

スウェーデン公的年金のガバナンス

瀧 俊雄

■ 要 約 ■

1. スウェーデン公的年金における賦課方式部分の積立金は、主に四つのファンド（AP 基金）により運用されている。これらの基金は、1994 年の 5 党合意に基づき、1999 年の年金改革の一環で 2001 年 1 月に設立された。
2. 基金の理事は、同国財務省により任命される。理事会は、自らが定める運営ガイドラインに基づき業務を担うトップを任命する。基金は、自らの予算を決定することができ、報酬等についても民間と同様の水準を提供することが可能となっている。
3. 政府からの独立性に関しては、目下のところ理事の任免を通じた影響力行使は見られないとされるが、制度改革に関して政治介入が行われかけた事例はある。2006 年 9 月にプライベート・エクイティ・ファンドによるボルボの株式取得が行われた際に、当時の首相が AP 基金による同社買収などの案を検討したが、採択には至らず、現在に至っている。
4. AP 基金の運用は、株式の比率が高い状態で開始したため、当初は二桁台の運用損失を出す形でスタートした。その後の運用動向を見ると、06 年時点で最も累積リターンの高かった AP2 が、最も低かった AP4 を 1.5% 上回る結果となっている。もっとも、分割運用については、ポートフォリオが似通っている、とする指摘もある。
5. 基金のポートフォリオが似通っていることや、重複コストの論点もあり、現状での分割運用への評価を行うには時期尚早といえる。一方で、広範な政治的合意に基づく制度改革やその結果としての基金の独立性の強固さについては、わが国で今後、制度改革を議論する場合には、参考になると考えられる。

I スウェーデンにおける公的年金運用への着目

わが国では、公的年金の積立金は年金積立金管理運用独立行政法人（以下、GPIF）で運用されている。同法人は 2007 年 3 月末時点で 114.5 兆円を運用しており、そのうち市場において 84.9 兆円が運用されている。その資産規模は、年金基金としては世界最大であることから市場に与える影響が大きく、運用の結果は国民の福祉に大きな影響を与える

ことから、GPIFのガバナンスのあり方については、様々な議論が交わされている。

例えば、本年設置された、金融庁金融審議会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」においても、多くの委員により、公的年金の運用及び基金のガバナンスのあり方を問う主張がなされた。その中では、規模が巨大であるため、運用における難しさもある日本の年金基金を分割し、競争原理を導入することなどが、運用の高度化に向けたアイデアとして提案されている¹。

このような基金分割案は、スウェーデンにおける年金積立金の運用をモデルにしていると考えられる。スウェーデンでは、AP基金（Allmänna Pensionsfonden、公的年金基金と訳される）と呼ばれる6つのファンド（AP1～4、6、7）が公的年金の積立金を運用している。本稿では、同国の運用制度について、導入の背景、ガバナンスの現状と共に、現状での評価について見ることとしたい。

II 1999年の年金制度改革

1. スウェーデンの年金制度

現行のスウェーデンの公的年金制度²は、最低保証年金及び所得比例年金により構成されている（以下、図表1を参照）。最低保証部分は、国庫負担が行われ、残りの所得比例部分は、保険料により賄われる制度となっている。保険料は、個人所得の18.5%が労使折半により拠出され、そのうちの16%が賦課方式に基づく年金制度において運用される。残りの2.5%については加入者自ら、700以上のファンドの中から運用先を選択する積立型の年金制度となっている。

本稿では、以上のうち、賦課方式部分の制度において、新規に流入する積立金を運用するAP1～4を中心に見ることとする³。同制度の積立金の現時点での規模は、2006年末時点で給付額の約5年分の規模となっており、AP1～4はそれぞれ約2,000億クローナ（約3.4兆円）超を運用している。今後、賦課方式部分の制度は、2010年以降の財政収支において、保険料収入が給付を下回る赤字状態となり、それが楽観的ケースにおいても2040年代まで継続すると見込まれている（図表2）。そのような中、積立金は、人口動態や経済的ショックによる給付の変動を吸収するバッファーであると共に、運用収益により給付

¹ 一例として矢野朝水氏（企業年金連合会専務理事、SGメンバー）による次の発言が挙げられる。『いずれ150兆円にもなるファンドを1つの法人で運営して、効率的な運用ができるのかという問題もあるわけで、運用の多様化を図ったり、競争原理を導入するため、ファンドを分割することも大いに検討に値する問題ではないかと思えます。』（第三回スタディグループ（2007年3月1日開催）議事録より）。

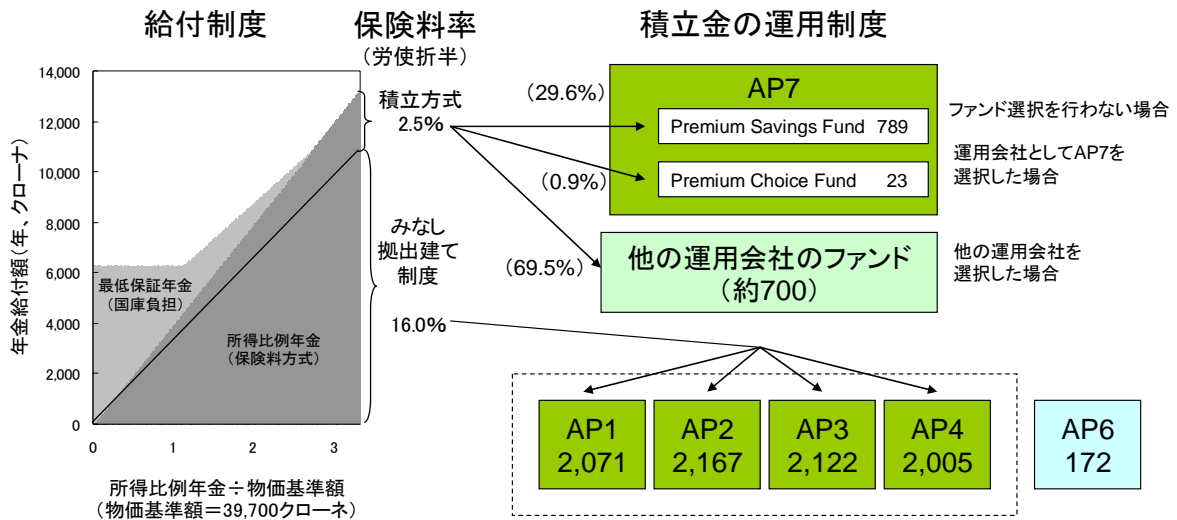
² なお、スウェーデンには公的年金制度のほか、職域年金制度及び個人年金制度が存在している。2005年末におけるそれぞれの運用資産残高は、公的が9,623億クローナ（約14.3兆円）であるのに対し、職域が9,939億クローナ（約14.8兆円）、個人が3,732億クローナ（約5.5兆円）となっている。

³ 残りの基金としては、資金の流入のないAP6が172億クローナ（約2,990億円）、積立型の制度の資金を運用するAP7が812億クローナ（約1.4兆円）となっているが、本稿では扱わない。

原資を確保する役割を果たしている。スウェーデン社会保険庁の試算によれば、今後の積立金の規模は、経済環境により増加する可能性もあれば、減少してゼロとなる可能性もある（図表3）。

