

GPIF 改革成功のカギは、予算措置にあり (その 3)

運用対象多様化のためのリスク・インフラ構築に 10 年、300 億円以上費やした先進事例も

特任研究員 平井 一志¹

《要旨》

●今、政府の成長戦略である「日本再興戦略」の改訂版に盛り込まれた年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の改革が、内外市場関係者の注目を集めている。

政府は、GPIF の運用方針を見直し、併せてガバナンス体制の強化を図ることとした。

筆者は、26 年 7 月 31 日付の初稿において、一連の動きは、改革として解決すべき課題・問題点の全体像を捉えていないとし、「ガバナンスの仕組み」を見直すために、その主たる要素である「リスクベースの内部統制」について、プロセスを可視化し、課題・問題点を洗い出し、解決策を導出のうえ、予算を措置する必要があるとした。

10 月末 GPIF は、運用資産に占める国内株式の割合を 12%から 25%に引き上げること
を柱とする基本ポートフォリオの変更を発表したが、改革は緒に就いたばかりである。

本稿は、予算措置の参考になる

先進事例を調査し、

初稿を

補完するもの。

●改めて

カナダの年金

スポンサーの、

つぎの

コメントを

想起の

必要がある。

「当社では、

複雑な資産クラスを

取り扱うための

適切なリスク・インフラの構築に 10 年を費やしました。

多くの機関投資家は、基礎を築かずにオルタナティブ資産クラスに群がっていると見受けられます。これでは結局上手くいきません。」

¹ 筆者は、信託銀行の公的年金運用部長、同システム子会社の役員を務めた後、平成 20 年 7 月から本年 3 月まで GPIF の情報化統括責任者（CIO）補佐官の任にあり、本年 7 月から年金シニアプラン総合研究機構の特任研究員。なお、本稿は筆者の個人的見解であり、属した組織あるいは属する組織の見解ではありません。

1. 先進事例・ベストプラクティス

政府の成長戦略である「日本再興戦略」が拠り所としている「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」は、昨年 11 月 20 日に公表した最終報告書において運用対象の多様化を提言したが、すでに多様化を実現している先進的な公的年金資金運用機関の事例として、カナダの CPPIB（Canada Pension Plan Investment Board カナダ年金プラン投資理事会）を挙げることが出来る。

CPPIBは、1997年12月制定のCPPIB法に基づき設立された、カナダの公的年金運用のための専門組織であり、カナダのトロントに本部を、ロンドン、香港、ニューヨーク、およびサンパウロに事務所を開設している。

カナダでは 90 年代後半の年金改革において、それまで専ら非市場性の債券で運用していた積立金について、運用利回りの向上を図る観点から、運用対象を多様化することとし、CPPIB を設立したのである。

CPPIBの2014事業年度（CPPIBの2014事業年度は2013年4月初から2014年3月末まで）末の資金規模は、2,191億ドル（1カナダドル90円換算19.7兆円）であり、上場企業の株式、プライベートエクイティ（未公開株）、債券、民間債務、不動産、インフラ、農業、およびその他の分野に投資している。

リスクを分散し、グローバル市場での成長機会を求め、69%に相当する1,511億ドルをグローバルに、31%の680億ドルをカナダ国内に投資している。

CPPIB の今日まで十数年の歩みは、正しく運用対象多様化の歴史であり、今般 GPIF 改革の先進事例・ベストプラクティスである。

2. CPPIB におけるガバナンス体制の強化

今日の金融・証券市場は、電子プラットフォーム上のコンテンツと化していることから、業務の有効性あるいは効率性などの内部統制の目的を達成するためには、IT の統制の構築が不可欠となっている。

CPPIB におけるガバナンス体制の強化、取り分け IT の統制の構築についての今日までの歩みを、1999 事業年度から 2014 事業年度まで 16 年に亘る年次報告書（annual report）から読み解くと、運用対象多様化のライフサイクルとして三期に区分することが出来る。

第一期	第二期	第三期
設立から 2004 事業年度	2005 から 2010 事業年度	2011 事業年度から今日
「黎明期」	「成長期」	「成熟期」

（1）第一期「黎明期」

第一期において特筆すべきは、リーマンショックを経て今日では当然視されている、全社的リスクマネジメント（enterprise-wide risk management）の早期導入である。

(2) 第二期「成長期」

運用対象多様化のライフサイクルにおける「成長期」とも言うべき、第二期の IT の統制の構築に向けた主たるテーマは、一種のデータベースである「統合データ・リポジトリ」

(integrated data repository) の開発を中心とする、《技術とビジネスプロセス》の最適化であったが、期を一にした GPIF の第一期中期計画（平成 18 年度から平成 21 年度まで）における、「業務・システム最適化計画」と相通じるものがある。

CPPIB は、調査、取引と報告、および文書管理を支援する「統合データ・リポジトリ」を開発のうえ、予定どおり 2010 事業年度までに、ポートフォリオ会計、パフォーマンス測定および分析技術の内製化を可能にする、非常に複雑な取り組みを完了した。

(3) 第三期「成熟期」

「成熟期」とも言うべき第三期の主たるテーマは、資金規模の拡大および運用対象の多様化の進展に伴う、《拡張性と複雑性のバランス》の確保である。

資金規模の拡大および運用対象の多様化の進展に伴ってより一層複雑になったデータ管理プロセスを改善し、手作業を体系的に排除し、さらに全ファンドを横断するリスク管理のフレームワークを実装することは、決して容易でなく、2011 事業年度から 2014 事業年度までの、システム開発に伴うハードウェアおよびソフトウェアの取得費用は、第二期の 4.8 倍に相当する、114.0 百万ドル(1 カナダドル 90 円換算 102.6 億円)に達したのであり、当該期間（平成 22 年度から平成 25 年度まで）に GPIF が取得した 4.5 億円の、20 倍を超える規模となった。

(注) 2014 事業年度の年次報告書には

固定資産についての
詳細な開示が無く、
同事業年度の
ハードおよび
ソフトの
取得費用
については
推定値を
使用。

2011 事業年度から 2014 事業年度までの
ハードおよびソフトの取得費用
CPPIP
Computer equipment and software
114.0 百万ドル
(1 カナダドル 90 円換算 102.6 億円)

