

## オランダ職域年金制度の集団型 DC への移行

中村 美江奈、野村 亜紀子

### ■ 要 約 ■

1. オランダの職域年金は、将来年金法の下、2028年1月までに、従来主流だった確定給付型年金（DB）から確定拠出型年金（DC）への全面移行が行われる。労使のリスク共有の観点から既にDBの「DC化」が一定程度進んでいた側面もあるが、画期的な制度変更と言える。
2. 移行には、基金が一括運用する集団型 DC の連帯拠出スキーム（SPR）、加入者が運用指図する柔軟拠出スキーム（FPR）、保険会社による拠出建て給付スキームという3つの選択肢がある。オランダの職域年金は、産業毎に設立される産業基金を中心に高い加入率を誇るが、最大手のABPを始めとする多くの基金がSPRを選択している。
3. 主にSPRへの移行が進むことにより、従来の年金債務重視の運用から、ライフサイクル型運用へのシフトが想定されている。オランダの年金基金は欧州の国債保有主体としての存在感が大きく、国債及び金利スワップ市場への影響が、欧州市場関係者の当面の関心事項となっている。中長期的には、SPRでは給付安定化目的の連帯準備金の積み立てが求められるため、その運用のあり方も注目される。
4. 若年世代向けには従前よりも高めのリスクテイクが可能になり、オルタナティブ投資の需要が増加する可能性も指摘されている。DCを通じたオルタナティブ投資促進の動きは米英でも見られ、DC運用のグローバル・トレンドとしても興味深い。オランダでも高齢化が進む中でどの程度の規模感になり得るのか、中長期的な観点から見ていくのが適当であろう。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・板津直孝「リスク分担型企業年金とIFRS—オランダの集団型確定拠出年金（CDC）のケース—」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号（ウェブサイト版）。

## I 欧州最大規模の職域年金の制度移行

オランダの職域年金は、2028年1月までに、従前の確定給付型年金（DB）中心の制度から、確定拠出型年金（DC）へと移行する。後述する通り、大半の基金は、基金が一括で資産運用を行う集団型DCを選択しており、加入者自身が運用指図する日本や米国のDCとは異なるものの、画期的な制度変更と言える。

オランダの年金制度は、図表1の通り、1階部分の公的年金（AOW）、2階部分の職域年金、3階部分の個人年金の3階建てで構成されている。今般制度改正されたのは2階部分の職域年金である。

オランダの年金制度はこれまで世界的にも高い評価を得てきた。大手コンサルティング会社マーサーのグローバル年金指数ランキングでは常に上位を維持し、2023～2025年の3年連続で首位を獲得している<sup>1</sup>。年金給付の所得代替率は、経済協力開発機構（OECD）によればオランダは74.7%で、EU27カ国平均の54.5%を大きく上回った<sup>2</sup>。また、オランダの私的年金資産の対GDP比は150.9%で、米国の153.3%に匹敵した<sup>3</sup>。

そのオランダでも、2000年初頭のITバブル崩壊や、2008年のグローバル金融危機、長期にわたる金利低下等により、職域年金基金の多くが積立水準維持の困難に直面した。市場環境に加え、少子化と長寿化による人口動態の変化、離転職者の増加といった労働市場の流動化等により、現行制度の持続可能性、公平性、透明性に関する問題が指摘されてきた。長期にわたって議論を重ねた結果、2019年に労使及び政府との間で基本合意が成立し、2023年7月1日に将来年金法（Wet Toekomst Pensioenen：Wtp）が施行された。

本稿では、オランダの現行及び移行後の職域年金制度の仕組みや特徴を整理すると共に、将来年金法に基づく移行によって、今後予想されるオランダ年金業界と資本市場への影響を概観する。

図表1 オランダの年金制度の全体像

	1階：公的年金（AOW）	2階：職域年金 （従来制度）	3階：個人年金
対象者	全国民（強制加入）	従業員（実質強制加入）	個人（任意加入）
財源	公的年金保険料（給付額を下回る分は税財源で補填）	雇用主・従業員の拠出	加入者個人の拠出
財政方式	賦課方式	事前積立方式	事前積立方式
運営/管理	社会保険銀行（SVB）	各年金基金・年金プロバイダー	保険会社
給付形態	終身年金 67歳（2028年より67歳3カ月に引き上げ予定）	終身年金	終身・有期いずれも選択可
給付額 （1人当たり）	単身者：1,637.57ユーロ/月 配偶者有り：1,122.12ユーロ/月	AOWの給付と合わせて平均給与（40年間）の75%の所得代替率を目指す	—

（注） 1. AOWの給付額は2026年1月時点。医療保険料等徴収前のグロスの金額。

2. 職域年金は実態として多くの産業で労使協約に基づき強制加入となっている。

（出所） DNB, “Country fiche on pensions for the Netherlands (AR 2021)” 等より野村資本市場研究所作成

<sup>1</sup> 日本は39位（Mercer, “Mercer CFA Institute Global Pension Index 2025,” October 2025より）。

<sup>2</sup> 所得代替率は年金受給額を退職前の所得で除した数値。22歳で就業し退職年齢まで勤続の男性をモデルケースとして算出（OECD, *Pensions at a Glance 2025: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing, 2025より）。