なお、資金の運用状況が悪化し、年金資産（積立金の総額と今後の保険料収入の合計）が負債を下回る場合には、給付を削減する形での自動均衡措置が取られることになる。

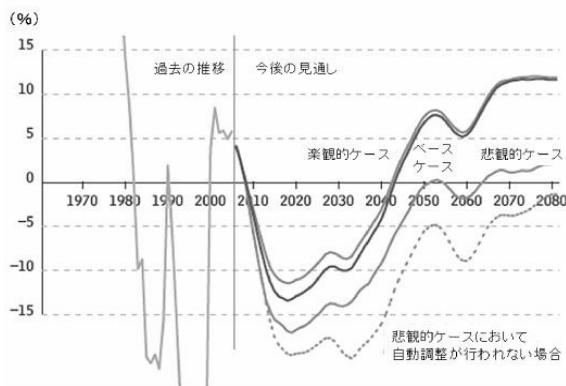
図表1 スウェーデンにおける公的年金制度の概要と資金の流れ



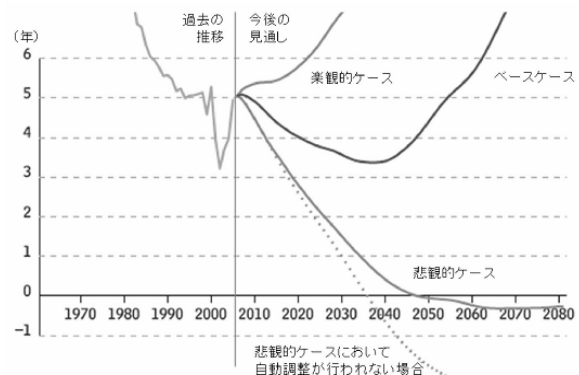
(注) 数字は06年12月末の運用残高。単位は億クローナ (クローナ=17.41円)。

(出所) 各基金アニュアル・レポート、”Orange Report: Annual Report of the Swedish Pension System 2006” スウェーデン社会保険庁より野村資本市場研究所作成

図表2 年金財政収支の見通し



図表3 積立金の水準見通し



(注) 財政収支については、保険料を分母として収支を分子としている。積立金については、同水準が給付の何年分に相当するかを表す。

(出所) ”Orange Report: Annual Report of the Swedish Pension System 2006”スウェーデン社会保険庁より野村資本市場研究所作成

2. 年金制度改革

現行のスウェーデンの公的年金運用制度は、1999年の年金改革の一環として生まれたものである⁴。

スウェーデンにおいて、最初に公的年金制度が導入されたのは、1913年のことであった。その後、1936年には全国民が均一の給付を受ける賦課方式の制度への移行がなされ、1946年には給付が産業労働者の平均賃金の三分の一の水準にまで高められた。1960年には、所得比例の付加年金が導入されたが、ホワイトカラー層に有利な制度であるとされ、給付水準が高いと見られたこともあり、制度の維持可能性への批判が生まれていた。そのため、抜本的な年金制度改革が求められていた。

1991年に社民党政権に代わって穏健党、中央党、自由党及びキリスト教民主党的の4党からなる非社会主義連立政権が発足すると、年金制度改革は重要課題として取り上げられた。同年には、議会を構成する全7党の主要メンバーからなるワーキング・グループが結成され、専門家や学識経験者、当局による新制度の検討が行われた。その中では、目標とする年金制度の特徴として、①全党が支持できる内容であること、②持続的かつ経済成長を反映した年金財政となっていること、③拠出と給付の間に明確な関連があること、④拠出率については長期的に同一水準が保てること、⑤公的かつ強制加入の制度であること、⑥政治的リスクに対しても安定的かつ頑健であること、などが挙げられた。

これらの結果、新制度案には、主に以下の三つの特徴が見られることになった。

一つ目としては、公的年金を最低保証部分と所得比例部分を組み合わせた体系としたことがある。所得比例年金がゼロまたは少額の場合には、所定の額が国庫負担で支給される制度となった。

二点目には、所得比例部分を、みなし確定拠出型年金と、個人勘定の積立口座の二本立てとしたことが挙げられる。みなし確定拠出型年金とは、賦課方式を維持しつつも、加入者は支払った保険料に基づいて年金支給額が決定されるため、あたかも積立型の年金に見える制度である。同部分に加えて、比較的小規模の個人勘定口座（プレミアム年金）も導入したことで、加入者にとっても将来の年金支給額が分かりやすい制度となった。

三点目としては、所得比例年金の保険料率を、将来に渡り18.5%で固定したことが挙げられる。保険料率が固定された一方、給付については、平均寿命及び物価、実質賃金に対して自動調整が行われる仕組みが導入された。このことにより、年金制度が人口動態及び経済環境から受ける変動のリスクは、現役世代から老齢世代へと移転された。

内容については、政権安定に配慮した連立与党が譲歩したこともあり、1994年に連立与党に社会民主党を加えた5党（議会の全議席の88%を占める）による合意が成立し、現在の年金制度の原型を定める法案が可決された。新制度の導入年は、当初1997年と計

⁴ 以下、年金改革の記述については、『スウェーデンの財政』藤岡純一、有斐閣選書、2001年、参議院重要事項調査議員団(第二班)報告書(平成16年度第2班派遣報告書)、Annika Sundén, 2000, Flagship Course in Pension Reform, World Bank Institute, March 6 - 17, 2000, Palmer, Edward 2000 "The Swedish Pension Reform Model: Framework and Issues", Social Protection Discussion Paper Series, World Bank等を参考としている。

画されていたが、移行に関する調整を巡る対立⁵があり、最終的な議会承認は 1999 年に行われた。新制度の下での保険料の拠出は 1999 年から開始され、2001 年からは支給も開始された。

一連の年金改革により、年金制度における積立金の重要性は、より高まったといえる。保険料が料率で固定されたことは、運用成績が悪化した際に、法改正を経ることなく、自動的に給付減に繋がる。そのため、積立金の運用のあり方についても、次節に見るように法制度における手当てが行われた。

3. 積立金の分割運用の経緯

スウェーデンの公的年金制度では、現行の AP 基金が設立される 40 年以上前より、積立金の運用が行われていた⁶。AP 基金の前身の基金は、1960 年に設立されたが、当初、その運用対象は公社債、政府債及び金融機関の発行する債務証券等に限定されていた。その後、同基金は加入者の属性別に、公的セクター従業員が第一基金、民間の大企業従業員が第二基金、民間の中小企業従業員が第三基金と、三つの基金へと分割された。分割の背景には、産業に対する公的機関が過度の影響力を持つ可能性の排除もあったとされる。

1974 年からは、景気刺激への期待と、株価上昇による果実を国民が受け取ることへの要請により、第四、第五基金における小規模の株式運用が行われるようになった。その後、1990 年には、外国の証券及び不動産への投資も解禁された。1996 年には、第六基金が設立され、自国内のベンチャー・キャピタルなどへの非上場株式投資を開始した。このように、当初債券運用中心で開始された公的年金の投資は、様々なアセット・クラスへと拡大していったが、その際には、基金が別途設定される形式が取られた。

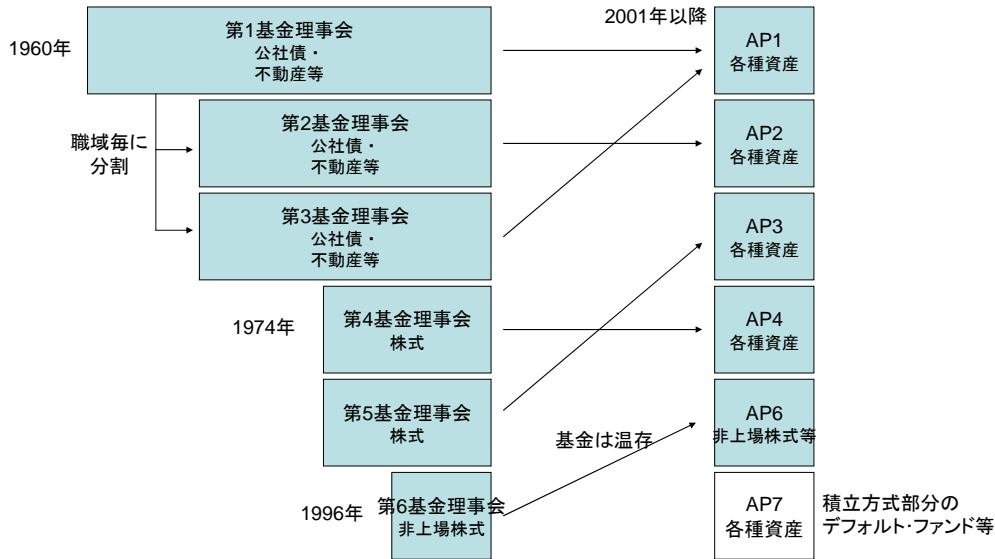
1999 年の改革時に、これらの基金は抜本的に改革されることになる。上述の旧基金は整理統合され、AP1~4 は賦課方式の新規流入資金を運用し、AP6 は同賦課方式の中で従来と同じく非上場株式への投資を行うこととなった(図表 4)。また、積立方式部分用に、新たに AP7 が設立された。その際、AP1~4 の人員は AP1 及び AP4 に受け継がれ、AP2 及び AP3 については新規に組織を立ち上げる形となった。立地については、AP1、3、4 がストックホルム市に設立されている一方で、AP2 についてはスウェーデン第二の都市であるヨーテボリ市に設立された。AP2 がヨーテボリ市に設置された背景には、運用産業の振興を目的とする、政治的な誘致もあったとされる⁷。

