家に挙げられています。

図4 PE投資残高の推移



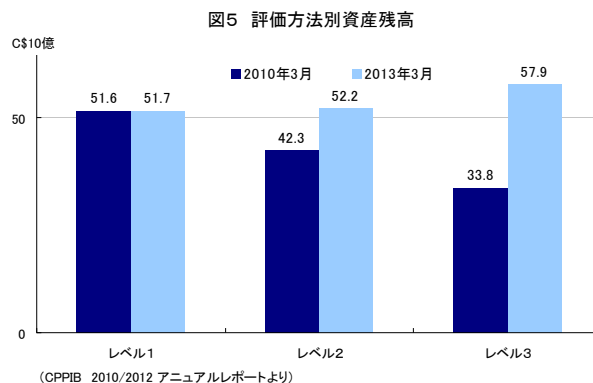
CPPIBで特に目立つのは、Relational Investmentと呼んでいるものです。この中には、1件当たりの投資額が円貨で1,000億円単位の案件や、取得する株式割合が25%に届くものがあるとのこと。企業としてはCPPIBから長期資金を受け入れることでバランスシートの強化を図り、CPPIBとしてはガバナンス面での影響力を発揮しやすくなるというメリットがあるようです²。

二つ目は「リアルアセット」への取り組みです。「リアルアセット」への投資は2005年頃から本格化し、2013年3月時点では全資産の17%程度を占めています。リアルアセットを構成しているのは不動産とインフラストラクチャーです。その中でもインフラストラクチャー投資には力を入れており、英米等の既存施設から確実に資金を回収する「ブラウンフィールド」はもとより、最近ではインドやブラジルといった新興国での新規施設への投資(「グリーンフィールド」)にも積極的に取り組んでいます。また最近、農地への投資を始めたことも目立ちます。専門の投資チームを作り、2012年には初の農地投資を米国で行い、今後は米・加・豪・ニュージーランドといった先進農業国での投資拡大を図っています。

先ほどCPPIBにリスクがあるとすれば、一つは人口動態に関連する前提値で、もう一つは運用方針だと述べました。実はPEやリアルアセットへの積極的な取り組みについて、カナダ国内でもそれを不安視する意見があるのも事実です。例えば、一部のメディアが指摘する懸念点には次のようなものがあります。

- ・特定企業の最大株主になる例があるが、専門の事業会社以上にリスクを判断する能力があるのか
- ・米国の年金基金はPEファンド個別パフォーマンスを開示しているのに、CPPIBはなぜ開示しないのか
- ・スカイプのようにうまくいった案件は公にするのに、EMIのように失敗した案件はその詳細を公にしないのか

この指摘の持つ重みがどの程度あるかの判断は難しいところですが、CPPIBが公表している資産評価方法別資産残高の推移を見ると、急速にレベル3(評価のベースとなる数値を金融市場で得ることができない)の割合が高まってきているのは事実です(図5)。こうしたことから、その運用内容及び将来に向けて、高い運用利回りを前提とすることについて疑問が出てきているようです。評価が難しい資産についても、情報開示の重要性は高まってゆきそうです。



(2) 体系化された資産管理手法

こうした課題はあるものの、CPPIBの関係者はこれまでの成果に自信を持っているようです。そのCPPIBの運用を支えているのが独得の資産管理手法です。CPPIBはそれを三つのポイントにまとめています。

まず、最初のポイントはその手法のベースとなる参照ポートフォリオ(Reference Portfolio)です。このCPPIBの参照ポートフォリオは下記の通り極めて単純な作りで、この参照ポートフォリオには二つの役割が与えられています。一つは年金財政検証上の役割であり、もう一つは報酬管理上の役割です。

参照ポートフォリオ = 内外株式 65% + 内外債券 35%

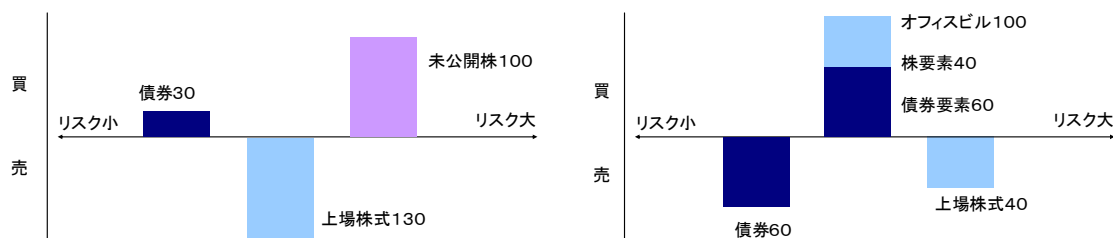
カナダでは、政府の年金数理官が定期的に年金財政の健全性を確認することになっています。その際に、資産運用収益見通しのベースになるのがこの参照ポートフォリオです。また実際の運用では、参照ポートフォリオより複雑な投資を行うのですが、その結果は報酬に直結する仕組みとなっています。参照ポートフォリオはその報酬を決める際のベースにもなります。

二つ目のポイントは、アクティブ運用(Value-Adding Active Management)の重視です。CPPIBでは比較的単純な参照ポートフォリオに付加価値を付けることにより、運用収益の向上を図ろうとしています。そのために①Public Alternative(参照ポートフォリオと同じ資産を対象とするが、特定の手法や独自のベンチマークに基づく運用)、②Private Alternative Beta(参照ポートフォリオとは特性の異なる不動産やインフラストラクチャーなどでの運用)、③Alpha(絶対利回り追求型の運用や Relational