<sup>3</sup> 前掲脚注2の資料より。

## II オランダ職域年金制度の変遷

### 1. 職域年金制度の位置づけと特徴

オランダでは、労使代表で構成される「ソーシャル・パートナー」<sup>4</sup>が年金制度導入を決定した産業や、労働協約に年金制度の提供が含まれている場合、雇用主は年金制度を提供する必要があり、従業員側も全員が加入する。その結果、雇用主全般に対する職域年金提供の法的な義務付けはないものの、従業員の大多数が職域年金に加入するという高いカバレッジを誇っている<sup>5</sup>。拠出は雇用主と従業員の双方が行う。法令上の義務付けはないが、一般的に必要な拠出の3分の2を雇用主が負担すると言われている。OECDによれば、私的年金（強制加入／疑似強制加入）における平均的な拠出水準は給与の18.6%で<sup>6</sup>、英国やオーストラリアに比べ高水準だった。職域年金の2025年9月末時点の運用資産残高は1兆6,239億ユーロに上った<sup>7</sup>。

職域年金制度は、主に年金基金や保険会社といった、雇用主からは独立したエンティティによって運営される。年金基金では一般に理事会が設置され、基金の投資方針、リスク管理、加入者コミュニケーションなどに関する責任を負う。オランダの職域年金基金運営の特徴として、しばしばソーシャル・パートナー等の代表がガバナンスに関与する点が挙げられる（後述のABPの事例を参照）。

年金基金の設立形態は、産業毎に設立され複数の企業の従業員が加入する産業基金、主に大手企業が自社従業員を対象に提供する企業基金、その他基金に分類される（図表2）。基金数は2025年9月時点で合計242基金だった<sup>8</sup>。

図表2 年金基金の設立形態別データ

設立形態	基金数 (うちDB)	現役加入者数 (うちDB)	運用資産残高
産業基金	58基金 (48基金)	609.0万人 (533.1万人)	1兆2,831億ユーロ
企業基金	124基金 (87基金)	42.2万人 (26.6万人)	2,763億ユーロ
その他基金	60基金 (52基金)	12.7万人 (7.1万人)	645億ユーロ
合計	242基金 (187基金)	663.9万人 (566.8万人)	1兆6,239億ユーロ

- (注) 1. その他基金には、医師や法律家等の専門職向け職域年金基金、PPI (Premium Pension Institution)、一般年金基金 (APF) 等が含まれる。  
2. 複数基金への加入者もいる。  
3. 基金数、現役加入者数は2025年9月18日時点、運用資産残高は2025年9月末のデータ。

(出所) DNB データベースより野村資本市場研究所作成

<sup>4</sup> ソーシャル・パートナーは、一般に、雇用主団体及び労働組合の代表を指す用語。労働条件や労働環境等の多岐に亘るトピックスについて対話・交渉を行う (Eurofound, “Social partners”より)。

<sup>5</sup> ただし、昨今増加傾向にある自営業者の多くが未加入という課題も指摘されている。

<sup>6</sup> 平均給与に対する拠出率が、従業員6.2%、雇用主12.4%だった (前掲脚注2の資料より)。

<sup>7</sup> オランダ中央銀行 (DNB) のデータベース (2025年12月11日付) より。

<sup>8</sup> DNB データベース (2025年9月18日付) より。

産業基金は、基金数は少ないものの、2025年9月時点で現役加入者の92%、運用資産総額の79%を占めており、最も規模が大きい。後述する通り、その中でも大手5基金が大きなシェアを有する。基金数が最多で、現役加入者数が産業基金に次ぐのが企業基金である。シェルやハイネケン、ING、KLM、フィリップス等の大手企業が提供する基金が含まれる。

制度の種類別に見ると、最終給与型DB（退職直前給与に基づき給付を算定）と平均給与型DB（現役時代の平均給与に基づき給付を算定）、そしてDC（拠出と運用収益に基づき給付が決定）などが存在する。2025年9月の時点で、現役加入者の85%以上がDB制度に加入しており、中でも平均給与型DBの加入者シェアが高かった<sup>9</sup>。

## 2. 「DC化」が進んでいたオランダのDB制度

今般の将来年金法の施行に先立ち、オランダでは直近の約20年間、度重なる制度改正が実施されており（図表3）、その過程でDB制度にDCの要素を取り入れる「DC化」が進められてきた。前述の通り、2000年以降、ITバブル崩壊による株式市場の混乱や長年にわたる金利低下、そして2008年のグローバル金融危機等、年金運用は厳しい環境が続いた。また、平均寿命の延伸による年金債務増大も厳しい財政状況に拍車をかけた。同様の環境下において米国や英国は加入者自身が運用指図するDCへの移行を進めたのに対し、オランダはDBを維持しながらも、雇用主の負担軽減を図る独自の路線を辿ることとなった。

具体的には、2004年、多くの基金において最終給与型DBから平均給与型DBへの移行が進められた他、条件付き物価スライドが導入された。条件付き物価スライドとは、積立不足等が発生した場合に物価スライド（物価や賃金上昇に伴う給付調整）を行わない、あるいは部分的にしか行わないという仕組みである。

