

公的年金積立金運用のガバナンスをめぐる議論

目 次

- | | |
|----------------------|------------------|
| I. はじめに | 3. ガバナンスの下での運用実態 |
| II. 公的年金積立金運用の論点 | 4. 説明責任・情報開示 |
| 1. 公的年金積立金とは | IV. おわりに |
| 2. 公的年金積立金運用ガバナンスの特徴 | 1. 運用組織の独立性 |
| 3. 優れた運用ガバナンスとは | 2. 統治主体の専門性 |
| III. 海外の公的年金積立金運用 | 3. 役職員の専門性と報酬 |
| 1. 公的年金積立金の目的 | 4. 自律的な変革 |
| 2. 政治・政府からの独立性 | |

野村資本市場研究所 野村 亜紀子

要 約 と 結 論

1. 公的年金積立金とは、公的年金制度において、現在の退職者への給付に回す必要のない余剰資金である。日本を含む多くの先進諸国が積立金の市場運用を行っている。積立金運用は、政府本体とは別の公的な組織が手掛けるのが一般的で、同組織をめぐる運用ガバナンスの確立が重要となる。ガバナンスの一つのポイントは、政府や政治からの介入を阻止するための独立性確保にある。
2. 海外先進諸国の公的年金積立金運用組織を見ると、独立性確保の方策として、運用組織における統治主体と運用実行部隊を分離し、前者が後者を監督する体制がしかれている。統治主体に当たる理事会には、専門性を理事の資格要件とする「専門家理事会」と、公的年金制度のステークホルダー代表が理事になる「ステークホルダー参加型理事会」の2つのタイプがあり、各々、メリット・デメリットを有する。
3. 海外の運用組織における運用体制や運用内容は様々である。運用を全て外部委託するところもあれば、インハウス運用比率の高いところもある。自国債への投資を禁じている国や、全額海外運用の国もある。他方、アセット・クラスの拡大と海外運用比率の上昇が、多くの諸国に共通の傾向として見られる。
4. 日本では、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が公的年金積立金の運用を手掛けるが、そのガバナンス体制を海外事例と比較すると、統治主体と運用実行部隊の分離及び統治主体による監督という形が取られていない。諸外国の積立金運用組織は、理事会によるガバナンスの下で最適な運用を目指して変革を続けており、日本においてもガバナンス改革に早急に着手する必要があると考える。

I. はじめに

公的年金積立金は、公的年金制度において、現在の退職者に対する給付に回す必要のない、将来のための余剰資金である。ドイツのように積立金をほとんど持たない国もあれば、米国のように世界最大規模の積立金を持ちながら非市場性の自国債のみに投資している国もあるが、多くの先進諸国は、公的年金積立金の市場運用を行っている。

これらの諸国では、公的年金積立金の運用は、政府本体とは独立の公的な組織が手掛けるのが一般的である。その組織が、必要な独立性を保ちつつ、運用主体としての国民に対する責任を十分に果たすよう、運用ガバナンスの体制が構築されている。最近では、公的年金積立金運用が、①その国の社会保障制度の持続性に与える影響、②機関投資家としてその国の金融・資本市場に与える影響、③機関投資家として国際的なマネーフローに与える影響、が拡大していることなどから、適切な運用確保のためのガバナンス体制への関心が、国際的に高まっている感がある。

翻って、日本の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF とする）は、約150兆円に上る国民年金及び厚生年金の積立金運用を手掛ける。財政融資資金への預託や財投債引受分を差し引いた市場運用分だけでも、2008年3月末時点で91.3兆円であり、市場運用を行う

公的年金積立金としては世界最大である。

GPIF は2004年の公的年金改革において、専門性の徹底及び責任の明確化を目的に独立行政法人として設立され、年金資金運用基金の運用業務を引き継いだ。公的年金の財政上の要求利回りである、実質1.1%の運用利回り確保を目指す¹⁾。最近では、その運用利回りの長期的向上のために、ガバナンスの体制を見直し、運用対象や運用手法の多様化・高度化を行いやすくする必要があるのではないかといった指摘もなされている²⁾。

本稿では、公的年金積立金運用のガバナンスを中心に、海外の事例を概観し、日本への示唆を探る。その際、国民全般の老後の所得保障を目的とする年金制度を対象とし、職域年金の一種である公務員年金は対象としない。具体的には、カナダ年金プラン投資委員会（CPPIB）、ノルウェー中央銀行投資運用局（NBIM）、スウェーデンの公的年金基金（AP）、デンマークの公的年金基金（ATP）、フランスの年金積立基金（FRR）、アイルランドの国民年金積立基金（NPRF）、スイスの公的年金平衡準備基金（AHV 基金）を取り上げる。いずれも、運用ガバナンスの観点から、しばしば言及される公的年金積立金運用組織である。

II. 公的年金積立金運用の論点

1. 公的年金積立金とは

公的年金積立金は、前述のように公的年金制度における余剰資金である。ほとんどの諸国が公的年金制度の財政方式として、現役世代の拠出金が退職世代の給付金に当てられる賦課方式を採用していることから、積立金は、「原則として賦課方式の制度の中で、将来の給付の資金源としてプールされるファンド」と言うこともできる。

公的年金積立金は、「社会保障制度一体型」と「純粋余剰資金型」の2つに分類可能である³⁾。社会保障制度一体型は、社会保障制度全体の一部として組み込まれているファンドで、資金源は、保険料の拠出が現在の給付を上回った分と、国庫からの資金移管のある制度の場合は、その移管金である。給付に必要な資金との一体運用であるため、負債サイドを意識した運用となる。

純粋余剰資金型は、社会保障制度とは別個に、政府が設立したファンドである。民営化の売却益など、国庫からの移管金が資金源で、社会保障制度の将来の赤字に対応するために設立される。現在の給付支払いとは完全に切り離されており、特定の年次まで支払いを行うことを禁じられている場合もある。同じ公的年金積立金であっても、例えばアセット・

アロケーションの設定において、社会保障制度一体型とは制約条件が異なってくる。

2. 公的年金積立金運用ガバナンスの特徴

公的年金積立金運用のガバナンスを考えるに当たっては、企業年金のガバナンスをめぐる議論が参考になる。企業年金では、加入者の年金給付という目的のために、企業が年金制度を設立し、カストディアンが資産を管理し、運用機関が運用を行う。これらのプレーヤーのエージェンシー問題が生ずるので、年金基金が目的に沿った形で運営されていることを監督する統治主体が必要となる。例えば基金が独立の法人格を持つ場合は、その理事会が統治主体となる。あるいは、年金基金が法人格を持たず、トラスティと呼ばれる主体が統治主体となるパターンもある。統治主体の利益相反行為は厳格に禁止される。

エージェンシー問題の存在や、理事会のような統治主体の必要性、統治主体及び関係者の利益相反排除の必要性といった部分は、本質的には公的年金積立金運用でも共通と言える。他方、以下で述べるように、政府が設定するファンドであるがゆえに生ずる問題もある。

