

監督者から見た DC のリスク・マネジメント －IOPS の報告書を踏まえて－

2017年4月10日

杉田 健¹

要旨

DC（確定拠出型年金）のリスク・マネジメントについての論文が少しずつ増加しつつあるが、その中で IOPS（国際年金監督者機構）の 2010 年のワーキングペーパーは、監督者の立場から各国事例を踏まえて包括的にまとめてあり多くの論点を提供している。本稿はこのワーキングペーパーの要旨に最近の文献による情報を付加して、DC のリスク・マネジメントの概要および各国の状況を紹介するものである。DC には DB（確定給付型年金）のように積立不足に陥るリスクはないが、投資リスク、コスト、オペレーショナル・リスク、リタイア時の DC 貯蓄の取崩リスクの 4 つが考えられる。本稿は主にこの 4 つのリスクについて取扱う。

キーワード：DC、リスク・マネジメント、IOPS、投資リスク、自動加入

1.はじめに

本稿は、IOPS（International Organization of Pension Supervisors、国際年金監督者機構）の 2010 年のワーキングペーパー「DC のリスクの管理と監督」（以下 IOPS(2010)）を要約するとともに、この文献は 7 年前のものであるので、適宜他の文献を参照して最新のデータを補いつつ、DC のリスク・マネジメントについてまとめたものである。リスク・マネジメントに関する文献は、DB(確定給付型年金)については多いが、DC(確定拠出型年金)については歴史が浅いこともあり少なく、最近少しずつ増えてきている状況である。その中で IOPS(2010)は監督者の立場から各国事例を踏まえて包括的にまとめてあり多くの論点を提供しているので、参考となるところが多い。DC には DB のように積立不足に陥るリスクはないが、主要なリスクとして、投資がうまくいかないリスク、手数料や報酬等のコストが高くなるリスク、事務ミスやシステム障害で運営がうまくいかないリスク、およびリタイア時の DC 貯蓄の取崩がうまく老後の所得につなげられないリスクの 4 つが考えられる。次の第 2 節で総論を述べたのちに、第 3 節では IOPS (2010) で紹介されている 9 か国（オーストラリア、チリ、香港、イタリア、ルーマニア、スロバキア、スペイン、トルコ、英国）について上記 4 つのリスク対応を紹介する。

¹公益財団法人年金シニアプラン総合研究機構特任研究員（メールアドレス：k-sugita@nensoken.or.jp）。なお、本稿中評価や意見に関する部分は私見であり、所属機関のものではない。

2.総論

2.1 DC のリスク・マネジメントの特徴

2.1.1 増大する DC のリスク・マネジメントの重要性

DC という用語は、メンバーの給付が拠出額および投資収益の合計額のみである「純粋な DC」から最低限の利益が保証されている制度に至るまで、世界中の広範な制度に適用されるが、これらの年金制度のリスク・マネジメントおよびそれを踏まえた監督はいくつかの理由から重要性が増している。長寿が政府や雇用主に年金を提供するためのコストを押し上げるにつれて、公的年金や確定給付（DB）型の職域年金制度は、DC で補足または代替される傾向が増大している。さらに DC のリスク・マネジメントと監督についても、2008 年の金融危機により問題意識が高まってきた。なぜなら、いくつかの DC は株の暴落を受けて 20-30% の大幅な投資損失を経験したからである。年金貯蓄の価値の大幅減少は、退職に近い労働者や払出し段階にあるが保守的なポートフォリオに移行していない勤労者にとって最大の関心事である。また、寿命が延びていることは終身年金を購入していない勤労者にとって大きな関心事となろう。多くの国で、DC は歴史が浅く、DC 契約が中心の者がまだほとんど引退していないが、それらの国の DC が発展し成熟するにつれて、DC のリスク・マネジメントおよびそれを踏まえた監督はますます重要になるだろう。

2.1.2 DC のリスク・マネジメントの特徴

DC と他の形態の年金制度との主な違いは、個々のメンバーが、制度に内在するリスクを負うことである。これらのリスクには、投資リスク、オペレーションの障害等が含まれる。このようなリスクは DB にもあるが、DB の場合は、母体企業や保険会社が投資損失や寿命の延長に起因する「積立不足」を補填し、オペレーションのミスによる手数料や費用または経費の増加も吸収してくれる。一方 DC では、これらの投資リスク、オペレーションの障害等はすべて、個人勘定残高に影響を及ぼす。結果的に年金所得が不十分になるリスクが生じる。

2.1.3 DC の監督と DB の監督の違い

DC の年金監督者が保護しようとしているのは DC 加入者の成果であり、見極めるべきリスクは、メンバーが最適な退職後所得に到達しないリスクである。このリスクを避けるためには、適切な拠出の決定、効果的な管理、適切な投資判断、資産の保全、適切な払出し決定をする必要がある。これに対して、DB に対する監督当局の注目点は、制度の母体企業が約束された給付が提供されることを確実にするために制度に十分な資金を確保していることを確認することであり、投資リスク、長寿リスク、インフレ・リスク等はすべて、基金または制度のソルベンシー（支払能力）の評価の中で考慮される。その結果、DB の監督手法は、資金調達とソルベンシーの問題に焦点を当て、前提を吟味し、環境悪化の場合でも給付の約束が果たされるかを評価するためにストレステストを行うことが多い。DC では、給付は保証されていないため、結果ではなくプロセスに重点を置く必要がある。

DC の加入者は、以下の一連の意思決定を行わざるを得ないので、DB と異なり意思決定が適切でないリスクがある：

- いくら拠出すべきか
- どの制度に加入すべきかまたはどの受託金融機関を使うべきか
- 自分の資金をいかに投資すべきか
- リタイア時にどの商品を購入すべきか

多くの研究の示すところによれば、これらの決定は、たとえ監督当局が十分な情報を与えることを保証していたとしても、ほとんどのメンバーが不慣れなものである。個人が自分に最適な決定をする能力に限界があるために、市場メカニズムが効果的に働かないで受託金融機関が有利になるかもしれず、例えば手数料が高いと言った事象が発生する可能性がある。

2.1.4 DC のリスク分類

以上を踏まえると、DC のリスクは以下のように分類できる：

- 投資リスク
- 高いコスト
- オペレーションのリスク（個人アカウントの管理および外部委託を含む）
- リタイア時の DC 貯蓄の取崩リスク

一部の国の DC では保証を提供しているが、この場合は DB 同様積立不足のリスクが発生する。このような DB 的要素のある DC については、本稿の対象外として論じない。

2.2 透明性の確保と教育

DC のリスクをマネージしようとする最初の方法は、加入者の理解を深めることである。メンバーがさらされているリスクを管理するための知識と関与が不足しているということであれば、このリスクを緩和しようとする最初の試みは、リスクをマネージするために必要な情報と支援を提供することである。これは以下に示すとおり、いくつかの方法で行うことができる。

2.2.1 情報開示義務

加入者の理解を深める手段としてまず考えられるのが、年金監督者が年金基金に情報開示義務を課し、その後に監督当局が適切に実施されているかを検証することである。

2.2.1.1 OECD のガイドライン

OECD が 2003 年に公表した「職域年金制度の加入者および受給者の権利保護のためのガイドライン」²は、情報開示に関する詳細な要件を規定している。このガイドラインは、自らの投資を管理することが必要とされる DC の加入者および受給者に、以下を提供すべきであることを強調している。

² OECD 2003 "Guidelines for the Protection of Rights of Members and Beneficiaries in Occupational Pension Plans" <http://www.oecd.org/dataoecd/16/33/34018295.pdf>

- 制度の各加入者が、賢明な投資判断を行うための適切な情報
- 利用可能な金融商品の性格（投資パフォーマンスおよびリスクを含む）
- 投資選択（料金、手数料および報酬、ポートフォリオ構成、投資パフォーマンスデータを含む）に関する標準化された、相互比較可能な情報

2.2.1.2 IAIS の提言

メンバーや受給者にどのような情報が提供されるのかだけでなく、提供される方法も重要であり、保険監督者国際機構（IAIS）は 2006 年に情報のあるべき姿を次のように提言している³：

- 市場参加者による意思決定にとって適切であること
- 決定が下される時点で利用可能なように時宜を得ていて、最新のものに更新されていること
- 過度の費用や遅滞なしに市場参加者がアクセス可能であること
- 市場参加者が保険会社の全体像を描けるように、包括的で有意義であること
- 意思決定の基礎として信頼できること
- 異なる受託金融機関の間での比較可能なこと
- 適切なトレンドを判別可能であるように、時系列的に首尾一貫していること

2.2.2 監督当局が情報提供

さらに、監督当局は情報源としての役割を果たし、個々の受託金融機関と市場全体について標準化された比較データ、例えば金融機関毎のコスト比較を提供することができる。

定型的な情報提供にとどまらず、タイムリーな広報も必要であることがある。例えば、2008 年の金融危機の際に多くの年金監督当局が年金貯蓄の長期的性質に鑑みて、短期ボラティリティに反応して資金の切り替え・保守的な資金への転換または任意の制度における解約をすることの危険性を広報した。

2.2.3 投資教育

監督当局は、他省庁と協力して地域においてあるいは、自らのホームページを通じて一般大衆の投資リテラシーの向上に努めている。

2.3 リスクの種類毎の対策

上記の透明性の確保と教育だけでは、リスク・マネジメントに十分ではない。個人の知識と理解の欠如（年金に関する選択をする時の無関心を含む）、年金商品の複雑さ、市場の不完全さ（情報の非対称性等）を考えると、年金市場における競争は必ずしも有効に機能しない。従って、DC の監督当局は、他の規制手段も用いる。これを各リスクの種類毎に解説する。

2.3.1 投資リスク

³ IAIS 2006 "A Core Curriculum for Insurance Supervisors: ICP 26 Information Disclosure and Transparency towards the Market"

