

## 資産運用業の発展に貢献するアジアのアセットオーナー —シンガポール GIC とマレーシア従業員積立基金の事例—

北野 陽平

### ■ 要 約 ■

1. アジアでは、政府系ファンドや年金基金等のアセットオーナーが、国内外の資産運用業の発展に重要な役割を担っている。多様なアセットクラスへの国際分散投資や資産運用力の向上等により長期的に良好なリターンを獲得してきた主な機関として、シンガポール政府系ファンドの GIC やマレーシアの年金基金である従業員積立基金（EPF）が挙げられる。
2. 外貨準備を運用する GIC は、強固な運用体制を構築・維持するため、長期的な成果に応じて相応の報酬を支払う仕組みにより、豊富な投資業務経験を有する経営陣を保持している。そうした経営陣の下で、資産運用の高い専門性を有する人材をグローバルに採用するとともに、新卒等の採用を通じて将来有望な若い人材を育成している。また、リターンの向上を目的として外部委託運用を行う中、シンガポールに拠点を置く既存の資産運用会社の事業拡大や外国からの新たな資産運用会社の誘致に貢献してきた。
3. 加入者の積立金を長期安定運用する EPF は、リターンの向上及びリスク分散を目的としてこれまで外国資産への投資を拡大しており、プライベート・エクイティ投資も拡大する方針を示してきた。また、インハウス（自家運用）の資産運用力を補完するために外部委託運用を行っており、相応の運用委託手数料を支払うとともに、運用パフォーマンスが優れた資産運用会社を毎年表彰し、資産運用会社間の健全な競争を促進している。
4. 日本では 2023 年 6 月、資産運用立国を実現する政府の方針が示された。その取り組みの一環として、アセットオーナーや資産運用会社のガバナンスや資産運用力等を向上させるための資産運用業の抜本的な改革が検討されている。GIC と EPF の体制や取り組みは、日本にとって参考になる部分もあると思われる。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 富永健司「アジアのソブリン・ウェルス・ファンドの投資戦略の変化と影響」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号。
- ・ 関根栄一「5カ年プランを制定した中国 CIC による今後の海外投資戦略—非伝統的資産への投資比率の拡大—」『野村資本市場クォーターリー』2019年夏号。

## I 資産運用業の発展に重要な役割を担うアセットオーナー

日本では、2023年6月に閣議決定された経済財政運営と改革の基本方針2023において、資産運用立国を実現する方針が示された。その取り組みの一環として、アセットオーナーや資産運用会社のガバナンス改善・体制強化、資産運用力の向上及び運用対象の多様化に向けた環境整備等を通じた資産運用業の抜本的な改革が検討されている。

アセットオーナーに関して、アジアを代表する国際金融センターの1つであり、同地域における資産運用業のハブと目されているシンガポールに目を向けると、政府系ファンドや年金基金等のアセットオーナーが、国内外の資産運用業や資本市場の発展において重要な役割を担っている。政府系ファンドでは GIC やテマセク<sup>1</sup>、年金基金では中央積立基金（Central Provident Fund）が大きな存在感を有している。また、アジア主要国の中で規模が大きい年金基金の1つとして、高い経済成長を続けているマレーシアの従業員積立基金（Employees Provident Fund、EPF）が挙げられる。

このうち、GIC と EPF は、最終受益者の利益最大化を目的として、多様なアセットクラスへの国際分散投資や資産運用力の向上等により長期的に良好なリターンを獲得してきた機関として注目される。また、GIC と EPF は、外部委託運用を通じて国内資産運用業の発展の一翼を担ってきた。GIC と EPF の体制や取り組みは、日本が資産運用業の競争力強化を推進する上で参考になる点があると思われる。そこで、本稿では、GIC と EPF の投資枠組みやガバナンス・運用体制等を紹介し、日本への示唆について考察したい。

## II 外貨準備の国際購買力の維持・向上を使命とする GIC

### 1. シンガポールの外貨準備を運用する GIC

GIC は 1981 年、シンガポールの外貨準備を運用する役割を担う政府 100% 出資の投資会社として、シンガポール会社法の下で設立された。設立から 30 年以上にわたってシンガポール政府投資公社（Government Investment Corporation）という社名が用いられていたが、2013 年に、より知名度の高い GIC へと社名変更された。

シンガポールの外貨準備は従前、1971 年に創設された中央銀行であるシンガポール金融管理局（Monetary Authority of Singapore、MAS）により管理され、国債を中心とする流動性が高い金融商品で運用されていた。1970 年代に、堅調な経済成長や健全な財政運営等により外貨準備が急速に増加する中、長期的な観点で外貨準備を運用する専門組織の設立が検討され、GIC の設立に至った。GIC の設立に伴って、MAS は金融政策の実施及び金融安定化に必要とされる公式外貨準備（Official Foreign Reserves、OFR）のみを管理することになり、必要額を超過する OFR を政府に定期的に移管してきた。政府のために GIC が

<sup>1</sup> テマセクの詳細は、富永健司「アジアのソブリン・ウェルス・ファンドの投資戦略の変化と影響」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号参照。

運用する外貨準備は、MAS が管理する OFR と区別されている。

GIC が 2008 年以降毎年公表している政府ポートフォリオの運用に関する報告書（Report on the Management of the Government's Portfolio）によると、GIC は政府を代表する財務省からのマンデート（委任）に基づいて、長期的に世界の平均インフレ率を上回るリターンの獲得を通じて、外貨準備の国際購買力を維持・向上させることを使命としている。また、同省からのマンデートには、GIC がポートフォリオを運用するための人材の任命、投資目的、投資期間、リスク変数、投資ガイドラインに関する条件が規定されている。

GIC は、多様なアセットクラスを対象として世界 40 か国以上に国際分散投資を行っており、シンガポール国内には原則投資しない。拠点をシンガポールの他、ニューヨーク、サンフランシスコ、ロンドン、東京、シドニー、北京、上海、ソウル、ムンバイ、サンパウロに置き、2,100 人以上の従業員を抱えている。

GIC は、運用資産額を公表しておらず、1,000 億米ドルを大幅に上回ることのみ明らかにしている。シンガポール財務省は、この理由について、MAS とテマセクが開示している運用資産額と合算して政府準備金の総額が特定されることを回避するためと説明している<sup>2</sup>。同省は、政府準備金の総額が特定されることで、自国経済が脆弱な状態になった時にシンガポールドルへの投機的な攻撃が行われる可能性を懸念している。なお、世界のアセットオーナーの調査・分析を行うソブリン・ウェルス・ファンド・インスティテュートによると、GIC の運用資産額は 7,700 億米ドルと推計されている<sup>3</sup>。

## 2. 運用資産の概要とパフォーマンス

GIC の運用資産のアセットクラス別内訳を見ると、2023 年 3 月末時点で債券（インフレ連動債を除く、本章では以下同じ）及び現金が 34%、新興国株式が 17%、プライベート・エクイティ（非上場株式）が 17%、先進国株式が 13%、不動産が 13%、インフレ連動債が 6% を占める。アセットクラスの開示区分が変更された 2013 年以降の内訳の推移を見ると、先進国株式の割合が低下傾向にある一方、プライベート・エクイティの割合が上昇傾向にある（図表 1）。

GIC の投資ポートフォリオ（以下、GIC ポートフォリオ）の国・地域別内訳を見ると、2023 年 3 月末時点で米国が 38%、アジア（日本を除く）が 23%、ユーロ圏が 9%、日本が 6%、中東・アフリカ・その他欧州諸国が 5%、英国が 4%、その他地域が 15% となっている。2010 年以降、米国が一貫して最大の割合を占めており、アジア（日本を除く）の割合が概ね上昇傾向にある（図表 2）。

