

野村資本市場研究所
研究部
野村 亜紀子

進展するスウェーデンAP基金の整理統合の議論

公的年金積立金の分割運用で知られるスウェーデンAP基金については、ここ数年、組織や投資規制の見直しが議論されてきました。2014年3月、スウェーデンの5大政党が構成するペンション・グループが、AP基金を現在の5から3に整理統合し、別途、全体の運営について責任を持つ主体を設置することに合意するなど、見直しの方向性が明らかにされました。

スウェーデンの公的年金積立金運用

スウェーデンの公的年金は、概念上の確定拠出型年金(NDC)と、積立方式のDCで構成されています。NDCは、AP1、AP2、AP3、AP4、AP6の5つの基金により分割運用されているのが特徴的です。AP1～4には保険料が4分割して拠出され、4基金が独立の組織として積立金を運用します。AP6は、スウェーデン及び北欧の未上場株式への投資に特化したファンドですが、新規拠出はありません。AP1～4の資産残高は、2013年末時点で1兆357億スウェーデン・クローネ(約16兆円)、AP6の資産残高は221億スウェーデン・クローネ(約3,414億円)でした¹。

積立方式のDC部分では、加入者が自分の個人勘定資産の投資先を選択します。デフォルトファンド(加入者が投資先を選択しない場合の拠出先としてあらかじめ設定されている商品)は、加入者の加齢に応じて運用内容が保守化していくライフサイクル型ファンドで、今ひとつの公的年金運用組織であるAP7が運用します。

改革にゴーサインを出すペンション・グループ

スウェーデンの公的年金積立金の分割運用は1959年に遡りますが²、現在の制度は、1999年の抜本的な公的年金改革により構築されました。1999年改革は、同国の5つの主要政党による合意という強固な政治基盤を得て推進されました。その後、5大政党が構成するペンション・グループが設置され、スウェーデンの年金制度改革は、同グループの合意を経て実施されることとなっています。これにより、政権交代が起きても、制度が継続されるようになっています。

2014年3月、ペンション・グループは、公的年金制度が基本的には順当に機能していると評価しつつも、新制度発足から15年の経験を踏まえ、環境変化にも対応するべく本格的なレビューを継続的に行っていること、及び、一部の事項につき、制度改革に合意したことを公表しました。合意の概要は図表の通りです。

合意内容2点目の積立金運用の部分は、2012年8月の「年金制度におけるAP基金一年金

¹ 1スウェーデン・クローネ=15.45円で換算。

² 特定の主体への権力集中の回避が、複数基金とした理由の一つだったとされます。

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

図表 ペンション・グループの合意の概要

| | |
|------------------|---|
| NDCの調整方法の修正 | <ul style="list-style-type: none"> NDCでは、賦課方式の財政検証に基づき資産と債務のバランスが保たれるよう、両者の比率が1.0を下回った場合に給付調整を発動する「自動均衡機能」が組み込まれている。 当該メカニズムにつき、①よりタイムリーな調整、②自動均衡期間の給付調整の平準化、③自動均衡期間の給付の精緻化のための修正に合意。 |
| AP基金の構造と投資規制の見直し | <ul style="list-style-type: none"> 2012年のAP基金改革案に基づき、5基金による分割運用体制及び投資に関する数値規制の見直しに合意。 具体的には①AP基金とは独立の、基金の保有主体を設置、同主体が運用目標とベンチマーク(参照ポートフォリオ)を設定、②5基金を3基金に整理統合、③現行の数値規制の廃止とプルーデント・パーソン原則に基づく運用への移行、などに合意。 |
| 積立方式DCの見直し | <ul style="list-style-type: none"> 加入者への投資の選択肢の提供体制に関する見直しに合意。 ①現行のファンド・マーケットプレイス(加入者に対し、民間運用会社の多様な商品を提供)を維持しつつ、コスト抑制と不適切な選択から加入者を保護するための措置を導入、②現在のファンド・マーケットプレイスを閉鎖し、公的機関による少数の選択肢の提供に切り替える、の2つの選択肢を検討。①を出発点とする。 |
| 就労期間の長期化 | <ul style="list-style-type: none"> 引退年齢は一定の範囲内で個人が決めるべきという原則を維持しつつ、長寿化の進行に対応するべく、就労期間の長期化に取り組むことで合意。幅広い関係者と協働するとともに、人々に長く働くモチベーションを与えることを目指す。 |

