

# 保険・年金 フォーカス

## 海外年金基金レポート

### 第6回 = 望ましい組織体制とは(全体編) =

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

10月の保険・年金フォーカスでは、海外の年金基金レポートを5回連続でお届けしました。このレポートの目的は「公的・準公的年金の運用・リスク管理等の高度化に関する有識者会議」（以下、有識者会議）で運用の効率化等の議論が行われるにあたり、海外の有力な年金基金ではどんな取り組みが行われているのか調べてみようというものでした。その後11月下旬になり、有識者会議の報告書が公表されました。その中では、国内債券を中心としたポートフォリオの見直しやガバナンス体制の在り方等、数多くの提言が行われています。そこで今月のレポートでは、有識者会議が報告書で行っている提言の中から組織に関するテーマをいくつか選び、そのテーマについて海外の年金基金ではどのようなになっているか紹介したいと思います。まず、第1回となる今回は海外の年金基金における意思決定プロセスを取り上げます。

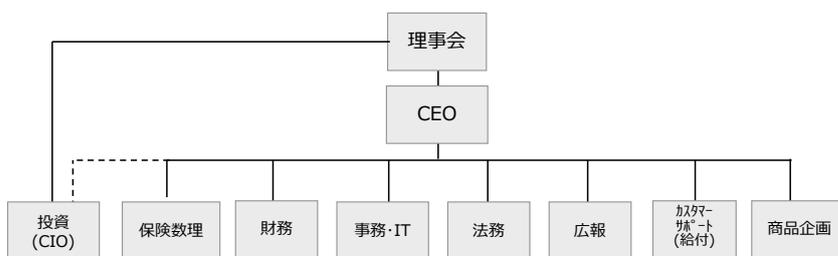
有識者会議はその提言の中で、規模の大きな資金を運用する組織について「監督機能と業務執行機能を分離することが望ましい」と述べています。ただ我が国における慣行を考慮して、別の形も検討の余地があるともしています。我が国の慣行は海外とどのように違うのか、具体的に海外の事例を10月のレポートと同じ順番で追って見ることにします。

### I. 海外年金基金の組織体制

(1) 米国 CalPERS(カリフォルニア州職員退職年金基金/運用資産 約28兆円)<sup>1</sup>

CalPERSは先進的な年金運用機関として有名ですが、実際はカリフォルニアの州や市の職員向けの健保事業なども行っており、その業務は年金の運用にとどまりません。図1はその組織の概略を示したのですが、運用関連の業務以外にも様々な機能があるということが分かります。

図1 CalPERS組織図



(出所) カルパースHPより

こうした幅広い業務全体の監督をするのが理事会 (Board of Administration)の役割です。理事会は13名で構成されますが、理事の選出に当たっては加入者代表(6名)、州等の要職者(4名)、知事らによる任命(3名)といった枠があります。図2は現在の理事会のメンバー(1名欠員)の経歴を示したものです。必ずしも運用の専門家の集団ではなく、様々な立場から業務を監督するという意図が感じられます。理事会には6つの委員会が設けられており、それぞれの課題に応じて委員会で審議が行われ、理事会において最終決定が行われることになっています。そうした委員会の中でも、投資委員会(Investment Committee)には全理事が名前を連ねており、運用関連業務の重要性を窺うことができます。

図2 CalPERS理事会の構成

理事会メンバー	主な経歴
加入者代表1	職員組合代表
" 2	大学教授職員
" 3	職員組合代表
" 4	CalPERS勤務
" 5	元口サンジェルス市勤務
" 6	交通局勤務
州等の要職者1	人事局長
" 2	監査役
" 3	トレジャラー
" 4	(空席)
知事等の任命1	労働組合代表
" 2	公共電力事業者社長
" 3	コンサルタント(元州知事補佐)

(出所)カルパースHPより

決定された方針に沿って、業務執行の役割を行うのがCEOを始めとする経営陣ですが、その業務の幅の広さから大きく8つの機能に分けて組織が作られています。その中の一つが投資部門(Investment Office)です。運用全体の計画をまとめるプランニング機能、事務・リスク管理機能、資産別運用機能等から成り立っています。図1を見ると理事会と投資部門が実線で結ばれているのに対して、CEOとの間は破線で結ばれていることから分かる通り、運用に関するガバナンスは「理事会による監督+CIO率いる投資部門による執行」という形で実質的に運営されていると考えて良さそうです。

(2) カナダ CPPIB(カナダ国民年金投資委員会/運用資産 約19兆円)