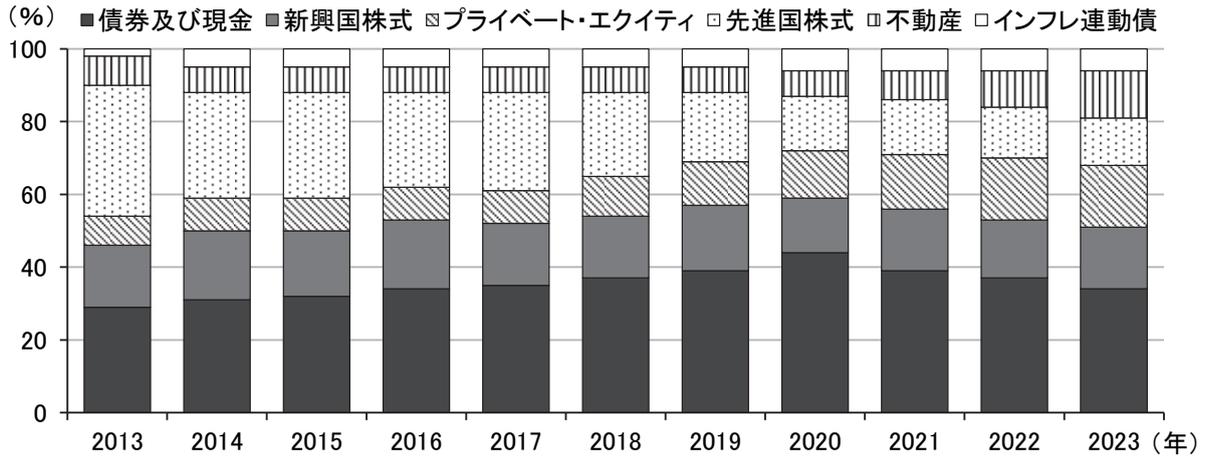
GIC は、各年のリターンを公表しておらず、その代わりに、過去 5 年間、10 年間、20 年間の名目年率リターンと過去 20 年間の実質年率リターンを公表している。このうち、前述

<sup>2</sup> 政府準備金とは、政府及び憲法付表 5 に記載されている政府系機関・企業の総資産から負債を控除した金額を指す。MAS の OFR は 2023 年 7 月末時点で 3,408 億米ドル、テマセクの運用資産額は同年 3 月末時点で 3,820 億シンガポールドル（2023 年 10 月 11 日時点で 1 シンガポールドルは 109.42 円）である。

<sup>3</sup> Sovereign Wealth Fund Institute, “Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Ranking by Total Assets.”

の目標に直結している過去 20 年間のリターンに着目すると、2023 年 3 月末時点で名目年率リターンが 6.9%、世界の平均インフレ率が 2.3%、実質年率リターンが 4.6%である。過去 20 年間の実質年率リターンは 2001 年以降一貫して 2%超となっており、GIC は長期的に世界の平均インフレ率を上回るリターンを獲得してきた（図表 3）。長期的に良好な運用成果を上げてきた GIC の投資枠組みとガバナンス・運用体制について、次節で整理する。

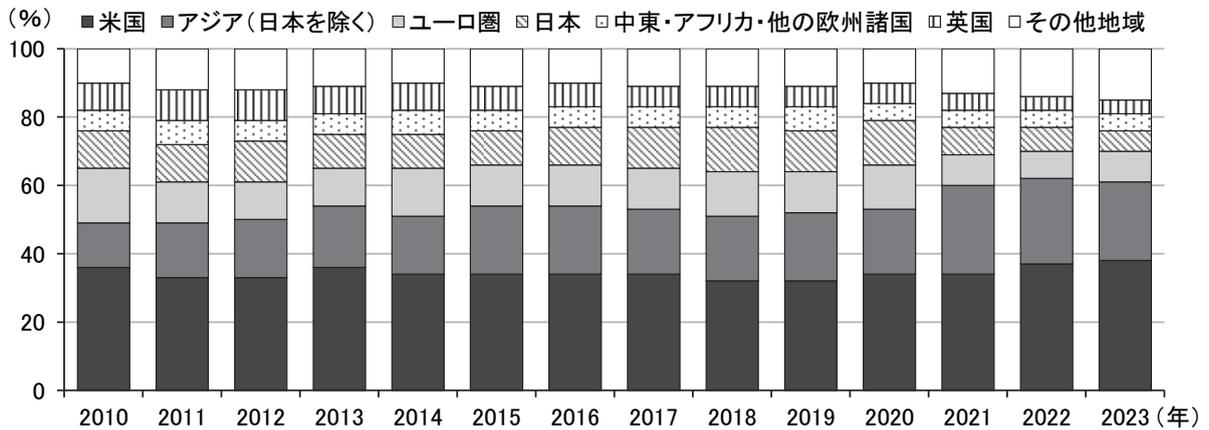
図表 1 GIC ポートフォリオのアセットクラス別構成比の推移



(注) 各年 3 月末時点。

(出所) GIC より野村資本市場研究所作成

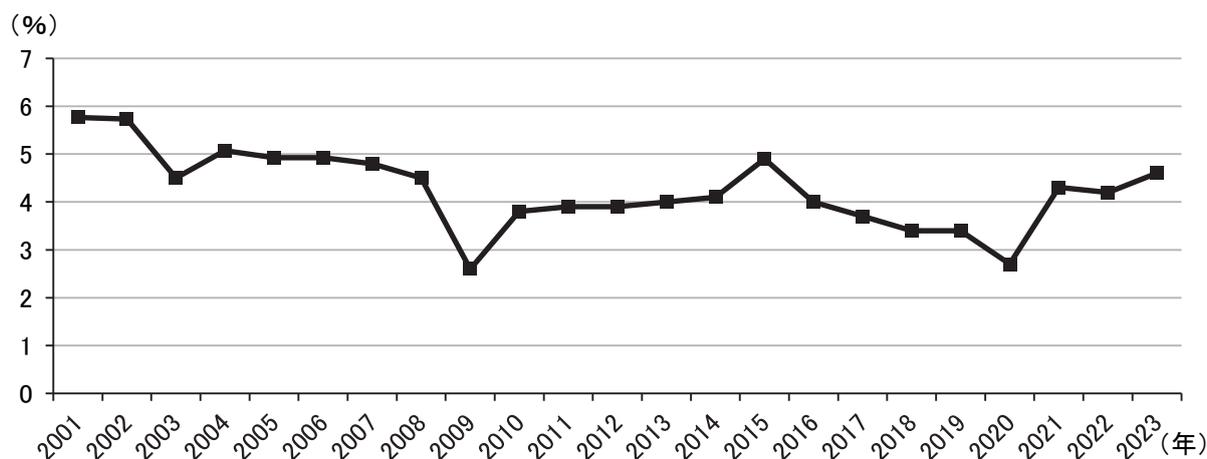
図表 2 GIC ポートフォリオの投資先国・地域別構成比の推移



(注) 各年 3 月末時点。

(出所) GIC より野村資本市場研究所作成

図表3 GICポートフォリオの過去20年間の実質年率リターンの推移



(注) 2023年の数値は、2003年4月～2023年3月の実質年率リターンを示す。2022年以前も同様。

(出所) GICより野村資本市場研究所作成

### 3. 良好な運用成果を支える投資枠組みとガバナンス・運用体制

#### 1) 投資の枠組み

GICは1981年の設立以降、長期的に良好なリターンを獲得するため、自社の成長段階に応じて投資の枠組みを見直してきた。まず、設立以降の20年間を見ると、GICがMASから移管された外貨準備は、小国で天然資源に乏しいシンガポールが不測の事態に対応するための危機対応準備金（contingency fund）と位置付けられていた。GICは、保守的な投資アプローチを採用するとともに、インハウス（自家運用）の資産運用力の強化を優先していた。基本アセット・アロケーションは、株式が30%、債券が40%、現金が30%であり、諸外国の年金基金等のアセットオーナーと比較すると、現金が高い割合を占めていた。

