

## カナダの公的年金ガバナンス —CPPIB の現状と経緯—

野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. カナダの CPPIB は、報酬比例の公的年金 CPP の積立金を運用する連邦公社である。2007 年 6 月の運用残高は 1,205 億加ドル（13.3 兆円）だった。今後 10 年間で、2,500 億加ドル（27.5 兆円）に増加すると予想されている。
2. CPPIB は、政府からの独立性が根拠法により規定され、理事会の監督の下、CEO 以下の役職員が、過度のリスクを伴わずに長期のリターンを最大化することを目的に積立金運用を実施している。同時に、国民に対する説明責任も義務付けられ、2 年に 1 回の公開ミーティングなどを通じて活動内容の開示に努めている。
3. CPPIB は、97 年の公的年金改革により設立された。その際、公的年金積立金の運用のあり方をめぐって、地域開発投資の是非、地方債購入を通じた州政府への資金供与の是非、株式運用の是非、パッシブ運用かアクティブ運用か、外部委託かインハウス運用か、海外投資の是非、などが議論された。
4. CPPIB の運用は、外部委託の株式インデックス運用で開始されたが、その後、ガバナンス体制の下で、投資対象の拡大、インハウス運用の開始など、変化を遂げてきた。社会的責任投資も積極化している。公的年金積立金運用の一つのケースとして、今後の展開が注目される存在である。

### I はじめに

わが国の公的年金（国民年金及び厚生年金）の積立金は、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF と呼ばれる）により運用されている。資本市場で運用されている金額は 2007 年 3 月末で約 85 兆円に上り、最近では、その行動が市場に与える影響が話題にされることも増えている。

GPIF と同様に公的年金積立金を市場で運用する主体は海外にもある。その代表例の一つとして、しばしば言及されるのが、カナダの CPPIB（Canada Pension Plan Investment Board）である。CPPIB は、高度に専門的な機関投資家として、カナダの公的年金積立金の運用を手掛けているが、その基盤として欠かせないのが、政府からの独立性などを定め

た、同社のガバナンス体制であるとされる。本稿では、CPIIB 設立時の議論にも触れつつ、そのガバナンス体制のポイントを整理し、近年の展開を紹介する。

## II CPIIB の概要

### 1. カナダの年金制度<sup>1</sup>

まず、カナダの年金制度の全体像を示すと、図表 1 のようになる。カナダの年金制度は、最低所得保障を目的とする公的年金の OAS (Old Age Security) 及び GIS (Guaranteed Income Supplement)、報酬比例の公的年金である CPP (Canada Pension Plan) 及びケベック州の QPP (Quebec Pension Plan)、私的年金の 3 つから成る。CPP は、国民の半分に当たる約 1,600 万人の加入者及び受給者を擁する。その積立金の運用を手掛けるのが CPIIB で、2007 年 6 月の運用残高は 1,205 億加ドル (約 13.3 兆円) だった<sup>2</sup>。

CPIIB は、12 名の理事、17 名の役員、約 260 名の従業員から成る連邦公社 (Crown Corporation) である。公社ではあるが、政府からの独立性が、根拠法である CPIIB 法 (Canada Pension Plan Investment Board Act) の規定により確保されている。同時に、政府

図表 1 カナダの年金制度の概要

制度	概要	財源
公的年金		
OAS (Old Age Security)	<ul style="list-style-type: none"> <li>65 歳以上を対象とする定額給付年金</li> <li>10 年以上居住すれば受給可。満額給付を受けるには 18 歳以降、40 年間の居住が必要</li> <li>当初は普遍的給付だったが、89 年に高所得者に対する段階的給付引き下げを導入。</li> <li>2007 年 7~9 月の満額給付は月額 497.83 加ドル</li> </ul>	一般財源
GIS (Guaranteed Income Supplement)	<ul style="list-style-type: none"> <li>低所得の OAS 受給者を対象とする</li> <li>単身者の 2007 年 7~9 月の満額給付は月額 628.36 加ドル</li> </ul>	一般財源
CPP (Canada Pension Plan)	<ul style="list-style-type: none"> <li>職場経由で加入、報酬比例の確定給付型年金</li> <li>2007 年の給付上限は月額 863.75 加ドル。</li> <li>ケベック州は別途 QPP を提供しているが、基本的に CPP と同様な制度で通算も可</li> </ul>	拠出率 9.9% (労使折半)。年収 3,500 加ドル未満の人は拠出を免除。対象年収の上限は 43,700 加ドル (2007 年)
私的年金		
RPP (Registered Pension Plan)、RRSP (Registered Retirement Savings Plan)	<ul style="list-style-type: none"> <li>職場を通じて提供されるのが RPP。個人向け確定拠出型年金プランが RRSP。</li> <li>職域プランは、伝統的には確定給付型が中心だったが、近年、団体 RRSP の人気が高まっているとされる</li> </ul>	事業主、個人が拠出。所得控除可。年間拠出上限は RPP が 2.0 万加ドル、RRSP が 1.9 万加ドル (2007 年)

(出所) OAS、CPP 資料などより野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 高山憲之「カナダの年金制度」『海外社会保障研究』Summer 2002 を参照。

<sup>2</sup> 1 加ドル=110 円で換算。なお、本稿のドル表示の金額は、別途表記のない限りカナダドルである。

及び国民に対する説明責任も、明確に規定されている。CPPIB 法の改正には、連邦政府及び国民の 3分の 2 を代表する 3分の 2 の州の承認が必要とされるが、これは憲法改正と同様な手続きであり、安易な制度改正の可能性も排除されている。

カナダ金融機関監督庁のチーフ・アクチュアリーによると、CPP の財政は 9.9% の拠出率の下で、実質 4.2% のリターンを達成すれば長期的に安定する。したがって、実質 4.2% が、CPPIB に求められる最低限のリターンということになる。