GPIF
4.5 億円

表 1-1 CPPIB における運用対象の多様化と IT の統制の構築

事業年度	運用対象の多様化	IT の統制の構築
		テーマ
1999	●資産移管/内外株式投資開始	西暦 2000 年問題
2000		経営戦略と事業計画の策定
2001		第 1 期 包括的なリスク管理フレームワークの開発
2002	●プライベートエクイティ投資開始「黎明期」	投資リスク管理フレームワークの実装
2003	●不動産投資開始	内部監査機能の実現
2004	○パッシブ・インデックス投資からの転換 ●インフラ・ファンド投資開始	全社的リスクマネジメントの強化
2005		調査、取引と報告および文書管理を支援する 情報技術基盤の発展
2006		《技術とビジネスプロセス》
2007	○参照ポートフォリオの導入	《技術とビジネスプロセス》
(平成 18 年度)	●インフラ直接投資開始	第 2 期
2008	●エマージング株式投資開始	「成長期」 《技術とビジネスプロセス》
(平成 19 年度)		
2009		《技術とビジネスプロセス》
(平成 20 年度)		
2010		《先進技術とビジネスプロセス》
(平成 21 年度)		
2011		《技術と運用プラットフォーム》 大型化と複雑性に対応する堅牢な技術と運用 プラットフォームを通じた運用力の強化
(平成 22 年度)		
2012		《拡張性と複雑性のバランス》 ファンドの発展を効率的に管理する持続可能 かつ拡張可能なプロセスの構築
(平成 23 年度)		
2013		第 3 期 「成熟期」 《拡張性の強化と複雑性の管理》 発展とグローバル化を支援する拡張性のある プロセス、システムおよび統制の確保
(平成 24 年度)		
2014		《拡張性の強化と複雑性の管理》 発展とグローバル化を支援する拡張性のある プロセス、システムおよび統制の確保
(平成 25 年度)		
2015		

表 1-2 CPPIB における運用対象の多様化と IT の統制の構築

IT の統制の構築		職員数	年度
実績	開発		
	ハード・ソフト		1999
	(\$ millions)		2000
			2001
ポートフォリオ・リスク管理システムを導入			2002
全社リスクマネジメントを導入し、内部監査人として KPMG を任命		35	2003
全社リスクマネジメントとして、リスクを 7つのカテゴリーに識別		51	2004
	COSO ERM 草案		
データ統合プロジェクトに係る複数年計画を策定	COSO ERM 最終版	152	2005
イントラネットを開設			
統合データ・リポジトリ (一種のデータベース) を開発	2.9	215	2006
技術とビジネスプロセスの基本設計概念を定義			
ハード・ソフトに係る技術の基本設計概念について明確な目標を設定	2.3	261	2007
情報システム戦略を策定/情報サービス担当の統括責任者を任命	23.7(21.3 億円)		
不動産部門を支援のポートフォリオ管理と会計のシステムを実装	4.6	368	2008
データセンターほかを IBM 管理施設へ移管《選択と集中》			
デリバティブ取引、新投資リスク測定システムを実装	11.9	490	2009
予定どおり 2010 事業年度までに、ポートフォリオ会計、パフォーマンス測定	2.0	566	2010
および分析技術の内製化を可能にする、非常に複雑な新たな取り組みを完了			
組織を挙げて《拡張性と複雑性のバランス》の確保に腐心	32.3	656	2011
堅牢なシステムに置き換え、データ管理プロセスの改善と手作業の体系的な排除			
を実現			
「取引の効率的な処理」「報告と分析の機能強化」「効果的な業務統制」「単一	21.0	811	2012
データ・プラットフォームの組織横断的利用」に係る能力向上策を継続実施			
全ファンド横断のリスク管理簡易フレームワークを実装			
	114.0(102.6 億円)		
ポートフォリオ管理、報告などのため、プロセス、システム、および統制を強化	24.0	906	2013
リスク技術プラットフォームほか、リスク管理の実務を強化			
情報セキュリティ実務と業務復旧能力を改善			
財務、資金、リスク、運用、技術の各部門、および基本的な機能を再編成	※36.7	1,000	2014
投資リスク管理技術プラットフォームの開発を推進			
サンパウロと NY の新事務所を支援のため、技術基盤の障害許容力などを改善			
	※は推定値		2015

事ほど左様に第三期 CPPIB は、組織を挙げて《拡張性と複雑性のバランス》の確保に腐心しているが、問題解決を困難にしている要因の一例として、公正価値測定 (FAIR VALUE MEASUREMENT) における、観察可能な市場データが得られない資産の、つぎのような増加と、運用資産 (INVESTMENT PORTFOLIO) に占める割合の高まりを挙げる事が出来る。

	80,000					
	70,000					
	60,000					
	50,000					
	40,000					
	30,000					
	20,000					
	10,000					
資産	(\$ millions)	33,773	49,156	57,917	70,412	83,268
割合		26.5%	33.1%	35.8%	38.4%	38.0%
年度		2010	2011	2012	2013	2014

上記のとおり観察可能な市場データが得られない資産が、年々増加する状況下において、全ファンドを横断するリスク管理態勢の構築は至難の業であり、定性データを活用し意思決定を支援する、あるいはドキュメント管理によりリスク管理を支援する情報システムの実装が必要不可欠になるが、決して容易でない。

3. CPPIB における経費率の変化

前項において、ガバナンス体制の強化について概観し、運用対象多様化のライフサイクルとして三期に区分することが出来るとしたが、インフラ資産についてファンド投資を開始した第一期最終事業年度 (2004 事業年度)、および昨事業年度 (2014 事業年度) に係わる計数を比較対照してみると、表 2 のとおりであり、CPPIB における 10 年間の構造変化を顕著に見て取ることが出来る。

取り分け、経費率の上昇に着目する必要がある。

(1) 資産当たりの経費率

CPPIB の資産は、2004 年 3 月末、32,795 百万ドルであったものが、2014 年 3 月末には、6.7 倍の 219,092 百万ドルに増加したが、それにも増して費用は、2004 年度、19 百万ドルであったものが、2014 年度には、30.3 倍の 576 百万ドルにまで増加した。