GICの運用資産額は2000年代初頭には、危機対応準備金として必要とされる以上の規模へと増加したことから、流動性確保の必要性が低下した。そこで、GICはシンガポール財務省とともに、投資目的や基本アセット・アロケーションの見直しを実施した。その結果、GICは、新興国株式等のよりリスクの高い資産や、不動産、インフラ、プライベート・エクイティ等の低流動資産への投資拡大が可能になった。

その後、GICは2012年、困難で複雑な投資環境下においても長期的に良好な運用パフォーマンスを維持できるように、自社の強みと能力に焦点を当てて、投資アプローチの見直しを実施し、2013年4月に新たな投資の枠組みを導入した。同枠組みの下では、リスクを適切に管理しつつ、より高いリターンの獲得が追求されており、GICポートフォリオは以下で説明する政策ポートフォリオ（Policy Portfolio）とアクティブ・ポートフォリオから構成され、当該2種類のポートフォリオの合計がGICの運用資産額となっている。

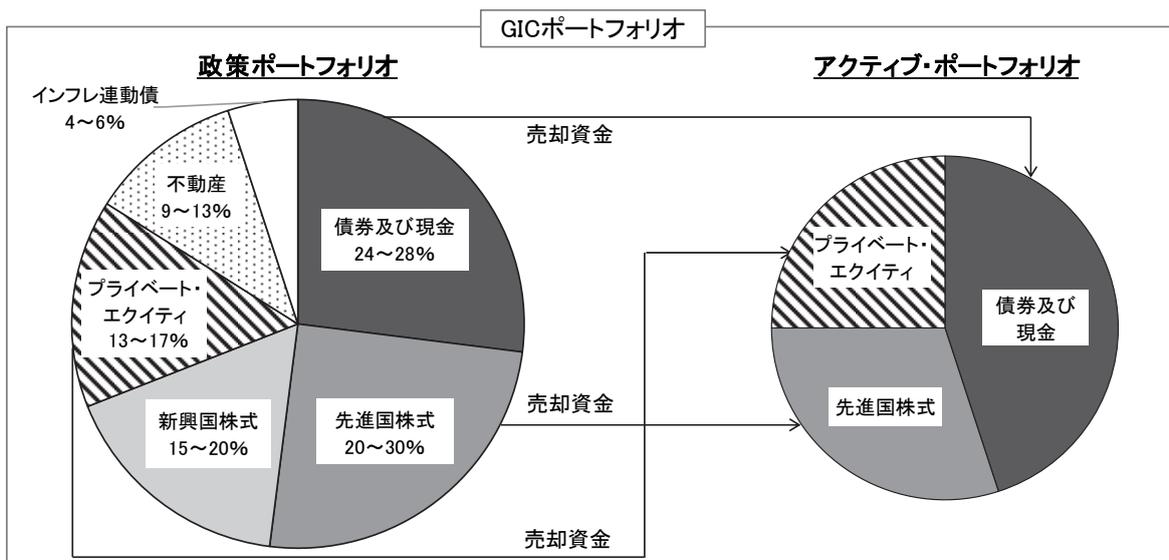
政策ポートフォリオは、シンガポール政府のリスク許容度（後述）を踏まえつつ、

分散投資により長期的に良好なリターンを獲得するためのポートフォリオであり、GIC ポートフォリオの中核をなす。政策ポートフォリオは、先進国株式、新興国株式、債券及び現金、インフレ連動債、プライベート・エクイティ、不動産の6つのアセットクラスから構成される。各アセットクラスの構成比は、債券及び現金が24~28%、先進国株式が20~30%、新興国株式が15~20%、プライベート・エクイティが13~17%、不動産が9~13%、インフレ連動債が4~6%である。

アクティブ・ポートフォリオは、アクティブ運用戦略を通じて、政策ポートフォリオより高いリターンを追求することを目的とする。アクティブ・ポートフォリオの原資は、政策ポートフォリオに含まれる資産の売却資金である。当該売却資金は、リスク特性が類似したアセットクラスへの投資に充てられる必要がある。例えば、アクティブ・ポートフォリオで先進国株式に投資する場合、政策ポートフォリオでパッシブ運用される先進国株式の売却資金が用いられる(図表4)。但し、同じアセットクラスである必要はなく、例えば、先進国株式と債券及び現金を組み合わせると見た時のリスク・リターン特性が、流動性の高い市場を対象にロングショート戦略を採用するヘッジファンドのリスク・リターン特性と類似している場合、前者の売却資金が後者の投資原資となり得る。アクティブ運用戦略では、政策ポートフォリオに含まれる資産の売却資金が資本コストとなり、それを上回るリターンが求められるとともに、許容可能なリスクの範囲が設定される。なお、GIC ポートフォリオに占めるアクティブ・ポートフォリオの割合は公表されていない。

ポートフォリオ全体の長期的なリスク管理に関して、GIC は参照ポートフォリオ(Reference Portfolio)を指標としている。参照ポートフォリオとは、シンガポール政府のリスク許容度を反映したポートフォリオであり、グローバル株式65%、グロー

図表4 GICのアクティブ・ポートフォリオ構築の仕組み



(出所) GIC より野村資本市場研究所作成

バル債券 35%から構成される。参照ポートフォリオは短期的なベンチマークではなく、市場環境の変化に伴ってGICポートフォリオのリスクが一時的に参照ポートフォリオのリスクを超過することは許容されている。

## 2) ガバナンス体制

GIC は、シンガポール政府 100%出資の投資会社であるが、外貨準備を運用する対価として、政府から手数料を受領している。この点に関して、政府は、GIC の経営陣（マネジメント）の報酬に関する枠組み策定を含む組織運営上の意思決定及び運用パフォーマンスの責任を GIC の取締役会に委ねている。政府は、GIC の財務諸表やポートフォリオの状況等を含む報告書を月次及び四半期毎に提出することを義務付けているが、個々の投資に関する意思決定には関与していない。

GIC の取締役会の主な責任として、政策ポートフォリオとアクティブ運用戦略向けリスク予算の承認等が挙げられる。取締役会の議長はリー・シェンロン首相であり、他のメンバーにはローレンス・ウォン副首相兼財務大臣、ヘン・スイキヤット副首相兼経済政策調整大臣、テオ・チーヒエン上級大臣兼国家安全保障調整大臣等の閣僚の他、シンガポール取引所の最高経営責任者（CEO）、国内最大手行 DBS グループ・ホールディングスのチェアマン、投資ファンド大手ブラックストーン・シンガポールのチェアマン等の資本市場有識者が含まれている。取締役会の主な委員会として、①政策ポートフォリオに関する経営陣の提案を評価する投資戦略委員会、②アクティブ運用戦略を監督する投資委員会、③リスク事項に関して取締役会に助言するリスク委員会等がある（図表 5）。

経営陣は、投資戦略を策定する責任を担っており、政策ポートフォリオを設計・提

図表 5 GIC の投資に関するガバナンス体制

	責任
取締役会 (GIC Board)	・政策ポートフォリオとアクティブ運用戦略向けリスク予算を承認
投資戦略委員会 (Investment Strategies Committee)	・政策ポートフォリオとアクティブ運用戦略向けリスク予算に関する経営陣の提案を評価
投資委員会 (Investment Board)	・アクティブ運用戦略と大規模な投資を監督 ・リターン追求に伴う不当なレピュテーションリスクを回避
リスク委員会 (Risk Committee)	・リスク事項に関して取締役会に助言 ・リスク管理方針・慣行に関する全体的な方向性を設定 ・オペレーションと投資から生じる重大なリスクを評価
経営陣 (GIC Management)	・政策ポートフォリオを設計・提案 ・シンガポール政府のリスク許容度とGICに付与されたマンデートの範囲内でアクティブ・ポートフォリオを構築・管理することにより付加価値を創出 ・グループ経営委員会、投資管理委員会、グループリスク委員会、経営管理委員会、サステナビリティ委員会から構成
国際諮問委員会 (International Advisory Board)	・取締役会、委員会、経営陣に対して、世界及び地域の地政学、経済、市場の動向についての見方と助言を提供