図表3 オランダの職域年金制度改革の概要

時期	概要
1990年代後半～2000年代	ITバブルの崩壊の影響を受け、年金基金の財政状況が悪化。拠出の安定化を企図した改革と共に、年金基金の監督強化を実施 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2004年：条件付き物価スライドの導入、平均給与型DBへの移行</li> <li>・ 2007年：FTKの導入。公正価値に基づく年金基金監督へ</li> </ul>
2010年代	抜本的な積立水準の改善が見込めず、更なる年金制度改革の必要性を議論・合意 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2015年：FTKの改正、nFTKの導入。積立水準の回復に必要な期間短縮の一方で給付減額の要件緩和</li> <li>・ 2019年：基本合意(Pension Agreement)成立</li> </ul>
2020年代	DCへの全面移行の決定 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2020年：年金改正法案提出</li> <li>・ 2023年：将来年金法(Wtp)の施行</li> <li>・ 2028年(予定)：職域年金のDCへの全面移行完了</li> </ul>

(出所) Ed Westerhout et al., “Reforming the Dutch pension system to ensure sustainability” September 30, 2024 等各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> DNB データベース (2025年9月18日付) より。

また、政府は年金監督の枠組みの強化も図った。2007 年には、企業年金規制の枠組みとして FTK (Financieel Toetsingskader) が導入された。年金債務の公正価値評価はイールドカーブが用いられることとなり、年金債務の概ね 105%以上の資産を求める積立規制に加え、一定の条件下で発生しうる損失を算出し対応可能なバッファを求める規制も導入された。一定期間にわたってこれらの要件を満たさない基金は、規制当局であるオランダ中央銀行 (DNB) に対し、給付減額や条件付き物価スライドの適用を含めた、回復計画を提出することが定められた。

「集団型 DC (CDC)」を採用する動きも進んだ。CDC は、年金法制上は DB である。加入者の個人勘定は設定されず、給付算定式に基づき給付額が決定され、FTK も適用される。ただ、労使協約に基づき一定期間掛金水準が固定され、当該期間中に積立比率が一定以下に低下した場合に給付減額も可能とされる制度設計であり、DC の特徴を併せ持つと言えた。国際財務報告基準 (IFRS) に基づく財務報告上、一定の条件を満たせば DC として扱われうる点も注目された<sup>10</sup>。

このようにオランダでは、高い積立水準を求める DB の枠組みを維持しながらも、年金財政の状態次第では給付調整もあり得るという仕組みを通じて、「DC 化」が進められてきたと言える。グローバル金融危機後の 2010 年代には、2015 年の FTK 改正と nFTK の導入 (給付削減の要件緩和等) などが実施された。その上で、今般の DC への完全移行が決定された。

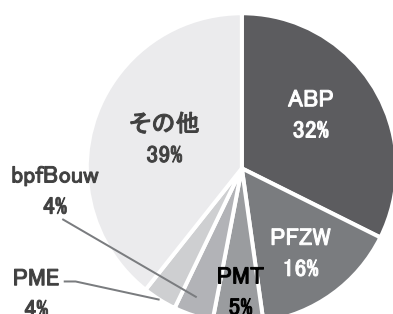
### 3. 大きなシェアを占める産業基金と年金プロバイダー

職域年金制度において中心的な役割を果たしている産業基金には、公務員等が対象の ABP を筆頭に、PFZW (ヘルス・福祉セクター)、PMT (金属・技術セクター)、bpfBOUW (建設セクター)、PME (金属・エレクトロニクスセクター) 等があり、これら上位 5 基金の資産残高は職域年金の 6 割超を占める (図表 4、5)。

一般的に、産業基金は、年金の資産運用、フィデューシャリー・マネジメント (後述する)、事務管理を年金プロバイダーや資産運用会社にアウトソースしている。年金プロバイダーの中で特に大きなシェアを占めるのが、APG アセット・マネジメント (以下 APG)、PGGM、MN の 3 社である。産業基金の上位 5 基金では、ABP と bpfBOUW が APG に、PFZW と PMT が PGGM に、PME が MN グループにアウトソースしている (図表 6)。

<sup>10</sup> 板津直孝「リスク分担型企業年金と IFRS—オランダの集団型確定拠出年金 (CDC) のケース—」『野村資本市場クォーターリー』2016 年春号 (ウェブサイト版) を参照。

図表4 年金基金の運用資産残高シェア



(注) 年金業界誌 IPE の“IPE Top 1000 European Pension Funds 2025: Netherlands country report”より。

(出所) Bocconi Students Investment Club, IPE 等より野村資本市場研究所作成

図表5 産業基金上位5基金の概要

基金名	セクター	加入者・受給者	資産残高 (億ユーロ)
ABP	公務員・教育	314 万人	5,188
PFZW	ヘルス・福祉	295 万人	2,468
PMT	金属・技術	130 万人	842
bpfBOUW	建設	75 万人	660
PME	金属・エレクトロニクス	63 万人	566

(注) 1. 加入者・受給者数については、ABP、PFZW、PMEは2024年、bpfBOUWは2025年の数値。PMTは時点不明（ウェブサイト上の公表情報）。  
2. 資産残高は IPE “IPE Top 1000 European Pension Funds 2025: Netherlands country report”より。