## 2. CPPIB のガバナンス<sup>3</sup>

CPPIB の任務は、①CPP の加入者にとって最善の利益となるように投資すること、②CPP の財政及び給付義務の履行に影響する要因を勘案しつつ、不適当なリスクを負わずに長期の投資リターンを最大化すること、③CPP が給付支払いを行えるようにキャッシュ・マネジメント・サービスを提供すること、とされており、例えば、地域の経済開発などの目的が介在する余地が排除されている。積立金は給付の支払い、運用、CPP の運営以外に使用されないことも法に規定されている。

この目的に基づく CPPIB の投資活動から政治的干渉を排除し、政府とアームズ・レンスの関係を保つために、CPPIB は、政府とは独立の理事会により統治されることが規定されている。

CPPIB の理事は、連邦財務大臣により任命されるが、他の公社と比較して特徴的なのが、この任命プロセスである。まず、連邦及び州の財務大臣が指名委員会を任命し、同委員会が CPPIB 理事の候補者を指名する。連邦財務大臣は、候補者の中から、州財務大臣と相談の上で理事を任命するが、その際、実証された金融面の能力または相当する実務経験を持つ理事を任命することを、法により求められている。理事の任期は 3 年、再選は 2 回までなので、理事の候補探しは継続的に行われる。

CPPIB 法には、理事の注意義務が規定されている。すなわち、理事は、正直にかつ善意に基づき、理事会の最善の利益のためという視点を持って行動しなければならない。また、合理的にプレーデントな人物が、同様な環境下で行使するであろう注意とスキルを行使しなければならない。職務に関係する特別な知識や技能を有する場合は、それらを活用しなければならない。

理事会が CPPIB の CEO を任命する。さらに、CEO が役員、運用チームを採用し、彼らが、理事会により策定された投資方針の範囲内で投資判断を下し積立金を運用する。このように、運用の実施部隊と、その監督を行う統治者が明確に分けられているのが、CPPIB のガバナンス体制の特徴である。

CEO 以下の役員は、政府ではなく、理事会に対してのみ説明責任を負う。また、理事、役員、従業員は、各々の活動に対する政治的干渉を容認しないと行為規範に規定されてお

<sup>3</sup> 三石博之・福嶋和子「諸外国における公的年金運用の動向」『ファンドマネジメント』2003 年春号、矢野朝水「アメリカ、カナダの年金改革に思う」『年金と経済』Vol. 21, No. 5 を参照。

り、投資、採用、調達の意味決定に対する干渉の試みがあった場合、即座に CEO（理事の場合は理事長）に報告するよう求められている。理事、役員、従業員の利益相反禁止規定もあり、内部告発の制度も整えられている。

理事会の監督の下、CPIB は報酬制度についての自由が与えられている。すなわち、公社ではあるが、財政管理法（Financial Administration Act）の適用を受けず、独自に予算を策定し、費用を賄う。また、公共サービス委員会（Public Service Commission）ではなく、理事が CPIB の報酬方針を決定する<sup>4</sup>。これにより、民間の運用機関などと比較して、ある程度の競争力を持つ報酬体系を提示することが可能になる。この点は、公的な主体といえども、機関投資家として活動する以上、重要なポイントの一つとなる。

### 3. 説明責任

前述の通り、CPIB は、政府とアームズ・レンスの関係にあるが、同時に厳格な説明責任を負っている。すなわち、連邦及び州の財務大臣から成る 10 名の監督者（stewards）による監督を受け、国民に向けて CPIB の活動状況を報告することを義務付けられている。具体的には、

- ・連邦財務大臣が年次報告書を議会に提出すること、
- ・独立の監査会社により毎年、監査を受けること、
- ・3年に1度、連邦及び州の財務大臣により CPP 及び CPIB のレビューが行われること、
- ・記録、システム、業務に関する特別検査が6年に1回、行われること、
- ・2年に1度、各州で公開ミーティングを開催すること、
- ・ウェブサイトを通じてタイムリーな活動報告を提供すること

などが求められている。

なお、公開ミーティングは、2001 年を皮切りに、すでに 4 回開催されている。また、外部の調査会社を使った世論調査を設立以来 7 回実施しており、一般国民の CPIB に対する信頼度の把握などに努めている。

### 4. 理事及び役員の顔ぶれ

理事会は職務遂行に当たり、投資委員会、監査委員会及びその他必要と判断される委員会の設立を、CPIB 法により求められている。目下、投資、監査の 2 委員会に加えて、人事・報酬委員会、ガバナンス委員会が設けられている（図表 2）。

2007 年 8 月時点の理事の一覧が図表 3 である。経歴は、会社社長や役員、金融サービス業界出身、情報テクノロジー業界経験者など多様である。CPIB 法の規定が求めるよう

<sup>4</sup> 財政管理法は、政府機関等の財政管理に関する原則や手続きを定めた法。公共サービス委員会は、政府機関等の雇用や人材管理などを担当する機関。

図表 2 CPPIB 理事会の委員会

投資委員会 (全員)	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資方針、基準、手続きの策定を行う。CPPIB の年次投資計画をレビュー、承認、監督する。投資リスク管理に対するアプローチをレビューし、外部運用業者及びカストディアンとの取り決めを承認する。</li> </ul>
監査委員会 (5名)	<ul style="list-style-type: none"> <li>財務報告、内外の監査、情報システム、内部統制方針・慣行について責任を負う。リスク管理の責任は理事会と共有</li> </ul>
人事・報酬委員会 (5名)	<ul style="list-style-type: none"> <li>報酬哲学のレビューと提言、CEO のパフォーマンス評価プロセスの提言、後任プランの確保、組織構造のレビューに責任を持つ。</li> </ul>
ガバナンス委員会 (5名)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ガバナンス方針、ガイドライン、手続きの提言、理事会の有効性の提言、行為規範及び利益相反ガイドラインの適用の監督など。</li> </ul>