CPPIBは米国のCalPERSと比べると歴史は短いのですが、その運用の内容には独自性が見られます。また、CPPIBは年金資産の運用を専門的に行う専門機関として位置付けられているため、組織もそれに合わせたものとなっています。運用の業務全体を監督するのが理事会(Board of Directors)です。この理事会は12名から構成されますが、その任命にあたっては国内各州の代表が参加する任命委員会の推薦を元に、連邦政府の財務大臣が決定することになっています。この理事会メンバーを選ぶにあたって候補者は数多くの条件をクリアする必要があります。図3は現在の理事会メンバーの経歴を示したものです。多彩な経歴を持った人材の集団であるといえます。理事会には4つの委員会が設けられており、それぞれの課題に応じて委員会で審議が行われ、理事会で最終決定が行われることになっています。その委員会の中でも投資委員会(Investment Committee)に全理事が名前を連ねている点はCalPERSと同様です。

図3 CPPIB理事会の構成と経歴

理事会メンバー	主な経歴	職務経歴								業界経歴							
		①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	
1	生命保険会社CEO	x	x					x	x					x			
2	事業会社CFO	x	x					x	x					x			
3	銀行トレジャラー	x		x	x	x			x	x							
4	資源会社CEO	x	x			x			x						x		
5	大学教授(エコノミスト)	x		x	x				x	x							x
6	会計士	x		x	x					x	x						
7	弁護士	x							x					x			
8	投資会社CEO	x		x					x	x							
9	大学教授	x	x					x	x						x		
10	通信会社CEO	x				x	x	x								x	
11	保険サービス会社CEO	x	x									x					x
12	投資会社所有	x	x		x				x						x		

(出所)「CPPIB アニュアルレポート2013」より

職務経歴  
 ①ガバナンス  
 ②経営責任  
 ③投資判断  
 ④リスク管理  
 ⑤収益責任  
 ⑥事業開発  
 ⑦公共政策  
 ⑧海外事業

業界経歴  
 ①投資顧問  
 ②銀行  
 ③保険  
 ④弁護士等  
 ⑤その他  
 ⑥大学等  
 ⑦政府等

CPPIBの運用の独自性の一つに、比較的シンプルな基準ポートフォリオ(Reference Portfolio)とリスクリミット(Active Risk Limit)の組み合わせがあります。理事会は基準ポートフォリオを、投資委員会はリスクリミットを決める役割を担っています。同じメンバーで構成されているので、実際には一体的に運営されているのですが、それぞれの組織が持つ役割と責任を明確にするというこだわりを感じさせます。こうして決定された枠組みに基づいて、投資業務の役割を担うのがCEOを始めとする経営陣です。投資の執行にあたるのは3つの投資部(Investment Departments)とその資金繰り等の調整を行う組織(Total Portfolio Management Department)です。理事会を始めとして組織全般に経験者を揃えていて、CPPIBが純粋に運用を行う組織として設計されたことが窺えます。

(3) オランダ ABP(オランダ公務員年金/運用資産 約42兆円)

ABPはオランダの公務員年金を運営するという役割、そして歴史の長さという点で米国のCalPERSに近い存在です。またオランダは年金制度が発達している国でもあり、ABPの運営のあり方も国の制度の影響を受けています。

これまで見てきた例と同様に、ABPの業務全体を監督するのが理事会(Board of Trustees)の役目です。理事会は議決権を持たない会長および12名のメンバーで構成されており、雇用主と従業員の立場を代表する人物が6名ずつ名前を連ねています。図4は現在の理事会メンバーの経歴を示したのですが、幅広い分野の人材を集めていることが窺えます。この理事会をサポートする役割を担っているのが6つの委員会ですが、このうち監査委員会、投資政策委員会、アピール委員会の3つには外部人材も招聘されています。中でも監査委員会の外部人材は、理事会に対する監視機能を持ち定期的に報告書を作成しています。

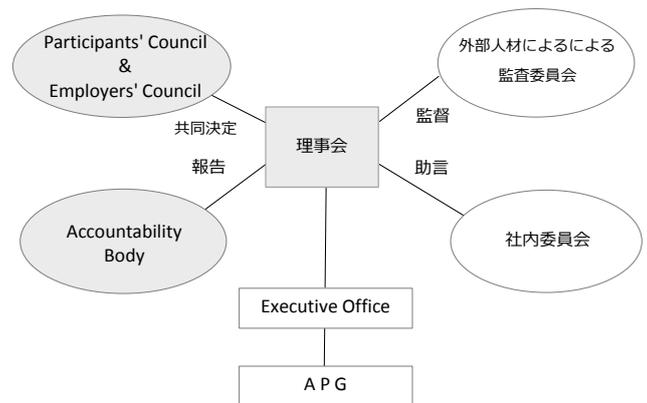
図4 ABP理事会の構成

理事会メンバー	主な経歴
1(会長)	IIF副会長
2	キリスト教教職員組合トレジャラー
3	投資会社パートナー
4	保険会社副会長
5	銀行頭取
6	金融コンサルティング会社パートナー
7	金属重機業年金理事
8	大学教職員
9	コンサルタント
10	貯蓄組合役員
11	教職員組合トレジャラー
12	公務員労働組合顧問
13	退役軍人年金副会長