Musalem and Palacios (2004) は、世界銀行が2003年5月に開催した公的年金積立金運用に関するカンファレンスの成果をまとめたものだが、そこでは、公的年金積立金運用のガバナンスを公的セクター・ガバナンスの

1 類型であるとしている。その上で、公的セクターが年金積立金運用に関わるがゆえに生ずる、年金加入者などステークホルダーにとってのリスクを挙げている⁴⁾。

その中で、拠出金が政府の資金源となる結果、運用パフォーマンスが低迷するリスクが挙げられている、これは積立金の目的が運用のみに限定されているかという問題である。換言すると、公的年金の資金が、経済開発投資に用いられることの問題を指している。経済開発投資への使用は、公共投資の資金として他の政府部門等に貸し付けるという形や、積立金を政府債の引き受けに当てるといった形で行われる。これが市場レートから乖離した取引になると、公的年金積立金のリターン低下を招く。過去15年程の間に、公的年金積立金運用組織は、合理的なリスク・リターン追求を行動規範とする機関投資家であるべきだという考え方が、先進諸国の間で定着している⁵⁾。

市場運用を行うに当たっては、運用に対する政治的介入をいかに防ぐかという問題に対処しなければならない。例えば、人権問題を抱える国の企業に投資するのを禁ずる、あるいは、自国の重要産業に対し海外投資家が買収を仕掛けてきた際に、買い手として買収防衛への参加を求める、といった干渉が挙げられる。

買収防衛の問題は、公的年金が株式投資を行う場合に、株主権をいかに行使すべきか

(あるいは、すべきでないか) という、より幅広い問題にも関係する。公的な主体による企業経営への干渉が懸念されるわけだが、これは一般に、公的年金積立金による1企業株式の保有比率に上限を設ける、あるいは、積立金運用組織が事前に議決権行使の考え方を明示するといった形で対応される。

最近では、多くの公的年金積立金が、環境、社会、企業統治のファクター（ESG ファクター）を重視する機関投資家の国際的なイニシアチブに参加している⁶⁾。機関投資家が株主として、ESG ファクターの重視を企業に働きかけるという活動で、責任ある企業行動が長期的なパフォーマンス向上につながるといった考え方にに基づき行われる。公的年金積立金運用組織が、ESG ファクターという切り口で自らの行動原理を明確化することにより、投資対象である企業へのアナウンスメントを行うと同時に、倫理問題等に関連する政治的干渉を牽制しているとも理解できる。

以上をまとめると、公的年金積立金運用組織のガバナンスは、政府及び政治からの独立性確保が、企業年金と比較しての大きな特徴と言える。この問題への対策として、理事会などの統治主体と、実際に運用業務を手掛ける執行部隊を明確に分離した上で、執行部隊は統治主体のみに報告する形を取るのが有効と考えられている。これにより、統治主体が、政治的介入の防壁として機能し、積立金運用組織が政府から独立かつ自律的な主体として

活動できるようになる。

同時に、積立金運用組織は、独立性に見合うだけの厳格な説明責任を負う。活動に関する透明性の確保と、情報開示の充実が鍵となる。ここで特徴的なのが、情報開示の聴衆の幅広さである。全国民を対象とする制度であれば、全国民相手の情報開示となる。

3. 優れた運用ガバナンスとは

上記のような特性を有する公的年金積立金の運用について、前出の Musalem and Palacios (2004) は、優れたガバナンスのチェックリストを提示している。表1にあるように、ガバナンスのチェック項目を、①ガバナンス全般、②説明責任、③投資方針の3分野に整理している。①と②に上述の独立性と説明責任に関する事項が挙げられており、③で運用のあり方として、政府への貸付や、公的年金積立金の規模に起因する市場支配の問題に触れている。

また、2005年にはOECDが年金基金ガバナンスのガイドラインを公表している(表2)。こちらは私的職域年金が対象であるが、監督と執行の分離など、公的年金積立金の運用ガバナンスにも通ずる内容が数多く含まれている。2008年8月には改定案が公表され、理事会メンバーがステークホルダーをバランス良く代表していることの有効性、理事会メンバーの専門性向上の必要性、リスクに対応したガバナンス構造の必要性、が内容として追加さ

れた。これらの追加事項は、年金基金ガバナンスをめぐる近年の課題として、OECD諸国により共有された内容と言える。

さらに、Mitchell, et al. (2008) は、公的年金積立金の運用ガバナンス評価において、年金制度の負債サイドが十分に考慮されていないことの問題を提起している⁷⁾。すなわち、賦課方式の公的年金積立金が、現在及び将来の年金給付の原資である以上、複数世代にわたる年金負債の特性が投資方針に反映される必要がある、という指摘である。

表1 公的年金積立金運用ガバナンスのチェックリスト

ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・公的年金制度関係者の役割の明確さ ・人員等の適合性確保 ・ガバナンス構造に関する率直さ ・年金制度の定期的な見直し ・運用組織のガバナンスは私的年金と比較して十分か
説明責任	<ul style="list-style-type: none"> ・一般国民の情報へのアクセス ・理事会メンバーの潜在的な利益相反開示 ・定期的な外部監査 ・年金制度の財務状態の開示 ・確立された運用ベンチマークを用いた評価 ・年金制度の負債の開示
投資方針	<ul style="list-style-type: none"> ・インセンティブ構造の開示 ・投資方針の文書化と開示 ・年金制度の目的が、加入者の利益に資することのみとされているか ・政府及び加入者への貸付可否 ・目標運用利回りの一貫性 ・市場支配への対処方法の特定 ・主要なリスクの特定、許容可能なリスク水準規定 ・運用業者への委託プロセスの明確さ ・投資パラメータは、制約・禁止の形か、モダン・ポートフォリオ概念に基づき設定されているか

(出所) Musalem and Palacios (2004) より野村資本市場研究所作成

表2 OECDの年金基金ガバナンス・ガイドライン項目

項目	概要
ガバナンス構造	
1. 責任の特定	・執行と監督の責任を明確に分離する
2. 統治主体	・統治主体を備える
3. 専門家の助言	・統治主体が専門性を有さない場合は専門家の助言を義務付けられる場合がある
4. 監査人	・独立の監査人を任命し定期的な監査を受ける
5. 年金数理人	・年金数理人を任命する
6. カストディアン	・資産の保管は、独立のカストディアン等が行う
7. 説明責任	・統治主体は年金プランの加入者等に対し説明責任を負う
8. 適合性	・統治主体メンバーは最低限の適合性基準の対象となる
ガバナンス・メカニズム	
9. 内部統制	・執行及び監督を行う主体に関する適切な統制が必要
10. 報告	・報告チャネルの確立
11. 情報開示	・明快・正確・タイムリーな開示
12. 補償	・加入者等に対する補償メカニズムの必要性

(出所) OECD Guidelines for Pension Fund Governance: Recommendation of the Council, 4/28/2005より野村資本市場研究所作成

Ⅲ. 海外の公的年金積立金運用⁸⁾

以下では先進諸国の代表的事例として、カナダ、ノルウェー、スウェーデン、デンマーク、フランス、アイルランド、スイスの7カ国の公的年金積立金運用組織について、ガバナンスの体制を中心に概観する。(表3)