(出所) CPPIB ウェブサイト

図表 3 CPPIB 理事

名前/役職	任命(再任)日	委員会	経歴
Gail Cook-Bennett 理事長	1998年10月 2002年4月 2005年11月	投資(議長)、 ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>前職は University of Toronto での学術活動、Bennecon (キャッシュフローに関するアドバイスの経営コンサルティング会社)、C.D. Howe 研究所 (モントリオールのシンクタンク) にて役員</li> <li>University of Michigan 経済学博士</li> <li>会社取締役として 29 年にわたり、監査、年金委員会の議長、投資、財務、ガバナンス、報酬委員会の委員を務める。</li> </ul>
Robert M. Astley	2006年9月	投資、監査(議長)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Sun Life Financial Canada 社長、Clarica Life Insurance Company の CEO</li> </ul>
Ian A. Bourne	2007年4月	投資、監査、人事・報酬	<ul style="list-style-type: none"> <li>TransAlta Corp. (エネルギー会社) の CFO、TransAlta Power 社長</li> </ul>
Germaine Gibara	2002年11月 2005年11月	投資、人事・報酬、ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>Avvio Management (テクノロジーの戦略計画および商業化に特化した経営コンサルティング会社) CEO</li> <li>Caisse de depot にて公的年金のプライベート・エクイティへの投資経験あり</li> </ul>
Peter K. Hendrick	2004年10月	投資、監査	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mackenzie Financial Corporation の CIO</li> </ul>
Philip MacDougall	2004年10月	投資、監査	<ul style="list-style-type: none"> <li>MacDougall Consulting 社長</li> <li>プリンスエドワード島州政府の財務省、産業通商省、保健・社会サービス省等の副大臣</li> </ul>
Dale G. Parker	1998年10月 2002年5月	投資、ガバナンス、人事・報酬	<ul style="list-style-type: none"> <li>British Columbia Financial Institutions Commission 等の CEO</li> </ul>
Helen Sinclair	2001年3月 2004年10月	投資、ガバナンス(議長)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bank Works Trading (テレビ、ウェブキャスティング会社) CEO、Canadian Bankers Association の会長</li> </ul>
Geraldine B. Sinclair	2007年4月	投資、ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>Center for Digital Media (University of British Columbia 他、州内3大学より認定) 大学院プログラムのエグゼクティブ・ディレクター</li> <li>Microsoft Networks (MSN) Canada のゼネラル・マネジャー、NCompass Labs 創始者・CEO</li> </ul>
Ronald E. Smith	2002年11月	投資、人事・報酬(議長)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Immunovaccine Technologies 非常勤 CFO 兼ディレクター</li> </ul>
David Walker	1998年10月 2002年5月	投資、ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>West-Can Consultants、W.C. Investments 社長。Winnipeg North-Centre の議会議員経験あり。</li> </ul>
D. Murray Wallace	2007年4月	投資、人事・報酬	<ul style="list-style-type: none"> <li>Park Street Capital Corporation (投資顧問会社) CEO</li> </ul>

(出所) CPPIB ウェブサイト

に、例えば金融の専門家はその知識を、会社役員としてガバナンスに携わってきた人物はその経験を活かせるであろうことが伺われる。

図表 4 は、理事により任命された CEO 以下、CPIB の役員である。CEO は 2005 年 1 月に就任した二代目であるが、前職は米国大手運用会社フィデリティのカナダ法人の社長だった。役員は金融サービス業界出身者が中心的だが、担当ごとに経験豊富な専門家が配置されていることが見て取れる。

図表 4 CPIB の役員

名前	役職、就任日	経歴
David Denison	CEO 2005 年 1 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融サービス部門で 24 年の経験。Merrill Lynch, S.G. Warburg Canada, Midland Walwyn、Mercer Consulting など勤務</li> <li>1995 年 Fidelity Investments Canada 入社、2000 年～2003 年、ボストンの Fidelity Investments Institutional Brokerage Group 社長、現職就任直前は、Fidelity Investments Canada の社長</li> </ul>
Myra Libenson	COO 2006 年 6 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>Great-West Lifeco Inc の vice president (欧州・財務担当)</li> <li>財務・オペレーションの経験 20 年以上</li> <li>公認会計士</li> </ul>
John H. Butler	シニア VP (法律顧問) 2003 年 10 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>Torys LLP で 22 年の経験</li> </ul>
Ian Dale	シニア VP (コミュニケーション、ステークホルダー・リレーション) 2003 年 1 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>電気通信業界で 6 年の経験</li> <li>AT&amp;T Canada でコーポレート・コミュニケーション担当 Vice-President</li> </ul>
Graeme Eadie	シニア VP (不動産投資) 2005 年 6 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>小売り及び製造業の大企業 2 社において CFO</li> </ul>
John H. Ilkiw	シニア VP (ポートフォリオ設計・リスク管理) 2005 年 8 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>Russell Investment Group の Research and Strategy 担当ディレクター</li> </ul>
Donald M. Raymond	シニア VP (公募市場投資) 2001 年 9 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>Goldman Sachs で 7 年の経験。ニューヨークの Quantitative Strategies グループにて世界株式・債券ポートフォリオ担当</li> </ul>
David Wexler	シニア VP (人事) 2006 年 1 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>トロントのソフトウェア会社 Alias Systems のエグゼクティブ</li> </ul>
Mark Wiseman	シニア VP (私募投資) 2005 年 6 月	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ontario Teachers' Pension Plan のプライベート・エクイティ・ファンド、共同投資プログラム責任者</li> </ul>
Graeme Bevans	VP (インフラ投資担当)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Industry Funds Management (IFM) にてインフラ投資責任者</li> </ul>
André Bourbonnais	VP (プリンシパル投資担当)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Caisse de dépôt et placement du Québec のエグゼクティブ</li> </ul>
John B. Breen	VP (ファンド・セカンダリー担当)	<ul style="list-style-type: none"> <li>コーポレート・ファイナンス、プライベート・エクイティで 25 年の経験。就任直前は、トロントのプライベート・エクイティ・ファンド MWI Partners でマネジング・パートナー</li> </ul>
Jennifer Thompson	VP (情報サービス担当)	<ul style="list-style-type: none"> <li>IT 分野で 25 年の経験</li> <li>就任直前はカナダの Citigroup Fund Services の IT 部門ヘッド</li> </ul>
Richard Egelton	チーフ・エコノミスト兼 VP (経済・市場予測担当)	<ul style="list-style-type: none"> <li>BMO Financial Group、カナダ政府にてエコノミストとして 25 年の経験</li> </ul>
David McCann	VP (リレーションシップ・インベストメント担当)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Toronto Dominion Bank および関連会社にて 20 年の投資経験</li> </ul>
Wenzel R. B. Hoberg	VP (不動産投資)	<ul style="list-style-type: none"> <li>不動産投資経験 10 年</li> <li>mfi Management für Immobilien の運用部門ヘッド、Commerz Grundbesitz Investment の Global Acquisitions のヘッド</li> </ul>
Andrew Blair	VP (不動産投資・南北アメリカ担当)	<ul style="list-style-type: none"> <li>MI Developments Inc の COO を含む、25 年を超える豊富な大規模商業用不動産の取得、開発、運用経験</li> <li>前職は StorageNow グループ CEO</li> </ul>