⁵ 主な論点としては、給付の自動調整に関する指数の定義、制度移行に伴う積立金の部分的な一般財源への組み入れ、拠出の実質的な引き上げに対する労働者への保証などがあった。

⁶ 以下の記述は、Gustavsson, Peter, (2006) "Red Funds and Orange Envelopes Public Funds in the Swedish Pensions Debate 1957-2000", Essay on Masters Level (D-essay), 2006-01-3 及び各基金アニュアル・レポートによる。

⁷ AP2 へのヒアリングより。

図表4 2001年における基金の統廃合の概要



(出所) AP基金法その他資料より野村資本市場研究所作成

そして、一連の改革による積立金の位置づけの変化への対応として、2000年にはスウェーデン国民年金基金法（The Swedish National Pension Funds Act、SFS2000:192、以下AP基金法）が制定され、AP基金の運用のあり方が規定された。拠出された保険料を運用する基金として、AP1～4、7の5基金における運営は同列に定められ⁸、AP1～4の4基金は全く同じ制約の下で運用を行うことになった。これにより、アセット・クラスごとに分かれていた旧制度と異なり、同じ条件化で運用する主体が4つという、今の姿が形成された。複数の基金の形が残された理由としては、基金間での競争を促すこと、リターンの結果を分散させること、そして、政府による巨大なファンドが企業を支配することによる弊害を、ファンド規模を小さくすることで軽減する狙いもあった、という指摘がある⁹。

III AP基金における運用ガバナンス

1. 運用に関わる規制

1) 運用の目的

AP基金法¹⁰では、資産運用の目的について「所得比例年金において、可能な限り高いリターンを得ること。ただし、投資における全体的なリスクの水準は低くあるべ

⁸ AP7については、部分的にAP1～4とは異なる文言に従う。なお、AP6については、別の法律が定められている。

⁹ AP2へのヒアリングによる。同様の指摘は、前掲注6のGustavsson（2006）においても述べられている。

¹⁰ 以下、同法の内容についてはAP3基金の作成した同法の英語訳をベースにしている。

きである。また、リスクの水準は、長期的に高いリターンが見込まれる形で決定されるべきである。」と述べられている。

同文言の解釈に際しては、法案段階¹¹で述べられていた、AP 基金の運用の目的が参照されている。同法案における記述は以下の通りである。

「AP 基金は、所得比例年金制度を維持するための利益を最大化する形で、資産運用を行う。そのアセット・アロケーションは、年金システムの負債に関する分析を基に決定される必要がある。運営の目標は、投資リスクに比較して、長期的な投資リターンを最大化することにある。また、基金は適切なリスク分散も行わなければならない。全体的なリスクは低水準にある必要がある。また、産業政策や他の経済的関心については勘案されないものとする。基金は、高い運用収益という最終目標を撤回しない範囲において、倫理及び環境面への判断も行う必要がある。」

ここでの、低水準のリスクについては様々な解釈の余地があるが、API における負債モデルの説明を例にとると、基金は自らのリスク許容度を設定する際に、「運用状況の悪化により年金資産が負債を下回り、給付を削減する自動調整が行われるケース」を想定し、同ケースが発生する可能性を制御することで対応している。

一方で、各基金が大きくリターンを生んだ場合の給付への還元経路については、議会の老齢年金制度剰余金分配委員会が、年金資産が負債を少なくとも 10% 上回ることを、給付増の要件とする提案を行っている。もっとも、API アニュアル・レポートにおいて、向こう 10~15 年の間においてこのような状況が発生する可能性は低い、としている。

2) 投資の制約

AP 基金法は投資に対し、様々な制約を課している（図表 5）。例えば、各 AP 基金は、運用資産の 30% 以上は、信用リスク・流動性リスクの低い債券に投資する必要がある。数ある制約の中でも、重要な位置づけにあると思われるのが、企業に対する支配権の制約であり、各基金は個別企業の議決権を 10% 以上保有することはできない。その他、未上場の資産（プライベート・エクイティ及びインフラストラクチャーなどを想定、不動産は含まれない）については、ファンドもしくはベンチャー・キャピタルへの投資のみが許されており、その投資アロケーションの上限は 5% とされている。また、外国為替へのエクスポージャーも 40% 以下とされている。

2. ガバナンスに関する規定

1) ガバナンスの構造

各基金のガバナンス構造は、AP 基金法において定められている（以下、図表 6 を参照）。

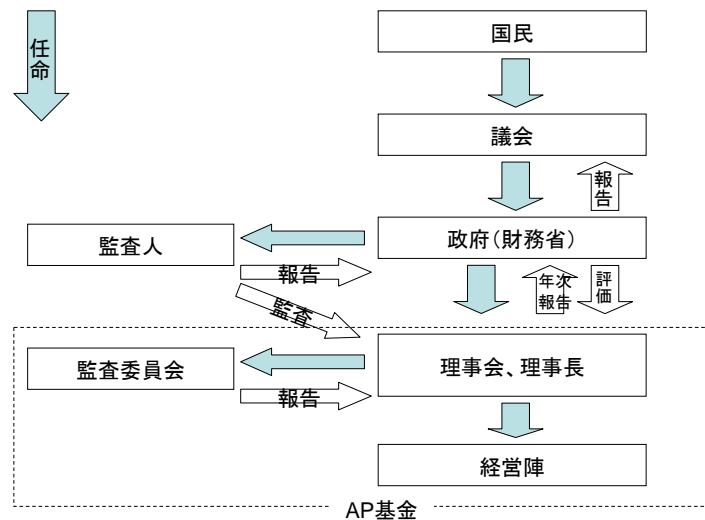
¹¹ Sweden (2000) Government Bill 1999/2000:46 “The AP Fund in the Reformed Pension System,” January 13

図表 5 AP 基金法が基金に課す主な投資制約

投資対象	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
アセット・アロケーション	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
流動性の低い資産	未上場の資産への投資は、運用資産の5%以内に留める。未上場株式への投資は、ファンドもしくはベンチャー・キャピタルを通じた投資に制限
株式保有	上場企業への投資について、各基金は議決権の10%以上を保有してはならない。なお、未上場株式については、同制限は30%（不動産投資会社であるAP Fastigheter等については例外）
株式市場全体におけるプレゼンス	各基金は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（AP基金が議決権を行使しないファンドについては対象外）
外部委託運用	少なくとも10%の運用資産は、投資信託の購入もしくは運用一任の形で外部委託運用を行う
商品への投資	基金は、商品投資を行ってはならない
為替リスク	市場価値で評価される運用資産のうち、最高40%までにおいて為替リスクを取ることができる
エクスポージャーの制限	一発行体、もしくは相互依存関係にあるグループの発行体が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

（出所） AP 基金法及び AP1 アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

図表 6 AP 基金におけるガバナンスの構造



（出所） AP 基金法及び AP1 アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

AP 基金は、理事会により統治され、理事会は基金の日々の運営を担う責任者（基金によってトップ呼称はマネージング・ディレクター、CEO、プレジデントと異なる）を任命する。日々の運営は、毎年定めるガイドラインに従う必要があり、その中身としては、戦略的アセット・アロケーションを含む投資活動のほか、議決権行使及びリスク管理計画¹²が必ず含まれることとなっている。

¹² リスク管理計画においては、投資活動に関する主要なリスクの他、その管理についての取り組み方法についても記載される。また、同計画に加えて、内部向けの説明書を必ず発行し、これらは定期的に検証される。