2.3.1.1 投資リスクの例

DC 貯蓄の投資の収益率が低くなる要因は以下のとおりである。

- 過度のリスクを取る（従って、所与のリスク・レベルについてのリターンは最大化されない）
- 過度のリスク回避（特に、「安全」または保証されたリターンを提供するデフォルト・ファンドが、拠出額を考慮すると適切なレベルの退職所得を提供できないにもかかわらず、多くの個人によって選択される場合）
- 非効率的なプロセス（所与のリスク・レベルに対して最適とは言えないリターンになってしまう）
- 流動性への注意が不十分
- 退職近くでの市場暴落（流動性リスクの特別な場合）

2.3.1.2 投資リスク監督の困難さ

DC の投資リスクを監督することは容易ではない。DB では、監督当局は主に、積立不足や資産と負債の不一致による投資リスクに焦点を当てている。しかし、DC 資金の中では、特定の成果を達成する確率分布を考える必要があるため、投資リスクを測定することは難しい。加入者に投資商品の選択肢がある場合は、さらに複雑になる。この場合、監督当局はデフォルト・ファンドだけに焦点を当てるか、デフォルト・ファンド以外は十分に規制された情報に基づいて加入者に任せるか、選択を制限するか、または加入者が十分に助言を得ていることを確認することしかできない。

2.3.1.3 投資リスク監督の手段

各国の事例を見ると、以下の事項に関する監督が行われている。

- リスク・マネジメントの仕組み（投資戦略を含む）
- 定量的投資規制
- 商品設計（ライフサイクル・ファンド等）
- リスク量の上限（例えば VaR）
- 保証
- 目標ベースのリスク尺度

以下、逐次解説する。

2.3.1.4 リスク・マネジメントの仕組み(投資戦略を含む)

投資リスクをコントロールする基本的な方法は、ある種のリスク・マネジメントの仕組みを年金制度に組み込むことを義務化することである。多くの国の年金法制において、近年規制が緩和されてきて、慎重人原則⁴が規制と監督の基礎となる原則となってきたことにより、多くの国では DC 監督は成果よりもプロセスに重点が置かれている傾向がある。一部の国

⁴ Prudent Person Rule を訳したもの。日本語では「プルーデントマンルール」または、「思慮ある者の原則」とも呼ばれる。主に企業年金の運用関係者が遵守すべき行動基準（行動規範）で、「各々の職務に応じて専門家としての能力を活かし、思慮深い投資行動を取らなければならない」というもの。

は、慎重人原則の要件を他の国よりも厳密に定めている。例えば、アイルランドでは、デフォルト・ファンドの資産配分が慎重人原則に基づくことを数理的に認定されるべきとしており、実際にはライフサイクル・ファンドを採用すべきとしている。南アフリカでは、コンプライアンスをチェックするために保険数理上の負債を有していない場合でも、DC スキームを3年毎にアクチュアリーが証明し監督当局にコピーを送ることが義務付けられている。

多くの国では、年金基金に運用基本方針の策定を義務づけることが一般的である。例えば、EU の職域年金指令でも義務となっている⁵。

OECD は、包括的な投資戦略に含まれるべきものについて、以下の要素を含む詳細なガイダンスを提供している。

- 投資目的
- 資産配分
- 分散投資
- 流動性の必要性
- 評価方法
- デリバティブの使用およびモニタリング
- 資産負債マッチング対象（該当する場合）
- パフォーマンスの測定、監視、ベンチマーク
- リスク許容度/リスク監視手順を含む制御手順
- レポート形式と頻度

リスク・マネジメントと投資ガイドラインへの遵守のチェックはプロセス指向である傾向があるが、一部の監督者は、資産配分とリターン（収益率）に関する広範な情報も使用している。例えば、過去のファンド・リターンの全社平均値を算出して相対リターン保証の規制の実施に用いている国がある（後述：2.3.1.8）。

2.3.1.5 定量的投資規制

量的規制を緩和して、その代わりに慎重人原則を使用するという世界的な動きにもかかわらず、多くの国の年金基金には、複数のタイプの定量的投資規制がある。また、定量的投資規制は、投資自体が「慎重」であることを保証するものではないので、定量的投資規制と慎重人原則が併用される場合も多い。

ほとんどの国では、母体企業の株式への投資およびデリバティブ等の流動性に乏しい資産クラスの利用に制限がある。リスク集中を避けるために単一の発行体による有価証券を保有する割合に制限を設けている国もある。多くの国では年金基金や年金受託会社の数が少ないので（例えばチリでは7社、スロバキアは6社）、制度からの定期的な報告によって定量的投資規制を遵守しているかを監視し、是正措置を講じることは比較的容易である。しかし数千ではないにしても数百の制度を監督する国ではこれは困難であり、これらの国で

⁵ EU Directive 2016/2341 December 14,2016 第30条"Statement of investment policy principles"参照。

は慎重人原則に依存することが一般的である。

2.3.1.6 商品設計

個々の制度加入者が選択できるファンドの設計を指定することにより、定量的投資規制をより適切に目標設定できる。一つの方法は、選択できるファンドを、特定の資産配分またはリスク基準を備えた 5 つのファンド（高い株式比率から非常に控え目なものまで）のみとすることである。これは、中南米（チリ等）や東ヨーロッパ（ハンガリー、スロバキア等）で行われているマルチファンドモデルである。メンバーは複数のファンドの中から資金を預けるファンドを選ぶことができるが、特定の年齢を超えるとリスクの高いファンドに投資することはできない。すなわち若いメンバーの方がリスクのあるファンドに資金を割り当てることができる。これは、実質的にライフサイクル投資の一形態となっている。さらに、イスラエルといくつかの東欧諸国は、ライフサイクル投資を法的要件（少なくともデフォルト・ファンドについて）とすることを検討している。

ライフサイクル・ファンドは、名前が同じでも各国で内容が異なっている。例えば、チリは株式の 80%まで高いリスクをとることができるが、メキシコの場合、限度額は最大でも 30%である。

表 1 国別のファンド毎の株式限度

	チリ	メキシコ	ハンガリー	スロバキア	エストニア
オプション 1	40%-80%	30%	100%	80%	50%
オプション 2	25%-60%	25%	40%	50%	25%
オプション 3	15%-40%	20%	10%	0%	0%
オプション 4	5%-20%	15%			
オプション 5	0%-5%	0%			

出典：OECD

2.3.1.7 リスク量の上限

資産クラス毎の割合に上限を設けるのではなく、何らかのリスク量を計測して、リスク量に上限を設けるという考え方もある。メキシコがこの考え方を採用しており、リスク量として VaR(バリュー・アット・リスク)を用いている。VaR は、所定の信頼区間（例えば 95%）および運用期間（例えば 1 年）にわたるポートフォリオの最大損失として定義される。VaR を用いることで、異なる資産クラスやリスク要因を一括してリスクを計測することができるが、課題もある：

- 悪い状態が発生した場合に予想される損失の程度について何も言わない
- 1 年、1 ヶ月、または 1 年という時間枠を持つ VaR モデルは、長期的な年金のリスク尺度として最適ではない
- VaR によってリスク上限を決めると、市場の変動性の大きい時に、上限に達するのでリスク資産の売却を迫られ、その売却がさらに市場の変動を拡大する（すな

わちプロシクリカリエーが発生)

メキシコの年金監督を所管している CON SAR は、2008 年の金融危機を踏まえて、プロシクリカリエー対策として、VaR によって定めるリスク上限を修正した。ベンチマーク・ポートフォリオを設定して、変動性の高い市場において当該ポートフォリオが最大損失の限度に達すると、VaR モデルに適用される信頼区間を拡大するのである。この結果 VaR の値は大きくなり、リスク上限が増える。市場のボラティリティが正常に戻ると、自動的に 95% の信頼区間が復元される。

VaR の限界を考えて、損失分布の形状および分布のテール（裾）部分により敏感な手法が探求されている。期待ショートフォールとしても知られている Conditional Tail Expectation (CTE) は、特定のパーセンタイルを超えるテールのすべての値の平均を提供する。これによって、低確率・高インパクト事象によるファットテール（太い裾）を持つ分布について、VaR より明快な尺度を提供することが期待されている。しかし VaR も CTE も、銀行の支払い能力検証のために考案されたものなので、短い期間を主とし潜在的な流動性リスクにさらされている組織を前提としており、長期投資を旨として不動産のような比較的流動性の乏しい資産にも投資が可能な年金基金に適しているかを検討する必要がある。

2.3.1.8 保証⁶

投資リスクのコントロールの手段としては利回り保証を義務化することも挙げられる。

絶対リターン保証、例えば報酬控除前で 0% 以上、を実施している国は、チェコ、ハンガリー、ルーマニア・スロバキア（保守的ファンドのみ）・スイス・デンマーク（一部）・ベルギー（一部）がある。

相対リターン保証、すなわち年金業界の平均リターン等に関連付けた保証を実施している国は、ブルガリア、クロアチア、ポーランド、ルーマニアがある。

通常、保証は積立段階のみだが、チリの場合は個人口座を原資とする年金が低すぎる場合、年金額を補てんするために政府の補助金が提供されている。

イタリアではデフォルト・ファンドに保証を義務付けている。保証することによって母体企業の支払能力が問われることになり、この点が監督上でも重要になる

2.3.1.9 目標ベースのリスク尺度

まだ学術的な研究だが、年金基金のリスク尺度は短期投資収益率に依存してはならないという立場から、所得代替率等の長期的な目標を設定する考え方もある。設定された所得代替率をもとに、これを達成する適切なベンチマーク・ポートフォリオを複数作成して、そのベンチマークから運用結果が大きく乖離していないかチェックするというものである。

2.3.2 コスト

コスト（手数料・報酬）は、投資収益の減少をもたらし、DC 残高の累積を低くし、退職所得の額を減らすことになるため、DC にとって特に重要である。理論的には競争があれば DC のコストは下がるはずだが、個人の金融教育水準と年金問題への関心の欠如により、市