(注) VP=バイス・プレジデント

(出所) CPIB ウェブサイト

## 5. 役員報酬

上述のように、CPPIB は公社であるが、理事の監督の下、役職員について独自に報酬体系を定めることができる。CPPIB は、世界水準の運用能力のある人材が同社の業務上不可欠であり、その獲得及び雇用継続のためには運用業界において競争力のある報酬体系を提示しなければならないという考え方にに基づき、パフォーマンス・ベースの役員報酬を導入している。CPPIB によると、他の公的年金と類似の報酬体系になっている。

役員報酬は、基本給、短期インセンティブ・プラン、長期インセンティブ・プランの 3 つから成る。短期インセンティブ・プランは、積立金（全体及び担当のアセット・クラス）と個人のパフォーマンスに鑑みて決定される、年次ボーナスである。長期インセンティブ・プランは、4 年間のパフォーマンスに基づき決定され、4 年目の最後に支払われる。3 つの構成割合は、CEO 及び運用に直接関わる役員と、それ以外の役員とで異なる設定になっており、一定の基準値内で変動する。2007 年度<sup>5</sup>の CEO、COO 及び報酬金額上位 3 名の実績は、図表 5 の通りである。

図表 5 主要役員報酬（2007 年度）

（単位：加ドル）

役員（役職・担当）	基本給	短期	長期	年金等	合計
David Denison（CEO）	460,000	1,840,000		74,112	2,374,112
Myra Libenson（COO）	223,269	320,000		17,896	561,165
Mark Wiseman（私募投資）	310,000	1,360,000		42,544	1,712,544
Donald Raymond（公募市場）	310,000	1,177,000	240,438	53,780	1,781,218
Graeme Eadie（不動産投資）	285,000	1,077,000		38,955	1,400,955

（注） Libenson 氏は 2006 年 5 月に就任

（出所） CPPIB 年次報告書（2007 年）

<sup>5</sup> CPPIB の年度は 4 月から翌年 3 月まで。2007 年 3 月期が 2007 年度と呼ばれる。

### III CPPIB 設立時の議論

以上が CPPIB の現状であるが、この体制には、同社が設立された当時の、公的年金積立金運用のあり方に関する議論が色濃く反映されている。CPPIB の活動を理解する上で、設立時の議論を確認しておくことは有用である。

#### 1. 97年のCPP改革

CPPIB は、1997年の公的年金改革により設立された。カナダでは90年代の後半、人口高齢化、経済成長率の低下などを背景に、報酬比例制度である CPP の見直しが必要と判断された。金融機関監督庁のチーフ・アクチュアリーによると、CPP の維持のためには、当時 5.6%の保険料率を 2030年までに 14.2%に引き上げる必要があった。

CCP は歴史的に、景気悪化や人口動態面のバッファとして、給付の 2 年分を目標に積立金を維持しており、当時、積立金は州政府の非市場性 20 年債に投資されていた。当該債券の金利は、投資時点の連邦の長期債の平均金利とされていた。

CPP は、連邦政府とケベック州を除く州政府により運営されていることから、改革は両者の協力の下に行われる必要があった。また、改革に際しては、CPP に加入する国民向けに積極的な情報発信と意見収集が行われた。専門家からのコンサルテーション等を経て、96年2月、連邦・州政府は、情報ペーパー（Information Paper）を出した<sup>6</sup>。その中で、制度改正の内容を固めるに当たって解消すべき問題点として、①拠出率引き上げの上限、②拠出率引き上げと給付の引き下げの適切な組み合わせ、③給付引き下げの内容、④積立金増加の途が選ばれた場合、リターン最大化を目的とする運用を行うべきか、その場合の留意事項は何か、が提示された。次いで、全国民を対象とするコンサルテーションが実施された。公聴会が開催され、270のグループからの意見徴集が行われた。

これらを経て、97年2月、CPP改革の内容についての合意書が公表された<sup>7</sup>。改革のポイントは、①保険料率を2003年までに段階的に9.9%まで引き上げる、②プランの給付コストの抑制策（特に障害給付の要件を厳格化する）、③CPPの積立金を給付の2年分から5年分へ増加する、④連邦・州政府による見直し頻度を5年ごとから3年ごとに短縮する、⑤積立金の運用を行う新機関 CPPIB を設立する、だった。

#### 2. 積立金運用をめぐる議論

積立金が増加すると、その運用のあり方が重要性を増す。CPPIB の設立はその対応に他ならず、96年に行われた国民からの意見収集では、テーマを積立金運用に絞り込んだ会

<sup>6</sup> An Information Paper for Consultations on the Canada Pension Plan: Released by the Federal, Provincial and Territorial Governments of Canada, Feb. 1996.

<sup>7</sup> Securing the Canada Pension Plan: Agreement on Proposed Changes to the CPP, Feb. 1997.