1. 公的年金積立金の目的

まず、各国の積立金の目的を見ると、社会保障制度一体型はデンマーク、スウェーデン、カナダ、純粋余剰資金型はフランス、アイルランド、ノルウェーで、スイスは両者の中間型と整理できる。(表4)

目的の違いは、積立金の原資に表れている。社会保障制度一体型では、公的年金保険料のうち、現在の給付支払いを差し引いた残りが原資である。これがマイナスに転じても、過去の蓄積分が積立金として運用され続ける。ただし、社会保障制度一体型とはいうものの、カナダでは1997年の制度改正により、保険料を引き上げて積立金規模を拡大させた。CPPIBの運用資金が給付支払いに回されることは当面、予定されておらず、同国はその点において純粋余剰資金型に近い。

純粋余剰資金型では、国有資産の売却益や一般会計からの移管が原資となっている。ノルウェーが最もユニークで、石油収入という、いずれ枯渇することの分かっている天然資源

からの収入を、今後増加すると分かっている社会保障関連支出の財源として、将来世代に確実に継承するために設けられたのが、NBIMの運用する政府年金基金－グローバルである。

スイスのAHV基金は、公的年金制度収支を単年度ごとに調整するので、基本的には社会保障制度一体型であるが、2007年に連邦政府が金準備の売却益の一部による資金補填を行っており、純粋余剰資金型の要素も取り込んでいる。

運用目標がどのように設定されているかも、積立金の目的により異なってくる。社会保障制度一体型では、公的年金給付の支払い義務を果たす上で必要な利回り、すなわち、年金負債サイドからの要求利回りが存在する。長

期にわたりこれを達成できない場合、保険料の引き上げまたは給付の引き下げが必要となる。

例えばカナダは、金融機関監督庁のチーフ・アクチュアリーが9.9%の保険料率の下で、実質4.2%のリターンを達成すれば年金財政が長期的に安定すると試算しており、実質4.2%がCPPIBの最低限達成すべきリターンとなる。また、スウェーデンでは、公的年金の積立状況が悪化すると給付削減による自動均衡措置が発動される。各APは自ら資産負債管理(ALM)モデルを構築し、自動均衡措置発動の可能性を一定以下に抑制しつつ達成すべき目標リターンを算出している。デンマークATPは、ALMの一種とも言われる債務主導型運用(LDI)を行っている。

表3 7カ国の公的年金積立金運用組織概要

国名・組織名	任務	設立年	積立金規模
カナダ CPPIB	報酬比例の公的年金制度であるカナダ年金プラン(CPP)の積立金を運用する	1997	1,194億加ドル (07年12月、約13.8兆円)
ノルウェー NBIM	政府年金基金－グローバルの積立金を運用する。同時に、外貨準備及び石油基金の運用も手掛ける	1996	2兆186億ノルウェークローネ (07年12月、約42.4兆円)
スウェーデン AP	報酬比例の公的年金制度のうち、賦課方式部分の積立金を運用する	2001	8,785億スウェーデンクローナ (07年12月、約15.5兆円)
デンマーク ATP	労働付加年金ATP(利率保証付き確定拠出型制度、積立方式)の積立金を一括運用する	1964	3,829億デンマーククローネ (07年12月、約8.6兆円)
フランス FRR	一般被用者向け及び自営業者向け年金の、持続性向上のための積立金を運用する	2001	345億ユーロ (07年12月、約5.7兆円)
アイルランド NPRF	公的年金及び公務員年金の、持続性向上のための積立金を運用する	2001	212億ユーロ (07年12月、約3.5兆円)
スイス AHV基金	老齢年金保険(AHV)を中心とする公的年金の積立金を運用する	1997	272億スイスフラン (07年12月、約2.7兆円)

(注) 1. ノルウェーのNBIMは1990年の設立後、資金流入ゼロの空白期間を経て、実際の運用開始年。スウェーデンのAPは抜本的な公的年金改革後、現在の形で設立された年。

2. ノルウェーの残高は政府年金基金－グローバルのみ。

3. 為替レートは2007年12月末時点。

(出所) 各運用組織資料等より野村資本市場研究所作成

純粹余剰資金型の場合、積立金は現在の年金給付から切り離されている。例えばフランスの FRR は2020年から2040年の期間に老齢年金制度に対し給付資金を提供することとされており、2020年までは支払い義務は発生しない。そこで FRR は、フランス政府から FRR への拠出の平均コストを4.4%に設定し、これを最低限達成すべき目標利回りとしている。アイルランドの NPRF も、2025年から少なくとも2055年までの間、公的年金の財源として貢献することとされており、具体的な

数値目標は示さず「富の最大化」を運用目標として掲げている。

2. 政治・政府からの独立性

(1) 運用組織と政府との関係

次に、公的年金積立金運用組織の、政治及び政府からの独立性を見る。

運用組織は、政府本体とは独立の組織で、統治主体としての理事会が置かれ、統治と、運用部隊による業務執行とが分けられるのが基本形である（図1）。ただし、ノルウェー

表4 公的年金積立金の目的

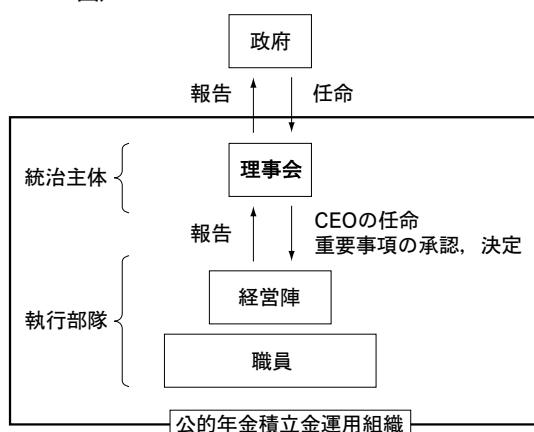
タイプ	組織名	積立金運用目的・運用目標	積立金の原資
社会保障制度一体型	デンマーク ATP	<ul style="list-style-type: none"> 最低保証利率2%に加えて、長寿化とインフレへの対応を行う 民間年金基金とほぼ同様の規制に服し、金利リスク等についてヘッジを行っている 	<ul style="list-style-type: none"> 年金保険料（賃金の1%弱を、労使が2対1で拠出）
	スウェーデン AP	<ul style="list-style-type: none"> 公的年金制度を長期的に維持するためのバッファー・ファンド 各基金が独自に ALM を実施。積立不足は給付に反映される 	<ul style="list-style-type: none"> 年金保険料（所得比例部分のうち、給与の16%を労使折半）
	カナダ CPPIB	<ul style="list-style-type: none"> 過度の損失リスクを負うことなく最大限のリターン達成を目指す 現行拠出率下での必要リターンを政府アクチュアリーが提示。実質4.2% 	<ul style="list-style-type: none"> 年金保険料（給与の9.9%を労使折半）
中間型	スイス AHV 基金	<ul style="list-style-type: none"> 公的年金制度の単年度収支を調整するバッファーの役割 基金残高が公的年金の年間支出額を下回らないよう運用することを目指す 	<ul style="list-style-type: none"> 公的年金の単年度収支の黒字、連邦政府の金準備売却益からの一時金
純粹余剰資金型	フランス FRR	<ul style="list-style-type: none"> 老齢年金制度の長期的持続可能性への貢献を目指す 名目4.4%以上のリターンを上げる確率が80%以上というリスク基準を自ら設定 	<ul style="list-style-type: none"> 2%社会税の一部、全国被用者老齢保険金庫剰余金、国有資産売却益、全国電力ガス産業金庫からの一時金
	アイルランド NPRF	<ul style="list-style-type: none"> 公的年金制度の長期的持続可能性への貢献を目指す 「富の最大化」が目標 	<ul style="list-style-type: none"> 国営通信会社売却益（一時金）、国庫からの拠出（毎年GNPの1%）
	ノルウェー NBIM	<ul style="list-style-type: none"> 将来の年金支出への備えとしての運用 基金の収益を中央政府に移転する際の仮想収益率として4%を設定。ただし実際には、財務省が設定するベンチマークを上回る超過リターン獲得を目標とする 	<ul style="list-style-type: none"> 石油収入

