

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）

瀧 俊雄

■ 要 約 ■

1. デンマークでは公的年金制度のうち、所得比例部分は確定拠出型となっている。同制度は、一括した資産運用が行われる ATP と、個々の加入者がファンドを選択する SP により構成される。ATP では、拠出する保険料に一定の保証利率が付され、制度と同名の運用機関によって積立金の運用が行われる。
2. 組織としての ATP の統治構造で特徴的なのは、ステークホルダー型といえる理事会の構成である。代表理事会は 31 名、監督理事会は 13 名と大人数により構成されており、加入者及び雇用者のコンセンサスを得ることが重視された構図となっている。
3. 1964 年に設立されて以来、ATP では様々な運用方針の転換を行ってきた。最近では 2001 年以降、会計ルールの変更に従って、LDI（Liability Driven Investment、債務に基づく運用）に向けた動きを本格化させている。2005 年以降は、LDI をより明確に実施するべく、資産をヘッジ・ポートフォリオおよび投資ポートフォリオに分けて運用している。
4. ATP は環境変化に対応して、他国に先駆けて運用体制を変化させてきた。ステークホルダーからの承認を背景に、このような自律的な改善努力を続けている点は、わが国においても参考になるものと思われる。

I デンマーク公的年金への注目

わが国では、2009 年の公的年金制度の財政検証を前にして、150 兆円にも上る年金積立金の運用改善に向けた議論が行われている。2008 年 5 月 23 日に公表された経済財政諮問会議・グローバル化改革専門調査会の第二次報告では、わが国の積立金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人のあり方について、受託者責任に基づく独立性の高い運用専門機関への改組や、基金の分割、国際分散投資の強化、といった従来と比べても積極的な改革案が取り上げられた。

今後のわが国の公的年金制度のあり方を模索するにあたって、重要性を帯びてくるのは海外における先進的な運用機関の例と、わが国においても応用可能な示唆であろう。図表 1

図表 1 世界の主な公的年金積立金運用機関

年金基金名	国	運用開始時点	運用資産 (億米ドル)	主な 運用資産の 財源
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	日本	2001年	9,356	保険料 (賦課方式)
ノルウェー政府年金基金	ノルウェー	1996年	2,856	石油収入
AP基金1~4	スウェーデン	2001年	1,215	保険料 (賦課方式)
CPPIB	カナダ	1997年	1,007	保険料 (賦課方式)
ATP	デンマーク	1964年	732	保険料 (積立方式)
年金積立基金(FRR)	フランス	2004年	413	税、国有資産 売却益等
国民年金積立基金(NPRF)	アイルランド	2001年	249	税、国有資産 売却益等

- (注) 1. 日本、カナダについては2007年3月末、その他は06年12月末の残高。日本の運用資産については市場運用分のみ、運用開始時点については旧年金資金運用基金設立時点。
 2. 本図に含まれない基金としては、米国のソーシャル・セキュリティ信託基金（非市場性国債で運用。07年末で2兆2,385億ドル）、シンガポールの中央積立基金（06年末で704億ドル）などがある。
 3. スウェーデンのAP基金のうち、賦課方式部分の積立金の市場運用を行っているのは1~4である。各基金では独立した資産運用が行われているが、本表では合計の値を用いている。

(出所) Pension & Investments, 2007/12/24 その他資料より野村資本市場研究所作成

は、グローバルに見た主な公的年金運用機関の特徴を見たものである。年金積立金管理運用独立行政法人は、残高では首位に立っているが、先進的な基金の例としては、カナダ、ノルウェー、スウェーデンなどの例が挙げられることが多い¹。これらの基金ではその運用対象・手法に加えて、ガバナンスのあり方も注目されてきた。

そのような中、デンマークの公的年金運用機関である ATP は、各国における運用基金が1990年代後半以降に運用を開始しているのに比較して、40年以上の運用実績を有している点において、異色の存在といえる。同基金は、様々な運用体制の変化を経つつ、デンマークにおける年金基金運営を代表する立場を担ってきた。また、他国に先んじて LDI（債務に基づく運用）に代表される、新たな運用戦略を導入するなど、グローバルに見ても先進的な基金運営を実現してきており、参考となる点も多いと思われる。本稿では ATP の制度及び運用の実態を解説することとしたい。

¹ 野村亜紀子「カナダの公的年金ガバナンス—CPPIB の現状と経緯—」、関根栄一「「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～」、瀧俊雄「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』2007年秋号、「キース・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』No.1、「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』No.2を参照のこと。

Ⅱ ATP の位置づけと運用の目的

1. デンマークの年金制度と ATP²

1) ATP の位置づけ

デンマークにおける年金制度は、一階部分の国民老齢年金および労働付加年金（Arbejdsmarkedets Tillægspension、以下 ATP）、特別貯蓄制度（Special Pension、以下 SP）、二階部分の職域年金および公務員年金、三階部分の個人年金の三層により構成される。国民老齢年金は賦課方式で運営されるが、ATP および SP は積立方式の制度である。

制度としての ATP は 1964 年 3 月 7 日に開始された。現在、対象としている賃金労働者の年齢は 16～66 歳であり、2006 年末における制度加入者数は 452 万人、うち受給者数は 67 万人となっている。保険料負担は賃金の約 1% であり、雇用者と被用者の間での拠出の負担割合は 2 対 1 である。支給は基本的には年金の形で行われるが、拠出残高が小額であった場合に限り、一時金での給付が可能である。2007 年中の平均的な年金支給額は年間 10,700 クローナ（約 23.8 万円。以下、クローナは DKK とする）、65 歳時点からの満額受取の場合は 20,700DKK（約 46.2 万円）であり、その水準は平均賃金に対して約 8% の所得代替率に相当している。

