

保険・年金 フォーカス

欧州年金基金の投資方針原則 に対するEIOPAの提言

8つの最善策と3つの勧告

保険研究部 主任研究員 安井 義浩

(03)3512-1833 yyasui@nli-research.co.jp

1——EIOPAによる投資方針のピアレビュー

1 | 背景

2016年10月21日、EIOPA（欧州保険年金監督機構）が「年金基金（IORPs）の投資方針原則に関するピアレビュー」を公表した¹。

（IORPs（Institutions for Occupational Retirement Provision）：以降、年金基金とよぶ。）

保険会社と同様に、年金基金も長期投資家として厳しい環境下に置かれている。一つは引き続き低金利である。また人口構造の点でも長寿リスクというものが次第に大きな影響を及ぼすようになってきたかにみえる。こうした状況のもとでは、確定給付年金（あるいはハイブリッド年金）においては、決められた給付水準を保証するための年金債務が増加し、場合によっては資金不足という深刻な問題に直面することになる。また確定拠出年金にあつては、年金原資の積立・運用期間に加入者が完全に運用リスクにさらされており、今の低金利状況は大いに悪影響を与えることとなる。

年金基金の運営全般や監督に関しては、既に2003年に「IORP指令」（Directive 2003/41/EC）が施行されており、その中で、資産運用上留意すべき基本的な考え方が記載されている。

この中で、年金基金は、投資方針原則についての記述書（Statement of Investment Policy Principles；プレスリリースや今般の報告書ではSIPPと略称しているが、馴染みがないので、以下この稿では「投資方針原則」と統一して呼んでおく。）を持たねばならず、少なくとも3年毎に見直さなければならない、とされた。さらに重要な変更があつた時も遅滞なく反映しなければならないとも記載されている。

¹ Peer Review of the Statement of Investment Policy Principles for IORPs Publication of outcomes 2016.9.30
https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/EIOPA-BoS-16-170_SIPP_Peer_Review_Publication_of_Outcomes.pdf

さて、この指令は近いうちに改訂される予定（IORP II へ。詳しくは後述）なのだが、今回は、そうした改訂もにらみつつ、27 の国・地域の監督者を対象に、

- ・投資方針原則が、監督ツール、あるいはディスクロージャーすべきものとして、どの程度使われているのか
- ・各国で、それに付随して、どのような規制がなされているか
- ・EU内で統一された監督方法はいかにあるべきか

といった問題意識のもとで、投資方針原則に関するピアレビューが 2015 年から行なわれた。

2 | 8つの最善策

といっても、調査結果自体は、どの機関（投資部門、投資委員会、CIO、経営会議など）が、どんな頻度（年一度、2年に一度など）で、どのような点（運用対象、リスク選好など）について、投資方針を変更しているかなどについて、個々の国ではなく、アンケート集計の形で公表されている。国によって様々な状況があるという点はこれでわかるのだが、具体的にどの国かということは明らかにされていない。

EIOPA は、全体としては「投資方針原則は、日常の非公式な監督や正式な検査の際に、年金基金の投資方針やリスクの把握、あるいは法令順守状況をチェックするツールとして、主に使用されている。」と結論している。投資方針原則の内容に関する規制は国によって違いがあり、今のところ、IORP 指令における基準への細則として、各国で定められた方針に拠るとのことである。

この実態の把握を受け、年金基金の実務負担を緩和する目的も含め、8 つの最善策が提示され、3 つの推奨アクションが各国監督者に提示されている。

まず、8 つの最善策とされるものであるが、以下のようなものである。

【投資方針原則の内容に関する支援に関して】

1. 多数の年金基金や分離勘定を監督する際には、監督者のウェブサイト上に、年金基金がアクセス可能な、投資方針原則についての「よくある質問」(FAQs) を置いておくこと

【コンプライアンス検証のためのより効果的なプロセスに関して】

2. 通常の投資方針原則を提出する義務がある多数の年金基金をもつ各国監督者は、年金基金に自動リマインダーを発行することにより、適時に投資方針原則を提出するかどうか監視するのはもちろんだが、ウェブ上の一箇所、投資方針原則とそれに付随する監督文書を厳重に管理・蓄積し、年金基金がアクセスできる方法を用いること
3. 監督にあたって投資方針原則を要求し、利用する時には、監督者は投資方針原則の定性評価の一部としてチェックリストを作成し、それを適用すること
4. 監督にあたって投資方針原則を要求し、利用する時には、オフサイトまたは正式検査の間、年金基金の投資プロセスのガバナンス上のチェックを実施すること。