したがって、資産当たりの経費率は、2004 事業年度、5.8 ベーシスポイントであったものが、2014 事業年度には、4.5 倍の 26.3 ベーシスポイントに上昇したのである。

表2 CPPIBにおける10年間の構造変化

As at March 31	第1期最終事業年度	昨事業年度
(\$ millions)	2004	2014
NET ASSETS (資産)	✓ 32,795	✓ 219,092
PREMISES AND EQUIPMENT (固定資産)	1	320
Cost (取得原価)		
Computer equipment and software (システム取得原価)		※137.7
Computer equipment (ハード取得原価)		※40.9
Computer software (ソフト取得原価)		※96.8
		※は推定値
For the year ended March 31		
(\$ millions)	2004	2014
NET INVESTMENT INCOME (収益)	7,229	30,710
OPERATING EXPENSES (費用)	✓ 19	✓ 576
(A)Personnel costs (人件費)	7	400
(B)General operating expenses (一般事業費)	8	133
Operational business services (運用業務サービス委託料) 1.3		59.0
Amortization of premises and equipment (償却費)		24.0
Custodial fees (保管料)	2.0	16.0
(C)Professional services (専門的サービス料)	4	43
NET INCOME FROM OPERATIONS (利益)	7,210	30,134
As at March 31		
(\$ billions)	2004	2014
INVESTMENT PORTFOLIO (運用資産)	70.5 (100.0%)	219.1 (100.0%)
EQUITIES (株式)	31.9 (45.2%)	106.8 (48.7%)
Emerging markets (エマージング)	—	12.6 (5.7%)
FIXED INCOME (債券)	37.9 (53.8%)	73.5 (33.6%)
REAL ASSETS (実物資産)	0.7 (1.0%)	38.8 (17.7%)
Real estate (不動産)	0.7 (1.0%)	25.5 (11.6%)
Infrastructure (インフラ)	—	13.3 (6.1%)
PERFORMANCE (収益率)	17.6%	16.5%
Employees(full-time employees) (職員)	51	1,000
資産当たりの経費率	✓ 5.8bp	✓ 26.3bp
利益当たりの経費率	0.26%	1.91%
(注) 2004年度の(資産)と(運用資産)の差額は、CPPから移管未済の(債券)相当額。		

(資産当たりの経費率)

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
5.8bp	5.5bp	6.1bp	9.8bp	12.6bp	17.9bp	18.5bp
2011	2012	2013	2014			
22.1bp	27.2bp	26.7bp	26.3bp			

たとえば、2002 事業年度の年次報告書 (annual report) につぎの記載があるとおり、当初 CPPIB は、業務を拡大あるいは投資活動を多様化しても、資産 100 ドル当たり 9 セントの費用、すなわち資産当たりの経費率を 9 ベーシスポイント以下に抑えることが可能と判断していたが、運用対象の多様化の進展に伴って想定以上の費用を要することとなったものである。

FISCAL 2002 OBJECTIVES AND PERFORMANCE

Control our costs as we expand operations and diversify investment activities.

Held costs below board-approved budget, with expenses of 9¢ per \$100 of assets.

(2) 利益当たりの経費率

加えて、銀行部門においては、営業経費 (人件費、物件費、および税金の合計) を業務粗利益で割ったオーバーヘッド・レシオ (OHR) を、経費率として用いるのが一般的であるが、CPPIB の利益当たりの経費率は、2004 事業年度、0.26%であったものが、2014 事業年度には、1.91%に上昇している。

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
0.26%	0.64%	0.44%	0.90%	損失	損失	1.48%
2011	2012	2013	2014			
2.15%	4.63%	3.02%	1.91%			

ちなみに、日本銀行「金融システムレポート」(2010年3月号)は、銀行部門の収益性の国際比較について、つぎのとおり整理している。

主要国の銀行部門の収益率を過去 20 年間 (1988~2007 年) の平均値で比較してみると、(中略)

一方、経費を総資産で割った経費率ベースで見ると、わが国銀行の経費率は 1.5%と主要国平均 2.9%を下回っているが、経費を基礎収益で割ったオーバーヘッド・レシオ (OHR) ベースで見ると、主要国平均 (70%弱) を若干上回っている。

したがって、CPPIB の 2014 事業年度における資産当たりの経費率、および利益当たりの経費率は、主要国の銀行部門の経費率と比較して、決して高い値ではないことになる。

	CPPIB2014 事業年度	主要国銀行部門平均
資産当たりの経費率	26.3bp	290bp
利益当たりの経費率	1.91%	70%弱

ところで、インデックス運用などのパッシブ運用が中心の GPIF の、平成 25 年度の資産当たりの経費率は、0.114 ベーシスポイントであり、CPPIB の 231 分の 1 であった。

また、利益当たりの経費率は、0.014%であり、CPPIB の 136 分の 1 であった。

それ故、インデックス運用などのパッシブ運用、すなわち伝統的資産中心から、運用対象を多様化することへの非連続的な変化、言わばパラダイムシフトについて、十二分に考慮することなく、これまでの実績のみを前提として予算を措置することは、無謀の誹りを免れないことになる。

運用対象の多様化に際しては、かかる経費率の上昇に十二分に留意の必要がある。

4. CPPIB における OPERATING EXPENSES 〈費用〉の内訳

CPPIB は、年次報告書 (annual report) において、かかる経費率の計算の基礎となる OPERATING EXPENSES 〈費用〉の内訳を、つぎのとおりとしている。

(OPERATING EXPENSES 〈費用〉の内訳)

(A)Personnel cost 〈人件費〉	
(B)General operating expenses 〈一般事業費〉	
	Operational business services 〈運用業務サービス委託料〉
	Amortization of premises and equipment 〈償却費〉
	Premises 〈施設賃貸料〉
	Custodial fees 〈保管料〉
	Travel and accommodation 〈旅費〉
	Communications 〈通信費〉
	Director' remuneration 〈役員報酬〉
	Other
(C)Professional services 〈専門的サービス料〉	
	Consulting 〈コンサル〉
	Legal and tax services 〈法務〉
	External audit and audit-related services 〈監査〉