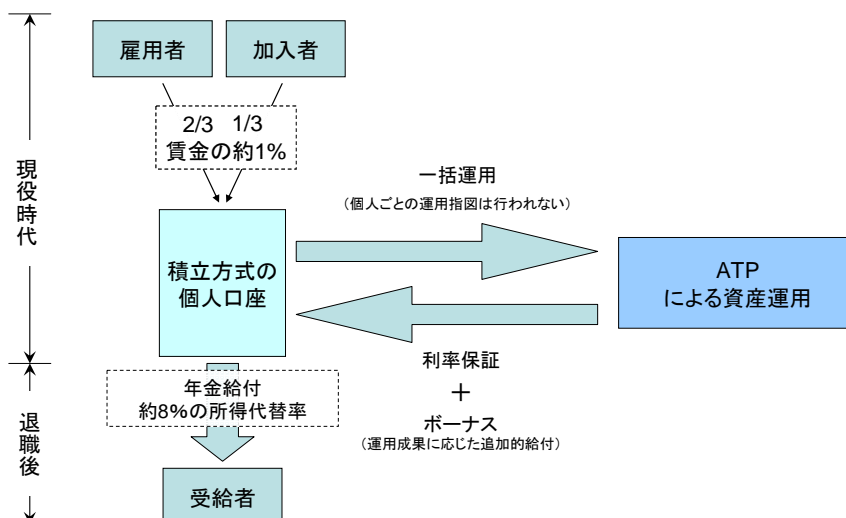
ATP は、各国における多くの公的年金が賦課方式の制度として運営されている中で、少数派といえる積立方式の制度である。加入者及び雇用者の拠出する保険料は、加入者本人のために積み立てられる。同制度は確定拠出型年金であるが、加入者個人による運用指図は行われず、ATP が一括して資産運用を行う（図表 2）。後述するように、拠出された保険料には一定の保証利率が付された上で、運用成果が良好であった場合には追加的に給付が増額される。一方、SP では、積立方式の確定拠出型年金である点は同じだが、個人が運用を委ねるファンドを選択する制度となっており、利率の保証も行われ³ない。

ATP の制度が積立方式であること自体は、運用面での積極的もしくは消極的なリスク・テイクへとつながるわけではない。だが、保証利率に基づく年金債務が明確であり、従ってリスク管理体制の精緻化や、債務を意識した運用を行いやすい点は、他国の公的年金とは異なる特徴といえよう。

² 以下の記述は特段の断りの無い限り、ATP 年次報告書（2005～2007、2001 年、英訳版）、ATP 法（ATP Consolidated Act no. 689、2004 年 8 月 24 日時点の未定英訳版）ATP に関する政令（Executive Order no. 458, 13 June 2005）及び 2008 年 3 月 3 日に行った現地ヒアリングに基づく。

³ 同制度は小規模につき、本稿ではその詳細は割愛する。なお、SP に拠出される保険料は、2001 年までは ATP のみによって運用が行われていたが、同年以降は選択できる商品・運用機関が自由化された。

図表 2 ATPにおける拠出・運用・給付の概念図



(注) 利率保証は擬似的であり、政府保証ではない。

(出所) 野村資本市場研究所

2) ATPの組織の特徴

制度としての ATP は、同名の組織により運営されている。組織としての ATP は、主に以下の4つの業務を担っている。

- ① ATP および SP、SUPP（障害者向け年金）の運営
- ② ATP の年金債務のリスク・ヘッジ
- ③ ATP、SP、SUPP の資産運用業務
- ④ 他の年金制度および社会保障制度からの、アドミニストレーション業務の受注

これらの業務を担うべく、ATP は本体のほかにも 12 の関連会社を有しており、うち 2 社は不動産投資、6 社がプライベート・エクイティ投資、2 社が SP 制度向けの投資助言・運用、2 社が他の制度からの業務受注、を担当している。なお、ATP はその本拠を首都コペンハーゲン郊外のヒレロッド地域に設置することが政令により定められている。

3) 独立性について

組織としての ATP は、法的には「独立機関⁴」（independent institution）として位置づけられており、その職員も公務員ではない。組織としての独立性は、憲法により保証されている⁵。そして、法改正がない限り、ATP が運用に失敗したとしても政府に

⁴ 民営化された政府機関に類似した機関であるとされる。

⁵ もっとも、自らの投資フレームワークの変更、といった大掛かりな意思決定を行う際には、国会における承認を得る必要がある

よる補填は行われず、好調な運用成績を残した結果、政府がその剰余金を引き取るようなこともない。

ATP には、デンマーク国内の民間保険会社及び年金基金と同様の運用規制が適用されており、監督も同国の金融監督庁（Finanstilsynet、以下 FSA）が、民間機関と同様のアプローチを用いて行っている。そのため、規制面での民間の年金基金との差異はほぼ無いものと捉えられている⁶。予算に関しては、III章で触れる代表理事会・監督理事会における承認により、自ら決定することができる。

4) 役職員について

ATP の CEO を務めるローデ氏は、デンマーク中央銀行のエコノミスト出身で、医師向け年金制度の CEO、リアルクレジット社の運用部門 CEO、コペンハーゲン証券取引所理事等を経て、1998 年より現職に就任している。最高投資責任者（CIO）であるラーセン氏も、同じくデンマーク中銀およびリアルクレジット社の出身である。CEO の 2006 年中の報酬は 470 万 DKK（約 1.05 億円）であり、他の理事・経営陣も含め、給与は固定給であった。