理事は、財務省により 9 名が任命される。理事長及び副理事長についても、政府が任命を行う。理事となることのできる要件としては、スウェーデン国民であることのほか、基金の資産運用に資する専門性を有すること、などが挙げられる。理事の任期は、最長で同理事が任命されてから 3 回目の年次財務報告が受理されるまで、となっているが、実質的には一年ごとに任命が行われている¹³。

財務省が任命する理事のうち、2 名は従業員の利益を代表する推薦者（典型的には労働組合からの推薦）、2 名は雇用者の利益を代表する推薦者により構成される。計 4 名の推薦が行われなかった場合には、政府が任命を行う前に基金が自ら推薦を行う機会が与えられる。理事の報酬については別途政府により定められており、2006 年時点では理事長が年あたり 10 万クローナ、各理事が 5 万クローナとなっている。

財務省は理事を任期前に除名する権限を有する。その他、理事会における決定や、理事を推薦した従業員もしくは雇用者の代表団体が希望した場合においても、除名を行うことが可能である。なお、除名が行われた際には、残りの任期について新たな理事が同様に任命される構造となっている。

理事長は必要に応じて理事会を招集する。2006 年を例とすると、各基金では 6~9 回の理事会が行われた。理事会での定足数は半数以上とされ、決定を行う際にその内容において基金と利益が相反する理事¹⁴の数は含まれない。また、理事会におけるいかなる決定についても、各理事への十分な情報の提供と議論への参加機会なしにはなされない。これらの決定は、実務的には経営陣が戦略的アセット・アロケーション及びコーポレート・ガバナンス、倫理的投資等における方針の策定を行い、それらの承認を理事会に対して受ける、という形により行われている。

2) 情報開示と政府への報告について

基金は、運営及び監査に関する費用については、自らが負担することとなっており、年度予算の決定については政府の承認を得る必要はない。一方で、その説明責任を果たすため、各基金は、一般会計原則（GAAP）に基づく貸借対照表、損益計算書と、経営者による報告により構成されるアニュアル・レポートを作成する義務がある。経営者による報告では、基金の運営及び財務状況、運用の結果についての正確な概要が述べられる必要がある。なお、各基金は、自主的な取り組みとして COSO のフレームワークを用いた内部統制の整備状況と、スウェーデンにおけるコーポレート・ガバナンス規範への遵守状況も発表している。

アニュアル・レポートは、全理事による署名が求められ、異議のある理事が出た場合にはその旨を付す必要がある。同報告書は、会計年度が終わる 12 月末の翌年の 2 月 15 日までに、財務省により任命された二人の監査人に対して提出される必要があ

¹³ Weaver, Kent.R (2003) "Whose Money Is It Anyway?: Governance and Social Investment in Collective Investment Funds" Center for Retirement Research Working Papers, Boston College

¹⁴ 利益相反の事由としては、①基金と理事が直接交わす契約、②理事と基金の利益が相反する第三者の契約、③理事が代表権を持つ法人と基金が行う契約、が挙げられている。

る。2006 年は KPMG 及びプライスウォーターハウスクーパーズの監査人が、全 AP 基金の監査を担当した。そのうち、KPMG の監査人は、AP 基金の間での監査基準を統一するコーディネーターとして位置づけられている。なお、監査人に支払われる手数料については、基金による負担のもと、水準は政府が決定する。監査人は、アニュアル・レポートを受け取った後、14 日以内に監査人報告を付すこととなる。そして財務省は 6 月 1 日までに、貸借対照表及び損益計算書の承認を行う。

これらのアニュアル・レポートをベースに財務省は毎年、各基金の年次報告に対して、資産運用に関する評価を行う。評価には、外部のコンサルタントが用いられ、費用については各基金が負担している。基金に対する運用評価は、純粋な運用のリターンのみでなく、アクティブ運用の効率性（超過リスクに対する超過リターンの度合い）やコストの水準にも詳しく言及が行われている。財務省は、6 月 1 日までに議会に対して同評価を提出する。

3. 理事・経営陣と組織の現状

1) 理事及び経営陣の顔ぶれ

現時点での AP1~4 における理事・経営陣の構成は、図表 7 の通りである。理事の顔ぶれを見ると、労働組合、産業団体からの代表のほか、国際協力関連の政府機構、民間事業会社出身者や金融の専門家などが含まれている。理事長として任命されている人物の経歴も、文化交流団体、金融、教育など多様となっている。

同様に、経営陣の顔ぶれについて見ると、運用業界出身者がトップとなっている基金は AP1 のみとなっている。他のトップの前職は、官庁出身者（AP2）、証券取引所 CEO（AP3）及び投資銀行（AP4）であった。他の経営陣を見ると、アセット・アラケーションの責任者においては、中央銀行及び商業銀行の出身者が中心となっている。このように、理事会のみならず、経営陣の多くも、運用業界以外の出身者により構成されている点は注目される。

2) 報酬について

人件費等のコストに関しては、AP 基金法その他ガイドラインでは制限はない。しかしながら、総コスト（運用関連費用控除後）は、年間 1.25~1.53 億クローナ（約 21.8~26.7 億円）の間で分布している（図表 8）。職員に掛かる人件費は、総コストの概ね 60%程度を占めている。人件費のうち、報酬部分について見ると、経営陣及び従業員の報酬の水準は、トップが 179~321 万クローナ（3,123~5,589 万円）、経営陣の平均給与は 123~189 万クローナ（同 2,143~3,298 万円）、従業員の平均給与は 57~77 万クローナ（1,004~1,348 万円）となっている。これは、スウェーデンの

図表7 AP1～4における理事及び経営陣の顔ぶれ（2006年末時点）

AP1

理事名	役職、就任日	主な経歴
Anna Hedborg	理事長、2000年	国家文化評議会会長
Hakan Tidlund	副理事長、2003年	プレミアム年金機構(PPM)理事
Johan Bygge	理事、2000年	Isaberg Rapid(オフィス用品製造業)取締役、上場企業協会理事
Anna Ekstrom	理事、2002年	SACO(学術・専門家組織の中央連盟)及びAEA(学卒者の失業保険基金)会長、ウプサラ大学副理事長
Tor Marthin	理事、2006年	Swedish Institute for Financial Research(研究機関)理事、Swedish Securities Council(証券業協会)メンバー
Lars Isaksson	理事、2000年	Federation of Swedish County Council(県レベルでの協議会)会長、ヨンショーピン県協議会理事等
Christina Lindenius	理事、2005年	プレミアム年金機構(PPM)ゼネラル・ディレクター、SNSストックホルム委員
Erland Olauson	理事、2006年	スウェーデン労働総同盟(LO)初代バイス・プレジデント

経営陣	役職、就任日	前職等
William af Sandeberg	マネージング・ディレクター、2002年	SEBインベストメント・マネジメント(運用会社)・ゼネラル・マネージャー
Cecilia Thomasson-Blomquist	外国為替/資金管理部門ヘッド、2000年	NCC(建設業)財務部門
Nadine Viel Lamre	広報部門ヘッド	AP1ファンド評価部門ヘッド
Anders Palmer	ヘッド・ストラテジスト、2000年	財務省及びSEB(商業銀行)
Rikard Kjorling	外部運用部門ヘッド、2004年	SEBアセット・マネジメント、SEBインベストメント・マネジメント、Trygg-Hansa(保険会社)
Anders Rahmn	業務管理マネージャー、2000年	租税当局及び社会保険省

AP2

理事名	役職、就任日	主な経歴
Gunnar Larsson	理事長、2000年	Gotenborgs Operan理事長、公認会計士及びヨーテボリ市市委員
Martha Josefsson	理事、2003年	投資コンサルタント、元DnB Asset Management(運用会社)インベストメント・ディレクター
Eva Persson	理事、2004年	ボルボ経営管理委員(法律、税、証券担当)、スウェーデン商工証券取引委員会理事
Roland Svensson	理事、2000年	Coop Norden(生活協同組合)、KF Ekonomisk forening(生協連盟)元CEO兼プレジデント
Jillemor Smedenwall	理事、2006年	Finansforbundet(金融産業従事者の労働組合)理事
Anders Jansson	理事、2005年	Stena Metall(金属リサイクル業)プレジデント兼CEO、ボルボ・カー・ファイナンス元プレジデント
Bo Dockered	副理事長、2000年	Sveaskog(最大の森林保有機構)取締役
Ylva Thorn	理事、2000年	地方公務員組合プレジデント、スウェーデン労働総同盟(LO)理事
Clas Nykvist	理事、2000年	建設業労働組合会計監査