(A)Personnel cost 〈人件費〉

費用の最たるものは、Personnel cost 〈人件費〉であり、2014 事業年度には、費用全体の 69%を占めるに至っている。

職員数は、2004 年 3 月末、51 名であったものが、2014 年 3 月末には、19.6 倍の 1,000

名にまで増加したことから当然に、人件費は、2004 事業年度、7 百万ドルであったものが、2014 事業年度には、57 倍の 400 百万ドルにまで増加した。

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
51 名	152 名	215 名	261 名	368 名	490 名	566 名
2011	2012	2013	2014			
656 名	811 名	906 名	1,000 名			

ちなみに、GPIF の常勤職員数は、つぎのとおり。

			18 年度	19 年度	20 年度	21 年度
			81 名	77 名	76 名	75 名
22 年度	23 年度	24 年度	25 年度			
72 名	71 名	71 名	72 名			

(B)General operating expenses 〈一般事業費〉

2014 事業年度、人件費に次いで、全体の 23%を占めたのは、General operating expenses 〈一般事業費〉であるが、さらにその 44%を占める Operational business services 〈運用業務サービス委託料〉については、年次報告書 (annual report) の表記に、つぎのような変遷がある。

したがって、Operational business services 〈運用業務サービス委託料〉には、システムの運用業務についてのサービス委託料のみならず、情報端末や分析ツールの利用など広範なサービスの利用料も含まれているものと考えられる。

事業年度	表示
2004	Technology, data and analytical services
2005 および 2006	Data, analytical and operational services
2007 および 2008	Data, performance and Information Service
2009 以降	Operational business services

翻って、IT の統制の構築、すなわちリスク・インフラの構築に際しては、システム開発に伴うハードウェアおよびソフトウェアの取得費用に加え、かかる Operational business services 〈運用業務サービス委託料〉について、予算を措置する必要がある。

ところで、CPPIB が、コミットメントではあるが、インフラ資産についてファンド投資を開始したのは 2004 事業年度であったことから、運用対象の多様化が本格化した 2005 事業年度から 2014 事業年度までの 10 年間について、ハードとソフトの取得費用、および運用業務サービス委託料について集計すると、403.8 百万ドル、円換算 363.4 億円になる。

したがって、CPPIBは、運用対象多様化のためのリスク・インフラの構築に10年、300 億円以上を費やしたのである。

表3 CPPIB と GPIF における IT の統制の構築に費やした費用比較

CPPIB				GPIF			
(\$ millions)	開発	運用	合計	(億円)	開発	運用	合計
年度	ハード・ソフト 取得費用	業務サービス 委託料		年度	ハード・ソフト 取得費用	業務サービス 委託料	
(1997)							
(1998)							
1999							
2000							
2001		0.1	0.1				
2002		0.2	0.2				
2003		0.7	0.7				
2004		1.3	1.3				
小計 a		2.3	2.3				
円換算		(2.1)	(2.1)				
2005		2.4	2.4				
2006	2.9	4.0	6.9				
2007	2.3	5.4	7.7	18年度	1.2	2.0	3.2
2008	4.6	7.3	11.9	19年度	1.1	1.8	2.8
2009	11.9	19.7	31.6	20年度	2.4	2.1	4.5
2010	2.0	27.3	29.3	21年度	4.2	2.2	6.4
小計 b	23.7	66.1	89.8		8.8	8.1	16.9
円換算	(21.3)	(59.5)	(80.8)				
2011	32.3	31.0	63.3	22年度	0.8	3.0	3.8
2012	21.0	49.0	70.0	23年度	0.9	3.1	4.1
2013	24.0	61.0	85.0	24年度	1.0	3.6	4.6
2014	36.7	59.0	95.7	25年度	1.8	4.2	6.0
小計 c	114.0	200.0	314.0		✓ 4.5	14.0	18.5
円換算	✓(102.6)	(180.0)	(282.6)				
b+c	137.7	266.1	403.8		13.3	22.0	✓ 35.3
円換算	(123.9)	(239.5)	✓(363.4)				
a+b+c	137.7	268.4	406.1				
円換算	(123.9)	(241.6)	(365.5)				
(注) 円換算の単位は億円。							

ちなみに、インデックス運用などのパッシブ運用が中心の GPIF が、設立から平成 25 年度までの 8 年間に費やした、ハードとソフトの取得費用、および運用業務サービス委託料の合計は、僅かに 35.3 億円に過ぎず、運用対象を多様化するためには、発想のコペルニクスの転回が必要である。

具体的には、インデックス運用などのパッシブ運用、すなわち伝統的資産中心から、運用対象を多様化することへの非連続的な変化について、ゼロベースの発想により、プロセスを可視化し、課題・問題点を洗い出し、解決策を導出のうえ、予算を措置する必要があるのである。

5. CPPIBにおけるコスト削減の取り組み

上記のとおり CPPIB の資産当たりの経費率は、運用対象の多様化の進展に伴って当初想定していた 9 ベースポイントを大幅に上回り、2014 事業年度、26.3 ベースポイントに上昇している。

しかしながら、CPPIB は漫然と経費を支出している訳ではない。

たとえば、2004 事業年度に、ファンドを介した「間接投資」として開始したインフラ資産への投資について、2007 事業年度には「直接投資」を導入するなどのコスト削減に努めているのである。

CPPIB のホームページの FAQs (質問と回答) によると、インフラ資産投資について、自家運用として直接投資した場合の内部管理コストは、ファンドを介した「間接投資」とした場合の外部管理コストの、約 4 分の 1 であるとの由。

すなわち、CPPIB の 2014 事業年度のインフラ資産自家運用に係わる内部管理コストは、51 百万ドル (1 カナダドル 90 円換算 45.9 億円) であったが、CPPIB は「間接投資」とした場合の外部管理コストを、つぎように推定している。

なお、インフラ資産の残高を、120 億ドル (円換算 1 兆 800 億円) と仮定。

投資手法	管理コスト
「直接投資」	51 百万ドル
「間接投資」	210 百万ドルから 240 百万ドル

6. まとめ

運用対象の多様化を実現している先進的な公的年金資金運用機関の事例として、CPPIB (Canada Pension Plan Investment Board カナダ年金プラン投資理事会) を挙げることが出来る。