(出所) 各運用組織資料より野村資本市場研究所作成

は、統治主体は財務省で中央銀行の一部門が運用を手掛けるという形を取っている⁹⁾。また、アイルランドは、理事会メンバーに運用部隊のトップである国民財務管理庁 (NTMA) 長官が含まれている。

運用組織の独立性は根拠法の規定に依拠する。したがって、根拠法が改正されれば、運用組織と政府との関係も変わりうる。その点、他と若干異なるのがカナダで、CPPIBの根拠法であるCPPIB法を改正するには、憲法修正と同等な手続きが必要とされる。これにより、安易な法改正が行えない形になっている。また、スウェーデンは1999年の年金制度改革の際に5つの主要政党による合意形成という政治プロセスを経た。これにより、政権交代など、政治環境が変化しても、APをめぐる基本構造は崩されにくいと捉えられている。

図1 公的年金積立金運用組織のガバナンス (概念図)



(出所) 野村資本市場研究所

(2) 理事会の特徴

統治主体である理事会は、2つのタイプに分類できる。1つが、「専門家理事会」であり、もう1つが「ステークホルダー参加型理事会」である。(表5)

専門家理事会では、理事の資格要件として、金融面などの専門性を有することが求められる。カナダ、アイルランドがこのタイプに属する。

カナダでは、理事は連邦財務大臣により任命されるが、それに先立ち、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。連邦財務大臣はこの候補者の中から、州財務大臣と相談の上で理事を任命するが、その際、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根拠法により求められている。

アイルランドでは、財務大臣が理事(コミッショナーと呼ばれる)を任命するが、資産運用、企業経営、会計、年金数理、法務等の実務経験や、財務や経済の学術経験を持つシニアクラスの人物、あるいは、労働組合や消費者保護などにおけるシニアクラスの人物という基準が根拠法により規定されている。

両国とも、理事の選定基準と任命方法により理事の専門性を確保している。人数はカナダが12名、アイルランドが7名で、次に述べるステークホルダー参加型理事会に比べて少数である。

ステークホルダー参加型理事会では、政府

や労使団体など、公的年金のステークホルダーの代表が幅広く理事会に参加する。フランス、デンマーク、スウェーデン、スイスがこのタイプである。

フランスの FRR の理事会は、立法府の代表 4 名、行政府（所轄官庁である社会保障、経済、予算の各省）から合計 4 名、労働組合代表 5 名、雇用主及び自営業者団体代表 5 名、有識者 2 名の合計 20 名から成る。

デンマークでは、代表理事会と監督理事会という 2 つの理事会が統治主体として存在す

る。代表理事会は理事長、雇用者代表 15 名、被用者代表 15 名の 31 名で成り立ち、基本的には年に 1 回の会合で年次報告書の承認等を行う。監督理事会は理事長、雇用者代表 6 名、被用者代表 6 名より成り、業務執行部隊の実質的な監督は同理事会により行われている。

スイスでは、被用者団体の代表 4 名、雇用者団体の代表 4 名、被保険者代表 4 名、連邦政府の代表 3 名の合計 15 名から成る評議会が統治主体である。

スウェーデンは、両タイプの間とも言え

表 5 積立金運用組織の統治主体

統治主体	組織名	特色
専門家理事会	カナダ CPPIB	<ul style="list-style-type: none"> 理事は 12 名。連邦財務大臣が理事を任命するが、候補者指名委員会が設立され、金融面の能力・実務経験を持つ理事の任命が法により求められる 理事会が CEO を任命し、CEO 以下の役職員は政府ではなく理事会に対してのみ説明責任を負う
	アイルランド NPRF	<ul style="list-style-type: none"> コミッショナーは NTMA 長官を含む 7 名。財務大臣により任命される。高度な専門性を有するシニアクラスが選出対象 基金の運営・運用はすべて外部委託。2011 年までは NTMA が委託先
+ 専門性	スウェーデン AP	<ul style="list-style-type: none"> 9 名からなる理事会は、2 名が雇用者、2 名が被用者の代表からなり、財務省により任命される。基金運用に資する専門性が求められる 理事会がアセット・アロケーション等についてのガイドラインを決定し、その実行のための CEO を任命
ステークホルダー参加型理事会	フランス FRR	<ul style="list-style-type: none"> 理事は 20 名。立法府、労使、行政府の代表と有識者から成る構成が法令により規定されている 経営理事長は預金供託公庫の CEO、残り 2 名の経営理事は理事会の意見を踏まえて任命される。運用機関選定委員会が、外部委託先の選定について経営理事会を支援する
	デンマーク ATP	<ul style="list-style-type: none"> 雇用者側 15 名、被用者側 15 名および理事長の 31 名から成る代表理事会が最上部の意思決定機関として年次報告書を承認。その下で、13 名からなる監督理事会が CEO 等を任命し運用部隊を監督 CEO は監督理事会に対して責任を負い、自らを含む 5 名からなる経営理事会を設置している
	スイス AHV 基金	<ul style="list-style-type: none"> 評議会メンバーは 15 名で、被保険者、雇用・被用者団体、保険会社、連邦・州政府代表で構成。連邦内閣により任命 評議会協議に所轄官庁の代表が審議のみの資格で参加
所轄官庁	ノルウェー NBIM	<ul style="list-style-type: none"> 基金の所有機関である財務省が、基金の戦略的アセット・アロケーションやベンチマーク・ポートフォリオ、ベンチマーク・ポートフォリオに関する標準偏差の上限など、運用の基本方針を設定する 運用を評価するため、7 名から構成される運用戦略諮問委員会を設立