ATP の職員数は 665 人である。このうちの大半は、保険料の徴収業務等を担っており、資産運用に携わっている人数は 75 名程度である。その大まかな内訳は、15 名がアナリスト、調査部門もしくはアクチュアリーであり、30 名がポートフォリオ・マネージャー、30 名がバックオフィスに属している⁷。平均給与（保険料徴収業務を担う職員を含む）は、64 万 DKK（約 1,440 万円）となっている。運用関連業務に関しては、高度なスキルを持った人材を獲得するため、1999 年頃より成果報酬型の雇用を開始している。とはいえ、現行の給与水準は、他の民間金融機関やロンドンなどの他の金融センターに比べれば低い水準にある中、「家族に優しい職場」としての評判や、社会厚生への寄与といった要素を強調することで、優秀な人材をひきつけているとされる⁸。

2. ATP における資産運用の目的

前述の通り、ATP は確定拠出型の制度であるが、一定の最低保証利率が約束される。ただし、これは政府による保証ではなく、例えば、長期に渡って運用成果が同利率を下回るような場合には、国会等における意思決定を通じて事後的に変更されうる。同利率は 2002 年以降 2%であるが⁹、2006 年以降、長寿化による影響を見越して

⁶ 現地ヒアリングより。民間と異なる例としては、国内企業への支配権に対する規制が挙げられる。

⁷ 現地ヒアリングより。

⁸ 現地ヒアリングより。

⁹ Dimitri Vitas, “A Short Note on the ATP Fund of Denmark”, Policy Research Working Paper 4505, The World Bank Financial Systems Department Financial Policy Division, Feb 2008.より（以下 Vitas [2008]とする）。なお、2002 年まで、保証利率は 4.5%と設定されていた。

0.5%が人口動態の変化のためのセーフティ・マージンとして位置づけられたため、実質的な保証利率は 1.5%となった。そして、この保証利率を上回る運用成果が生まれ、かつ積立比率（年金債務に対する積立金の水準）が 120%を上回った場合、追加的に将来の給付額を増額する「ボーナス」の付与を行う形で、運用成果が加入者に分配される。2005～07年の間は3年連続で、2%ずつの増額が行われた。

上記の保証利率に加えて、ATP の運用目的においては、物価変動及び人口動態への対応が求められている。ATP 法では、「ATP においては、長期的なボーナス政策を通じて、給付の実質価値（real value）を維持する努力が行われる必要がある」¹⁰と定められている。この表記を元に、2006年版の年次報告書では運用の目的を「長期的な年金の購買力を保つ」としており、目標は「絶対リターンを求めることである」と述べられている。そのためには、「最低保証利率である 2%に加えて、少なくとも長寿化とインフレーションに対応する必要がある。その結果、現状では年間の運用益に換算すると、追加的に 92 億 DKK（1,930 億円）が求められている¹¹」、と述べている。

長寿化は、年次報告書における「リスク」項目の最大の課題として挙げられている。その背景としては、デンマークにおいて 2000～05年の間、平均余命が女性の場合は 12 ヶ月、男性の場合は 14 ヶ月伸長し、それ以前の 50 年間に実現したのと同水準の長寿化が観察されたことがある。2006 年中の長寿化はそれ以前のペースの半分以下に留まったものの、デンマークにおける平均余命が他の西洋諸国に比して低かったことに鑑みれば、ATP は潜在的に大きな長寿化のリスクを負っており、将来的な財政面での課題となる可能性が述べられている。

Ⅲ ATPにおけるガバナンスの構図

1. ATP のガバナンス体系

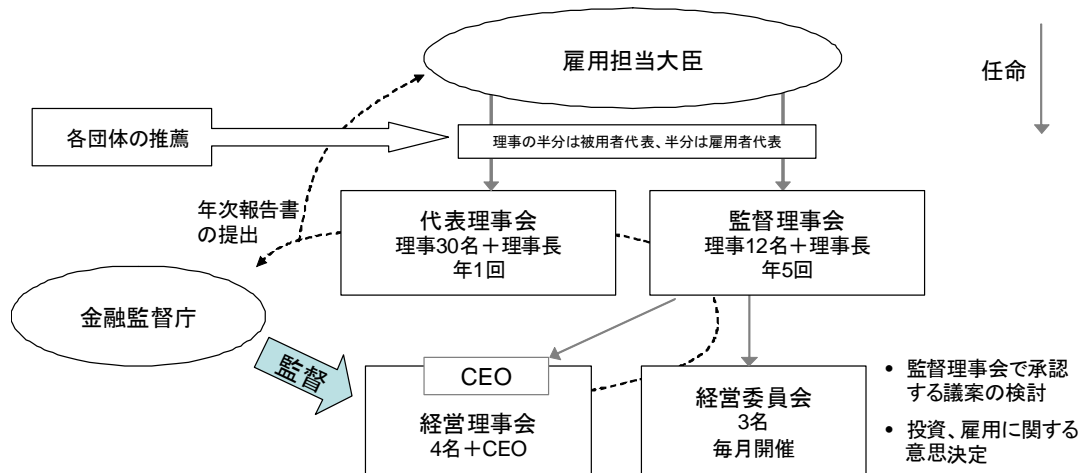
ATP の運営は、代表理事会・監督理事会による組織としての意思決定、CEO 及び経営陣による業務の実施、という形態で行われている（以下、図表 3 を参照）。両理事会の理事長は雇用担当大臣により任命され、代表理事会では雇用者側及び被用者側の代表がそれぞれ 15 名ずつ¹²、監督理事会では同様に 6 名ずつ¹³の代表から構成される。