⁶ IOPS((2010)を Kawin' ski et al.(2012)でアップデートした。

場メカニズムが必ずしもうまく機能せずに、コストが高止まりしていることは珍しくない。

2.3.2.1 透明性の向上

一つの方法はコストの透明性を高めることである。複数の国では監督当局がホームページ上でコストの比較ができるようにしている。

2.3.2.2 不合理でないコスト

コストが不合理でないことを規定して、最終的な判断は裁判所にゆだねるということも考えられる。しかし、このような手段でコストが下がる保証はない。

2.3.2.3 コストの上限

コストに上限を課すことも行われている。例えばスペインではファンド・マネジャーに2%、カストディアンに0.5%の上限を課している。ただし、資金残高比例の報酬に上限を設けても、過剰取引による取引手数料の増大は防ぎようがないので、過剰取引については、投資リスク・マネジメントの観点からチェックするしかない。

2.3.2.4 その他

コストを抑えるもう一つの方法は、まだ商品選択をしていない者（主に新規加入者）に、コストが一番低いファンドを割り当てることである。個人が受託金融機関を切り替えることができるようにすることも一つの手段である。DC運営の認可を与える受託金融機関の数を絞ることで、一つ一つの受託金融機関の受託残高が大きくなり、規模の経済を通じてコスト削減できるようにすることもできる。また、スウェーデンのPPM、デンマークのATP、ポリビアのAPF、コソボの年金信託のように、国で一つの積立型年金を持ち、資金を集中することによって規模の経済を図ることも考えられる。

2.3.3 オペレーショナル・リスク

2.3.3.1 総論

オペレーショナル・リスクには、以下が考えられる。

- 管理情報システム（ITシステムを含むがこれに限定されない）のセキュリティと正確性に関連するリスク
- ITの障害、停電、洪水、火災、テロやパンデミック等による業務の混乱
- 受益者の記録、利益および権利の管理に関するリスク
- 財務およびリソース管理のリスク
- アウトソーシングのリスク
- 雇用主の抛出の延滞/未払

以上のうちアウトソーシングのリスクと雇用主の抛出に関するリスクは節を改めて論じる。

DBと異なり、DCの場合は個人勘定を扱うのでオペレーショナル・リスクは高くなる。DCの監督上、オペレーショナル・リスクに各国とも力を入れ始めているが、規制の内容は国毎に異なる。イスラエルは、資金の制度間移動を遅らせることによって利益を得ていないかに関心を持っている。英国は、記録管理に注意を払っている。ナイジェリアは、ITシステムの完成度に注意を払っている。オーストラリアは、データの完全性に関心を持っており、

特に個人勘定が持ち主不明になっていないかに注意している。チリやエストニアは、ファンド・マネジャーによるインサイダー取引等に関心を持っている。チリは、年金資産管理会社（AFP）が提供する消費者（加入者等）サービスの質を測定し、ランク付け指標をホームページ上に掲載している。途上国は一般的に、カストディアンとの契約がしっかりしているかを見ている。

2.3.3.2 アウトソーシングのリスク

年金基金が管理業務等をアウトソースすると、サービスの質等に関する年金基金の関心が薄くなりがちであり、潜在的なリスクが高まる可能性がある。特に DC は DB よりも管理業務をアウトソースすることが多いので注意しなければならない。オーストラリアをはじめとする監督当局は、アウトソースをするための契約についてのガイダンスを公表している。タイではアウトソース契約締結の際に、当局の検査を受ける条項を入れることを義務付けている。

2.3.3.3 雇用主の拠出に関するリスク

いくつかの国で特に関心を集めているのは、拠出金の延滞/未払である。母体企業の拠出が遅れたり滞ったりすると、DC 貯蓄への影響が大きいからである。香港、イタリアおよび米国ではこのリスクを重視している。米国では拠出管理に問題がある場合に年金基金に検査が入る可能性がある。チリでは受託金融機関に掛金徴収の義務があり、雇用主が掛金拠出しない場合は訴訟を起こす必要がある。

2.3.4 取崩リスク

DC 加入者は積立段階のリスクの他に、取崩段階でリスクにさらされる。終身年金を支給する DB の場合と異なり、DC 受給者は長寿リスク等にさらされる。

この問題の解決策の一つは、物価スライドのある終身年金保険の購入である。しかし、保険購入はタイミングのリスクがある。たまたま年金に換算した時に、金利が低く年金現価率が大きくなるため年金額⁷が低水準だった場合には、終身にわたりその低い年金が続くことになる。そこで DC 貯蓄の年金化のタイミングを柔軟に設定している国が多い。例えば英国では 75 歳までに年金化すればよい。

もう一つの解決策は、据置年金の導入である。加入期間が 1 年延びる毎に据置年金を毎年購入していけばタイミングのリスクは平準化される。

年金の他に一時金選択も許容している国は多く、取崩段階の選択肢について広報している国が多い。

2.4 監督手段

IOPS 加盟国の DC リスク・マネジメントに関する監督手段は以下の 9 種類に分類することができ、各国により重点の置き方は異なっている。

- ライセンス

⁷ 年金額 = DC 貯蓄額 ÷ 年金現価率なので、年金現価率が大きいと年金額は小さくなる。

年金基金設立にあたってライセンスを必要とすることは、年金基金開始前または、再ライセンス供与前に監督当局が制度をチェックすることを可能にする。

- ガイダンス
良いガバナンスおよびリスク・マネジメントに関するガイダンスを公表する事で、ライセンスの代替または、ライセンスと並行して DC のリスク・マネジメントを効果的に監督できる。
- 詳細なオフサイト検査
年金基金数が少ない場合は、日々の取引や給付のデータを徴集して、運用規制等のルールが守られているかをチェックすることができる。
- 年間リターン（収益率）等のチェック
年金基金から受け取るデータについて年間リターン等をチェックすることである。基金数が多い場合には、特定の項目例えば外部監査人の意見等に絞ってチェックすることが考えられる。
- 定期的なオンサイト（立入り）検査
年金基金の現場に立ち入って検査する事だが、これによってオフサイトで観察した情報を確認し、ルールの遵守をチェックし、ガバナンスの品質をチェックすることができる。
- 受け身の対応
年金基金が多い時は、定期的なオンサイト検査が可能な基金数が限られているので、年金基金の関係者からの法令違反の報告、加入者・受給者の不満があったときに検査に入ることが考えられる。
- テーマ別レビュー
例えば移換プロセス等にテーマを絞って、情報を収集して、検査して行動を起こす方法である。
- ソルベンシー・レビュー
年金基金が何らかの保証をもうけている場合または付保された給付がある場合には、支払能力に関するレビューが重要となる。
- 透明性/理解の促進
DC のメンバーに直接または監督当局のホームページを通じて年金基金の情報開示を義務付け、開示された情報が正確であることを確認することが含まれる。

3.事例研究

3.1 オーストラリア

3.1.1 年金制度の概要⁸

オーストラリアの年金制度は1階部分として厳密な所得制限および資産制限に基づく、税方式の公的年金制度により、十分な生活資力のない高齢者等の所得保障を行っている。2階部分は、DCである退職年金基金（スーパーアニュエーション、Superannuation）であり、被用者は強制加入、自営業者は任意加入である。オーストラリアにおけるDCのリスク・マネジメントはこのスーパーアニュエーションが対象になる。かつては信託の仕組みを活用したDBが企業年金の主流であったが、今や新規加入者を受け入れる退職年金制度はほとんどすべてDCであり、わずかな「遺産」DBプランしか残っていない。2016年12月現在のスーパーアニュエーションの口座数は2900万口座、年金資産残高は2.2兆オーストラリアドルである⁹。1997年から雇用主および従業員は、スーパーアニュエーションの代わりに商業的に提供される契約ベースの退職貯蓄口座（RSA）に拠出できるようになった。RSAは保証された最低収益を提供し（従って、通常はスーパーアニュエーションよりも収益率がはるかに少ない）、低所得者を対象としている。

2006年以降、5人以上のメンバーを持つすべての退職年金制度のトラスティーは、オーストラリアのAPRA（Australian Prudential Regulation Authority、オーストラリア・プルーデデンシャル規制当局）によって監督されることになった。APRAはRSAの受託金融機関も監督する。APRAが監督するトラスティーの数は2009年6月に約300となっている。オーストラリアの私的年金制度はAPRAの他、オーストラリア証券投資委員会（ASIC）、オーストラリア租税庁（ATO）の3つの主要機関によって規制および監督されている。APRAは財務健全性を監督し、ASICは、行為と開示の監督を行い、ATOはSMSF（自己経営スーパーアニュエーション基金）を監督する。SMSFは最大4人のメンバーよりなるスーパーアニュエーション基金であり、トラスティーまたは企業トラスティーの役員として、メンバー全員が基金の運営管理に携わる。SMSFは、すべてのスーパーアニュエーションの約3分の1を占めている。APRAはまた、SMSF基準を満たさず、APRAのライセンスを受けた4000の小規模基金を監督する。

APRAの監督手法は、国際的なベストプラクティスに沿って、フォワードルッキングで、主にリスクベースで、協議しながら進めるもので、一貫性があることを目指し、進行中のプロセスに関する事前に指定された基準および要件に対する監督対象企業のパフォーマンスおよび状況を積極的に監視および評価し、その後スーパーアニュエーションの債務不履行の可能性について意見を述べ、適切な行動をとることである。

⁸ IOPS(2010)の要約の他、西村淳「オーストラリアの年金制度」*年金と経済*2016年4月号を参照した。

⁹ ASFA（The Association of Superannuation Funds of Australia）のホームページより「スーパーアニュエーションの統計」2017年3月

APRA には、イン・ハウスのリスクベースの監督ツール、すなわち「確率と影響評価システム」(PAIRS : Probability and Impact Rating System の略) と「監督と応答システム」(SOARS : Supervisory Oversight and Response System の略) がある。PAIRS システムは、特定の監督対象となる機関(例えば、年金受託機関)が債務を履行できず(確率格付)、その債務不履行が金融システムに及ぼす影響の程度(インパクト格付)を示す。SOARS は監督対象となるスーパーアニュエーションを4つの監督スタンス、すなわち正常・監視・強制的改善・再構築に分類する。

