

## 公的年金積立金運用とマスメディア

野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. 公的年金積立金の運用組織は、政治的な介入などから独立であることが求められるが、それは同時に、同組織が厳格な説明責任を負うことを意味する。所轄官庁等への報告に加えて、一般国民向けの情報開示が行われるが、その際、一つのポイントとなるのが、情報のゲートキーパーたるマスメディアである。
2. 海外の公的年金積立金運用組織のマスメディアに対するスタンスは様々である。積極的に関わっている例として挙げられるのがカナダのCPPIBで、国民への直接的な情報発信と同時に、年金業界のオピニオン・リーダーやマスメディアなど、キーパーソンとのコミュニケーション確保に努めている。
3. 一般に、年金制度を十分に理解するためには、金融、社会保障などの多面的な知識が求められる。マスメディア経由の国民向け情報発信を有効に行うには、マスメディアの年金制度に対する理解向上も必要となる。大学のような教育機関が、ジャーナリスト向けに年金制度の研修講座を提供するのも、一つのアイデアではないかと思われる。
4. 最近、わが国の公的年金積立金運用のあり方をめぐる議論が活発化しているが、まずは、運用組織である年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の活動内容が国民に向けて効果的・効率的に開示されていることも重要である。マスメディアとの関係はキーポイントであり、海外の事例などを参照しつつ、工夫が求められよう。

### I 公的年金積立金運用の情報開示

公的年金積立金は、将来の年金給付に備えるための資金プールであり、基本的にはそれ以外の目的に用いられるべきではない。ただ、政府が設立・運営するという性格上、運用についても政治的な介入を受けやすい立場にあり、それゆえに公的年金積立金運用を行う組織においては、その独立性がきわめて重要とされる。独立性の確保された理事会による統治、その下での運用の専門家による業務執行などが鍵とされる。

運用組織が独立であることは、同時に、説明責任（アカウンタビリティ）を負うことを意味する。説明責任を果たす上では、所轄官庁等への報告に加えて、年次、四半期といっ

た頻度での運用報告書の公表や、ウェブサイト等を通じた機動的な情報発信、すなわち情報開示が重要なファクターとなる。

公的年金積立金運用に関する情報開示にはいくつかの特徴が指摘できる。

まず、国民全体を対象とする制度であれば全国民、国民の一部が対象であっても相当程度の人数が聴衆である点だ。国民全体ともなると、公的年金に対する関心も知識も千差万別である。公的年金積立金の運用組織は、全員にとって適当な情報開示はほぼ不可能という現実に、いかに対応するかという課題に直面する。

公的年金積立金の運用組織は、そのような聴衆に対して、自らの運用期間が超長期であることを的確に説明しなければならない。リスク性資産での市場運用を行っている以上は、短期の価格変動がそのまま情報開示資料に反映されるので、これは困難な課題である。また、公的な主体であるがゆえに、倫理問題や環境問題に対する基本スタンス（例えば、人権問題が取り沙汰されている国の企業に投資するのか）、議決権行使方針などについて、明確に説明する必要がある。

一般向けの情報開示においては、内容の優先順位付けや、分かりやすい表現の工夫などが必須と言えるが、それらに加えて、一つのポイントになると思われるのが、情報のゲートキーパーたるマスメディアの存在である。公的年金積立金の運用報告書を自ら入手して読んだり、積立金運用組織のウェブサイトを開覧したりするのは、相対的に関心の高い一部の国民に限られる。多くの人々は、新聞、雑誌、テレビ等のマスメディアを通じて自らの年金の原資がいかに運用されているかの情報に接するからである。

## II 海外の公的年金積立金運用組織とマスメディア

### 1. マスメディアとの関わり方<sup>1</sup>

海外の公的年金積立金運用組織の間では、マスメディアとの関係についてどのような見方があるのだろうか。2007年秋から2008年春にかけて行ったヒアリングでは、まず、運用成績の良い時にはあまり注目されず、悪い時には取り上げられるという点で、見方がほぼ一致していた。例えばITバブル崩壊後の運用低迷期には、厳しい批判を受けたとのことであった。ただ、それを理由に運用の基本方針変更に及んだ（例えば株式へのアロケーションを縮小した）という指摘はなかった。