経営陣	役職、就任日	前職等
Eva Halvarsson	CEO	産業省、旧通信省、税務署等
Martin Jonasson	ジェネラル・カウンセラー	ボルボ、Mannheimer Swartling(法律事務所)
Tomas Franzen	チーフ・インベストメント・ストラテジスト	スウェッドバンク(商業銀行)、ハンデルスバンケン(商業銀行)、スウェーデン経営者連盟
Carl Rosen	コーポレート・ガバナンス/広報部門ヘッド	ノルディック・インベスター・サービス(コーポレート・ガバナンス調査会社)、Enskilda(投資銀行)、Alfred Berg(証券会社)
Poul Winslow	CIO	Danske Securities(投資銀行)、Nordea Investment Management(運用会社)
Lena Smeby-Udesen	CFO	スウェッドバンク(商業銀行)、エリクソン、ボルボ

(出所) AP 基金法及び AP1 アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

(続) 図表7 AP1~4における理事及び経営陣の顔ぶれ (2006年末時点)

AP3

理事名	役職、就任日	主な経歴
Claes de Neergaard	理事長、2003年	スウェーデン産業発展基金(ベンチャー投資基金)CEO、元欧州投資銀行副CEO、元欧州復興開発銀行等
Lars Otterbeck	副理事長、2005年	オールド・ミューチュアル(南ア金融グループ)取締役、スカンディア(保険会社)取締役、スウェーデン商工証券取引委員会理事
Dan Andersson	理事、2000年	労働組合全国組織チーフ・エコノミスト、AMF-Pension取締役、元スウェーデン産業省次官
Ingela Gardner Sundstrom	理事、2004年	Osteraker(ストックホルム県の自治区)執行理事会会長、元国会議員、スウェーデン地方自治体連合理事
Karin Kronstam	理事、2000年	Apoteket(公的薬局)取締役等、多数の上場企業及び国有会社のCEO及び副CEO等
Kari Lotsberg	理事、2005年	スウェーデン中銀経済部ヘッド、ノルウェー財務省OECD代表
Harriet Piscator	理事、2000年	ABB(電力業)財務部ヘッド
Christer Romilson	理事、2000年	公務員組合協議会理事長、教職員組合理事長
Dag Sehlin	理事、2001年	BTS Group(コンサルティング業)会長、元Posten(郵便局)副CEO

経営陣	役職、就任日	前職等
Kerstein Hessius	CEO、2004年	ストックホルム証券取引所CEO、スウェーデン中銀副総裁
Kerim Kaskal	資産運用部門ヘッド、2004年	Brummer & Partners(運用会社)、Stora(材木業)財務部門
Sven Askenberger	COO、2000年	スウェーデン産業発展基金、コンサルタント
Bengt Hellstrom	オルタナティブ投資部門ヘッド、2000年	EQT Partners(PEファンド)等
Hans Lindberg	アセット・アロケーション／広報部門チーフ・ストラテジスト、2005年	財務省経済研究所、スウェーデン中銀
Erik Valtonen	CIO、2000年	ハンデルスバンケン(商業銀行)市場部門

AP4

理事名	役職、就任日	主な経歴
Birgit Friggebo	理事長、2004年	ストックホルム国立オペラ・カレッジ理事長、Swedish Educational Broadcasting(教育放送)理事長
Karl-Olof Hammarkvist	副理事長、2000年	Stockholm Institute for Financial Research(研究機関)委員
Inga Persson	理事、2000年	Sida(貧困問題の国際協力機関)内SAREC(調査部門)理事
Ilmar Reepalu	理事、2000年	Svenska Kommunförbundet(地方自治体協会)理事長、Forenade Kommunforetag(企業の連盟)理事長
Goran Johnsson	理事、1997年	Swedish Export Credits Guarantee Board(輸出手形保険機関)副理事長、Swedbank(商業銀行)
Sture Nordh	理事、1999年	カールスタッド大学理事長、労働市場管理機構(Swedish National Labour Market Administration)委員
Kajsa Lindstahl	理事、2004年	造幣局財団(Stiftelsen Tumba Bruk)理事、Swedish Institute for Financial Research(研究機関)委員等
Marianne Nivert	理事、2000年	Posten(スウェーデン郵便局)会長、Radda Barnen(児童支援の国際協力機関)会長等
Ulrik Wehtje	理事、2004年	製本業界労働組合副理事長、中小企業連盟副理事長

経営陣	役職、就任日	前職等
Mat Andersson	プレジデント、2006年	ドイツ銀行、スカンディア、AP3
Bjorn Franzon	マネージング・ディレクター補佐、1993年	Affarsvarlden(企業分析の専門誌)、Alfred Berg(投資銀行)
Leif Hassel	債券／外国為替部門ヘッド、2000年	スウェーデン中銀、Alfred Bergs(投資銀行)、Trygg-Hansa(保険会社)
Goran Schubert	パフォーマンス／リスクコントロール部門ヘッド、2004年	ノルディア(商業銀行)、Alecta(職域年金向けサービス・運用)
Agneta Wilhelmson Karemar	業務管理ディレクター、2001年	ハンデルスバンケン(商業銀行)、スウェドバンク(商業銀行)、ノードネット(オンライン証券会社)
Anders Arjes	外国株式部門ヘッド、1998年	Myrberg Fondkommission(証券会社)

(出所) 各基金アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

図表 8 AP1～4における組織の概要

(単位:千クローナ(クローナ=17.41円))

	AP1	AP2	AP3	AP4
所在地	ストックホルム	ヨーテボリ	ストックホルム	ストックホルム
総コスト (運用関連費用控除後)	153,365	129,573	125,093	133,660
人件費	96,472	74,573	80,093	86,660
その他業務関連コスト	56,893	55,000	45,000	47,000
トップの報酬	2,741	2,598	3,210	1,794
その他経営陣の 一人当たり報酬	1,231	1,781	1,780	1,895
従業員数	64	54	50	46
その他従業員の 一人当たり給与	713	577	774	738
インセンティブ報酬制度	導入なし	06年はゼロ	固定給の7%	固定給の5%

(注) 報酬には年金及び社会保障関連コストは含まれない(人件費には含まれる)。

(出所) 各基金アニュアル・レポート

運用産業の中でも競争的な水準にあるとされる¹⁵。なお、各基金では、運用パフォーマンスに基づくインセンティブ型報酬の活用は限定的であり、現時点では、AP3で固定給の約7%が付与されている例が、最も度合いの大きいものといえる¹⁶。