3.1.2 情報開示

年金基金の情報開示に対するオーストラリアのアプローチは、原則ベースであり、ルールベースではない。開示項目は、退職年金を対象とした特定の法律ではなく、会社法制で定められており、幅広い金融商品に適用されている。

コストと手数料、資産収益率の比較情報は、業界ベースで APRA によって公表されている。APRA は最近、ファンドレベルの収益率の公表を開始した。ASIC のホームページは消費者レベルで年金制度の一般的な説明と利用可能な制度の種類を提示し、特定のテーマについての詳細な分析を提供している。

3.1.3 投資リスク対応

APRA は定量的な投資限度を課すのではなく、慎重人アプローチを採用している。例えば、オーストラリアの年金基金は、トラスティーが受益者の利益になると信じる健全な理由があり、ファンド投資戦略と一致する限り、株式、債券、不動産および外国資産に自由に投資することができる。ただし、自社株投資はファンド資産総額の5%が限度であり、DC のメンバーまたは親族に対する融資や資金支援は禁止されている¹⁰。トラスティーは、リスクと収益率、分散投資、流動性およびキャッシュ・フローの制約との関連で投資戦略を策定しなければならない。ファンドのリスク・マネジメント計画には、投資リスクが含まれていないなければならない。

3.1.4 コスト対応

オーストラリアでは、コスト(手数料または報酬)の規制上の上限は原則として存在しない。コストは加入前に開示しなければならず、メンバーの勘定に課された実際のコストは年次のメンバー向け情報提供で開示する義務がある。しかしながら、運用報酬等は特定が難しい場合がある。ARPA は200の大規模基金における3年ないし5年の基金レベルのパフォーマンス・データを年換算して発表し始めている。2009年5月に政府によって発表されたスーパーアニュエーションのレビューは、オーストラリアのスーパーアニュエーションのガバナンス、効率性、構造および運営の見直しを検討するものであるが、コストの構造も詳細に調査している。

3.1.5 オペレーショナル・リスク対応

オーストラリアのスーパーアニュエーションの特徴の1つは、ファンド管理を含む主要

¹⁰ OECD(2015)による。

なビジネス機能の高度なアウトソーシングである。APRA は、退職年金基金の受託金融機関およびトラスティーに直接法律を施行しない。代わりに、トラスティーと受託金融機関との間の契約の所定の条項を介して間接的にアクセスする。これらの条項は、APRA に対する情報および文書の提供を促し、問題のファンドの業務に関する立ち入り検査権限の根拠となり、受託金融機関の検査を APRA が行う根拠となる。また、APRA は、包括的なリスク・マネジメントのガイダンス を提供しているが、アウトソーシングに関しても含まれている。

APRA は、データの一貫性が損なわれることを主要な管理上のリスクと見ている。APRA は、リスクの程度と重要性を評価するために、過去 1 年間に主要な受託金融機関のレビューを実施してきた。

3.1.6 取崩リスク対応

DC 貯蓄は一時金として引出せる他、年金での受取りも可能である。現在、ほとんどのスーパーアニュエーションは退職段階の口座に基づく年金商品を提供しているため、メンバーは退職時に別の受託機関に給付を移すことはない。終身年金化は、割高であるためにオーストラリアでは一般的ではない。最近のオーストラリアの課税制度の見直しでは、政府は民間の長寿保険市場の発展を支援すべきだと提言されている。オーストラリアの制度における取崩段階の特徴は、受給可能年齢に達した後、完全な退職の前に限られた年金給付を開始できることである。これらは「退職所得の流れへの移行」と呼ばれ、フルタイム雇用からの段階的な撤退を促進するように設計されている。

3.2 チリ

3.2.1 年金制度の概要

チリの年金制度は、再分配のある第 1 の柱、強制加入の DC である第 2 の柱、任意貯蓄の第 3 の柱から構成されている。

チリの年金制度の主要な要素である第 2 の柱は、DC であるので生涯を通じての拠出と投資収益の結果が年金に反映される。第 2 の柱の拠出率は給与の 10% である。被用者は給与から 10% を控除して被用者が選択した年金資産管理会社である AFP (Administradoras de fondos de pensiones) に拠出しなければならない。AFP はリスク水準の異なる A~E の 5 つのファンドを提供することができ、加入者は A~E のうちから(年齢によって制限がある、後述)、受給者は C~E のうちからファンドを選択できる。2017 年 3 月現在 AFP は 7 社である。口座数は 2015 年の統計¹¹で 1000 万、資産額は 1600 億米ドルである。退職時には、終身年金保険の購入または規制されたドローダウン(引出し)商品を購入する必要がある。被用者の 10% の拠出の他、雇用主は管理費用分の拠出 1.5% および死亡・障害保険の保険料 1.3% を支払う。この DC の監督官庁は SP (Superintendencia de Pensiones、年金監督庁)

¹¹ Mitchel, Olivia 2015 “Chile’s Fabled Retirement System: Why Fix It?” Forbes September 29

である。なお、一連の改革にもかかわらず、チリの年金制度は満足な年金がもらえないとして批判にさらされている¹²。

チリ年金制度の第3の柱は、任意貯蓄であり、複数の制度のうちから選択できる。複数の制度には、第2の柱と同様の任意年金貯蓄の他に、集合的任意年金貯蓄、任意貯蓄勘定および報酬貯蓄勘定がある¹³。

以下では第2の柱のDCに絞って解説する。

3.2.2 情報開示

情報開示の監督は監督官庁の作業の重要な部分である。情報文書の形式を記述する詳細な規定があるので、情報は高度に標準化されている。管理手数料や運用報酬が高いことは、チリの年金制度に対する批判の一つであるが、監督官庁は透明性の向上を通じてこれらを削減しようとしてきた。監督官庁は、市場競争を助けるための情報を提供し、個人のAFP選択を支援する。

詳細な情報が、加入者が受け取る口座明細書に記載されている。一年に一度、AFPは、口座明細書に含まれている個人年金化予測（PPP）を加入者に提供しなければならない。PPPは、加入者の年齢によるものであり、拠出の重要性と退職後の年金月額への影響を理解し意識させることを目的としている。若い加入者の場合、予測は不可能であるため、最終的な年金額に対する早期拠出の重要性を示す数字が送付される。

3.2.3 投資リスク対応

投資リスクは、定量的投資規制により管理されている。

3.2.3.1 ファンドの資産クラス毎等の定量的投資規制

以下の表2のとおりファンドA~E毎に定量的投資規制がある。

表2 チリの各AFPが用意する5つのファンド

ファンド名	A	B	C	D	E
ファンドの性格	最高リスク	高リスク	中間的	保守的	最も保守的
株式の上限 (%)	80	60	40	20	5
株式の下限 (%)	40	25	15	5	0
公債の上限 (%)	40	40	50	70	80
社債の上限 (%)	30	30	10	10	3
ローンの上限 (%)	60	75	85	95	100
銀行預金の上限 (%)	60	75	85	95	100
外国資産の上限 (%)	100	90	75	45	35
外国株式の上限 (%)	80	60	40	20	5

¹² New York Times 2016 " With Pensions Like This (\$315 a Month), Chileans Wonder How They'll Ever Retire" By Pascale Bonnefoy Sept. 10

¹³ 詳細は Superintendence of Pensions 2010 "The Chilean Pension System" を参照されたい。

出典：OECD（2015）上記は主な規制であり、これ以外にも多くの規制がある。なお、公募ファンドに制約はない。また不動産、私募ファンド、自社株への投資は不可である。単一発行体の割合についても制限がある。外貨のエクスポージャー比率は 50%が上限、デリバティブは 3%が上限。

ライフサイクル・ファンドや年齢別等の選択肢の制限は以下の表 3 のとおりである。

表 3 チリの年齢別ファンド選択肢

男性		35 歳以下	36 歳～55 歳	56 歳以上	退職者
女性			36 歳～50 歳	51 歳以上	
投資の選択肢	A ファンド	○	○	×	×
	B ファンド	○デフォルト	○	○	×
	C ファンド	○	○デフォルト	○	○
	D ファンド	○	○	○デフォルト	○デフォルト
	E ファンド	○	○	○	○

ここで、×は選択不可、○は選択可、○デフォルトは自動的に割り当てられること。

出典：IOPS（2010）

3.2.3.2 ファンドの相対リターン保証

また、チリの AFP は各ファンドについて相対リターンを保証する必要がある¹⁴。ファンドの A、B について保証すべきリターンは次の(a)(b)のうち小さい方の値である。

(a) ファンドの 3 年間の加重平均リターンの 7 社のリターンの平均（年率）から 4%を控除した率。

(b) 加重平均リターンの全社平均の 50%

ファンド C、D、E について保証すべきリターンは、上記(a)の 4%を 2%に差し替えて計算した率と上記 (b) の小さい方の値である。保証義務を満たすために、AFP は各ファンドの価値の 1%に等しい準備金を保有する必要がある。もしもファンドの 3 年平均リターンが保証すべき最低水準を下回った場合、AFP は 5 日以内に準備金からファンドに差額を補填しなければならない。さらに 15 日以内に減少した準備金を補充しなくてはならない。このようにファンドのリターンが保証すべき最低リターンを下回ると、会社資本を取り崩して準備金を補充する必要があるため、これを避けるために AFP は横並びの投資をしており短期的パフォーマンスにこだわっているとのことである。

3.2.4 コスト対応

チリの DC はコストが高いと評判が悪かったので、手数料の引下げを含む 2008 年改革が実施された（IOPS(2014)）。その骨子は 4 点である：

¹⁴ 相対リターン保証については Chant West 2014 "Chilean Pension System" August の 6 頁による。

- 拠出に課されていた固定額の手数料が廃止された。AFP は毎月の給与に応じた拠出に対する一定率でしか手数料を徴収できなくなった
 - 障害および死亡保険の保険料は、変動手数料から分離された
 - 毎年 3 回加入者に送られる報告書は手数料を考慮して修正された。さらに新しい報告書は AFP の手数料比較が掲載されている
 - 新規加入者がどの AFP に加入するかについて、個人勘定への手数料のオークションで決められることになった(新規加入者は手数料の最も低い AFP に自動加入し、24 か月はその AFP に口座を持つ。その後、加入者は AFP を自由に変更できる)
- 結果として、2017 年 2 月現在の各 AFP の管理手数料は以下のとおりである。ファンドの収益率も比較のために掲載している。