合も開催された。議論のポイントとなったのは、①積立金運用の目的を純粋な投資に限定するか、経済開発の要素を許容するか、②州政府による積立金へのアクセスを許容すべきか、③積立金運用のガバナンスのあり方、④海外投資を許容すべきか、などだった。

議論の概要をまとめたのが図表 6 であるが、公的年金積立金運用をめぐる主要な論点

図表 6 CPP 積立金運用をめぐる議論

◆ 投資の目的	<ul style="list-style-type: none"> <li>• CPP 積立金は受益者のみのために投資すべきで、経済開発、地域開発の目的は持つべきでないという意見が大勢を占めた。分散投資が CPP リターン向上の鍵であり、若年のカナダ国民による CPP への支持を構築・維持するためには、投資リターンの向上が重要と考えられた。</li> <li>• 全米鉄鋼労働組合代表は、より幅広いカナダ国民の利益が考慮されるべきであり、リターン最大化が唯一の目的とされるべきではないとした</li> </ul>
◆ 州政府の積立金へのアクセス	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 市場金利以下で CPP 積立金へのアクセスを州政府に与えることは、反対意見が大勢だった。ただし、既存の借入は満期までそのままにすべきで、満期時に市場金利での借り換えを許すべきという意見もあった</li> <li>• 積立金の総額が増加する中で、分散投資の過程で市場金利による州のアクセスも自ずと拡大するという指摘、プルーデントに運用され適切に分散されたポートフォリオにおいても、20%までは州政府債に投資しても良いのではないかという意見もあった</li> <li>• 全米鉄鋼労働組合の代表は、州は積立金への優先的なアクセスを与えられるべきであり、州政府の支払い金利増により CPP のリターンを高めてもカナダ国民全体の利益にならないという意見を提示した。これに対し、州によって信用リスクが異なる以上、異なる金利を支払うべきである、優先的アクセスを与えることと州政府による財政規律が弱体化するという反論があった</li> </ul>
◆ ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 民間年金プランが順守する原則（特にブルーデンス、受託者責任）に基づき CPP が統治されるべきという意見や、政府と独立に運用されるべきという意見は幅広い支持を得た。ただし、これが連邦・州政府による理事会の任命を不可とするわけではないという意見も多数だった</li> <li>• CPP のモデルとなる大型公務員年金があるという指摘がなされた。オンタリオ州教職員年金基金（OTPP）のガバナンス構造が成功例として挙げられた</li> <li>• インハウス運用（ただし政府による運用ではない）か、民間運用業者への委託かについては様々な意見が出された。ファンドをいくつか分割して外部の業者に運用させれば、競争促進と単一の巨大ファンドによる経済への不当な影響を回避できると主張する意見、ファンドを一つに保ちインハウス運用の方がコスト効率が良いという意見があった</li> <li>• アクティブ運用か、パッシブ運用かの議論も行われた。パッシブ運用支持派は、運用コストの引き下げ、政治的介入の潜在可能性の低下を主張した。これに対し、アクティブ運用はコストを上回るリターンをもたらすという主張もあった。アクティブ運用と継続的な取引及び銘柄選定は同義ではない、アセット・アロケーションの意思決定もアクティブ運用であり、これがリターンのほとんどを決定づけるという指摘もあった。</li> </ul>
◆ 海外投資	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 全員が海外証券投資によるリターン向上とリスク低減を支持した。国際投資が株式市場における分散のために必要、カナダ国内株式市場は CPP のニーズを満たす規模を持たないという指摘だった。</li> <li>• 海外資産投資の上限（当時 20%）の引き上げを支持する声が多数。上限撤廃の意見もあった。年金基金はデリバティブを利用して上限規制を回避しており、上限規制は投資の意思決定に干渉していると指摘された。</li> <li>• 海外資産投資を可能とすることにより、カナダ資本市場に対するプレッシャーが緩和される、老後の備えのために国内経済成長のみに依拠するのはプルーデントではない、カナダと異なる人口動態を持つ国々への投資は CPP の利益になるという指摘があった。</li> </ul>

(出所) Federal/Provincial/Territorial CPP Consultation Secretariat, Report on the Canada Pension Plan Consultations, June 1996

カバーされていることが見て取れる。それまでの CPP は、実質的に州政府への資金供与を行ってきたので、その継続の是非及び、停止する場合の移行措置は必ず解消すべき問題だった。州政府経由にしないまでも、CPP の資金を経済開発投資に向けるべきかどうか、公的年金積立金運用のあり方をめぐって必ず登場する重要な論点だった。

金融・資本市場における投資を中心とするなら、次の論点は、株式運用の利点・難点であり、株式投資を行う場合はパッシブ運用かアクティブ運用か、運用の効率性の観点から、インハウス運用か外部委託かという点も取り上げられた。また、海外投資の是非、すなわち、国民の保険料は国内投資にとどめるべきかという点も、公的年金の運用をめぐってしばしば登場する論点だった。カナダの年金基金は、海外資産を一定比率以下までとする海外資産規制が適用されていたので、CPP 積立金にこれを適用するかどうか議論された。

上記を踏まえて開始された CPPIB の運用は、広く分散されたポートフォリオにプレudentに投資されることを基本とし、歴史的経緯を踏まえた移行措置を用意しつつも、州政府への特別措置は廃止されることとなった。投資の制約は、カナダの他の年金基金と同様な考え方にに基づき、資産規模が国内市場に及ぼしうる影響を意識しつつも、海外資産保有規制も適用されることとなった。また、市場運用の開始を円滑化するために、国内株式投資は当面、パッシブ運用のみとされた。ただし、このアプローチは次の CPP レビューで再検討するとされた。

## IV CPPIB のガバナンスに基づく運用

CPPIB による積立金運用は、99 年 3 月、外部委託の株式パッシブ運用の形で開始されたが、8 年後の現在の運用内容は当時と大きく異なる。その間の変化は、CPPIB のガバナンスの下でもたらされた結果に他ならない。

### 1. 投資対象の拡大

前述の通り、CPP の積立金は、元々、非市場性の地方債により運用されていたが、当該債券および給付支払いのためのキャッシュの管理は CPP に残され、CPPIB は、97 年から 2003 年にかけての保険料引き上げによる余剰資金の運用を手掛ける形がとられた。