(出所)Ministry of Health and Social Affairs, "Agreement on certain adjustments in the pensions agreement and the continuing process," March 12, 2014 より野村資本市場研究所作成

積立金の効率的運用」と題する提言書に基づくものです。2012年8月には、AP基金の運用全体に責任を持つ新たな主体として「年金積立金理事会」を導入すること、積立金運用は独立かつ自律的な運用組織により行われるが、その数を3つにすること、投資に関する数値規制を廃止し、プルーデント・パーソン原則に基づく規制に置き換えることなどが提言されました³。

その後、AP基金自身を含む関係者の間で、さらなる意見徴収や議論が行われてきましたが、今回の合意により、2012年8月のAP基金改革案の基本的な方向性について、ペンション・グループのゴーサインが出されたと言えます。法案化などの作業は、2014年9月の総選挙後になるだろ

うとも言われています⁴、上述の通り、ペンション・グループは、最大野党を含む5大政党により構成されていますので、年金制度改革が政争の具とされたり、選挙結果により大きな変更が生じたりすることは考えにくいと言えます。

積立金運用の責任主体と3基金

今回の制度改革で、大きな注目を浴びてきたのが、分割運用体制の見直しです。ペンション・グループは、積立金運用に関する責任を負う主体(以下、「責任主体」)を別途設置すること、及び、3基金への整理統合について合意しました。

責任主体は、独自に意思決定を下しますが、スウェーデン年金庁と密接な連携を保つこととされました。年金庁の中の委員会組織といった形

³ 野村亜紀子「スウェーデンAP基金の組織と運用をめぐる議論」『野村年金マネジメント研究会 年金ニュース解説』No. 614(2012年11月12日号)を参照。

⁴ "Sweden's \$173 billion pension group free to boost private equity," Bloomberg, March 17, 2014.

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

で設置すれば、同庁との機能重複を回避することが可能であるとも指摘されました。

責任主体の重要な役割は、積立金全体の長期運用目標とベンチマークの設定です⁵。現在は、AP1～4の基金が各々、運用目標を設定していますが、このやり方が改められます。責任主体の理事会は、資産運用のみならず、社会全般に対する知見が必要になると指摘されています。

私募資産への投資の重視

AP基金は、独立の主体として存続しますが、基金数は3つに減らされます。ペンション・グループは、3基金への統合については、少なくとも2つの基金が同一のマンデートを与えられる形にすること、及び、規模の経済を必要とする私募資産への投資については、基金が協働することを求めています。

ペンション・グループは、協働の方法として、基金間で私募投資を調整する体制を構築するか、あるいは、3基金のうちの1つが、私募資産への投資に特化する形が考えられると指摘します。

前者の場合、3つの基金が同じマンデートを与えられることとなります。現在もAP基金は、不動産会社Vasakronanに対する共同投資を実施していますが、私募資産投資の体制はそのような経験をベースに構築することが考えられます⁶。

後者の場合、2つの基金のマンデートからは私募投資が除かれ、3つ目の基金が私募投資のみのマンデートになります。現在、AP6が未上場株式投資のみという形で存在することから、AP6の専門性と経験を活かすことが考えられます。