(出所) 各運用組織資料より野村資本市場研究所作成

る。理事は基金の運用に資する専門性を有することが資格要件であるが、9名の理事のうち2名は被用者の代表、2名は雇用者の代表で占められる。

専門家理事会とステークホルダー参加型理事会には、それぞれのメリット・デメリットがある。専門性の高い理事会はガバナンスの有効性を高め、ひいては、年金基金のパフォーマンスを向上させるという分析も行われている¹⁰⁾。ただ、ステークホルダーのコンセンサスをこの場で得ることはできないので、別途、ステークホルダーとの関係構築に注力する必要がある。

他方、ステークホルダー参加型は、関係者の代表が揃っているだけに、いったんそこで形成された合意は政治的にも強固なものとなる。ただ、運用等の専門性が要件ではない以上、理事に研修機会を提供したり、入念な準備を行い、理事が会合で重要性の高い議題に集中できるようにしたりと、運用部隊の側での工夫が必要とされる。

理事会の基本的な任務は共通点が多い。運用執行部隊のトップを任命し、投資ガイドラインをはじめとする運用組織の重要事項についての最終意思決定権を持つ。執行部隊が作成した年次報告書を承認し、監督官庁等に報告する。また、積立金運用組織が、自らの予算を組む権限を与えられている場合は、その承認者でもある。カナダ、スウェーデン、ノルウェー、デンマークは独自に予算を決定で

きるが、フランス、アイルランド、スイスは政府が予算を決定する。

繰り返しになるが、理事会が統治者となることで、政府が直接、執行部隊の活動に介入するのを回避するのが理事会によるガバナンスの最大のポイントである。これが実際にどの程度機能しているかの判別は難しいが、例えばスウェーデンでは、外国資本がスウェーデンの代表企業の株式取得を進めた際に、APに対して同社の保有比率引き上げの打診が行われたことがあった。しかし最終的にAPが政治家の要請に応ずることはなかったとのことである¹¹⁾。

3. ガバナンスの下での運用実態

(1) インハウス運用か、外部委託か

次に、上記のようなガバナンスの下での、運用の実態を見てみよう(表6)。まず、運用組織内の体制であるが、基本的に、経営陣(マネジメント)などと称される組織の上層部と一般職員から成る形が見られる。経営陣のトップが最高経営責任者(CEO)と呼ばれる場合もしばしばである。

ただし、アイルランドのNPRFは、業務執行の全てをNTMAに委託している。NPRF内にあるのは理事会のみで、独自の職員は持たない。NTMAは1990年に設立された公的債務管理機関で、年金運用のための機関ではないが、NPRF設立に際して最適な業務委託先として選定された。NTMAの

従来業務の一環で、内部に債券パッシブ運用と為替ヘッジの機能を有していたことから、これらはNTMA自身が行う。しかし、残りの運用業務は、社外の優れたリソースを活用する方が効果的という信念の下、外部委託している。

フランスFRRは、独自の職員を雇用することができるが、実際のところはほぼ全員が預金供託公庫（CDC）からの出向者である。CDCは公共インフラ向け融資等を行う公的金融機関で、FRRのカストディアンでもある。また、CDCのCEOが、FRRの運用部隊の役員会に相当する経営理事会のトップを務める。運用は、原則として全て外部委託と

根拠法により規定されている。したがってFRRの運用部隊が行うのは運用会社の選定・モニタリングである。また、別途、運用機関選定について経営理事会に専門的な助言を行う運用機関選定委員会がある。なお、インハウス運用を行わないことにより、FRRの運用に対する政治的干渉が起りにくいという指摘もあった。

ノルウェー、カナダ、スイス、デンマーク、スウェーデンはインハウス運用と外部委託を併用している。スイスAHV基金は、スイスフラン建て債券とユーロ及び米ドル建ての国債がインハウス運用で、残りは外部委託である。デンマークは森林投資及びコモディティ

表6 運用・運営体制の特徴

	組織名	特徴
外部委託中心 ↑	アイルランド NPRF	<ul style="list-style-type: none"> NTMAのNPRF部門職員数は17名。 NTMA内部に運用リソースがある場合のみインハウス運用（債券パッシブ運用及び為替ヘッジ）、その他は原則として外部委託運用
	フランス FRR	<ul style="list-style-type: none"> 職員数は50名。ほとんどがCDCの職員で、FRRでの勤務を命ぜられている。給与はCDCが支払う 根拠法により原則として、外部委託運用を行うとされている
	スイス AHV 基金	<ul style="list-style-type: none"> 職員数は20名。高度な専門性を持つ人材を採用するための報酬制度 インハウスと外部委託を併用。スイスフラン建て債券、米国債、ユーロ建ての国債はインハウス運用
	カナダ CPPIB	<ul style="list-style-type: none"> 職員数は約350名 インハウスと外部委託を併用 報酬体系は独自に設定可能で、運用業界において競争力のある報酬体系提示に努めている
	ノルウェー NBIM	<ul style="list-style-type: none"> 職員数は151名 インハウスと外部委託を併用。運用基金のうち、平均78%がインハウス運用。ただし、基金のアクティブ運用に伴うリスクの約61%は外部委託運用において取られている 給与は固定給と業績給から成る
インハウス中心 ↓	スウェーデン AP	<ul style="list-style-type: none"> 個別の基金における人員規模は42～63名。不動産投資は、AP基金共通の子会社を活用 インハウス運用比率は60～82% 独自に報酬体系を設定できるが、成果報酬の導入は限定的
	デンマーク ATP	<ul style="list-style-type: none"> 運用担当部門は約75人。成果報酬型の制度を導入 森林投資やコモディティなどを除く大部分がインハウス運用。不動産及びプライベート・エクイティについては専門の子会社を設立して運営。ただし、アクティブ運用比率は限定的

(出所) 各運用組織資料より野村資本市場研究所作成

を除く大部分がインハウス運用である。スウェーデン AP は根拠法により10%以上を外部委託する（インハウス比率は90%まで）と定められているが、4つの基金のインハウス