【リスクの特定に関して】

5. 定量的データを収集する多数の年金基金を監督する各国監督者は、投資上限、リスクの特定、正式検査への選択を確認する目的で、オンラインデータによるデータ収集を行なうことを投資方針原則の中におくこと。
6. 監督における、部門別・テーマ別の分析において、リスクを特定する際には、投資方針原則の中にある定量的データを用いること
7. 定量的データを用いる監督者は、投資方針原則の中にリスクを特定する目的で、年金基金のリスクプロファイルにアクセスする権限をおくこと
8. 投資方針原則を、正式検査の選択基準のひとつとして使用すること

3 | 3つの勧告

最終的には、以下のような3つの勧告がなされている。

1. EIOPA は、投資方針原則の定性的評価をさらに実施し監督実施を強化するための、投資方針原則の構成に関するガイダンスを開発するために、次の作業を考えていく必要がある。この作業は、特に以下のようなガイダンスを含むべきである。
 - ・投資方針は、加入者構成に合わせてどのように調整されるのか
 - ・加入者の特性によって、リターン目標をどう設定するのか
 - ・スポンサーの立場、リスク対象を設定する方法、リスク選好、退職DC年金、といった個々の事情に焦点をあててみたとき、どこに有効なものか
2. IORP II 指令に向けて、監督の統一を促進するために、EIOPA はいくつかのガイダンスの作成を検討すべきである。そのことにより、IORP II 指令中の新しいガバナンスとリスク管理要件に対してなされる監督と実施要領や、投資方針原則が監督に果たす役割を明らかにする必要がある。例えば、ガイダンスは、投資方針原則と ORSA の 2 つの文書の重複部分における関係を明らかにすることが望ましい。これにより、年金基金にとって不要な追加的負担をかけるリスクを減らすことができる。この時、投資方針原則の構成と内容に加え、各国監督による現在の正式なガイダンスを考慮すべきである。
3. ピアレビューでは、投資方針原則と、特に投資リスクに完全にさらされたDC年金の加入者に投資政策を伝えることが、潜在的に重要な課題であることを明らかにした。IORP II 指令との関係では、EIOPA は、指令の新たな情報開示要件が、タイムリーかつ明確にDC加入者に伝えられるための改善方法につき、さらに作業を進めるべきと考える。このピアレビューではじめて強調された調査結果に加えて、関連するこれまでの EIOPA の作業も、参考にする必要がある。

各国の監督の実態や、個々の年金基金で課題となっている事項を具体的にみないと、こうした勧告の意味が外部からわかりにくい面があるが、すでに実際に改善を要する国には、個別に具体的な勧告がなされている模様である。

2—今後の状況

EIOPA のガブリエル・ベルナルディーノ議長はこう述べている。

「投資方針原則には多様な利用方法があるが、欧州の年金制度の加入者や受益者の利益のために、新しい IORP II 指令が実施される初期段階で、それに基づき、できる限り早く監督方針が統一される必要があることを認識できた。」

保険会社を対象とするソルベンシー II の実施からまもなく 1 年経とうとしているが、年金基金のほうでも、健全性の動きのみならず、こうした投資原則の確立が進められているようである。これも大きな意味では ERM の一環といえるだろう。

先に触れたように、IORP 指令は間もなく IORP II 指令といわれるものに改訂される予定である。ただしもともと想定されていたところまでは行き着かず、ソルベンシー II で導入されたような定量的な資本要件や、「包括的バランスシート」（これまで何度か紹介した²、いわば資産・負債とも時価ベースにしたバランスシート）の考え方は、現段階では検討途上で導入されない。

その意味で、大枠としては、これまでと変わらないもので、EU 内の国を超えた共通の規制を少し進めたものとなっているようである。

ともあれ、そうした IORP II 指令の原案は、2016 年 6 月 30 日には関係者（欧州理事会、議会、委員会）で実質合意された。今後正式な議会の承認を経て 2016 年内には決定され、その後 2 年間で各国の法律に反映されて実施される見込みとされている。ただし同時期に英国の EU 離脱交渉があるので、英国に関してどういう扱いとなるかは不透明である。

包括的バランスシートの導入などの、「本格的な」IORP II 指令といった年金基金の健全性規制の動きにつき、今後の進展に注目していきたい。

² 基礎研レター「年金基金版？ソルベンシー II-欧州EIOPAがストレステストと定量調査を実施中」（2015.9.29）参照
http://www.nli-research.co.jp/files/topics/42771_ext_18_0.pdf?site=nli