(注) 取締役会の委員会は他にもあるが、投資に直接関与する委員会のみを記載している。

(出所) GIC より野村資本市場研究所作成

案するとともに、アクティブ・ポートフォリオを構築・管理する。経営陣は、①主要な投資やリスク方針を評価・承認し、組織管理や事業計画を監督するグループ経営委員会、②投資方針やアクティブ運用戦略の評価・実行に関してグループ経営委員会を支援する投資管理委員会、③リスク管理方針・慣行を監督するグループリスク委員会、④組織全体の経営管理や事業計画に関する枠組みを監督する経営管理委員会、⑤サステナビリティ方針を評価・実行するサステナビリティ委員会、の5委員会から構成される。

このうち、経営に関する最上位の委員会であるグループ経営委員会は、CEO、グループ最高投資責任者（CIO）、2人の副グループCIO、3人の各アセットクラス担当CIOを含む9人で構成されている。CEOのリム・チョーキアット氏は、1993年に新卒でGICに入社し、ポートフォリオ運用、フィクスト・インカム関連部署や欧州事業の統括等に携わってきた。グループCIOのジェフリー・ジェンスバキ氏は、1998年にGICにシニアエコノミストとして入社し、米国経済の調査、アセット・アロケーション戦略、欧州事業の統括等に携わってきた。副グループCIOと各アセットクラス担当CIOはいずれも、GICにおいて20～30年程度の業務経験を有している。

経営陣の報酬は、取締役会が定める枠組みに基づいており、長期的な成果と業界基準に応じて支払われる形となっている。経営陣の報酬額は公表されていないものの、こうした報酬の枠組みは、豊富な投資業務経験を有する経営陣を保持する上で重要な役割を担っており、長期的に運用パフォーマンスの最大化につながっていると考えられる。

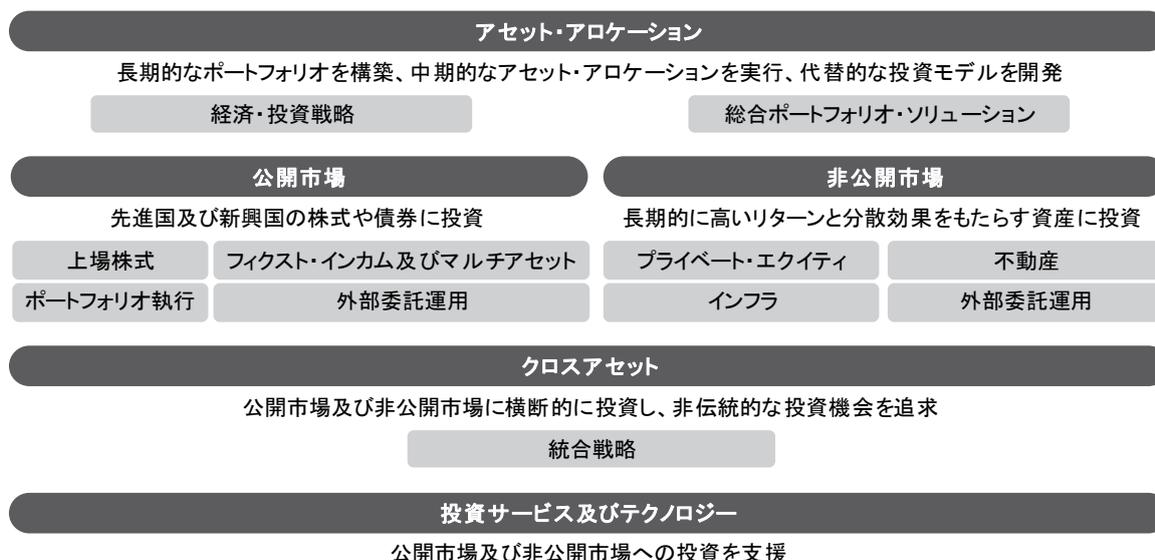
### 3) 運用体制・プロセス

経営陣の下で政策ポートフォリオとアクティブ・ポートフォリオの構築を実行するのは、多様なアセットクラスに関する専門性を有する投資グループである<sup>4</sup>。長期的なポートフォリオ構築や中期的なアセット・アロケーションは経済・投資戦略部（Economics & Investment Strategy Department）によりトップダウンで行われ、個々の投資は上場株式、フィクスト・インカム、プライベート・エクイティ等のアセットクラス毎の投資部署により実行される（図表6）。また、公開市場及び非上場市場を横断的に評価し、投資を行う部署として、統合戦略グループ（Integrated Strategies Group）がある。

GICは、投資グループの資産運用力を向上すると同時に、同グループの専門性を補完することを主な目的として、公開市場及び非上場市場の様々なアセットクラスに関して外部委託運用を行っている。GICは、外部委託運用においてアクティブ運用のアプローチを採っており、ベンチマークをアウトパフォームすることを外部運用会社に求めている。外部運用会社は、GICから受領する運用委託手数料を正当化するために、手数料控除ベースで超過リターンを獲得する必要がある。

<sup>4</sup> 投資グループの各部署の運用資産額は公表されていない。

図表 6 GIC の投資グループ



(出所) GIC より野村資本市場研究所作成

外部委託運用は、次の4段階のプロセスで行われてきた。第1段階は、投資テーマの検討と運用委託候補先へのアプローチである。GICは、追求したい投資テーマを特定し、当該分野で専門性を有する資産運用会社と面談する。第2段階は、運用委託候補先の評価と精査である。GICは、候補として絞り込まれた資産運用会社を定量的かつ定性的に評価する。評価項目には、他社比較に基づく運用パフォーマンス、チーム体制、投資プロセス、リスク管理能力の高さ等が含まれる。第3段階は、ポートフォリオ構築である。GICは、リスクを最小化しつつ中期的にリターンを最大化できるように、外部委託ポートフォリオを構築する。第4段階は、ポートフォリオのモニタリングとリスク管理である。GICは、外部委託ポートフォリオのパフォーマンスに加えて、外部運用会社が市場サイクルを通じて一貫した投資哲学を実践しているかを評価する。また、GICは、ポートフォリオ全体のリスクが適切に管理されているかどうかを精査する。

外部委託運用に関する具体的なデータは近年公表されていないが、2011/12年度(2011年4月～2012年3月)の年次報告書において、公開市場のアセットクラスの外委託運用に関する一部のデータが示されている。それによれば、①GICの運用資産額に占める委託運用額の割合は20%以下、②運用委託件数のアセットクラス別内訳は、市場性のあるオルタナティブが54%、株式が36%、フィクスト・インカム及び外国為替が10%、③運用委託期間の内訳は、3年未満が3割弱、3年以上6年未満が約4割、6年以上9年未満が2割強、9年以上が1割強、④外部運用会社の所在地域別内訳は、北米が58%、欧州が22%、シンガポールが11%、オーストララシア<sup>5</sup>が9%であった。

<sup>5</sup> オーストララシア (Australasia) とは、オーストラリア、ニュージーランド、ニューギニア島、その近海の諸島を含む地域を指す。

GIC は、シンガポール国内には原則投資しない一方で、上述の通り、同国内に拠点を置く資産運用会社に運用を委託してきた。この点に関して、GIC は、MAS による国内資産運用業を発展させるための政策を後押しするため、シンガポールで事業を行う既存の資産運用会社の事業拡大や外国からの新たな資産運用会社の誘致に貢献してきた<sup>6</sup>。GIC の資産を運用するためにシンガポールに拠点を設立した外国の資産運用会社として、例えば、米大手ウェリントン・マネジメントやブリッジウォーター・アソシエイツが挙げられる<sup>7</sup>。