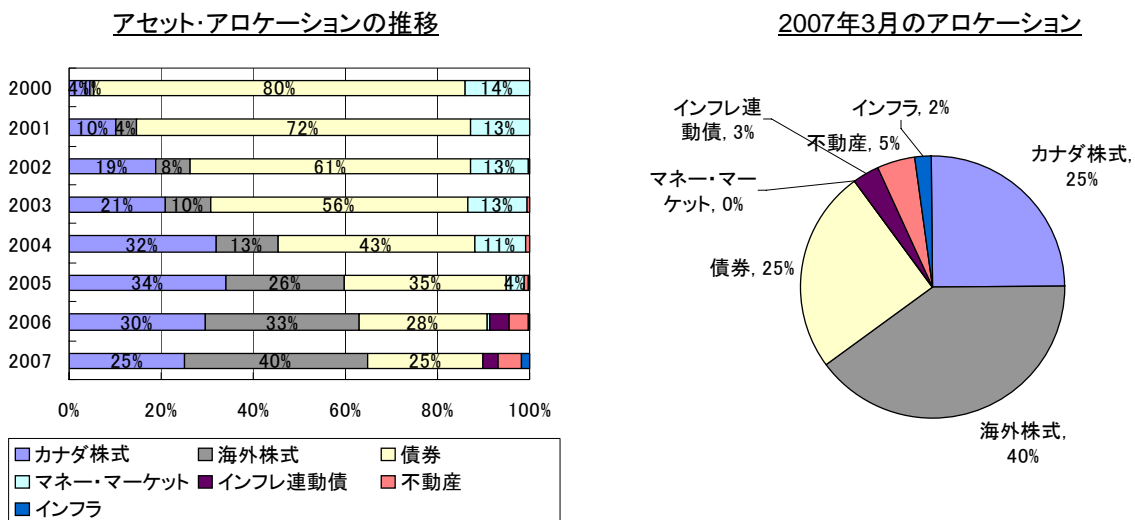
CPP の下に地方債及びキャッシュがあることに鑑みて、CPPIB の運用は、国内外株式から開始された。CEO 以下の役員の採用と同時進行という状況であり、当初こそ外部委託のパッシブ運用だったが、その後、人員拡充に伴い、パッシブ部分はインハウス運用に移され、オーバーレイ・マネジャーによるアクティブ運用が導入された。2007 年度にはインハウスのアクティブ運用も開始されている。また、多数の運用会社との連携により、アセット・クラスも、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、不動産、インフラ投資へと着実に拡大している。（図表 7、8、9）

図表 7 CPIX をめぐる主な出来事

1997年12月	・ CPIX の設立
1998年10月	・ 理事会が任命される。
12月	・ 理事会が暫定投資方針を策定。キャッシュフローの 80%をカナダ株式に、20%を外国株式に投資する。
1999年3月	・ 運用開始。1,000万加ドルをカナダの公開株式に投資。株式投資はインデックス・ファンドを通じて行われた。
9月	・ CEO が就任。
12月	・ 財務大臣、国内株式投資規制を緩和し 100%パッシブから 50%までアクティブ可とすることに合意。2000年8月に最終承認。
2000年	・ ガバナンス強化策として、理事会及びそのマネジメントのパフォーマンスに関する年次評価のプロセスを正式に導入。行為規範、利益相反手続き、ガバナンス方針がウェブサイトに掲載される。方針、ガイドラインは毎年検証・更新される。
2001年1月	・ 国民への説明責任を果たすべく、最初の公開ミーティングが9つの州で開催される。
6月	・ 理事会、初のプライベート市場への投資を承認
2002年6月	・ 2回目の公開ミーティング開催。
8月	・ 世界銀行が CPIX を国の年金のファンド・ガバナンスのモデルとして認知。
2003年1月	・ プライベート市場投資グループが、最初の不動産投資を実施。
2月	・ 理事会、議決権行使原則及びガイドラインを承認。
4月	・ CPP のキャッシュ及び債券を CPIX に移管する改正法が施行される。
12月	・ インフラストラクチャ・ファンドへの最初の投資を発表。
2004年4月	・ 厳正な選定プロセスを経て、外部のアクティブ・オーバーレイ・マネジャーが選定される。これに先立ち 2003年には株式のパッシブ運用を外部委託からインハウスに。
5月	・ CPP からの債券の移管開始。
9月	・ CPP の給付支払いのためのキャッシュ・マネジメントの提供開始。
	・ 3回目の公開ミーティング開催。
2005年2月	・ 連邦予算で海外資産規制の撤廃が公表される。
5月	・ 債券投資規制に関する CPIX 規則の撤廃。
10月	・ 責任投資方針 (Policy on Responsible Investing) の公表。
2006年4月	・ CPIX、国連 Environment Programme Finance Initiative による Principles for Responsible Investing に署名。
	・ 参照ポートフォリオ (Reference Portfolio) の導入。
6月	・ 4回目の公開ミーティング開催。
2007年2月	・ デリバティブ投資規制に関する CPIX 規則の撤廃。