(出所)ABP アニュアルレポート2012より

さらにオランダの場合に徹底しているのは、こうした理事会の機能に対してさらに監督機能を持つ仕組みが2つほどあることです(図5)。一つはParticipants' CouncilsとEmployers' Councilの存在です。それぞれ18名の構成員から成り、理事会に対して助言や要請を行っています。毎年のアニュアルレポートではそれぞれ1ページずつを使って活動内容を報告しています。またこの活動に対して、合計で年間約9万ユーロ(約1,300万円)の報酬が支払われています。こうしたCouncilの役割を「共同決定(Co-determination)」と呼び、制度加入者の意思を尊重する姿勢を明確にしています。

図5 ABPの組織図



もう一つは、Accountability Bodyの存在です。これはオランダ年金法に定められた仕組みですが、

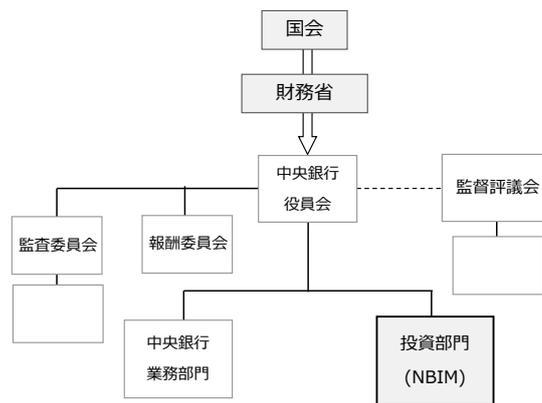
ABP の場合は合計で 36 名の構成員がいます。内訳は年金受給者、加入者、雇用主の代表が 3 分の 1 ずつ(12 名)となっています。理事会は Accountability Body に対して説明責任を負い、理事会としての責任・役割を果たしたかどうかの評価を受けることになっています。こちらにもアニュアルレポートで 3 ページのスペースを割いて、評価内容が記載されています。こうした役割に対しても年間約 2 万ユーロ(約 280 万円)が支払われています。

なお、ABP には実際の業務執行にあたる組織がありません。これは 2008 年に実施された法律に基づくもので、ABP 本体には Executive Office という本部機能を残し、それ以外の業務(運用や年金給付等)は APG という ABP が約 92%出資している子会社に移管をしています。そのため、ABP 全体としては 4,000 名を超える従業員がいることになっていますが、ABP 本体には 30 名弱の人員しか在籍していません。一方 APG には運用や、年金給付等の業務を行う職員が 4,100 人ほどいます。こうした経営資源を活用するべく、APG はオランダの他の年金の業務も受託することで外部からの収益を得ています。この 9 月現在、APG の運用資産は 3,370 億ユーロ(うち ABP が 2,930 億ユーロ)、加入者および受給者が 450 万人(うち ABP が 280 万人)となっており、ほぼオランダの職域年金の 3 分の 1 を扱っている計算になります。これもまた、職域年金の発達したオランダ独得の発展プロセスと言えそうです。

#### (4) ノルウェーGPF(ノルウェー政府年金基金グローバル/運用資産 約 79 兆円)

これまで見てきたケースと異なり、GPF そのものに理事会や業務部門にあたるものは存在しません。監督の役割を果たすのがノルウェーの国会および財務省であり、実際の業務を遂行するのはノルウェー中央銀行の中にある投資部門(Norges Bank Investment Management=NBIM)です(図 6)。このような仕組みになっている背景には GPF が持つ役割の特殊性にあります。米国 CalPERS 等と異なり、GPF には掛け金を支払う加入者も年金の受給者もいません。石油資源からの収入が減少する将来世代のために、政府が資金を提供して年金資金を蓄えておくという狙いの元で GPF は運営されています。いわば GPF は資金の入れ物のようなものです。そのため、財務省(政府)が運用委託者、NBIM が運用受託者というシンプルな関係が可能になっています。こうした特殊な性格からノルウェーの GPF は年金基金ではなく、SWF(Sovereign Wealth Fund)だと定義されることもあります。この点については後ほど触れることにします。なお、中央銀行の中には監督評議会(Supervisory Council)や監査委員会等のチェック機能が設けられている点は、他の年金基金と同じような仕組みになっています。