#### 4) 資産運用の専門人材の確保・育成

GIC は、インハウスの資産運用力向上の一環として、資産運用の専門人材の確保・育成を重視している。GIC は、前述の通り、世界 11 都市に拠点を置いており、各国市場における資産運用の高い専門性を有する経験者をグローバルに採用している。また、GIC は、将来有望な若い世代のキャリア開発を支援するため、学生・新卒・若手専門職 (early-career professional) 向けのプログラムを提供している (図表 7)。

新卒採用に関して、GIC は応募者が大学 (院) で勉強した内容よりも、資産運用分野で将来的に活躍できるポテンシャルと適性を有するかどうかを評価してきた<sup>8</sup>。そのため、新入社員の専攻分野は経済や金融に限らず、哲学、歴史、数学、エンジニアリング等、様々である。新入社員は、基本的な知識やスキルを身に付けるための 6 週間の包括的な研修プログラムを受け、約 6 か月にわたって 2~3 のアセットクラスの部署で業務を経験した後、本人の希望や適性に応じた部署へ配属される。新入社員は、経験が豊富な投資担当者がメンター (指導者) として割り当てられ、特定のアセットクラスへの投資の専門性を高めていくことが可能となっている。

図表 7 GIC が提供する学生・新卒・若手専門職向けプログラム

プログラム名	概要
GIC インターンシップ・プログラム (GIC Internship Programme)	・学生を対象とした 12 週間のインターンシップ制度 ・参加者は GIC の事業を支えるプロジェクトに関与
GIC プロフェッショナル・プログラム (GIC Professionals Programme)	・新卒で正社員として GIC でのキャリアを開始するための制度 ・ローテーションで様々な部署の業務を経験
GIC 初期キャリア・プログラム (LEAP: GIC Early Careers Programme)	・若手専門職向けの中途採用制度 ・GIC が募集する職種が対象
GIC 奨学金プログラム (GIC Scholarship Programme)	・優秀な成績を収めた高校生等が国内外の大学に進学・留学するための奨学金制度 ・奨学金を受けた者は大学卒業後に GIC でキャリアを積むことが可能
GIC-MENDAKI 奨学金 (GIC-MENDAKI Scholarship)	・マレー系シンガポール人の若者がシンガポール国立大学、南洋理工 大学、シンガポール経営大学のいずれかに進学するための奨学金制度

(注) MENDAKI (正式名称は Yayasan MENDAKI) とは、マレー系またはムスリム (イスラム教徒) のシンガポール人コミュニティの開発を目的とした自助グループを指す。

(出所) GIC より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> MAS は、1970 年に制定されたシンガポール金融管理局法に基づいて、シンガポールを国際金融センターとして発展させる役割を担っている。

<sup>7</sup> “Asia sovereign wealth funds: Lifting the lid on Singapore’s GIC,” *Euromoney*, May 9, 2019.

<sup>8</sup> 本段落の新卒採用に関する情報は、GIC が設立 20 周年を記念して 2001 年に発行した GIC Year Book 2001 に基づく。

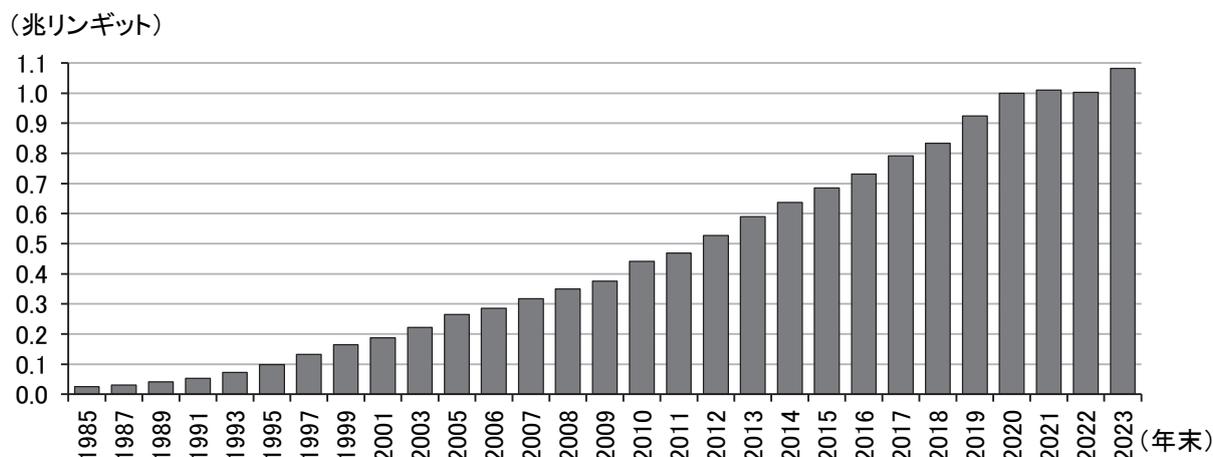
### Ⅲ 加入者の積立金を長期的に安定運用する EPF

#### 1. 民間企業被用者向けの積立型年金を運営する EPF

EPF は、1951 年に設立されたマレーシア財務省管轄下の連邦法定機関<sup>9</sup>である。1991 年従業員積立基金法（Employees' Provident Fund Act 1991）に基づいて、民間企業被用者向けの積立型年金を運営している。マレーシア人及び永住権を持つ外国人の被用者は EPF への加入が義務付けられているが、自営業者や永住権を持たない外国人の被用者は加入が任意である。加入者は右肩上がりに増加しており、2023 年 6 月末時点で 1,590 万人（このうち稼働加入者<sup>10</sup>は 847 万人）となっている。

EPF は、加入者が貯蓄の保全・増加を通じてより良い未来を実現できるように支援することを使命としている。EPF は、加入者の積立金を一元的に運用しており<sup>11</sup>、運用目的として、①加入者の積立金の価値を維持・向上させること、②リスク許容度の範囲内で長期的に安定かつ一貫したリターンを維持すること、を挙げている。運用資産額は、加入者の増加に伴って長期的に増加傾向にあり、2023 年 6 月末時点で 1.08 兆リンギット<sup>12</sup>となっている（図表 8）。

図表 8 EPF の運用資産額の推移



(注) 2023 年は 6 月末時点。

(出所) EPF より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> 連邦法定機関（federal statutory body）とは、連邦法に基づいて設立され、各府省の下で特定の業務を行う権限を付与された機関を指す。

<sup>10</sup> 稼働加入者とは、過去 1 年間に保険料を拠出した加入者を指す。

<sup>11</sup> 但し、年齢毎に設定されている最低積立金を上回る積立金を有する加入者は任意で、超過分の最大 30%を特定のユニットトラストに投資することができる。

<sup>12</sup> 2023 年 10 月 11 日時点の為替レートは 1 リンギット=31.52 円。

EPF の加入者は、積立口座として、コンベンショナル（伝統的金融）口座とシャリーア（イスラム法）口座のいずれか 1 つを選択することができる<sup>13</sup>。シャリーア口座は、主にムスリムを対象として 2016 年に提供が開始され、積立金はシャリーア原則に基づいて運用され、金利やギャンブル等に関する企業は投資対象から除外される。シャリーア口座の保有者は、2021 年末時点で 126 万人であった。

EPF は、加入者の積立金の運用から得られた収入を配当金として毎年分配している。EPF は、コンベンショナル口座の保有者に対して積立金の最低 2.5% の配当金を保証しているが、シャリーア口座の保有者に対してはそうした保証をしておらず、運用パフォーマンスに応じて配当金を支払っている<sup>14</sup>。EPF は、上述の運用目的に基づいて、過去 3 年平均のインフレ調整後の実質配当率を 2% 以上にすることを目標としている。