(出所) 各基金の年次レポート及びウェブサイト（加入者・受給者数）、IPE（資産残高）より野村資本市場研究所作成

図表6 年金プロバイダー大手3社の概要（2024年）

	APG	PGGM	MN
運用資産残高	6,160 億ユーロ	2,611 億ユーロ	1,610 億ユーロ
加入者数	460 万人	581 万人	200 万人
主なサービス提供先	ABP、bpfBOUW、SPW、Pensioenfonds Schoonmaak、PWRI、SPMS、Pensioenfonds voor de Architectenbureaus、PPF APG	PFZW、PMT、BPF Schilders、StiPP、Koopvaardij、Pensioenfonds Particuliere Beveiliging、SPH、Smurfit Kappa	PME 他 9 基金

(注) 2030年以降、APGはABPの意向によりABPの資産運用のみを担当する方針を決定。ABPはAPGの92%を保有する株主。

(出所) 各社ウェブサイト、年次レポート等より野村資本市場研究所作成

年金プロバイダーの提供する主なサービスとしては、まず、各基金の投資方針に則り、実際の資産運用を実行することが挙げられる。その際、自社による運用と外部資産運用会社への委託を組み合わせている。フィデューシャリー・マネジメント・サービスでは、基金に対し運用に関する独立した助言の提供や、運用が適切に実行されているかのモニタリングを提供する。例えばAPGでは約1,200人の運用の専門家を擁し、運用資産残高の70%程度を自ら運用している。また、2017年にフィデューシャリー・マネジメント部門を創設し、資産・負債の総合管理（ALM）手法や、戦略的アセットアロケーション、リサーチ&アナリティクス、フィデューシャリー・マネジメント責任投資（FMRI）、クライアント・マネジメントといった専門チームを配置した。同社では環境・社会・ガバナンス（ESG）投資にも注力しており、人権、多様性、環境、気候変動等の課題を基金にアドバイスしている。

その他、事務管理においても、年金プロバイダーは多岐にわたってサービスを提供している。加入者・受給者データの記録・管理、基金に対する法的・年金数理的なアドバイス、加入者コミュニケーション、掛金の徴収と給付の支払い、報告書の作成等である。

#### 4. 最大手基金 ABP のガバナンス体制とアセットアロケーション

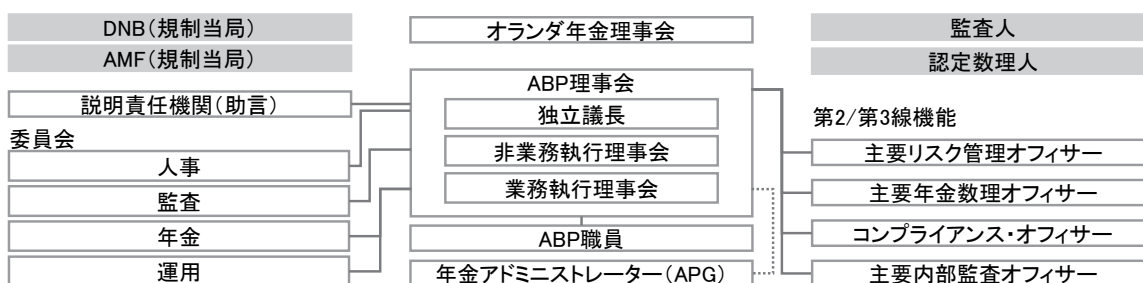
基金の運営と資産運用のイメージを提供するべく、最大手 ABP のガバナンス体制とアセットアロケーションを概観する。ABP は、公務員及び教育セクターの職員等を対象とする年金サービス提供機関であり、1922 年に創設された。欧州年金基金の中でも最大級のアセットオーナーとして知られる。

ABP は、強固なガバナンス体制の下で運営されている<sup>11</sup>。その中心には、独立議長、非業務執行理事会、業務執行理事会で構成される理事会（General Board of ABP）がある（図表 7）。非業務執行理事会は、ABP の業務執行を監督する役割を担う。理事会の下に、理事等により構成される 4 つの委員会（人事、監査、年金、運用）が設置されている。運用委員会と年金委員会は、業務執行理事に対し基金の方針や戦略についての助言を行う。監査委員会は非業務執行理事の監督業務を支援し、人事委員会は理事会や主要オフィサー、監査委員会の外部メンバーの支援を行う。

年金基金をめぐる主要なステークホルダーとして、雇用主、従業員、受給者が挙げられるが、これらステークホルダーは 2 つの経路で ABP のガバナンスに関与することが可能となっている。一つは、理事会に対する助言機関の位置付けで設置されている説明責任機関で、19 人が従業員代表、13 人が受給者代表、16 人が雇用主代表という構成である。掛金拠出の方針、戦略的投資方針などに関する助言を行う。もう一つは非業務執行理事の指名で、説明責任機関のメンバーが行う。内訳は雇用主代表が 5 名、従業員代表が 4 名、受給者代表が 3 名を指名する形になっている。