¹⁰ ATP 法 18 条 3 項

¹¹ 仮に、2006 年末の運用資産残高で割ると 3.3%となる。

¹² 雇用者側については、8 名がデンマーク雇用者連合（Confederation of Danish Employers）、2 名が農業雇用者連合（Confederation of Employers' Associations in Agriculture）、財務省、地域、全国市協議会（Local Government Denmark）、コペンハーゲン市およびフレデリクスバーグ市の共同代表、金融セクター雇用者協会（Employer's Association for the Financial Sector）からの 1 名ずつにより構成される。被用者側については、労働組合連盟（Confederation of Trade Unions）より 10 名、給与労働者・公務員連盟（Salaried Employees' and Civil Servants' Confederation）より 3 名、経営者協会（Association of Managers and Executives）および職業専門

図表3 ATPにおける任命構造及び監督体制



(出所) ATP2006 年版年次報告書

理事長も含めれば合計 31 名となる代表理事会は、特段の要請がない限り、年に一度召集される。代表理事会では、監督理事により提議される議案の他、年次報告書の承認を行うことが主要な意思決定の内容となっている。

13 名により構成される監督理事会は特段の要請が無い限り年に 5 回召集される。監督理事会においては、下記の決定事項が委ねられている。

- ・ ATP の基金の運用管理
- ・ 監督理事会に加えて代表理事会および経営委員会に関する運営指針の策定
- ・ 代表理事会および自らの報酬の決定
- ・ CEO、監査人、アクチュアリー責任者の任免と、その行動原則の策定
- ・ ATP における年金制度の展望と、ボーナス政策（前述）に関する決定
- ・ 3 名により構成される経営委員会（Executive Committee）の設置

経営委員会は、監査委員会としても機能している。最終的な意志決定権は監督理事会が有するものの、実質的な決定は毎月開催される経営委員会で行われている。

ATP におけるガバナンスは、最終的には年次報告書の作成及び承認に基づく、情報開示プロセスによって担保される。ATP 法では年次報告書について、その作成方法、内容のあり方及び理事会における承認の基準が詳細に規定されている。また、バランス・シートの公正な評価にあたっては、ナレッジ、ノウハウ、従業員の能力、環境関連、ATP の社会的責任、倫理的目的等について、付則的な報告を行うことが、年次報告書の利便性を高めるための項目として述べられている。年次報告書は、CEO および監督理事会による承認を得たのち、代表理事会で承認され、その後、遅滞なく金融監督庁及び雇用担当大臣に提出されることとなっている。

家連盟（Confederation of Professional Associations）からの 1 名ずつで構成される。

¹³ 雇用者側の代表は、デンマーク雇用者連合より 3 名、地方・地方自治体・コペンハーゲン市およびフレデリクスバーグ市の共同推薦者 1 名、農業雇用者連合より 1 名、財務省より 1 名で構成される。被用者側の代表は労働組合より 3 名、公務員代表 2 名、給与労働者・公務員・経営者協会の共同推薦者 1 名により構成される。

2. ガバナンス構造の特徴と、デンマーク国内での信任

上述のガバナンスの構造において際立っているのは、ステークホルダー型といえる理事会の構成である。代表理事会を構成するメンバーのうち、理事長を除く 30 名は、年金制度のステークホルダーといえる、様々な加入者団体もしくは雇用者団体のいずれかに属している。デンマークでは、労働組合への加入率が高く、賃金水準も団体賃金協約が中心となって決定されてきた。また、様々な雇用問題に対してソーシャル・パートナーズと呼ばれる労働者・雇用者の代表が協議を行い、解決してきた経緯があった。そのため、年金制度も雇用問題の一つとして位置づけられている中、ATP のガバナンス構造においても同様の合意体系が採用されてきた。過去 45 年以上の歴史において、両者のコンセンサスが最終的に形成されなかったことは一度もなく、当初は意見の相違があっても、全員の合意が得られるまで調整が行われており、表決の形で決定がなされたことはなかったとされる¹⁴。

このような一見複雑な制度は、機動的な意思決定を行うことを困難にする、との指摘もある¹⁵。だが、公的年金という社会保障制度の一部を担っていく中で、このような承認プロセスを経ることは、その後の合意内容の持続性を保つ上で重要といえる。とりわけ、ステークホルダーの代表である各理事は、それぞれの属する集団の有力者でもあることから、理事会における全会一致の承認を経るプロセスは、そのまま社会的なコンセンサスを得ることとも同義といえる。

上述のガバナンス構造に加えて、ATP では、専門家集団としての地位を確立するべく、メディア等へのアプローチも積極化してきている。ATP は、1990 年代までは、様々な年金制度に関する議論を静観するアプローチを取っていたが、2000 年代以降は、年金制度のあり方について積極的に討論の場を作る役割を担い始めている。現在は、組織内にスタジオを有し、市場に向けたコメントを発信したりするなど、金融業界の中でもとりわけ専門的な人材を擁する運用機関として、自らの評判を維持する工夫を行っているものと見られる。

IV 資産運用の沿革と成果

1. 資産運用の沿革

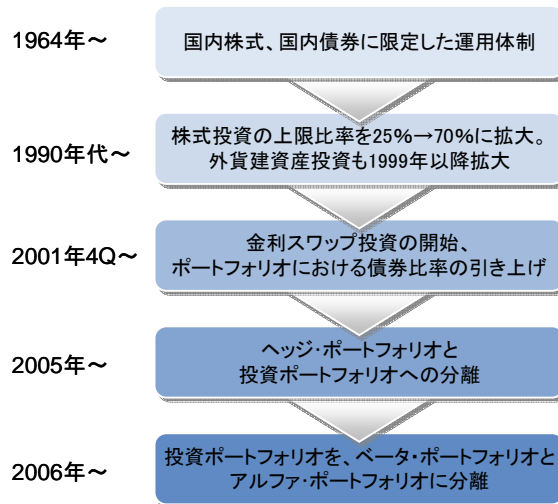
1) 設立来の経緯

ATP は資産運用において 40 年以上の歴史を有してきたが、その運用体制・スタイルは、特に 1990 年代後半以降大きく変化してきている（以下、図表 4 を参照）。