## 2. 運用資産の概要とパフォーマンス

EPF は、許容可能なリスクの範囲内で長期的なリターンを最大化することを目的とした枠組みである戦略的アセット・アロケーションに基づいて、資産を運用している。戦略的アセット・アロケーションは、市況、規制要件の変更、会計方針、投資の制約を反映する形で 3 年毎に見直しが行われる。2022～2024 年の戦略的アセット・アロケーションは、フィクスト・インカムが 45.5%、株式が 45.5%、不動産・インフラが 6%、短期金融資産が 3% とされる<sup>15</sup>。EPF の運用資産のアセットクラス別構成比は、2023 年 6 月末時点でフィクスト・インカムが 46%、株式（プライベート・エクイティを含む）が 43%、不動産・インフラが 7%、短期金融資産が 4% となっている。

EPF は、長期的にリターンの向上及びリスク分散を目的として、これまで外国資産への投資を拡大してきた。運用資産額に占める外国資産の割合は、2006 年時点で 1% であったが<sup>16</sup>、2023 年 6 月末には 38.6% となった。投資先国は 40 か国以上となっており、投資国・地域の内訳は公表されていないが、外国資産の通貨別内訳は開示されており、2021 年末時点で米ドルが 37%、ユーロが 15%、香港ドルが 6% を占めた（図表 9）。

また、EPF は、外国資産への投資の一環として、プライベート・エクイティ投資を拡大する方針を示してきた。EPF による世界のプライベート・エクイティ・ファンドへの出資コミットメント総額は 2020 年時点で約 121 億米ドルであり、投資先地域は北米が 42%、欧州が 21%、グレーターチャイナが 12% を占めた。EPF の 2022 年のプライベート・エクイティの投資収益率（ROI）は 13.7% であり、外国上場株式の同 9.3% を上回った。

EPF の投資収入は運用資産額の増加に伴って増加傾向にあり、2010 年の 241 億リンギッ

<sup>13</sup> マレーシア国民の多くはムスリムであり、同国観光省の支援を目的として設立されたイスラミック・ツーリズム・センターによると、ムスリムは国内総人口の約 6 割を占める。

<sup>14</sup> シャリーアの下では、投資のリターンを保証することは教義に反するとされる。

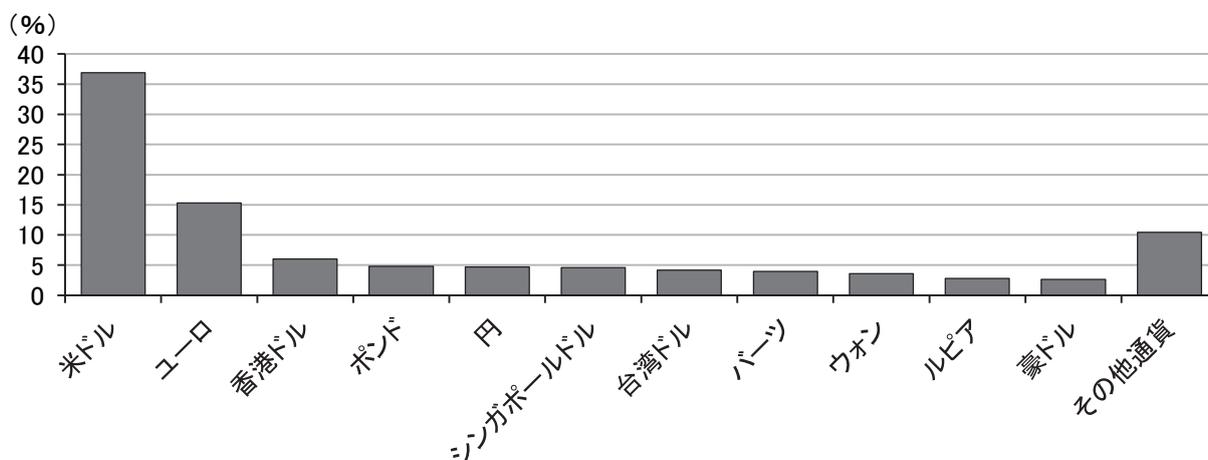
<sup>15</sup> “The State of the Nation: EPF shifts allocations away from fixed income, puts more money into equities,” *The Edge Malaysia*, March 14, 2022.

<sup>16</sup> World Bank Group, “Case Study on the Employees Provident Fund of Malaysia,” June 2018.

トから 2022 年には 553 億リングギットへと 2.3 倍になった。2022 年の投資収入のアセットクラス別内訳は、株式が 55%、フィクスト・インカムが 33%、不動産・インフラが 10%、短期金融資産が 2%であった。同年の投資収入のうち外国資産が 45%を占めた。

加入者の積立金に対する配当率は、2000 年以降 4~7%程度の範囲内で推移しており、2022 年はコンベンショナル口座が 5.35%、シャリーア口座が 4.75%であった（図表 10）。2000 年以降のマレーシア国内のインフレ率は年平均 2%程度であり、実質配当率は EPF が目標とする 2%を上回ってきた。なお、EPF 設立以降のインフレ調整前の最低配当率は 2.5%、最高配当率は 8.5%である。