表 4 チリの年金資産管理会社 (AFP) の管理手数料と収益率比較

AFP 名	管理手数料	収益率 (年率、2014 年 3 月～2017 年 2 月の平均)(%)				
		A	B	C	D	E
CAPITAL	1.44%	3.74	3.79	3.97	3.85	3.94
CUPRUM	1.48%	4.00	4.07	4.40	4.27	3.88
HABITAT	1.27%	4.19	4.36	4.68	4.50	4.13
MODELO	0.77%	4.09	4.06	4.02	4.06	3.57
PLANVITAL	0.41%	3.04	3.05	3.30	3.42	3.26
PROVIDA	1.54%	3.53	3.58	3.70	3.48	3.30
PROMEDIO	1.37%	3.87	3.93	4.14	3.95	3.83

出典： 2017 年 3 月の監督当局 (SP) の統計速報。収益率は「実質」と書かれているので、報酬控除後と推測される。

管理手数料に運用報酬は含まれず¹⁵、投資収益から控除される。監督官庁は、運用報酬の上限を資産クラス毎に規定している。AFP は資産クラス毎に月次で運用報酬を開示する必要がある。

3.2.5 オペレーショナル・リスク対応

DC に関連する管理上のリスクに関する重要な問題は、雇用主による拠出金の延滞/未払である。雇用主による拠出金が滞った場合には、滞った月の翌月 10 日までに雇用主は「拠出不履行宣言」(declaración de no pago または DNP) を申告しなくてはならなかったが、2008 年 10 月からは、退職等の正当な事由無く拠出が滞った場合に AFP は自動的にこれを「拠出不履行宣言」とみなし、直ちに拠出金の強制徴収を開始することになった¹⁶。徴収が最初

¹⁵ Chant West 2014 "Chilean Pension System" August

¹⁶ Chilean Superintendence of Pensions 2009 "CHILE 2008: A Second-Generation Pension Reform"

の 180 日以内に可能でない場合は、訴訟手続が行われる。

2006 年 7 月から、監督官庁は、AFP が提供する消費者（加入者等）サービスの質を測定し、それに応じてランク付けする指標をホームページに掲載している。指標で考慮される主な要素は、加入者に与えられる情報の迅速性、AFP の照会に対する回答、個人口座の管理、拠出入金後の資産配分の迅速さ、および給付の支払い等である。

3.2.6 取崩リスク対応

DC 貯蓄は一時金または年金として、一括してまたは段階的に支払われるが、監督官庁は個人に、年金化等について相見積をしてくれるシステムを提供している。また、年金化等の相談について SCOMP とよばれる電子システムがある。

3.3 香港

3.3.1 年金制度の概要

香港ではもともと日本のような公的年金制度はなかったが、2000 年に MPF(Mandatory Provident Fund、強制的積立基金)が創設された。これはオーストラリアとチリに倣った被用者を対象とした DC である。香港ではすべての会社が加入を義務付けられていて、正社員だけでなくパートタイム社員も加入しなければならない。労使折半で給与の 5%ずつ、合計 10%をトラスティとなる会社(以下、信託会社と略す。例えば HSBC が該当する。)に積立てる。加入者は信託会社の用意したファンドに投資する。監督官庁は Hong Kong Mandatory Provident Fund Schemes Authority(以下 HKMPFA と略す)である。2016 年 12 月現在¹⁷で、信託会社は 18、制度数は 36、加入者数 260 万人、6,500 億香港ドルの資産がある。

HKMPFA は、他の香港の金融監督当局と密接な関係を維持している。すなわち香港金融庁、保険庁、および証券先物委員会は、業際の問題について連携している。HKMPFA は、信託会社を監督する際に、リスクベースのアプローチを採用している。すなわちリスクが高いと判断された信託会社を重点的に監督する。HKMPFA は、信託会社に対して定期的なオンライン訪問とオフサイト・モニタリングを行う。

3.3.2 情報開示

制度提供者によって作成された文書の事前承認は、HKMPFA および証券先物委員会によって行われる。年金制度のメンバーおよび潜在的な制度メンバーに提供されなければならない文書には、制度提供文書、半期毎のファンド実績シートおよび年次給付報告書がある。メンバーの必要があれば制度の年次報告書も利用可能である。

HKMPFA のホームページおよび個々の受託機関を通じて、MPF 制度全体、個別の受託

October

¹⁷ HKMPFA 2016 “Mandatory Provident Fund Schemes Statistical Digest” December による。

機関、および一般金融教育資料（年金計算ツール等）の情報が提供される。

3.3.3 投資リスク対応

MPF に関しては、定量的投資規制がある。例えば、HKMPA が承認した取引所に上場されていれば株式を取得することができるが、一つの企業が発行する有価証券および取引可能な投資商品の総額は、MPF 総資産の 10%を超えてはならない。また、HKMPFA によって設定された最低信用格付け要件を満たす債券を購入できる。MPF の総資産の 30%以上は香港ドル建てで持つ必要がある。

3.3.4 コスト対応

コストは、現段階で規制当局の定める上限よりもむしろ市場の力によってコントロールされている。需要面では、近年、コストの開示が標準化され簡素化されており、対話型のコスト比較が HKMPFA のホームページ上で利用可能となった。具体的には FER(Fund Expense Ratio)と呼ばれる¹⁸手数料・報酬の統一指標を各 MPF は報告する義務があり HKMPFA はこれを公開する。FER の算式は以下のとおりである：

FER(%)=直接費用(%)+ファンドに対するコスト (%) +/- 監督当局の定める個別ケース毎の調整

2001 年施行の法改正で、加入者が拠出した金額を信託会社間で移換することが可能となり、市場における競争でコストの低下が期待されている。

3.3.5 オペレーショナル・リスク対応

HKMPFA は、信託会社から提出された内部統制報告書を審査し、定期的に現地審査を行い、これらの統制の妥当性をチェックする。

3.3.6 取崩リスク対応

DC 資産は、退職時に一時的として引出すことができる。

3.4 イタリア

3.4.1 年金制度の概要

イタリアの年金制度は賦課方式の公的年金¹⁹と任意の職域年金および個人年金からなる。職域年金制度は 2 種類、年金基金と TFR(退職金)があり、制度の監督は COVIP(Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione、年金基金監督委員会)が管轄している。

3.4.1.1 年金基金

イタリアの年金基金は DC のみが許可されている。例外的に過去に DB として存在していたものは存続が許されているが、新規加入者を加入させてはならない。DC なので、最低積立要件はない。年金基金は、契約型とオープン型がある。契約型は単一企業、企業の集合

¹⁸ IOPS(2014)による。

¹⁹ 公的年金は保険料財源であるが、低年金者かつ低所得者について支給される最低手当は税財源である。

体または産業単位の労働組合が主体となり設立するもので、加入者の範囲が限定されている。オープン型は、銀行・保険会社・投資管理会社が主体となり設立するもので、加入者の範囲は限定されていない。自営業者はオープン型に入ることになる。すべての年金基金は資産運用を外部の投資マネージャー、すなわち保険会社・銀行・登録された投資管理会社のいずれかに委託しなくてはならない。イタリアは公的年金制度の給付水準が高いため、年金基金はそれほど普及しておらず、2010年現在で労働人口の22%にあたる500万人が加入しているに過ぎない。年金基金の資産残高は2013年現在²⁰で1,164億ユーロである。DC残高のリタイア前の引出しは、重病・住宅購入および長期の失業の場合に認められている。

3.4.1.2 TFR

年金基金の普及が進んでいないので、TFRが2004年から2005年にかけて導入された。これは自動加入の退職金制度というべきもので、被用者の雇用契約が終了した時には、雇用主はTFR（退職金）を一時金として必ず支払わなくてはならない。この額は年収の6.9%、インフレの75%を累積して年1.5%で付利した元利合計であり、最終給与の10%~15%程度になる。被用者はTFRから自分の持分を年金基金に移換することが可能である。

3.4.2 情報開示

年金基金は、登録された加入者に年金制度に関する情報を標準フォーマットで送付しなければならない。費用、年間収益率、投資方針、および現在の資産配分等の情報が含まれている。また、個人勘定に関する情報を各加入者に送付しなければならない。加入者の拠出・事業主の拠出およびTFRからの移換等の情報が提供される。2010年3月から加入者は退職時の予想年金額をCOVIPから受取ることになる。この予想年金額は、COVIPの定めた前提および方法を用いて、個々の加入者のポートフォリオの資産配分に応じて算出される。この計算において株式に対するリスクプレミアムは慎重を期して2%に設定されている。

3.4.3 投資リスク対応

DCにおける資産選択については、慎重原則および分散投資を前提として、新興国市場への制限がある他は、原則として株式および海外への投資に制限はない。デリバティブも可能だがレバレッジをかけるために使用することはできない。監督官庁のCOVIPは、契約型の年金基金の管理者が外部の資産運用マネージャーを選択し・パフォーマンスを監視する体制に重点を置いて監督している。また利益相反にも注意が払われている。

契約型の加入者の投資選択は、ほとんどが非常に慎重な投資スタンスである。これはデフォルト・ファンドが安全資産であることによる。オープン型の加入者は比較的積極的な投資を選ぶことが多い。ライフサイクル・ファンドは2010年時点ではまだ一般的ではないが導入され始めている。

3.4.4 コスト対応

COVIPは、年金基金のコスト抑制に力を入れている。コスト構造を監視して、単純な構

²⁰ IPE.com 2014 “Italian Pension Funds See Slower Asset Growth in 2013”, by Carlo Svaluto Moreolo May 29

造の場合のみ許可することによって、隠れたコストが生じないようにしている。年金基金は合成コスト指標を作成して開示する必要があり、さらに COVIP はすべての年金基金のコスト指標をホームページ上に開示している。