マスメディアに対するスタンスは、運用組織により様々だった。マスメディア向けに特別なことは行っていないという運用組織もあったが、マスメディアとのやり取りに相当程度の時間を割いており、議論にも積極的に関与するべきだとする運用組織もあった。上述

<sup>1</sup> スウェーデン、ノルウェー、デンマーク、フランス、アイルランド、カナダの公的年金積立金運用に関係する組織に対しヒアリングを行った。また、世界的に著名な年金コンサルタントであるキース・アムバクシア氏とのインタビューも、本稿執筆にあたり参照した。

の倫理・環境問題やコーポレート・ガバナンスなど特定のテーマについて、マスメディアとのコミュニケーションが活発だとするところもあった。

## 2. CPPIB のステークホルダー・リレーションズ<sup>2</sup>

マスメディアを含めた対外的な取り組みが、積極的かつ特徴的なのが、カナダの公的年金積立金運用組織の CPPIB (Canada Pension Plan Investment Board) である。CPPIB では、ステークホルダー、すなわち、カナダの公的年金 CPP (Canada Pension Plan、CPPIB は CPP の積立金を運用する) の現役加入者及び受給者とのコミュニケーションが重要な位置づけを与えられており、情報公開に関する方針とは別に、「コミュニケーション及びステークホルダー・リレーションズに関する方針」<sup>3</sup>という文書を作成し公開している。

同方針書の目的は、CPPIB のコミュニケーションが法規に則り行われるようにすること、及び、CPPIB の「戦略プラン」に規定されるステークホルダー・リレーションズ関連事項を実行できるようにすること、である。戦略プランの中の「コミュニケーション戦略」では、「直接的にはウェブサイト、財務報告、カンファレンスや公開ミーティング、間接的には印刷物やマスメディアの放送を通じて、ステークホルダー等との継続的なコミュニケーションを維持する」、「明快・包括的・タイムリーな投資活動情報をプロアクティブに開示する」などと規定されている。

CPPIB の国民向け情報発信の中核部隊は、コミュニケーション及びステークホルダー・リレーションズ部（以下、ステークホルダー・リレーションズ部とする）である。担当役員のイアン・デール氏は、前職が AT&T カナダの広報担当バイス・プレジデントで、それ以前もカナダ大手銀行の CIBC (Canadian Imperial Bank of Commerce) の広報部長、カナダ放送協会 (Canadian Broadcasting Corporation、CBC) の時事ニュース担当プロデューサーを務めた。ジャーナリズムの修士号保有者でもあり、広報のプロフェッショナルである。

ステークホルダー・リレーションズ部は、CPPIB にとってのキーパーソンとのコミュニケーション確保を重視している。キーパーソンには、CPPIB の監督者である連邦及び州財務大臣、年金業界のオピニオン・リーダー、マスメディア、労働組合や退職者協会などの利益団体が含まれる。これらキーパーソンの CPPIB の活動に対する理解を十分得ることで、彼らを通じた国民全体による CPPIB の理解も深められるという考え方であり<sup>4</sup>、効果的・効率的な情報発信に努めていることが伺われる。

CPPIB のステークホルダー・リレーションズ活動は、段階的に発展してきた。1997 年

<sup>2</sup> CPPIB については、野村亜紀子「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』2007 年秋号を参照のこと。

<sup>3</sup> CPPIB, Communications and Stakeholder Relations Policies, April 5, 2006.

<sup>4</sup> CPPIB は情報開示活動の一環で、2年に1回、公開ミーティングを全国各地で行うことを法により義務付けられているが、その際も様々なステークホルダー・グループとの会合を行っている。2001年度の第1回公開ミーティングの際には、ポートフォリオ・マネジャー、企業役員、労働組合トップ、年金受給者、大学生、フィナンシャル・プランナー等との非公式会合が行われた (CPPIB「2001年度年次報告書」より)。