¹⁴ 現地ヒアリングによる。

¹⁵ Vittas [2008] では、ATP のガバナンス構造を「重荷である (cumbersome)」と表現している。

図表4 ATPにおける資産運用の変遷



(出所) ATP 年次報告書および各種資料、現地ヒアリングより野村資本市場研究所作成

1964年の設立当初、ATPにおける年金受給者は、拠出額に比して大きい年金給付を受け取る、賦課方式の色彩が強い制度設計となっていたとされる¹⁶。当初は運用に際しての制約も多く、投資対象は未成熟な状態にあった当時のデンマークの証券市場（当初25年間は国内株式、国内債券のみ）に限定されていた¹⁷。

株式運用を例にとると、当初のアロケーションの上限は15%であった。結果として、開始当初の15年間は、運用成果がインフレ率をわずかに上回るのみで、ATPは積立不足の状態にあった。その後、株式へのアロケーションの上限は、25%、40%、70%と増加し、現在は自律的な管理を求める「プルーデント・マン・レジーム」にあるとされる。株式比率増加の背景には、1990年代を通じて「株式に投資しないことによる機会損失」が意識されてきたことがあったとされる¹⁸。

外貨建て資産への投資については、明示的な制約はなかったものの、実際に開始したのは1999年のことであった。為替ヘッジ付きの外貨建て資産の運用を開始した後、現在はユーロ以外の通貨に対してのみ、DKKではなく対ユーロでのヘッジを行っている。現在、外国為替へのヘッジ後のエクスポージャーは30～50%となっている。

2) LDIに向けた対応

2000年代に入ってから、金利変動により年金債務が変動するリスクをヘッジしつつ、パフォーマンスの改善を求める、いわゆるLDI (Liability Driven Investment、債務に基づく運用)の本格的な導入が行われた。その背景にはFSAによる、他国に先んじての年金監督ルールの厳格化がある。同国では2001年に、金利上昇と株価の

¹⁶ 現地ヒアリングより。

¹⁷ “Challenges for the investment of social security funds”, World Social Security Forum, 12 Sep 2007におけるRohde CEOプレゼン資料より。

¹⁸ 現地ヒアリングより。

下落が同時に起きるような場合を想定するストレス・テストが導入された。2002 年には年金債務を市場における割引率を用いて計算する公正価値評価が導入され、2003 年以降その適用が義務化された。

これらの規制面での変化に対応し、ATP は 2001 年に他の国内基金に先んじて、年金債務の金利変動を金利スワップでヘッジするプログラムを開始したほか、債券への投資割合を拡大している。ポートフォリオに占める債券および金利スワップの割合は、2001 年末の 47% から、2005 年末には 72% にまで増大した。これらの政策の導入にあたっては、当時の低金利の環境下、最高投資責任者 (CIO) が金利の上昇を予想していた中で、ヘッジすることにより想定される評価損の発生が危惧されていた。しかし、更なる金利低下が起きた場合に財務内容が著しく劣化することを危惧し、経営陣による監督理事会への説明を経て、導入へと至ったとされる。

このように、デンマークの FSA による早期の規制導入もあって、ATP は事実上世界で初めて LDI を本格的に導入した基金となった¹⁹。

3) 目的別のポートフォリオの分離へ

2005 年に、ATP のポートフォリオは、より本格的に LDI を実施するべく、年金債務における金利リスクをヘッジすることを目的としたヘッジ・ポートフォリオと、運用成果を出すことを目的とする投資ポートフォリオの 2 つに分離された (図表 5) 。

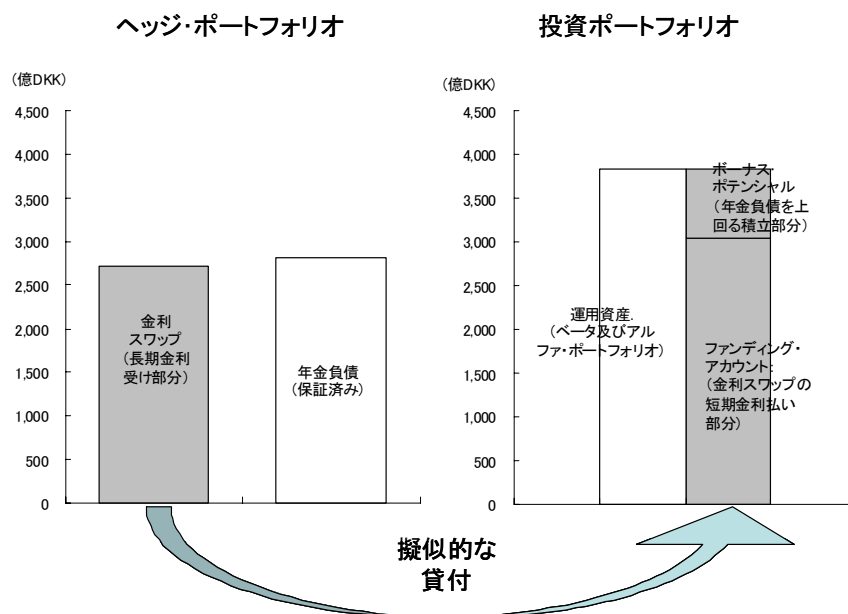
ヘッジ・ポートフォリオでは、約 22 年のデュレーションを持つ²⁰とされる年金債務に見合う形で、外部のカウンターパーティとの間で、同程度の想定元本に基づく長期金利を受け取り、短期金利を支払う金利スワップが組まれている。一方、投資ポートフォリオでは、資産サイドに運用資産を抱えつつ、負債サイドでは、ヘッジ・ポートフォリオにおける短期金利の支払いを擬似的な借入 (ファンディング・アカウントと呼ばれる) とみなしている。このように、二つのバランスシートが ATP の中に共存する形で、運用が行われることとなった。

