

野村証券
フィデューシャリー・マネジメント部
春日 俊介

スウェーデンAP基金における運用ルールの見直しについて

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・グループは、公的年金積立金を運用するAP基金の見直しについて合意文書を発表しました。合意の概要および組織の見直しについて解説した先週号(No.664)に続き、今回は運用面での見直し内容について解説します。見直しのポイントは、運用のベンチマークとなる「参照ポートフォリオ」の導入と、それに伴う数値的な投資規制の緩和です。

2014年3月の年金改革案に関する合意

2014年3月12日にスウェーデンのペンション・グループは、公的年金制度の改革案に関する合意文書を発表しました¹。ペンション・グループは、現在の年金制度はよく機能しているが、環境変化やこれまでの経験から見直しが必要と考えられる項目があるとして、見直し項目をまとめています。

合意文書は、①確定拠出型年金の調整方法の修正、②AP基金の構造と投資規制の見直し、③積立方式DCの見直し、④就労期間の長期化、の4部で構成されます。本稿では②の中から、AP基金の運用に関する見直しについて解説します。

責任主体による参照ポートフォリオの策定

公的年金のバッファーフアンドであるAP基金は、アセットオーナーとアセットマネージャーの両方の

役割を担っています。複数あるAP基金は、「年金制度を維持するため長期的な投資利益を最大化すること」を運用目的として、それぞれ独自にALM分析を行い、運用目標の設定およびポートフォリオ構築を行ってきました。そのため、AP基金の間で運用目標がまちまちになり、運用実績の評価が難しいとの批判がありました。

今回の合意では、アセットオーナーの役割を担う組織として、新たに積立金運用に関する責任を負う主体(以下、「責任主体」)が設立されることとなります。責任主体はスウェーデン年金庁と連携しますが、独立した意思決定を行う組織です。

責任主体の主な役割は、年金制度や財政状況を考慮した長期的な目標リターン等の数値目標の設定、および参照ポートフォリオ(reference portfolio)の策定です。新たに導入される参照ポートフォリオは、シンプルな資産クラスで構成されるポートフォリオで、各バッファーフアンドの運用ベンチマークとしての機能を持ちます。合意文書では参照ポートフォリオを導入することのメリットとして以下の4項目を挙げています。

¹ 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」『野村年金マネジメント研究会 年金ニュース解説』No.664(2014年5月26日号)を参照。

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。

- 金融市場が発展したとしても、バッファファンドの運用を有効に評価することが可能
- 年金積立金全体の資産構成やリスク管理について、統合的な運用プロセスの構築が可能
- 運用の基準となるベンチマーク(参照ポートフォリオ)が導入されることから、現在の投資規制をより一般的なプルードント・パーソン原則に置き換えることが可能
- 責任主体に投資の説明責任を果たすだけの権限が与えられる

責任主体は運用目標および参照ポートフォリオの策定だけでなく、バッファファンドのモニタリングも行います。責任主体は年に一度、バッファファンドの運用内容について参照ポートフォリオとの比較を行い、政府に報告することとされています。

投資規制の緩和

現在のAP基金法では、AP基金の投資に対して、資産構成や通貨配分、議決権比率の上限などについて図表のような細かな投資規制を定めています。これらの投資規制に対しては、AP基金の分散投資を妨げている、運用環境に合わなくなっている、という指摘がありました。

今回の見直しでは、参照ポートフォリオの導入により、細かな数値規制を設けなくても全てのバッファファンドで年金制度の要請に基づいた一体的な運用が可能となります。そこで、投資規制を緩和し、プルードント・パーソン原則に基づく運用へ移行することで、より柔軟な運用が可能になると考えられます。プルードント・パーソン原則とは、受託者責任の注意義務に相当し、「同様の地位や職責にある者に求められる水準の知識に基づいて、十分な慎重さをもって職務を遂行する」という原則です。

図表 AP 基金法の定める主な投資規制

項目	概要
外部委託	・ 運用資産の10%以上は外部委託運用する。
債券投資	・ 運用資産の30%以上は、信用リスク及び流動性リスクの低い債券に投資すること。 ・ 公募発行の債券のみ投資可能。基金の流動性確保のための債券等は当該規制の対象外。
株式投資	・ 資本市場において上場もしくは取引可能な投資商品に限定。不動産会社、ベンチャー・キャピタルは当該規制の対象外。 ・ スウェーデン企業の株式保有について、取引所及びその他の規制市場の時価総額の2%を上回ってはならない。
非上場資産	・ 非上場資産への投資は、運用資産の5%以内に留める。非上場資産への投資は、ベンチャー・キャピタル、非上場債券、プライベート・エクイティ・ファンドを通じて行う。基金はパートナーシップのゼネラル・パートナーになってはならない。
議決権	・ 基金は、発行体の議決権の10%超（ベンチャー・キャピタルの場合は30%超）を保有してはならない。
通貨リスク	・ 運用資産の40%以内で、通貨リスクを取ることができる。
エクスポージャー	・ 1発行体もしくは相互に関係する発行体グループの発行する証券へのエクスポージャーは10%を上回ってはならない。スウェーデン国政府及び地方自治体が発行する証券、外国政府証券でリスクウェイトがゼロのものは当該規制の対象外。
コモディティ	・ コモディティが原資産のオプション、先物、その他類似資産への投資は不可。

(注) 各基金に対する制約。

(出所) AP 基金法より野村資本市場研究所作成 (年金ニュース解説 No.614 より)

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。

ただし、いくつかの制約は残りそうです。政治からの独立性確保は国民の信頼維持に極めて重要なため、スウェーデン企業の株式保有上限を市場時価総額の2%、議決権比率の上限を10%とする制約は残すべきとしています。また、非上場資産への投資上限および通貨リスクの上限も同様に残すべきと指摘しています。

広がる参照ポートフォリオによる運用管理・評価

参照ポートフォリオによる運用管理・評価手法は、複数の国で既に導入されており、広がる傾向にあります。カナダの公的年金積立金を運用するCPPIBでは、2007年に参照ポートフォリオが導入されました。その後、ニュージーランドの公的年金やシンガポール政府投資公社(GIC)でも導入されています。

従来の一般的な戦略的ポートフォリオと比較すると、参照ポートフォリオは伝統的な資産クラスによるシンプルな構成となります。そのため、より柔軟なアクティブ運用が可能になるとともに、資

産クラスにとらわれず経済要因に基づいた分散投資が行いやすくなると考えられます。また、基金の付加価値は、ALM分析に基づいた長期的な戦略的ポートフォリオの構築ではなく、アクティブ運用による超過リターンの獲得となります。例えばカナダのCPPIBでは、アクティブ運用のリターン源泉を、①アルファ、②非市場オルタナティブ・ベータ、③市場オルタナティブ・ベータ、④市場ベータ、の4つに分類し、積極的にリターンを高めるとともに、統合的に参照ポートフォリオからのアクティブリスクを管理する取り組みを行っています。

スウェーデンについてみると、参照ポートフォリオが導入された場合、3基金に整理統合されるとするバッファーフアンドの運用実績は、参照ポートフォリオに対する超過リターンで直接比較できるようになります。そのため、今回の運用面での見直しは、バッファーフアンドのアクティブ運用の自由度を高めるとともに、バッファーフアンド間の競争を促す効果があると考えられます。

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16日(月)

発行予定です。

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