比率は60～82%の間である。

(2) 運用の制約

運用に関する制約を見ると、ユニークなのがアイルランドである。NPRF は、根拠法

表7 運用の制約、考え方

組織名	アセット・クラス	国内外	運用手法 (アクティブ・パッシブ)
カナダ CPPIB	・公募市場投資（内外株式・債券、ヘッジファンド、商品先物、REIT など）、私募投資（ベンチャー・キャピタル、インフラなど）、私募不動産に投資可能	・積立金規模に対しカナダ株式市場が十分に大きくないことを意識し、積極的な海外運用	・「参照ポートフォリオ」（パッシブ運用・公募証券の分散ポートフォリオで、長期的に抛出率9.9%以下を維持可能）をベンチマークに、これを上回ることを目指す
ノルウェー NBIM	・海外の株式と債券に投資可能	・海外での運用に特化	・パッシブ運用とアクティブ運用の併用
スウェーデン AP	・内外の株式、債券及びオルタナティブ資産に投資可能 ・低リスク債券への投資比率30%以上、未上場資産への投資は5%以内、コモディティ投資不可、1発行体へのエクスポージャー10%以下	・国内市場の規模が小さいため外国株式比率が高い ・時価評価の対象となる資産のうち、外為リスクを取ることができる上限は40%	・アクティブ（エンハンスト・インデックスを含む）の割合は70～100%
デンマーク ATP	・内外の株式、債券及びオルタナティブ資産に投資可能 ・株式へのエクスポージャーは最大70%などの制限あり	・国内市場規模が限定的なため、ユーロ圏を中心に海外投資を展開。ヘッジ後での為替エクスポージャーは30～50%程度	・年金制度の ALM を行うヘッジ・ポートフォリオと、運用を行う投資ポートフォリオに分割 ・投資ポートフォリオでは、パッシブ投資が中心
フランス FRR	・内外の株式・債券のみによる分散の限界を意識し、オルタナティブ資産を投資対象に ・1発行体への投資は5%以下、先物契約のカウンターパーティ・リスクは資産の5%以下	・戦略的アセット・アロケーションにおいて国際分散投資のメリット享受を意図 ・為替リスクは資産の20%以下	・効率性の高い市場（ユーロ圏・米国の大型株など）ではパッシブ運用、効率性の低い市場（ユーロ圏・北米の中小型株、環太平洋地域株式、特定の運用スタイル）ではアクティブ運用
アイルランド NPRF	・アイルランド政府証券への投資を根拠法により禁止 ・ユーロ圏内外の株式、債券等に投資	・株式へのアロケーション（80%）をユーロ圏及び非ユーロ圏に40%ずつ配分 ・米国債はリターンが不十分との理由から投資せず	・株式・債券のコア/サテライトアプローチ。アクティブ運用43.1%、パッシブ運用56.9%に設定
スイス AHV 基金	・スイス内外の株式、債券、不動産、商品に投資可能 ・スイス連邦政府債への投資は資産の70%以下、株式1銘柄への投資は株式投資合計の5%以下、不動産は1資産への投資が不動産合計の10%以下	・地域別投資上限はスイスが70%、OECD 諸国が1国につき20%、非 OECD 諸国が全体で15%	・株式投資は原則として、欧州・北米・アジア太平洋大型株がパッシブ運用、中小型株はアクティブ運用

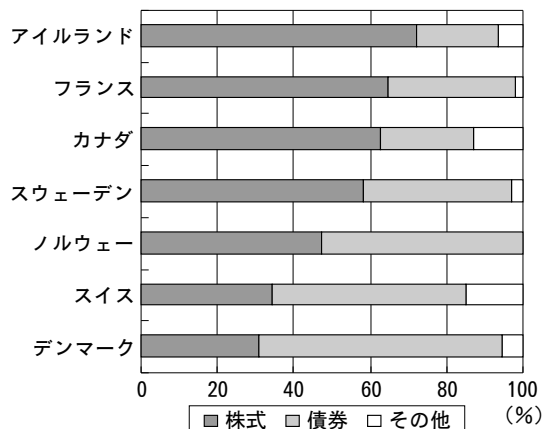
(出所) 各運用組織資料より野村資本市場研究所作成

によりアイルランド政府証券への投資を禁じられている。自国債への投資は、公的年金基金としての位置づけを曖昧にする可能性があること、自国債への投資を行うと、積立金の取り崩しが開始される段階で、政府は別の買い手を探し出す必要に迫られること、が理由とされる。国債投資の禁止は、政府からの独立性確保に貢献しているという指摘もある。

それ以外の諸国でも、表7のように、低リスク債券への投資下限設定、株式への投資上限設定、地域別投資上限の設定、為替エクスポージャーの上限設定などが行われている場合がある。

各国積立金の、2007年末時点のアセット・アロケーションが図2である。当面、給付支払いの必要がないフランス、アイルランド、カナダなどを筆頭に株式への投資比率が高い。

図2 7カ国の公的年金積立金のアセット・アロケーション (2007年末)



(注) 1. その他の内容は国によるが、不動産、インフラストラクチャ、コモディティなどが含まれる
 2. カナダは2008年3月時点
 3. デンマークについては投資ポートフォリオの値
 (出所) 各組織資料より野村資本市場研究所作成

また、ノルウェーの株式投資比率は図2の時点では47%であるが、この比率は最終的に60%に引き上げられることが決まっている。

(3) 運用手法の選択

アクティブ運用、パッシブ運用といった運用手法の選択を見ると、フランスやスイスは市場の効率性に関する見方に基づき、運用手法を適用している。すなわち、効率性の高い市場ではパッシブ運用、低い市場ではアクティブ運用を行っている。(表7)

また、カナダのCPPIBは、実質4.2%という要求利回りを達成可能なパッシブ・ポートフォリオである「参照ポートフォリオ」を構築し、アクティブ運用及び参照ポートフォリオには含まれないアセット・クラスへの投資により、これを上回る運用を目指している。その際、「トータル・ポートフォリオ・アプローチ」を採用している。同アプローチでは、伝統的なアセット・クラスではなく、リスク・リターン属性ごとにポートフォリオが構築される。例えば、政府証券、公益セクター株、建設済みインフラが類似のリスク・リターン属性を有する、代替可能な投資対象と見なされる。

デンマークの運用手法も特徴的である。ATPでは、年金負債対応の「ヘッジ・ポートフォリオ」と、運用を行う「投資ポートフォリオ」に分ける方法が採られている。前者は、長期金利を受け取り、短期金利を提供する金利スワップを行う。投資ポートフォリオは、

分散投資によるリターンを追求するベータ・ポートフォリオと、アクティブ運用によるリターンを追求するアルファ・ポートフォリオから成り、短期金利の支払いと、長寿化による年金負債増加及びインフレへの対応を目標に運用される。

(4) 積立金の規模への対応

公的年金積立金の運用では、国内金融・資本市場におけるシェアが過大になるなど、資産規模が大きいことによる問題がしばしば指摘される。この問題の一つの解決方法とされているのが海外運用である。例えば、スウェーデン、デンマーク、カナダ、フランスでは、分散投資の必要性に加えて、自国市場の規模が十分でないことを理由に海外運用が積極的に行われている。極端なのがNBIMで、石油収入を将来世代に引き継ぐという積立金の趣旨もあって、国内市場への投資は行わず、海外運用に特化している。

また、スウェーデンは、公的年金積立金を複数の基金に分割して運用するという特徴的な方法を採用している。具体的には、AP1からAP4までの4つの基金が、それぞれ独立の主体として運用を行っている¹²⁾。複数基金の形が採られた理由は、基金間の競争促進、運用結果の分散、基金の規模による影響力の抑制、だったとされている。財務省が毎年、外部コンサルタントの支援を得て、基金間の運用実績の比較・検討を行い、これは一般にも公表される。4基金の累積リターン（2002

～2007年）はAP4の5.97%に対しAP2の7.49%といった差がつきはじめている。

ただし、基金間の競争に明示的なインセンティブが付与されているわけではない。現地でのヒアリングでは、上位の基金は評判が高まり、良い人材を集めやすくなるというのが、インセンティブとのことだった。また、4つの基金が管理部門などの機能を別個に備えるため、重複コストが発生するという問題が指摘されている。