資産運用においては、理事会が運用委員会の助言等も踏まえて投資方針を策定し、アウトソース先の APG が、当該方針に定められた範囲内で許容されるリスクを取りつつ、持続可能かつ責任ある方法で高いリターンを追求する。ABP の 2024 年末時点のアセットアロケーションを見ると、図表 8 の通り、債券が 39.7%、株式が 29.8%<sup>12</sup>、オルタナティブ

図表 7 ABP のガバナンス体制



（出所）ABP アニュアルレポート 2024 より野村資本市場研究所作成

<sup>11</sup> ABP のガバナンス体制に関する記述は、ABP アニュアルレポート 2024（ABP, “Annual Report 2024”）に基づく。

<sup>12</sup> 日本の上場有価証券への投資は 2025 年 9 月末時点で 84.6 億ユーロだった（ABP, “Overview - listed investments” より）。

図表 8 ABP アセットアロケーション (2024 年)

アセットクラス		保有割合
債券	国債	9.9%
	長期国債	12.5%
	社債	10.7%
	新興国債券	5.3%
	インフレ連動債	1.3%
	小計	39.7%
株式	先進国株式	24.7%
	新興国株式	5.1%
	小計	29.8%
オルタナティブ投資	プライベート・エクイティ	9.2%
	コモディティ	4.1%
	オポチュニティ・ファンド	0.1%
	インフラ	6.0%
	ヘッジファンド	0.8%
	小計	20.1%
不動産		9.5%
オーバーレイ		1.0%
合計		100.0%

(注) オーバーレイは、通貨ヘッジ等。

(出所) ABP アニュアルレポート 2024 より野村資本市場研究所作成

資産が 20.1%、不動産が 9.5%だった。DNB のデータによれば、オランダの年金基金全体の資産配分は、債券 44.0%、株式 28.4%、不動産 9.6%、その他（プライベート・エクイティ、インフラ、ヘッジファンド等）17.9%だったので、ABP は平均に比べ債券比率が 4%ポイント程度低く、その分オルタナティブ投資や株式の比率が若干高めという内容だった。

### Ⅲ 将来年金法の下での年金制度

#### 1. 連帯拠出スキームと柔軟拠出スキーム<sup>13</sup>

将来年金法の施行により、職域年金は、遅くとも 2028 年 1 月 1 日以降、原則として DC 制度として運営されることとなる（図表 9）。新制度下では、連帯拠出スキーム（SPR）と柔軟拠出スキーム（FPR）、拠出建て給付スキームの 3 種類が利用可能である。

SPR は、基金が一括で資産運用を行う集団型 DC である。運用内容はライフサイクル型が採用され、若年層向けには高リスク資産への投資、高齢社員向けには金利ヘッジ等にフォーカスした運用が想定されている<sup>14</sup>。給付形態は、終身年金である。

<sup>13</sup> 企業年金連合会「企業年金に関する基礎資料 令和 6 年度版」（2025 年 2 月）のオランダの年金制度に関する章を参照した。

<sup>14</sup> 例えば、2025 年に新制度への移行を完了した基金（Stichting Beroepspensioenfonds Loodsen）では、加入者が 50 歳になるまで金利ヘッジは行わず、50 歳以降徐々にヘッジを行い、60 歳到達時に 100%に引き上げる方針を示している（“Dutch frontrunners reform their interest rate hedges,” IPE, January 7, 2025 より）。

図表 9 将来年金法の新制度の概要

新制度の主な変更点	<p>【公的年金】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 65 歳時点の平均余命延伸に応じて支給開始年齢が引き上げられるが、当該引き上げスピードの緩和</li> </ul> <p>【職域年金】</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2028 年 1 月 1 日までに DB から DC への移行が求められる</li> <li>・ 選択肢は SPR、FPR、拠出建て給付スキームの 3 種類</li> <li>・ FTK 下の積立水準の維持は求められない</li> <li>・ 加入者の個人勘定が設けられる</li> <li>・ 拠出率は、年齢に応じて料率が引き上げられる方式から、年齢に関わらず全加入者一律の料率へ(注 1)</li> <li>・ 年金受給者等の、発生済み年金受給権についても原則として移行が求められる</li> <li>・ 個人勘定残高の一部を一時金として引き出すことが可能に(注 2)</li> </ul>
SPR の特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 年金基金が運用を一括で行う集団型 DC</li> <li>・ 加入者の年代毎のリスク許容度等に基づくライフサイクル型の運用</li> <li>・ 運用収益はあらかじめ定められたルールに基づき個人勘定に配分</li> <li>・ 連帯準備金の積み立てが求められる</li> <li>・ 個人勘定資産に基づく終身年金給付</li> </ul>
FPR の特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 加入者自身が個人勘定資産の運用指図を行う</li> <li>・ 個人勘定資産に基づく固定型または変動型の終身年金を選択可能</li> <li>・ ソーシャル・パートナーの判断で、連帯準備金に類似のリスク分担メカニズムの導入も可能</li> </ul>
拠出建て給付スキームの特徴	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 保険会社等が提供</li> <li>・ 個人勘定資産に基づく固定型または変動型の終身年金を選択可能</li> <li>・ 公的年金支給開始年齢の 15 年前から、拠出及び個人勘定資産を元本保証付き固定終身年金に充てることが可能</li> <li>・ 連帯準備金のようなリスク共有の仕組みは無い</li> </ul>