図6 GPFに関する組織



(出所)「ノルウェー中央銀行HP」を元に作成

#### (5) スウェーデン AP-fonden(スウェーデン公務員年金/運用資産(AP1:約 4 兆円、AP1~4 計:約 15 兆円))

スウェーデンには AP-fonden と呼ばれる年金基金が複数あることは前回のレポートでも触れた通りです。その中でも AP1 から AP4 という 4 つの年金基金は同じような資産残高、資産構成でありながら、それぞれが独立した運用機関として位置付けられています。基本方針の策定と監督機能を担うのが理

図7 AP1の理事会の構成

理事会メンバー	主な経歴	推薦団体
1	事業会社社長	
2	大学准教授・労働団体会長	
3	スウェーデン学術専門家連盟会長	労働者団体
4	ビジネススクール教授	
5	スウェーデン地方公共団体連盟会長	雇用主団体
6	保険協会会長	
7	事業会社経営	
8	事業会社社長	雇用主団体
9	スウェーデン労働連盟(LD)エコノミスト	労働者団体

(出所)AP1 アニュアルレポート2012 より

事会(AP1 では Board of Directors)です。例えば、AP1 では9名の理事会メンバーがいて、全員が政府によって任命されますが、そのうち4名は雇用主・労働者の団体が2名ずつ推薦することになっています。この理事会から委任されて日常業務を執行するのが、AP1 の場合5名からなる経営陣(AP1の最高責任者はManaging Director)です。図7は理事会メンバーの経歴ですが、理事会には企業経営者や学識経験者を配しています。それに対して、

経営陣には業務に応じた経験の持ち主を集めています。他の年金基金(AP2~4)もほぼ似たような人数の理事会と経営陣の構成となっています。

## II.年金基金の組織に関する議論

さて、ここまで世界で規模の大きな年金基金の組織を見てきましたが、どんな印象でしょうか。一言で言うと、理事会の設置やその役割等の共通点がある一方で、それぞれの国の制度や個々の年金基金の役割の違いから来る点も数多くあるようです。そこでOECDの分析を基にそうした違いを整理してみようと思います。

OECDでは、2000年頃から企業年金や職域年金といった年金制度の重要性に着目し、年金制度における透明性向上等に向けた提言を行ってきました。またその取り組みに加え、公的年金基金やSWFのように大きな資産を運用する公的な組織についても、その活動が金融市場に悪い影響を与えないように、いくつかのガイドラインを提案しています。そこで、これまでにOECDがどのようなことを年金基金に対して求めているのかを整理しました(図8)。こうしてみると、公私を問わず、年金の運用に携わる組織の担うべき役割・責任の大きさを改めて感じます。

こうした提案作業と同時に、OECDでは積立金等の運用資産を持つ各国の公的年金制度を類型化する作業も行っています。これに筆者が企業年金等を加えて整理を試みたものが図9です。

図8 OECDが年金基金に求めるガイドライン

### 公的年金制度に求められる追加的留意点

- 政治による介入(直接的/間接的)への備え
- 中立的な専門家による監査と情報開示の強化
- 運営効率目標(運用パフォーマンス、経費等)の明確化

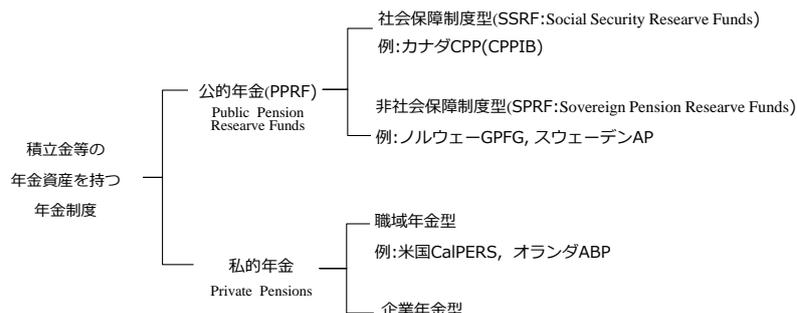
+

### 公的年金、私的年金制度に共通して求められる仕組み

1. 監督と執行の分離
2. 監督組織(Governing Body)の設置
3. 説明能力の保持(Accountability)
4. 専門能力の維持・向上(Suitability)
5. 業務の委嘱(Delegation and Expert Advice)
6. 監査人の人材任命(Auditor)
7. 年金数理専門人材の起用(Actuary)
8. 分別資産管理(Custodian)
9. リスク管理体制の確立(Risk-based internal Control)
10. 正確な情報伝達体制の確保(Reporting)
11. 関係者への情報開示の徹底(Disclosure)