4. 説明責任・情報開示

(1) 官庁等への報告と国民向け情報開示

前述の通り、組織の独立性の高さと説明責任の重さは表裏一体である。いずれの組織でも、定期的な外部監査の実施、所轄官庁への報告、国民への情報開示などが義務付けられている。年次報告書は、理事会の承認を得て所轄官庁等に提出され、立法府に報告される。

活動の透明性確保も重視されている。例えば、運用機関などの業者の採用は、競争入札が行われる。また、役職員の利益相反回避のための規定が設けられ、例えば、理事は、企業の持分・取締役等の役職などを事前に報告し、自らが利害関係を持つ投資対象に関する意思決定には参加できない。

国民向け情報開示も重要で、年次報告書や四半期報告の他に、ウェブサイトなどを活用して随時、活動状況に関する情報発信が行われている。特徴的なのがカナダで、CPPIB

は2年に1回、公開のタウン・ミーティングを開催することを義務付けられている。直近では2008年6月に全国9カ所で開催され、理事長とCEOがCPPIBの運用状況について報告した。

(2) 情報開示とマスメディア

一般に、公的年金積立金の年次報告書を読んだり、ウェブサイトを開覧したりするのは、積立金の運用について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、運用状況を知ると考えられる。公的年金積立金運用組織にとって、マスメディアはステークホルダーとの間を仲介する情報ゲートキーパーと言ってよい。

現地ヒアリングでのコメントに基づくと、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。特別なことは行っていないという組織もあれば、積極的に関与すべきだとする組織もあった。運用成績の良い時はあまり注目されず、悪化すると批判されるという見解は、ほぼ一致していた。ただし、批判により運用内容が変更されたという指摘はなかった。また、ESGファクター関連では、マスメディアとのコミュニケーションが比較的活発という指摘もあった。

マスメディアを含む外部との関係構築に積極的なのがCPPIBである。CPPIBの広報部に当たるコミュニケーション&ステークホルダー・リレーションズ部は、「キーパーソン」

向けの情報発信を重視している。キーパーソンには、CPPIBの監督者である財務大臣、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のような利益団体が含まれる。日頃からCPPIBの活動に対するキーパーソンの理解を深めておくことにより、彼らが一般国民向けにメッセージを発する際に、十分な情報に基づきコメントできるようにしておくわけである。

IV. おわりに

1. 運用組織の独立性

本稿では、先進諸国の公的年金積立金運用組織の現状を、運用のガバナンスの観点から整理した。積立金の目的や経緯は国により様々ではあるものの、政府及び政治からの独立性確保が重視されている点は、共通していた。また、独立性確保の方法として、運用組織における統治主体と運用実行部隊とを分離しているケースがほとんどだった。

日本の GPIF は独立行政法人であり、政府とは別の組織となっている。厚生労働省から提示される中期目標に基づき、ポートフォリオの決定を含む中期計画を自ら策定する。また、運用機関の選定・管理を行い、一部の資産（国内債パッシブ運用部分の一部、財投債）をインハウスで運用する。

GPIF の人員は、役員として理事長、理事、監事の 3 名、参与 1 名、職員 76 名となっている（2008 年 4 月 1 日時点）。呼称は本稿で紹介した統治主体たる理事会を想起させるものの、GPIF の理事長を含む役員は運用実行部隊の上層部であり、統治主体の位置付けにはない。役職員とは別に運用委員会が設けられており、同委員会が金融・経済等の専門家として中期計画の審議等を行うが、これは統治主体というよりも諮問機関の位置付けである。

したがって、GPIF は、統治主体に相当する存在を持たないということになる。これはしばしば指摘される点ではあるが、先進諸国の実例を見ると、確かに GPIF の形は多数派と異なると言わざるを得ない。

そもそも、公的年金積立金運用組織が、政府からの独立性を必要とするのは、運用組織の使命と、国の年金以外の政策上の利害が一致するとは限らないからである。例えば、国債や財投債への投資は、GPIF としては運用上の合理性に基づき判断すべき事項である。財投債については過渡期の措置が講じられてきたが、最終的には GPIF の機関投資家としての投資判断に基づくアロケーションへと移行すべきである。一方、厳しい財政状況に直面し続ける日本国政府としては、公的年金積立金が、政府債の長期的かつ安定的な投資家であり続けることを期待するであろう。ここに緊張が生じうる。同様に、GPIF の株式投資に対し、株式市場下落時の下支えの効果を期待したり、国家的に重要性の高い企業の買収防衛上の役割を期待するといったことも、理論的にはあり得ないことではない。

年金という長期の資金を運用する以上、そのガバナンスも長期的に、様々な事態に対応可能な形を目指すべきである。政府との利害不一致の事態に備える方法として、統治主体と運用実行部隊の分離によるガバナンス強化が、現在、先進諸国の間で支持されている形態である以上、日本においても、同様な体制

が検討されるべきであると考え。

なお、積立金運用組織の活動に関する国民向け情報発信は、独立性が増せばいっそう重要になるが、現状においても GPIF の活動の重要性に鑑みて、より効果的に行う工夫があっても良いのではないか。聴衆の幅広さを考えると、「キーパーソン」を軸にする CPPIB のようなアプローチも参考になろう。

2. 統治主体の専門性

本稿で見たように、統治主体には専門家型とステークホルダー参加型の2タイプがあり、それぞれのメリット・デメリットがある。また、OECD は2008年の年金基金ガバナンス・ガイドライン改訂案において、両方の要素を備えるのが望ましいと指摘している。

専門家理事会を実現するためには、理事の資格要件を備えた候補者を継続的に確保する必要がある。これは考えようによっては、高いハードルであるが、理事会に求められるのは、いわば大所高所の戦略的判断を下すコモン・センスであり、全員が詳細な運用の知識を備える必要はないとの指摘もある。実際、専門家理事会である CPPIB や NPRF の理事の経歴を見ると、金融サービス業界出身者に加えて、事業会社の CEO や最高財務責任者 (CFO)、情報テクノロジー業界経験者、会計士などが含まれる。

3. 役職員の専門性と報酬

運用実行部隊の役職員の専門性は、インハウス運用を行うのであれば当然のこと、外部委託中心であっても必要とされる。運用機関選定を適切に行う必要があるし、そもそも戦略的アセット・アロケーションを運用組織内で策定するなら、その能力を備えた人員が必要である。外部のコンサルタントなどの助けを得るとしても、業者の評価能力が必要な点は変わらない。

専門性の高いスタッフを抱えるためには、相応の報酬を提示する必要がある。この点については、なかなか民間運用機関のトップ水準並とは行かないというのが、海外の運用組織にも共通の悩みのようなものである。成果報酬の導入度合いなどには違いが見られるものの、いずれも、可能な限り魅力的な報酬を目指している感があった。また、「報酬以外の魅力」のアピールも行われており、例えば、デンマーク、スウェーデン、フランスでは、社会的な意義の高い仕事であること、世界中の運用関連ビジネスのプロと仕事ができることなどが強調されていた。

GPIF は独立行政法人であるため、独立行政法人全般に対する人件費削減が適用される。すなわち、2005年の「行政改革の重要方針」に基づき、5年間で5%以上の人件費削減を求められている。しかしながら、人的資源の重要性がきわめて大きい積立金運用において、