3.4.5 オペレーショナル・リスク対応

イタリアの年金基金特に契約型の年金基金は、ほとんどの管理業務を外部委託している。そこで COVIP の監督は、外部委託された管理業務の質を監視するための基金の体制を重視している。

DC 勘定のためには雇用主による拠出がきちんと行われているかが重要であるが、COVIP には雇用主に対する監督権限がないので、雇用主が拠出義務を定期的に履行しているかを監視するための年金基金の能力を重視するとともに、加入者に対する情報提供を通じて加入者が雇用主の拠出状況をチェックできるようになっているかに留意している。雇用主に対する監督権限は労働省になるので、COVIP は労働省と効果的な監督について協議している。

他の基金への資産移換およびリタイア前の引出しの事務が迅速かつ適正に行われているかも COVIP の監督する点である。基金がこの事務についての対応が遅いまたは適正でないという多くの苦情を COVIP が受けており、加入者からの苦情の管理に関する基金へのガイドラインも準備中である。

3.4.6 取崩リスク対応

年金基金に関するイタリアの法律では、退職時に残高の少なくとも半分を年金として支払うことが義務づけられている。しかし結果として生じる年金が一定額(2010年現在約500ユーロ/月)に満たない場合は全額一時金払いが可能である。年金基金の年金支給に関しては、DC 残高で保険会社の終身年金保険を購入することが想定されている。

3.5 ルーマニア

3.5.1 年金制度の概要

ルーマニアの年金制度は3階建てになっている。1階部分は賦課方式の公的年金であり、20.8%の雇用主拠出と10.5%の従業員拠出よりなる。2階部分は強制加入のDC、3階部分は任意加入のDCである。DC口座において加入者は1つの年金ファンドしか選択できないが、いつでも年金ファンドの切り替えができる。以下の表5に掲げるように2階部分の年金ファンドは7つ、3階部分の年金ファンドは10あり、民間企業(保険会社等)によって運営されている。2015年現在²¹で2階部分の加入者数は650万人、資産額は52.19億ユーロである。ルーマニアの私的年金は、CSSPP(Comisia de Supraveghere a Sistemului de Pensii Private、私的年金監督委員会)によって監督されている。

²¹ IPE(Magazine) 2016 "Romania: Slow but steady change" January by Carlo Savaluto Moreolo

表5 ルーマニアの年金ファンド名（2017年3月現在）

2階部分の年金ファンド名	3階部分の年金ファンド名
Fondul de Pensii Administrat Privat ARIPI	Fondul de Pensii Facultative AEGON ESENTIAL
Fondul de Pensii Administrat Privat AZT VIITORUL TĂU	Fondul de Pensii Facultative AZT MODERATO
Fondul de Pensii Administrat Privat BCR	Fondul de Pensii Facultative AZT VIVACE
Fondul de Pensii Administrat Privat BRD	Fondul de Pensii Facultative BCR PLUS
Fondul de Pensii Administrat Privat METROPOLITAN LIFE	Fondul de Pensii Facultative BRD MEDIO
Fondul de Pensii Administrat Privat NN	Fondul de Pensii Facultative NN ACTIV
Fondul de Pensii Administrat Privat VITAL	Fondul de Pensii Facultative NN OPTIM
	Fondul de Pensii Facultative PENSIA MEA
	Fondul de Pensii Facultative RAIFFEISEN ACUMULARE
	Fondul de Pensii Facultative STABIL

出典：CSSPP のホームページ

3.5.2 情報開示

年金ファンドは、個人勘定の資産情報を加入者に書面で無償提供する必要があり、また請求があれば補足情報を提供する必要がある。この他、年金ファンドはホームページ上で制度・財務諸表(年間および半年毎)、四半期毎の収益率、月次投資成果、総資産および純資産およびメンバー数を開示する必要がある。

CSSPP は、ホームページ上で各年金ファンドの収益率および最低収益率、資産構成および資産産高および当該年金ファンドを選択している加入者の数を開示しなければならない。

3.5.3 投資リスク対応

投資リスクは、定量的投資規制により管理されている。

3.5.3.1 年金ファンドの規制（OECD(2015)）

2階部分の規制は表6のとおりである。3階部分の規制はこれとほとんど同じだが、プライベート・エクイティのみ0%ではなく10%が上限となっている。

表6 ルーマニアの資産クラス毎の投資規制（2階部分）

資産クラス	上限
株式	50%
不動産	0%
ルーマニア、EU加盟国発行の国債	70%
ルーマニア、EU加盟国以外の国が発行する国債	15%
ルーマニア、EU加盟国の地方債	30%
ルーマニア、EU加盟国以外の地方債	10%
国際機関の発行する債券（EIB ²² 、EBRD ²³ 、世界銀行）	15%

²² 欧州投資銀行（European Investment Bank）

²³ 欧州復興開発銀行（The European Bank for Reconstruction and Development）

ルーマニア、EU、EEA ²⁴ 加盟国の社債	30%
UCITS ²⁵ ならびに、ルーマニアおよび EU 加盟国の ETF	5%
プライベート・エクイティ	0%
ローン	0%
銀行預金	20%

3.5.3.2 発行体単位の規制 (OECD(2015))

株式・債券・銀行預金いずれも

- 1社で最大5%
- 1つの企業グループで最大10%

3.5.3.3 年金ファンドの絶対リターン保証²⁶

2階部分の年金ファンドは、リタイア時にファンドから脱退する場合または他のファンドに乗り換える場合に、報酬控除前での元本保証すなわち0%リターンを保証しなければならない。

3.5.3.4 年金ファンドの相対リターン保証

2階部分および3階部分の年金ファンドは、相対リターン保証をする必要がある。これは年金ファンドのタイプによる。ルーマニアの年金ファンドは、低リスク債券への投資比率に応じて、低リスク（低リスク債券85%超）、中リスク（低リスク債券65%超）、高リスク（50%以上）に分類される²⁷。ファンドタイプ別に全ファンドの2年平均リターンを計算して、以下を保証する必要がある（年4回計算される）。

- 低リスク・ファンド：平均リターン×0.4および平均リターン-5%のうち小さい方
- 中リスク・ファンド：平均リターン×0.5および平均リターン-4%のうち小さい方
- 高リスク・ファンド：平均リターン×0.6および平均リターン-3%のうち小さい方

3.5.4 コスト対応

コストについては上限規制がある。強制加入の年金ファンドを管理するために課せられた手数料は、現在、前払手数料は2.5%以下、運用報酬は運用資産の月0.05%以下に制限されている。任意加入の年金ファンドについては、前払手数料は拠出額の5%以下、運用報酬は運用資産につき0.2%に制限されている。年金ファンドが支払ったすべての手数料は、監督当局の承認を条件とする目論見書に記載されている。

3.5.5 オペレーショナル・リスク対応

ルーマニア市場の流動性が低いことを考えると、債券の保有価値をどのように評価する

²⁴ 欧州経済領域 (European Economic Area) はアイスランド、リヒテンシュタイン、ノルウェーと、EUに加盟する28か国からなる。

²⁵ EUを拠点とする投資信託

²⁶ 3.5.3.3および3.5.3.4はKawin'ski et al. (2012)による。

²⁷ Boon, Bram 2016 "The Romanian Pension Reform" http://www.fiapinternacional.org/wp-content/uploads/2016/01/bram_boon.pdf

かは、監督当局の大きな関心事である。

3.5.6 取崩リスク対応

ルーマニアではリタイアするまで、公的年金のみならず私的年金制度からの支給は認められない。但し、障害のための早期退職や死亡の場合、個人勘定の資産は一時金として受け取ることができる。

3.6 スロバキア

3.6.1 年金制度の概要²⁸

スロバキアの年金制度は、1 階部分は強制加入・賦課方式の公的年金、2 階部分は強制加入の DC、3 階部分は任意加入の DC からなる。

2 階部分の年金は、総賃金の 4%（2012 年に 9%から引下げ²⁹）を加入者の個々の口座に向けた DC であり、資金は年金資産管理会社（Dôchodkové správcovské spoločnosti）という単一目的の会社によって管理される。年金資産管理会社は、資本要件が最低約 710 万ユーロの民間セクターの株式会社である。彼らの独占的な事業は、DC の創設と運営である。年金資産管理会社は DC の設立から 18 ヶ月以内に最低 5 万人の会員を獲得する必要がある。2006 年までに、市場には 8 社あり、いずれも海外の金融機関と結びついていた。しかし、市場での熾烈な競争のため、その数は 6 に減った。最低 5 万人の加入者が必要であるという規制によって他の年金会社と合併せざるを得ないことがあった。3 階部分の年金資産管理会社は 4 社である。表 7 が、年金資産管理会社の一覧であるが、名前を見ると欧州保険会社系が多いことがわかる。

表 7 スロバキアの年金資産管理会社一覧（2017 年 3 月現在）

2階部分の年金資産管理会社名	3階部分の年金資産管理会社名
AEGON, d.s.s., a.s.	AXA d.d.s., a.s.
Allianz – Slovenská dôchodková správcovská spoločnosť, a.s.	Doplnková dôchodková spoločnosť Tatra banky, a.s.
AXA d.s.s., a.s.	NN Tatry – Sympatia, d.d.s., a.s.
Dôchodková správcovská spoločnosť Poštovej banky d.s.s., a.s.	STABILITA, d.d.s., a.s.
NN dôchodková správcovská spoločnosť, a.s.	
VÚB Generali dôchodková správcovská spoločnosť, a.s.	