3) 組織構造について

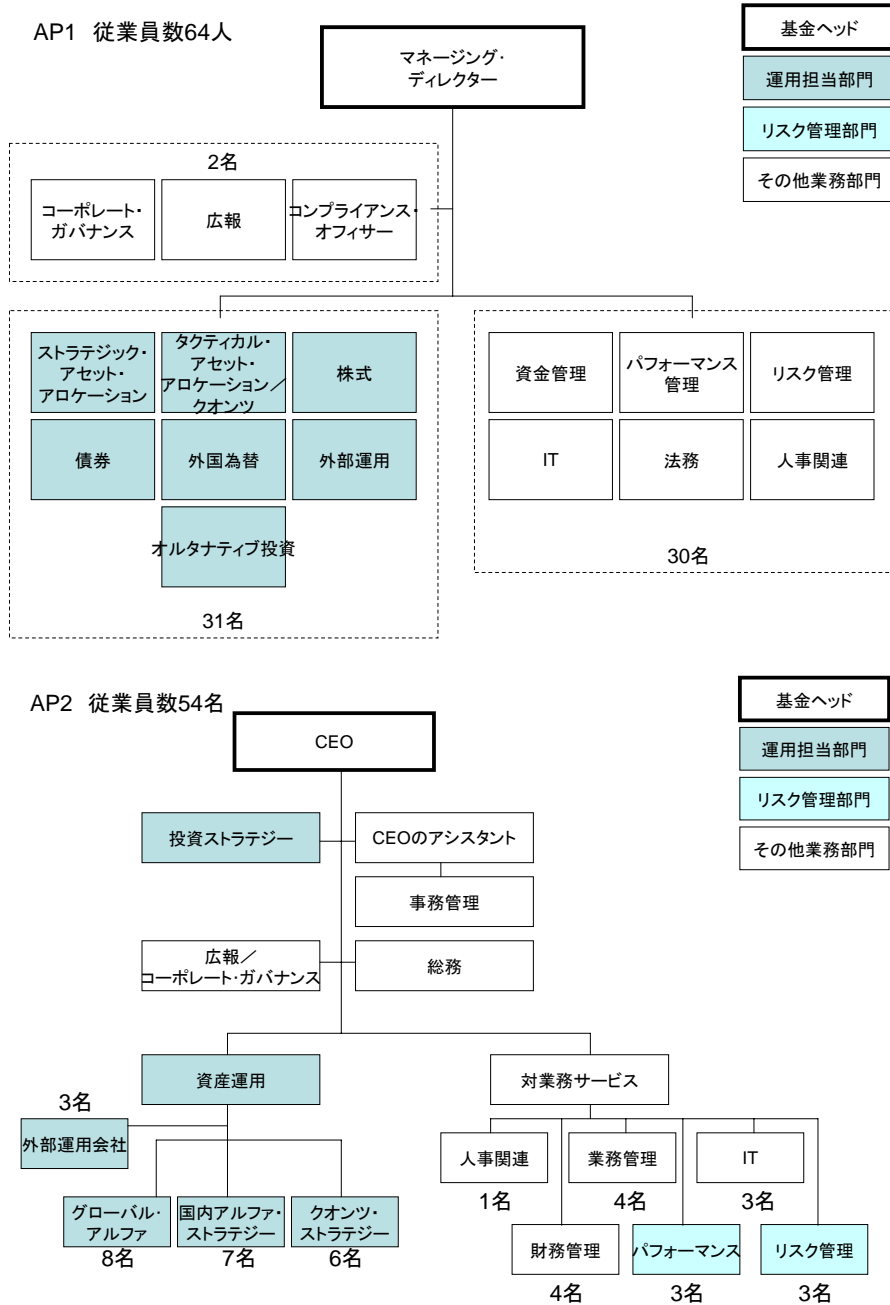
組織の運営体制について見ると、その職員数の分布は50～64人と同水準にある¹⁷一方で、組織の形態については基金の間での差が見られる(図表9)。CEOの近くに設定されている部門として共通しているのは、広報部門や、コーポレート・ガバナンスに関するガイドラインの策定を行う部門である。一方で、ガバナンスと同じく、理事会でのガイドライン決定事項である、戦略的アセット・アロケーションについては、CEOの近くに設置されるケース(AP2、3)もあれば、運用の一部門として設置されているケース(AP1、4)も見られる。

¹⁵ AP1を例にとると、2002年までは最大で給与の2～8か月分のボーナスが運用成果により支給される制度となっていた。当時のボーナス制度では、満額となるための要件は、①AP2、3、4における運用資産の平均を一億クローネ以上上回る場合(ボーナスの40%)、②AP1の戦略的ベンチマークを0.5%以上上回る場合(同40%)、③インフォメーション・レシオが0.3を上回る場合(同20%)、となっている。

¹⁶ インセンティブ報酬の度合いが低い背景としては、2002～03年に運用環境が悪化した際に、財務省が付与可能なインセンティブ給の規模を制限するガイドラインを設け、各理事会がそれを受け入れたことがある(AP2におけるヒアリングより)。なお、どの基金においてもトップはインセンティブ報酬を受け取っていない。

¹⁷ 2001年当初は組織を立ち上げる必要のあったAP2とAP3については、従業員数がAP1及び4の半分程度という差異があった。制度開始後、7年目にある現在は大きな差は出ていない。

図表9 各 AP 基金における組織図

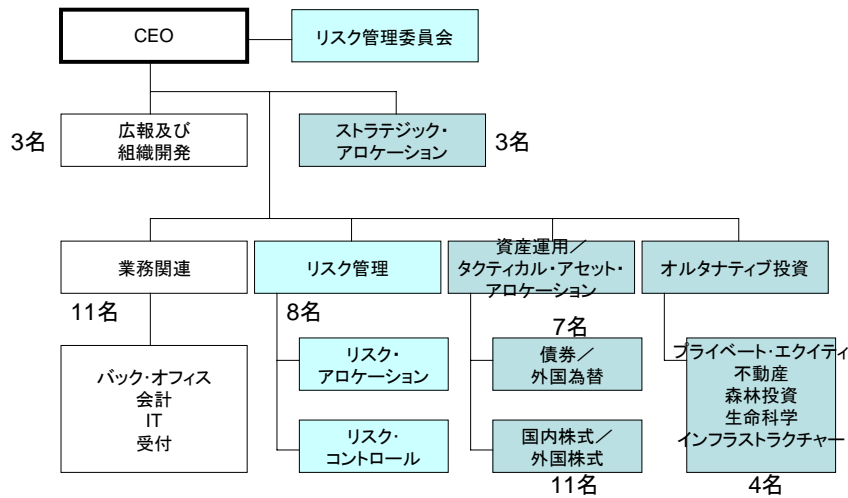


(注) 図表内の数字は、同部門の人数を付している。従業員数に理事の数は含まれない。

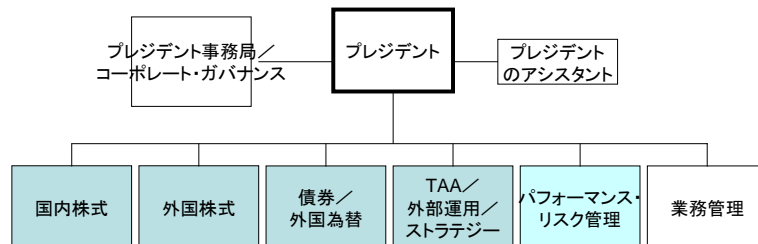
更に細かく部門を見ると、資産運用については、アセット・アロケーションの分けが異なっている。AP1 及び 4 では、株式、債券、オルタナティブ投資などとアセット・クラス別にセクションを設けているのに対し、AP2 では、運用を行う地域別にグローバルと国内に分ける、といった差異が見られている。また、クオンツを別個の部門として分離している場合 (AP1、2) もあれば、同一の部門にしている場合 (AP3、4) もある。

(続) 図表 9 各 AP 基金における組織図

AP3 従業員数50名



AP4 従業員数46名



(注) 図表内の数字は、同部門の人数を付している。従業員数に理事の数は含まれない。
 (出所) 各基金ウェブサイト及びアニュアル・レポート

4. 政治的圧力からの独立性

前述のように、理事は政府により任命されるものの、専門性を求められる独立理事でもあり、運用に関する独立性は保たれている。しかし、制度改革を視野に入れば、政治的な介入の可能性は排除できない。すなわち、AP 基金法の改正等により、積立金を加入者・受益者の利益最大化以外目的で運用するという、政治的要求が出る可能性は残る。

実際に、2001年の設立以降、スウェーデンにおいて行われた外国資本による国内企業の買収に際しては、政府により AP 基金への介入が行われたケースが見られた。

その代表的ケース¹⁸は、2006年9月に、ボルボに対してプライベート・エクイティ・ファンドであるセヴィアン・キャピタルが行った株式取得である。AP1は、同ファンドをオルタナティブ投資の一部として保有していた。同ファンドは、ボルボに対して取締役を

¹⁸ 本稿で取り上げたボルボのケースの他、2005～06年の南ア金融グループのオールド・ミューチュアルによるスカンディアの買収においても、同様に政治家からの協力要請は行われた。