さらに、2006 年には投資ポートフォリオが、①分散投資によりリターンを上げるベータ・ポートフォリオ、②アクティブ運用によりリターンを上げるアルファ・ポートフォリオ、に細分化され、運用を担う人員も、両ポートフォリオの間で異なる部門として分離された。

¹⁹ 従来から、年金債務に合わせて資産を運用する概念として、資産負債管理 (Asset Liabilities Management、ALM) があった。白杵政治「LDI (債務に基づく運用) に関する 6 つの疑問」『年金と経済』Vol25、No.3、2006 年 によれば、LDI も ALM の一種であるが、LDI の場合には、1) 時価評価した年金債務に基づく運用、2) 債務と資産のリターンを一致させることで満足しないリスク・テイク、3) 長期債だけではなく金利スワップ等のデリバティブも活用、といった点において異なるとされる。

²⁰ 現地ヒアリングより。

図表 5 ヘッジ・ポートフォリオと投資ポートフォリオの構成



(注) 金利スワップについては現在価値。

(出所) ATP2007 年版年次報告書より野村資本市場研究所作成

2. 運用の現状

1) 過去からのリターン

ATP は、1964 年の設立以来、年率 11.4% のリターン（実質では 5.6%）を達成してきた²¹。直近 2 年間の運用成績は低迷しているものの、過去 10 年間での累積リターンは 6.2% となっている（図表 6）。もっとも、この値は、ヘッジ・ポートフォリオにおける運用成果との合算であり、年金債務における変動を考慮していない。そこで、制度の財政的な健全性を示す一つの指標であり、積立金が年金負債を超過する度合いであるボーナス・レートを見ると、こちらは 2005 年以降継続的に上昇している。このことから、ATP の財務面での安定性のみならず、将来的に給付を上積みする能力も上昇していることが分かる。

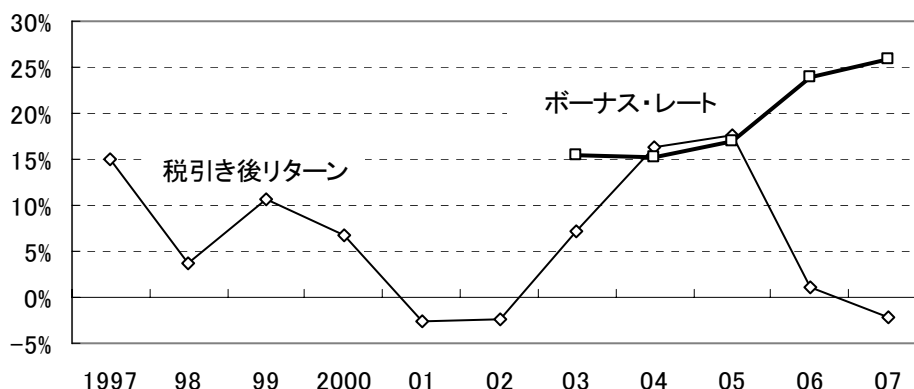
2) 投資ポートフォリオの現状と長期目標

ATP における運用対象及びアセット・クラス別のアロケーションの上限は ATP 法により規定されている（図表 7）。もっとも、コモディティ投資を含むオルタナティブ運用が可能であるなど、実質的な運用制約があるとは捉えられてはいない。

投資対象は、運用管理において、リスクの特性別に、①金利リスク、②株式リスク、③物価変動リスク、④信用リスク、⑤コモディティ・リスク、の 5 つに分類され、管理されている。ATP は、これらのリスクに対して一定のリスク・バジェットを配賦

²¹ Vitas [2008]より。

図表 6 ATPにおける運用リターンの推移



(注) 運用利回りについては、ヘッジ・ポートフォリオにおける損益を含めたもの。ボーナス・レートは、(積立金残高÷年金負債残高-1)により計算される。

(出所) ATP 年次報告書 (各年) より野村資本市場研究所作成

図表 7 ATPにおいて投資可能な資産と運用の制約

分類	内容	総資産に対する上限	その他
1)	Zone A に含まれる中央政府・地方自治体により発行もしくは保証される負債証券		合計 70%以内
2)	少なくとも一つのEU加盟国が参加する国際機関により発行される上場債券		
3)	EU内もしくはEUと金融分野における協力を行っている地域で発行され、相応の保証がなされている住宅ローン担保証券および他の債券		
4)	Zone Aにおける与信機関および保険会社の発行する売掛債権	10%	
5)	土地、居住用不動産、オフィスおよび商業用不動産、その他商業とは独立した不動産施設		
6)	5)において、直近評価額の最大80%を掛け目とした担保ローン		
7)	UCITSに基づく受益証券、ファンド・オブ・ファンズ、特定目的組合等	10%	
8)	Zone Aにおいて取引所に上場している債券・ローン		
9)	Zone Aにおいて取引所に上場している株式およびその他持分		
10)	5)および6)においてカバーされていない不動産、ローン		
11)	Zone A以外において取引所に上場している株式およびその他持分	10%	
12)	一般に認められ、定期的な売買が可能となっている未上場証券	20% (ローンは2%)	