出典：スロバキア国立銀行のホームページ

年金資産管理会社を監督するのはスロバキア国立銀行（NBS）である。2014 年 9 月現在で、スロバキアの 2 階部分の年金の加入者は 150 万人、資産は 63 億ユーロである。なお、スロバキアの 2 階部分の制度は縮小傾向にあり、掛金の引下げほのか、保証のあるファ

²⁸ この部分の解説は IOPS(2010)がわかりにくいので、Pension Funds Online の Slovakia の解説ページ (<http://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/slovakia/109>) を踏まえて書き換えた。

²⁹ IPE.com 2015 “Slovakia’s second-pillar pension system under threat again” January 23 by Krystyna Krzyzak

ンドへの移換がたびたび認められ大量移換が生じている³⁰。

3.6.2 情報開示

NBSは2階部分の強制加入年金の開示を重視している。一般市民への強制加入年金のマーケティングに関する事項は、法律に明記され、広告に誤った情報を使用しない義務や、年金資産管理会社がマーケティング・コミュニケーション資料に関連する免責事項（過去の実績は必ずしも将来の結果を示すものではない）を含める義務が含まれている。

強制加入および任意加入年金基金に関して法律は、関連する情報のメンバーおよび監督をするNBSへの開示に関する詳細を定めている。これには、年金報告書の作成、投資方針原則に関する記述が含まれ、年金資産管理会社のウェブページ上からメンバーが利用可能でなければならない。年金資産管理会社は、過去1年間に口座に行われたすべての取引を要約した報告書をメンバーに年1回、定期的に送付しなければならない。

3.6.3 投資リスク対応

投資リスクは、定量的投資規制により管理されている

3.6.3.1 ファンド種類

年金資産管理会社は低リスクから高リスクまで3種類のファンドを提供しなければならない:

- 保守的ファンド: 株式は持たず、債券およびマネーマーケット商品への100%割当て
- バランス・ファンド: 株式への配分割合が最大50%、債券およびマネーマーケット商品への割当てが少なくとも50%
- 成長ファンド: 株式の配分割合が最大80%、債権およびマネーマーケット商品への割当てが少なくとも20%

3.6.3.2 ファンドの資産クラス毎等の定量的投資規制

それぞれのファンドに対しては数多くの定量的投資規制がかけられているほか、少なくとも30%をスロバキアの発行体に投資しなければならない。当初は50%だったが、2004年に30%に緩和された。これはリスク・マネジメントというより、資本流出の防止と、スロバキア資本市場の支援を目的としている。

3.6.3.3 ファンドの絶対リターン保証

保守的ファンドのみ、報酬控除前ベースでの元本保証すなわち最低リターン0%を義務付けている。リターンの算出期間は6か月であり、算出頻度は毎月である³¹。

3.6.4 コスト対応

スロバキアは年金資産管理会社の費用の上限を定めている。2009年9月の上限は、2階（強制加入）部分について、初期手数料は1%、資産管理報酬は年0.3%、パフォーマンス報酬は6か月間の正の収益率の平均の0.0093%/月である。3階（任意加入）部分について、

³⁰ IPE.com 2015 “Slovakia’s second-pillar pension system faces another exodus” July 8 by Krystyna Krzyzak

³¹ IOPS (2010) を Kawin’ ski et al.(2012)でアップデート。

資産管理報酬は年 3%、一時金額の 20%、他の年金会社への乗り換えは 5%、入社 3 年未満で退職して DC から脱退した場合には 1%である。すべての費用は、毎年会員に配布される個人口座の明細書で開示されなければならない。

3.6.5 オペレーショナル・リスク対応

2 階部分の強制加入の DC の場合、スロバキアには、拠出金の徴収、記録保持、移転を行う単一の決済機関があり、この責任は、社会保険庁 (SIA) に帰属する。社会保険庁は、1 階部分の年金保険料を含むすべての社会保険料の徴収機関である。社会保険庁は労働省の監督下にある。拠出金の大部分は、10 日以内に年金資産管理会社に移転すべきと法定されている。これが満たされない場合には、社会保険庁は遅延損害金を各加入者の DC 口座に支払う必要がある。3 階部分の任意加入の DC では、拠出金の徴収は分権化されており、加入者である従業員については、従業員の給与計算書から拠出金を控除し、銀行経由で各年金資産管理会社に送付する必要がある。

3.6.6 取崩リスク対応

2 階部分の強制加入の DC では、リタイア年齢に到達する前に年金資産管理会社から給付を受けることはできない。最初のメンバーは 2020 年に DC 貯蓄の取崩を開始する予定であり取崩フェーズへの移行に関する詳細なルールは、まだ定められていない。

3 階部分の任意加入の DC では、リタイア年齢に達成する前にも一括して払うことができるが、年金資産管理会社が残高の最大 20%の費用徴収をするため、そういうことをするメンバーはいないと推測されている。

3.7 スペイン

3.7.1 年金制度の概要³²

スペインの年金制度は 2 階建てであり、1 階部分に第 1 の柱、2 階部分に第 2 および第 3 の柱がある。第 1 の柱は公的年金であり、スペインのすべての人口をカバーする賦課方式の強制加入の拠出型年金制度および、生計維持手段を持たない人等のための税財源に基づく無拠出型の年金制度からなる。第 2 (職域) の柱および第 3 (個人および、連合・組合などの団体年金制度) の柱は私的で任意加入である。職域年金および団体年金制度は確定給付型、確定拠出型、ハイブリッド型がある。2016 年 12 月末現在の職域年金の加入者数は 200 万人、資産残高は 354 億ユーロである³³。

スペインの年金基金は法人格を持たず、EGFP (Entidad Gestora de Fondos de Pensiones、年金基金管理者) が管理しなければならない。スペインの年金基金はカスタディアン (保管専門会社) を用いる。

³² 大谷昌児「スペインの年金制度」年金と経済 2016 年 4 月を踏まえて補足。

³³ IPE.com 2017 “Spanish pension funds return 2.7% over 2016” February 27 by Gail Moss

職域年金には、管理委員会があり、これは母体企業とメンバー（通常は労働組合）の代表者で構成され、団体交渉を行い、EGFPとカストディアン活動をモニターする。

年金基金の監督はDGSFP(La Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones、保険・年金基金監督局)が行う。これは、保険および年金基金部門の監督機関であり、経済財務省に所属している。監督活動は、財務監督、適性および適切な考慮事項（人的スキルおよび物的資源の適切性）、コーポレートガバナンス規範および内部統制手続、行政手続、説明責任手続等、さまざまな側面を考慮に入れている。監督には四半期報告に基づくものと、オンサイトでの検査がある。監督する主な項目は、初期条件の変更、財務監督、情報開示、コーポレートガバナンス規範および内部統制メカニズムである。年金基金は、毎年、または3年毎に、制度の資産と負債の相関を評価し（報告事項はDCとDBで異なる）DGSFPに送付する必要がある。

3.7.2 情報開示

情報開示は年金制度の種類によって異なる。職域年金制度では、管理委員会は定期的な情報開示に不可欠な役割を担っており、EGFPとカストディアンが作成した情報を確認の上、必要な修正をほどこして開示する。

個人年金制度では、管理委員会の代わりに制度のスポンサーが行う。法律により、情報開示の頻度と量が増えている。

一般的な制度では、会員は半年毎に情報を受取り、必要があれば四半期毎に受け取ることもできる。さらに、個人年金制度では、メンバーは制度に加わる前および、制度の将来に影響を及ぼす事象が発生したときに情報を受け取る。たとえば、ルール、仕様、または投資ガイドラインの変更があった場合、メンバーは、変更が適用される前1か月の間に制度から離脱する権利がある。

情報開示項目は、受給権獲得状況、収益性または過去の利回り(15,10,5,3年および昨年)、費用(カテゴリー別に分類)、手数料(管理および保管(カストディアン))、ポートフォリオおよび投資実績、拠出、給付(もしあれば)等である。

3.7.3 投資リスク対応

投資リスク対応の規制は、定性的アプローチ(慎重人原則)と定量的アプローチの両方を考慮している。投資規制は、資産の特性、例えば、上場または非上場、取引の制限、カウンターパーティーの格付等によって異なる。デリバティブ投資には、特別な専門知識および手続(予測、業績、目的、デリバティブの種類、限度額、リスク・エクスポージャー等)が必要であり、EGFP理事会の承認を得なければならない。さらに、デリバティブ管理、原資産に依存する仕組債、クレジット・デリバティブの有無について特別な内部報告を実施する必要がある。

3.7.4 コスト対応

ファンド・マネジャーおよびカストディアンに支払われる手数料は、法律によって上限が定められている。カストディアンの手数料は資産の0.5%以下に制限され、EGFPは資産の

2%以上を受け取ることはできない。2007年度の平均手数料は、職域年金（閉鎖年金）で0.17%、個人年金（販売手数料が存在するオープン計画）で1.53%であった。DGSFPは、管理およびカストディアンの手数を公表している。

3.7.5 オペレーショナル・リスク対応

スペインのDCの場合、管理委員会による管理だけでなく、マネージャーとカストディアンとの間の相互管理（クロスコントロール）も含まれる。2007年に法改正があり、内部統制要件が導入された。各マネージャーは、管理されている資金だけでなく、自身に適用可能な内部統制メカニズムを定義する必要がある。毎年、DGSFPは、年金ファンド・マネージャーの委員会から内部統制報告を受け取る。利益相反を避けるため、スペインの法律では、いくつかの要件（人的、物的、場所および計算の分離）を遵守する場合を除き、マネージャーとカストディアンは同じグループに属することが禁じられている。

3.7.6 取崩リスク対応

受益者は、一時金払い、年金、プログラムされた引出しまたは上記の組み合わせの形で給付を受けることができる。過去（2007年まで）には、一時金払いの場合にメリットがあったため、会員は主に一時金払いを選択していた。会員によっては、生命保険会社から個人年金保険を購入することもある。

3.8 トルコ

3.8.1 年金制度の概要

トルコの年金制度は公的年金と私的年金の2階層からなる。公的年金制度は、従業員拠出および雇用主からのSGK（社会保障機構）への拠出をもとに運営されている。必要な期間SGKへの拠出金を支払った人が定年に達すると、SGK年金の受給資格となり、年金の額は支払った拠出額で決定される。SGK年金の所得代替率は75%である。トルコの私的年金制度は企業が設立するDB制度もあったが、2001年から個人退職法に基づき任意のDC個人年金が導入され、1階部分の賦課方式公的年金を補うことが期待されている。このDCは基本的には個人年金だが、事業主が従業員のために団体契約を締結する場合もあり、その場合は事業主が上乗せ拠出を行うこともできる。このDCについて、2013年1月から個人拠出分の25%を政府がマッチング拠出するという制度が始まり³⁴、急速に普及が進んだ。2015年時点でトルコの私的年金制度は、約6.24百万人の加入者がおり、資産残高は147億ユーロである。この資産を19の年金会社が管理しており、120の投資信託で運用されている³⁵。2017年1月から自動加入制度が開始された³⁶ので、DC制度は今後一層拡大していくと推