(注) 1. 一律掛金への移行により、40～55 歳前後の加入者に不利益変更が生ずる可能性があり、適切な補償を行うことが求められている。A&O Shearman, “The Future of Pensions Act (Wtp): What do employers need to know?” June 4, 2025 より。

2. 2025 年 7 月 1 日開始予定だったが見送られ、社会問題雇用省 (SZW) は早くても 2026 年 7 月になることを書簡で通知。Rijksoverheid, “Plan kabinet voor een bedrag in eens bij pensioering”より。

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

SPR の最大の特徴とも言えるのが、年金給付の安定を図ることを目的とした、連帯準備金の積み立てが求められる点である。連帯準備金の原資は、拠出の一部（上限 10%）と運用収益から保全収益を控除した超過収益の一部（上限 10%）から成る。運用不振時の穴埋めに使われると共に、給付の上乗せにも活用できる。積立規模は、年金資産総額の最大 15%とされている。

2 つ目の FPR は、日本や米国の DC に、より近い制度である。基金は複数の運用商品を加入者に提示し、加入者はリスク許容度に応じた運用を自ら選択することが可能である。商品のラインナップとしては、主にライフサイクル型運用の商品が想定されている模様である。給付形態は、固定型又は変動型の終身年金を選択することが可能である。

3 つ目の拠出建て給付スキームは、保険会社等により提供される。保険会社等が、加入者の求めに応じて、個人勘定資産に基づき、固定型の終身年金等を提供する。

## 2. 年金基金の多くが SPR を選択

ABP や PFZW を含め、大手基金の大半は SPR を選択している。ABP は SPR を選択した理由として、①連帯性が強く公務員・教員セクターとの親和性が高い、②集団運用により高い年金成果が期待できる、③FPR の方が投資選択の自由度が高い一方で、選択肢が多い

ことが加入者の心理的ストレスを生むとの研究結果が示されている、④FPRの複雑さ（選択肢の多さ等）からエラーのリスクや追加的なコストの可能性など加入者のケアの強化を要する、等を挙げている<sup>15</sup>。また、PFZWも、SPRは「リスクを集団的かつ連帯的に分配すること、大きな変動による給付の下落リスクを抑えること、加入者の福利向上を達成する可能性が高いこと」を指摘する。そして、加入者調査の結果を踏まえて、SPRを選択したと説明している<sup>16</sup>。

今般の制度改正では、年金受給者等の発生済み年金受給権についても原則として移行が求められている<sup>17</sup>。制度上は、これら受給者等については現行制度の維持も可能であるものの、ABPやPFZWを始めとする大手基金は、巨額のコストを理由に完全移行を選択している<sup>18</sup>。

企業基金でもフィリップス、ユニリーバ、ハイネケン、KLM等はSPRを選択している。他方、シェルはFPRを選択した。同社は2013年7月、DBであるSSPF (Stichting Shell Pensioenfonds) の新規加入を停止し、2013年7月以降入社に従業員向けにDCであるSNPS (Shell Nederland Pensioenfonds Stichting) を導入した。SNPSがDCであること、また、DBのSSPFについても従業員の多様性や教育水準等を踏まえた上で、FPRが選択された。なお、シェルは2024年に、SSPF及び海外年金基金のフィデューシャリー・マネージャーを変更している。それまでは同社の運用部門であるサムコ (Shell Asset Management Company: Samco) が担っていたが、オランダの年金基金についてはブラックロック、海外のスキームについてはゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントにそれぞれ変更された<sup>19</sup>。

### 3. 移行の進捗状況

移行にあたっては、労使で新年金制度の内容について合意し、DNBの承認を得る必要がある。DNBでは専門チームを設置し、移行への指導や監督を行っている。また、雇用主、アドバイザー、金融機関、各産業の業界団体等が移行に向けた支援を行っている（図表10）。

現状、移行時期は2026年1月又は2027年1月に分散すると見られている。2025年中に6基金、2026年1月には、PFZW、PMT、bpfBOUW等の大手基金を含む24基金が移行した。2027年1月には、ABP及びPMEの移行が予定されており、DNBによると、2027年中にはほぼ全ての基金が移行を完了する見込みである。

<sup>15</sup> ABP, “Transitieplan,” 2024.

<sup>16</sup> PFZW, “Transitieplan,” 2024.

<sup>17</sup> 発生済み年金受給権移行のケースはオランダの他にデンマークがあるが、世界的に見ても希少と指摘されている (Netspar, “Transition to a new pension contract in the Netherlands”より)。

<sup>18</sup> 産業基金や労働協約に基づく年金基金設立の場合、原則として加入者・受給者の同意は不要とされている。当初、発生済み年金受給権の移行に対する異議申し立てや投票を義務付ける案も出されたが、採用されなかった。

<sup>19</sup> SSPF, “Transition Plan SSPF,” July 2024; “Netherlands country report 2025: Is the fiduciary management outsourcing trend set to continue?” IPE, September/October, 2025.