2012年8月の提言で基金数が3つに減らされる方向性が打ち出されて以来、現行体制では異質の存在であるAP6は、他の基金に吸収されるとの見方もありました。しかし、ペンション・グループの合意からは、私募資産投資を重視する考え方が見て取れ、むしろAP6をベースに新組織が構築される可能性もあります⁷。なお、現在、AP1、AP3、AP4の3基金が首都ストックホルムに、AP2とAP6がスウェーデン第二の主要都市であるヨーテボリにあります。ペンション・グループは、基金のうち1つはヨーテボリに設置されるのが自然だろうとしています。

コスト抑制策への批判

ペンション・グループは、AP基金のコストについて、責任主体の提案に基づき政府が上限を設定するとしています。また、AP基金のスタッフの報酬は、類似の活動を行う他の政府機関と整合的な条件を設定するべきとしています。

現在、AP基金の従業員の報酬は、他の類似の政府機関に比べて相当程度高水準であるのが実状です。ペンション・グループは、公的年金積立金が活動原資である以上、AP基金の運営は可能な限りコスト効率よく実施される必要があり、そのために上限を設定する必要があると説明しています。

このコスト抑制策については、批判もあります。年金基金のガバナンス等を専門とするオクスフォード大学のアシュビー・モンク博士は、AP基金スタッフの報酬の決定権が、各基金の理事会ではなく政府に与えられること、報酬体系の比較対象が業界スタンダードではなく他の政府機関とされていることを強く批判しています。このようなやり方では、優秀なスタッフは組織に残らないと指摘

⁷ AP6は2014年3月12日付けで、「AP6の経験とスキルがペンション・グループの提案で強調された」というプレス・リリースを出しています。

⁵ 運用目標とベンチマーク設定、投資規制の見直しについては『野村年金マネジメント研究会 年金ニュース解説』No.665(2014年6月2日)で紹介する予定です。

⁶ Jonathan Williams, "Nordic Region: Sweden: And then there were three," *Investment & Pensions Europe*, May 2014.

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されましたお客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

しています⁸。

この指摘はもっともですが、他方において、公的機関である以上、ウォール・ストリート並みの水準は難しいというのも現実でしょう。人材流出を防止するために、金銭以外でどのような形で報いることが可能かなど、公的年金積立金運用組織の報酬体系のあり方は、尽きない議論と言えます。

日本の被用者年金一元化後の積立金運用

日本では、2012年の被用者年金一元化法により、国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済が厚生年金保険制度に一元化されることとなっています。現在、国民年金と厚生年金の積立金は年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が、共済年金の積立金は各共済がそれぞれ運用していますが、制度の一元化後も、これ

らの積立金運用組織は統合されません。「積立金基本方針」を主務大臣(厚生労働大臣、財務大臣、総務大臣、文部科学大臣)が定め、それに則り運用することとされています。この基本方針に盛り込むべき事項に関する有識者検討会が、2013年7月から2014年3月まで開催され、3月31日に報告書が出されたところです。

こうしてみると、日本においても、新厚生年金保険制度の下に、GPIF、国家公務員共済組合、地方公務員共済組合、私学共済という複数の運用組織が並存することになり、スウェーデンのAP基金による分割運用と類似の形になると見ることもできます。同一の制度の下での複数基金による運用が、どのような課題を抱え、どのように解消されていくのか、今回のAP基金改革の動向を通じて、得られる示唆は少なくないと思われます。

弊誌の記事はバックナンバーも含めてホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、野村資本市場研究所、野村総合研究所

発行: 野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター(年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991

FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

— 次号のお知らせ —

次号は

6月2日(月)

発行予定です。

⁸ Ashby Monk, "The Big Problem with Sweden's Buffer Fund Shakeup," *Institutional Investor*, April 2, 2014.

野村年金マネジメント研究会

このレポートは、年金基金運営及び企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営及び企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券及び野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布致しております。提供されました御客様限りでご使用下さい。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所及び野村総合研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製し又は転送等を行わないようお願い致します。

野村証券からのお知らせ

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。

野村証券株式会社

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