第一に注目すべきは、運用対象多様化のライフサイクルにおける「成熟期」とも言うべき 2011 事業年度から 2014 事業年度までの、システム開発に伴うハードウェアおよびソフトウェアの取得費用が、114.0 百万ドル (1 カナダドル 90 円換算 102.6 億円) に達し、当該期間 (平成 22 年度から平成 25 年度まで) に GPIF が取得した 4.5 億円の、20 倍を超え

る規模となった点である。

第二に注目すべきは、経費率の上昇である。

資産当たりの経費率は、インフラ資産についてファンド投資を開始した 2004 事業年度、5.8 ベーシスポイントであったものが、2014 事業年度には、4.5 倍の 26.3 ベーシスポイントに上昇している。

当初 CPPIB は、資産当たりの経費率を 9 ベーシスポイント以下に抑えることが可能と判断していたが、運用対象の多様化の進展に伴って想定以上の費用を要することとなったものである。

運用対象の多様化に際しては、かかる経費率の上昇に十二分に留意の必要がある。

翻って、IT の統制の構築、すなわちリスク・インフラの構築に際しては、ハードとソフトの取得費用に加え、運用業務サービス委託料について予算を措置する必要があるが、多様化が本格化した 2005 事業年度から 2014 事業年度まで 10 年間の、ハードとソフトの取得費用、および運用業務サービス委託料の合計は、403.8 百万ドル、円換算 363.4 億円になる。

したがって、CPPIB は、運用対象多様化のためのリスク・インフラの構築に 10 年、300 億円以上を費やしたのである。

ちなみに、インデックス運用などのパッシブ運用が中心の GPIF が、設立から平成 25 年度までの 8 年間に費やした、ハードとソフトの取得費用、および運用業務サービス委託料の合計は、僅かに 35.3 億円に過ぎず、運用対象を多様化するためには、発想のコペルニクスの転回が必要である。

具体的には、インデックス運用などのパッシブ運用、すなわち伝統的資産中心から、運用対象を多様化することへの非連続的な変化について、ゼロベースの発想により、プロセスを可視化し、課題・問題点を洗い出し、解決策を導出のうえ、予算を措置する必要があるのである。

政府にとっての焦眉の急は、運用方針とガバナンスの見直しを実施し、継続的に改善して行くための予算措置である。

行政改革や行政刷新に伴う経費節減の自縛を解き、CPPIB の上記 10 年、300 億円の実績を参考に、予算措置について財政当局を含むステークホルダー間の合意形成を図る必要がある。

予算の裏付けのない業務執行は、運営リスクであり、兵站を確保することなく戦線を拡大すれば、グローバルな金融・証券のプロ市場において敗者のゲームを強いられること必至である。

以上

表 4-1 年次報告書から作成の CPPIB 貸借対照表 (Balance Sheet)

As at March 31						
(\$ millions)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
ASSETS						
Investments	12	2,393	7,155	14,289	17,902	33,094
Amounts receivable from pending trades			–	2	35	14
Premises and equipment (固定資産)			0	1	1	1
Other assets	6	2	1	0	1	2
TOTAL ASSETS	18	2,395	7,156	14,293	17,939	33,110
TOTAL LIABILITIES	6	3	2	8	489	315
NET ASSETS (資産)	12	2,392	7,154	14,285	17,451	32,795
PREMISES AND EQUIPMENT (固定資産内訳)						
Cost (取得原価)			(不詳)	(不詳)	(不詳)	(不詳)
Computer equipment and software (システム取得原価)						
Computer equipment (ハード取得原価)						
Computer software (ソフト取得原価)						
Leasehold improvements (リース物件改良費)						
Office furniture and equipment (事務用什器設備)						
TOTAL						
Accumulated Amortization (減価償却累計額)			(不詳)	(不詳)	(不詳)	(不詳)
Computer equipment and software						
Computer equipment						
Computer software						
Leasehold improvements						
Office furniture and equipment						
TOTAL						
Net Carrying Amount (帳簿価額)			(不詳)	(不詳)	(不詳)	(不詳)
Computer equipment and software						
Computer equipment						
Computer software						
Leasehold improvements						
Office furniture and equipment						
TOTAL			0.0	1.3	1.1	1.0
Computer equipment and software (システムの取得)						

表 4-2 年次報告書から作成の CPPIB 貸借対照表 (Balance Sheet)

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
59,002	89,781	117,465	126,207	109,198	130,477	151,472	176,038	208,971	251,728
20	255	2,477	4,471	3,245	1,118	1,085	2,052	2,580	2,251
4	6	12	18	29	21	43	56	68	320
3	6	5	11	14	25	15	16	28	34
59,029	90,048	119,959	130,707	112,486	131,641	152,615	178,162	211,647	254,333
449	1,516	4,024	8,004	6,985	4,011	4,419	16,526	28,383	35,241
58,580	88,532	115,935	122,703	105,501	127,630	148,196	161,636	183,264	219,092
(不詳)									(不詳)
	2.9	5.2	9.8	21.7	23.7	56.0	77.0	101.0	※137.7
						18.0	23.0	30.0	※40.9
						38.0	54.0	71.0	※96.8
	4.6	8.6	12.7	17.1	17.6	20.0	29.0	38.0	※51.8
	1.9	3.6	5.5	7.7	7.9	9.0	11.0	15.0	※20.5
							オフィス物件取得 →		220
	9.4	17.5	28.0	46.5	49.2	85.0	117.0	154.0	430.0
(不詳)									(不詳)
	1.4	2.5	4.5	9.0	15.5	27.0	41.0	60.0	※推定値
						9.0	13.0	18.0	
						18.0	28.0	42.0	
	0.9	1.9	3.3	5.3	7.8	10.0	13.0	18.0	
	0.7	1.3	2.0	3.3	4.6	5.0	7.0	8.0	
	3.0	5.6	9.8	17.6	27.9	42.0	61.0	86.0	110.0
(不詳)									(不詳)
	1.6	2.7	5.3	12.7	8.2	29.0	36.0	41.0	
						9.0	10.0	12.0	
						20.0	26.0	29.0	
	3.7	6.8	9.4	11.8	9.8	10.0	16.0	20.0	
	1.2	2.4	3.5	4.4	3.3	4.0	4.0	7.0	
4.0	6.4	11.9	18.2	28.9	21.3	43.0	56.0	68.0	320.0
	2.9	2.3	4.6	11.9	2.0	32.3	21.0	24.0	36.7