図表 10 移行支援の取り組み例

- 雇用主や労働者等の業界団体、社会・雇用省が運営するウェブサイトにて、事業主向けの標準的な移行プランのテンプレートを提供
- 保険会社が顧客向けにウェビナーやイベントを開催し情報を提供
- オランダ金融市場庁 (AFM) が年金アドバイザーに対して、タイムリーな移行の重要性とアドバイザーの役割を示す書簡で周知
- オランダ産業雇用主連合 (VNO-NCW) が、事業主向けに年金アドバイス費用の補助金を提供

(出所) 独立政府年金移行委員会より野村資本市場研究所作成

## IV 制度移行の中長期的な注目点

### 1. 基金の種類ごとに分かれる対応

上述の通り、産業基金では SPR への移行が中心のだが、移行に際して組織面の変更は特に行われず、従前の資産運用会社や年金プロバイダーが引き続きサービス提供していく模様である。すなわち、現時点で、基金運営における大きな体制変更は顕在化していない。

企業基金についても大半が SPR を選択すると見られている。ただし、企業型基金は現役加入者の 28% が DC に加入しており、9% に留まる産業基金に比べれば FPR 移行のハードルが低いと見ることもできる。また、今後ライフサイクル型運用やオルタナティブ投資等、これまでと異なる分野の専門性が求められる場合や、加入者コミュニケーションの拡充などのために、外部委託先の選定が加速する可能性も指摘されている<sup>20</sup>。

中小規模の基金については、昨今の金利上昇の後押しもあり、いわゆる年金バイアウトが増加している点も見逃せない<sup>21</sup>。DNB は、将来年金法の下での制度移行に比べると簡便なこともあって、中小規模基金にとって年金バイアウトは移行に代わる選択肢になっていると指摘する<sup>22</sup>。実際、アフメア、ASR、アソラ、NN といった生命保険会社により過去 2 年間で約 70 億ユーロの案件が実行されている。保険会社の新たなビジネス獲得の機会になりうるとの指摘もある<sup>23</sup>。

このように、制度移行の具体的な対応は、雇用主の規模や基金の種類などに応じて分かれていく可能性がある。最終的にどのような形に落ち着くのか、引き続き注視していく必要がある。

### 2. 国債市場、金利スワップ市場への影響

年金基金の資産運用については、FTK 下の積立水準維持を目的とした債務重視の運用から、年代毎のリスク許容度を勘案したライフサイクル型運用へのシフトが進むものと見られている。結果的に、超長期債及び金利スワップのニーズが従前に比べて減少するとの観

<sup>20</sup> 前掲脚注 19 の資料参照。

<sup>21</sup> “Dutch insurers see buyout market accelerate,” *IPE*, November 4, 2025.

<sup>22</sup> “Insurers acquire €7 billion in pension fund liabilities,” *DNB News*, December 16, 2025.

<sup>23</sup> Deloitte, “De Nederlandse pensioen- en verzekeringsmarkt: Outlook 2025,” September 1, 2025.

点から、欧州市場関係者の間で、基金の動向に対する注目度が高い状況が続いている。オランダの年金基金は、オランダ国債を始めとする欧州諸国の国債保有主体として存在感が大きく、欧州中央銀行（ECB）は、将来年金法の下での制度移行が、欧州諸国の国債需給に影響を及ぼし得ると指摘する<sup>24</sup>。また、DNBは市場アナリストの見通しに基づき、今般の改正に伴い、年金基金は25年超の長期債と金利スワップの保有を1,000億～1,500億ユーロ削減するとの予測を示している<sup>25</sup>。

このように移行による超長期債及び金利スワップ市場への影響が指摘されているものの、移行時期が2026年と2027年に分散されていることから、マーケットへの影響はある程度抑えられるとDNBは指摘している<sup>26</sup>。特に大規模基金は段階的に資産配分をシフトするとも見られている。

また、FTKの厳正な積立基準対応が不要になったとはいえ、SPRでは連帯準備金の積み立てが求められる。給付安定化目的の資金として、連帯準備金がどのようなリスク管理の下でどのようなアセットクラスを中心に運用されるのかも、今後の注目点と言えよう。

### 3. オルタナティブ投資増加の可能性

DC移行後のライフサイクル型運用では、若年世代向けに高めのリスクテイクが可能であり、オルタナティブ投資に対する需要の増加が予想されている。制度移行により、プライベート・エクイティやクレジット投資へのアロケーションが約5%上昇し、900億ユーロ程度増加するとの推計もある<sup>27</sup>。

もっとも、前述の通り、オランダの年金基金においては、既に一定程度のオルタナティブ投資が行われている。また、オランダにおいても高齢化の進行が予想されるが、若年世代向けのリスクテイクが実際のところどの程度の規模感になるのかは、中長期的な観点で見えていくのが適当であろう。米国ではトランプ政権の下、DCによるオルタナティブ投資促進策が打ち出され、英国では「マンションハウス協定」の下でDCを通じた非上場株式投資拡充の取り組みが進められている<sup>28</sup>。加入者が運用指図する米国401(k)プランに比べれば、集団運用のSPRの方が非流動的資産への投資の自由度が高いのは確かであり、DC運用をめぐるグローバル・トレンドの観点からも、オランダの今後の動向は注目される。

<sup>24</sup> ECB, “Financial Stability Review, November 2025,” November 26, 2025.