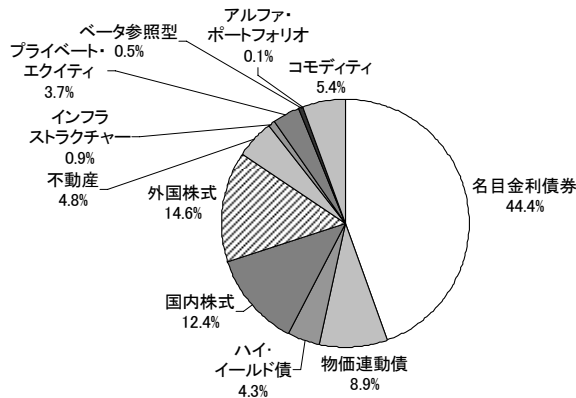
(注) Zone A には、OECD 加盟国及び IMF による Special Loan Program 調停国が含まれる。なお、対外債務の調整段階にある国家は、Zone A から 5 年間除外されるものとする。

(出所) ATP 法 26 条より野村資本市場研究所作成

する形でアロケーションを行っており、運用残高ベースでの配分よりは、リスク・ベースでの配分を重視している。

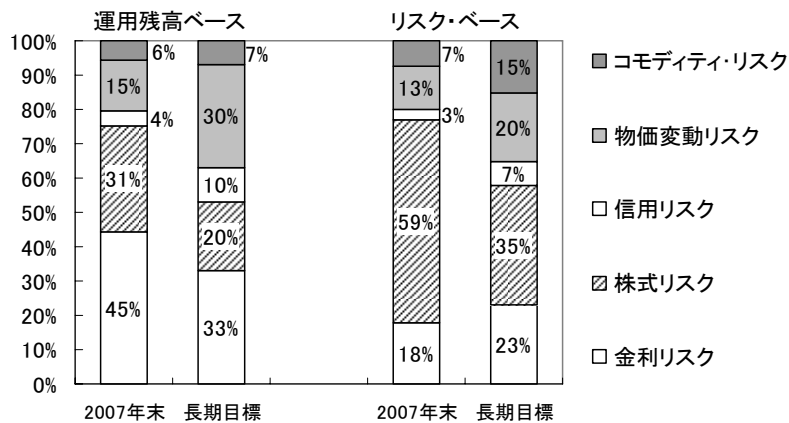
図表 8、9 は、2007 年末における投資ポートフォリオの構成を、運用残高及びリスク量で見たものである。まず、運用残高ベースでの配分を見ると、アルファ・ポートフォリオはロング・ショート型の運用を行うため、残高ベースでは全体の 0.1%を構成するのみである。残りを構成するベータ・ポートフォリオにおいて、最も大きいのは名目金利債券であるが、リスク・ベースでは株式の方が、より大きな比率を占めて

図表 8 投資ポートフォリオの構成（残高ベース）



(出所) ATP2007 年版年次報告書より野村資本市場研究所作成

図表 9 ベータ・ポートフォリオの構成



(出所) ATP2007 年版年次報告書より野村資本市場研究所作成

いる。また、オルタナティブ投資の割合を見ると、コモディティ²²への投資が 5.4%と不動産を上回っている点も特徴といえる。

長期目標としているポートフォリオを見ると、株式への投資が減少し、物価変動リスク、信用リスク、コモディティ・リスクへの配分が相対的に高まる点が特徴といえる。

投資ポートフォリオの運用は、基本的にはインハウスにより行われている。ただし、個別には例外があり、外部委託しているものとしては、①金利リスクについては米国の住宅ローン担保証券、②株式リスクについては日本及びエマージング諸国の株式、③物価変動リスクについてはインフラストラクチャー及び森林投資、④信用リスクに

²² ATP は直接コモディティに投資することはできないため、原油価格に連動する仕組み債券を保有する形で投資を行っている。

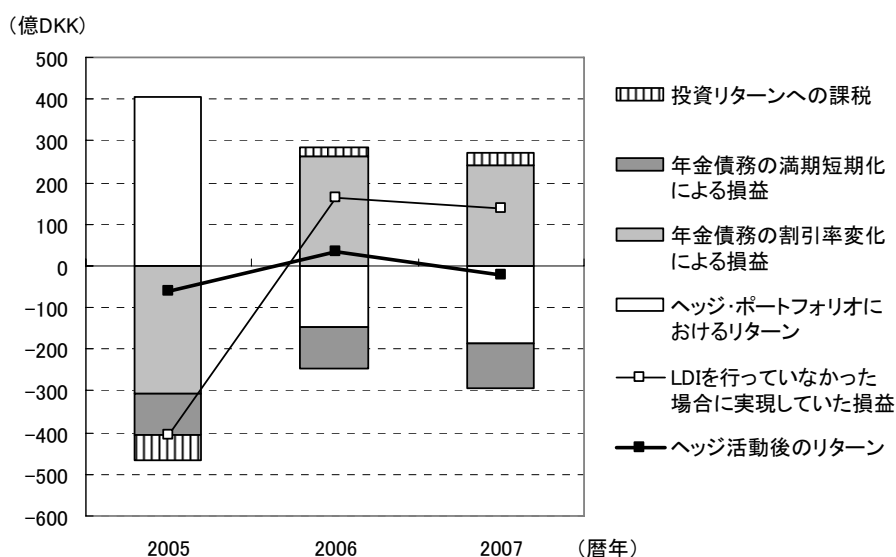
については米国・英国における投資、⑤コモディティ・リスクについては投資銀行による仕組み債の提供、がある。これらの合計は、残高ベースでは全体の 5%程度を占めているに過ぎないため、インハウス運用の割合は 95%程度となっている。