表 5-1 年次報告書から作成の CPPIB 損益計算書 (Statement of Net Income)

For the year ended March 31						
(\$ millions)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
NET INVESTMENT INCOME (収益)	0	464	-845	316	-4,141	7,229
OPERATING EXPENSES (費用)						
(A)Personnel costs (人件費)	0	1	2	4	5	7
(B)General operating expenses (一般事業費)		1	2	3	5	8
(C)Professional services (専門的サービス料)	0	1	2	4	1	4
TOTAL	1	4	7	11	11	19
NET INCOME FROM OPERATIONS (利益)		460	-852	305	-4,152	7,210
OPERATING EXPENSES (費用内訳)						
(A)COMPENSATION OF KEY MANAGEMENT PERSONNEL						
Short-term employee compensation and benefits						
Other long-term compensation and benefits						
TOTAL						
(B)General operating expenses (一般営業費内訳)						
Operational business services (運用業務サービス委託料)			0.1	0.2	0.7	1.3
Amortization of premises and equipment (償却費)						
Premises (施設賃貸料)	0.1	0.4	0.6	1.3	1.5	2.2
Custodial fees (保管料)		0.1	0.3	0.2	0.9	2.0
Travel and accommodation (旅費)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
Communications (通信費)	-	0.4	0.7	0.6	0.7	0.8
Director' remuneration (役員報酬)	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.4
Other	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.6
TOTAL	0.4	1.5	2.3	3.2	4.8	7.7
(C)Professional services (専門的サービス料内訳)						
Consulting (コンサル)	0.3	0.6	0.5	0.4	0.4	1.7
Legal and tax services (法務)	0.1	0.1	0.2	0.3	0.5	1.0
External audit and audit-related services (監査)	0.0	0.1	0.2	0.3	0.6	1.2
TOTAL	0.5	0.9	1.0	1.0	1.4	3.9
Operational business services 累計			0.1	0.3	1.0	2.3
Custodial fees 累計		0.1	0.4	0.6	1.5	3.5

表 5-2 年次報告書から作成の CPPIB 損益計算書 (Statement of Net Income)

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
5,014	12,193	12,788	-268	-23,576	16,218	15,558	9,936	16,736	30,710
14	26	72	101	111	145	214	292	313	400
13	21	31	37	59	73	85	117	140	133
5	7	11	16	19	18	29	31	37	43
32	54	114	154	189	236	328	440	490	576
4,982	12,139	12,674	-422	-23,765	15,982	15,230	9,496	16,246	30,134
								16.0	17.0
								9.0	10.0
								25.0	27.0
2.4	4.0	5.4	7.3	19.7	27.3	31.0	49.0	61.0	59.0
	1.2	2.6	4.2	7.7	10.3	16.1	19.0	25.0	24.0
4.1	4.6	7.2	8.4	12.1	14.1	16.4	24.0	26.0	20.0
3.5	6.8	10.0	11.6	10.2	14.2	12.2	13.0	15.0	16.0
0.6	1.5	2.3	3.0	4.3	4.5	6.0	8.0	8.0	9.0
0.9	0.9	0.7	1.3	1.8	1.8	1.6	2.0	3.0	4.0
0.5	0.6	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	1.0	1.0	1.0
1.1	1.6	1.9	0.5	2.3	-0.2	1.1	1.0	1.0	-
13.2	21.2	30.7	37.0	58.7	72.7	85.1	117.0	140.0	133.0
2.4	5.3	8.5	12.5	14.0	12.5	21.0	25.0	31.0	35.0
1.8	1.1	1.1	2.1	4.2	3.4	6.3	5.0	4.0	6.0
0.9	0.9	1.1	1.2	1.1	2.4	1.2	1.0	2.0	2.0
5.1	7.3	10.6	15.8	19.3	18.3	28.5	31.0	37.0	43.0
4.7	8.7	14.1	21.4	41.1	68.4	99.4	148.4	209.4	268.4
7.0	13.8	23.8	35.4	45.6	59.8	72.0	85.0	100.0	116.0

表 6-1 年次報告書から作成の CPPIB 時系列総括表 (Year Review)

For the year end March 31						
(\$ billions)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
CHANGE IN NET ASSETS 〈資産の増減〉						
Investment income 〈収益〉	—	1.1	3.0	2.3	−1.1	10.3
Operating expenses 〈費用〉	—	—	—	—	—	—
Net contributions 〈拠出金〉	—	−1.3	1.2	2.6	3.1	4.6
Increase in net assets	—	−0.2	4.2	4.9	2.0	14.9
As at March 31						
(\$ billions)	1999	2000	2001	2002	2003	2004
INVESTMENT PORTFOLIO	44.7	44.5	48.7	53.6	55.6	70.5
INVESTMENT PORTFOLIO 〈運用資産内訳〉						
EQUITIES 〈株式〉						
Canada	—	2.0	5.0	10.0	11.7	22.6
Foreign developed markets	—	0.4	2.1	4.1	5.4	9.3
Emerging markets 〈エマージング〉	—	—	—	—	—	—
FIXED INCOME 〈債券〉						
Non-marketable bonds	39.2	35.8	35.3	32.6	31.0	30.2
Marketable bonds	—	—	—	—	—	—
Other debt	—	—	—	—	—	—
Money market securities	5.5	6.3	6.3	6.8	7.2	7.7
Debt financing liabilities	—	—	—	—	—	—
REAL ASSETS 〈実物資産〉						
Real estate 〈不動産〉	—	—	—	0.1	0.3	0.7
Infrastructure 〈インフラ〉	—	—	—	—	—	—
PERFORMANCE 〈収益率〉						
Rate of return(annual)		3.2%	7.0%	4.0%	−1.5%	17.6%
As at March 31						
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Employees(full-time employees) 〈職員〉					35	51
Toronto						
Hong Kong						
London						
New York						
Sao Paulo						