送り込み、増配要求を行うと目されていたが、この件について、当時の金融市場担当大臣であるエスターバーグ氏は、「(AP 基金が許される投資について) 規則を見直す用意がある」と発言し、暗に API による同ファンドの保有を批判している。同様に、産業相であるオストロス氏も、「AP 基金が現在の法制度が長期的投資を妨げると判断するのであれば、規則の変更を検討するべきである」と発言した。

また、当時のパーション首相も、同ファンドがスウェーデンの国宝級の企業であるボルボをバラバラにしてしまう、との危惧を表明していた。その上で、合計でボルボ株式の 8% を保有していた AP 基金について、産業相に対し、各 AP 基金が合同でボルボの支配権を握るまでに保有できないか、と諮問していたとされる¹⁹。これらの経緯は、同月に社会民主党が政権を穏健党に譲った総選挙前の出来事ではあったとはいえ、政治的介入が、一国の首相によっても行われうることを示している。

もっとも、最終的に AP 基金は、政治家の要請に応じることはなかった。その理由としては、現行の運用制度が 1994 年の年金改革に関する 5 党合意の延長で構築された中で、安易な法改正の可能性を封じていることが挙げられる。10 年以上前の政党間での合意が、AP 基金をリターン最大化以外の目的に用いる政治的要求が出た際に、独立性を担保している、と見ることができる。

IV 基金の運用の現状と評価

1. 運用の現状について

1) アセット・アロケーション

4 つの AP 基金では、アセット・アロケーションを決定する際に勘案する年金負債と、リスク・バジレットの計算を、個別に行っている。そのため、同一の年金制度に対し、API~4 においては 4 つの異なるモデルが構築されている。

API を例にとると、前述のようにモデル構築における主な前提として、年金資産が負債を下回り、給付を削減する自動調整が行われるケースを想定し、そのような事態が極力起こらない状態を、低リスクと解釈している。このような前提の上で、運用のシミュレーションが行われ、基金としての戦略的アセット・アロケーションと、同アロケーションに基づく戦略的ベンチマークが策定されている(図表 10)²⁰。4 基金を比較すると、どの基金も 2001 年以来、株式に 50~60% を配分するポートフォリオとなっている(図表 11)。なお、株式の内訳としては、スウェーデン国内の株式市場の規模が小さいことを理由として外国株式の割合が高い。4 基金の単純平均を取ると、

¹⁹ “Persson wants AP funds to buy AB Volvo”, Esmerk Swedish News, 2006/9/8

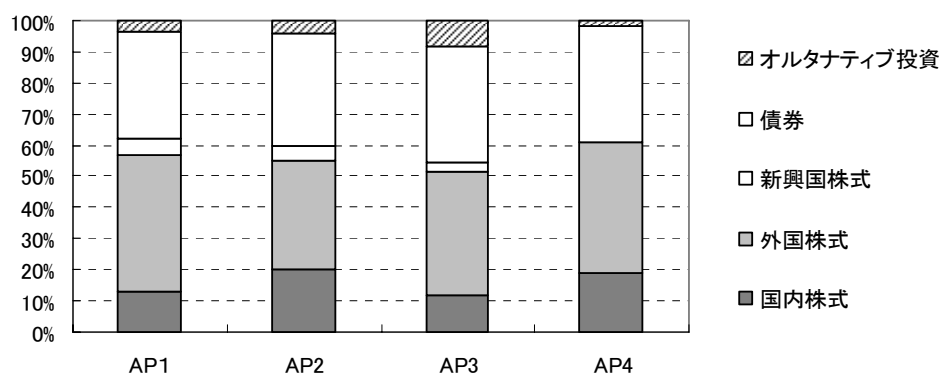
²⁰ なお各基金のアンニュアル・レポートでは、ベンチマークを名目ベースで述べている基金(API、2)もあれば、実質ベースで述べている基金(AP3、4)もある。

図表 10 戦略的ベンチマーク及び為替エクスポージャー（06年中）

	AP1	AP2	AP3	AP4
目標ベンチマーク	~2030年 名目 5.1~6.7%	06年 名目 5.7%	実質 4%	長期目標 実質 4.5%
為替 エクスポージャー	16.0%	11.7%	8.0%	20.0%

（出所）各基金アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

図表 11 各基金における戦略的アセット・アロケーション（2006年中）



（出所）各基金アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

国内株式が全体の 15.8%であるのに対し、外国株式が 39.1%となっている。その他、オルタナティブ投資に対しては、AP3 が最大で 8.5%のアロケーションを行っており、その中身は主に不動産となっている。

上記の戦略的ベンチマークに基づき、追加的にアクティブ運用のリスクを取ることで、各基金は運用を競い合う形となっている。AP3 を例とすると、同基金におけるアクティブ運用の部分に関する従業員数は、ベンチマーク運用に関する従業員数を上回っている。

2) インハウス運用、アクティブ運用の状況

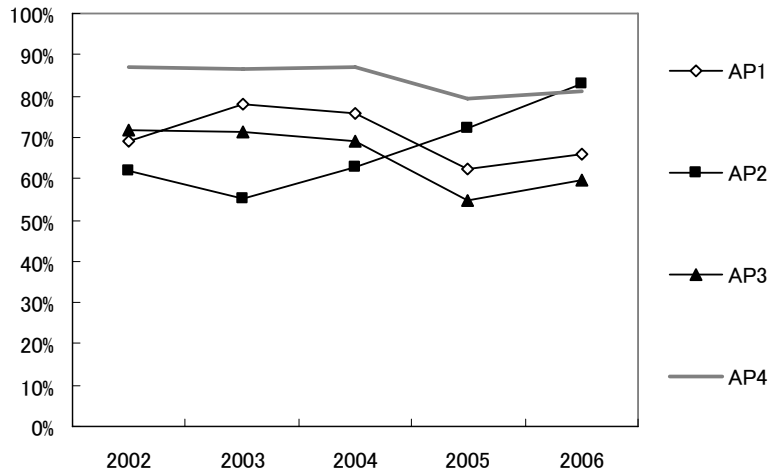
運用の形態については、個々の特徴が見られ始めている。

まず、インハウス運用について見ると、その割合が高いことが指摘される（図表 12）。AP 基金法では、少なくとも運用資産の 10%以上を外部に委託する旨が定められている。現状での各基金を見ると、運用の 59~83%がインハウスで行われており、上限の 90%に近づいている基金もある。基金ごとの背景を考えると、AP1、4 においては、元々スウェーデン国内での株式投資を行っていた組織を引き継いだことから、早い段階からのインハウス運用が可能であった。新設された AP2 と AP3 では対応が異なり、AP2 では当初は外部委託の運用の割合が高かったが、2003 年以降内生化が進み、現在は他の基金と比べて最も高い割合をインハウスで運用している。一方、AP3 については、インハウス比率が元々高かったものの、徐々に 10%程度減少させてきている。同様に、AP1 も同比率を減少させている。

次に、アクティブ運用の比率を見ると、いずれの基金においても、アクティブ運用の割合（エンハンスド・パッシブ運用を含む）が70%を上回っており、AP4では2004年以降、100%を維持している（図表13）。最も低いAP3においても、75%がアクティブで運用されている。

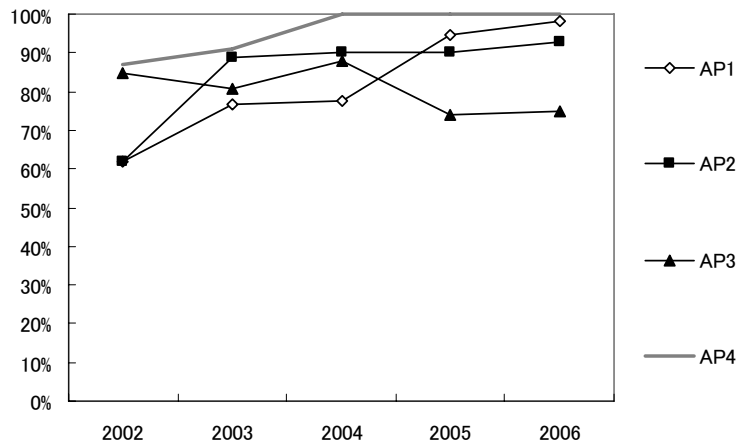
これらの運用手法のほか、非市場性資産の運用においては、不動産投資会社であるAP Fastigheterを通じて、AP基金が共同で投資を行っている点が特徴的である。同社は、AP1～4より25%ずつの出資を受け、スウェーデンの都市部を中心として、総額350億クローナ（約6,090億円）の不動産投資を行っており、スウェーデン最大の不動産投資会社となっている。