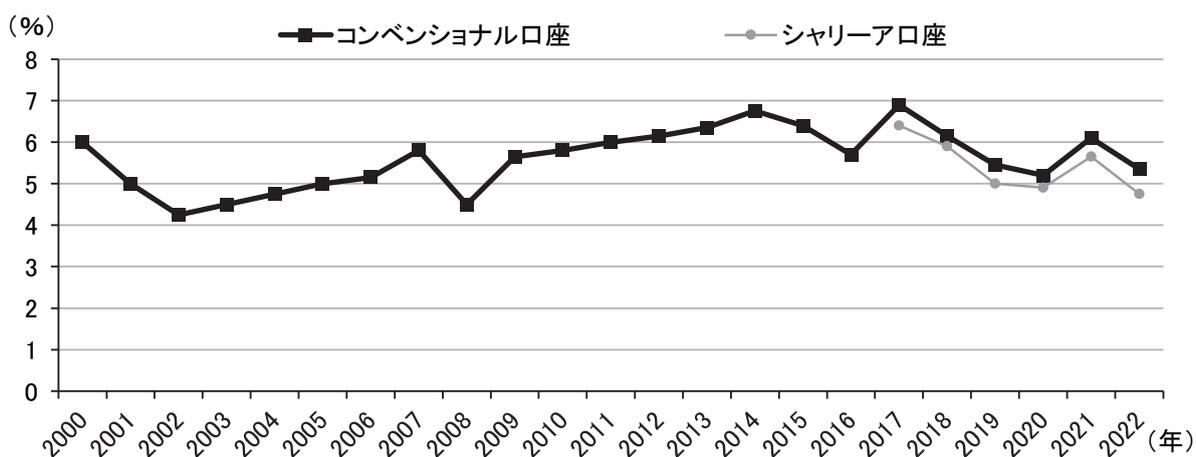
図表 9 EPF が保有する外国資産の通貨別構成比



(注) 2021 年末時点。

(出所) EPF より野村資本市場研究所作成

図表 10 EPF の加入者積立金に対する配当率の推移



(出所) EPF より野村資本市場研究所作成

### 3. 長期安定運用のための体制

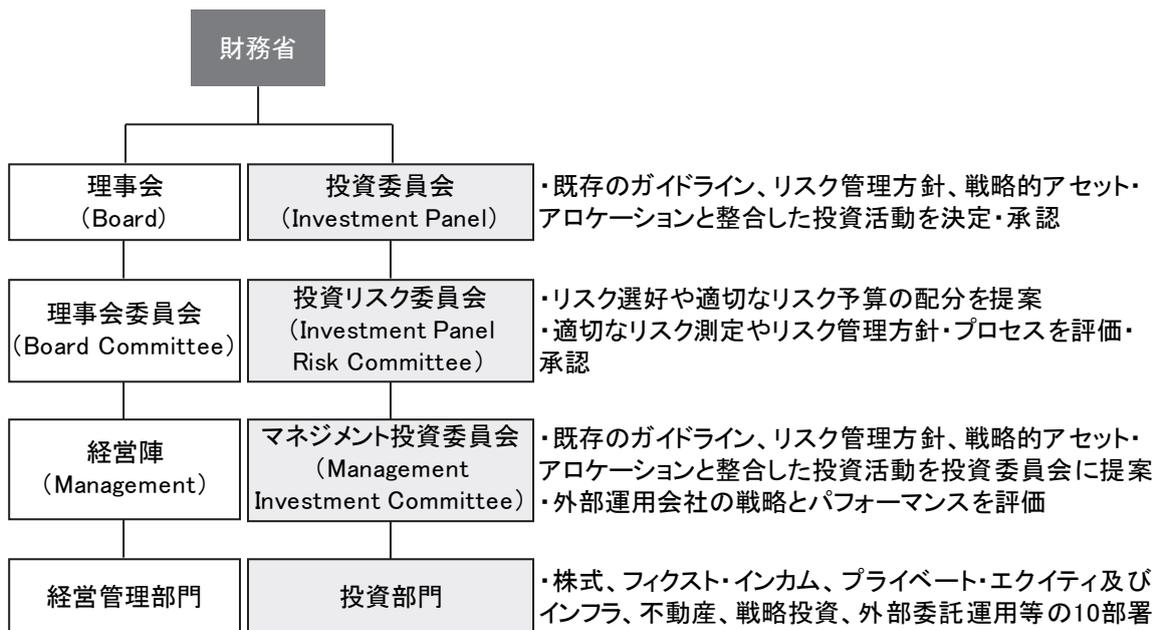
#### 1) ガバナンス体制

EPFのガバナンス体制は、1991年従業員積立基金法（前述）に基づく。組織全体の運営に関しては、理事会が最上位の意思決定機関であるが、投資関連の事項に関しては理事会から独立している投資委員会が最上位の意思決定機関となっている（図表11）。理事会は、運用資産の状況に関して四半期毎に報告を受けるものの、投資の意思決定には関与しない。

理事会は、財務大臣に任命された政府、事業主、被用者の代表者等から構成され、最大20人と定められている。理事長は、元財務省事務次官のアフマド・バドリ・モハマド・ザーヒル（Ahmad Badri Mohamad Zahir）氏である。理事会の下では、戦略委員会やリスク管理委員会を含む8つの委員会が設置されている。経営陣の代表であるCEOは、EPFの組織全体の運営及び投資を効果的に管理する責任を担っている。

他方、投資委員会は、財務大臣に任命された7人のメンバーから構成される。議長は、国内の証券取引所や金融機関等での経営経験を有するモハメド・アズラン・ハシム（Mohammed Azlan Hashim）氏であり、他のメンバーには大手金融機関等で長年の業務経験を有する者や財務省の代表者1人が含まれる。投資委員会の下には、リスク許容度やリスク予算の配分等に関して投資委員会に提案する投資リスク委員会がある。マネジメント投資委員会は、既存のガイドライン等に基づいて投資活動を投資委員会に提案するとともに、外部運用会社の戦略と運用パフォーマンスを評価する。

図表 11 EPF のガバナンス体制



(出所) EPF より野村資本市場研究所作成

経営陣の1人である CIO が、以下で説明する投資部門を統括している。CIO を務めるロハヤ・モハマト・ユソフ（Rohaya Mohammad Yusof）氏は、大手監査法人でコンサルティングとしてキャリアを開始し、国内投資銀行を経て、2008 年に EPF 投資部門のコーポレート・ファイナンスのヘッドに就いた。

## 2) 運用体制・プロセス

投資の意思決定は、投資部門によりボトムアップで行われる。投資部門は、株式、フィクスト・インカム、プライベート・エクイティ及びインフラ、不動産、戦略投資、外部委託運用を含む 10 部署から構成されている。

各部署が行う投資は、マネジメント投資委員会により精査され、リスクの観点から投資リスク委員会の承認を得た上で、最終的に投資委員会により承認される必要がある<sup>17</sup>。また、シャリーア原則に基づく投資に関しては、投資委員会の下に設置されているシャリーア・アドバイザー・ボードにより審査される必要がある。

EPF は、リターンの向上及びインハウスの資産運用力を補完することを主な目的として、外部委託運用を行っている。運用委託額は増加傾向にあり、2022 年末時点で 1,602 億リンギットとなり、運用資産額の 16.1%を占めた。運用委託額の割合は、2015 年以降、14~16%程度で増減しながら推移している（図表 12）。運用委託額のアセットクラス別内訳は、株式が約 7 割、フィクスト・インカムが約 3 割である。EPF は、主に外国資産の運用を外部委託しており、運用委託額に占める外国資産の割合は約 7 割となっている。

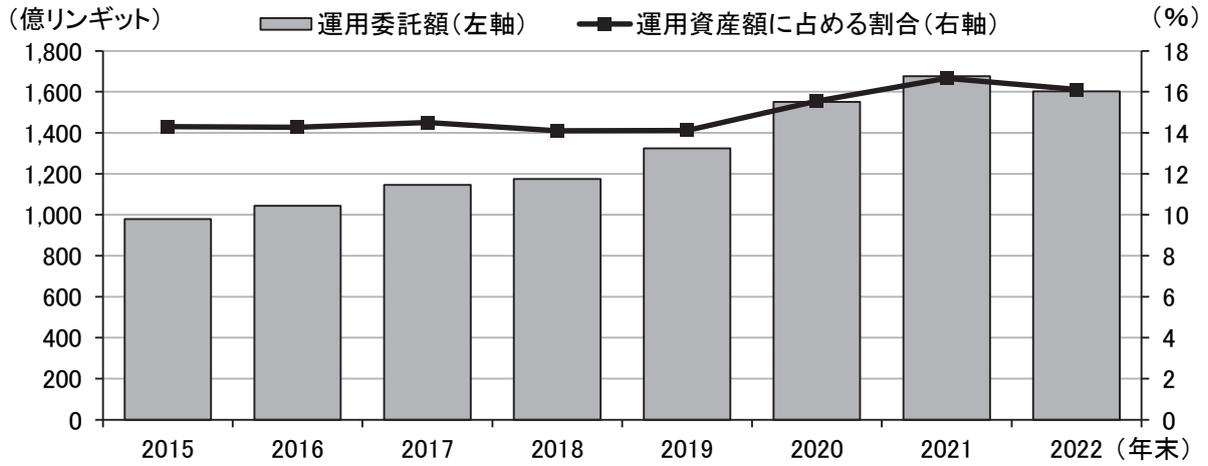
EPF が外部運用会社に支払う運用委託手数料は、運用委託額の増加に伴って増加傾向にある。運用委託手数料率は、2015 年以降、20~30 ベーシスポイント（bp）程度で推移している（図表 13）。

EPF の外部委託運用は、国内資産運用業の発展を後押しする上でも重要な役割を担っている。この点に関して、マレーシア証券委員会が 2001 年に公表した 2010 年までの資本市場マスタープラン 1 において、国内資産運用業を発展させるための提言の 1 つとして、EPF の外部委託運用の拡大を通じた資産運用会社間の競争促進が挙げられた<sup>18</sup>。当該提言を受けて、EPF は 20 年以上にわたって、運用パフォーマンスが優れた外部運用会社を毎年表彰している。2023 年 8 月に発表された外部運用会社アワード 2022 では、株式とフィクスト・インカムの両方を対象とした計 15 種類のアワードが付与された（図表 14）。EPF のこうした取り組みは、資産運用会社間の健全な競争促進を通じて、資産運用会社の資産運用力の向上につながるものと考えられる。