表 6-2 年次報告書から作成の CPPIB 時系列総括表 (Year Review)

				リマンショック					
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
6.3	13.1	13.1	-0.3	-23.6	16.2	15.5	9.9	16.7	30.7
-	-	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6
4.5	3.6	5.6	6.5	6.6	6.1	5.4	3.9	5.5	5.7
10.8	16.7	18.6	6.1	-17.2	22.1	20.6	13.4	21.7	35.8
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
81.3	98.0	116.6	122.8	105.6	127.7	148.3	161.8	183.5	219.1
27.7	29.0	29.2	28.9	15.6	18.5	21.0	14.2	15.3	18.6
20.9	32.7	46.1	47.5	40.4	46.2	50.8	56.7	64.0	75.6
-	-	-	0.7	4.6	6.5	7.6	10.6	12.4	12.6
28.6	27.2	24.9	23.8	23.2	22.7	21.8	23.6	24.4	23.4
-	4.0	8.1	11.1	9.3	17.1	19.7	21.2	28.5	31.0
-	-	-	1.1	1.8	3.5	6.1	8.8	8.6	11.4
3.1	0.6	0.4	-	-0.8	1.7	2.3	2.5	8.7	17.4
-	-	-	-	-	-1.3	-1.4	-2.4	-9.5	-9.7
0.8	4.2	5.7	6.9	6.9	7.0	10.9	17.1	19.9	25.5
0.2	0.3	2.2	2.8	4.6	5.8	9.5	9.5	11.2	13.3
8.5%	15.5%	12.9%	-0.3%	-18.6%	14.9%	11.9%	6.6%	10.1%	16.5%
2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
152	215	261	368	490	566	656	811	906	1,000
					534	615	750	823	886
					11	15	23	32	44
					21	26	38	51	64
									3
									3

表 7-1 年次報告書から作成の GPIF 貸借対照表 (第 3 期中期計画期間)

As at March 31			リーマンショック	
(百万円)	H18	H19	H20	H21
資産の部				
流動資産	87,569,069	94,790,624	97,046,695	104,630,465
金銭等の信託	87,545,125	94,790,340	97,046,509	104,630,289
その他	23,944	284	187	176
固定資産	26,983,892	25,097,596	20,583,371	18,213,762
有形固定資産	672	665	913	921
建物	50	47	71	71
工具器具備品	19	15	239	197
土地	603	603	603	603
リース資産				50
無形固定資産	449	444	323	593
ソフトウェア	449	444	322	593
電話加入権	0	0	0	0
投資その他の資産	26,982,771	25,096,487	20,582,135	18,212,249
金銭等の信託(1年超財投債)	26,982,698	25,096,416	20,582,059	18,212,172
その他	73	71	76	76
資産合計	114,552,961	119,888,220	117,630,067	122,844,227
負債合計	104,283,189	116,565,664	125,502,625	121,566,792
利益剰余金	10,269,672	3,322,455	-7,872,658	1,277,335
固定資産の取得及び処分並びに減価償却費の明細並びに減損損失累計額				
工具器具備品				
当期増加額	0		231	
当期減少額	1	1	0	
ソフトウェア				
期首残高	421	537	641	649
当期増加額	116	105	8	418
当期減少額	0	0		
期末残高	537	641	649	1,068
減価償却累計額	88	198	327	475
差引等期末残高	449	444	322	593
工具器具備品当期増加額累計	0	0	231	231
ソフトウェア当期増加額累計	116	221	229	647

表 7-2 年次報告書から作成のGPIF貸借対照表（第二期中期計画期間）

As at March 31	事業仕訳	東日本大震災		
(百万円)	H22	H23	H24	H25
資産の部				
流動資産	102,880,697	102,933,715	112,340,845	121,564,643
金銭等の信託	102,880,553	102,933,564	112,340,743	121,564,353
その他	144	152	102	291
固定資産	13,437,764	10,678,221	8,125,057	5,013,241
有形固定資産	806	179	121	165
建物	64	31	29	26
工具器具備品	155	115	74	137
土地	539			
リース資産	48	33	18	3
無形固定資産	392	377	345	268
ソフトウェア	392	377	344	268
電話加入権	0	0	0	0
投資その他の資産	13,436,566	10,677,665	8,124,592	5,012,807
金銭等の信託(1年超財投債)	13,436,496	10,677,595	8,124,530	5,012,744
その他	70	70	63	63
資産合計	116,318,460	113,611,936	120,465,902	126,577,884
負債合計	115,619,486	110,468,454	106,753,222	104,782,978
利益剰余金	698,874	3,143,382	13,712,581	21,794,805
固定資産の取得及び処分並びに減価償却費の明細並びに減損損失累計額				
工具器具備品				
当期増加額		3	1	115
当期減少額	5	3		
ソフトウェア				
期首残高	1,068	508	599	696
当期増加額	78	91	97	65
当期減少額	638			
期末残高	508	599	696	761
減価償却累計額	116	222	351	493
差引等期末残高	392	377	344	268
工具器具備品当期増加額累計	231	234	235	350
ソフトウェア当期増加額累計	725	816	913	978

表 8-1 年次報告書から作成の GPIF 損益計算書 (第 1 期中期計画期間)

For the year end March 31			リーマンショック	
(百万円)	H18	H19	H20	H21
経常収益(A)	3,944,826	-5,516,740	-9,347,936	9,185,332
資金運用損益	3,944,544	-5,517,845	-9,348,130	9,185,004
為替差益		626		
雑益	282	479	194	328
経常費用(B)	207,712	128,753	53,588	35,339
資産運用業務費	206,950	128,120	52,963	34,753
運用諸費	31,477	34,808	29,397	26,397
人件費	491	535	528	530
減価償却費	84	105	124	193
借入金利息	174,697	92,495	22,706	7,413
その他	202	178	208	220
一般管理費	762	633	625	586
人件費	388	347	329	310
減価償却費	12	12	15	14
その他	362	274	282	262
雑損			0	
臨時利益(C)	23,648	1		
臨時損失(D)	1		0	
当期総利益(A-B+C-D)	3,760,762	-5,645,492	-9,401,524	9,149,992
資産運用業務費				
(再掲) その他	202	178	208	220
(再掲) その他累計	202	380	588	808
(再掲) 人件費計	879	882	857	840
役員	4	4	3	4
常勤職員	81	77	76	75