図表12 インハウス運用比率



(注) 運用資産における内訳。アクティブ運用には、エンハンスド・パッシブ運用も含まれる。
 (出所) 各基金アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

図表13 アクティブ運用比率



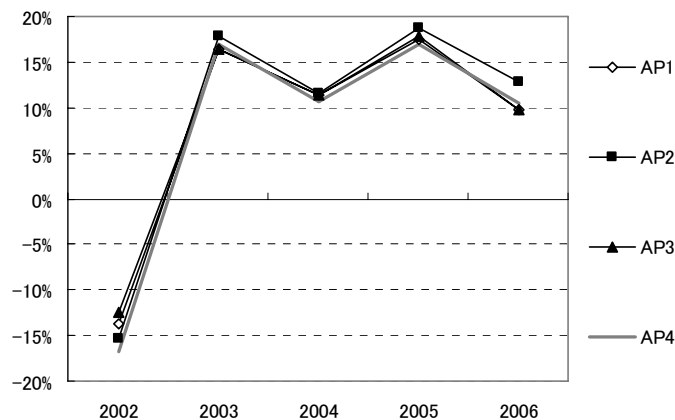
(注) 運用資産における内訳。アクティブ運用には、エンハンスド・パッシブ運用も含まれる。
 (出所) 各基金アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

2. 過去のパフォーマンスと基金間での比較

図表 14 は、各基金のパフォーマンスを見たものである。その推移を見ると、現体制開始後の 2002 年に、二桁台のマイナス・リターンを計上している。これは、どの AP 基金も株式に対して半分以上のエクスポージャーを持っていた中、世界的な株式市場の低迷の影響を正面から受けた形となったためであった。基金を分割して個性を出す運用形態を取りながらも、同様の損失を出したことについては、当時、財務省幹部からの批判的なコメントも寄せられた²¹。このように、AP 基金における運用は逆風からのスタートであった。

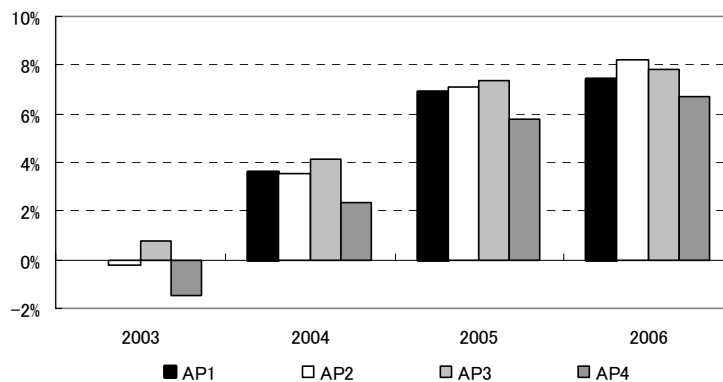
その後、直近までの運用動向を見てみると、運用環境の好転に伴い、リターンが 10% 以上で推移していることに加え、基金ごとのパフォーマンスの差が出始めている点が注目される。図表 15 は各年末におけるコスト控除後の累積リターン（AP 基金設立以来）につ

図表 14 各基金におけるコスト控除前リターン（各年中）



(出所) 各基金アニュアル・レポートより野村資本市場研究所作成

図表 15 各基金における累積リターン（各年末時点、2001 年 1 月以来、コスト控除後）



(出所) スウェーデン財務省プレス・リリース (<http://www.regeringen.se/sb/d/8990/a/83187>)

²¹ “Swedish managers' bonuses attacked.”, Financial Times, 2003/5/26

いて、財務省が基金の比較を行った結果である。2005年までは最も高い累積リターンを上げた基金（コスト控除後）はAP3であったが、2006年はAP2が首位に立った。リターンが最も低かったAP4との運用利回りでは、累積で年率1.5%の差が出始めている。

このように、財務省が個別のリターンを公表することで、基金間における競争は促されているものの、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。現状では、より良いパフォーマンスを目指すインセンティブは、もっぱら基金の評判にあるといえる。評判がインセンティブであることには、良質の人材を獲得するために結果を競う、といった利点がある反面、個々の基金が他と比べて極端に悪い運用結果を出すことを恐れて、お互いが運用戦略を模倣し、運用を競う意義が薄れる可能性もある²²。その上、別個に運用インフラを揃えることにより、コストが重複することも指摘されている²³。スウェーデン国内では、運用環境が好転してからも、この点についての批判は継続している。

3. 倫理・環境に配慮した投資について

AP基金は、AP基金法の法案において倫理・環境に配慮した投資を行うことが求められている。もっとも、AP基金法案における「高い運用収益という最終目標を撤回しない範囲において」とする文言により、同投資でリターンとのトレード・オフに直面する場合には、リターンが優先することとなっている。

このような投資においては、最近までは基金における取り組みには差が見られていた。具体的には、AP2が倫理・環境面に配慮した議決権の行使を行う一方で、AP3は企業経営陣の高すぎる報酬に批判を集中させる、といった差異が見られていた。また、このような活動に伴うコスト負担が、財務省による評価において課題と目されたこともあった²⁴。

コストの課題を解決する意図もあり、2006年にはAP1~4により、倫理協議会（Ethical Council）が設立された。同協議会では今後、国連グローバル・コンパクト及び国際労働機関による条約等のフレームワーク²⁵の下で、保有する外国株式に関するスクリーニング及び意見表明、企業との対話といった点での協調が行われる見込みである。なお、個別での投資判断には、同協議会は踏み込まないこととなっている。

同協議会の設立に際して主導的な役割を担ったのは、倫理・環境面での投資において一足抜き出た位置にあったとされるAP2であった。同基金は、国連環境計画・金融イニシアチブが2007年6月に発表した責任投資原則に関する優良年金基金のレポート²⁶におい

²² 前掲注13Weaver (2003) pp25-26では、あるAP基金のヘッドのコメントとして、基金間の競争は運用能力向上に向けた理由にもなるが、差別化が図られず、お互いの行動を真似する可能性もあること、現にそれほど大きな運用の差異は出ていないこと、が述べられている。

²³ “Sweden: AP-funds defend against criticism”, Esmerk Swedish News, 2007/5/31によれば、ストックホルム大学国際経済学者であるハリー・フラム教授は、AP基金を一つのファンドに統合し、国内株式への投資を禁ずるべき、と主張している。

²⁴ AP3へのヒアリングより。

²⁵ 用いるフレームワークとしては、その他の国連条約・慣例、国際労働機関における慣例、OECDによる多国籍企業に対する行動指針が挙げられている。

²⁶ “Responsible Investment in Focus: How leading public pension funds are meeting the challenge”, 2007 Report, UNEP FI and Asset Management Working Group

ても、スウェーデンで唯一取り上げられた基金でもある。

V おわりに

以上に見てきたように、AP 基金は 2001 年 1 月に設立された後、2 年間の不況期を経て、現時点になって、運用結果の差が現れ始めた段階といえる。分割運用により、本当にリターンの向上が見込まれるのか、という点については、大方の運用の中身が似通っているとも指摘される中、重複するコストという論点もあり、評価するには時期尚早といえる。そのような中、現行の運用体制が、リターンと共に長期的に国民の支持を受けていくものなのか、今後とも注目される。

一方、政治からの独立性については、政府による理事の任免を通じた影響力行使は、現実には行われていないとのことである²⁷。また、制度改革といった形での影響力行使も、現状の AP 基金の設立が幅広い政治勢力の合意に基づく中、安易には行えない状況にある。このように強固な政治的なコンセンサスに基づく改革のあり方は、わが国で今後、制度改革を議論する場合には、おおいに参考になると考えられる。

²⁷ AP3 へのヒアリングより。