(出所) CPIX アニュアル・レポート、CPIX ウェブサイト

図表 8 CPIX のアセット・アロケーションの変化



(注) 各年3月時点のアロケーション

(出所) CPIX 年次報告書

図表 9 CPPIB の外部委託運用会社

プライベート・インベストメント		公募市場での運用
Actera Group	Lehman Brothers Private Equity	Barclays Global Investors
Advent International	Lexington Partners	Bridgewater
AlpInvest Partners	Lightyear Capital	CBRE Global Real Estate Securities
Apax Partners	Lindsay, Goldberg & Bessemer	Connor, Clark & Lunn Investment Management
Apollo Management	Lone Star Funds	Enterprise Capital
Ares Management	Matlin Patterson Asset Management	First Quadrant
Birch Hill Equity Partners	MDS Capital Corp.	Goldman Sachs Asset Management
The Blackstone Group	MidOcean Partners	ING Clarion Real Estate Securities
Brookfield Asset Management	MPM Capital	UBS Global Asset Management
Bridgepoint Capital	Onex Partners	
Candover	PAI Partners	
The Carlyle Group	Partners Group	
CCMP Capital Advisors	Paul Capital Partners	
Celtic House Venture Partners	Performance Equity Management	
Cinven	Permira	
Clairvest Group Inc.	Perseis	
Coller Capital	Providence Equity Partners	
Credit Suisse First Boston	SV Life Sciences	
CVC Capital Partners	Silver Lake Partners	
Diamond Castle	Skypoint Capital Corporation	
Edgestone Capital Partners	Standard Life Investments	
First Reserve Corporation	TD Capital Private Equity Investors	
Goldman Sachs Private Equity Group	Terra Firma	
Heartland Industrial Partners	Texas Pacific Group	
Hellman & Friedman	Thomas H. Lee Partners	
JP Morgan Partners	Thomas Weisel Partners	
Kensington Capital Partners Limited	Ventures West	
Kohlberg Kravis Roberts & Co.	Veronis Suhler Stevenson	
KSL Capital Partners	Welsh, Carson, Anderson & Stowe	
		<b>不動産投資</b>
		Brookfield Properties Corporation
		ING Real Estate Investment Management
		LaSalle Investment Management Inc.
		Liquid Realty Partners
		Osmington Inc.
		Oxford Properties
		RioCan Real Estate Investment Trust
		TIAA-CREF Asset Management

(出所) CPPIB ウェブサイト

2004 年には、CPP が管理する地方債及びキャッシュが、段階的に CPPIB に移管されることになり<sup>8</sup>、同時に、CPPIB は、CPP のために給付支払いに必要なキャッシュ・マネジメントも提供することになった。また、2005 年の海外資産規制の撤廃を受けて、海外投資も着実に拡大されている。

上記のような投資対象の拡大は、実質 4.2% の目標リターン達成という CPPIB の目的に照らして必要であること、厳正なリスク管理を伴い行われていることなどが、CPPIB の年次報告書では説明されている。

## 2. 参照ポートフォリオとトータル・ポートフォリオ・アプローチ

運用対象の拡大が進む中で、CPPIB は 2006 年 4 月、参照ポートフォリオ (CPP Reference Portfolio) のコンセプトを導入した。CPPIB の運用ベンチマークとして 2007 年

<sup>8</sup> なお、当初の取り決めでは、連邦政府及び州政府は、満期を迎えた債券を 1 回だけ最長 20 年まで借り換えることができた。2006 年度にこれが変更され、各政府は、①5～30 年の期限で借り換えが可能、②30 年の期限内であれば複数回の借り換えも可能、とされた。

度以降適用されている。

同ポートフォリオは、カナダ株式 25%、海外株式 40%、カナダ債券 25%、インフレ連動債 (Canadian Real Return Bonds)<sup>9</sup>10%から成る。4.2%の実質利回りが達成可能なシステムチック・リスクを織り込んでおり、同時に、拠出引き上げにつながりうるような不適当なリスクを回避していると考えられている。また、相対的に海外株式比率が高く設定されることにより、カナダ経済の低迷により拠出が予想を下回るリスクをヘッジしている面もある。インフレ連動債は CPP の給付のインフレ調整とマッチするリターンを提供する。

CPPIB は、コスト控除後で、参照ポートフォリオを上回るリスク調整後リターンの達成を目指す、そのための一つの方法としてトータル・ポートフォリオ・アプローチを採用した。このアプローチの下では、ポートフォリオは伝統的なアセット・クラスごとではなく、リスク・リターン属性ごとに設計される。例えば、伝統的なアセット・クラスでは政府証券、公益セクター株、有料道路などの建設済みのインフラは全く異なる種類の投資だが、トータル・ポートフォリオ・アプローチでは類似のリスク・リターン属性を有する投資と見なされ、代替可能な存在として扱われる。同様に、破綻証券、ベンチャー・キャピタル、建設途上のインフラが代替可能な存在として扱われる。

CPPIB によると、同アプローチは、複雑なオペレーションを伴うが、ポートフォリオ全体のレベルで、より効率的なリスク管理と分散を可能にする。

### 3. 投資期間と資産規模について

CPPIB は 2007 年のアニュアル・レポートで、自らの投資戦略は、投資期間の長さや資産規模の大きさという、他の年金基金との比較優位に立脚すると述べている。

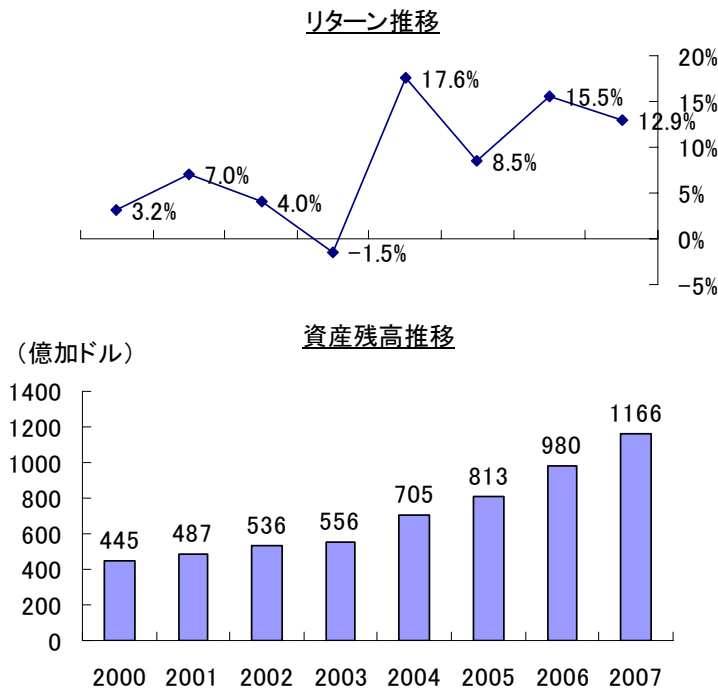
チーフ・アクチュアリーの見解によると、CPP は、2022 年まで保険料収入により給付支払いを賄うことができる。それまでは投資収益を給付支払に回す必要がないので、CPPIB は長期投資が可能となる。この見通しに基づき、CPPIB は、不動産、インフラなど、長期のコミットメントが必要なものの、CPP の給付債務にマッチしたリターンが期待できる資産に投資している。プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタルのような結果が出るまで時間を要する投資も行っている。