の設立当初から、運用、リスク管理、財務と並ぶ主要な活動分野として位置付けられていたが、2003年初にはステークホルダー・リレーションズ担当役員が設置され、組織面での充実が進んだ。現在では、ステークホルダー・リレーションズは、ERM（Enterprise Risk Management、事業リスク管理）における風評リスク管理の中に位置付けられている。ERMとは、「事業の目的達成に合理的保証を与えるために、事業体に影響を与える事象の特定とリスク管理のために設計された、全員参加のプロセス」であり、元々は企業の内部統制強化などのために普及した概念だが、近年、先進的な年金基金による年金運用への適用が進んでいると言われる<sup>5</sup>。風評リスクは、組織内外の要因によりCPPIBの評判やイメージが傷つくリスクであり、このリスクを管理するべく、ステークホルダー・リレーションズ部が、国民により明確に理解されるコミュニケーションに努めている。

### 3. 運用報告に込められたメッセージ

マスメディア対応の考え方に違いはあっても、プレスリリースの発行はいずれの運用組織も行っている。現在、米国サブプライム問題を受けた運用環境悪化後の厳しい結果報告が、公的年金積立金運用組織から次々とされているが、その際にプレスリリースを出している組織を見ると、共通して、長期運用の視点が重要であることを強調している。

例えば、フランスの公的年金積立金運用組織であるFRR（Fonds de Réserve pour les Retraites）は2008年4月15日、監督理事会が2007年の財務報告書を承認する際に、「将来の退職者のための長期投資家であるという自らの立場を再確認した」旨のプレスリリースを出した。その中では、「FRRのパフォーマンスは短期の指標ではなく、2004年6月の運用開始以降の年率換算パフォーマンスに基づき計測されるべきである」との指摘がなされた。ちなみに、FRRが四半期毎に出す運用報告には、年初来のパフォーマンスと運用開始以来パフォーマンスが掲載されており、第1四半期の報告を除いて、四半期のみの数値は掲載されていない。

アイルランドの公的年金積立金運用組織のNPRF（National Pensions Reserve Fund）も、2008年4月30日付けのプレスリリースで、2008年第1四半期のパフォーマンスがマイナス10.5%だった旨を報告すると同時に、「NPRFは、2001年の運用開始から2008年3月までの年率換算パフォーマンスで見ると4.2%を達成している」ことを指摘している。また、NFRPが、許容可能なリスクの範囲内で最適なリターンを達成するという法の要請に基づき、株式が長期的には債券等の他の資産をアウトパフォームするという見地からアセット・アロケーションを策定していること、株式は本来的に債券よりもボラティリティが高く、この運用戦略は必然的に短期的なパフォーマンス変動をもたらすことを改めて記述している。

CPPIBは2008年5月22日付けのプレスリリースで、2008年3月期の年間パフォーマンス

<sup>5</sup> 年金基金によるERMの適用は、堀江貞之「ERMの先進実践例を確定給付年金プランに見る－欧米の先進事例の特徴と事業会社への示唆－」『知的資産創造』2007年11月号を参照。

スがマイナス 0.29 パーセントだった旨を報告したが、やはり、「2008 年度の結果は、長期のリスク・リターン・パラメータの範囲内であり、当該年度の厳しい市場環境を反映したものだ」とした上で、「CPPIB は、自らの長期の投資期間を反映すべく、4 年間の移動平均パフォーマンスを定期報告しており、2008 年 3 月期は 9.0%だった」ことを指摘している。

プレスリリースは、使いようによっては重要な情報発信ツールとなりうる。マスメディアもこれを参照する。運用報告が出された旨のアナウンスにとどまらず、このようなメッセージを込める工夫は注目に値するだろう。

### Ⅲ 年金制度に関する研修

一般に、年金制度は、資産運用、年金数理といった金融の側面を持つと同時に、社会保障や労働契約の側面も持ち、十分に理解するためには多面的な知識を求められる。公的年金積立金運用組織が、マスメディア経由の国民向け情報発信を有効に行いたいと考える場合、マスメディアの年金制度に対する理解向上という課題に直面し得る。