<sup>17</sup> 前掲脚注 16 参照。

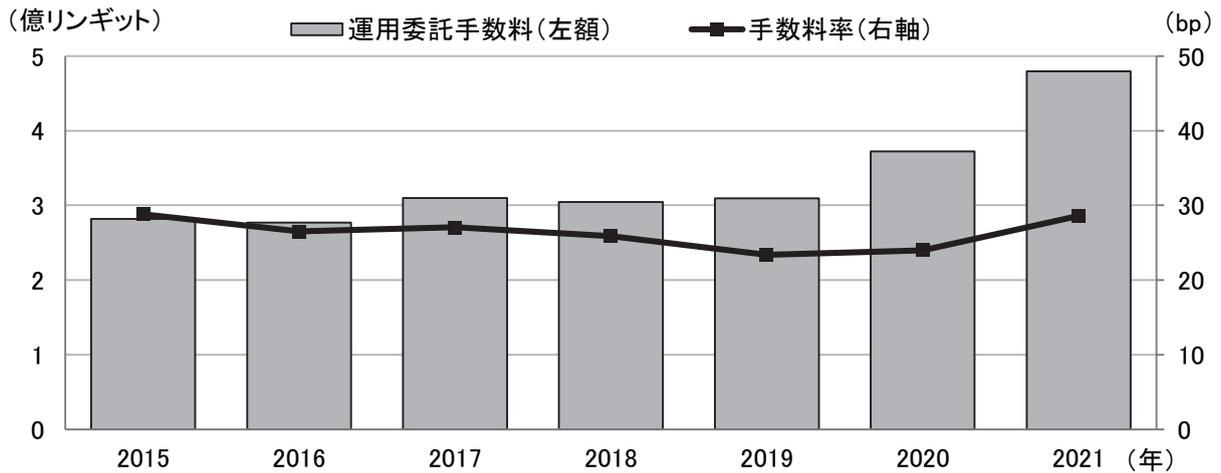
<sup>18</sup> 資本市場マスタープラン（Capital Market Masterplan）とは、マレーシア資本市場の戦略的位置付け及び将来の方向性を示す包括的な計画である。資産運用業以外にも、株式市場、債券市場、デリバティブ市場、イスラム資本市場等の発展に向けた戦略的取り組みや提言が含まれている。マスタープラン 1 は 2001~2010 年、マスタープラン 2 は 2011~2020 年、マスタープラン 3 は 2021~2025 年を対象期間とする。

図表 12 EPF の運用委託額と運用資産額に占める割合の推移



(出所) EPF より野村資本市場研究所作成

図表 13 EPF の運用委託手数料と手数料率の推移



(注) 手数料率は、各年の運用委託手数料を同年末時点の運用委託額で除して算出。

(出所) EPF より野村資本市場研究所作成

図表 14 EPF の外部運用会社アワード 2022 に選出された資産運用会社

## ＜全マナドート＞

アワード	資産運用会社
Best International Equity Fund Manager for MSCI Ethical Asia (ex Japan ex Malaysia) 2022	アバディーン・マレーシア
Best International Equity Fund Manager for MSCI Shariah Asia (ex Japan ex Malaysia) 2022	アムンディ・アラム
Best International Equity Fund Manager for FTSE Ethical World Developed 2022	BNPパリバ・アセット・マネジメント・マレーシア
Best International Equity Fund Manager for FTSE Shariah World Developed 2022	BNPパリバ・アセット・マネジメント・ナジマー・マレーシア
Best International Equity Fund Manager for MSCI EM Latin America 2022	プリンシパル・アセット・マネジメント
Best International Equity Fund Manager for Factor Investing 2022	ディメンショナル・ファンド・アドバイザーズ
Best Domestic Equity Fund Manager (Conventional) 2022	フェイム・アセット・マネジメント
Best Domestic Equity Fund Manager (Shariah) 2022	アイマン・アセット・マネジメント
Best Global Bond Fund Manager 2022	アムンディ・マレーシア
Best Global Sukuk Fund Manager 2022	BNPパリバ・アセット・マネジメント・ナジマー・マレーシア

## ＜国内外の株式及びフィクスト・インカム＞

アワード	資産運用会社
Best EPF Global Equity Fund Manager 2022	アムンディ
Best EPF Domestic Equity Fund Manager 2022	AHAMキャピタル・アセット・マネジメント
Best EPF Global Fixed Income Fund Manager 2022	フランクリン・テンプレート
Best EPF Domestic Fixed Income Fund Manager 2022	アムインベスト
Best EPF Equity & Fixed Income External Fund Manager 2022	アムンディ

(出所) EPF より野村資本市場研究所作成

## IV 日本への示唆

日本では、前述の通り、資産運用業の発展に向けた取り組みの一環として、アセットオーナーや資産運用会社のガバナンスや資産運用力等を向上させるための抜本的な改革が検討されている。そうした中、GIC と EPF の事例から、日本への示唆として、①アセットオーナーの運用高度化のための専門人材の確保・育成、②国内資産運用業を発展させるための外部委託運用のあり方、を挙げたい。

1 点目に関して、世界最大規模の年金積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF) は、運用資産の 9 割以上を外部委託しており、パッシブ運用を運用の中心に据えてきた。この点について、GIC は、運用資産の大部分をインハウスで運用していることに加えて、リスクを適切に管理しながらアクティブ運用にも積極的に取り組むことで、長期的に良好なリターンを獲得している。GIC は、強固な運用体制を構築・維持するため、長期的な成果に応じて相応の報酬を支払う枠組みにより、豊富な投資業務経験を有する経営陣を保持している。また、そうした経営陣の下で、資産運用の高い専門性を有する人材をグローバルに採用するとともに、新卒等の採用を通じて将来有望な若い人材を育成している。GPIF は、2020～2024 年度の中期計画において、「原則としてパッ

シブ運用と超過収益の獲得を目指すアクティブ運用を併用する。ただし、アクティブ運用については、定量的な実績を勘案した定性評価に基づき、超過収益が獲得できるとの期待を裏付ける十分な根拠を得ることを前提に行う」としている。この点を踏まえると、資産運用の高い専門性を有する人材の確保・育成がより重要になる可能性がある。

2点目に関して、GIC と EPF は、外部委託運用を行う主な目的として、受益者のためのリターン向上を挙げているが、その延長線上で、自国の資産運用業の発展への貢献も意識している。GIC は、外部委託運用を通じて、シンガポールに拠点を置く既存の資産運用会社の事業拡大、及び外国からの新たな資産運用会社の誘致に向けた MAS の取り組みを後押ししてきたと言える。EPF は、外部委託運用において相応の運用委託手数料を資産運用会社に支払うとともに、運用パフォーマンスが優れた資産運用会社を毎年表彰して資産運用会社間の健全な競争を促進することで、資産運用会社の資産運用力の向上につなげている。翻って、GPIF の 2022 年度の運用委託手数料率は 2bp であり、世界的に見て低い水準にある<sup>19</sup>。運用委託手数料率を巡る環境は国により様々であり一概に論じられないものの、既存の運用内容・体制に基づいて手数料が最大限抑えられることにより、資産運用会社が資産運用力の向上やイノベーションのための投資を行いづらくなるといった側面も考慮される余地はないだろうか。外部委託運用を通じて資産運用会社の資産運用力の向上が促進されれば、最終的に国民がより多くの恩恵を享受できる可能性もあり、超長期投資家であるユニバーサル・オーナーの目線でそういった考え方もできるのではなかろうか。

本稿で紹介した GIC と EPF の体制や取り組みが良いといった単純な話ではないが、今後、日本が資産運用立国の実現に向けて、アセットオーナーの運用高度化や資産運用会社の資産運用力の向上等を推進するに当たって、こうした諸外国のアセットオーナーの工夫を参考にする意義はあると考えられる。

<sup>19</sup> GPIF は、運用資産額に対する運用委託手数料率が 2bp と公表しているが、運用資産の 9 割以上を外部委託していることから、運用委託額に対する運用委託手数料率もほぼ同じと考えられる。