また、積立金の規模は、今後 10 年で 2,500 億加ドル (27.5 兆円) に達すると予想されており、CPPIB は世界でも大型の年金基金の一つになる。規模の大きいことは、有望な投資対象を見つけても規模が見合わず投資できない等の制約をもたらす一方で、世界有数の運用会社との魅力的なパートナーシップを可能にし、高度な専門スタッフの雇用や最新のリスク管理ツールの活用なども可能にする。

長期の投資家であるという信念は、2000~2003 年の株式市場低迷期における CPPIB の行動を規定した。2003 年度の積立金のリターンはマイナス 1.5%だった (図表 10)。同時点ではまだ積立金の 7 割近くが債券とキャッシュで占められていたものの、世界的な株式

<sup>9</sup> カナダ政府のインフレ連動債。ただし、発行額が小さいため、実際には米国 TIPS にも投資している。

図表 10 CPIBの資産残高とリターン推移



(出所) CPIB 年次報告書 (2007 年)

市場低迷の影響は免れ得なかった。CPIB によると、その際、「多くのカナダ人が、CPIB は債券またはキャッシュを保持し市場のタイミングを計るべきではないかと懸念した」が、CPIB は株式投資を続けた。CPIB にとって、「株式市場の低迷は、長期の投資の道のりにおける購入機会」に他ならず、これが結果的に 2004 年度のリターンの回復につながった<sup>10</sup>。

#### 4. ESG (環境、社会、企業統治) ファクター

CPIB は、活動開始当初は議決権行使を運用会社に委任していたが、2003 年に議決権行使原則を公表し、投資対象の公開企業に対して良きコーポレート・ガバナンスを促してきた。その後、2005 年には、環境、社会、企業統治のファクター (ESG ファクター) に関する企業行動への働きかけにも乗り出している。すなわち、責任ある企業行動は、一般に長期的なパフォーマンスにプラスの影響をもたらすという信念の下、同年 10 月に責任投資方針 (Policy on Responsible Investing, PRI) を採択した。ESG ファクターに関する企業のディスクロージャーと行動を促すのが目的である。

さらに、国際連合の責任投資原則 (Principles of Responsible Investment) や、EAI (Enhanced Analytics Initiative)、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト (Carbon

<sup>10</sup> CPIB 年次報告書 (2004 年)。

Disclosure Project)、採取産業透明性プロジェクト (Extractive Industries Transparency Project) といった、ESG ファクターを重視する機関投資家のイニシアチブに参加している<sup>11</sup>。CPIIB は、このような企業行動への働きかけは、純粹に、長期的な企業価値向上という運用の観点からのみ行われるものだとしている。

## V おわりに

CPIIB はそのガバナンス体制の下で、運用内容を自律的に進化させてきたと言ってよい。4.2%という目標リターンは外部から与えられるが、そこから先は、機関投資家としての行動原則に徹している。自律的な行動を可能にする独立性が、根拠法により設立当初から与えられていたこと、そのような組織にするために国民全体を巻き込む議論が行われたこと、CPIIB の活動結果を公開ミーティングのようなプロアクティブな形で国民にフィードバックする努力が続けられていることは注目に値する。

CPIIB は、設立から 10 年足らずであり、97 年の改革及び CPIIB の活動の成否を判断するのは早計と指摘されている。CPIIB の運用体制は市場の循環には十分対応可能と考えられるものの、長期間にわたり目標リターンを達成できない状況が発生した場合には、CPP の財政は再び悪化することになる<sup>12</sup>。また、CPIIB の設立時の議論を経て、CPIIB の目的は純粹な運用リターンの獲得とされたが、今や ESG ファクター重視の形で、企業行動への働きかけが始まっている。今後も社会的責任投資の拡大の要請が強まりうることについて、「より広範なカナダの公共政策に進展をもらすかもしれないが、CPP のファンディング・モデルと退職所得保障に対する貢献を、間違いなく危険にさらす」という指摘もある<sup>13</sup>。

CPIIB の運用残高が拡大するにつれて、世界規模の機関投資家としての存在感は、今後、一層増すと思われる。公的年金積立金の運用のあり方を示す一つの事例として、CPIIB の活動がどのような展開を見せるのか、引き続き注目する必要がある。

<sup>11</sup> 国連の責任投資原則は、機関投資家が運用ポートフォリオへの ESG ファクターの影響を考える際の行動原則で、同ファクターの重要性拡大に鑑みて国連環境計画・金融イニシアチブ及び国連グローバル・コンパクトが推進。EAI は、運用総額 2 兆米ドルの国際的な機関投資家連合で、セルサイド証券会社に対し ESG ファクターを織り込んだリサーチの提供を促す。カーボン・ディスクロージャー・プロジェクトは、運用総額 41 兆米ドルの国際的な機関投資家連合で、各国の企業に対し天候の変化が事業に及ぼす影響についてのディスクロージャーを促す。採取産業透明性プロジェクトは、石油、ガス、鉱物資源の取引に関する政府収入及び企業の支払いのディスクロージャーを通じて、資源産出国のガバナンス改善を支援する。

<sup>12</sup> Silvana Pozzebon, "Future of Pensions in Canada," Robert Clark & Olivia Mitchell ed., *Reinventing the Retirement Paradigm* (Oxford UP, 2005); Ken Battle and Edward Tamagno, "Public Pensions in a Development Context: The Case of Canada," *Social Policy and Development Programme Paper No. 31*, United Nations Research Institute for Social Development, Feb. 2007.

<sup>13</sup> Steven Sass, *Reforming the Canadian Retirement System: Investing Social Security Assets in Equities*, Center for Retirement Research at Boston College, *Global Issue in Brief*, April 2006.