(出所)「OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」他

図9 年金制度の類型化(OECD)



(出所)「GOVERNANCE AND INVESTMENT OF PUBLIC PENSION RESERVE FUNDS IN SELECTED OECD COUNTRIES」他より作成

この整理に基づけば、これまでのシリーズで比較してきた年金も、実はそれぞれ違う性格を持っているということになります。ちなみに公的年金で社会保障制度型というのは、年金資産が国の社会保障制度の仕組み(例えば所得再配分機能を持つ制度)によって独立管理されているものという定義です。それに対し非社会保障制度型は、社会保障制度とは別の仕組みで運営されているもの(例えば所得再配分機能のない報酬比例のみの制度)という定義です。OECD の整理では、日本および米国は社会保障制度型(SSRF)に分類されています。

また、一般的に公的年金と言われる CalPERS と ABP を私的年金に分類した点に違和感を持つかもしれませんが、国が運営する制度ではないので、このような整理になると思います。10月のレポートで CalPERS と ABP が積立金不足を解消するために苦労しているという説明をしましたが、両者の性格が私的年金だと考えれば、自力で積立金不足を解消する必要があるということになるのも頷けます。但し、共に雇用主が自治体等の公共団体のため、最終的な負担が納税者となる点では完全に自立した制度とは言えないかもしれません。他方、ノルウェーの GPF については、SWF という定義をされることがあると前章で触れました。SWF の場合には年金資産よりも運用上の制約が少ないことが多く、そのために金融市場の価格体系や流動性を歪める危険性を指摘されてきました。そうした背景もあり 2008 年に行動規範として「Santiago Principles」が採択されましたが、その文書の中で GPF は SWF として扱われています。

### III.日本の運用機関の組織体制

さて、それでは日本の運用機関の場合には監督と執行という役割がどのようになっているのでしょうか。図10は我が国で最大の年金資産運用機関である GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)の組織図です。理事長と理事2名(理事会)の元に管理部、企画部、運用部の3部と、情報システム室、調査室、インハウス運用室の3室があります。この他に組織の中の監視機能を担うものとして運用委員会があります。この運用委員会の役割は「中期計画等の審議や年金積立金の運用状況等の監視を行う」

図10 年金積立金管理運用独立行政法人組織図



(出所)年金積立金管理運用独立行政法人HPより引用

ですが、その任にあたるのは厚生労働大臣が任命した外部の有識者(主に大学関係者や運用実務経験者)です。また、組織の外からの業務監視の仕組みとして独立行政法人評価制度があり、厚生労働省に設置される「独立行政法人評価委員会」から年度ごとに評価を受けることとなっています。

有識者会議の議論では、この GPIF の組織に関して「理事会の長である理事長とは別に業務執行の責任者を置き、理事会による監督機能と業務執行機能を分離することが望ましい」と述べています。この背景には、今回のレポートで見てきたように、諸外国での実例や OECD の提言があるわけです。ただ、このことを実施するにあたっては、根本的な組織の変更が必要となります。その一方で 100 兆円を超える資産運用をしっかりと続けなければいけません。こうした事情も勘案して、提言の中では代替案についても検討の余地を残したものだと思います。

さて、次回は組織の全体論から運用組織のあり方に検討を進めてみます。

---

<sup>1</sup> 運用資産規模は 2013 年 9 月末現在(但しスウェーデンは 2013 年 6 月末現在)  
なお、各年金基金の資産運用の現状については以下のレポートをご参照下さい  
[海外年金基金レポート第1回-カリフォルニア州職員退職年金基金\(CalPERS\)](#) 「保険・年金フォーカス」(2013.10.28)  
[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\(CPPIB\)](#) 「保険・年金フォーカス」(2013.10.29)  
[海外年金基金レポート第3回-オランダ公務員年金\(ABP\)](#) 「保険・年金フォーカス」(2013.10.30)  
[海外年金基金レポート第4回-ノルウェー政府年金基金・グローバル\(GPFG\)](#) 「保険・年金フォーカス」(2013.10.31)  
[海外年金基金レポート第5回-スウェーデン公的年金基金\(AP-fonden\)](#) 「保険・年金フォーカス」(2013.11.01)