このような一律コスト削減の適用は大いに支障を来すと言わざるを得ない。報酬体系や報酬水準に関する自由度は、運用組織の独立性を見る上での、重要なポイントの一つなのである。

4. 自律的な変革

本稿で紹介した諸国の公的年金積立金運用は、最初からこの形だったわけではなく、各国なりの変化を遂げてきた。

例えばデンマーク ATP は、前述の通りヘッジ・ポートフォリオと投資ポートフォリオに分けた運用が特徴的だが、これは2002年の発生主義会計の導入に対応するべく実施された。

また、フランス FRR は2006年、株式・債券から成る戦略的アセット・アロケーションを見直し、①オルタナティブ資産の追加（不動産、プライベート・エクイティ、コモディティ、インフラストラクチャ）、②株式比率の引き上げ、③国際分散投資の拡大、を行った。アセット・クラスの拡大や海外投資の拡大は、ノルウェー、アイルランドなど他の諸国にも見られたパターンである。最近では、不動産、インフラストラクチャ、コモディティなどのオルタナティブ資産の比率を、インフレ感応度の高さや分散効果に着目して拡大させる動きが見られる。

外部委託の株式パッシブ運用のみで開始し、その後、①アセット・クラスの拡大、②アクティブ運用の開始、③インハウス運用の開始、

を随時進めていったのがカナダの CPPIB である。2005年に年金基金の海外資産を30%までとしていた規制が撤廃されると、海外投資も拡大させた。今や、年金財政からの要求利回りを達成可能な参照ポートフォリオを構築した上で、敢えてそれを上回ることを目指している。自らの独立性、専門的能力、超過リターン追求の意義を検討の上、そのようなアプローチを選択したとのことである³⁾。

各国の運用組織とも、これからも変わり続けていくであろう。自律的な変革を可能にするのが、それぞれのガバナンス体制である。日本においても、公的年金積立金運用のガバナンス改革に早急に着手すべきであろう。

《注》

- 1) 長期的な名目運用利回り3.2%から名目賃金上昇率2.1%を差し引いたのが、実質的な運用利回り1.1%。受給開始時の年金額は、名目賃金上昇率による調整を受けて決定される。
- 2) 例えば、経済財政諮問会議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善に向けて－世界の経済成長を生活の豊かさに－」（平成20年5月23日）。また、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「グローバル化戦略」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」とされた。
- 3) OECD (2007)
- 4) Musalem and Palacios (2004) , pp.8-9
- 5) Vitas, et al. (2008) を参照。
- 6) 例えば、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 Disclosure Project)、採取産業透明性プロジェクト (Extractive Industries Transparency Project)。

- 7) 筆者の一人であるオリビア・ミッチェル氏は、日本の GPIF についても同様な指摘を行っている。野村資本市場研究所編訳 (2008b) を参照。
- 8) 3章の記述においては、野村資本市場研究所の瀧俊雄氏、齋田温子氏、三宅裕樹氏、井上武氏の調査及び助言に負うところが大きい。また、カナダについては野村亜紀子 (2007)、ノルウェーについては関根栄一 (2007)、スウェーデンについては瀧俊雄 (2007)、デンマークについては瀧俊雄 (2008) を、それぞれ参照のこと。
- 9) 後述するように、ノルウェー政府年金基金—グローバルは国内運用を行わないことから、政治的介入の問題等が生じにくい点も、このような体制が取られた背景にあったと考えられる。
- 10) 例えば、Ambachtsheer (2007)、野村資本市場研究所編訳 (2008a) を参照。Stewart and Yermo (2008) にも、関連する内容の研究論文が引用されている。
- 11) “Persson wants AP funds to buy AB Volvo,” Esmerk Swedish News, 9/8/2006.
- 12) AP1~4に加えて、AP6、AP7もある。本稿では扱わないが、スウェーデンの公的年金は、保険料の一部が積立方式の確定拠出型年金制度に拠出される。加入者が700以上の選択肢の中から投資対象を決定するが、AP7は投資対象の一つを運用すると共に、選択が行われなかった場合の資金も運用している。また、AP6は非上場株式のみに投資する基金で、1999年の制度改正以降もその形を継続している。
- 13) David Denison, “The Active Investing Decision,” speech at Schulich School of Business Financial Forum, 9/11/2007

参考文献

- 関根栄一 (2007) 「石油から金融資産へ—ノルウェーの公的年金基金を巡る改革とガバナンス—」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所 (秋号)
- 瀧俊雄 (2007) 「スウェーデン公的年金のガバナンス」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所 (秋号)
- 瀧俊雄 (2008) 「自律的な変化を続けるデンマークの公的年金積立金運用組織 (ATP)」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所 (秋号, 近刊予定)
- 野村亜紀子 (2007) 「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』野村資本市場研究所 (秋号)
- 野村亜紀子 (2008) 「公的年金積立金運用とマスメディア」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所 (夏号)
- 野村資本市場研究所編訳 (2008a) 『ケース・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, 3月)
- 野村資本市場研究所編訳 (2008b) 『オリビア・ミッチェルのわが国公的年金運用の課題と対応に関する提言』資本市場研究選書シリーズ (Vol.2, 8月)
- Ambachtsheer, K.P. (2007) Pension Revolution: A Solution to the Pension Crisis, John Wiley & Sons (邦訳が、野村総合研究所、野村証券、野村アセットマネジメント共訳にて金融財政事情研究会より2008年10月刊行予定)
- Mitchell, O. S., Piggott, J. and Kumru, C. (2008) “Managing Public Investment Funds: Best Practices and New Challenges,” PRC WP 2008-07.
- Musalem, A. R. and Palacios, R. J. ed. (2004) Public Pension Fund Management, World Bank
- OECD (2007) Pension Markets in Focus, Nov., Issue 4
- Stewart, F. and Yermo, J. (2008), Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions,” OECD WP on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD
- Vittas, D., Impavido, G. and O’Conner, R. (2008) “Upgrading the Investment Policy Framework of Public Pension Funds,” Policy Research Working Paper 4499, World Bank

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテュート LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・インド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカーレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適用しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別なあるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて:アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます;戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています;戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、

経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の 1933 年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933 年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipic により英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipic は、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipic はロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にある NIHK によって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアで ASIC の監督下にある NAL によってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料は NSM によってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料は NSL により配布されました。NSL は、証券先物法(第 289 条)で定義されることのある認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましては NSL にお問い合わせください。本資料は米国においては 1933 年証券法のレギュレーション S の条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーである NSI により配布されます。NSI は 1934 年証券取引所法規則 15a-6 に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAE の「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAE においては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ:本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会の NI 31-103 のセクション 8.25 に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて:本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK 台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付けに関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には、2,808 円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買入の場合には加え、売入の場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75 万円以下の場合には最大 7,668 円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20 万円以下の場合には 2,808 円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30 万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3 倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 3 倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定5年、固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成35年度以降に償還するもの(第17回償以降)については、額面金額を下回しません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.