<sup>25</sup> DNB, “New pension contract: implications for international interest rate markets,” October 22, 2025.

<sup>26</sup> 前掲脚注25の資料参照。

<sup>27</sup> “Dutch Pensions Go Collective,” Retirement Income Journal, January 5, 2026.

<sup>28</sup> 米国については、橋口達「米国確定拠出型年金におけるオルタナティブ投資を促進する大統領令」『野村資本市場クォーターリー』2025年秋号、英国については、関田智也「英国『マンションハウス協定』の概要と進捗—個人投資家の非上場株式投資拡大に向けた取り組み—」『野村資本市場クォーターリー』2025年冬号を参照。

#### 4. サステナブル投資の重視は継続

オランダの年金基金では一般的に、環境・社会・ガバナンス（ESG）を重視した運用方針の採用、開示やエンゲージメント等への取り組みが進んでいる。こうした傾向の背景として、同国が地理的な環境によって、海面上昇や干ばつ、熱波といった気候変動の影響を大きく受け、社会的コストや生態系被害が指数関数的に増大する可能性があることも挙げられよう。

年金基金は法令により、ESG リスクを長期リスクとして考慮することを求められており、投資方針においていかに環境、気候、人権、社会関係を考慮しているかを開示する必要がある。また、DNB も年金基金に対して、ESG リスク管理や評価、開示を積極的に促しており、2026 年には、気候・自然関連等のリスクを、規制上のリスク評価に組み込む方針を示している。

実際、大手基金は ESG を重視した運用を行っており、方針が合致しない資産運用会社からの資金引き揚げも辞さない状況である（図表 11）。最大手の ABP や PFZW 等は加入者向けのサーベイを実施し、多くの加入者がサステナブル投資に賛同しているとの回答結果を公表している<sup>29</sup>。

このような状況を踏まえると、制度移行後もサステナブル投資の重視は維持されるのではないと思われる。その際、加入者向け情報開示は従前以上に重要となろう。

図表 11 ESG 投資に注力する大手年金基金

ABP	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2030 年までにインパクト投資を 300 億ユーロに拡大、2050 年までに GHG 排出ネットゼロ実現等を目標</li> <li>・ 化石燃料関連企業やたばこ、兵器製造会社への投資からの撤退。北海における洋上風力発電プロジェクトを推進、オランダの電力需要の 8%を担う計画</li> </ul>
PFZW	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 3D 投資（リスク・リターン・サステナビリティを重視した運用）を実践、エンゲージメント活動にも注力</li> <li>・ リーガル&amp;ジェネラルやブラックロック、AQR キャピタル・マネジメント等から資金を引き揚げ、ロベコ、シュローダー、M&amp;G、UBS、PGGM への委託に切り替え</li> </ul>
PME	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 2050 年までにネットゼロ達成を目標</li> <li>・ 株式ポートフォリオ戦略につき、ブラックロック等から資金を引き揚げ、MN や UBS 等への委託に切り替え。今後、投資対象を絞り、サステナビリティにさらに注力する方針</li> </ul>

（出所）各種報道、各基金ウェブサイトより野村資本市場研究所作成

<sup>29</sup> ABP のサーベイでは、加入者の 78%が責任ある投資を行うことは重要だと回答（ABP, “Hoe denken deelnemers over ons beleggingsbeleid?” May 26, 2025）。PFZW のサーベイでは、64%の加入者がサステナブルな投資を行うことが重要だと回答（PFZW, “We luisteren naar onze deelnemers,” 2025）。

## 5. DC化したDBから連帯準備金付きのDCへの移行

今回の制度移行を端的に表現すれば、FTKの下で既に一定程度DC化していたDBから、給付水準が変動するとはいえ終身年金が提供され、安定化のための連帯準備金まで伴うDCへの移行である。バランス型ではなくライフサイクル型運用としたことにより、加入者の年代毎にリスク許容度が異なる点にも配慮している。抜本的な改革であることは論をまたないが、可能な限り飛躍を伴わない変化が志向されたことも見て取れる。

集団型DCの難点は、加入者等が最終的な運用リスクを負うにも関わらず投資の意思決定権を持たないことである。その点、オランダでは従前より、雇用主と従業員に加え年金受給者も関与することのできるガバナンス体制が定着していた。換言すれば、そのようなガバナンスが機能して、初めて集団型DCの適切な運営が担保されると見ることもできる。同時に、加入者の金融リテラシー向上は、どのタイプへの移行かを問わず、重要性を増すのではないだろうか。ちなみに、OECDが2022年に実施した金融リテラシー調査によれば、オランダの成人の金融リテラシー・スコアは64で、同調査に参加したOECD諸国平均の63と同程度だった<sup>30</sup>。

連帯準備金の運用のあり方、高齢化が進む中でのライフサイクル型運用の将来像など、今般の制度移行がオランダ内外の金融資本市場に及ぼすインパクトについては、中長期的な観点から見極めていく必要があるだろう。

<sup>30</sup> 金融知識、金融行動、金融態度に関するスコアの合計で最大100。日本は同調査に不参加だった。OECD/INFE, “OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy”より。