表 8-2 年次報告書から作成の GPIF 損益計算書 (第二期中期計画期間)

For the year end March 31	事業仕訳	東日本大震災		
(百万円)	H22	H23	H24	H25
経常収益(A)	-229,727	2,609,319	11,222,317	10,220,945
資金運用損益	-299,884	2,609,195	11,222,217	10,220,673
為替差益				
雑益	157	124	100	272
経常費用(B)	28,271	24,885	24,052	27,119
資産運用業務費	27,940	24,547	23,754	26,823
運用諸費	25,162	23,496	22,659	25,681
人件費	582	580	551	518
減価償却費	181	159	182	204
借入金利息	1,711			
その他	304	312	361	419
一般管理費	331	334	298	296
人件費	223	212	194	172
減価償却費	11	8	7	7
その他	97	114	97	117
雑損		4		
臨時利益(C)				3
臨時損失(D)	148	98		
当期総利益(A-B+C-D)	-328,146	2,584,336	11,198,264	10,193,829
資産運用業務費				
(再掲) その他	304	312	361	419
年金積立金データ標準化(MRK サービス)業務				複数年契約 81
年金積立金データ管理(GPDR)システム運用業務				139
インハウス運用業務支援サービスの利用				
自家運用の実施に係る国内債券のリスク管理ツールの利用				
外国株式指数(MSCI)情報の利用				
国内債券カスタマイズド・インデックス・データ提供契約				3
(再掲) その他累計	1,112	1,424	1,785	2,204
(再掲) 人件費計	805	792	745	690
役員	4	4	4	4
常勤職員	72	71	71	72

《参考文献》

- CPP INVESTMENT BOARD（1999 事業年度から 2014 事業年度までの）「Annual Report」
- CPP INVESTMENT BOARD「FAQS」
- CPP INVESTMENT BOARD のその他公表資料
- 年金積立金管理運用独立行政法人（平成 18 事業年度から平成 25 事業年度までの）「財務諸表」「事業報告書」ほか業務活動に関する公表資料
- 年金積立金管理運用独立行政法人「平成 25 年度業務概況書」ほか運用状況に関する公表資料
- 年金積立金管理運用独立行政法人のその他公表資料
- 年金シニアプラン総合研究機構（平成 22 年 1 月）「海外年金基金の ESG ファクターへの取り組みに関する調査研究」
- 年金シニアプラン総合研究機構（平成 21 年 3 月）「北米の公的年金運用に関する現地調査報告—アメリカ・カナダ—」
- 年金シニアプラン総合研究機構（平成 18 年 3 月）「資産全体でのリスク管理のあり方とその具体的な手法に関する研究」
- 年金シニアプラン総合研究機構のその他公表資料
- ニッセイ基礎研究所（2013 年 10 月 29 日）「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
- 日本総研（2013 年 7 月 18 日）「カナダ公的年金の運用見直しとわが国への示唆」調査部理事翁百合
- 日本銀行（2010 年 3 月）「金融システムレポート」
- 野村総合研究所（平成 22 年 2 月）「平成 21 年度産業金融システムの構築及び整備調査委託事業「新たな産業金融の在り方に関する調査研究」—報告書—」
- 経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会（平成 20 年 5 月 23 日）「グローバル化改革専門調査会第二次報告「公的年金基金運用の改革に向けて」—世界の経済成長を生活の豊かさに—」
- 野村資本市場研究所（資本市場クォーターリー2007 年秋号）「カナダの公的年金ガバナンス—CPPIB の現状と経緯—」野村亜希子
- 玉木伸介（2004 年 8 月 1 日）「年金 2008 年問題—市場を歪める巨大資金」
- 総合研究開発機構（NIRA ワーキングペーパーシリーズ 2004 年 3 月）「海外諸国における公的年金積立金の運用の動向について—米国、カナダ及びアイルランドを中心に—」玉木伸介
- 日本経済再生本部（26 年 6 月 24 日）「日本再興戦略改訂 2014」ほか公表資料
- 公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議（25 年 11 月 20 日）「報告書」ほか公表資料
- OECD（2004 年 4 月）「OECD Principles of Corporate Governance」（OECD コーポレート・ガバナンス原則）
- OECD（2009 年 6 月）「OECD GUIDELINES FOR PENSION FUND GOVERNANCE」
- OECD（2009 年 6 月）「ANNOTATIONS TO GUIDELINES FOR PENSION FUND」

GOVERNANCE」

- 企業会計審議会（19年2月15日）「財務報告に係る内部統制の評価及び監査の基準並びに財務報告に係る内部統制の評価及び監査に関する実施基準の設定について（意見書）」
- バーゼル銀行監督委員会（2009年5月）「健全なストレス・テスト実務及びその監督のための諸原則」
- バーゼル銀行監督委員会（2010年10月）「コーポレート・ガバナンスを強化するための諸原則」
- Center for Applied Research 「THE INFLUENTIAL INVESTOR」（影響力ある投資家）
- 日本経済新聞記事
- ロイター記事
- JETRO（2009年3月）「米国でのM&Aと事業投資に関するガイドブック」
- 濱口大輔企業年金連合会運用執行理事「インフラ投資の現場」（年金シニアプラン総合研究機構「年金と経済」2014.04 Vol.33 No.1）
- バーゼル銀行監督委員会「バーゼルⅡ」
- 金融庁（24年6月）「バーゼルⅢに関するQ&A」
- 金融庁（26年6月）「金融検査マニュアル」
- 国際会計基準審議会（2010年）「IFRS第9号」
- ILPA（2011年）「Private Equity Principles Version2.0」
- 欧州委員会（2011年6月）「オルタナティブ投資ファンド運用者指令」

本件に関するご照会は、特任研究員平井一志あてにお願い致します。

E-mail: k-hirai@nensoken.or.jp