Investment のような収益性の高い投資など)といったカテゴリーの投資拡大に力を入れています。このあたりは前回のカルパースと同様の考え方に立っているとと言えます。

そして三つ目のポイントは多様化する運用のリスクを管理する役割を担うトータルポートフォリオマネジメント(Total Portfolio Management)です。その基本となる考え方は、参照ポートフォリオに含まれてない、未公開株式や不動産のような投資を行う際に、その価格の変動の特性に応じてポートフォリオ全体リスクの中立化を図るというものです。例えば未公開株式にC\$100万投資する場合には、上場株式のポートフォリオをC\$130万売却して株価変動リスクを相殺します。また同時に借入れに伴う金利変動リスクを相殺するために、債券のポートフォリオをC\$30万増やします。同様にオフィスビルにC\$100万投資する例では、上場株式のポートフォリオC\$40万、そして債券のポートフォリオC\$60万売却します。このような取引を行うことで一つ一つの新しい投資がクリアすべき目標収益水準も明らかになります(図6)。

図6 トータルポートフォリオマネジメント



さらに、この Total Portfolio Management の中では、資産運用全体で取ることのできるリスクを Total Fund Active Risk Limit というもので定めています。この数値は金融機関のリスク管理ではおなじみの Value at Risk を利用して作られており、2013年3月時点では許容する損失額を総資産の15%~20%(10年に1度の確率で被る損失の額)程度にしているようです。

このように三つのポイントは合理的に組み立てられていますが、この仕組みが最も機能するのが報酬決定のプロセスかもしれません。先に参照ポートフォリオが報酬を決める際のベースになると書きましたが、具体的には以下のようなイメージになります。その金額から分かる通り、運用の成果が与える影響が非常に大きくなっています。これはCEOに限らず個別の運用担当者も同様です。

CEO(最高責任者) = 基本給(約C\$13万)+短期インセンティブ(約C\$40万)+長期インセンティブ(約C\$80万)+その他

短期インセンティブ = 過去4年間にCPPファンド全体が生んだ付加価値(Value added)などを元に計算

長期インセンティブ = 今後4年間のCPPファンドの累積パフォーマンス(Absolute value)などを元に計算(従って支給のタイミングは将来)

3. 何を学ぶことができるか

カルパースのレポートと同じように二つの視点でCPPIBから何を学ぶことができるか考えてみます。

まず、効率的な運用とは何かについてです。CPPIBの強みは何かといえば、今後75年間にわたって

伸び続ける運用資産の推移です。自らがその特長として述べている「長期性」「確実度」「スケール」は、共にこの運用資産の力強い伸びを味方につけた方針だといえます。さらにこの方針を支えるのが参照ポートフォリオ、アクティブ運用、トータルポートフォリオマネジメントといった仕組みです。こうした仕組みは数多くの日本の機関投資家の組織作りの参考になると思います。

また、別の視点で注目したいのが、このような仕組みを短期間に作り上げた点です。おそらくそのヒントは、最高意思決定機関(Board of Directors)の構成と、それを実行に移すCEO等のシニアマネジメントの経験ではないかと考えています。CPPIBとカルパースの最高意思決定機関のメンバーの経歴を比較したのが図7です。加入者や州の業務の視点を重視しているカルパースに比べ、CPPIBは金融の専門家を多く揃えていることが窺えます。また、CPPIBがその運用方針を大きく変えた時期にCEOとして組織を率いた人物は投資業界での経験の長い人物でした。

図7 CPPIBとカルパースの違い

CPPIB		カルパース	
実業家(金融分野)	5	加入者代表 (学校関係4、財務・運用関係2)	6
実業家(非金融分野)	2	州知事任命者等 (労務、金融 各1)	2
会計士	2	州業務要職経験者等 (財務、法務、人事、総務 各1)	4
弁護士	1		
大学教授等	2		欠員 1

(「CPPIB 2012 アニュアルレポート」「カルパースホームページ」より)

一方で、こうした人材を確保するためには高い報酬を約束する必要がありますし、加入者の利益を守るという視点が希薄になる可能性があります。加えてCPPIBのような組織を支えるためには、スタッフの充実も必要となります。2013年3月時点で900名を超える職員(うち約80名が海外オフィス)が在籍しています。この組織を維持するために比較的大きなコストを掛けているのも事実です。こうしたコストを掛けられるのも資産の伸びがあればこそですので、他の年金基金に同じことができるかどうかは検討が必要です。

次に成長戦略の手段としての年金資産の役割についてですが、残念ながらこの点についてはあまり参考にできることはないようです。その理由は二つ考えられます。一つ目はCPPIBを設立する際に作られた法律(The Canada Pension Plan Investment Board Act)に「CPPIBは政府から独立して運営されるべきもの」として明記されていることです。そして二つ目は目標とする運用利回りが、実質4%(インフレ率控除後)とはっきりしていることです。こうした目標達成に貢献するか否かで投資判断が行われるように仕組みが作られている訳です。

今回はオランダのABPという年金基金について考えてみます。

¹ 「Statement of Investment Objectives, Policies, Return Expectations and Risk Management for the Investment Portfolio of the Canada Pension Plan」(2012.6.21 CPPIB)

² 2013年9月になってCPPIBはAres社と共同で米国の名門デパートNiemans Marcus Groupの買収を発表している