³⁴ IPE(Magazine) 2015 “Turkey:Private fund growth on track” July/August by Reeta Ilona Paakkinen

³⁵ IPE(Magazine) 2016 “Pensions In Turkey: Diversification lanes open” June by Reeta Ilona Paakkinen

³⁶ European Commission 2017” New legislation in Turkey requiring automatic enrolment in the voluntary funded individual pension scheme” *ESPN Flash Report 2017/10* March

測される。以下この DC 制度に絞ってリスク・マネジメントを解説する。

トルコの私的年金の規制と監督は、財務省の下部組織である保険総局（GDI）が担っており、年金会社の認可を行う。GDI は、オフサイト監督とオンサイト訪問を実施する。オンサイト訪問の主な目的は、関連する法律で規定された要件を満たしているか、負債をカバーするために十分な資本と人的・物的資源を持っているか、理事およびマネージャーが適任であるかどうか等を確認することである。関連法令を実施するために、財務省は、指令の公布、年金基金委員会の構成の変更、罰金の課金等の権限を与えられている。

年金モニタリング・センター（EGM）は、国営のモニタリング機関であり、年金に関連する情報を標準化した形式でデータベースに保管している。EGM は、電子情報の利用可能性を考慮して、すべての年金会社を毎日監視している。市場の不規則性が発生するたびに、委任された監督担当部局のもとで、GDI に報告するか、または介入する。

トルコの資本市場委員会（CMB）も、証券市場の規制当局として、年金資産の運用先である投資信託の運営を監督している。

各年金会社は、複数の投資信託を年金制度の加入者に提供する。投資信託は、参加者の様々なリスク選好を満たすために、異なるリスクおよびリターン・プロファイルを反映するように設計されることが求められている。

3.8.2 情報開示

年金制度のメンバーに開示される情報の種類と様式に関する詳細な規制がある。年金制度加入者は、予備年金契約締結後 1 ヶ月以内に罰金なしに年金契約を解約する権利を有する。年金会社のほとんどは、契約が発効する前に適切な販売を確保するために「歓迎通話」を行う。会員がリタイア時に DC 貯蓄を年金化する場合に、情報に基づいた意思決定ができるように、EGM は複数の段階的退職および年金商品の比較ができるホームページを開設している。

3.8.3 投資リスク対応

慎重人規程が年金資産の投資に適用される他、定量的投資規制がある。2007 年に株式の 76%制限および外国投資の 15%制限が撤廃されたが、以下のとおりの規制内容³⁷となっている。

- 不動産への投資は不可
- 公募投資ファンド・私募投資ファンドは合計して 20%まで（1社あたり 4%）
- ローンは 50%まで
- 銀行預金は 25%、個別行当たり 6%
- 株式/債券等は一つの発行体については 10%、グループの場合は 30%
- 母体企業の株式への投資は不可

3.8.4 コスト対応³⁸

³⁷ OECD(2015)により主なものを抜き出した。

³⁸ 上限の数値を IOPS(2014)でアップデートした。

手数料に上限があり、2013年1月1日から改正された。拠出手数料が2%（旧8%）、資産に対する手数料が1.09%～2.28%（旧3.65%）、初期手数料が月額最低賃金の75%（旧50%）、退出費用なしで年金会社を変わることができる期間は10年（旧5年）である。年金市場における激しい競争のために手数料は下落傾向にある。

3.8.5 オペレーショナル・リスク対応

財務省は、EGMによって作成された報告書を通じてオペレーショナル・リスクを監視している。年金会社は内部監査部門を置き、法務コンプライアンス担当者を任命する必要がある。

3.8.6 取崩リスク対応

DC貯蓄は一時金または段階的引出しプログラムによって引き出すことができる。個人年金保険は年金契約に含まれていないために、年金貯蓄を用いて別途購入の必要がある。

3.9 英国

3.9.1 年金制度の概要

英国の年金制度は、公的年金と私的年金よりなっている³⁹。公的年金制度は基礎年金と付加年金に分かれていたが、2016年4月から統合されて定額給付の一層型年金となった。

英国の私的年金は、長年にわたり、全般的な退職給付の重要な構成要素であった。典型的な形態は職域年金制度であるが、雇用主から提供される個人年金制度も近年急速な成長を遂げている。これは2008年年金法により2012年から1人でも人を雇えば、その者をDCに加入させなければならないという自動加入制度ができたことによる。現在、ほぼすべての新規制度はDCベースであり、DBプランのほとんどは新規加入者には閉鎖されている。従って、英国の監督当局にとっては、今後、DCベースの年金制度を監督する必要性がますます高まっていくだろう。なお、2015年末でDCの加入者・受給者・待期者を併せると6.9百万人であり、DCの職域年金の信託資産残高は335億ポンドである⁴⁰。

英国の私的年金制度は、TPR(The Pensions Regulator、年金規制機構)とFSA(The Financial Services Authorities、金融サービス庁)の2つの機関の規制を受ける。2004年に設立された独立機関であるTPRは主に、雇用主および受託者を中心とした職域ベースの年金制度の監督を担当している。TPRの設立に際し、リスクベースの監督アプローチを採用するための権限が与えられた。FSAは、金融監督機関であり、銀行、資産運用会社、保険会社等、英国の金融市場の規制と監督を担当しているが、年金については、職域年金および個人的年金への金融サービス提供者に主な焦点を当てている。

TPRは、DCのメンバーがDB制度のメンバーよりも異なるタイプのリスクを負っていることを認識している。2006年には、DCに内在するリスクの広範な調査と分析に着手し

³⁹ 藤森克彦「イギリスの年金」*年金と経済*2016年4月により補足。

⁴⁰ The Pensions Regulator のホームページ

報告書を公表した。この報告書の中で、TPR は、DC 基金のメンバーに対する 5 つの重要なリスクを特定している。それは、管理、投資、手数料、取崩段階およびメンバーの理解である。

3.9.2 情報開示

TPR は、情報に基づく意思決定を行うためにメンバーが DC スキームを十分に理解していることの重要性を強調している。TPR は、退職に近づいているメンバーが利用できる年金のタイプやその他の選択肢を説明するリーフレットを公表した。また、TPR は FSA と共同で、リーフレットを発行して、雇用主が被用者から年金について聞かれる可能性のある質問を提示し、解答例と被用者が参照できる情報源を示した。

3.9.3 投資リスク対応

他の英語圏諸国と同様に、英国は、定量的投資規制を課すのではなく、慎重人アプローチを採用している。英国の年金のトラスティーは、ほとんどの資産クラスや金融商品に年金資産を投資することが可能だが、その条件は制度や受益者の利益のために投資が行われていると信じることができること、慎重人のスキルを適用すること、投資原則の文書を用意すること、ポートフォリオ全体のリスクの蓄積を回避するために分散投資をすることである。これらを考えると、投資成果より重要なのは意思決定プロセスまたは投資手続きである。

TPR は、貧弱な投資慣行がメンバーの利益に影響を与える可能性のある分野に、焦点を当てている。TPR はまた、選択肢となるファンドの範囲が、デフォルト・ファンドを含んで適切かを重視している。DC ファンドの多くのメンバーは、自分の投資決定を行うための技術や興味を持たない「不承不承の投資家」であることをふまえて、TPR はトラスティーおよび雇用者がデフォルト・ファンドを選択し、パフォーマンスを監視し、リスクを低減するプロセスに焦点を当てている。前記の Q/A 資料には、投資に関する問題の詳細が含まれているが、メンバーの理解が元で言及された資金選択に関するテンプレートのリーフレットは、トラスティーが投資リスクを管理する手助けをすることを念頭に置いている。

3.9.4 コスト対応

コストに対する TPR の立場は、ルールベースでなく原則ベースである。すべての年金制度が費用を削減すべきというのではなく、年金制度が拠出された金銭に対して価値を提供すべきということである。TPR の立場は以下のとおりである：

- 投資マネージャーの選択およびファンド選択において費用を考慮すべき
- 年金制度のメンバーが決断をする場合には費用の説明を受けなければならない。
- 費用は見直さなければならない。

3.9.5 オペレーショナル・リスク対応

TPR は記録保持を重視しており、2009 年 1 月に記録保持に関するガイダンスノートを公表している。また、TPR は年金基金と助言者との関係に関するベスト・プラクティス・ガイダンスを公表している。また、リスク・マネジメントと内部統制に関する実務基準も公表した。

3.9.6 取崩リスク対応

DC貯蓄を年金化する場合の市場競争を活性化させるために、TPRはOMO(オープン・マーケット・オプション)を定め、加入者に、受託金融機関以外の金融機関から年金を購入することができるようにした。しかし他の金融機関に切り替えたのは3人に1人である。また、FSAはホームページを新設して、DC貯蓄を年金化しようとする者が一連の質問に答えると、対応する年金商品の相見積もりができるようにした。さらに政府の助成を受けた年金化の助言をする独立した年金諮問サービス(The Pensions Advisory Service: TPAS)がある他、TPASが質問をオンラインで受けて加入者の状況に合った年金の種類を解答する仕組みも用意されている。

文献

IOPS(2010) "Managing and Supervising Risks in Defined Contribution Pension Systems"
Working Paper No.12 October

IOPS(2014)"Update of IPOS Work on Fees and Charges" *Working Papers on Effective Pensions Supervision*,No.20 April

Kawin'ski et al. (2012) "Protection mechanisms in the old-age pension systems of the CEE countries" *Journal of Pension Economics & Finance* Published online: 09 July, pp. 581-605

OECD(2015) "Annual survey of investment regulation of pension funds 2015"