3) ヘッジ・ポートフォリオによる金利変動リスクの吸収

ATP におけるヘッジ活動の目的は、投資収益を上げることではないため、そのポートフォリオにおけるリターンの期待値はゼロとなっている。ヘッジ・ポートフォリオの分離が行われた 2005 年以降の経過を見ると、ヘッジを行わなかった場合（年金債務の市場評価に伴う価値変動）に比べて、その損益の振れが平準化している（図表 10）。

なお、DKK 建てによる長期の債券や、スワップを組むことができる市場の規模は限定的であるため、ヘッジ手法としての金利スワップについては、ユーロ建てでの契約が中心となっている²³。そのため、ユーロにおけるイールドカーブと DKK によるイールドカーブの間のスプレッドが拡大／縮小した場合には、意図せぬ収益／損失が発生しうる。また、スワップによる収益が課税対象²⁴となっている一方、年金債務の変動は課税対象ではないため、スワップにおける金利感応度は年金債務よりも小さい状態が続いている。このことに対応した結果、スワップの想定元本は、年金債務よりも大きな水準となっている。

図表 10 ヘッジ・ポートフォリオにおける運用結果



(出所) ATP 年次報告書 (2005 年版、2007 年版) より野村資本市場研究所作成

²³ 現地ヒアリングによれば、一旦ユーロ建てで必要なスワップ契約を組んだ後、DKK 建てスワップを組めるカウンターパーティが現れた際に、随時スワップを組み替えていく対応が行われている。現状では、スワップのうちの 87%がユーロ建て、13%が DKK 建てとなっている。

²⁴ デンマークでは、金融商品のリターンに対して一律 15%の課税がなされている。

4) リスク管理体制

ATP における運用体制と、その先進性を支えているのは、高度なリスク管理体制である。

ATP では、監督理事会が FSA の定める赤色信号 (Red-Light) シナリオをベースに、自らの取ることのできるリスクの水準を定めている。その中でも、株価の下落や金利の上昇などの複数の変化が同時に起こったとしても、十分な積立が保たれるのかをチェックするストレス・テストが重視されている。具体的には、ボーナス・レートが、やや大きな変化が起こった際に不足しうる状態 (赤色信号) へと突入する可能性を、3ヶ月間で1%未満に保つことが指標となっている。

上記のリスク水準に加えて、監督理事会は ATP のリスク・バジェットの度合いを決定するための、ダイナミック・ルールを導入している。同ルールに基づけば、ATP におけるリスク・バジェットは、ボーナス・ポテンシャルに常に連動し、適切な投資リスクの水準が規定される。仮に、監督理事会の定める許容リスク水準よりもリスク・バジェットが小さい場合には、バジェットが緩やかに引き上げられる。逆の場合には、直ちにリスク・バジェットは引き下げられる。

V 結びにかえて～ステークホルダーの承認に基づく自律性

ATP は、政府から独立した機関として、運用体制を環境変化に応じて改善させてきた。古くは、利回りの改善に向けた株式・外貨建資産比率の引き上げから、近年では長寿化のリスクや、年金監督ルールの変更といった環境変化にも、自律的な対応を行ってきた。

さらに、直近では 2007 年後半以降、監督理事会の推薦により作成された、年金給付に関する新たな原則を導入する動きが見られている。その主な内容は、保険料を、80%の保証拠出 (Guarantee Contribution) と、20%のボーナス拠出 (Bonus Contribution) に分割することである。前者については、保証利率が年毎に長期金利に連動²⁵して変更される一方で、後者については ATP のボーナス・ポテンシャル (積立金のうち、年金債務を超過する部分) へと充てられ、将来的な給付の増額等により加入者に還元されることになる。

新原則では、最低保証利率が従来 of 2%から市場における長期金利に置き換えられるため、現在 20 歳の加入者の場合、保証される給付額は約 20%増加すると見込まれる。また、過去の制度の経緯により、加入期間によって不均一であったボーナスの付与についても、今後は均等な配分がなされることになる。このように新原則は、従来 ATP が行ってきた運用政策の考え方を制度として後追いする形で、保証利回りを加入者にとってより有利な水準に設定する動きと見ることができる。同案は、2007 年 10 月にデンマーク議会で行われた第一読会において全ての政党から好意的に受け止められており、2008 年中の導入が見込まれている。

²⁵ 実務的には、スワップを組むことができる金利水準になる、とされる。

ATP の運営はデンマーク国外でも評価されている。欧州における年金産業専門誌 *Investment and Pensions Europe* が毎年、優れた年金基金を表彰する IPE アワードの 2007 年版では、ATP は他の民間基金を押さえて、デンマークにおける最優秀基金賞を受賞している。他国では、軒並み民間企業の職域年金基金が表彰されていることに鑑みれば、ATP の民間に先んじた運営姿勢への評価が伺われよう。

このような組織としての行動・判断を可能としてきた背景には、デンマークの当局が先端的な年金監督ルールを導入してきたことも大きい。それ以上に ATP が民間の基金とほぼ同様の規制に服す中で、規制環境に適応し、イノベーションを率先してきたことが挙げられよう。また、一見複雑であり、大所帯でもある、ステークホルダーを重視したガバナンス構造の下でその承認が行われてきたことも、独立性を維持するための重要な要素であった。多数のステークホルダーのコンセンサスを得ることで自律性を獲得しつつ、イノベーションを実現していく姿勢は、今後のわが国の年金制度改革においても参考となるのではなかろうか。