年金基金の運営においては、しばしば、基金の統治者たる理事会に対し、基金のスタッフが様々なテーマに関するブリーフィングを行う必要があることが指摘されている。理事会メンバーは、必ずしも年金運営の専門家とは限らないからである。例えば、公的年金積立金運用組織の場合、雇用主代表、被用者代表などから成る「ステークホルダー参加型理事会」が、運用組織の活動を監督するパターンがある<sup>6</sup>。この場合、運用組織の実行部隊が、理事会メンバーの研修も担当することになる。

同様に、運用組織が、自らについての理解促進のために、実質的にマスメディアの研修活動を担うというやり方もあり得るが、大学のような教育機関にこの役割を期待することは考えられないだろうか。実は米国ペンシルバニア大学ウォートン校は、「ビジネス・ジャーナリスト向けセミナー」(Wharton Seminars for Business Journalists)という講座を 1968 年以来提供しており、金融市場、会計原則、企業戦略、グローバル経済といった幅広いテーマが扱われているが、この中に年金・リタイアメントも含まれている<sup>7</sup>。提供者は必ずしも大学でなくてもよいかもしれないが、このような社会人向け講座は、年金制度に通じたジャーナリスト養成の一つの方策とは言えないだろうか。

<sup>6</sup> フランス、スイス、スウェーデン、デンマークの公的年金積立金運用組織がこのパターンに該当する。これに対し、カナダやアイルランドの運用組織は、理事会メンバーの選出要件に金融等の専門性を有することが含まれており、「専門家理事会」のパターンと言える。

<sup>7</sup> ウォートン校ウェブサイト及び同校の Pension Research Council エグゼクティブ・ディレクターであるオリビア・ミッチェル教授へのヒアリングによる。

## IV おわりに

わが国の公的年金積立金は、2008年3月末時点の残高が市場運用部分のみで91.3兆円という世界最大の年金ファンドである。市場運用分に加えて財投債への投資が29.2兆円あり、さらに旧大蔵省資金運用部への預託分移行が完了すれば、約150兆円の規模に達する見込みである<sup>8</sup>。

積立金の運用は、年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIFとする）により行われている。GPIFは2006年4月に独立行政法人として設立され、2001年度から積立金運用を行っていた年金資金運用基金の業務を引き継いだ。まだ発足から数年の組織とも言えるが、最近、その積立金運用のあり方についての議論が活発化している。

例えば、GPIFの運用のガバナンス体制を見直し、独立性を強化することにより、運用の多様化・高度化を追求しやすくなるという指摘や、世界最大の機関投資家の運用高度化は、わが国の金融・資本市場の発展への貢献という副次的効果も期待できるといった指摘が行われている<sup>9</sup>。2008年6月27日に閣議決定された「経済財政改革の基本方針2008」では、3つの経済成長戦略のうちの「グローバル戦略」の中で、「公的年金基金の運用について、国民の立場に立って、幅広く検討を行う」と記された。

時間との競争という側面もあるが、公的年金積立金運用を本格的に改変するのであれば、確かに幅広い議論が必要と思われる。また、仮にGPIFの独立性を現在以上に高めるのであれば、それに見合う形での説明責任の果たし方も同時に確立されなければならないだろう。国民向けの情報開示の充実も、その中に含まれる。まずは、GPIFの足下の活動内容に関する国民向け情報開示が、効果的・効率的に行われていることも重要であり、マスメディアとの関係は一つのキーポイントとなり得る。海外の事例などを参照しつつ、工夫が求められよう。

<sup>8</sup> 公的年金積立金は、かつては旧大蔵省資金運用部に預託されていたが、2001年度以降、順次、GPIFによる運用に移され、2008年度に移行が完了する。なお、金額的には米国の公的年金であるソーシャル・セキュリティの積立金が2兆2385億ドル（2007年末時点、約235兆円）とわが国の上を行くが、ソーシャル・セキュリティ積立金は、全額が非市場性米国債に投資されている。

<sup>9</sup> 公的年金積立金運用のガバナンスのあり方については、野村資本市場研究所編訳『キース・アムバクシアの公的年金運用ガバナンスに関する提言』（資本市場研究選書シリーズ Vol.1、2008年3月）、同編訳『年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）に関する基本情報』に対するコメント』（資本市場研究選書シリーズ Vol.2、近刊予定）の議論が示唆深い。